

增持(首次)

产品结构提升将促进业绩高增长

——久立特材调研报告

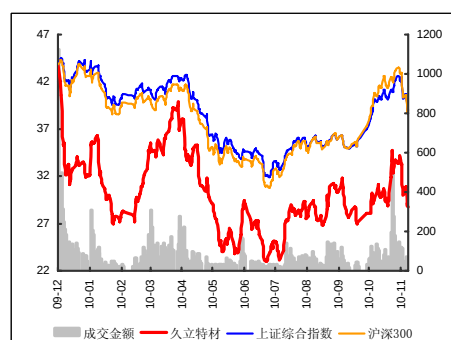
市场数据

钢铁指数	2762.36
三个月涨跌幅	15.67%
上证综合指数	2975.04
沪深300指数	3378.66

基础数据

每股净资产(元)	6.55
资产负债率(%)	27.94%
总股本(百万)	280
流通股本(百万)	52

公司股价相对表现



相关研究

钢铁有色研究小组

联系人: 蔡培培

8621-68761616-8521

caipp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路500号城建国际中心26楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

基本情况和主营业务: 公司是国内不锈钢焊接管品种最全、规格组距最大的制造企业, 目前主要产品为工业用不锈钢无缝管和不锈钢焊接管, 产品广泛应用于石油、化工、天然气、电力设备制造、造船、机械制造、航空航天等。**传统业务面临激烈竞争:** 不锈钢管行业企业数量较多, 大小企业并存, 其传统产品进入壁垒不高。与09年相比, 今年公司不锈钢无缝管和焊接管的毛利率均出现下滑, 利润下滑的主要原因在于销售价格的下降。我们认为销售价格和吨毛利的下降反映了目前行业产能整体过剩的局面, 公司传统产品业务部分难以成为未来利润的主要增长点。

公司战略目标为不断提高中高端产品比例, 增强盈利能力。在传统产品无缝管和焊接管方面并未产能扩张计划, 将以现有产品为基础, 不断加大对新产品的研制和开发力度, 未来两三年内将重点开发高技术含量和高附加值的产品, 主要为超超临界电站锅炉用耐温耐压件、原油和液化天然气输送用管、高腐蚀油气井用管、核岛设备用管、航空航天精密仪器用管等。

未来两年公司产能将迅速扩张, 其中包括超超临界电站锅炉用管2万吨产能, 大口径油气输送管1万吨, 镍基合金油井管产能3千吨, 核电用管2000吨产能, 其中蒸发管500吨, 预计募投项目在未来2-3年内逐步达产, 逐步取代传统业务成为主要利润增长点。

公司面临的挑战在于1、随着国内产能增加, 未来几年内新兴高端产品市场竞争激烈程度加深将带来毛利率的下降; 2、公司产品能否被下游客户逐步接受, 进口替代的预期目标实现程度具不确定性。

盈利预测、估值与评级: 根据对各项业务的具体预测, 我们预计10、11、12年营业收入分别为160450万元, 273500万元, 453400万元, 对应每股收益分别为0.4元, 0.73元, 1.29元, 对应市盈率分别为54、30、17倍。给予“增持”评级。

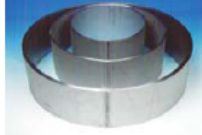
单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1583.10	1604.50	2735.00	4534.00
增长率(%)	-23.75%	1.35%	70.46%	65.78%
归属母公司股东净利润	95.43	83.87	151.56	268.98
增长率(%)	17.47%	-12.11%	80.71%	77.47%
每股收益(EPS)	0.459	0.403	0.729	1.293
净资产收益率(ROE)	7.21%	5.97%	9.78%	14.88%
市盈率(P/E)	48.02	54.63	30.23	17.04
市净率(P/B)	3.46	3.26	2.96	2.54

