

# 中国一重 (601106) 公司调研报告

推荐

传统产品需求显著回升, 新产品发展前景可期

首次评级

工业/通用机械

发布时间: 2011 年 4 月 6 日

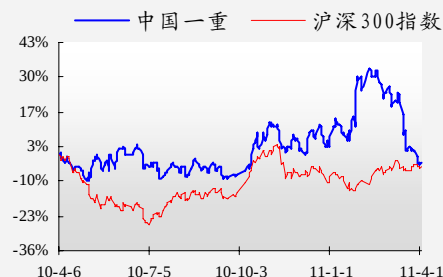
## 投资要点:

- **公司经营有望探底回升。**金融危机的滞后效应等因素导致重型机械行业 10 年经营业绩下滑, 11 年预计行业将逐步企稳回升。
- **公司冶金、重型石化容器等传统业务显著回暖。**公司 10 年新签订单为 160 亿元, 同比增长 68.8%; 其中冶金订单约 90 亿元, 增长 429%, 钢铁行业上大压小的产业政策拉动了设备的更新换代需求; 重型石化容器订单为 22 亿元, 增长 83%。
- **核能设备业务 11-13 年将迎来业绩确认高峰期。**公司核能设备订单保障未来 3 年业绩, 短期不受日本核电事件的影响, 而核电行业中长期发展尚需等待相关政策明确, 但预计在传统能源需求紧缺与价格高涨的背景下核电发展仍有必要性。
- **工程总承包与出口将成为公司新的增长点。**10 年公司冶金设备新签订单中, 工程总承包占比在 50% 左右。工程总承包具有附加值与盈利能力较高等优点, 将是公司未来的重要发展方向。出口目前占比较小, 未来有较大的发展空间。
- **高端装备相关新产品是未来发展的新领域。**公司 11 年将进行海水淡化、环保设备、双金属复合材料等新产品的生产与研制工作, 新产品将是公司中长期的重要发展领域。
- **盈利预测与估值:** 预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.14、0.21、0.27 元, 对应的市盈率分别为 39.0、26.6、20.2 倍。考虑到公司冶金等业务的回暖以及新产品的市场前景, 给予推荐的投资评级。

## 业绩预测:

|       | 主营收入<br>(万元) | 增长率<br>(%) | 归属母公<br>司净利润<br>(万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益率(%) |
|-------|--------------|------------|----------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 2009  | 915,253      | -10.3%     | 118,922              | 18.2%      | 0.18       | 26.7%      | 30.2       |              |
| 2010E | 861,200      | -5.9%      | 92,422               | -22.4%     | 0.14       | 5.8%       | 39.0       |              |
| 2011E | 1,346,845    | 56.4%      | 135,650              | 46.7%      | 0.21       | 7.2%       | 26.6       |              |
| 2012E | 1,615,089    | 19.9%      | 178,601              | 31.7%      | 0.27       | 8.5%       | 20.2       |              |

走势图



## 市场数据 2011-4-1

|          |        |
|----------|--------|
| 收盘价:     | 5.50 元 |
| 52 周最高价: | 7.67 元 |
| 52 周最低价: | 5.00 元 |
| 平均持仓成本:  | 6.02 元 |

## 基本数据 2010Q3

|              |         |
|--------------|---------|
| 总股本 (万股):    | 653,800 |
| 流通 A 股 (万股): | 653,800 |
| 每股收益 (元):    | 0.08    |
| 每股净资产 (元):   | 2.47    |
| 每股经营现金流 (元): | -0.23   |
| 市净率:         | 2.23    |

分析师: 刘立喜; 联系人: 黎焜  
执业证书编号: S0550511020007

TEL: (8621)6336 7000-273

FAX: (8621)6337 3209

Email: lik@nescn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002 邮 编: 200002

日本地震及核危机引发对国内与全球核电发展前景的担忧，为了解中国一重核电业务及公司经营状况，我们对公司进行调研，与公司进行交流与生产车间参观。

公司的核电业务收入占比目前为15%-20%之间，2010年新签订单中，核电占比约为14.5%，冶金等订单有大幅回升；因此，我们认为日本核电事件对公司业绩短期影响有限。在中长期内，国内核电发展仍存在不确定性，但公司海水淡化、双金属复合材料等高端新产品将逐步投入生产，市场前景广阔。此外，宝钢等大型钢铁项目的获批也将成为公司股价上涨的催化剂，有助于拉动冶金设备产品的需求。

## 一、公司经营将逐步好转，订单显著回升

### 1.1 公司在重型机械行业竞争优势显著

公司主要产品包括以轧制、冶炼设备为主的冶金成套设备；以大型热壁加氢反应器为主的石化、煤液化重型压力容器；以各类冶金轧辊为主的工矿配件；为大型水电、火电机组配套的大型铸锻件；以核电反应堆压力容器和核岛成套铸锻件为主的核能设备；以各类液压机、热模锻压力机、机械压力机为代表的锻压设备；以重型矿用挖掘机为代表的重型矿山设备等重型机械装备。

公司具有较强的技术研发能力，综合毛利率高于二重等同类公司，其中大型铸锻件、核能设备、重型压力容器等主要产品的毛利率保持在30%以上，而冶金设备、锻压与矿山等设备的毛利率相对较低，在10%-20%左右。

