

中科三环(000970)

研究员: 刘敏达 执业证书编号: S0570510120047

☎ 025-83290904 ✉ liuminda@mail.htsc.com.cn

http://t.zhangle.com/4053

量剑出鞘，所向披靡，节能环保助一臂之力

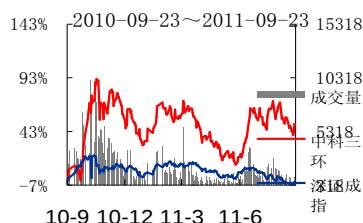
投资评级: 推荐(首次评级)

金属新材料 II

当前价格(元): 26.13

目标价格(元): 32.20

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 中科三环是中国最大，全球第二（仅次于日本 NEOMAX）的钕铁硼永磁材料生产企业。目前钕铁硼总产能约为 13500 吨，其中烧结钕铁硼 12000 吨，粘结钕铁硼 1500 吨。公司不仅具备生产高牌号钕铁硼的技术实力，且已经形成规模化的生产能力，技术领先优势明显。

◆ 最高点挥刀出局，最低点拨刀杀入——公司库存管理十分成功，完美利用原材料这把“双刃剑”。不仅消化了原材料价格上涨的压力，且在一定程度上推动业绩的增长。

◆ 募项目解决产能瓶颈，继续领跑高端市场。募项目中新增产能全部是面对高端钕铁硼市场，盈利能力较强。随着高端产品占比提高，必将带动综合毛利率上升。

◆ 成本转移能力强，三季度业绩增长确定。虽然一季度由于稀土价格飙涨，为了客户利益和长期合作关系，并没有相应幅度提价，毛利率下降至 20%，但是随着公司二季度逐步提价，毛利率迅速回升至 25%，且三季度业绩同比增长大幅增长确定，全年业绩高增长无忧。

◆ 量剑出鞘，所向披靡，节能环保助一臂之力。量：产量+质量；剑：原材料“双刃剑”。量剑在节能环保政策的配合下，必将带动公司进入加速发展轨道。我们预计 2011-2013 年公司每股收益为 0.80、0.92、0.97 元，结合行业发展及公司行业龙头地位，我们给予“推荐”评级，6 个月目标价 32.2 元。

公司基本资料

总股本(万)	50760.00
流通 A 股(万)	50760.00
52 周内股价区间(元)	16.6-35.13
总市值(亿)	132.64
总资产(亿)	39.71
每股净资产(元)	3.06

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	23.66	46.94	53.34	58.67
+/-%	51.05	98.40	13.63	10
净利润(百万)	206.78	427	490	518
+/-%	179.36	107.28	14.75	5.71
EPS(元)	0.41	0.80	0.92	0.97
P/E	63.73	32.72	28.51	26.98

一、量剑出鞘，所向披靡，节能环保助一臂之力——给予“推荐”评级

“量”：产量——国内产量第一、募集项目解决产能瓶颈，维持行业龙头地位。质量——技术领先优势明显，募集项目继续领跑高端市场，带动综合毛利率上升。

“剑”：在最高点挥刀出局，在最低点拨刀杀入——公司完美利用原材料这把“双刃剑”，不仅消化了原材料价格上涨的压力，且在一定程度上推动业绩增长。

“节能环保”：国家处于经济结构转型期，新兴产业的发展将推动钕铁硼永磁行业进入加速发展轨道，节能环保政策将推动钕铁硼需求增长，助“量剑”一臂之力。

在“量剑”和“节能环保”的配合下，我们认为公司在未来几年将进入快速增长轨道。

公司目前已经满产，募集项目计划 2014 年投产，预计最快 2013 年投产，在此之前公司产能难有大幅度增长，未来业绩增长主要产品涨价。由于下游需求的旺盛、及公司较强成本转移与库存控制能力，公司产品的毛利率基本稳定在 24%-25% 左右。高端产品和出口国外的产品毛利较高，随着募集项目的达产、高端产品占比上升，公司毛利率将逐步抬升。

我们预计 2011-2013 年公司每股收益为 0.80、0.92、0.97 元、结合行业发展及公司行业龙头地位，我们给予“推荐”评级，6 个月目标价 32.2 元。

二、具有技术优势的钕铁硼生产企业：国内第一，全球第二

中科三环是中国最大，全球第二（仅次于日本 NEOMAX）的钕铁硼永磁材料生产企业。目前钕铁硼总产能约为 13500 吨，其中烧结钕铁硼 12000 吨，粘结钕铁硼 1500 吨。公司产品系列齐全，主要面向高端市场，最高产品牌号为 N54。

