

证券研究报告

普钢



分析师 兰杰 刘建刚

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

SAC:S0190207100103

联系人: 兰杰

021-3856 5960

lanj@xyzq.com.cn

强烈推荐 (上调)

河北钢铁 (000709)

增发和可转债带来公司投资机会

2011年5月29日

投资要点

引子: 我们在之前河北钢铁的调研信息中, 提到公司对资本市场的诉求将是把握公司投资机会的关键。我们在此详细整理下我们的思路供投资者参考:

公司未来一段时间内对资本市场的诉求主要包括: 1. 邯宝增发项目需顺利完成(必须); 2. 唐钢转债提前顺利转股(可能); 3. 宣钢、舞钢等资产的整体上市(必须, 时间点可能延后)。邯宝增发计划募集资金总额不超过160.15亿元人民币, 50%集团认购, 其余50%公开增发(80亿)。唐钢转债(125709)规模30亿人民币。

- 邯宝增发价格不低每股净资产价格(即4.34元/股), 由于目前股价已跌破净资产, 因此公司增发如果要得以实施, 股价至少需超过净资产价格一定空间, 目前股价安全边际较高。
- 尽管公司始终会将完成邯宝增发作为首要诉求, 但从对唐钢转债的分析等综合判断, 我们认为公司仍有很强意愿推动可转债顺利提前转股。而如果推动可转债提前转股是一个高概率情景, 那么这一诉求将会对未来正股价格总体产生较为积极的影响:
 - ✓ 由于目前转股价格和正股价相差过大(即使考虑邯宝增发后的被动下调), 公司可能主动向下修正转股价格, 我们认为目前股价是一个比较好的底部价位, 但放到增发完成后调整的概率更大。
 - ✓ 转股价下调对正股利空, 为触发提前转债赎回条款, 公司股价需高于转股价30%。由于公司未来仍将陆续注入宣钢舞钢等资产, 同时市场对其铁矿石注入也有较强预期, 我们认为公司有可能会通过铁矿石资产注入综合解决包括可转债转股、其它资产整体上市等问题。
- 我们认为公司注入河钢矿业部分或全部司家营铁矿的可能性较大(司家营一期27.76%的权益, 河钢矿业司家营二期100%权益, 河钢矿业司家营田兴铁矿100%权益)。该权益铁矿2011-2013年将分别有71, 555, 1062万吨的权益铁精粉产能。假设只注入河北矿业一二期(27.76%司家营一期+100%司家营二期), 该铁矿2012, 2013年权益产量分别为458和555万吨, 将在2012, 2013年分别贡献16.03和16.65亿元的净利润, 增厚EPS 0.153和0.159元(按增发后105亿股计算)。股份公司2010年实现净利润14.8亿元, EPS 0.21元。

我们认为目前公司股价具有较好的安全边际, 同时为顺利保障邯宝增发以及后续资本运作, 公司有动力通过优质资产注入或业绩提升等方式释放利好, 我们上调公司评级为“强烈推荐”。预计2011-2013年公司基本EPS分别为0.32, 0.43, 0.56元, 公司三年动态PE分别为4.62, 14.4, 10.7, 8.3倍(预测没有考虑邯宝增发、铁矿石注入可能性的影响)。

风险: 1. 本文是根据公司对资本市场的诉求, 从理论上推论公司资本运作的较优路径。但在实际操作中企业决策受多种主客观因素影响, 尤其对于河北钢铁这个三地合一的国营大企, 实际推行方案的也可能是各方博

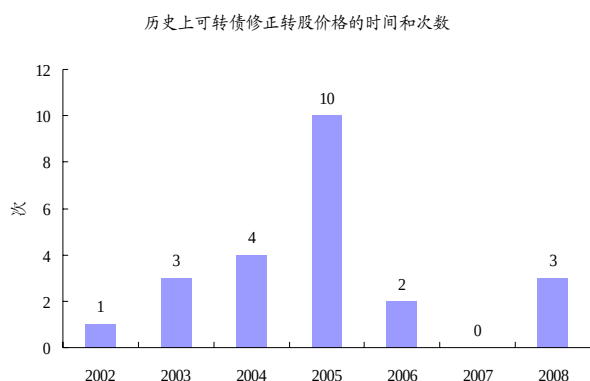
奔的次优结果。2. 根据我们策略观点，短期大盘系统性风险仍在。3. 增发和转债价下调对股价的诉求不同，可能导致短期持股机会成本。

