

高端管材制造企业

常宝股份新股分析

报告关键点:

- 加成定价并不能完全消除原材料成本大幅波动带来的影响
- 募投项目是公司未来重要利润增长点
- 我们认为中小企业板金属制品上市公司中,与公司可比性最高的是金洲管道
- 给予公司2010年30-35倍市盈率的估值水平,对应上市首日价格区间为13.8元-16.1元,建议询价区间11元-13元

报告摘要:

- 公司为江苏省高新技术企业,从事专用钢管生产,是江苏省最早专业生产无缝钢管的企业之一,公司主要产品包括油管、高压锅炉管和套管。公司的产品应用于石油、天然气开采以及电站锅炉制造。
- 石油消费的提升和石油价格的高企是石油油井管行业发展的直接推动因素,电力供需缺口催生对电站锅炉的需求,此外,钢管是一种经济钢材,可以代替部分型材和棒材,随着钢管功能的进一步开发,生产技术的进一步提高,钢管应用的新领域将不断增加。
- 加成定价并不能完全消除原材料成本大幅波动带来的影响。原材料占公司生产成本的比重较大,公司产品销售采取的定价策略是在行业特点的基础上,利用先期收集的行业数据,综合“成本加成”与“竞争性定价”两种定价模式。但由于产品销售价格变动与原材料采购价格变动相比存在一定的时滞性,公司的盈利能力在短期内仍然呈现出了较大幅度的波动。
- 募投项目是公司未来重要利润增长点。公司本次发行股票募集资金将用于投资ERW660焊管项目,设计产能30万吨,预计在2012年初可实现达产。ERW660焊管项目达产后,公司预计新增年销售收入22.78亿元,新增利润总额2.67亿元。假设募投项目在2009年底已达产并实现上述预计利润贡献,按照所得税税率15%、发行后总股本4.001亿股全面摊薄计算,2009年公司每股收益为1.05元,较2009年实际每股收益0.58元有大幅增厚。
- 按照IPO后总股本全面摊薄计算,预计公司2010-2012年每股收益分别为0.46元、0.62元、0.80元。我们认为中小企业板的金属制品上市公司中,金洲管道与公司可比性较高,考虑金属制品行业的平均市盈率,并向金洲管道靠拢,给予公司2010年30-35倍市盈率的估值水平,对应上市首日价格区间为13.8元-16.1元,建议询价区间11元-13元。

建议询价区间:

11.00 - 13.00 元

上市首日定价区间:

13.80 - 16.10 元

报告日期: 2010-09-01

发行数据

总股本(万股)	33,060
发行数量(万股)	6,950
网下发行(万股)	1,390
网上发行(万股)	5,560
保荐机构	中国建银投资证券有限责任公司
发行日期	2010-09-08
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

曹坚	34.44%
江苏常宝投资发展有限公司	14.52%
陈普安	7.04%
孙光亮	3.52%
严献忠	3.52%
张兰永	3.52%
周家华	3.52%
韩巧林	3.52%
许才斌	1.32%
钱明荣	1.32%

研究员

任琳娜

021-68765906
证书编号

行业分析师

renln@essence.com.cn
S1450209090277

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,374.6	2,168.3	2,979.2	3,509.5	4,171.1
Growth(%)	104.6%	-35.7%	37.4%	17.8%	18.9%
净利润	327.5	245.9	224.7	302.5	391.4
Growth(%)	77.7%	-26.5%	-4.4%	34.6%	29.4%
毛利率(%)	17.9%	21.0%	15.4%	16.9%	17.9%
净利润率(%)	7.8%	8.9%	6.2%	7.1%	7.7%
每股收益(元)	0.66	0.48	0.46	0.62	0.80
每股净资产(元)	2,169.52	2,670.59	5.16	5.71	6.42
市盈率	-	-	-	-	-
市净率	-	-	-	-	-
净资产收益率(%)	37.7%	23.0%	10.9%	13.2%	15.2%
ROIC(%)	76.3%	36.5%	18.7%	20.7%	20.5%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
股息收益率	-	-	-	-	-