图表 1：上市公司钕铁硼产能比较

上市公司	现有产能（吨）	在建产能（吨）	总产能（吨）
中科三环	13500	6000	19500
宁波韵升	5000	1000	6000
安泰科技	1000	1000	2000
太原刚玉	3000	1440	4440
厦门钨业	0	3000	3000
正海磁材	3300	2000	5300
银河磁材	790	760	1550
包钢稀土	6000	12000	18000

资料来源：华泰证券

中科三环生产烧结钕铁硼的子公司有五家，分别是宁波科宁达、天津三环乐喜、北京三环瓦克华、广东肇庆三环京豫磁材、山西孟县京秀磁材。其中宁波科宁达是全国最大的钕铁硼生产企业，主要从事 VCM 材料的生产，产能约 5500 吨。粘结钕铁硼主要由上海爱普生生产，产能约为 1500 吨，规模在全球及国内

都位居前列。

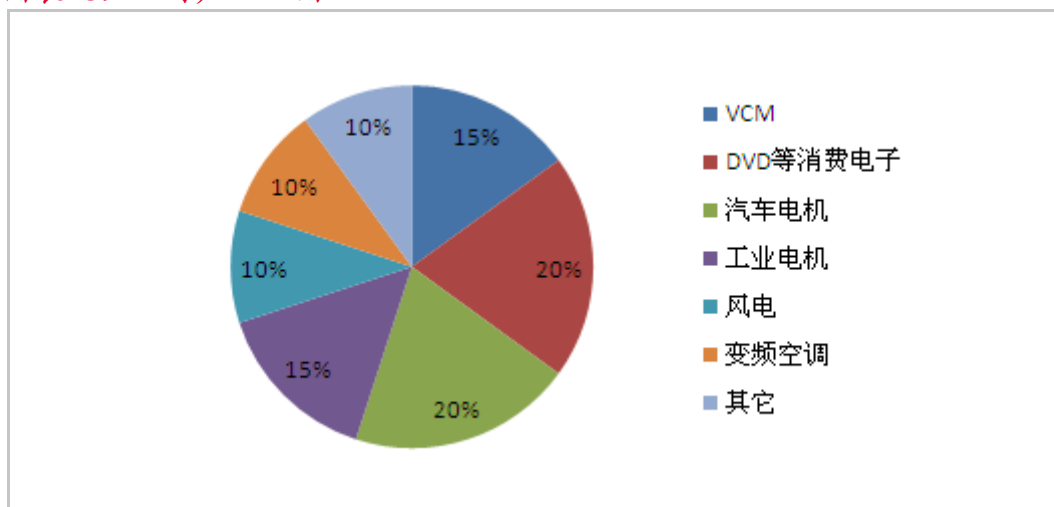
图表 2：主要子公司经营情况

子公司	控股比例（%）	主要产品	现有产能（吨）	在建产能（吨）
宁波科宁达	75	VCM	5500	2000（VCM）
天健三环乐喜	66	风电、空调、MRI、汽车电机	4000	600(节能家电)+1600（风电）
北京三环瓦克华	51	风电、空调、消费电子、汽车电机	1500	1000（节能家电）+800（新能源汽车）
广东肇庆三环京粤磁材	65	低端钕铁硼	500	
山西孟县京秀磁材	98	低端钕铁硼	500	
上海爱普生	70	粘结钕铁硼，消费电子，HDD	1500	
南京大陆鸽	86	电动自行车		
宁波三环磁声	56	软磁铁氧体磁性材料		

资料来源：华泰证券

公司钕铁硼产品主要面向高端市场，应用于 VCM、汽车电机、节能电机、风电电机等。公司产品结构为：VCM（15%）、消费电子（20%）、汽车电机（20%）、节能电机（10%）、工业电机（15%）、风电电机（10%）、其他（10%）。产品外销比例为 60%-70%，主要出口欧美国家，主要客户有西部数据、希捷、博世、诺基亚、松下、索尼等。

图表 3：公司产品比例



资料来源：华泰证券

钕铁硼磁性材料由于其优异的磁性性能而被称为“磁王”，其系列产品主要以剩磁、矫顽力和最大磁能积来衡量性能。每类产品按最大磁能积大小划分若干牌号，一般以 N35、N40、N50、N52 等牌号来表示磁体性能。所生产产品牌号越高则代表公司技术实力越高。目前公司钕铁硼产品的最高牌号为 N54，与日本 NEOMAX 产品的差距越来越小，N48、N50 等产品已经批量生产。中科三环目前不仅具备生产高牌号钕铁硼的技术实力，且已经形成规模化的生产能力，技术领先优势明显。公司大股东北京三环新材料高技术公司是隶属于中科院的高新技术企业，中科院强大的科研能力是公司保持技术领先优势的强力保障。