邯宝增发价格不能低于最新一期每股净资产价格4.34元，为公司股价提供了一定的安全边际，这里不对增发作过多赘述（关于邯宝项目请参见我们前期调研信息），我们主要关注可转债可能带来的相关资本运作。

一、可转债提前转股已成趋势

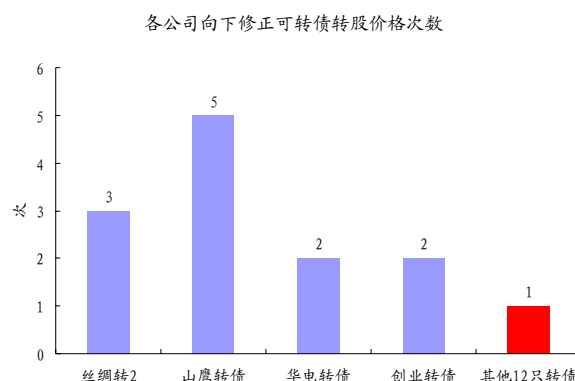
- 我们分析了目前已上市（包括已退市的）的可转债情况（截止2011年5月21日），**可转债提前到期退市已成为一种趋势**。中国证券市场累计发行的79只可转换债券，其中66只可转换债券已经退市，退市的可转债中，49只提前退市，其余是到期退市（到期退市的全部是在2004年8月前上市的可转债），而**自2004年8月金牛转债上市以后，近7年来所有可转债均是提前到期退市的**。可转债提前退市的主要原因是上市公司在主观上对可转债的定位认识发生了转变，可转债从**最初的低成本债务融资看作间接的股权融资**，因此上市公司会通过**积极释放利好、向下修正转股价等方式来促进转股或提前强制转股**。
- 在66只已退市的可转债中，有**16只转债利用特别向下修正条款修正了转股价格并成功转股**，转股价的修正有两个特征：1. 转股价格向下调整的时点通常选择在市场不好的时候（07年没有一家公司详细修正转股价，08年10月有3家公司修正），即公司正股价格处在低位的时候；2. 多数公司都会将股价一次向下修正到位。统计看16家公司中12家公司只修正了一次转股价（其中包括邯钢转债和包钢转债）。

图1 市场不好时是修正转股价的集中时段



数据来源：Wind；兴业证券研究所

图2 通常公司会一次性将转股价修正到位



数据来源：Wind；兴业证券研究所

二、“唐钢转债”会不会转股？如何衡量企业的转股意愿？

- 尽管历史表明04年以来上市的可转债全部都提前转股退市，但唐钢转债会不会继续遵循这样的轨迹？理论上讲，当公司转债规模庞大，偿债能力不佳的情况下，上市公司更倾向于转股。我们将黑色金属行业仅存的可转债唐钢股份和新钢股份做个比较：
 - ✓ 新钢转债的转股相对规模（转债规模/股东权益）比唐钢转债高：31.7% 对应 9.56%；
 - ✓ 新钢股份的偿债能力略逊于唐钢转债（资产负债率，已获利息倍数等）；
 - ✓ 但从到期日来看，唐钢转债显得更为迫切，转股截止日期为2012年12月。
- 尽管理论上显示新钢股份大股东希望转股的意愿比河北钢铁更强，但在实际操作中，我们认为河北钢铁

的转股意愿不会比新钢股份弱：

- ✓ 可转债能否顺利转股是衡量国有企业相关职能部门工作绩效的一个重要指标，和转债规模关系并不完全线性相关。唐钢转债的审批发行正好赶上可转债发行制度改革，整个发行耗时3年多，我们推测公司不会轻易放弃任何可能的转股机会。
- ✓ 无论转债规模和河北钢铁的盈利情况对比，30亿的转债规模对河北钢铁仍会是一个不小的负担。公司的负债率一直在70%左右，并且随可转债利率和银行贷款利率的提高，公司财务费用增加较多，11年一季度末公司应付利息同比增加450%，应付票据同比增加152%，公司未来付出30亿现金的压力仍会较大。

