

中国神华 (601088. SH)

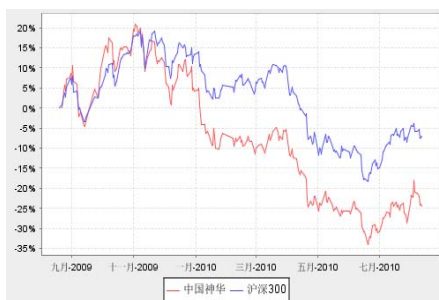
低成本扩张发力，估值明显偏低

评级: **买入** 前次:
 目标价(元): **32.69-35.76**
 分析师
 刘昭亮
 S0910210050002
 021-58306416
 liuzl@qlzq.com.cn
 2010年8月28日

基本状况

总股本(百万股)	19889.62
流通股本(百万股)	1800.00
市价(元)	23.72
市值(百万元)	471781.80
流通市值(百万元)	42696.00

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	107,133.	121,312.	141,654.	157,589.	173,009.
营业收入增速	30.48%	13.23%	16.77%	11.25%	9.79%
净利润增长率	26.65%	16.63%	21.71%	14.53%	15.48%
摊薄每股收益(元)	1.31	1.52	1.85	2.12	2.45
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	18.17	15.58	12.80	11.18	9.68
PEG	0.68	0.94	0.59	0.77	0.63
每股净资产(元)	7.37	8.51	9.84	11.96	14.41
每股现金流量	2.22	2.81	2.86	3.40	3.90
净资产收益率	17.70%	17.88%	18.84%	17.74%	17.01%
市净率	3.22	2.79	2.41	1.98	1.65
总股本(百万股)	19,890.0	19,890.0	19,890.0	19,890.0	19,890.0

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司于2010年8月28日发布中期业绩: 营业收入 697.31 亿元, 同比增长 22.16%; 实现归属于母公司净利润 186.32 亿元, 同比增长 16.62%; 每股收益 0.94 元, 同比增长 16.69%; 净资产收益率 10.73%, 同比增加 0.13%。利润继续保持了多年来的稳健增长, 增速基本符合预期, 其中二季度利润环比增长 14%。其中煤炭销售价格同比上升和电力业务规模同比大幅增长是利润增长的主要原因。
- 从整体来看, 公司四大主营业务持续向好, 利润均实现了同比正增长, 其中电力和港口业务受益于低成本扩张, 盈利增长最为显著, 增速高达 80%, 占上半年利润增量的 43%。煤炭受益于价格上涨和现货煤比重提高, 贡献 50% 的利润增量。由于成本上升的因素, 公司总体毛利率水平比去年略微下降 0.1% 至 49.23%, 但总体趋势仍然保持平稳。我们认为, 公司除煤炭以外的其他业务开始发力, 一体化经营策略有效平衡了公司的业绩, 降低了波动风险。未来稳定增长依然可期。
- 长期投资价值显著, 目前估值明显偏低。中国神华作为国内唯一一家具备煤-电-路-港营运一体化的最大煤炭企业, 其经营的稳健性和低成本扩张战略值得我们去关注。虽然神华的内生性增长高峰已经过去, 但新建煤矿的投产、煤电价格的理顺以及煤炭销售方式灵活性、产业链的低成本扩张带来的协同效应, 均给予了公司未来业绩保持增长的动力。另外, 我们看好神华整体上市的投资机会。
- 我们预测公司 2010 年~2012 年净利润 368.48 亿元、422.03 亿元、487.35 亿元。折合每股收益 1.85 元、2.12 元和 2.45 元, 同比增长 21.71%、14.53% 和 15.48%。按照目前的价格对应 PE 分别为 12.8、11.18、9.68 倍, 估值处于行业较低水平。我们认为, 神华具备良好的业绩稳健特征是许多其他行业和公司所不具备的, 作为产业发展的标杆性企业, 低估值+稳健成长+资产注入, 我们认为市场需要重新审视中国神华的投资价值。目标价格区间 32.69~35.76 元, 中枢价格 34.23 元, 给予“买入”评级。