三、成功的库存管理策略消化原材料价格上涨，助业绩增长

近几年来稀土价格经历了两轮上涨周期，分别是2005-2007年7月期间，氧化镨钕价格由5万元/吨上涨至24万元/吨、2008年12月至2011年6月期间，氧化镨钕价格由5万元/吨上涨至140万元/吨。

一般情况下对于加工企业，原材料价格持续上涨对于成本转移能力强的企业是双重利好，一方面，伴随产品提价，营业收入增加，而由于成本转移能力强基本能保持毛利率不变，则公司利润增加；另一方面，伴随着原材料价格上涨，公司原材料库存价值也跟着增加从而提升业绩。但是反过来情况正好相反，原材料价格持续下跌公司业绩则可能面临“戴维斯双杀”。追求利益最大化，损失最小化，就必须利用好原材料库存这把“双刃剑”——在最高点挥刀出局，在最低点拔刀杀入。

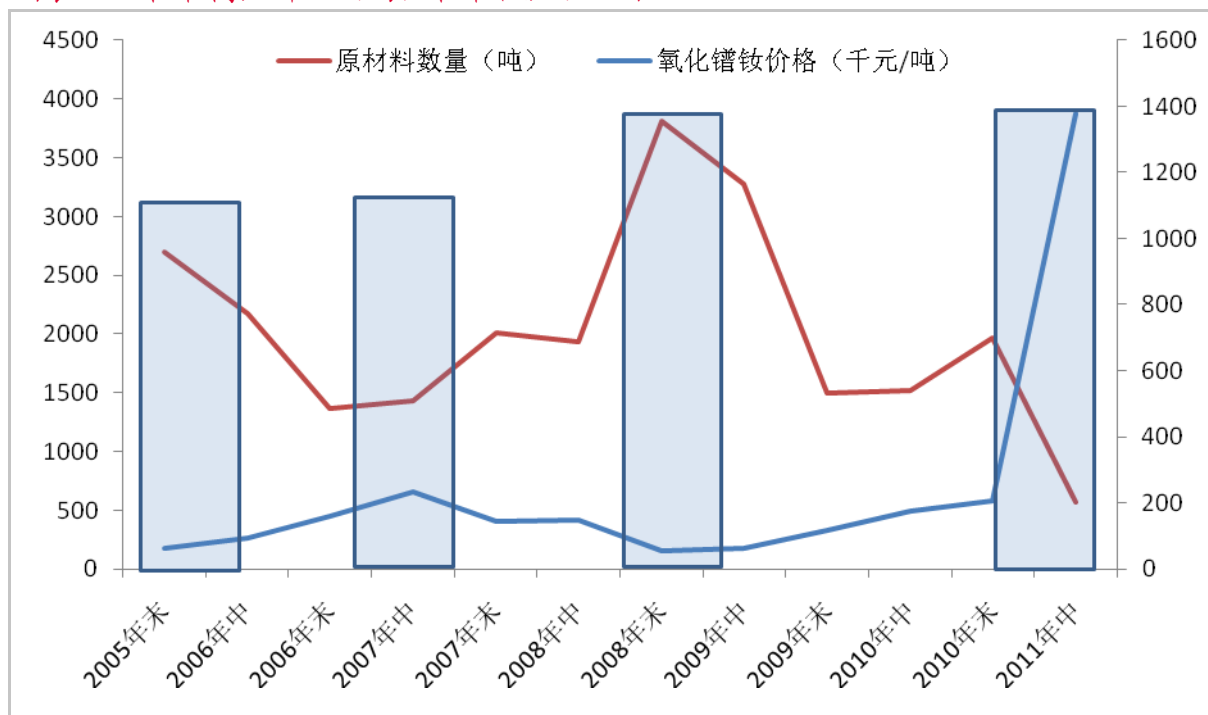
下面我就从公司年报和半年报的数据来分析中科三环近五年的库存情况。

图表 4：公司原材料库存

中科三环	2005 年末	2006 年中	2006 年末	2007 年中	2007 年末	2008 年中	2008 年末	2009 年中	2009 年末	2010 年中	2010 年末	2011 年中
原材料（百万元）	170.29	206.67	219.89	338.42	294.28	289.09	217.46	213.18	182.12	272.63	413.58	790.11
氧化镨钕价格 （千元/吨）	63	95	160	236	146	149	57	65	121	179	210	1380
原材料数量（吨）	2703	2175.5	1374.3	1433.9	2015.6	1940.2	3815.1	3279.7	1505.1	1523.0	1969.4	572.5

