



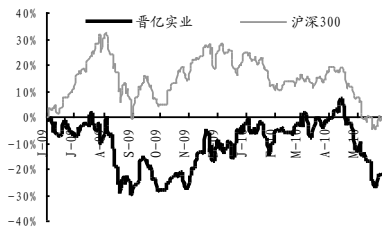
晋亿实业（601002）研究报告：

高铁订单充裕 业绩增长可期

轨道交通

首次评级：增持

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
晋亿实业	-12.8	-20.2	-21.1
沪深 300	-6.85	-13.1	-3.03

市场数据 2010.05.30

当前价格 (元)	6.32
52 周价格区间 (元)	5.6-8.88
总市值 (百万)	4667
流通市值 (百万)	4667
总股本 (万股)	73847
流通股 (万股)	73847
日均成交额 (百万)	66.75
近一月换手 (%)	11.33

分析师：卜忠东

执业证书编号：S0350207100527

联系人

王清涛

电话：0755-83704748

邮件：wangqt@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

最新调研信息

- **2010 年高铁扣件交货 12 亿 今后新订单仍很充裕** 公司目前是国内最大的高铁扣件供应商，市场份额 20% 左右。2010 年公司在手订单 20 亿，交货预计超过 12 亿。我们认为，大规模铁路建设将持续到 2020 年，即使客运专线建设高潮过后，接踵而来的还有一般新线、货运专线和维修市场。我们预计今后三年公司还可能接 20-25 亿的订单，未来三年平均每年交货还有 13-15 亿元。
- **汽车紧固件 2010 年盈利将突破 2000 万元** 2009 年，公司销售的汽车紧固件不到 1 万吨，亏损约 1400 万。我们认为未来中国汽车进入快速增长的第二阶段，自主品牌厂商处于成本考虑将会更多使用国内汽车紧固件替代进口。公司汽车紧固件处于快速拓展期，未来几年渴望保持 30% 以上增长。预计 2010 年至少实现销售 3 万吨，收入 2 亿元，净利润 2000 万元。
- **预计 10 年普通紧固件出口 7000 万美元 基本实现不亏损** 欧盟、美国等主要出口国对公司实现反倾销和反补贴措施，公司普通紧固件出口形势依旧困难。在公司多方努力下，4 月出口已实现 6% 的正增长，预计 2010 年将完成出口 7000 万美元，占公司业务收入的比重下降到 25% 左右。子公司山东晋德今年预计扭亏甚至贡献正的利润。
- **风险提示：** 原材料价格上涨、人民币升值、出口环境更恶劣
- **给予“增持”评级** 公司在高强度异型紧固件上优势突出，如铁路扣件和汽车专用紧固件市场广阔、成长潜力大，但是由于传统紧固件受贸易壁垒和国内竞争加剧影响前景并不明朗。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.22、0.28 和 0.32 元，假设 30 倍目标 PE 给予“增持”评级。

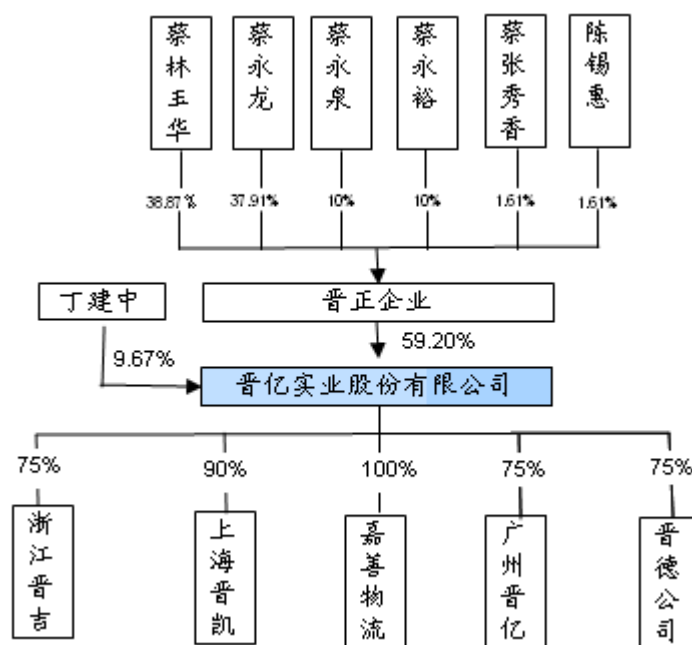
预测指标	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	1875.05	1708.43	2391.80	2894.08
营业利润 (百万元)	114.37	-12.57	197.17	274.89
净利润 (百万元)	87.84	-26.81	167.23	218.82
摊薄每股收益 (元)	0.13	0.00	0.22	0.28
摊薄每股净资产 (元)	2.19	2.19	2.41	2.69
加权平均 ROE (%)	5.01	-0.09	8.94	10.47