神华战车继续前进，经营业绩稳健增长

- 公司于2010年8月28日发布中期业绩：营业收入697.31亿元，同比增长22.16%；实现归属于母公司净利润186.32亿元，同比增长16.62%；每股收益0.94元，同比增长16.69%；净资产收益率10.73%，同比增加0.13%。利润继续保持了多年来的稳健增长，增速基本符合预期，其中二季度利润环比增长14%。业绩变动的主要来源于煤炭业务和电力业务，其中煤炭销售价格同比上升和电力业务规模同比大幅增长是利润增长的主要原因。

图表 1：中国神华主要盈利指标变化

主要盈利指标	2007A	2008A	2009H1	2009A	2010Q1	2010H1	上半年同比	二季度环比
营业总收入（亿元）	821.07	1,071.33	570.83	1,213.12	328.05	697.31	22.16%	12.56%
净利润（亿元）	197.66	265.88	159.76	302.76	87.26	186.32	16.62%	13.52%
每股收益（元）	1.07	1.34	0.80	1.52	0.44	0.94	16.69%	13.44%
净资产收益率（%）	20.10%	19.00%	10.60%	19.16%	4.88%	10.73%	0.13%	0.97%
毛利率（%）	50.41%	49.49%	52.38%	49.32%	49.70%	49.23%	-3.15%	-50.16%

来源：齐鲁证券研究所

- 从整体来看，公司四大主营业务持续向好，利润均实现了同比正增长，其中电力和港口业务盈利增长最为显著，增速高达80%，占上半年利润增量的43%。煤炭受益于基数较大，贡献50%的利润增量。由于成本上升的因素，公司总体毛利率水平比去年略微下降0.1%至49.23%，但总体趋势仍然保持平稳。我们认为，从上半年的经营业绩可以看出，公司除煤炭以为的其他业务开始发力，一体化经营战略有效平衡了公司的业绩，降低了波动风险。未来稳定增长依然可期。

图表 2：中国神华各业务经营概览

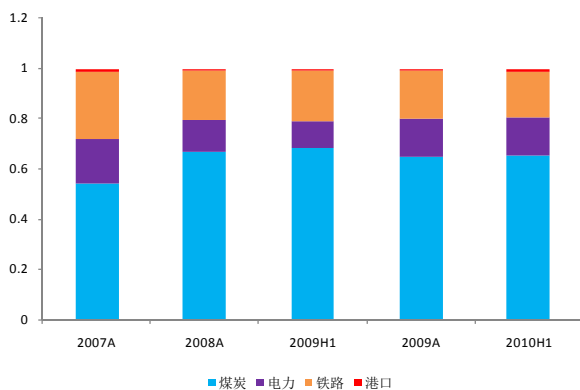
	单位	2006A	2007A	2008A	2009A	2010H1
商品煤生产量	百万吨	136.6	158	185.7	210.03	109.2
YOY%			15.67%	17.53%	13.10%	3.21%
煤炭销售量	百万吨	171.1	209.1	232.7	254.3	137.4
YOY%			22.21%	11.29%	9.28%	11.62%
其中：出口量	百万吨	23.9	24	21.2	13.6	5.8
YOY%			0.42%	-11.67%	-35.85%	-4.92%
其中：自有铁路运输周转量	十亿吨公里	99	116.7	123.3	138.2	73.7
YOY%			17.88%	5.66%	12.08%	8.54%
自有港口下水煤量	百万吨	117.6	130.3	139.4	159.2	80.5
YOY%			10.80%	6.98%	14.20%	3.87%
其中：黄骅港	百万吨	79.2	81.2	78.2	77.8	41.3
神华天津煤码头	百万吨	1.6	19.2	22.9	21.7	13.1
总发电量	亿千瓦时	579	797	978	1051	683
YOY%			37.65%	22.71%	7.46%	56.96%
总售电量	亿千瓦时	539	744	903	977	636
YOY%			38.03%	21.37%	8.19%	57.54%
总装机容量	兆瓦	13411	15871	18797	23520	25864
YOY%			18.34%	18.44%	25.13%	38.80%