资料来源：华泰证券研究所。注：为便于分析，原材料数量就以氧化镨钕为原材料折算

图表 5：在最高点挥刀出局，在最低点拔刀杀入



资料来源：华泰证券研究所

从公司的半年报和年报的原材料库存数据分析得知，在这一轮稀土原材料上涨中，公司库存控制很成功。2011 上半年末公司的原材料库存价值为 7.90 亿元，年初为 4.13 亿元。虽然价值提升不少，但就绝对数量来看，库存还是减少的。2011-1-1 包头氧化镨钕的价格为 21 万元/吨，2011-6-30 价格为 138.4 万元/吨，折合成相应数量年初为 1969 吨，年中为 572 吨。同时由上图可以看出，公司近五年来历次对原材料的价格判断都比较准确，基本上做到了“在最高点挥刀出局，在最低点拔刀杀入”。

由此可见，公司的库存管理很成功，不仅消化了原材料价格上涨的压力，且在一定程度上推动业绩的增长。在与公司高管的交流我们得知，公司在价格低位时一般有将近一年的储备，而在价格顶点的时候只有 2-3 个月的储备，以备公司正常生产使用。

四、募集项目解决产能瓶颈，继续领跑高端市场，带动综合毛利率上升

盈利能力：高端新产品>传统产品、国外市场>国内市场

公司的钕铁硼产品结构如图表 3 所示，主要面对高端钕铁硼市场，比如 VCM、节能电机、汽车电机等。在所有产品中，高性能钕铁硼占比约 60%-70%。公司产品的平均毛利率在 23%-25% 左右，其中 VCM、节能电机、汽车电机等所用钕铁硼属于高端新产品，有一定的技术壁垒，能批量生产的厂商不多，所公司议价能力较强，价格和毛利率都较高。而电梯、电动工具、电子产品等用钕铁硼属于传统产品、国内生产厂商众多，市场竞争激烈，价格和毛利率偏低。

由于国内购买钕铁硼专利权的上市公司只有三家，分别是中科三环、宁波韵升和安泰科技。其余两家非上市公司是北京银纳和北京京瓷，产能较小，约 1000 吨左右。上市公司中只有这三家公司生产的产品才可以出口到欧美国家，竞争相对不是很激烈，针对原材料价格上涨，提价也相对容易，所以出口国外产品盈利情况较好。而国内生产钕铁硼的企业有 200 多家，市场竞争很激烈，提价不是很容易，国内销售产品盈利一般。

募投项目：主要针对高端市场，带动综合毛利率上升

虽然公司钕铁硼产能国内第一，但下游需求十分旺盛，产品供不应求，无法满足所有客户的订单需求，遇到一定的产能发展瓶颈。为解决产能不足的问题，公司今年拟非公开发行募投新项目，扩产项目皆为面对高端钕铁硼市场。

图表 6: 拟募投项目情况

募集项目	实施主体	建设期	项目情况
宁波信息产业用高性能稀土永磁材料技术改造项目	宁波科宁达	3 年	项目建成达产后新增信息产业用烧结钕铁硼毛坯产量 2,000 吨/年 (成品产量 1,200 吨/年)。
天津风力发电、节能家电用高性能稀土永磁材料技术改造项目	天健三环乐喜	3 年	项目建成达产后新增节能家电用烧结钕铁硼毛坯产量 600 吨/年 (成品产量 330 吨/年)，新增风力发电用烧结钕铁硼毛坯产量 1,600 吨/年 (成品产量 1152 吨/年)。
北京新能源汽车、节能家电用高性能稀土永磁材料技术改造项目	北京三环瓦克华	3 年	项目建成达产后新增节能家电用烧结钕铁硼毛坯产量 1,000 吨/年 (成品产量 550 吨/年)，新增新能源汽车用烧结钕铁硼毛坯产量 800 吨/年 (成品产量 480 吨/年)。