1. 公司基本情况

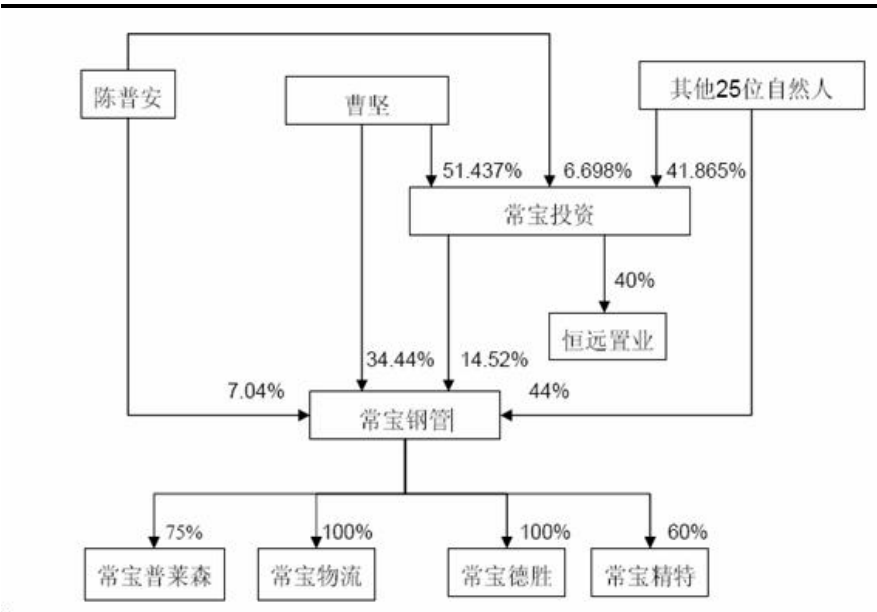
1.1. 公司概况

江苏常宝钢管股份有限公司（以下简称“公司”）系宝钢集团旗下的常州宝钢钢管有限公司转制成民营企业江苏常宝钢管有限公司后，再整体变更为股份公司的。公司为江苏省高新技术企业，从事专用钢管生产，是江苏省最早专业生产无缝钢管的企业之一。

公司及其子公司主要生产石油油井管和高压锅炉管等专用钢管产品，主要产品包括油管、高压锅炉管和套管。公司的产品应用于石油、天然气开采以及电站锅炉制造。

截至 2010 年 6 月 30 日，公司拥有控股子公司二家、全资子公司二家。

图 1 本次发行前公司资产构成情况



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

1.2. 本次发行概况

本次发行前，公司总股本为 3.306 亿股，本次计划发行 6950 万股人民币普通股，占本次发行后总股本的比例为 17.37%。发行后公司总股本为 4.001 亿股。

公司所有自然人股东以及法人股东常宝投资均承诺在股票上市之日起的三十六个月内，不转让或者委托他人管理持有的股份，也不由常宝钢管回购所持有的股份。

曹坚先生是公司的董事长及总经理，同时也是公司的控股股东和实际控制人。本次发行前，曹坚先生直接持有公司 34.44% 的股份，并通过常宝投资间接持有 7.47% 的股份，合计持有公司的 41.91% 的股份。完成发行后曹坚先生直接、间接持有公司股权比例下降为 40.46%，仍为公司的控股股东和实际控制人。

表 1 公司发行前后股本结构变动情况

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)

曹坚	11,385.86	34.44%	11,385.86	28.46%
常宝投资	4,800.31	14.52%	4,800.31	12.00%
陈普安	2,327.42	7.04%	2,327.42	5.82%
孙光亮	1,163.71	3.52%	1,163.71	2.91%
严献忠	1,163.71	3.52%	1,163.71	2.91%
张兰永	1,163.71	3.52%	1,163.71	2.91%
周家华	1,163.71	3.52%	1,163.71	2.91%
韩巧林	1,163.71	3.52%	1,163.71	2.91%
其他自然人股东	8,727.80	26.40%	8,727.80	21.80%
社会公众			6,950.00	17.37%
合计	33,060.00	100.00%	40,010.00	100%

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

2. 行业概况及发展前景

公司所生产的石油油井管主要服务于国内外油气开采商，是石油、天然气钻采工程所必需的设备；所生产的高压锅炉管主要服务于国内外电站锅炉制造商，主要用于建设火力发电站，公司所处行业的发展受到石油天然气的勘探、开采以及电力投资、建设的影响。

2.1. 油井管行业概况

油管行业是个行业集中度相当高的行业，2007 - 2009 年前五位生产厂家的产量总额占国内产量总额的比重分别为 81.81%、72.48%和 79.76%。

表 2 2009 年油井管生产企业产量及市场份额情况

排名	公司名称	产量（吨）	份额
1	宝钢集团	222,795	30.89%
2	江苏常宝钢管股份有限公司	136,088	18.87%
3	衡阳钢管（集团）有限公司	94,347	13.08%
4	天津钢管集团股份有限公司	70,841	9.82%
5	无锡西姆莱斯石油专用管制造有限公司	47,828	6.63%
合计		575,299	79.76%

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

高端油井管是未来行业发展的主流方向。随着全球对石油、天然气需求量的上升，石油和天然气的开采区域将不断拓展，作业条件越来越复杂化，对油井管的钢级、性能以及产品安全性等方面有也在不断提高。低钢级 API 钢管不能满足特殊作业的需求，所以生产高钢级、非 API 钢级以及特殊扣钢管以适应不同开采环境的要求成为国内油井管生产企业的发展趋势。目前我国高钢级钢管产品能部分满足行业发展需求，但非 API 钢级和特殊扣钢管相当缺乏，绝大部分产品由国外企业垄断。因此，高钢级、非 API 钢级以及特殊扣钢管产品将成为未来发展的主流方向。