公司简介

晋亿实业股份有限公司位于浙江省嘉兴市嘉善县，是国内紧固件行业龙头企业。嘉善地理位置优越，地处浙江省东北部，与上海、江苏接壤，是江、浙、沪三省通衢之地，被誉为“长江三角洲的中心、上海城市圈的重镇”。

晋亿实业创始于 1995 年，创始人蔡氏家族拥有多年紧固件行业从业经验，先后创办了晋禾（台湾）、晋纬（马来西亚）和晋正（中国）三家企业。三家企业基于各自的实际市场销售，共同签订了《避免同业竞争市场分割协议》和《避免同业竞争市场分割补充协议》，因此晋正旗下的晋亿实业（本公司）才在 2007 年得以上市。

图 1 晋亿实业股权结构图



资料来源：公司网站，国海证券研究所

紧固件广泛运用于各种物品的连接和紧固，是应用最广泛、使用数量最多的机械基础件，素有“工业之米”之称。全球紧固件需求主要集中在美洲、欧洲和亚洲，合计占全世界总需求的 90% 以上。改革开放三十年的发展，我国已经建成了全球规模最大、品种规格齐全、质量上乘的紧固件专业生产体系，并已成为全球最大的紧固件生产和出口基地。

公司是全国规模最大的紧固件生产企业之一，目前公司生产符合国家标准（GB）、ISO 标准、美国标准（ANSI）、德国标准（DIN）、日本标准（JIS）等标准，直径 M3-M56、长度 9-900mm 的各类等级的螺栓、螺母、螺钉、螺柱、精线产品和非标准异型紧固件，品种规格达 2 万余种，年生产能力 15 万吨。产品广泛应用于机械、建筑、电力、铁

路、公路、交通、家具、汽车、摩托车、自行车、家用电器等行业。

我们将公司产品分为海内外两个市场和高铁扣件、汽车等高强度紧固件、普通紧固件三个大类进行分析。

公司 2009 年主营业务 16.77 亿元，其中出口 3.97 亿，同比下降 50.45%，份额占比从 2008 年的 45.36% 下滑到 23.69%。出口业务大幅下滑是 2009 年公司业绩糟糕的重要原因。

2009 年公司国内销售 11.2 亿，其中高铁扣件销售 5.97 亿，同比增长 170.83%，占国内销售收入的 53%；汽车紧固件销售约 1.07 亿，同比增长约 40%；普通紧固件仅销售 4.17 亿，同比下降 64%。国内普通紧固件销量下滑是公司业绩糟糕的另一个重要原因。

图 2 公司 2009 年市场结构

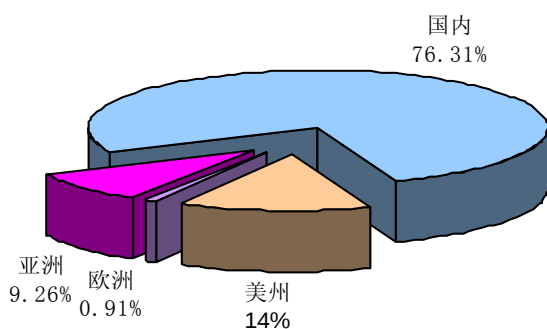
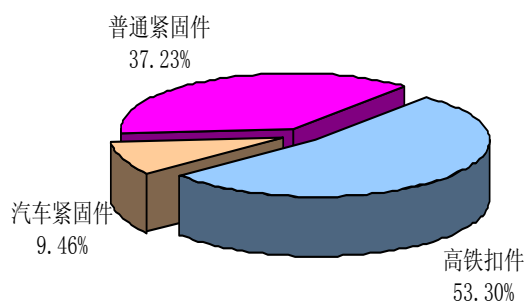


图 3 公司 2009 年产品结构



资料来源：公司年报，国海证券研究所

2009 年各子公司的经营状况也不理想，普通紧固件市场内忧外患，山东晋德产能利用率不足，亏损 8655 万元，成为公司业绩的主要拖累。生产汽车紧固件的浙江晋吉和广州晋亿尽管收入有所增长，但是还未能达到赢利要求，合计亏损 1439 万元。

表 1 公司各子公司经营状况

子公司名称	注册资本	控股比例	年末净资产	2009 营收	2009 年盈利	主营业务
浙江晋吉	USD 3373	75%	22,371	10,058	-943	汽车紧固件
上海晋凯	USD 1500	90%	1,998	428	-85	国际贸易、转口贸易
嘉善物流	500	100%	500	0	0	运输
广州晋亿	USD 1500	75%	10,314	595	-496	汽车专用高强度紧固件
山东晋德	USD 7980	75%	47,155	29,824	-8655	普通紧固件
慧高电子	USD 678	20%	9,385	20,883	175	电子产品制造