1. 公司基本情况

公司是国内不锈钢焊接管品种最全、规格组距最大的制造企业，主要生产工业用不锈钢无缝管和不锈钢焊接管。工业用不锈钢管产品先后取得中国、美国、英国、法国、德国、挪威等多国船级社工厂认证，开发的 UNS S30432 等超级奥氏体不锈钢无缝管先后通过中国机械工业联合会、全国锅炉压力容器标准化技术委员会的技术鉴定，被认定达到超超临界电站锅炉用耐温、耐压件有关技术和工艺标准；核电站用核级无缝管、焊接管通过了国家核安全局核安全与环境专家委员会的认证，“久立”牌工业用不锈钢管被认定为“浙江名牌产品”。公司控股股东为久立集团，实际控制人为久立集团董事长周志江，第二大股东为美欣达集团，均为浙江民营企业。

公司目前主要产品为工业用不锈钢无缝管和不锈钢焊接管，产品广泛应用于石油、化工、天然气、电力设备制造、造船、机械制造、航天航空等。无缝管以不锈钢钢锭或圆钢为原料，经热挤压或穿孔加工而成，主要用于高腐蚀、高温高压、低温高压环境。焊接管以不锈钢平板或卷板为原料经焊接加工而成，主要用于常温常压环境，随着焊接工艺的进步，部分焊接管开始在某些工业领域替代无缝管。

图1-1 产品分类说明

产品大类	产品小类		样图	主要用途
无缝管 【注 1】	无缝管（穿孔工艺生产）			石油、化工、电力设备制造、造船、造纸、航空、航天、机械制造等行业，如石化换热器用管、仪表压力管道、流体输送管道、超（超）临界电站锅炉用管等。
	无缝管（挤压工艺生产）			
焊接管 【注 2】	U 型管【注 3】			热电厂中的低压加热器、冷凝器以及石化行业使用的 U 型管换热器等。
	中大口径 焊接管			石油、化工、天然气、医药器械、造船、造纸、食品加工、机械制造等行业，如石化管线、LNG 管线、纸浆输送管道等。
	小口径 焊接管	直管		电力、化工、医药器械、造船、造纸、食品加工、机械制造等行业，如电站冷凝器、换热器用管等。
		盘管		化工、食品加工、制药等行业中的非标设备，如盘管式加热器、冷却器、反应器等。

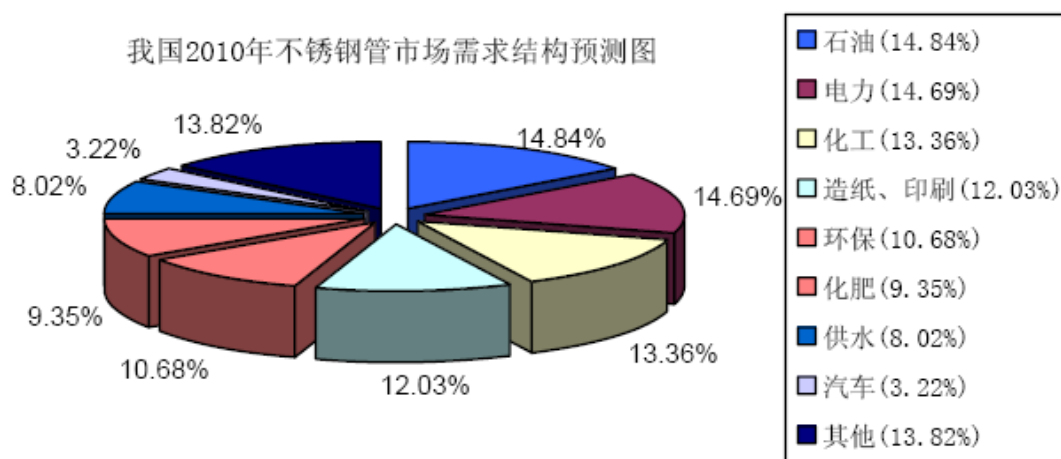
资料来源：公司公告，德邦研究

2. 传统产品面临激烈竞争

不锈钢管行业分析

由于不锈钢管的下游需求较为分散，总体来说其周期性明显不如上游钢铁冶炼环节，参考中钢协战略研究委员会委员对我国 2010 年工业用不锈钢管市场需求的预测，按比例从高到底依次为石油、电力、化工、造纸印刷、环保、化肥、供水及汽车等。下游需求行业中，我们更加看好石油、化工、电力等行业对不锈钢管高端产品的需求拉动。