符合并代表着油井管行业未来产品发展的主流方向。公司目前不但能够生产 API 标准规定的高钢级油井管，另外公司还开发和生产了一系列非 API 产品以及特色产品。公司的这些产品符合并代表着油井管行业未来产品发展的主流方向。

2.2. 高压锅炉管行业概况

高压锅炉管行业集中度也比较高，2009 年国内前五位生产厂家的产量总额占国内产量

总额的比重为 70.30%。

表 3 2009 年高压锅炉管生产企业产量及市场份额情况

排名	公司名称	产量(吨)	份额
1	宝钢集团	163,793	25.49%
2	江苏振达钢管集团	94,209	14.66%
3	江苏诚德钢管股份有限公司	73,845	11.49%
4	江苏常宝钢管股份有限公司	67,271	10.47%
5	衡阳钢管(集团)有限公司	52,606	8.19%
合计		451,724	70.30%

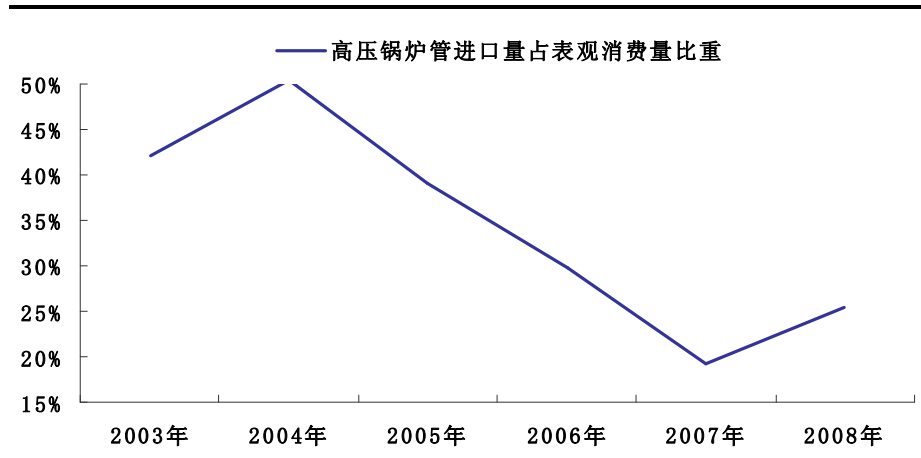
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

我国的高压锅炉管存在一定的供需缺口。国内高压锅炉管生产企业产能不足（特别是高钢级高压锅炉管），仍需要进口相当数量的产品以满足国内需求，2008 年进口高压锅炉管 22.70 万吨，占全年表观消费量的 25.39%。

高钢级高压锅炉管更是严重缺乏，“十一五”期间，电站锅炉和电站维修对厚壁和特厚壁高压锅炉管需求不断增加，每年的需求约有 10 万吨，这当中有 8 万吨的缺口需要进口。

子公司常宝精特能够批量生产高钢级高压锅炉管、内螺纹管、优化内螺纹管等高新技术产品，已成为火力发电站超临界和超超临界机组的主流产品。上述产品已成功替代进口，代表了今后我国高压锅炉管的发展方向。

图 2 高压锅炉管进口量占表观消费量比重



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

2.3. 钢管出口环境恶化

由于中国钢管制造商的产品竞争能力强，2009 年之前中国钢管产品出口比例较大。2008 年以后，无缝钢管反倾销事件使得国无缝钢管出口环境恶化。同时贸易摩擦事件改变了中国钢管产品出口结构，出口到美国、加拿大和欧盟的出口份额在减少，而出口到其他国家尤其是新兴市场的份额却在大幅增长，比如出口伊朗、印度和阿尔及利亚等国家的份额迅速增长，但仍然弥补不了发达国家的出口下降。

2.4. 油井管和高压锅炉管发展前景

- 国家产业政策支持。油井管和高压锅炉钢管是国家产业结构调整中的鼓励类项

- 目。
- 长期来看，石油需求量及石油价格将呈现上升趋势，石油消费的提升和石油价格的高企是石油油井管行业发展的直接推动因素。
 - 电力供需缺口催生对电站锅炉的需求。虽然近几年来我国加大对电站建设的投入，但电力供应仍然存在短缺的现象，这将促使我国保持并增加对电站建设的投入，火电站特别是中大型火电站的建设将使电站锅炉的需求增加，从而带动高压锅炉管行业的发展。
 - 钢管的应用领域在不断增加。钢管是一种经济钢材，可以代替部分型材和棒材，随着钢管功能的进一步开发，生产技术的进一步提高，钢管应用的新领域将不断增加。
 - 2010 年以来，国外对中国金属制品实施的贸易保护措施十分密集，暂时未看到出口环境的好转。