资料来源：公司年报，国海证券研究所

综上，公司 2010 年及以后业绩能否出现根本性的转变，取决于以下几个方面：

1、高铁扣件业务占比逐年提升，2010 年已无忧，但以后高铁定单是否具有持续性？

2、公司能否顺利实现结构升级，富有竞争力的汽车等高强度紧固件市场能否成功开拓，从而成为公司的新增长极？

- 3、海外市场风险能否成功化解，海外销售能否恢复往年的风光？
- 4、子公司经营状况能否好转？
- 5、公司未来还有哪些看点？

带着这些问题，我们对晋亿实业进行了实地调研，与公司副总经理、董秘涂志清先生进行了详细的沟通。

2010 年高铁扣件交货有望超过 12 亿 后续定单无忧

2002 年 10 月，公司开发的高强度螺旋道钉及防松螺母，以其优良的品质在青藏铁路建设工程气候环境最恶劣的 550 公里冻土路段招标中一举中标，这拉开了公司进军高铁扣件市场的序幕。

2006 年 3 月，铁道部工程管理中心对 2004-2005 年开工的客运专线和城际轨道交通的铁路扣件产品进行了集中采购（招标编号：JW2006-005），所涉及的高速铁路建筑长度总计 3336 公里。晋亿实业在此次招标中，中标了郑西线和温福线的 4 个包件，总价约 7.5 亿元。此后，公司陆续又接到大批订单，截止到 2010 年 5 月 28 日，公司累计签订高铁扣件订单合同 28 亿，我们根据以前交货金额推算，2010 年在手未完成定单超过 20 亿。

表 2 公司历年高铁紧固件定单

合同时间	金额(万元)	明细	应用段
2010年5月21日	33,048.13	F1、F3包号	宁杭铁路
2010年3月18日	58,061.64	F01包号286.3万套	京石铁路、石武铁路(河北段)
2009年12月22日	17,761.20	WJ7型铁垫板	中铁隆昌
		WJ8型铁垫板	中铁隆昌
		弹性垫板	中原利达
		弹性垫板、铁垫板、S2螺旋道钉	中原利达
2009年10月23日	1,249.03	1.1包号	太中银铁路吕梁山隧道
2009年10月20日	56,203.60	F05包号225.01万套	哈大铁路
	22,813.73	F06包号89.04万套	哈大铁路
	570.48	F06包号2.28万套	长吉城际铁路
	681.10		张集铁路
2008年3月17日	19,496.09	YWGZ-2包	宜万铁路
2007年12月26日	3,861.80		温福铁路(浙江段)
2006年12月13日	71,368.77		郑西铁路
合计	285,115.57		
2009年累计交货	83,689.11		
在手未完成定单	201,426.46		

资料来源：公司重大合同公告，国海证券研究所

我们调研中了解到，在 2010 年公司必须完成哈大铁路和京石铁路剩余 9.8 亿订单，另外公司刚签订的 3.3 亿宁杭铁路订单已开始执行。考虑到其他中标企业可能向公司采购高铁扣件，2010 年公司高铁扣件收入很可能超过 12 亿元。

2010 年已无忧，2010 年以后公司高铁扣件业务能否实现持续增长至关重要。

大规模铁路投资将持续到 2020 年 将继续分享高铁盛宴

我国现有铁路运营里程约 8.3 万公里，其中高铁客运专线约 4500 公里。按照铁路“十一五规划”、《铁路中长期规划》及《调整规划》，2010 年要达到 9 万公里，其中新建高速铁路客运专线 1.2 万公里。到

2020年全国铁路里程要达到12万公里,其中高铁客运专线1.6万公里,一般新线4.1万公里。

根据上述规划并考虑到完工期有可能推迟的风险,我们推算2010年和2011年还是中国铁路建设的高峰期,预计完成铁路建设5571和3346公里,其中高铁客运专线建设3076和2911公里。

表3 未来我国铁路建设预测

年份	高铁客运专线		一般新线	合计
	350KM等级	250KM等级		
2008年	115	1636	1480	3231
2009年	1444	420	2630	4494
2010年	2443	633	2495	5571
2011年	1598	1313	435	3346
2012-2020		400	4100	4500

资料来源: 国海证券研究所

扣件需求集中在高铁建设中后期的铺轨工程,因此2010年和2011年公司高铁订单依然会相当充裕。今后几年,还未招标的高铁建设里程合计超过7000公里,按照每公里6433套扣件的铺设标准,未来2年可能招标的高铁扣件超过4500万套。