图1: 2010年上半年公司主要产品销售收入占比

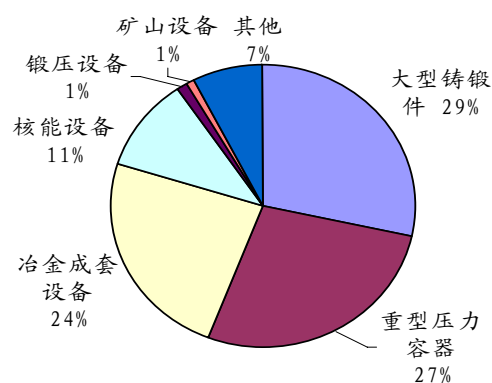
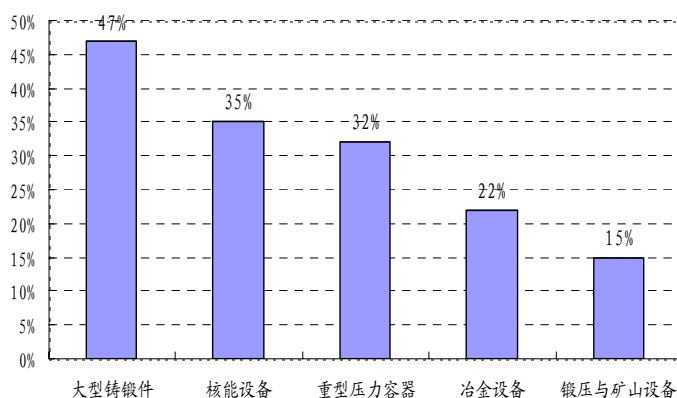


图2: 2010年上半年公司主要产品毛利率



资料来源:公司公告,东北证券

公司主导产品竞争优势显著，在细分市场的占有率高达80%以上。重型机械行业技术与资金进入壁垒较高，行业集中度也因此较高，公司在部分产品上具有一定的议价能力。

表1: 公司主要产品与市场份额

| 产品类别   | 细分产品      | 公司市场份额 |
|--------|-----------|--------|
| 冶金成套设备 | 大型轧制设备    | 70%    |
| 重型压力容器 | 锻焊结构加氢反应器 | 80-90% |
| 工矿配件   | 大型锻钢支承辊   | 80%    |
| 核能设备   | 反应堆压力容器   | 80%    |
|        | 核岛锻件      | 90%    |

资料来源:公司公告,东北证券

## 1.2 冶金等产品订单大幅回升

2010年公司新接订单约为160亿元,同比增长约68.8%,已恢复到金融危机前的水平;其中冶金行业订单为90亿元,重型压力容器22亿元,冶金设备与重型石化压力容器的订单显著增加,核电24亿元,核电订单同比出现下滑。

图 3: 2010 年公司新签订单金额 (单位: 亿元)

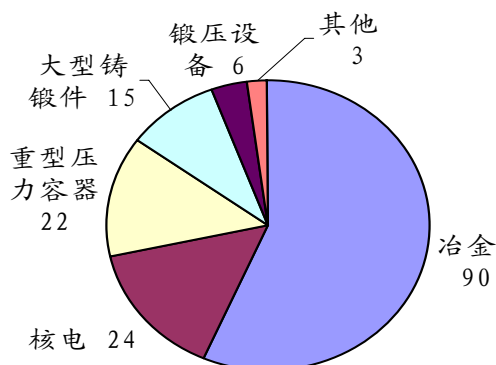
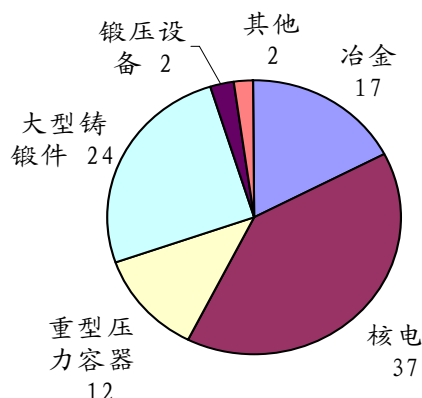


图 4: 2009 年公司新签订单金额 (单位: 亿元)

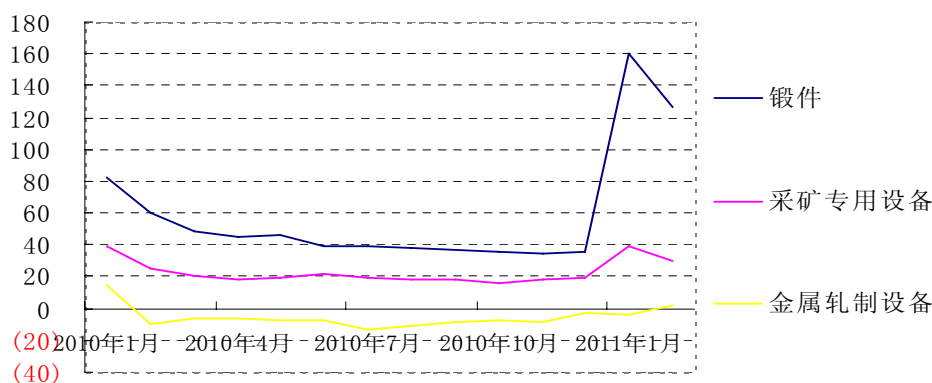


资料来源:公司公告,东北证券

## 1.3 重型机械行业企稳回升

重型机械行业增速企稳回升。2011年1-2月,重型机床主要产品中,锻件、采矿专用设备、金属轧制设备的累计增速分别为126.8%、29.4%、2.2%,锻件增速显著回升,其他产品的增速也企稳上升。

图 5: 2010-2011 年重型机械行业主要产品月度累计增速 (%)