3. 公司主营业务及盈利能力分析

油管和高压锅炉管是主要利润来源

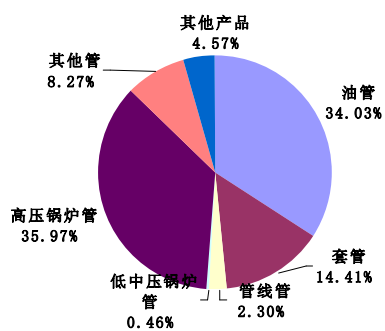
公司目前具备年产 43 万吨钢管生产能力和年加工 30 万吨的管加工能力。主要产品包括油管、高压锅炉管和套管，其中油管和高压锅炉管占比较高，分别占 2010 年上半年销售收入比重的 35.66%、37.69%。油管和高压锅炉管也是公司主要盈利来源，2010 年上半年分别占主营业务利润比重的 41.60%和 38.00%。

表 4 公司生产线主要产能情况

生产线名称（万吨）	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
热轧顶管生产线（主要生产油管光管）	18	18	18	17
冷加工生产线（生产高压锅炉管）	10	7	7	5.3
Assel 轧管生产线（主要生产套管）	15	15	15	—
钢管生产能力合计	43	40	40	22.3
管加工生产线	30	25	20	10
管加工生产能力合计	30	25	20	10

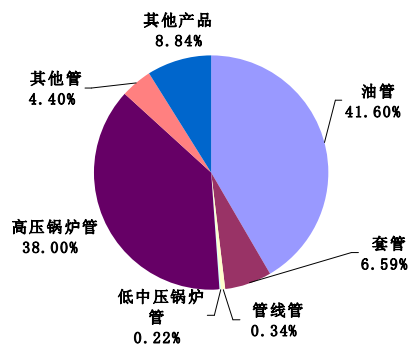
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 3 2010 年上半年销售收入构成状况



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 4 2010 年上半年主营业务利润构成



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

加成定价并不能完全消除原材料成本大幅波动带来的影响

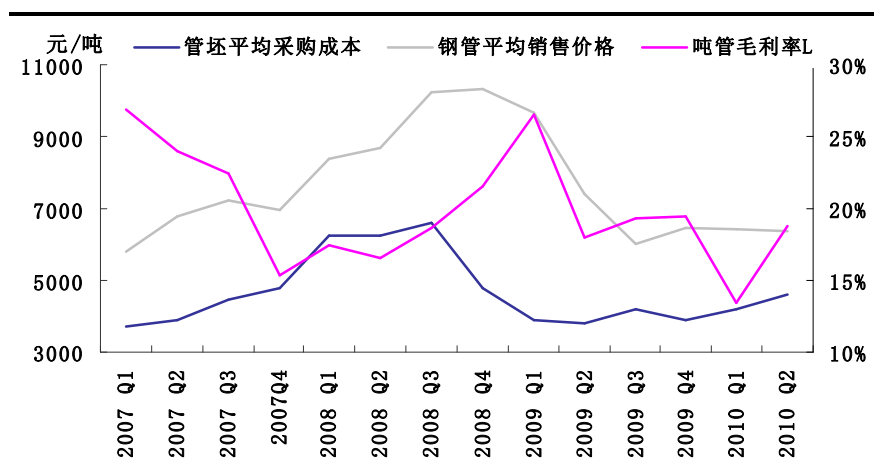
公司产品销售采取的定价策略是在行业特点的基础上，利用先期收集的行业数据，综合“成本加成”与“竞争性定价”两种定价模式。以管坯的市场价格为基础，结合管

坯的价格变动趋势,进行成本核算确定单位成本,再对比公司自身与同行业其他生产企业的产品差异、产能、产量及订单(剩余产能)情况,结合油井管行业传统利润,在产能尽可能得到利用的前提下,进行加成定价,以保证每吨产品的毛利,获得相对稳定的利润。但由于产品销售价格变动与原材料采购价格变动相比存在一定的时滞性,公司的盈利能力在短期内仍然呈现出了较大幅度的波动。

公司主要原材料为管坯,原材料占公司生产成本的比重较大。2007年-2010年上半年公司主营业务成本中管坯所占比例分别为77.38%、83.49%、83.90%和83.75%,原材料价格的波动对公司盈利能力的影响十分显著。

管坯价格和产品销售价格变动存在的时滞性和变动幅度的差异性,将给公司正常生产经营带来一定的风险。2007年-2010年上半年公司管坯的平均采购价格分别为4241.65元/吨、5883.72元/吨、3927.08元/吨和4425.50元/吨。管坯的价格波动较大,公司虽然可以通过调整产品价格转移原材料价格波动的风险,但由于公司原材料价格与产品价格变动在时间上存在一定的时滞性,而且在变动幅度上也存在一定的差异性,因此从最近几年公司主要产品的毛利率水平也呈现出了较大幅度波动的特点。