来源：齐鲁证券研究所

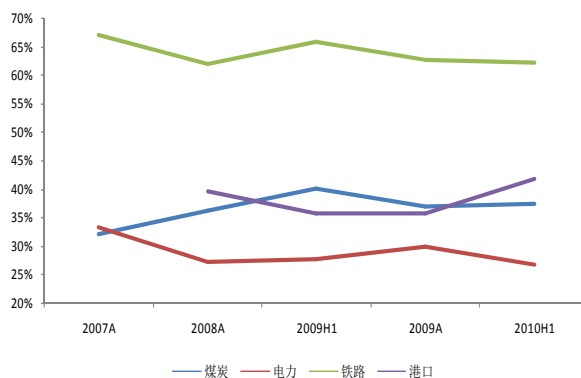
图表 3：中国神华分业务营业利润，煤炭电力增量贡献大

营业利润（亿元）	2007A	2008A	2009H1	2009A	2010H1	2010H1 YOY%
煤炭	173.9	264.6	161.4	296.0	186.5	15.55%
电力	57.3	49.3	24.7	70.4	44.5	79.93%
铁路	86.2	77.8	48.1	88.0	51.6	7.19%
港口	3.8	3.9	2.0	3.4	3.6	83.59%
合计	321.2	395.6	236.2	457.7	286.1	21.14%

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：中国神华四大业务占比


来源：齐鲁证券研究所

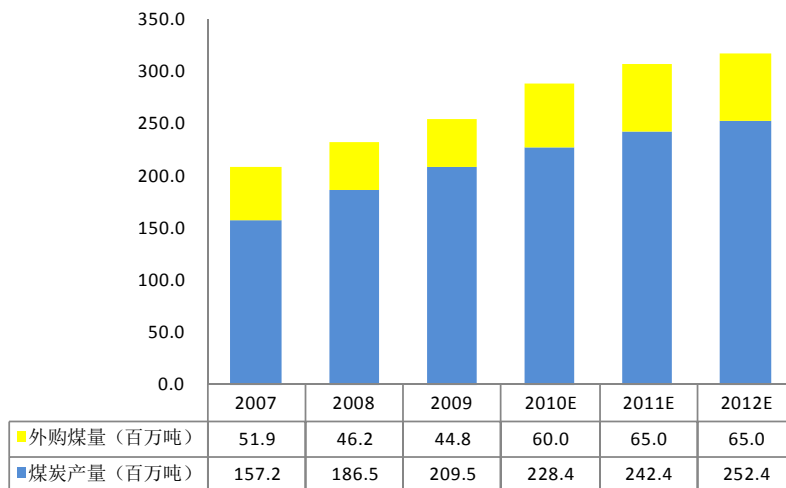
图表 5：分业务毛利率变化趋势


来源：齐鲁证券研究所

煤炭产量小幅增长，现货煤比重继续提高

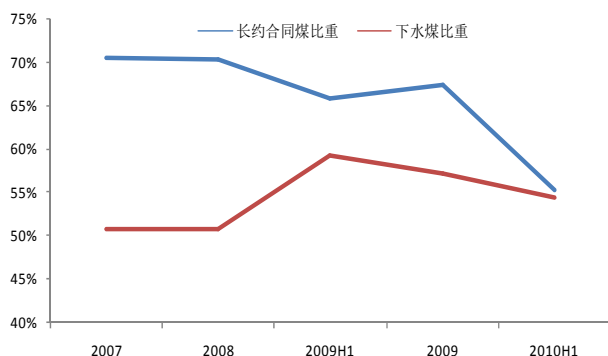
- 2010年上半年公司商品煤产量小幅增长3.21%至1.09亿吨，但外购煤大幅增长，因此公司总体商品煤销量依然保持两位数以上的增速。
 - 公司煤炭增量主要来自于准格尔矿区和胜利矿区，其中哈尔乌素和锦界能源增长最为明显，上半年同比增长接近 300 万吨，增速超过 20%。目前的主力矿区神东产量 7490 万吨，同比小幅下降了 1.3%。
 - 公司加大了外购煤数量，从去年同期的 1700 万吨上升至 3000 万吨，增幅 74%。
- 公司近三年的煤炭产量增长看点在准格尔矿区、锦界能源和黄玉川煤矿。其中准格尔矿区目前产量在3500万吨/年，目标是1亿吨；锦界能源将从目前的1400万吨提升至2000万吨的核定产能；黄玉川煤矿1000万吨煤电项目今年投产。