表 1 唐钢转债基本情况

代码	简称	剩余期限	余额(亿元)	价格(元)	转股价(元)	价内外程度	转债稀释比例
125709	唐钢转债	1.57	30	111	9.36	64.86%	4.66%
		最新利率	回售价(元)	正股股价/转股价(%)	大股东持股比例(%)	大股东持券比例(%)	备注
		1.4/1.7/2.0	100+当期利息	49.04	51.11	0	已进入转股、赎回期，回售期

数据来源：Wind；兴业证券研究所

表 2 唐钢转债和新钢转债相关资料

正股代码	000709	600782
正股简称	河北钢铁	新钢股份
剩余年限(年)	1.57	2.26
正股股价	4.35	7.14
转股价(元/股)	9.36	8.1
正股对转股价溢价率	-53.53%	-11.85%
转债价格	115.3	125
资产负债率	70.60%	68.40%
已获利息倍数	1.82	2.08
经营性现金流产生净额/带息负债	0.04	-0.06
2010 净利润	14.1	3.66
转债规模(亿元)	30	27.6
转债规模/股东权益	9.56%	31.70%
完全转股数(亿股)	3.21	3.41
完全转股股本摊薄	4.45%	19.65%
总股本(亿股)	68.77	13.93
大股东持股比例	46.56%唐邯承矿合计	77.02%

数据来源：Wind；兴业证券研究所

三、公司需要什么来保障转股成功？

3.1 转股价被动下调是必然

- 河北钢铁当前正股价格4.35元，而可转债最新转股价格为9.36元，正股和转股价格的巨大价差只能通过

两个途径来解决：一、资产注入带来的转股价被动下调；二、通过“特别向下修正条款”下调转股价格。

- 邯宝项目增发后公司转股价格将被动调整到7.7元左右
 - ✓ 公司邯宝增发项目已获得证监会批准，我们了解目前已封卷，预计6月初可拿到正式批文，公司方面表示在市场条件允许情况下，将尽快完成增发。
 - ✓ 公司增发价格需高于最近每股净资产价格（11 Q1为4.34元），我们假设增发价格分别为4.5, 5, 5.5元分别测算修正后的转股价格，如果最终增发价格为4.5元，修正后的转股价格在7.7元左右。

表 3 不同增发价格下的修正转股价格

增发价格	4.5	5	5.5
增发数量	35.59	32.03	29.12
修正后转股价格	7.70	7.97	8.21
高出当前正股价百分比	77%	83.2%	88.7%

数据来源：Wind；兴业证券研究所

- 此外，公司承诺未来还将把宣钢、舞钢（不锈钢公司）注入上市平台。目前舞钢和宣钢的净资产分别为50和40多亿，合计净资产不超过100亿，低于邯宝项目120亿的净资产，**因此尽管我们并不确定宣钢舞钢的未来注入时点，但该资产注入对转股价格的下调空间会非常有限**，而且从可操作时间看，由于明年底可转债到期，时间比较紧迫。

3.2 可能在合适时点启动转股价向下修正条款

- 因此通过“特别向下修正条款”下调转股价格可能是河北钢铁唯一可行的方法（仅仅依靠系统性和行业层面的趋势好转我们认为难以缩小转股和正股价差）。公司特别向下修正条款的主要内容：
 - ✓ “在可转换公司债券的存续期间，当本公司股票在任意30个连续交易日中至少20个交易日的收盘价格不高于当期转股价格的85%时，董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。”简单计算触发价格为7.96元，公司符合这个条件。
 - ✓ “上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。”河钢系（包括唐钢、邯钢、承钢、矿业公司）合计持有河北钢铁46.56%股权，公司另需20.4%股东予以支持。从以往顺利下调转股价格的公司大股东持股比例看，46%的持股比例属正常范围。
 - ✓ “修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日的均价，同时修正后的转股价格不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。。。 **董事会或股东大会行使向下修正转股价格的权利在每个计息年度内合计不得超过一次。**”如果河北钢铁今年不进行转股价格下调，公司只有等明年最后一次机会，不能顺利转股的风险明显加大。
- 二季度可能是向下修正转股价格的一个较好时点
 - ✓ 正股价格越低时向下修正转股价格越好，这样公司未来股价上行空间相对较大，有利于触发赎回条款，从而顺利完成提前转股退市。从实际操作上，我们统计的历史上可转债价格下调的时点基本都是在公司股价较弱（包括大盘）的时点（图1）。
 - ✓ 由于目前股票价格已和公司每股净资产价格相当，因此目前的价格是公司向下修正转股价格的一个底线，是个较好的时点。