图5 主要产品毛利率与管坯采购成本变动情况



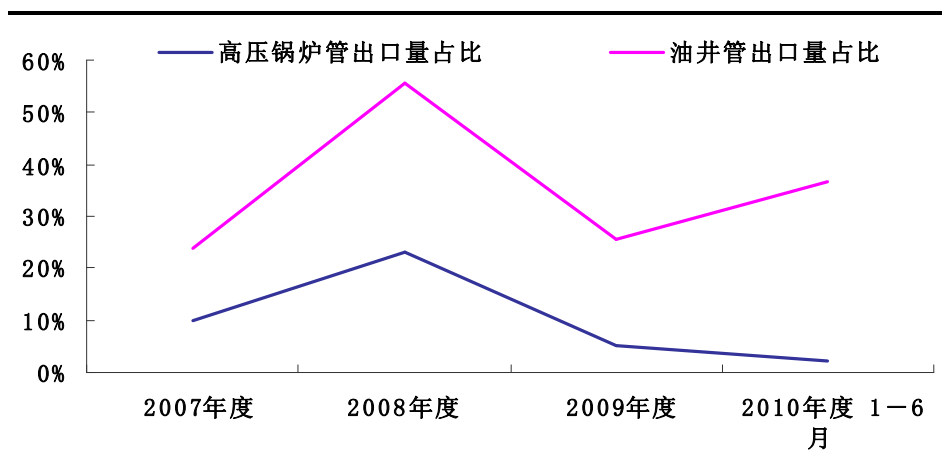
数据来源:招股意向书,安信证券研究中心

开拓海外新市场降低美国“双反”的负面影响

受到“双反”影响,油井管出口美国受阻。美国是公司油井管的主要出口方。2008年公司油井管出口量占销量比重55.5%,其中出口美国的油井管占公司油井管出口总量的比重高达94.02%,换言之,2008年出口美国的油井管占公司油井管总销量的52.2%。美国的“双反”使得公司油井管出口量占总销量的比重迅速下滑。公司加大了海外市场的拓展力度,开拓海外新兴市场,逐渐摆脱了对美国市场依赖度较大的局面,并取得了一定的成效。2010年上半年公司油井管出口量占销量的比重由2009年的25.56%回升至36.44%,其中出口油井管中销往美国的比重则由2009年的83.85%下降至58.01%。

高压锅炉管出口的重点是美国和亚洲地区(主要为日本和韩国)。子公司常宝精特生产的产品主要销往美国、日本和韩国,目前公司高压锅炉管主要目标市场还没有对中国出口的高压锅炉管提出“双反”调查。2008年高压锅炉管外销数量和金额增长较快,主要是由于当年和韩国斗山重工签订了一笔大金额的外销订单。

图 6 主要产品出口量占销量比重

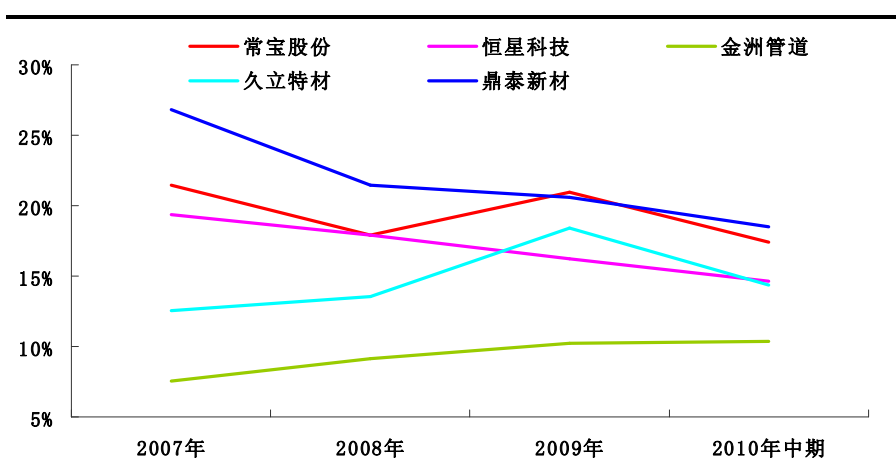


数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

公司的主要竞争优势:

- 民营体制决策机制灵活。公司改制为民营企业之后，决策机制灵活有效，能根据市场形势的变化随时调整生产、经营的策略；
- 产品附加值较高，盈利能力相对较强。由于上市的钢管企业数量较少，因此我们选取了金属制品公司进行比较。通过比较其他金属制品上市公司的盈利能力，不难发现近几年公司销售毛利率在金属制品公司中处于较高水平，从某种程度上可以反映出公司产品较高的附加值以及较好的盈利能力。当然，由于金属制品公司的产品种类不同，在产品加工、制造工艺上差别较大，盈利能力的可比程度是相对较低的。