资料来源: wind, 东北证券

## 二. 冶金、重型石化容器等传统业务显著回升,核能设备中长期谨慎乐观

### 2.1 冶金设备: 新签订单大幅度回升

公司2010年的新签订单大幅回升,达到90亿元左右,其中约有45亿元为工程总承包项目;

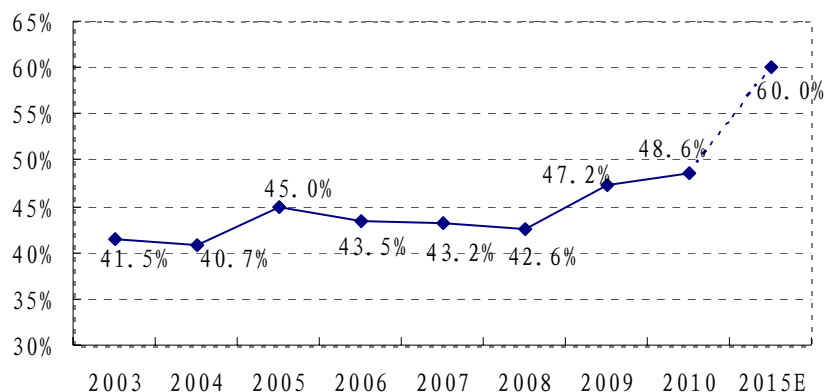
2011年，公司计划新签订单70亿元，而09年由于受金融危机影响冶金订单仅为17亿元。

10年，公司订单增长主要是受钢铁行业“上大压小，淘汰落后产能”的政策影响，中小钢厂进行设备的更新换代。此外，公司10年的产品价格下调了10-20%，我们判断公司主要是为抢占市场份额而调整价格，11年公司主动下调冶金新签订单目标金额将有助于产品价格的稳定与增强盈利能力。

### 2.1.1 钢铁行业“上大压小”的产业政策拉动冶金设备的需求

钢铁行业“十二五”规划初稿中提出“加快湛江、防城港、曹妃甸、山东沿海大型钢铁项目的建设”，钢铁行业集中度“十二五”期间要提高到60%左右；宝钢、武钢等大型钢铁企业的沿海项目开工将拉动大型高端冶金设备产品的需求；宝钢等项目预计在十二五期间获批的可能性较大。

图 10：我国钢铁产业集中度情况：前十大钢企粗钢产量历年占比



资料来源：东北证券

### 2.1.2 工程总承包与出口将成为公司新的成长领域

公司的发展方向一是发展工程总承包项目，实现从单机制造向设备的系统成套和工程总承包转变；二是大力拓展海外市场，增加冶金等设备的出口占比。

工程总承包的方式使产业链延长，从产品延伸到服务，附加值与毛利率也更高。公司工程总承包业务快速发展，冶金设备10年新签订单中工程总承包占比约为50%，而10年之前工程总承包的占比很小。

公司10年在90亿元的新签订单中出口额为5-6亿元，目前出口占比还较小，但未来发展的空间较大。公司通过与奥钢联等公司合作开拓国外市场，并在巴西、印度、德国等地区设立办事处。

## 2.2 重型压力容器需求快速增长

重型压力容器主要用于石油化工、煤化工等市场；公司重型压力容器的市场份额为90%左右，远高于二重等其他竞争对手，在产品档次与技术优势等方面也具有竞争优势。公司新签订单09年为11亿元，10年为22亿元，11年预计订单增长50%，总体保持持续快速增长的趋势。

原油价格上涨将推动石油化工行业的发展，进而增加对压力容器产品的需求。国家引导和鼓励炼油装置向大型化发展，预计2011年我国将建成3-4个2000万吨级炼油生产基地。

根据国家能源局公开资料显示,预计我国原油加工能力2010 年达到4 亿吨,2020 年达到5 亿吨左右。预计至2010 年,每年需锻焊结构热壁加氢反应器30 台左右。煤化工装备方面。预计锻焊结构重型容器市场将有每年40台的需求。

### 2.3 核能设备业务:中长期谨慎乐观

#### 2.3.1 2011-2013 年为业绩确认高峰期

大型核能成套设备主要包括压力容器、蒸发器、稳压器、堆内构件。公司是国内唯一既具有大型核电锻件又具有核岛成套设备制造能力的企业,齐齐哈尔厂区未来形成年产10套核电一回路大型铸锻件的生产能力。大连基地将形成年产5套核电成套设备的生产能力。公司已掌握了压力容器、主泵泵壳等核岛关键设备的制造技术,实现了蒸发器全部锻件的国产化,并成功研制出百万千瓦级反应堆压力容器——红沿河1号、福清1号反应堆压力容器。

08-10年为公司核电接单的高峰期,11年-13年为核电业绩确认的高峰期,日本核电事件短期内对公司的业绩影响不大。公司核能设备2010年的收入为12亿元左右。核电目前在公司的收入占比为15-20%,冶金,石化容器等其他业务仍占主要比例。