3.3 铁矿石资产注入是相对有效的解决方案

3.3.1 没有铁矿石资产注入，唐钢转债转股实现难度很大

由于转股价向下修正对正股利空，同时为触发赎回条款，二级市场股价需要配合。

- 触发赎回条款。假设公司向下修正转股价到4.35元附近，如需触发可转债赎回条款，“**公司股票在任意连续30个交易日中的收盘价不低于当期转股价格的130%时**，董事会有权决定按面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。发行人每年可按以上约定条件行使一次赎回权，但若在首次满足赎回条件不实施赎回的，当年不得再行使赎回权。”也就是说公司股价需要上涨到5.65元以上并维持一段时间。
- 表4是目前公司的一致盈利预期，即使按照15倍的PE计算，公司在2012年的股价要达到5.65元并不十分乐观。邯宝资产相对优质，但10年10月二期刚投产，需要一定的达效期，按当前可能的注入价格计算，邯宝并不能增厚公司EPS。

表 4 市场对公司业绩的一致预期

	2011E	2012E	2013E
预测家数	7	7	3
平均值	0.2757	0.3549	0.4238
15倍PE（乐观）	4.14	5.32	6.36

数据来源：Wind；兴业证券研究所

3.3.2 公司注入铁矿石的其它动因

- 除了以上提到的铁矿石注入有利于解决唐钢转债的问题，其它因素有：
 - ✓ 河钢集团是国内钢企中拥有铁矿石资源最多的企业（目前资源量在46亿吨左右），采矿权等证件齐备的资源有25亿吨左右。
 - ✓ 不同于鞍钢武钢等开发多年的铁矿资源，目前河钢集团旗下仍有大量尚未开发的铁矿石资源，需要大量资金。河钢矿业现有大型全资铁矿4个(石人沟铁矿、棒磨山铁矿、庙沟铁矿、龙烟矿山)，参股铁矿3个（司家营铁矿、承钢天宝、宁城宏大），正在开发建设铁矿3个（中关铁矿、陈家窑铁矿、司家营二期）。马城铁矿10亿吨资源量尚待开发；司家营一期250万吨铁精粉已达产，二期在建。11年集团计划铁精粉产量700万吨左右，十二五末铁精粉产量计划到3500万吨，自己率有望到40%左右。
 - ✓ 目前股份公司资产负债率70%，同时河北省政府方面也明确表态希望河钢能尽快将矿业资产注入上市，实现以矿养矿。
- 当然，铁矿石注入的不确定性在于：
 - ✓ 从利益最大化角度看，铁矿石资产单独上市是最好选择。
 - ✓ 但单独上市最大障碍仍在于关联交易，100%的关联交易在方案审批通过难度较大。尽管攀钢钒钛开了先河，但并不完全可比。

表 5 河北钢铁集团主要铁矿石资产情况

铁矿名称	开采方式	查明保有资源储量	T Fe%品位	当前铁精粉年产量	说明
		万吨	%	万吨	
司家营			28.08		
北区	露/地	84251	28.07		
三采场	地下	6691	28.18		
南区		170600	30.82		该矿区资源总储量有望在25亿吨以上
石人沟	地下	21444	31.13	70	
棒磨山	露天	2729	31.37	68	
庙沟	露天	1358	26.29	70	
近北庄东	露天	1897	34.54		隶属龙烟矿山分公司，年产50万吨

近北庄西	地下	2871	32.99		
庞家堡	地下	654	41.76		
黄田铁矿	地下	197	47.88		
中关铁矿	地下	9250	45.41		2008年5月开工假设
黑山铁矿	露天	3775	34.17		承德矿山分公司，2009年成立
柏泉铁矿	露天	1639	12.38		
宏大铁矿	露天	23931	12.82	90	
陈家窑铁矿		1329	30	30	2008成立，在建
马城铁矿		104400	34.89		2010年4月国土部同意马城铁矿以协议方式出让给河北钢铁集团
2010年铁精粉产量				560	