图 7 主要金属制品上市公司毛利率



数据来源：招股意向书，Wind 资讯，安信证券研究中心

- 技术和研发优势。公司从事专用钢管研发和生产历史长，经验丰富，拥有了一批资深工程技术人员。公司成立了“江苏省专用特种钢管工程技术研究中心”，公司技术中心被江苏省科技厅认定为“江苏省企业技术中心”。，公司及其子公司目前拥有实用新型专利 22 项，已授权待颁发证书的实用新型专利 1 项，已受理申请的发明专利 7 项。

- 品牌优势。公司注重品牌与形象，生产的“环球牌”无缝钢管获国家免检产品称号，为江苏省名牌产品。公司已取得 API 产品证书、中国石油销售总公司“能源一号网”的会员证书（中石油销售网络）、吐哈石油勘探开采指挥部的物资市场准入证、中原油田物资资源市场成员证书、大庆油田有限责任公司供应商准入证、河北华北石油荣盛机械制造有限公司市场准入证等行业认证和客户认证。

公司的竞争劣势

- 公司规模偏小。与国内大型钢管生产企业相比，公司的产量、规模偏小，资金实力较弱，在专用钢管的基础研究、新应用领域的开拓、新产品和新技术研发等方面与一流钢管企业相比存在一定的差距。
- 融资渠道单一。近几年来公司发展快速，不断加大对生产设备、检测设备、新品研发的投入，这些举措都依赖于大量资金的支持，特别是高钢级钢管和大口径焊管生产需要大量的设备投资，仅靠单一的间接融资渠道和自有资金难以充分满足公司日益扩大
- 产品品种相对单一。目前公司产品主要为石油油井管和高压锅炉管，这种局面导致公司产品依赖于石油勘探开采和电站锅炉制造行业，上述行业的波动会影响公司未来发展，公司产品品种相对单一。随着公司本次募集资金项目实施后，公司的资金实力增强，生产规模进一步扩大，产品结构得到进一步的调整，公司抗风险的能力得到进一步加强。

4. 募集资金投资项目分析

公司本次发行股票募集资金将用于投资 ERW660 焊管项目，项目预计投入资金 7.74 亿元。目前公司的产品全部是无缝钢管，募集资金拟投资项目投产后，公司将全面掌握无缝钢管和焊管的生产工艺，产品范围覆盖石油天然气用管、高压锅炉管和建筑用结构管。

ERW660 焊管项目设计产能 30 万吨，包括油气输送管线 12.9 万吨、成品石油套管 10 万吨、石油套管光管 1.5 万吨、建筑结构用钢管 5.6 万吨。

募投项目的必要性分析

发达国家的钢管企业一般都生产无缝和焊管两大类产品，而我国主要无缝钢管生产企业大多只专注于无缝钢管生产，缺少焊管产品，而若二者兼有则可以更好的综合协调利用企业自身的各种资源要素，有利于产品技术的全面研发，同时通过拓展产品系列，可以有效地抵御单一产品带来的市场风险和经营风险。募投项目投产后，公司产品结构将兼顾无缝管和焊管，产品结构更完善，抗风险能力更强。

募投项目符合公司发展战略

“十一五”期间公司的战略目标是实现“钢管做精、实力做强、规模做大”的持续发展战略，钢管制造的技术水平和产品质量达到世界先进水平。项目建成后，常宝钢管将成为一家产品涵盖油管、套管、管线管、高压锅炉管、建筑结构管等多品种的专业钢管生产企业，产品组距范围覆盖 $\Phi 8 \sim \Phi 660\text{mm}$ ，在国内同行业公司当中将占据优势地位。因此，公司采用当代国内外 ERW 焊管的最新技术，兴建一条具有国际一流水平的 ERW 焊管生产线，生产低成本、高质量焊管产品，是公司从发展战略的高度作出的重要决策。

表 5 募投项目达产后公司产品结构

公司	主要产品	组距	产能（万吨）	产品类别
常宝钢管	石油油管	$\Phi 32\text{-}\Phi 114\text{mm}$	18	热轧无缝管

常宝精特	高压锅炉管	Φ8-Φ89mm	10	冷加工无缝管
常宝普莱森	石油套管	Φ114-Φ219mm	15	热轧无缝管
常宝德胜	管线管、石油套管、建筑结构管	Φ219-Φ660mm	30	高频焊管
合计	——	Φ8 ~ Φ660mm	73	——

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

募投项目是公司未来重要利润增长点

项目建设期 19 个月，达产期一年，达产比例分别为 70%、100%，预计在 2012 年初可实现达产。ERW660 焊管项目达产后，公司预计新增年销售收入 22.78 亿元，新增利润总额 2.67 亿元。假设募投项目在 2009 年底已达产并实现上述预计利润贡献，按照所得税税率 15%、发行后总股本 4.001 亿股全面摊薄计算，2009 年公司每股收益为 1.05 元，较 2009 年实际每股收益 0.58 元有大幅增厚。