表4 未来2年可能招标的线路

项目名称	应用段	开工日期	竣工日期	里程/KM	所需扣件数(万套)
向莆高速铁路	城际铁路	2008年10月	2013年	636	409.14
遂(宁)渝铁路	沪汉蓉	2009年1月	2012年1月	131	84.27
杭甬客专	城际铁路	2009年4月	2011年	147	94.57
渝利(川)铁路	沪汉蓉	2008年底	2012年底	244	156.97
宁安城际铁路	城际铁路	2008年底	2011年	257	165.33
成绵乐城际铁路	城际铁路	2008年底	2010年	323	207.79
宁杭城际	城际铁路	2008年底	2011年	238	153.11
石济客运专线	青岛石家庄太原	2009年	2012年	317	203.93
杭南长客运专线	沪昆	2009年底	2013年底	883	568.03
长昆客运专线	沪昆	2009年底	2014年底	1,138	732.08
西(宝)兰客运专线	徐州-郑州-兰州	-	2020年前	551	354.46
京沈	京沈哈大	-	2012年	684	440.02
成都至重庆客运专线		-		306	196.85
西安至沿江客运专线		-		519	333.87
石济铁路客运专线		-		319	205.21
徐郑客运专线	徐州-郑州-兰州	-	2020年前	357	229.66
小计				7050	4535.27

资料来源: 国海证券研究所

2012-2020年高铁客运专线建设速度有所放缓,年均建设高铁客运专线400公里,但一般新线建设速度加快,年均完成4100公里,一般新线建设同样能拉动扣件需求。

我们认为,客运专线建设高峰期过后,货运专线的建设将接踵而至,公司铁路扣件订单仍具有持续性。货运专线主要采用重轨技术,对扣件中的铁垫板和弹性件都有很高的要求。

即使所有大规模的铁路建设活动结束,已有线路的维修市场同样巨大。维修市场对弹性件需求量大,由于反复承重挤压变形,需要更换部

分橡胶弹性件，以保证垫板的合理高度。

公司经验丰富 产品系列完善 生产能力突出

铁道部在决定供应商时，非常注重供货经验这一因素。为了保证安全运营，铁道部一般倾向于选择有成熟供货经验的供应商。

与竞争对手相比，公司进入高铁扣件市场早。在 2002 年，公司开发的高强度螺旋道钉及防松螺母，以其优良的品质在青藏铁路建设工程气候环境最恶劣的 550 公里冻土路段招标中一举中标。经过 8 年的发展，公司积累了丰富的、能适应各种复杂环境的高铁扣件生产经验。

公司同时具备为时速 250KM 和 350KM 两个等级高铁扣件供货的经验，这使得公司的覆盖范围更大。通过吸收国内外的先进技术和经验，目前晋亿可以生产四个型号（IV 型、V 型、WJ-7 和 WJ-8）的高铁扣件，产品可应用于时速 250KM 和时速 350KM 的高速铁路。

另外，公司生产能力强大，年具备 1000 万套高铁扣件的生产能力。一般铁路扣件产品一般分为：弹条、紧固件、铸铁件和弹性件。国内企业中，只有晋亿可以自主提供全套扣件产品，其余厂家目前都是委托其他供应商代为加工有关部件。

公司凭借丰富的经验、完善的产品系列和超强的生产能力，在今后竞标中的优势会越来越突出。在 2006 年第一次招标中晋亿的市场份额约为 16%，而到 2009 年 7 月第二次招标中，公司的市场份额上升到了 20%。我们预计随着铁路国产化率的提高，公司在今后招标中的份额还会继续扩大。

图 4 2006 年招标各企业市场份额

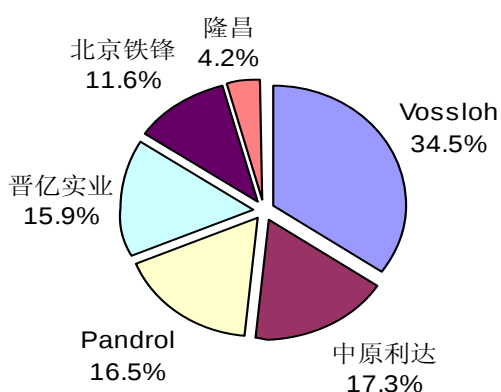
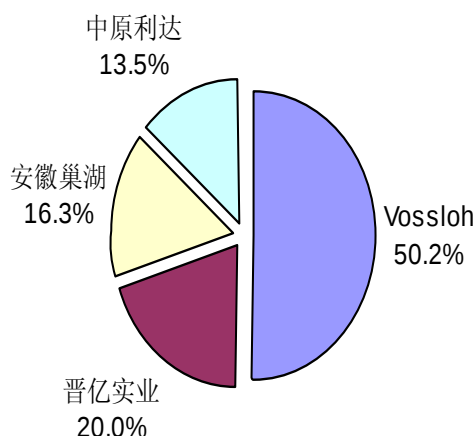