图1-2 不锈钢管下游需求分布



资料来源:公司公告, 德邦研究

目前不锈钢管行业企业数量较多，大小企业并存，显示其传统产品进入壁垒不高，由于不锈钢管整体市场容量较小，国内大型钢厂缺乏动力进入该市场。

行业技术水平方面，我国不锈钢管生产技术和装备表现为先进与落后并存，少数几家公司具备完整的不锈钢管加工成套设备和先进的技术，大多数制造企业装备和技术比较落后，总体上国内厂家与国外先进水平相比，在设备自动化、技术创新能力、产品质量及生产效率方面有一定差距。

国际上不锈钢管市场已经形成以Sandvik、DMV、Sumitomo、Outokumpu、Butting等不锈钢管制造巨头为主的垄断竞争市场，我国部分高端产品需求基本依赖于国外厂商。

国内主要企业主要分为三种类型，一是以上钢五厂、长城钢厂等老牌国有企业为代表的钢铁及其制品制造企业。该类企业在工业用不锈钢及不锈钢制品的生产方面起步较早，技术储备丰富，生产设备较为先进。近年来，该类企业主要定位于特殊钢的生产，不锈钢管方面，主要生产工业用特种不锈钢管，产量较小。二是以久立特材、常州市武进不锈钢管、华迪钢业集团等后发民营企业为代表的工业用不锈钢管主流生产企业。该类企业通过引进国外的先进生产设备和技术工艺实现了自身的快速发展，并推动了我国不锈钢管产量和质量的迅速提高。三是以广州市花都永大不锈钢型材厂有限公司和常熟华新特殊钢有限公司为代表的外资企业。该类企业进入国内较晚，但凭借其雄厚的资金和技术优势，呈现出较快的发展趋势。

图1-3 国内行业竞争格局

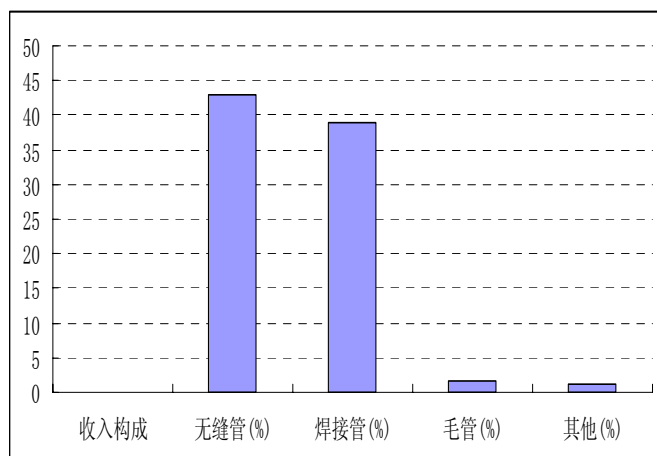
时间	排名	企业名称	产量（万吨）	市场占有率（%）
2008 年	1	本公司	3.95	6.08
	2	常州市武进不锈钢管厂有限公司	3.80	5.85
	3	华迪钢业集团有限公司	3.40	5.23
	4	泰朗管业集团有限公司	3.28	5.05
	5	山东东尉集团有限公司	1.60	2.46
2007 年	1	广州市花都永大不锈钢型材厂有限公司	4.00	6.90
	2	本公司	3.20	5.52
	3	常州市武进不锈钢管厂有限公司	3.20	5.52
	4	常熟华新特殊钢有限公司	3.00	5.17
	5	华迪钢业集团有限公司	2.60	4.48
2006 年	1	本公司	2.53	5.03
	2	华迪钢业集团有限公司	2.10	4.17
	3	常州市武进不锈钢管厂有限公司	1.70	3.38
	4	浙江丰业集团有限公司	1.50	2.98
	5	常熟华新特殊钢有限公司	1.30	2.58