#### 2.3.2 核电行业发展受日本核电事件影响具有不确定性,但中长期仍谨慎乐观

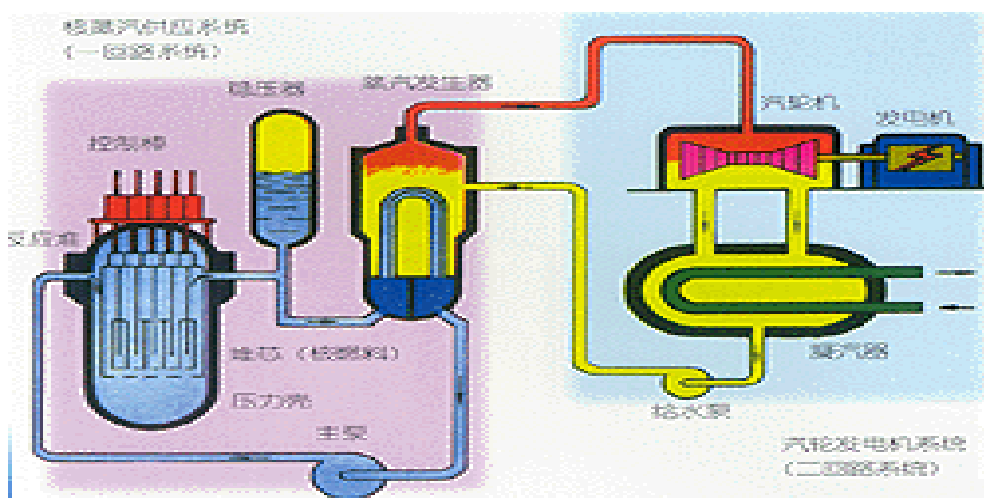
日本地震及核泄漏事故发生后,中国决定调整完善核电发展中长期规划,全面审查在建核电站,暂停审批核电项目,从而引起市场对核电发展前景的担忧。但我们认为国家将在核电的安全性方面更重视,并非意味核电中长期发展的停滞。国家能源局前局长张国宝认为,这不会影响到中国发展核电的整体战略;国家发改委副主任解振华也表示,中国将继续推进核电发展计划,虽然部分项目可能会因为日本核事故受到影响。

核电具有低成本、低碳等优势,我们对核电行业的中长期发展仍保持谨慎乐观:

##### (1) 核电安全性不断提高

我国核电项目采用的全部是二回路的压水堆技术,与福岛核电的一回路沸水堆相比,技术上已大大改进,安全性相对较高;第三代核电的安全性更是大幅度提高。

图 6: 压水堆核电厂原理图



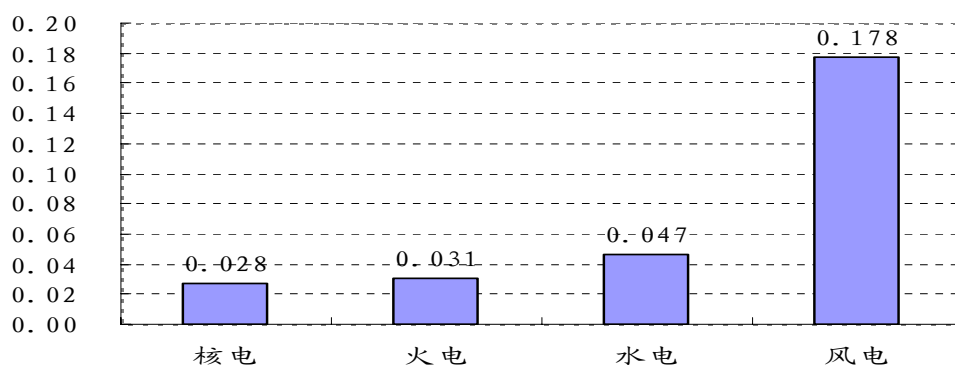
资料来源: 东北证券

## (2) 核电具有低成本、低碳排放、运行稳定等优势

在主要清洁能源中，核电是技术上已较成熟且能大规模经济开发使用并提供稳定电力的清洁能源，而风力、太阳能等新能源存在供电不稳定、难以大规模开发等缺点。。在发电成本方面，核电的每千瓦时成本低于火电，更是低于风电与太阳能发电。在能源需求与石油等传统能源价格不断攀升的背景下，核电产业发展的向好趋势预计不会改变。

在气体排放方面，核电排放的温室气体只有燃煤电站的 1%。中国承诺到 2020 年非化石能源占一次能源消费比重达到 15% 左右，作为能源消耗大国和碳排放大国，在经济增长的刚性需求和碳减排的双重压力下，中国发展核电等清洁能源具有必要性。

图7：主要能源的等效建设成本（单位：元/千瓦\*时）



资料来源: 东北证券

## (3) 我国核电占比仍较低

目前，全球核电装机总量已达到 3.6 亿千瓦，核电发电量占总发电量的 17%，中国还不足 2%，远低于世界平均水平。核电与水电、火电已构成世界电力的三大支柱，核电在全球用电占比为 16%，已日益成为当今世界的主要能源之一。

我国共建成 13 个核电机组，装机容量达 1080 万千瓦。目前在建的机组达 26 台，装机容量近 3000 万千瓦。全球核电装机总量已达到 3.6 亿千瓦，核电发电量占总发电量的 17%，中国还不足 2%，远低于世界平均水平。