图 5 2009 年招标各企业市场份额



资料来源：国海证券研究所

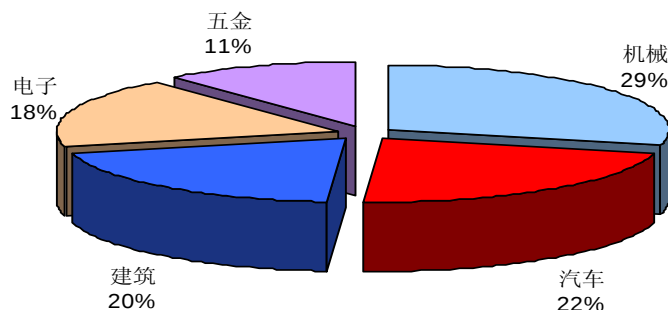
即使我们假定公司在今后招标中维持 20% 的市场份额，今后三年还能得到越 1000 万套的高铁扣件订单。目前每套高铁扣件招标价格已经稳定在 200-250 元的区间内，预计今后两年公司还能获得 20-25 亿

元的高铁扣件订单，加上目前在手订单，未来三年平均每年平均需交货 13-15 亿元。如果招标价格稳定，原材料价格不大幅上涨（盘元占总成本的比重超过 70%），公司高铁扣件毛利率就能维持在 30% 左右的水平。仅高铁扣件业务每年都能贡献 3.9-4.5 亿的毛利。我们对高铁扣件业务谨慎乐观。

汽车紧固件业务有望成为新增长点

一般紧固件产品广泛应用于机械、汽车、建筑、电子电器和五金等行业。汽车行业的需求量大，占据 22% 左右的份额。

图 6 一般紧固件下游市场分布



资料来源：国海证券研究所

我们认为，中国农村汽车市场开始启动，中国汽车市场进入刚性需求快速释放的第二阶段。在这一阶段，小排量和农村适用的轻微型车是增长的主力，而这些车型多为自主品牌厂商所生产。

汽车用紧固件属于高强度、高精度和高性能紧固件系列，档次和技术含量高。国内尽管生产紧固件企业众多，但是档次低，汽车专用紧固件长期以来依赖进口。数据显示，进口紧固件平均约 10 美元/公斤，远远高于我国出口的平均 1.2 美元/公斤的价格。因此我国自主品牌生产商急需使用本土产品来替代进口，以降低汽车生产成本。

公司在生产汽车专用紧固件方面存在优势：第一，公司长期从事紧固件生产，技术和管理来源于日本精益生产模式，产品质量与进口相差无几。另外，公司还从台湾聘请了多位汽车紧固件行业专家，协助企业对产品进行技术升级，提升产品质量。第二，公司地理位置优越，具有天然的优势。公司并不是整车厂一级供应商，而是为整车厂配套的零部件厂商进行二级配套。公司目前有浙江晋吉和广州晋亿两个汽车紧固件生产基地，这两个公司辐射广东和江浙众多零部件厂商，能满足零部件厂商零库存的需求。

目前,公司已经通过二十余家汽车厂商的评估认证,部分客户也已开始进入小批量供货阶段。紧固件是汽车整车质量的重要瓶颈,汽车厂商在选择紧固件供应商时都有一套严格的筛选体系,要想成为大量供货的供应商都要经过层层考验。一旦经过检验,配套的数量将呈现爆发式增长。我们通过年报比较发现,2008 年公司汽车紧固件 7600 万,2009 年增长 40%达到 1.06 亿,这说明汽车紧固件市场正在逐步打开。

由于生产数量远小于设计的生产能力,致使产品分摊的固定成本较大,前几年汽车紧固件业务一直处于亏损状态。我们调研中得知,2010 年汽车紧固件需求大幅增加,晋吉公司从 3 月起已开始实现赢利。按照目前的形势判断,2010 年汽车紧固件将实现销售 3 万吨,收入超过 2 亿元,净利润超过 2000 万元。

我们对 2010-2015 年汽车销量的判断是能保持 20%的复合增长率,汽车零部件增长与整车增长之间的比例关系是 1: 1.3,因此零部件能保持 25%以上的增长。而公司汽车紧固件处于市场快速开拓阶段,增幅可以保持在 30%以上,因此未来几年公司汽车紧固件将成为继高铁扣件外的另一个增长点。