资料来源:公司公告, 德邦研究

传统产品毛利率上升空间不大

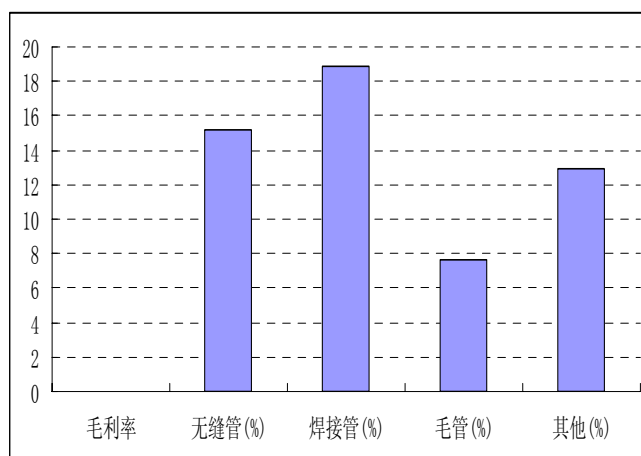
从今年中报来看, 公司不锈钢无缝管和焊接管营业收入占比分别为 43%和 39%, 毛利率方面, 无缝管为 15%, 焊接管为 18.8%。公司不锈钢无缝管和焊接管的定价模式为原材料*成材率+加工费, 原材料价格受市场供求影响而波动, 成材率主要由不锈钢管的材质、外径、壁厚、工艺、技术等因素综合决定, 成材率越高, 产品生产成本越低, 加工费部分相对稳定。从单价上看, 无缝管价格高于焊接管, 08 年度公司无缝管平均售价为 6.31 万元/吨, 焊接管为 4.2 万元/吨, 09 年度 1-6 月份无缝管平均售价为 4.05 万元/吨, 焊接管为 3.38 万元/吨, 但由于焊接管成材率为百分之九十五以上, 而无缝管成材率仅为百分之七八十, 平均生产成本高于焊接管, 这也导致焊接管的毛利率一直领先于无缝管, 若公司在无缝管成材率方面有所提升, 无缝管的盈利能力将大大增强。

图1-4 公司营业收入分业务占比



资料来源:公司公告, 德邦研究

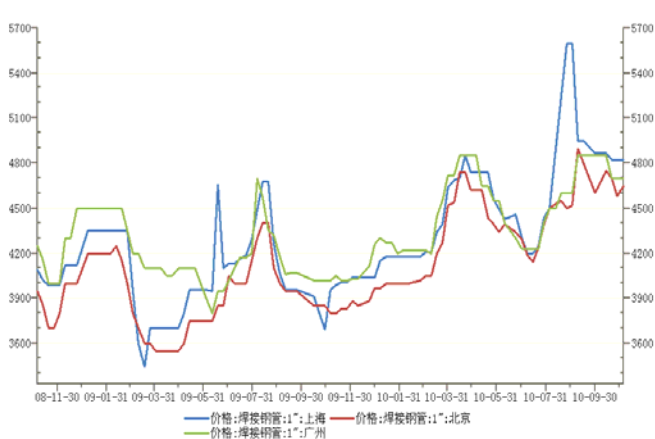
图1-5 公司主营各品种毛利率



资料来源:公司公告, 德邦研究

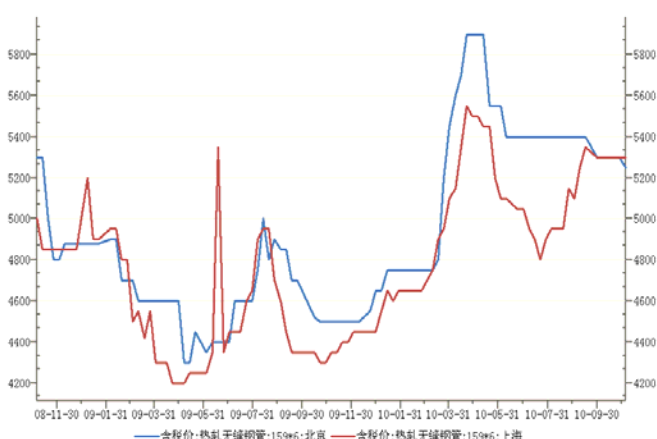
与 09 年相比,今年公司不锈钢无缝管和焊接管的毛利率均出现下滑,09 年无缝管和焊接管的毛利率分别为 16.66%和 27.66%,今年中期两者毛利率分别为 18.85%和 15.16%,且三季度毛利率继续下滑。从产量情况来看,三季度产量环比上涨,所以利润下滑的主要原因在于销售价格的下降,同时原材料价格也有一定压力。公司中报数据也显示了这样情况,2010 年上半年无缝管平均售价为 35025 元/吨,同期 09 年平均销售价格为 40541 元/吨。我们认为销售价格和吨毛利的下降反映了目前行业产能整体过剩的局面,公司传统产品业务部分难以成为未来利润的主要增长点。