图 8: 全球主要国家与地区核电发电量占比

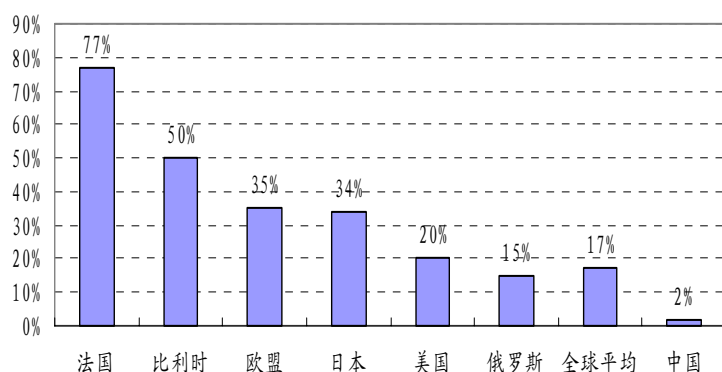
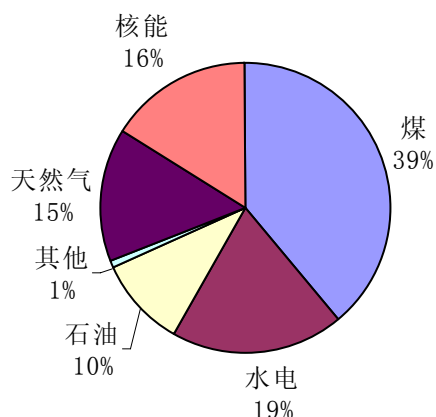


图 9: 全球电力装机容量占比



资料来源: WNA, 东北证券

## 2.4 大型铸锻件: 进口替代前景广阔

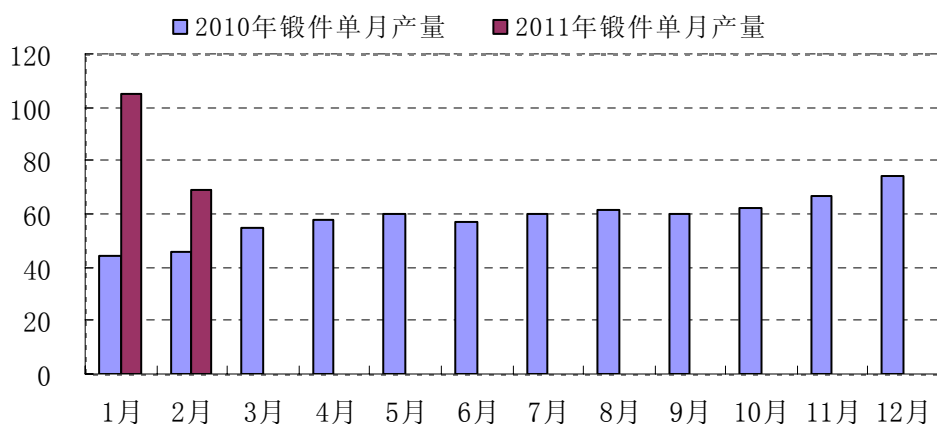
### 2.4.1 公司在冶金、电站设备等大型铸锻件市场具有优势

公司铸锻件主要用于冶金与电站设备等行业。冶金设备用大型铸锻件包括轧机轧辊、轧机机架以及轧辊用大型轴承座等; 在电站设备行业, 公司具有生产亚临界火电机组大型铸锻件、超临界汽轮机缸体铸钢件、超超临界火电转子制造技术, 以及70 万千瓦以上巨型水电站水轮机关键铸锻件(大轴、上冠、下环、叶片等)的制造能力和技术。公司在船用大型曲轴、舵杆、艏座、锚系等大型铸锻件市场也有一定的市场份额。

### 2.4.2 大型铸锻件行业进入壁垒较高, 进口替代前景广阔

2011 年 1-2 月, 国内锻件行业累计产量增速为 126.8%, 锻件行业的产量大幅度回升。

图 11: 2010-2011 年国内锻件行业当月产量



资料来源: WIND, 东北证券

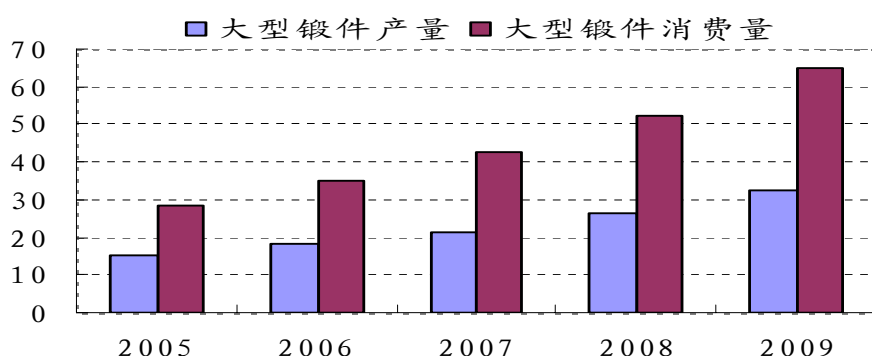
表2: 我国大型铸锻件主要需求行业与市场容量

| 锻件类别       | 铸件  | 锻件  | 合计   |
|------------|-----|-----|------|
| 火电设备用大型铸锻件 | 4.5 | 7.8 | 12.3 |
| 水电设备用大型铸锻件 | 1.7 | 2.4 | 4.1  |
| 船用设备用大型铸锻件 | 2.7 | 6.3 | 9.0  |
| 风电设备用大型铸锻件 | 3   | 4.5 | 7.5  |

资料来源: 东北证券

我国大型铸锻件产能不能完全满足消费需求, 仍有一部分需求需要通过进口满足。大型铸锻件的进入壁垒较高, 国内仅有部分公司具有生产能力。

图12: 我国大型锻件历年产量与消费量(单位: 万吨)