出口市场不容乐观 公司在积极努力改变不利局面

公司外销市场在 2008 年以前保持着 50%左右的份额,出口以美国、欧洲和亚洲市场为主,出口紧固件主要用于建筑、电力和五金等,基本属于中低档产品。

2009 年紧固件行业共遭遇了来自欧美等国家和地区的贸易救济立案调查 4 起,包括:2 月份墨西哥的螺母反倾销立案调查,4 月份土耳其的紧固件海关估价,5 月份俄罗斯的紧固件保障措施立案调查,10 月份美国的紧固件“双反”合并调查等,尤其是 2009 年 1 月 31 日欧委会对原产于中国的紧固件产品征收 85%的高额反倾销税,导致近百万吨中国紧固件产品出口欧洲受阻。由此接踵而来的国际贸易摩擦直接导致公司出口业务下降 50%。

由于外部需求锐减,公司订单不足,产品处于供大于求的状态,造成产品大量库存积压。与此同时,国家虽然七次普遍上调出口产品退税率,但由于偏见和不理解而无缘于紧固件产品,促使本行业相当部分的企业为争取国外订单或转向内销,行业内以价格为主的各类竞争异常激烈。这也导致公司内销普通紧固件出现严重亏损。

以上分析表明,出口受阻使国内外两个市场同时面临着压力。治标必须治本,公司如今面临不利局面的主要原因是国外贸易壁垒和国家的政策偏见,公司针对这些原因正开展有针对性的措施:

第一，公司之所以遭到“双反”，核心是出口产品档次偏低。公司已经在调整出口产品结构，寻求出口新领域。到 2010 年 4 月，公司出口机械制造类紧固件数量增长，从而带动高强度紧固件出口比例上升到 10% 以上的份额。

第二，针对欧盟等国 85% 的高额反倾销税，公司正采取强有力的还击。公司联合行业 47 家公司，上书国家对欧盟出口中国的紧固件同样征收高额反倾销税；公司还将欧盟告到 WTO，预计在不久就会第二次开庭。这些措施即使不能阻止欧盟对中国紧固件征收反倾销税，也期望能降低反倾销税的税率，这在以前是有过先例的。

第三，紧固件种类繁多，有几万种之巨。国家仅有八个税制号的出口退税（出口退税率 5%），实在是太少了。公司正在积极争取国家政策，力争将出口退税税制号增加到 20 个。

通过上述种种途径的努力，公司力争提高出口收入和出口产品的盈利能力。从目前的经营情况来看，公司完成出口 7000 万元收入，力争不亏损的目标很可能实现。

出口问题缓解还能减小国内紧固件市场的压力。2009 年，山东晋德出现了 8655 万的亏损，一部分原因就是出口转内销带来的恶性后果。2010 年 3 月，晋德公司已经不亏损，说明国内紧固件市场环境有所好转，我们预计晋德公司 2010 年出现赢利的可能很大。

战略合作是公司新看点

2009 年 12 月 21 日，公司与衡水中铁建工程橡胶有限责任公司共同签署战略合作框架意向协议。协议内容主要涉及晋亿以现金注入目标公司，增加注册资本并推动公司改制，力争上市。

衡水中铁建工程橡胶有限责任公司是中铁建旗下三家控股公司之一（中铁建工程橡胶、中铁建土工材料、中铁建型钢铸造），产品涉及板式桥梁支座、盆式桥梁支座、桥梁伸缩装置、止水带、路基防护、巷道支护、隧道防水、水库防渗、建筑防水、铸钢构件等十大系列、近 3000 个规格品种。目前，公司总资产已达 5 亿元，年生产能力达 15 亿元，综合实力位于全国同行业前列。

我们预计增资后公司持有中铁建工程橡胶有限责任公司股权的 25%。我们假设该公司年销售收入为 15 亿元，参照可比公司时代新材 6% 的销售净利润，一旦战略合作成功，工程橡胶公司每年可为公司贡献约 2250 万的净利润，折合 EPS0.03 元。如果合作公司能顺利上市，那么情况将更为可观，战略合作成为公司今后的新看点。

给予“增持”的评级

基本假设

- 1、假定今后三年的高铁订单为 12 亿、14 亿和 14 亿，高铁扣件毛利率维持在 30%左右的水平；
- 2、汽车紧固件随着产能释放和市场开拓，保持 30%以上的增长，毛利率维持在 20%左右的水平；
- 3、普通紧固件情况不容乐观，仅保持 10~15%左右的增速，盈利能力一般，毛利率在 10%左右；
- 4、期间费用绝对数平稳小幅增长，期间费用率有所下降；
- 5、没有政策扶持，实际所得税率较高，超过 20%；