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

募集项目中新增产能全部是面对高端钕铁硼市场，其中信息产业烧结新增钕铁硼产能占比最高，占比 1/3。VCM 磁材是公司主打产品，技术壁垒较高，主要出口国外，享有较高的毛利率水平。其次是风力发电和节能家电，节能电机磁材是公司 2009 年实现批量生产的新产品，切合国家“家电下乡”与“节能环保”政策的推行，产品供不应求，毛利率较高。新能源汽车新增产能占比最小，主要由于全球新能源汽车行业发展的不确定性，但是公司目前已与几大汽车生产厂商建立合作关系，开始小批量供货以供厂商调试。一旦国家对节能环保产品的扶持力度加大，新能源汽车批量生产和市场需求开始爆发，我们预计公司会继续扩产，有望成为公司未来发展潜力最大产品之一。

募集项目达产后将使公司高性能钕铁硼产品的占比提高，必将带动公司的综合毛利率上升。同时随着我国经济结构逐步转型，国家对节能环保行业（节能家电、风力发电、新能源汽车）的政策支持力度加大，募投将项目将为公司业绩增长带来巨大的空间。

新建项目建设期均为 3 年，到 2014 年全部达产。北京新能源汽车项目需要新建产房，所需时间较长。而天津不需要新建产房，建设期少于 3 年，如果市场需求增长较快，公司就会加快进程，缩短项目建设期。同时公告中提示公司董事会会根据市场情况，可能使用自有资金进行扩产，等募集资金下来后再进行置换。据此我们预计公司此次募投项目很有可能在 2014 年前就完成投产，产能提前释放。

五、成本上升对高端市场需求抑制有限，节能环保政策助推需求增长

成本上升对高端市场需求抑制有限

原材料价格上涨导致钕铁硼提价，很多人开始担心下游厂商由于成本上升，可能重新使用铁氧体来替代钕铁硼，从而抑制对钕铁硼的需求。的确上半年来钕铁硼价格一路飙涨，年初钕铁硼价格为 10 万元/吨左右，最高上涨至 64 万元/吨，涨幅达 54 万元/吨。

我们认为钕铁硼价格上涨对于下游高端市场需求抑制不大。一方面由于部分产品所用钕铁硼不太容易被替代，例如 VCM、汽车电机（EPS）、小电机等，这些产品对于体积或钕铁硼性能要求很高，不太会退回去使用铁氧体，特别是现在消费电子产品强调精巧美观，体积越小越好，例如手机和 DVD 相机等。汽车电

机由于安全性对钕铁硼性能要求很高。另一方面，部分下游产品钕铁硼用量较小，钕铁硼价格上涨对于产品成本影响并不大，例如 VCM、汽车电机等。下面我们就以今年 50 万元/吨的最高涨幅来分析对下游产品成本的影响。

图表 7：钕铁硼价格上涨对下游产品成本上升影响分析（钕铁硼上涨 50 万元/吨）

产品	单位使用量 (Kg)	单位成本上升 (元)	单位售价 (元)	上升成本占售价比 (%)
VCM	0.008	4	180	2.22
汽车	3	1500	200000	0.75
风电	1000	500000	5000000-10000000	5-10
变频空调	0.3	150	4000	3.75
MRI	500	250000	5000000	5

资料来源：华泰证券研究所

由上表可以看出，钕铁硼价格上涨对下游产品成本上升影响有限，其中影响最大的是风力发电、其次就是 MRI。国内风力发电企业对于成本变动很敏感，主要由于风力发电产能过剩，且风电电价由发改委来定，缺乏顺畅的成本转移渠道。由于下游厂商承受不了成本上升，提价很难，利润空间很小，目前公司已经暂时不做风电电机用钕铁硼。核磁共振成像仪（MRI）也是类似情况，但是钕铁硼在 MRI 上应用所占的比重比较小，中科三环占比的量更小，目前只占 2% 左右。所以成本上升对于高端市场需求的影响相对有限，对中科三环的影响就更小。

节能环保政策助推需求增长

日本于 1983 年推出世界上第一台变频空调，至今变频空调已占日本市场的 90% 以上。而我国目前的变频空调市场份额只有 10%。近几年我国变频空调销售将保持高速增长的态势。根据中国磁性材料与器件行业协会预测，在 2008-2014 年期间，我国变频空调销量的复合增长率将达 49.46%，预计到 2014 年，我国变频空调销量将达到 2,330 万台，占空调总消费量的 50% 左右。

目前变频空调的压缩机所使用的磁体分为铁氧体永磁材料和高性能钕铁硼永磁材料两种。铁氧体永磁材料性能较低，但相对便宜，多用来生产中低端变频空调；高性能钕铁硼永磁材料主要用于生产高端变频空调。铁氧体永磁材料由于磁性能较低，使用量大占用空间也就较大。在未来空调小型化和性能要求提高的趋势下，铁氧体永磁材料在变频空调中的应用将被高性能钕铁硼永磁材料所取代。