资料来源: WIND, 东北证券

大型铸锻件的下游需求行业主要有火电、水电、风电、船舶制造等行业。十二五时期, 火电预计将保持平发展, 水电、风电等行业的发展增速较快。

### 三、新产品是公司中长期发展的重要增长点

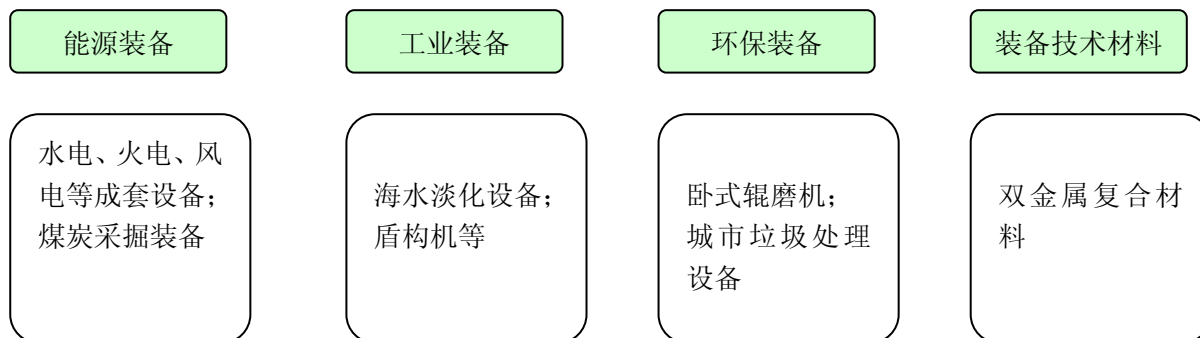
#### 3.1 公司研发实力雄厚, 新产品将成为新的重要增长点

公司技术实力雄厚, 拥有享受政府特殊津贴专家 22 人, “超大加氢反应器研制及应用”科研成果荣获 2010 年度国家科学技术进步二等奖。

公司将依托现有的技术与市场优势, 在具有较高附加值与技术壁垒的高端装备制造领域培育新的增长点, 确定能源装备、工业装备、环保设备、装备技术材料为公司新产品的四大发展领域。

公司的卧式辊磨机产品已有 3 台获得订单; 2011 年, 公司将建设首座海水淡化示范工厂, 双金属复合材料争取在 1-2 年内批量生产并计划发展为年产值为十亿元以上的新兴产业。

图 13: 公司四大发展领域与主要新产品



资料来源: 东北证券

### 3.2 海水淡化设备: 2011 年公司将建设首座海水淡化示范工厂

2011 年, 公司将在大连建设一座海水淡化的示范工厂, 日处理能力为 2.5 万吨; 示范项目建成后将进一步推广应用。

海水淡化已经成为解决全球水资源短缺的重要途径。据统计, 2000 年至 2009 年, 全球海水淡化业务的市场规模总额为约 300 亿欧元, 预计 2010 至 2016 年, 全球海水淡化市场将约为 290 亿欧元。

2010 年, 中国已建海水淡化工程装机容量合计 52.4 万吨/日, 其中天津建成的海水淡化工程总量已经达到 22 万吨/日, 海水淡化产业总产值达到 60 亿元左右, 2015 年, 天津海水淡化水日生产能力预计将达到 48 万吨/日。

### 3.3 环保设备: 卧式辊磨机、城市垃圾处理设备

卧式辊磨机用于冶金矿渣深加工和水泥加工, 钢渣作为建材的原料, 目前钢渣占钢铁产量的 15-20%。从 09 年底到 2010 年 9 月, 公司已签订 3 套卧式辊磨机组订单合同。

根据中国固废网《固废产业资讯》, 在未来 10 年, 我国将迎来垃圾焚烧发电的黄金发展时期, 5 年内, 国内将建设超过 100 个垃圾焚烧发电项目, 仅北京、上海就分别计划投资 100 亿建设垃圾焚烧发电厂。2011, 国务院常务会议指出, 到 2015 年, 全国城市生活垃圾无害化处理率达到 80%以上。

### 3.3 装备技术材料: 未来成长空间广阔

公司的双金属复合材料技术水平在国际处于领先水平, 市场需求前景广阔, 投产后具有年产值达到几十亿元的发展潜力。

随着科学技术的发展, 对各种新技术、新材料的应用越来越广泛。单一的材料或合金已经很难满足现代化生产对材料综合性能的需求。复合材料是解决各种特殊结构、功能要求的重要途径。

#### 四、公司发展规划：三大基地相互支撑，定位于装备制造高端领域

公司未来将从冶金设备为主向能源装备等新领域拓展，通过工程总承包等方式从设备制造向服务延伸，工程总承包可实现的收入将是成套设备的 6-7 倍，并有利于提高盈利能力。“十二五”末期，公司工业产值的目标为从 2010 年的约 120 亿元增长到 400-500 亿元。

在战略布局方面，公司将齐齐哈尔厂区定位为大型铸锻钢生产基地，大连厂区将成为国内最大的重型化工容器和核电设备制造基地，天津滨海制造基为压力机和重型矿用挖掘机等重型成套设备生产基地。

大连基地建成达产后，每年可为石油化工行业提供高品质锻焊加氢反应器 3 万吨、板焊加氢反应器 2 万吨，以及汽化炉、换热器、E0 反应器等产品，并逐步通过技术集成实现总承包，最终实现百亿元产值目标。

天津滨海制造基地将主要生产大型覆盖件成型生产线、多功位压力机生产线、成套薄板轧制生产线、冶金连轧辊、重型电铲、盾构掘进机、岩巷掘进机、内卧式辊磨机、多级闪蒸海水淡化设备、大型固体垃圾处理设备等产品，2010 年一期项目投产后，产值达到 15-20 亿元。2012 年项目全部建成后，年产值将达到近百亿元。