数据来源：兴业证券研究所；公司公告

四、哪块铁矿石资产注入？何时点注入？

4.1 可能注入时点

- 时点：我们估计公司铁矿石资产会采取非公开定向增发的方式实行，由于目前邯宝项目尚未实施，公司铁矿石资产注入需等邯宝项目增发完成之后，假设邯宝增发在下半年完成，铁矿石资产注入方案最早需等到四季度或12年初实施。但不排除二级市场提前反应。
- 如果铁矿石资产预期会在年底注入，转股价下调需在铁矿石资产注入前比较理想，否则公司股价上行导致转股价修正价过高，后续实现转债提前转股退市的难度较大。因此公司向下修正转股价的区间应该在目前到年底前，由于当前股价较低，理论上越早越好。

4.2 司家营铁矿：未来两年铁精粉产能高速增长

- 采矿权属是铁矿石资产能否注入上市公司的关键的必要条件，目前集团公司拥有司家营铁矿采矿权。：2010年10月，国土资源部批准河北钢铁集团矿业公司司家营铁矿南区新立采矿权，并下发了采矿许可证。由此集团矿业公司取得司家营铁矿南区17.06亿吨铁矿资源的采矿权属，加上北区采矿权目前矿业公司资源权属由8.82亿吨，增至25.88亿吨。我们推测注入司家营铁矿的可能性较大。
- 司家营铁矿石公司最优质同时也是最可能注入的资产 – 未来亚洲最大的铁矿山**
 - ✓ 司家营概况：司家营铁矿矿区资源保有储量接近26亿吨（北区9亿吨、南区17亿吨），其中上部氧化矿3.2亿吨，深部磁铁矿20亿吨。在司家营铁矿以南还有滦南县乌城铁矿、长凝铁矿和湛店子铁矿（被称为司南铁矿区）。整个司家营铁矿和司南铁矿区铁矿石总储量35亿吨以上。司家营铁矿采选工程（总投资约150亿元）全部完成后，将形成年采选铁矿石4200万吨、生产铁精矿粉1420万吨的生产能力，为亚洲最大的铁矿山。
 - ✓ 目前建设进展：司家营铁矿及司南铁矿区拟分三期建设。
 - ✓ 司家营铁矿北区一期工程：设计规模为年采选铁矿石750万吨，生产铁精矿254万吨，总投资19.27亿元，2007年10月正式投产。2010年铁精粉产量220万吨左右。
 - ✓ 司家营铁矿北区二期工程（即司家营研山铁矿）：概算总投资65亿元，建设年采矿1500万吨铁矿石能力，达产后生产66%以上品味铁精矿粉483.95万吨。工程于2009年年初全面展开，2010年底首期两条生产线建成投产，2011年底将全面投产。
 - ✓ 司家营铁矿南区采选工程（即司家营田兴铁矿）：概算总投资42亿元，建设年采矿1500万吨铁矿石能力，达产后年生产66%以上铁精矿粉506.85万吨。工程与司家营铁矿北区二期工程同时全面展开，

计划于2012年年底建成投产。

- ✓ 司家营铁矿三期采选工程建成后，将形成年采选铁矿石3800万吨、生产铁精矿粉1250万吨的生产能力，成为亚洲最大的铁矿山。此外，司南铁矿区的滦南马城铁矿，资源储量约10亿吨，规划建设年采选铁矿石1500万吨生产能力，已经初步完成地质补勘前期工作；长凝铁矿，资源储量约2亿吨，规划建设年采选铁矿石600万吨生产能力；湛店子铁矿，资源储量约5000万吨，规划建设年采选铁矿石200万吨生产能力。

表 6 股份公司目前拥有司家营一期 32.51%权益

	司家营铁矿公司财务数据				河北钢铁（000709）拥有司家营权益			
	总资产	净资产	营收总额	净利润	股权	铁精粉产能	铁精粉产量	权益铁精粉产量
2009	307236	102374	132236	14602	45%	254	220	99
2010	402262	203115	243543	77513	32.51%	254	250	81
2011					32.51%	254	258	84

数据来源：兴业证券研究所；公司公告

表 7 河钢司家营铁矿三期资产铁矿股权结构

司家营铁矿	股东名称	股权	说明
司家营一期254万吨	唐山钢铁股份有限公司	32.51%	隶属河钢集团，该股权已在股份公司
	河北钢铁集团矿业有限公司	27.76%	隶属河钢集团
	唐山竞鼎实业集团有限公司	25.28%	
	中冶京唐建设有限公司	14.45%	隶属中冶集团
	合计	100%	
司家营铁矿北区二期工程（即司家营研山铁矿）	河北钢铁集团矿业有限公司	100%	隶属河钢集团
司家营铁矿南区采选工程（即司家营田兴铁矿）	河北钢铁集团矿业有限公司	100%	隶属河钢集团