- 远期增长点主要在目前的三个在建项目：内蒙古新街矿区（2000万吨），榆林神华郭家湾煤矿（800万吨），澳大利亚沃特马克项目（1000万吨）。

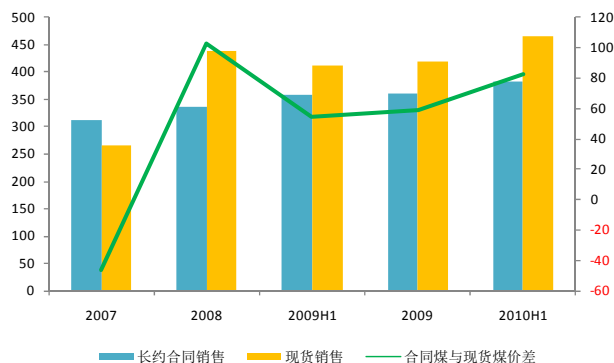
图表 6：中国神华产销量预测


来源：齐鲁证券研究所

- 上半年煤炭销售均价同比上涨42元至418元/吨，自产煤成本仅上升10元至101.6元/吨，成本维持在较低水平，因此自产煤毛利率比去年有所上升。但由于外购煤成本涨幅较大（上涨44元至367元/吨）且比重上升，因此煤炭综合销售毛利率表现平稳。
- 上半年公司合同煤占国内煤炭销售比重继续下降至 55%，由于今年以来现货价格同比涨幅 52 元，而合同煤价格仅上涨 24 元，现货销售均价与合同煤的价差放大至 82.7 元，因此，现货煤比重的提升有效提高了公司的销售均价。
- 我们认为，在现货煤与合同煤价差明显的背景下，公司提高现货煤比重的举动将会持续。由于合同煤受到政策的压制，今后两年均价上涨的趋势不会改变，这也成为公司未来业绩释放动力之一。

图表 7：公司长约合同煤比重下降


来源：齐鲁证券研究所

图表 8：神华合同煤与现货煤价差扩大


来源：齐鲁证券研究所

发电规模大幅增长，利润贡献显著上升

- 装机容量大幅提高，公司上半年发电量和售电量同比大幅增长。截止6月30日，公司总装机容量到达25864兆瓦，同比增长38.8%。平均利用小时数2785，同比增长18%。因此规模的扩大以及效率的提高导致售电量大幅增长57%至636亿千瓦时。
- 毛利率小幅下降不改利润大幅增长。上半年由于原材料成本的上升(2%)高于电价上涨(0.6%)，毛利率下降1%至26.6%。但营业利润增长80%至44.5亿元，占公司上半年利润增量的40%左右。
- 看好规模优势和低成本扩张战略。虽然电力业务利润占公司总体利润比重只有16%，但是增量贡献开始显现。随着在建规模发展迅速，煤电一体化的优势将逐步得到体现：公司大部分新建超临界机组，产出效率处于行业较高水平。加上神华煤定价的合理性和供销渠道的稳定性(神华煤占比95%左右)，公司的综合竞争优势非常明显。未来煤电价格的理顺，无论从煤炭还是电力业务角度看都将给公司带来实质性利好。

图表 9：中国神华主要电厂经营情况

电厂	权益占比	所长电网	地理位置	装机容量(兆瓦)截止2009年6月30日	装机容量(兆瓦)截止2010年6月30日	2010H1售电价(元/兆瓦时)	2009售电标准煤耗(克/千瓦时)	2010H1售电标准煤耗(克/千瓦时)	平均利用小时数(2009H1)	平均利用小时数(2010H1)
黄骅电力	51.00%	华北电网	河北	1,860	2,520	294	315	313	2083	2735
盘山电力	45.50%	华北电网	天津	1,000	1,030	381	329	330	2392	2938
三河电力	38.50%	华北电网	河北	1,300	1,300	341	327	321	2571	2802
准能电力	57.80%	华北电网	内蒙古	500	500	213	397	396	2297	2515
国华准格尔	48.40%	华北电网	内蒙古	1,320	1,320	232	326	329	1882	2817
北京热电	70.00%	华北电网	北京	400	400	407	264	261	2506	3151
定洲电力	40.50%	华北电网	河北	1,200	2,520	283	319	324	2865	2756
绥中电力	50.00%	东北电网	辽宁	1,600	3,600	320	334	320	2596	2444
宁海电力	60.00%	华东电网	浙江	2,400	4,400	392	313	305	2400	2808
锦界能源	70.00%	华北电网	陕西	2,400	2,400	274	336	333	2069	2898
神木电力	51.00%	西北电网	陕西	210	220	282	378	372	3152	3284
台山电力	80.00%	南方电网	广东	3,000	3,000	420	315	309	2431	3341
惠州热电厂	100.00%	南方电网	广东		660	339		329		1727
神东电力	74.42%	西北、华北、陕西地方电网	内蒙古	1,444	1,994	247	419	405	2304	2346
合计/平均				18,634	25,864	332	331	324	2358	2785