表 5 主营业务分析

单位:百万	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入合计	1875	1708	2410	2880	3220
高铁扣件	221	597	1200	1400	1400
汽车紧固件	76	106	200	300	500
普通紧固件	1074	814	820	900	1000
精线	361	174	140	180	200
其他	143	17	50	100	120
综合毛利率	18%	17%	20%	21%	21%
高铁扣件	40%	30%	28%	30%	30%
汽车紧固件	15%	20%	20%	20%	20%
普通紧固件	12%	8%	10%	10%	10%
精线	24%	8%	15%	15%	15%
其他	15%	15%	15%	15%	15%
毛利润合计	337	282	487	612	668
高铁扣件	88	179	336	420	420
汽车紧固件	11	21	40	60	100
普通紧固件	129	65	82	90	100
精线	87	14	21	27	30
其他	21	3	8	15	18

资料来源：国海证券研究所

盈利预测

根据以上估计，我们预计公司在 2010-2012 年 EPS 为 0.22、0.28 和 0.32 元，公司在高强度异型紧固件上优势突出，如铁路扣件和汽车专用紧固件市场广阔、成长潜力大，但是由于传统紧固件受贸易壁垒和国内竞争加剧影响前景并不明朗，综合考虑我们给予 30 倍 PE，首次给予“增持”评级，如果公司战略合作成为现实，公司估值优势会有所提，投资价值将更加突出。