伴随着国家经济结构的逐步转型以及《节能环保产业发展规划》的推出，钕铁硼永磁材料将大量替代铁氧体成为生产变频空调的主要材料，比例也将逐步提高。

图表 8: 支持节能空调的行业政策

政策	政策内容
《房间空气调节器能效限定值及能效等级》 (GB12021.3-2010)	将定频空调能效标准分为三级, 最低为 3 级, 最高为 1 级, 能效等级越高, 越节能。提高了定频空调的能效准入门槛, 与现行标准相比, 能效限定值提高了 23% 左右。该标准自 2010 年 6 月 1 日开始实施。
《转速可控型房间空气调节器能效限定值及能源效率等级》(GB21455-2008)	将变频空调能效标准分为五级, 最低为 5 级, 最高为 1 级, 能效等级越高, 越节能。其 5 级标准相当于定频空调 3 级标准, 而 4 级标准即与定频空调即将出台的限制标准级别 2 级相当。
《国务院关于加强节油节电工作的通知》	加快推广高效节能空调的应用, 严格执行国家强制性空调能效标准, 对达不到标准的产品禁止生产和销售, 严格实施空调能效标识制度, 扩大实施能效标识的空调产品范围, 实行鼓励消费者购买高效节能空调的财税政策, 提高高效节能空调的市场份额。
《关于调整节能产品政府采购清单的通知》	首次将变频空调纳入政府采购清单, 并在第六期扩大了覆盖面, 充分体现了国家相关部门对变频空调的重视。
《节能产品惠民工程高效节能房间空调器推广实施细则》	设定了推广价格的上限, 并对 2 级定频空调给予 300 元—650 元/台的补贴, 对 1 级定频空调给予 500 元-850 元/台的补贴。

资料来源: 正海磁材招股说明书、华泰证券研究所

新能源汽车是指采用非常规的车用燃料作为动力来源 (或使用常规的车用燃料但采用新型车载动力装置), 综合车辆的动力控制和驱动方面的先进技术, 形成的技术原理先进、具有新技术、新结构的汽车。新能源汽车包括混合动力汽车 (HEV)、纯电动汽车 (BEV)、燃料电池汽车 (FCEV)、氢发动机汽车以及燃气汽车、醇醚汽车等。

随着世界各国环境保护措施越来越严格, 新能源汽车以其节能环保的特点受到了广泛关注, 世界各国纷纷投入大量资金研发新能源汽车, 但目前最具实用价值并已实现商业化运作的只有混合动力汽车。