来源：齐鲁证券研究所

图表 10：神华在建电厂

项目名称	建设规模	计划建设时间	预计总投资	2009年完成投资额	2010年计划投资额	地点
辽宁国华绥中电厂二期工程	2x1,000兆瓦	2007年~2010年	77.1	37.8	12.6	辽宁
印尼南苏煤电项目一期工程	2x150兆瓦	2009年~2011年	24.2	2.1	11.9	印尼南苏省
准能矸石电厂二期	2x330兆瓦	2008年~2010年	28	13.9	11	内蒙古自治区
郭家湾电厂	2x300兆瓦	2008年~2010年	29.7	11.1	4.6	陕西
河北国华定州发电厂二期工程	2x660兆瓦	2007年~2010年	42.9	14.4	3.2	河北
合计	4880兆瓦					

来源：齐鲁证券研究所

铁路业务表现稳定，港口盈利大幅上升

- 上半年神华自有铁路业务周转量737亿吨公里，同比增长8.54%。营业收入103.73亿元，毛利率仍然较为稳定，为62.33%。营业利润51.6亿元，同比增长7.19%。总体来说近年来铁路资产盈利表现较为稳定，贡献利润大约18%~20%之间。

图表 11：神华自有铁路资产运营情况

自有铁路	权益占比	运价(元/吨公里)	长度(公里)	运能(百万吨)	起终点	服务矿区	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
神朔	100.00%	0.18	270	140	神东(大柳塔)-朔州	神东、万利	29.4	31.4	35.5	37.6	39.9	41.8
朔黄-黄万	52.72%	0.12	661	180	朔州-黄骅	神东、万利	72.7	74.4	81.3	85.5	90.6	95.2
大准	57.80%	0.15	264	45	准格尔-大同	准格尔	9.8	11.6	15.1	16.9	17.9	18.8
包神	88.16%	0.15	172	80	包头-神东(大柳塔)	神东	4.8	5.9	6.3	7.1	7.9	8.9
自有铁路小计			1367	445			116.7	123.3	138.2	147.1	156.3	164.7

来源：齐鲁证券研究所

- 虽然港口业务规模占比较小，但上半年经营业绩却非常醒目。港口下水煤量8050万吨，同比仅增长3.87%。但港口营业收入12.73亿元，同比增长27.68%，实现营业利润3.6亿元，增长83.59%。
 - 2010年8月，投资127亿元的黄骅综合大港正式开航，包括8个10万吨级通用散杂货、多用途泊位；码头总长2074米，具备靠泊10万吨级船舶条件；码头前沿水深-15.3米，年通过能力4000万吨；堆场面积200万-300万平方米，堆存能力1500万吨。
 - 按照《黄骅港总体规划》，黄骅港由煤炭港区、综合港区、散杂港区、河口港区四部分组成。其中，综合大港开发建设确定“三步走”战略，第一步达到10万吨级，第二步达到15万吨级，第三步达到20万吨兼顾25万吨级。
 - 随着黄骅综合大港建设完成，无论是公司的港口还是连接的朔黄铁路都将变得更加重要。虽然目前盈利对公司总体影响较小，但我们看好后续发展潜力，一体化建设规模逐渐发力带来的发散效应。