5. 盈利预测、估值

盈利预测假设：

- 假设公司募投项目 2012 年上半年达产；
- 假设公司享受的高薪技术企业所得税优惠税率在未来几年能得以维持；
- 未来出口环境不再继续恶化。

依上述假设，按照 IPO 后总股本全面摊薄计算，预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.46 元、0.62 元、0.80 元。

我们选取中小企业板金属制品上市公司与的估值情况进行比较。依据 wind 资讯统计的预估每股收益平均值，根据 2010 年 8 月 31 日收盘价计算，主要金属制品上市公司 2010 年-2012 年的平均市盈率分别为 39.16 倍、26.09 倍、19.52 倍。

我们认为中小企业板的金属制品上市公司中，金洲管道与公司可比性较高：一方面，从产品结构上来看，公司与金洲管道同为钢管生产企业；另一方面，公司募投项目 ERW 焊管投产后，与金洲管道的 ERW 焊管产品构成竞争。

我们考虑金属制品行业的平均市盈率，并向金洲管道靠拢，给予公司 2010 年 30-35 倍市盈率的估值水平，对应上市首日价格区间为 13.8 元-16.1 元，建议询价区间 11 元-13 元。

表 6 同类上市公司估值情况比较

证券代码	证券简称	预测每股收益平均值				市盈率				2010-8-31 收盘价
		2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	
002132	恒星科技	0.35	0.42	0.72	0.86	61.18	51.21	29.96	25.13	21.54
002318	久立特材	0.46	0.54	0.86	1.20	47.60	40.24	25.36	18.14	21.84
002352	鼎泰新材	0.54	0.78	1.03	NA	58.63	40.30	30.45	NA	31.39
002443	金洲管道	0.76	0.93	1.25	1.52	30.40	24.88	18.60	15.29	23.22
平均						49.45	39.16	26.09	19.52	NA

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

6. 风险提示

原材料价格波动风险。由于原材料成本占公司成本比重巨大，原材料价格的大幅波动将造成公司短期盈利能力的大幅波动。对此，公司需要加大库存管理的力度，合理安

排原材料库存。

出口环境继续恶化的风险。随着国际专用钢管市场的竞争日益激烈，不排除公司产品的出口目标国家和地区对中国的钢管产品进一步设置贸易障碍，从而对公司钢管产品的产品出口造成影响。

出口税收政策变动风险。公司出口的专用钢管适用出口退税的税收优惠政策，2007年-2010年上半年公司外销收入分别为3.58亿元、11.75元、4.29亿元和2.04亿元，如果全部产品的出口退税率同时降低一个百分点，公司的主营业务成本将上升358.02万元、1174.67万元、429.26万元和204.01万元。