数据来源：兴业证券研究所

4.3 矿业公司可注入铁矿石资产：27.76%司家营一期+100%司家营二期+100%司家营田兴铁矿

- 目前河北钢铁（股份公司）目前拥有司家营铁矿一期32.51%股权，2010年该股权给河北钢铁（股份）贡献了2.4亿的长期投资收益。
- 后续可能注入的铁矿石资产包括河钢矿业司家营一期27.76%的权益，河钢矿业司家营二期100%权益，河钢矿业司家营田兴铁矿100%权益。该权益2011-2013年将分别有71, 555, 1062万吨的权益铁精粉产能（表8）。我们根据2010年单吨净利简单判断，假设单吨铁精粉维持350元的净利：
 - ✓ 假设将河北矿业全部司家营铁矿资产注入(27.76%司家营一期+100%司家营二期+100%司家营田兴铁矿)，该铁矿2012,2013年权益产量分别为458和961万吨，在2012，2013年分别贡献16.03和28.83亿元的净利润，分别增厚EPS 0.153和0.27元（按增发后105亿股计算）。股份公司2010年实现净利润14.8亿元，EPS 0.21元。
 - ✓ 假设注入河北矿业一二期(27.76%司家营一期+100%司家营二期)，该铁矿2012,2013年权益产量分别为458和555万吨，该铁矿资产将在2012，2013年分别贡献16.03和16.65亿元的净利润，分别增厚EPS 0.153和0.159元（按增发后105亿股计算）。股份公司2010年实现净利润14.8亿元，EPS 0.21元。

表 8 矿业公司拥有司家营权益铁矿石

年份	司家营 铁精粉 产能	矿业公司拥有权益			矿业公司权益注入后河钢股份		
		股权	权益产能	权益铁精粉产量	合计股权	权益铁精粉产能	权益铁精粉产量
2010	254	27.76%一期	71	69	60.27%一期		
2011	254	27.76%一期	71	72	60.27%一期	153	155
2012	738	27.76% 一期 +100%二期	555	458	60.27% 一期 +100%二期	637	541
2013	1245	27.76% 一期 +100%二期+100% 田兴铁矿	1062	961	60.27% 一期 +100%二期+100% 田兴铁矿	1144	1043

数据来源：兴业证券研究所

注1：假设司家营二期2012年全面达产，增产 $484 \times 0.8 = 387$ ；2013年司家营一二期全面达产，三期按80%的产出计算。

注2：司家营1-2月合计完成铁精粉产量41.61万吨，预计全年完成铁精粉258万吨，全成本完成486.57元/吨。

- 基于以上分析，理论上我们认为公司未来的资本诉求路径大概率为：**邯宝项目增发完成 → 转股价下调 → 铁矿石资产定向增发 → 唐钢转债提前转股 → 宣钢舞钢后续资产注入**

五. 可转债的另一种可能：假如公司不提前转股？

假设公司不推动提前转股，而使可转债到期转股（2012年12月），情形又会如何？

- 公司如果要这样做，第一，公司仍需要大概率下调转股价格（时间点放到明年，但只剩下一次下调机会）。如果不下调转股价格，以邯宝完成增发后的转股价格7.7元/股，公司当前股价需要超过7.7元至少12%才可能激励持债人转股（到12年底，公司债券赎回价为110元，同时加上2%的年利率，最后一年的10元需要缴税。），即股价需达到8.6元左右，股价翻倍，即使考虑铁矿石资产注入，我们认为可能性很小。
- 而如果明年下调转股，其下调价格可能会高于今年（我们假设明年出现破净资产的概率很低）。假设明年公司行使一次转股价下调到5元/股，最终到期转股股价需要高于 $5 \times (1+12\%) = 5.6$ 元才可能促发到期转股，而如果要提前转股，则需要 $5 \times (1+30\%) = 6.5$ 元。
- 到期转股一个最大的风险是：**公司是被动地等待最后股价达到转股条件**，尽管公司此前可以进行一系列资本运作使得公司股价可能在明年某段时间满足到期转股条件，但明年底一个单一的时间点整个系统性、行业性、公司性的环境是否可以支撑到期顺利转股，风险很大！
- 提前转股的优势在于：公司可以主动地在剩下一年半的时间段里通过下调转股价格和相关资本运作顺利提前完成转股，同时可能完成包括宣钢、舞钢等一系列资产上市，风险更为可控！