图表 12：神华主要港口业务

自有港口(百万吨)	2007	2008	2009H1	2009	2010H1	2010E	2011E	2012E	权益	泊位	运能
其中：黄骅港	81.2	78.2	38.7	77.8	41.3	82.9	85.6	88.2	70.0%	7个	80.0
神华天津煤码头	19.2	22.9	11.4	21.7	13.1	26.2	27.5	28.6	55.0%	3个	35.0
自有港口合计	100.4	101.1	50.1	99.5	54.4	109.1	113.1	116.8			
第三方港口	29.9	38.3	28.9	59.7	26.1	52.0	56.0	65.0			
其中：秦皇岛港	18.2	23.4	19.8	41.2	18.2						
天津港	10.7	14.2	7.7	14.2	4.7						
其他	1.0	0.7	1.4	4.3	3.2						
合计	130.3	139.4	79.0	159.2	80.5	161.1	169.1	181.8			

来源：齐鲁证券研究所

长期投资价值显著，目前估值明显偏低

- 中国神华作为国内唯一一家具备煤-电-路-港营运一体化的最大煤炭企业，其经营的稳健性和低成本扩张战略值得我们去关注。
 - 虽然神华的内生性增长高峰已经过去，但较为确定的稳健成长特性却不会因此而蜕变。新建煤矿的投产、煤电价格的理顺以及煤炭销售方式灵活性、产业链的低成本扩张带来的协同效应，均给予了公司未来业绩保持增长的动力。这也是神华在金融危机前后能够保持稳定增长重要因素。
 - 看好资产注入。神华在 2007 年 A 股上市之时承诺三年内完成相关资产的注入，这也是我们看好公司外延式增长的重要依据。公司于 8 月 19 日发布的资产收购公告，更多是给予市场一个积极的信号——公司启动整体上市之路。我们认为，对于最终收购资产的规模和盈利能力，超预期的可能性很大。
 - 国务院推进煤炭企业兼并重组，以中国神华为代表的一体化大型煤炭企业集团将成为未来煤炭产业转型的标杆，产业链延伸所带来的增值效应将逐步得到市场的认同。
- 我们预测公司 2010 年~2012 年净利润 368.48 亿元、422.03 亿元、487.35 亿元。折合每股收益 1.85 元、2.12 元和 2.45 元，同比增长 21.71%、14.53% 和 15.48%。按照目前的价格对应 PE 分别为 12.8、11.18、9.68 倍，估值处于行业较低水平。我们认为，神华具备良好的业绩稳健特征，是许多其他行业和公司所不具备的，作为产业发展的标杆性企业，低估值+稳健成长+资产注入，我们认为市场需要重新审视中国神华的投资价值。按照公司未来三年盈利取 18 倍 PE 和 3 倍 PB 均值，对应价值区间 32.69~35.76 元，中枢价格 34.23 元，给予“买入”评级。

图表 13：国内外煤炭股盈利与估值比较

Description	Market Cap	P/E	P/B	ROE %	Div. Yield %	Net Profit Margin (mrq)	Price To Free Cash Flow (mrq)
Basic Materials	4373.94B	14.57	2.49	12.58	2.63	7.63	47.57
Industrial Metals & Minerals	535.26B	21.20	2.92	11.70	2.37	11.30	-29.00
Arch Coal Inc.	3.53B	38.51	1.64	4.67	1.80	8.66	214.41
BHP Billiton Ltd.	183.06B	19.57	4.17	22.72	2.60	24.65	149.69
BHP Billiton plc	153.96B	16.46	3.50	22.72	3.00	24.65	125.89
CONSOL Energy Inc.	7.05B	15.28	2.32	16.62	1.20	5.27	199.15
International Coal Group, Inc.	910.84M	262.94	1.25	0.48	NA	1.49	24.71
Massey Energy Co.	2.85B	NA	1.48	-0.92	0.80	-11.18	4984.43
Peabody Energy Corp.	11.19B	20.83	2.83	14.86	0.70	12.41	47.90
Westmoreland Coal Co.	96.70M	NA	NA	NA	0.00	0.99	9.01
Yanzhou Coal Mining Co. Ltd.	101.52B	149.57	23.11	16.41	1.60	6.21	-895.68
国内煤炭开采	1166.22B	17.12	2.96	17.69		17.19	41.92

来源：齐鲁证券研究所

图表 14：两地上市煤炭股价格比较

股票名称	A股代码	A股价格	H股代码	H股价格	A股/H股
兖州煤业	600188.SH	17.8	1171.HK	16	1.27
中煤能源	601898.SH	9.72	1898.HK	11.04	1.01
中国神华	601088.SH	23.72	1088.HK	28.2	0.96