汇率波动风险。公司拥有自营进出口权，“环球”品牌在国际市场上已获得广泛认同。2007年-2010年1-6月公司销售收入（合并报表）中外销收入的比重分别为22.83%、36.60%、20.59%和17.55%，汇兑损失分别为386.39万元、97.27万元、66.87万元和35.18万元。另外，募集资金投资项目的绝大部分设备都将从国外引进，因此，如果国家的外汇政策发生变化，或人民币汇率水平发生较大波动，将会对公司的收入和利润产生影响。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-8-26	
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	3,374.6	2,168.3	2,979.2	3,509.5	4,171.1	成长性						
减: 营业成本	2,768.9	1,712.8	2,521.9	2,918.2	3,426.1	营业收入增长率	104.6%	-35.7%	37.4%	17.8%	18.9%	
营业税费	4.1	10.9	8.9	7.0	8.3	营业利润增长率	59.5%	-27.7%	-8.1%	37.5%	31.2%	
销售费用	57.6	50.2	68.5	80.7	95.9	净利润增长率	77.7%	-26.5%	-4.4%	34.6%	29.4%	
管理费用	126.1	133.6	157.9	186.0	221.1	EBITDA 增长率	60.9%	-22.6%	7.6%	34.2%	26.2%	
财务费用	12.3	1.3	-2.3	-10.0	-10.3	EBIT 增长率	61.5%	-29.8%	-9.5%	34.6%	32.1%	
资产减值损失	44.8	0.7	-13.9	-	-	NOPLAT 增长率	93.9%	-32.9%	-9.3%	34.6%	32.1%	
加: 公允价值变动收益	-2.1	0.4	-	-	-	投资资本增长率	40.2%	77.4%	21.4%	33.3%	8.7%	
投资和汇兑收益	0.2	0.2	-	-	-	净资产增长率	74.7%	23.1%	93.2%	10.7%	12.5%	
营业利润	358.8	259.3	238.2	327.7	429.9	利润率						
加: 营业外净收支	2.1	24.1	20.0	20.0	20.0	毛利率	17.9%	21.0%	15.4%	16.9%	17.9%	
利润总额	360.9	283.4	258.2	347.7	449.9	营业利润率	10.6%	12.0%	8.0%	9.3%	10.3%	
减: 所得税	33.4	37.5	33.6	45.2	58.5	净利润率	7.8%	8.9%	6.2%	7.1%	7.7%	
净利润	327.5	245.9	224.7	302.5	391.4	EBITDA/营业收入	12.2%	14.7%	11.5%	13.1%	13.9%	
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	11.0%	12.0%	7.9%	9.1%	10.1%	
货币资金	944.6	452.7	1,317.7	1,141.4	1,336.2	运营效率						
交易性金融资产	1.0	1.4	1.4	1.4	1.4	固定资产周转天数	40	91	80	89	87	
应收帐款	359.5	411.0	412.2	677.9	805.6	流动营业资本周转天数	-2	14	33	42	52	
应收票据	47.5	11.4	16.3	19.2	22.9	流动资产周转天数	155	287	231	257	246	
预付帐款	139.0	126.4	202.0	289.6	392.4	应收帐款周转天数	23	63	49	55	64	
存货	554.7	406.8	483.7	479.7	563.2	存货周转天数	49	84	55	49	45	
其他流动资产	0.1	0.1	-13.8	-13.8	-13.8	总资产周转天数	214	415	345	375	355	
可供出售金融资产	1.1	1.4	-	-	-	投资资本周转天数	57	143	147	160	160	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	ROE	37.7%	23.0%	10.9%	13.2%	15.2%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	11.9%	10.9%	6.5%	7.8%	9.0%	
固定资产	513.0	577.4	749.4	990.8	1,036.5	ROIC	76.3%	36.5%	18.7%	20.7%	20.5%	
在建工程	75.5	81.2	114.4	92.9	48.6	费用率						
无形资产	92.1	172.6	172.6	172.6	172.6	销售费用率	1.7%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	
其他非流动资产	16.9	14.6	0.0	0.0	0.0	管理费用率	3.7%	6.2%	5.3%	5.3%	5.3%	
资产总额	2,746.4	2,258.3	3,457.3	3,853.0	4,367.0	财务费用率	0.4%	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	
短期债务	344.7	290.0	283.4	278.4	272.5	三费/营业收入	5.8%	8.5%	7.5%	7.3%	7.4%	
应付帐款	418.3	284.9	348.9	403.7	474.0	偿债能力						
应付票据	917.7	545.1	690.9	799.5	938.7	资产负债率	68.4%	52.7%	40.3%	40.7%	41.2%	
其他流动负债	114.3	47.5	62.4	79.9	100.8	负债权益比	216.4%	111.4%	67.5%	68.7%	70.0%	
长期借款	83.2	22.2	7.2	7.2	12.2	流动比率	1.14	1.21	1.75	1.66	1.74	
其他非流动负债	0.1	0.2	-0.0	-0.0	-0.0	速动比率	0.81	0.85	1.40	1.35	1.42	
负债总额	1,878.4	1,189.8	1,392.9	1,568.7	1,798.1	利息保障倍数	30.10	206.71	-100.85	-31.63	-40.63	
少数股东权益	146.2	166.0	200.3	246.6	306.5	分红指标						
股本	330.6	330.6	400.1	400.1	400.1	DPS(元)	-	22.19	0.12	0.15	0.20	
留存收益	391.2	571.9	1,464.0	1,637.6	1,862.3	分红比率	0.0%	4.6%	25.0%	25.0%	25.0%	
股东权益	868.0	1,068.5	2,064.4	2,284.3	2,568.9	股息收益率						
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	327.5	245.9	224.7	302.5	391.4	EPS(元)	0.66	0.48	0.46	0.62	0.80	
加: 折旧和摊销	42.3	62.6	106.3	141.6	160.1	BVPS(元)	2,169.52	2,670.59	5.16	5.71	6.42	
资产减值准备	44.8	0.7	-13.9	-	-	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
公允价值变动损失	2.1	-0.4	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-	
财务费用	3.8	19.8	15.6	-2.3	-10.0	P/FCF	-	-	-	-	-	
投资收益	-0.2	-0.2	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-	
少数股东损益	65.4	53.1	40.4	54.4	70.5	EV/EBITDA	-	-	-	-	-	
营运资金的变动	375.0	-545.3	84.8	-171.2	-87.4	CAGR(%)	-2.6%	16.8%	15.7%	11.2%	-0.3%	
经营活动产生现金流量	786.4	-220.5	440.0	317.2	524.3	PEG	-	-	-	-	-	
投资活动产生现金流量	-667.6	263.2	-298.6	-350.0	-150.0	ROIC/WACC	9.0	4.3	2.2	2.4	2.4	
融资活动产生现金流量	6.8	-154.4	767.3	-57.0	-70.8	REP	-	-	-	-	-	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

任琳娜，钢铁行业分析师，毕业于华东师范大学，金融学学士，5年证券研究经验。2007年10月加盟安信证券研究中心。

赵志成，首席行业分析师。毕业于南开大学，经济学硕士。多次获《新财富》等评选的最佳分析师。7年证券研究经历。2007年4月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 推荐 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

销售联系人

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034