六. 投资建议

- 目前公司股价具有非常好的安全边际，同时为顺利保障邯宝增发以及后续资本运作，公司有动力通过优质资产注入或业绩提升等方式释放利好，从我们以上的推理思路，我们相信公司有很强的动力下调转股价格并注入铁矿石资产，我们上调公司评级为“强烈推荐”。
- 如果没有任何资产注入，公司原有钢铁资产短期难有较好表现，我们预计2011-2013年公司基本EPS分别为0.32，0.43，0.56元，公司三年动态PE分别为4.62元14.4，10.7，8.3倍。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	45884	54125	57540	59155
货币资金	5274	7546	7496	7142
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	396	527	533	564
其他应收款	461	500	567	584
存货	22406	25847	27197	28456
非流动资产	59054	57929	54978	50729
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	1841	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	45540	55757	52906	49175
在建工程	10852	1385	1193	596
油气资产	0	0	0	0
无形资产	348	382	420	454
资产总计	10493	11157	12044	12674
流动负债	58188	63232	68100	69492
短期借款	20024	21224	21424	21624
应付票据	8646	10296	11423	11584
应付账款	13414	15311	16936	17319
其他	16105	16402	18317	18965
非流动负债	15773	15099	15899	16699
长期借款	10799	11599	12399	13199
其他	4973	3500	3500	3500
负债合计	73961	78331	84000	86191
股本	6877	6877	6877	6877
资本公积	15245	15245	15245	15245
未分配利润	5440	7491	10272	13844
少数股东权益	1546	1702	1915	2190
股东权益合计	30977	33246	36441	40554
负债及权益合计	10493	11157	12044	12674

现金流量表

单位: 百万元

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1411	2192	2982	3839
折旧和摊销	4045	5183	6085	6364
资产减值准备	-466	284	-86	-14
无形资产摊销	16	14	15	15
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1764	1916	2064	2108
投资损失	-329	-180	0	0
少数股东损益	73	157	213	274
营运资金的变动	5065	1291	-731	978
经营活动产生现金流量	1509	8194	11985	11597
投资活动产生现金流量	-2861	-3954	-3104	-2098
融资活动产生现金流量	-1161	-2445	-532	-914
现金净变动	-2513	1795	8349	8585
现金的期初余额	11789	5274	7546	7496
现金的期末余额	9276	7069	15894	16081

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	116919	136000	143888	151601
营业成本	108570	125827	132089	138260
营业税金及附加	184	274	277	288
销售费用	583	678	735	765
管理费用	4501	4352	4461	4700
财务费用	1764	1916	2064	2108
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	329	180	0	0
营业利润	1639	3132	4262	5481
营业外收入	65	0	37	29
营业外支出	40	0	39	26
利润总额	1664	3132	4260	5484
所得税	180	783	1065	1371
净利润	1484	2349	3195	4113
少数股东损益	73	157	213	274
归属母公司净利润	1411	2192	2982	3839
EPS (元)	0.21	0.32	0.43	0.56

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	34.1%	16.3%	5.8%	5.4%
营业利润增长率	40.1%	91.1%	36.1%	28.6%
净利润增长率	49.4%	55.4%	36.0%	28.7%
盈利能力(%)				
毛利率	7.1%	7.5%	8.2%	8.8%
净利率	1.2%	1.6%	2.1%	2.5%
ROE	4.8%	7.0%	8.6%	10.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	70.5%	70.2%	69.7%	68.0%
流动比率	0.79	0.86	1	1
速动比率	0.40	0.44	0	0
营运能力(次)				
资产周转率	112.6	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	27721	27271	23874	24632
每股资料(元)				
每股收益	0.21	0.32	0.43	0.56
每股经营现金	0.25	1.19	1.74	1.69
每股净资产	4.28	4.59	5.02	5.58
估值比率(倍)				
PE	22.8	14.6	10.8	8.4
PB	1.1	1.0	0.9	0.8

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。