目前, 我国混合动力汽车尚处于市场推广阶段, 随着一系列有关新能源汽车产业政策的颁布和实施, 混合动力汽车市场将迎来快速增长, 从而带动钕铁硼需求爆发增长。

图表 9: 支持新能源汽车发展的行业政策

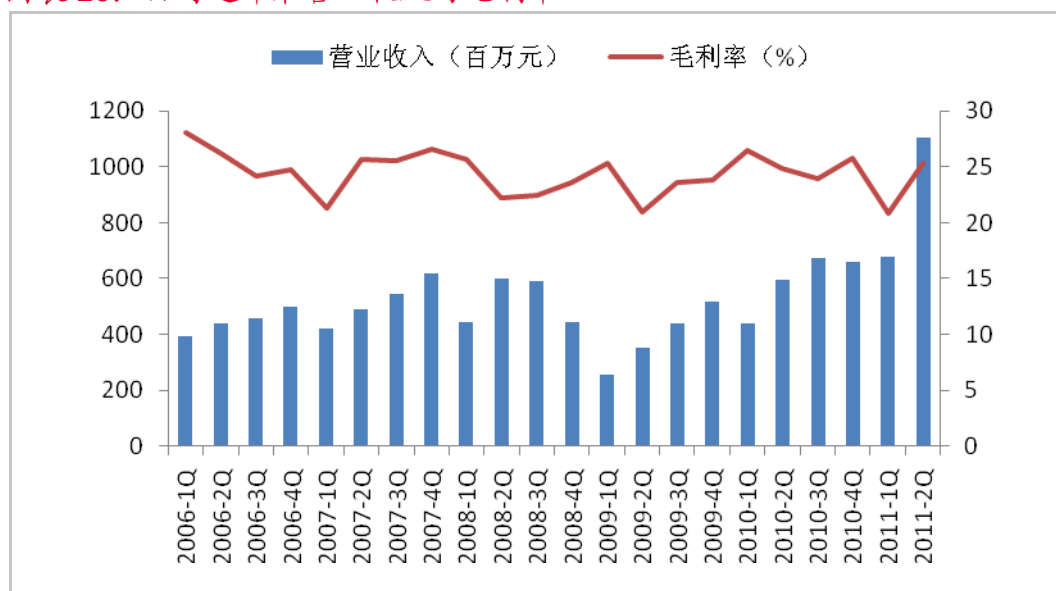
政策	政策内容
“十五” 国家 “863” 计划电动汽车重大专项可行性研究论证会	对我国汽车产业发展具有重大战略意义的 “节能与新能源汽车” 重大专项正式启动。
《汽车产业发展政策》	重点发展节能环保、可持续发展的汽车技术, 发展电动汽车、车用动力电池技术, 发展混合动力汽车、轿车柴油发动机技术。
《国家中长期科学和技术发展规划纲要 (2006-2020 年)》	将 “低能耗与新能源汽车” 列入重点领域及其优先主题。
《关于开展节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知》	规定在全国 13 个城市开展节能与新能源汽车示范推广试点工作, 以财政政策鼓励在公交、出租、公务、环卫和邮政等公共服务领域率先推广使用节能与新能源汽车, 进一步推动我国节能与新能源汽车的发展。
《节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法》	中央财政对试点城市相关公共服务领域示范推广单位购买和使用节能与新能源汽车给予一次性定额补助。地方财政要安排一定资金, 对节能与新能源汽车购置、配套设施建设及维护保养等相关支出给予适当补助。

资料来源: 正海磁材招股说明书、华泰证券研究所

六、成本转移能力强，三季度业绩增长确定，全年高增长无忧

作为加工企业，产品的毛利率一直保持稳定，基本在 23%-25% 之间波动。虽然今年上半年受国家稀土行业整合政策的影响稀土价格大幅上涨，原材料价格的飞速上涨侵蚀下游加工企业的利润，使得公司一季度的毛利率由去年四季度的 25% 回落到 20%。这主要是因为公司考虑到客户利益和长期战略合作的关系，并没有立即提价或提价幅度很小，产品价格的涨幅并没有覆盖原材料成本的上升，导致毛利率下降。从一季度报来看，营业收入为 6.77 亿元，仅略高于去年四季度的 6.57 亿元，可见公司产品价格的涨幅很小。但是二季度的毛利率迅速回升至 25%，营业收入也从 6.77 亿元大幅上升至 11.03 亿元。随着原材料价格的上涨，公司钕铁硼产品也在逐步提价，基本能够覆盖原材料成本的上升。由此可见，公司的成本转移能力很强，基本上能保证稳定的毛利率。