图1-6 焊接钢管价格走势



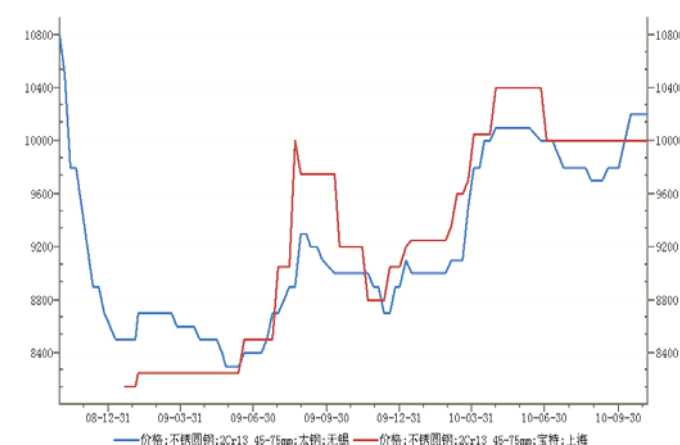
资料来源:wind, 德邦研究

图1-7 无缝钢管价格走势



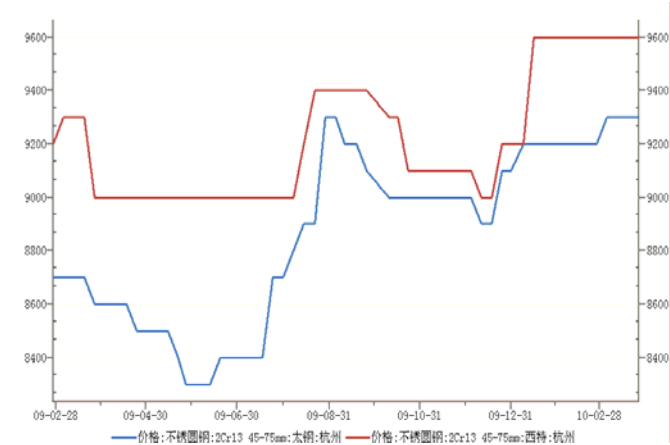
资料来源:wind, 德邦研究

图 1-8 不锈钢价格走势



资料来源:wind, 德邦研究

图 1-9 不锈钢价格走势



资料来源:wind, 德邦研究

我们对焊接管和无缝管的业绩预测如下:

传统无缝管业绩预测	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
年产量 (万吨)	2	2.05	2.1
价格 (万元)	3.5	3.8	4.2
收入 (亿元)	7	7.79	8.82
毛利率	15.0%	14.5%	14.0%
费用率	10.0%	9.5%	9.0%
税前净利	0.35	0.39	0.44
所得税率	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	0.30	0.33	0.37
每股收益 (元)	0.14	0.16	0.18

传统焊接管业绩预测	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
年产量 (万吨)	1.8	1.9	1.9
价格 (万元)	3.25	3.4	3.6
收入 (亿元)	5.85	6.46	6.84
毛利率	20.0%	21.0%	21.0%
费用率	10.0%	9.5%	9.0%
税前净利	0.59	0.74	0.82
所得税率	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	0.50	0.63	0.70
每股收益 (元)	0.24	0.30	0.34

3. 未来投产项目：高端产品带来盈利增长点

公司的战略目标为不断提高中高端产品比例，增强盈利能力。公司在传统产品无缝管和焊接管方面并未产能扩张计划，将以现有产品为基础，不断加大对新产品的研制和开发力度，未来两三年内将重点开发高技术含量和高附加值的产品，主要为超超临界电站锅炉用耐温耐压件、原油和液化天然气输送用管、高腐蚀油气井用管、核岛设备用管、航天航空精密仪器用管等。