风险提示

原材料价格上涨风险；人民币升值风险；贸易壁垒加剧、出口环境进一步恶化风险；国内竞争加剧风险。

盈利预测

资产负债表							单位:百万元							利润表							单位:百万元						
会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E							
流动资产	1,549.70	1,670.99	1,843.78	2,406.71	2,856.46	3,431.43	一、营业收入	1,276.92	1,875.05	1,708.43	2,408.88	2,883.43	3,226.56	减: 营业成本	1,122.18	1,521.28	1,418.54	1,927.11	2,277.91	2,548.98							
货币资金	316.85	141.01	186.94	149.99	181.58	439.24	营业税金及附加	0.59	1.02	2.01	3.37	2.42	2.03	销售费用	55.82	69.01	122.12	108.40	144.17	161.33							
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	45.94	80.07	110.68	132.82	146.10	160.71	财务费用	2.09	18.69	24.32	43.96	48.88	52.42							
应收款项	218.64	274.33	414.98	593.97	710.98	795.59	资产减值损失	10.28	67.13	46.90	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	-3.23	3.23	3.96	5.15	6.69							
预付款项	206.27	127.06	272.31	369.58	436.86	488.85	加: 公允价值变动收益	0.00	-3.23	3.23	3.96	5.15	6.69	投资收益	3.35	-0.24	0.35	2.61	3.92	5.22							
存货	787.48	1,119.04	961.13	1,284.74	1,518.61	1,699.32	其中: 联营企业收益	0.00	-0.24	0.35	2.61	3.92	5.22	二、营业利润	43.36	114.37	-12.57	199.79	273.01	313.00							
其他流动资产	20.47	9.55	8.43	8.43	8.43	8.43	加: 营业外收入	3.78	3.50	4.72	5.20	5.71	6.29	减: 营业外支出	1.69	5.52	2.98	3.28	3.61	3.97							
非流动资产	1,157.23	1,409.00	1,503.83	1,635.25	1,651.85	1,525.31	三、利润总额	45.45	112.36	-10.84	201.71	275.12	315.32	减: 所得税费用	10.11	24.51	15.97	32.27	57.77	69.37							
长期投资及金融资产	3.00	25.76	26.11	26.11	26.11	26.11	四、净利润	35.35	87.84	-26.81	169.43	217.34	245.95	归属母公司净利润	37.52	93.91	-1.55	160.96	206.48	233.65							
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益与调整	-2.17	-6.07	-25.25	8.47	10.87	12.30	五、总股本(万股)	738.47	738.47	738.47	738.47	738.47	738.47							
固定资产	934.48	1,176.59	1,342.70	1,393.43	1,409.80	1,284.17	EPS (元)	0.05	0.13	0.00	0.22	0.28	0.32														
在建工程	173.26	152.30	77.20	157.88	158.11	157.20	主要财务比率																				
其他生产性资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E														
无形资产及递延性资产	46.50	54.35	57.83	57.83	57.83	57.83	成长能力																				
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	-1.54%	46.84%	-8.89%	41.00%	19.70%	11.90%														
资产总计	2,706.94	3,080.00	3,347.62	4,041.96	4,508.30	4,956.73	营业毛利	-24.58%	128.63%	-18.06%	66.20%	25.68%	11.90%														
流动负债	832.85	1,058.09	1,347.43	1,722.34	1,921.35	2,073.83	EBIT	-54.85%	288.85%	29.70%	2.81%	22.50%	122.50%														
短期借款	230.73	275.50	418.41	418.41	418.41	418.41	净利润	-58.23%	150.29%	-101.65%	10477.27%	28.28%	13.16%														
应付账款	406.29	3.23	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力																				
预收账款	14.59	109.69	5.83	131.99	158.00	176.80	毛利率	12.12%	18.87%	16.97%	20.00%	21.00%	21.00%														
其他	181.24	669.66	923.19	1,171.94	1,344.94	1,478.62	EBIT/收入	4.10%	10.86%	3.22%	9.85%	10.85%	10.96%														
长期负债	202.31	194.14	181.67	331.67	381.67	431.67	净利率	2.94%	5.01%	-0.09%	6.68%	7.16%	7.24%														
长期借款	202.31	194.14	181.67	331.67	381.67	431.67	ROE	2.46%	5.81%	-0.10%	9.05%	10.40%	10.53%														
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	ROIC	1.68%	3.82%	-1.11%	6.19%	7.23%	7.45%														
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-1.00	偿债能力																				
负债合计	1,035.17	1,252.23	1,529.10	2,054.01	2,303.01	2,505.49	资产负债率	38.24%	40.66%	45.68%	50.82%	51.08%	50.55%														
少数股东权益	148.92	211.00	200.59	209.06	219.93	232.23	利息保障倍数	16.94	4.70	-1.10	3.85	4.45	4.69														
股本	738.47	738.47	738.47	738.47	738.47	738.47	速动比率	0.89	0.51	0.65	0.65	0.69	0.83														
资本公积	726.63	737.47	747.31	747.31	747.31	747.31	经营现金净额/当期债务	-0.53	-0.06	0.45	0.61	0.42	0.77														
留存收益	57.75	140.83	132.15	293.11	499.58	733.23	营运能力																				
股东权益合计	1,671.77	1,827.77	1,818.52	1,987.95	2,205.29	2,451.24	总资产周转率	0.47	0.61	0.51	0.60	0.64	0.65														
负债和股东权益	2,706.94	3,080.00	3,347.62	4,041.96	4,508.30	4,956.73	应收账款天数	61.64	52.67	87.44	88.77	88.77	88.77														
							存货天数	252.63	264.81	243.92	240.00	240.00	240.00														
现金流量表							单位:百万元																				
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E														
经营活动现金流	-121.23	-17.04	189.28	255.08	176.78	323.95	资本负债率	38.24%	40.66%	45.68%	50.82%	51.08%	50.55%														
净利润	35.35	87.84	-26.81	169.43	217.34	245.95	利息保障倍数	16.94	4.70	-1.10	3.85	4.45	4.69														
折旧摊销	9.66	67.13	46.90	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.89	0.51	0.65	0.65	0.69	0.83														
财务费用	102.32	126.96	118.63	150.63	133.63	195.63	经营现金净额/当期债务	-0.53	-0.06	0.45	0.61	0.42	0.77														
投资收益	2.93	2.03	2.78	0.00	0.00	0.00	营运能力																				
营运资金变动	1.10	14.37	21.82	43.96	48.88	52.42	总资产周转率	0.47	0.61	0.51	0.60	0.64	0.65														
其它	-3.35	0.24	-0.35	-2.61	-3.92	-5.22	应收账款天数	61.64	52.67	87.44	88.77	88.77	88.77														
投资活动现金流	-665.79	-101.85	-237.50	-398.07	-146.31	-63.87	存货天数	252.63	264.81	243.92	240.00	240.00	240.00														
资本支出	-443.24	-306.38	-234.20	-400.68	-150.23	-69.09	每股指标 (元)																				
长期投资	-3.00	-306.38	-234.20	-400.68	-150.23	-69.09	EBIT/股本	0.07	0.28	0.07	0.32	0.42	0.48														
其他	-219.55	227.54	1.70	2.61	3.92	5.22	每股经营现金流	-0.16	-0.02	0.26	0.35	0.24	0.44														
筹资活动现金流	835.74	156.82	34.49	106.04	1.12	-2.42	每股净资产	2.06	2.19	2.19	2.41	2.69	3.00														
债务融资	-4.81	167.94	227.83	150.00	50.00	50.00	估值比率																				
权益融资	970.80	68.15	13.94	0.00	0.00	0.00	P/E	124.39	49.70	-3008.92	29.00	22.60	19.97														
其它	-130.25	-79.27	-207.28	-43.96	-48.88	-52.42	P/B	3.06	2.89	2.88	2.62	2.35	2.10														
汇率变动影响	-3.13	-6.08	-0.99	-1.22	-1.44	-1.70	P/S	3.66	2.49	2.73	1.94	1.62	1.45														
现金净增加额	45.58	31.85	-14.72	-36.95	31.59	257.66	EV/EBITDA	77.84	18.68	50.45	22.58	17.23	14.70														

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。