表 3: 公司募投项目

| 项目名称                     | 募集资金拟投入金额 |
|--------------------------|-----------|
| 建设铸锻钢基地及大型铸锻件自主化改造项目     | 207,007   |
| 大型石化容器及百万千瓦级核电一回路主设备制造项目 | 128,790   |
| 中国一重滨海制造基地项目             | 353,065   |
| 合计                       | 688,862   |

#### 五、公司盈利预测与估值

预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.14、0.21、0.27 元，对应的市盈率分别为 39.0、26.6、20.2 倍。核电国家政策仍存在不确定性，但核电仍将是重要的能源之一，考虑到公司冶金等主要业务回暖预期以及新产品的发展前景，给予推荐的投资评级。

表4：公司分产品营业收入预测

| 产品类别   | 项目       | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E | 2013E |
|--------|----------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 冶金成套设备 | 营业收入(万元) | 6800   | 4151   | 1950   | 4388   | 4431  | 4476  |
|        | 增速(%)    | 78.7%  | -39.0% | -53.0% | 125.0% | 1.0%  | 1.0%  |
|        | 毛利率(%)   | 25.4%  | 28.2%  | 19%    | 15%    | 16%   | 16%   |
| 重型压力容器 | 营业收入(万元) | 1234   | 2140   | 2380   | 3213   | 4338  | 5726  |
|        | 增速(%)    | 3.4%   | 73.4%  | 11.2%  | 35.0%  | 35.0% | 32.0% |
|        | 毛利率(%)   | 24.0%  | 23.9%  | 29%    | 30%    | 30%   | 30%   |
| 大型铸锻件  | 营业收入(万元) | 1209   | 2130   | 2450   | 2573   | 3087  | 3704  |
|        | 增速(%)    | 5.6%   | 76.3%  | 15.0%  | 5.0%   | 20.0% | 20.0% |
|        | 毛利率(%)   | 34.9%  | 42.3%  | 41.0%  | 41%    | 40%   | 40%   |
| 核能设备   | 营业收入(万元) | 37     | 217    | 1253   | 2631   | 3421  | 4310  |
|        | 增速(%)    | -62.1% | 483.8% | 477.4% | 110%   | 30%   | 26%   |
|        | 毛利率(%)   | 17.8%  | 40.4%  | 35.0%  | 37%    | 36%   | 35%   |
| 锻压设备   | 营业收入(万元) | 135    | 53     | 73     | 77     | 88    | 101   |
|        | 增速(%)    | -6.3%  | -60.7% | 37.7%  | 5%     | 15%   | 15%   |
|        | 毛利率(%)   | 26.9%  | 17.5%  | 15%    | 17%    | 17%   | 18%   |
| 重型矿山设备 | 营业收入(万元) | 245    | 89     | 56     | 70     | 88    | 109   |
|        | 增速(%)    | 456.8% | -63.7% | -37.1% | 25%    | 25%   | 25%   |
|        | 毛利率(%)   | 24.0%  | 12.5%  | 14.5%  | 18%    | 18%   | 18%   |
| 其他     | 营业收入(万元) | 547    | 372    | 450    | 518    | 699   | 964   |
|        | 增速(%)    | -18.6% | -32.0% | 21.0%  | 15.0%  | 35.0% | 38.0% |
|        | 毛利率(%)   | 43.8%  | 43.0%  | 13.0%  | 26%    | 30%   | 30%   |
| 合计     | 营业收入(万元) | 10207  | 9152   | 8612   | 13468  | 16151 | 19391 |
|        | 增速(%)    | 43.7%  | -10.3% | -5.9%  | 56.4%  | 19.9% | 20.1% |
|        | 毛利率(%)   | 27.3%  | 43.0%  | 30.0%  | 28.3%  | 29.2% | 29.7% |

资料来源：公司公告，东北证券

| 利润表     |        |       |       |        |        |
|---------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 单位: 百万元 |        |       |       |        |        |
| 会计年度    | 2008   | 2009  | 2010E | 2011E  | 2012E  |
| 营业收入    | 10,207 | 9,153 | 8,612 | 13,468 | 16,151 |
| 营业成本    | 7,424  | 6,335 | 6,031 | 9,658  | 11,434 |
| 营业税金及附加 | 50     | 75    | 70    | 109    | 131    |
| 销售费用    | 131    | 132   | 112   | 175    | 210    |
| 管理费用    | 763    | 950   | 947   | 1,347  | 1,534  |
| 财务费用    | 411    | 456   | 301   | 498    | 598    |
| 营业利润    | 1,251  | 861   | 1,127 | 1,657  | 2,215  |
| 营业外收入   | 142    | 478   | 112   | 162    | 178    |
| 营业外支出   | 18     | 10    | 9     | 13     | 16     |
| 利润总额    | 1,375  | 1,329 | 1,230 | 1,805  | 2,377  |
| 所得税     | 376    | 145   | 308   | 451    | 594    |
| 净利润     | 999    | 1,184 | 923   | 1,354  | 1,782  |
| 少数股东损益  | -7     | -5    | -2    | -3     | -4     |
| 母公司净利润  | 1,006  | 1,189 | 923   | 1,354  | 1,782  |
| BPS     | 0.15   | 0.18  | 0.14  | 0.21   | 0.27   |