超超临界电站锅炉用管

超超临界发电技术作为国际上先进的燃煤锅炉发电技术，被欧美、日本等发达国家广泛采用，主要通过提高锅炉主蒸汽的压力和温度来提高锅炉的热效率，发电煤耗低于300g/kwh，比同等容量的亚临界机组每度电少耗煤20克左右，这将大大减少对环境的污染排放。特别是，100万kw超超临界机组参数高、容量大，其研制成功标志着一个国家的工业水平。2008年，我国已有15台100万kw超超临界机组投入营运，开始进入了“超超临界”时代。

根据我国《电力设备“十一五”规划及2020年远景目标》，预计“十一五”期间国内各类电站锅炉关键耐温、耐压件的年需用量为4-5万吨。按2008年我国完成的超（超）临界电站锅炉59台计算，所需使用的不锈钢耐温耐压件已超过5万吨，高于“十一五”期间预计的年需用量4-5万吨。目前，我国超超临界电站锅炉过热器和再热器等部件使用的耐温、耐压不锈钢管主要来源于Sumitomo公司20世纪90年代开发的Super 304H和HR3C，而Sumitomo公司2006年向中国出口的Super 304H和HR3C共计3,000吨左右，以一台100万kw超超临界机组的不锈钢耐温耐压件使用量约1,300吨计算，3,000吨不锈钢耐温、耐压件仅够生产2-3套100万kw的超超临界机组。鉴于超超临界电站机组是中国电力今后20年的发展重点，电站机组关键材料的国产化直接关系到国家的能源战略，我国对国产化的超超临界锅炉用耐温、耐压件的需求将不断扩大。

国内竞争对手方面，2008年久立特材、常州市武进不锈钢管厂有限公司和宝钢特殊钢分公司研制的超超临界电站锅炉用不锈钢无缝管分别通过了技术评审。目前国内厂商中，久立特材、常州武进不锈钢和华鑫可以制造Sup304管，而H23C只有久立特材可以制造。公司项目建设期为两年，生产期为十年，完全达产后，可达两万吨产能，预计占国内市场份额为20%以上，但目前项目进展缓于先前预期，预计于10年年底开始投产，公司销售均以销定产，视超超临界不锈钢管和超临界不锈钢管的需求而定，公司超超临界不锈钢管部分产能也可能用来生产超临界不锈钢管。目前超临界不锈钢管价格八九万元/吨，超超临界不锈钢管中H23C价格为十五六万元/吨，毛利约三万，Sup304价格八九万元/吨，毛利约一万。

我们对超超临界/超临界管的业绩预测如下：

超超临界/超临界管业绩预测	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
年产量 (万吨)	0.1	0.8	1.3
价格 (万元)	12	11	11
收入 (亿元)	1.2	8.8	14.3
毛利率	10.0%	14.0%	14.0%
费用率	10.0%	9.5%	9.0%
税前净利	0.00	0.40	0.72
所得税率	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	0.00	0.34	0.61

每股收益（元）	0.00	0.16	0.29
---------	------	------	------

大口径油气输送管

伴随着我国原油和天然气消费量的持续增长，油气输送管道的需求量也持续增长，主要消费者是中国石油、中国石化、中国海油三大石油公司。目前国内生产油气输送用中大口径焊接管的厂商主要有久立特材、太原钢铁、常州市武进不锈钢管等。

该项目建设期2年，生产期10年，项目投产第一年达产65%，第二年达产85%，第三年起达产100%。本项目完全达产后，将形成年产10,000吨Φ219~630mm的原油和液化天然气输送用中大口径不锈钢焊接管生产能力。该项目已经投产，从今年生产情况看，前三季度产量为三千多吨，预计全年四千多吨，达产比例低于预期。

我们对大口径油气输送管的业绩预测如下：

大口径油气输送管业绩预测	2010（E）	2011（E）	2012（E）
年产量（万吨）	0.45	0.8	0.9
价格（万元）	3.9	4	4
收入（亿元）	1.755	3.2	3.6
毛利率	20.0%	22.0%	22.0%
费用率	10.0%	9.5%	9.0%
税前净利	0.18	0.40	0.47
所得税率	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	0.15	0.34	0.40
每股收益（元）	0.07	0.16	0.19