来源：齐鲁证券研究所

图表 15：中国神华分业务盈利预测

煤炭	2007	2008	2009H1	2009	2010H1	2010E	2011E	2012E
煤炭总收入	65427	88100	48268	98643	58424	116241	127918	140649
煤炭生产成本	44513	56305	28957	62312	36544	69436	75430	81199
毛利率	31.97%	36.09%	40.01%	36.83%	37.45%	40.27%	41.03%	42.27%
电力								
电力业务收入（百万元）	23922	29994	13828	33794	21682	45273	53568	63452
电力业务成本（百万元）	15953	21840	10005	23723	15912	31644	37074	43665
毛利率	33.31%	27.19%	27.65%	29.80%	26.61%	30.10%	30.79%	31.18%
铁路								
铁路业务收入（百万元）	16213	17526	9630	19558	10373	20623	21924	23103
铁路业务成本（百万元）	5330	6673	3288	7307	3908	7887	8527	9121
毛利率	67.13%	61.93%	65.86%	62.64%	62.33%	61.75%	61.11%	60.52%
港口								
港口业务收入		1,938	997	2,007	1,273	2236.55	2375.1	2569.6
港口业务成本		1,170	640	1,289	741	1418	1493	1578
毛利率		39.63%	35.81%	35.77%	41.79%	36.59%	37.14%	38.59%
综合								
营业收入	82,107	107,133	57,083	121,312	69,731	141,655	157,589	173,009
营业成本	39,696	55,011	27,181	61,486	35,402	69,802	76,738	81,636
毛利率	51.65%	48.65%	52.38%	49.32%	49.23%	50.72%	51.30%	52.81%

来源：齐鲁证券研究所

附录 1: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	82,107	107,133	121,312	141,655	157,589	173,009
增长率	25.96%	30.5%	13.2%	16.8%	11.2%	9.8%
营业成本	-39,696	-55,011	-61,486	-69,802	-76,738	-81,636
% 销售收入	48.3%	51.3%	50.7%	49.3%	48.7%	47.2%
毛利	42,411	52,122	59,826	71,852	80,851	91,373
% 销售收入	51.7%	48.7%	49.3%	50.7%	51.3%	52.8%
营业税金及附加	-1,832	-2,717	-3,786	-3,541	-3,940	-4,325
% 销售收入	2.2%	2.5%	3.1%	2.5%	2.5%	2.5%
营业费用	-522	-673	-820	-933	-1,024	-1,130
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%
管理费用	-6,624	-8,302	-9,146	-9,916	-11,346	-12,457
% 销售收入	8.1%	7.7%	7.5%	7.0%	7.2%	7.2%
息税前利润 (EBIT)	33,433	40,430	46,074	57,462	64,541	73,461
% 销售收入	40.7%	37.7%	38.0%	40.6%	41.0%	42.5%
财务费用	-2,666	-3,865	-1,860	-2,531	-1,928	-1,492
% 销售收入	3.2%	3.6%	1.5%	1.8%	1.2%	0.9%
资产减值损失	-709	-1,289	-547	0	0	0
公允价值变动收益	283	472	-178	0	0	0
投资收益	638	853	700	800	800	800
% 税前利润	2.1%	2.4%	1.6%	1.4%	1.3%	1.1%
营业利润	30,979	36,601	44,189	55,731	63,413	72,769
营业利润率	37.7%	34.2%	36.4%	39.3%	40.2%	42.1%
营业外收支	-330	-630	-288	-345	-398	-415
税前利润	30,649	35,971	43,901	55,386	63,014	72,354
利润率	37.3%	33.6%	36.2%	39.1%	40.0%	41.8%
所得税	-6,716	-6,815	-9,156	-11,271	-12,729	-14,615
所得税率	21.9%	18.9%	20.9%	20.4%	20.2%	20.2%
净利润	23,933	29,156	34,745	44,115	50,285	57,738
少数股东损益	3,436	3,197	4,469	7,266	8,082	9,003
归属于母公司的净利润	20,497	25,959	30,276	36,848	42,203	48,735
净利率	25.0%	24.2%	25.0%	26.0%	26.8%	28.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	23,933	29,156	34,745	44,115	50,285	57,738
少数股东损益	0	0	0	7,266	8,082	9,003
非现金支出	8,419	12,118	12,978	13,006	14,327	16,024
非经营收益	2,023	3,020	1,506	2,908	2,584	2,601
营运资金变动	-4,440	-68	6,698	-3,087	508	1,224
经营活动现金净流	29,935	44,226	55,927	64,209	75,787	86,590
资本开支	27,937	36,456	31,396	24,181	23,563	22,489
投资	-3,898	-517	-146	0	0	0
其他	1,093	953	-5,561	800	800	0
投资活动现金净流	-30,742	-36,020	-37,103	-23,381	-22,763	-21,689
股权募资	654	1,739	1,994	0	0	0
债权募资	-1,463	13,352	2,115	-16,147	0	0
其他	39,262	-17,647	-16,043	-4,442	-13,527	-2,986
筹资活动现金净流	38,453	-2,556	-11,934	-20,589	-13,527	-2,986
现金流量	37,646	5,650	6,890	20,239	39,496	61,916