| 现金流量表   |        |        |        |        |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 |        |        |        |        |        |
| 会计年度    | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 经营活动现金流 | (1140) | (1762) | (1437) | (1200) | (849)  |
| 净利润     | 1,006  | 1,189  | 923    | 1,354  | 1,782  |
| 折旧摊销    | 391    | 409    | 575    | 748    | 860    |
| 财务费用    | 418    | 429    | 301    | 498    | 598    |
| 投资收益    |        |        | 2      | 3      | 3      |
| 营运资金变动  |        |        | (8037) | (1303) | (2192) |
| 其它      | (2955) | (3789) | 4800   | (2500) | (1900) |
| 投资活动现金流 | (1250) | (768)  | (1500) | (1650) | (1000) |
| 资本支出    | (1243) | (908)  | (1000) | (1250) | (1200) |
| 其他投资    | (7)    | 140    | (500)  | (400)  | 200    |
| 筹资活动现金流 | 2416   | 2464   | 3950   | 2200   | 2200   |
| 股权筹资    |        |        | 11228  |        |        |
| 债券筹资    |        |        |        |        |        |
| 其他      |        |        | (7278) | 2200   | 2200   |
| 现金净增加额  | 25     | (65)   | 1013   | (650)  | 351    |

| 资产负债表   |        |        |        |        |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 |        |        |        |        |        |
| 会计年度    | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 流动资产    | 15,227 | 15,192 | 18,813 | 21,550 | 25,034 |
| 货币资金    | 2,300  | 2,280  | 3,574  | 3,448  | 3,755  |
| 应收款项    | 5,409  | 6,343  | 6,961  | 8,404  | 10,264 |
| 存货      | 5,824  | 5,124  | 6,490  | 7,435  | 8,637  |
| 其他      | 1,694  | 1,445  | 1,787  | 2,263  | 2,378  |
| 非流动资产   | 4,599  | 7,695  | 8,526  | 10,775 | 11,306 |
| 长期股权投资  | 4      | 16     | 16     | 16     | 16     |
| 固定资产    | 2,409  | 3,926  | 4,348  | 6,034  | 7,009  |
| 无形资产    | 602    | 1,142  | 1,134  | 1,433  | 1,504  |
| 其他      | 1,584  | 2,611  | 3,028  | 3,292  | 2,776  |
| 资产总计    | 19,826 | 22,887 | 27,339 | 32,324 | 36,339 |
| 流动负债    | 13,383 | 14,555 | 10,138 | 11,572 | 12,864 |
| 短期借款    | 5,478  | 7,971  | 3,650  | 4,629  | 5,146  |
| 应付账款    | 2,462  | 2,580  | 2,636  | 2,777  | 2,959  |
| 预收账款    | 3,297  | 2,193  | 2,153  | 3,367  | 4,038  |
| 其他      | 2,147  | 1,811  | 1,699  | 799    | 722    |
| 长期负债    | 3,949  | 3,323  | 1,317  | 1,939  | 2,253  |
| 长期借款    | 1,960  | 1,765  | 553    | 873    | 1,081  |
| 其他      | 1,989  | 1,558  | 764    | 1,067  | 1,172  |
| 负债合计    | 17,332 | 17,878 | 11,455 | 13,512 | 15,117 |
| 少数股东权益  | 20     | 576    | 111    | 132    | 149    |
| 股东权益    | 2,473  | 4,433  | 15,772 | 18,681 | 21,074 |
| 负债和股东权益 | 19,826 | 22,887 | 27,339 | 32,324 | 36,339 |

| 主要财务比率  |       |        |        |       |       |
|---------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 会计年度    | 2008  | 2009   | 2010E  | 2011E | 2012E |
| 年成长率    |       |        |        |       |       |
| 营业收入    | 44%   | -10.3% | -5.9%  | 56.4% | 19.9% |
| 营业利润    | -10%  | -31.2% | 30.8%  | 47.1% | 33.7% |
| 净利润     | 114%  | 18.2%  | -22.4% | 46.7% | 31.7% |
| 获利能力    |       |        |        |       |       |
| 毛利率     | 27.3% | 30.8%  | 30.0%  | 28.3% | 29.2% |
| 净利率     | 9.9%  | 13.0%  | 10.7%  | 10.1% | 11.0% |
| ROE     | 40.4% | 26.7%  | 5.8%   | 7.2%  | 8.5%  |
| ROIC    | 13.1% | 10.8%  | 5.7%   | 7.1%  | 8.1%  |
| 偿债能力    |       |        |        |       |       |
| 资产负债率   | 87.4% | 78.1%  | 41.9%  | 41.8% | 41.6% |
| 流动比率    | 1.14  | 1.04   | 1.86   | 1.86  | 1.95  |
| 速动比率    | 0.70  | 0.69   | 1.22   | 1.22  | 1.27  |
| 营运能力    |       |        |        |       |       |
| 资产周转率   | 0.5   | 0.4    | 0.3    | 0.4   | 0.4   |
| 存货周转率   | 1.8   | 1.8    | 1.3    | 1.8   | 1.9   |
| 应收帐款周转率 | 1.9   | 1.4    | 1.2    | 1.6   | 1.6   |
| 应付帐款周转率 | 4.1   | 3.5    | 3.3    | 4.8   | 5.5   |
| 每股资料(元) |       |        |        |       |       |
| 每股收益    | 0.15  | 0.18   | 0.14   | 0.21  | 0.27  |
| 每股净资产   | 0.38  | 0.68   | 2.41   | 2.86  | 3.22  |
| PE      | 35.7  | 30.2   | 39.0   | 26.6  | 20.2  |
| PB      | 14.5  | 8.1    | 2.3    | 1.9   | 1.7   |

资料来源: 公司公告, 东北证券

## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。