镍基合金油井管

目前我国生产和出口的油井用管主要是中档及常规油井用管，而深井、超深井使用的高强度、高韧性、抗腐蚀、抗挤压油井用管主要还是依靠进口。根据中国钢铁网的有关资料，我国石油深井（地质结构复杂，地层压力及变形移动量大，有H₂S、CO₂等腐蚀气体或介质）的开采比例较大，“十一五”期间西部油田、海洋石油以及天然气的开采在油气开采行业中的占比将逐渐增加，上述特点将拉动高级油井用管、耐腐蚀特殊丝扣油井用管等高档油井用管的消费比例提高。高档的抗腐蚀、抗挤压镍基合金油井用管的生产需要采用挤压设备，而国内只有少数厂商具备其生产能力，因此国内该产品的需求主要依靠进口。

该项目预计明年年底开始投产，完全达产后，将形成年产3,000吨镍基合金不锈钢无缝油井用管的生产能力。

我们对大口径油气输送管的业绩预测如下：

油井管业绩预测	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
年产量 (万吨)	0	0	0.24
价格 (万元)	27	27	27
收入 (亿元)	0	0	6.48
毛利率	15.0%	15.0%	15.0%
费用率	10.0%	9.5%	9.0%
税前净利	0.00	0.00	0.39
所得税率	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	0.00	0.00	0.33
每股收益 (元)	0.00	0.00	0.16

核电用管

核电领域政策确定性强,未来投资额巨大。到2020年核电新增装机容量预计超过8000万千瓦,投资总额超过1万亿元。而核电设备投资占核电总投资额的50-60%,未来核电设备供应商成长空间广阔。

目前公司所产核电用管,用于堆内构件、驱动棒和其他核岛部分,项目全部达成后可达到2000吨产能,包括核蒸发管项目的500万产能。核蒸发器管技术壁垒较高,目前该市场由住友金属、Sandvik、valinox等外资企业三分天下。为实现核电用管的国产化,宝钢一期750吨核蒸发器管项目已在2009年9月投产,二期项目工程建设工作也已启动。100万千瓦的核电站,需用各种钢管1255吨,其中蒸汽发生器U型传热管达200吨,预计未来随着我国核电站建设及其关键设备国产化率的实施进程加快,国内核电站用不锈钢管的需求将会显著放大。公司已与上海核工程研究设计院方签订《AP1000系列核电蒸汽发生器用U形管国产化合作开发协议》,共同研制开发第三代核电站AP1000系列用核电蒸汽发生器管,由上海核工程研究设计院为公司提供技术支持,双方合作期限为10年。核工院的核电工程研究设计水平处国内领先,该院完成了第一座自主设计建造的秦山核电站、第一个出口核电工程(巴基斯坦)的设计和秦山三期核电工程的技术支持和工程建造管理任务。目前,该院正承担国产化AP1000核电工程设计、AP1000依托项目工程设计等重大专项研发项目,久立特材期望借助核工院的设计能力和市场渠道,成为核电蒸发器管的重要供应商。

我们对蒸发管的业绩预测如下:

蒸发管业绩预测	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
年产量 (万吨)	0	0	0.04
价格 (万元)	0	0	100
收入 (亿元)	0	0	4
毛利率	12.0%	12.0%	24.0%
费用率	10.0%	9.5%	9.0%
税前净利	0.00	0.00	0.60
所得税率	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	0.00	0.00	0.51
每股收益 (元)	0.00	0.00	0.25

对其他核电用管的业绩预测如下:

其他核电用管业绩预测	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
年产量 (万吨)	0.02	0.1	0.13
价格 (万元)	12	11	10
收入 (亿元)	0.24	1.1	1.3
毛利率	15.0%	20.0%	20.0%
费用率	10.0%	9.5%	9.0%
税前净利	0.01	0.12	0.14
所得税率	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	0.01	0.10	0.12
每股收益 (元)	0.005	0.05	0.06