资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	53,436	59,491	73,467	86,440	117,854	170,766
应收款项	9,032	9,377	9,812	12,194	13,819	14,733
存货	6,337	7,842	7,727	9,462	10,296	10,768
其他流动资产	1,381	1,196	1,453	2,730	2,025	2,110
流动资产	70,186	77,906	92,459	110,826	143,993	198,377
% 总资产	29.1%	28.3%	29.8%	32.6%	37.7%	44.9%
长期投资	3,811	3,902	4,285	4,285	4,285	4,285
固定贷款	141,428	161,733	179,407	188,040	194,930	199,361
% 总资产	58.7%	58.8%	57.8%	55.4%	51.1%	45.1%
无形资产	22,317	24,761	26,546	28,742	30,690	32,308
非流动资产	170,859	197,276	218,055	228,884	237,722	243,772
% 总资产	70.9%	71.7%	70.2%	67.4%	62.3%	55.1%
资产总计	241,045	275,182	310,514	339,710	381,716	442,149
短期借款	4,903	18,477	22,527	6,380	6,380	6,380
应付款项	13,379	15,565	21,374	22,933	24,189	25,468
其他流动负债	15,089	8,614	11,783	21,995	12,458	13,875
流动负债	33,371	42,656	55,684	51,307	43,027	45,722
长期贷款	49,718	56,045	53,931	53,931	53,931	53,931
其他长期负债	5,671	4,946	4,142	4,142	4,142	4,142
负债	88,760	103,647	113,757	109,380	101,100	103,795
普通股股东权益	131,376	146,625	169,326	195,633	237,836	286,571
少数股东权益	20,909	24,910	27,431	34,697	42,780	51,783
负债股东权益合计	241,045	275,182	310,514	339,710	381,716	442,149

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益 (元)	1.031	1.305	1.522	1.853	2.122	2.450
每股净资产 (元)	6.605	7.372	8.513	9.836	11.958	14.408
每股经营现金净流 (元)	1.505	2.224	2.812	2.863	3.404	3.901
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.530	0.530	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.60%	17.70%	17.88%	18.84%	17.74%	17.01%
总资产收益率	8.50%	9.43%	9.75%	10.85%	11.06%	11.02%
投入资本收益率	17.37%	17.96%	18.66%	22.90%	23.54%	26.22%
增长率						
营业总收入增长率	25.96%	30.48%	13.23%	16.77%	11.25%	9.79%
EBIT 增长率	25.92%	20.93%	13.96%	24.72%	12.32%	13.82%
净利润增长率	23.33%	26.65%	16.63%	21.71%	14.53%	15.48%
总资产增长率	39.71%	14.16%	12.84%	9.40%	12.36%	15.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.5	22.8	22.7	22.3	22.8	22.7
存货周转天数	51.6	47.0	46.2	48.8	48.4	47.6
应付账款周转天数	81.5	61.5	68.4	73.8	71.3	68.7
固定资产周转天数	491.3	422.1	413.8	384.7	355.1	325.8
偿债能力						
净负债/股东权益	0.75%	8.47%	1.35%	-11.49%	-20.62%	-32.74%
EBIT 利息保障倍数	12.5	10.5	24.8	22.7	33.5	49.2
资产负债率	36.82%	37.66%	36.64%	32.20%	26.49%	23.48%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5% - +5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501