4. 财务预测、估值与投资评级

根据以上对各项业务的具体预测, 公司未来三年盈利预测如下:

利润表	2010E	2011E	2012E
营业收入	1604.50	2735.00	4534.00
减: 营业成本	1331.74	2270.87	3768.21
营业税金及附加	4.51	7.69	12.75
营业费用	64.18	109.40	181.36
管理费用	64.18	109.40	181.36
财务费用	32.37	43.34	45.48
资产减值损失	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00
营业利润	107.53	194.31	344.84
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00
利润总额	107.53	194.31	344.84
减: 所得税	16.13	29.15	51.73
净利润	91.40	165.16	293.12
减: 少数股东损益	7.53	13.60	24.14
归属母公司股东净利润	83.87	151.56	268.98

我们预计 10、11、12 年营业收入分别为 160450 万元, 273500 万元, 453400 万元, 对应每股收益分别为 0.4 元, 0.73 元, 1.29 元, 对应市盈率分别为 54、30、17 倍。给予“增持”评级。

5. 风险提示

公司存在的主要风险有：

- 1、传统无缝管和焊接管业务竞争激烈程度超出预期。
- 2、超超临界管、蒸发管等毛利率下降幅度超出预期，对进口产品的替代程度具不确定性。
- 3、公司高端产品项目达产时间尚具一定不确定性。

附录

预测财务报表

单位：百万元

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2082.80	2076.08	1583.10	1604.50	2735.00	4534.00
减：营业成本	1820.24	1796.10	1292.37	1331.74	2270.87	3768.21
营业税金及附加	2.69	4.95	4.45	4.51	7.69	12.75
营业费用	54.73	75.79	81.68	64.18	109.40	181.36
管理费用	40.73	54.26	57.91	64.18	109.40	181.36
财务费用	35.18	41.27	25.87	32.37	43.34	45.48
资产减值损失	4.54	12.17	3.48	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	124.69	91.54	117.33	107.53	194.31	344.84
加：其他非经营损益	1.22	1.15	2.95	0.00	0.00	0.00
利润总额	125.91	92.69	120.29	107.53	194.31	344.84
减：所得税	35.31	3.19	16.30	16.13	29.15	51.73
净利润	90.60	89.50	103.99	91.40	165.16	293.12
减：少数股东损益	10.13	8.26	8.56	7.53	13.60	24.14
归属母公司股东净利润	80.47	81.24	95.43	83.87	151.56	268.98
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	160.00	265.68	854.15	1922.34	1854.14	2203.34
应收和预付款项	173.62	168.06	190.38	80.82	381.52	385.15
存货	382.45	300.16	331.48	192.20	700.78	781.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	398.89	466.65	600.50	523.20	445.90	368.60
无形资产和开发支出	39.74	51.59	50.50	45.07	39.65	34.22
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1154.70	1252.15	2027.01	2763.63	3421.99	3772.31
短期借款	257.93	311.53	208.15	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	328.92	321.45	329.45	186.34	685.89	754.37
长期借款	175.70	173.40	62.60	1062.60	1062.60	1062.60
其他负债	65.00	32.50	47.28	47.28	47.28	47.28
负债合计	827.55	838.87	647.49	1296.22	1795.77	1864.25
股本	120.00	120.00	160.00	160.00	160.00	160.00
资本公积	30.39	30.42	866.22	866.22	866.22	866.22
留存收益	133.04	214.28	297.70	378.06	523.26	780.97

归属母公司股东权益	283.43	364.69	1323.92	1404.28	1549.48	1807.19
少数股东权益	43.71	48.59	55.60	63.13	76.73	100.87
股东权益合计	327.15	413.28	1379.53	1467.41	1626.22	1908.06
负债和股东权益合计	1154.70	1252.15	2027.01	2763.63	3421.99	3772.31
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	112.43	181.04	175.83	286.55	-43.12	376.03
投资性现金净流量	-118.39	-112.79	-138.88	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	113.67	15.35	565.91	781.64	-25.07	-26.83
现金流量净额	107.86	87.41	602.41	1068.19	-68.19	349.20

投资评级

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。