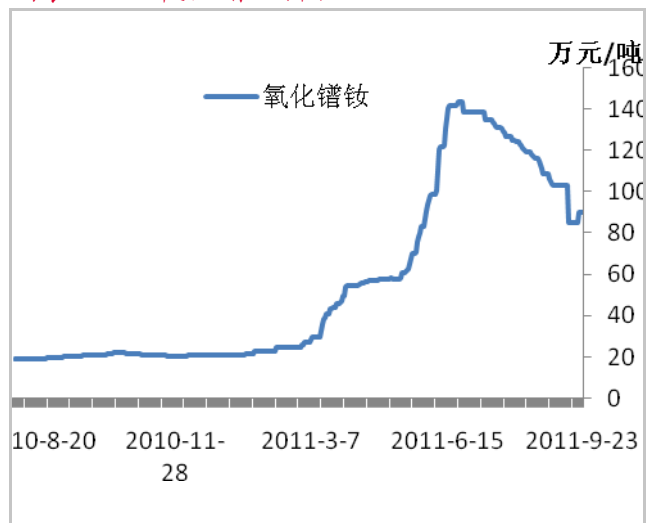
图表 10：公司近年来营业收入与毛利率



资料来源：公司公告、华泰证券

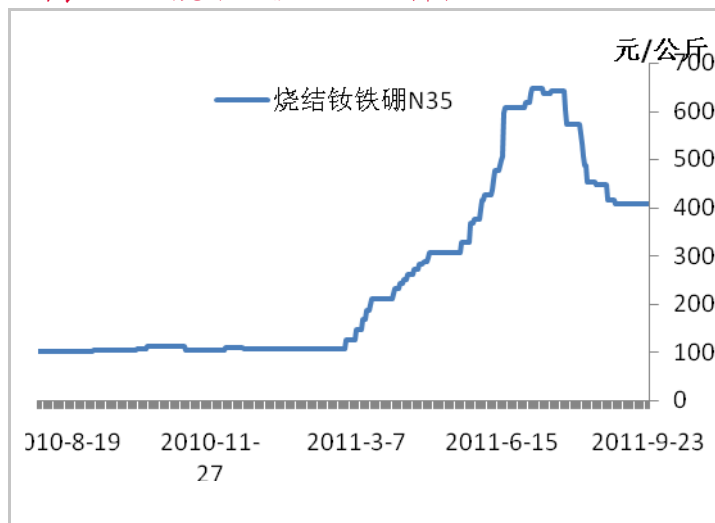
今年年中至今稀土原材料和钕铁硼价格呈现逐步下跌趋势。氧化镨钕由最高价 150 万元/吨降至如今 95 万元/吨左右，钕铁硼价格由 65 万元/吨最高价跌至 40 万元/吨左右。

图表 11: 氧化镨钕价格



资料来源: 百川资讯、华泰证券研究所

图表 12: 烧结钕铁硼 N35 价格



资料来源: 百川资讯、华泰证券研究所

由于钕铁硼价格的下跌, 很多投资者关心公司三季度的业绩能否达到半年报中业绩预告的同比增长 100%-150%。对此在与公司高管的交流中得知, 在半年报发布的时候 (8 月 18 日), 7、8 月份的订单基本已经完成, 订单数量与价格已经确定, 9 月份产品的价格也基本没有调整的可能。虽然原材料价格下跌, 但是公司产品降价幅度不大, 并没有伴随原材料同幅度降价, 因为公司上半年并没有跟随原材料价格上涨充分提价。当然如果原材料价格维持震荡的话, 公司仍有可能提价。同时, 公司在做业绩预测时, 已经充分考虑到原材料价格的下跌, 这可以从下面的原材料库存角度分析得到佐证, 目前钕铁硼产品的价格也在公司做业绩预测的分析区间之内。且目前钕铁硼价格的下跌趋势放缓, 正在逐渐企稳, 所以我们认为公司三季度业绩同比大幅增长很确定。

除了金融危机 08 年, 每年公司每季度的营业收入都是环比上升的。这主要是因为国外消费的季节性, 公司大部分的产品主要出口欧美, 例如 VCM 与消费电子类, 四季度业绩一般情况下好于三季度。如果伴随着稀土价格的企稳与欧美国家圣诞节消费旺季的带动, 我们预计公司四季度业绩同比增长很有可能会超预期, 全年业绩高增长无忧。

七、风险提示

- 1、欧债危机升级导致全球经济下滑, 海外订单骤降。
- 2、稀土价格大幅下滑。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1788	5799	7162	8696
现金	341	1466	2676	3763
应收账款	570	1298	1476	1623
其他应收款	4	15	18	20
预付账款	102	535	600	660
存货	711	2476	2381	2619
其他流动资产	60	9	10	12
非流动资产	1006	1010	1239	1436
长期投资	132	136	136	136
固定资产	726	738	925	1104
无形资产	60	56	51	47
其他非流动资产	89	81	127	150
资产总计	2795	6808	8400	10133
流动负债	1041	3978	4967	6061
短期借款	504	2000	3000	4000
应付账款	404	928	960	1012
其他流动负债	133	1051	1007	1049
非流动负债	30	32	32	32
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	30	32	32	32
负债合计	1071	4010	4999	6093
少数股东权益	292	391	504	625
股本	508	535	535	535
资本公积	137	694	694	694
留存收益	787	1178	1668	2186
归属母公司股东权益	1432	2407	2897	3415
负债和股东权益	2795	6808	8400	10133

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	6	-779	640	545
净利润	242	526	603	638
折旧摊销	84	86	106	138
财务费用	44	56	101	128
投资损失	-3	-5	-6	-5
营运资金变动	-370	-1530	-178	-370
其他经营现金流	9	89	14	17
投资活动现金流	-92	-84	-329	-330
资本支出	120	85	335	335
长期投资	-0	4	0	0
其他投资现金流	28	5	6	5
筹资活动现金流	-60	1988	899	871
短期借款	3	1496	1000	1000
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	27	0	0
资本公积增加	4	557	0	0
其他筹资现金流	-67	-92	-101	-129
现金净增加额	-151	1125	1210	1087

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2366	4694	5334	5867
营业成本	1770	3567	4001	4401
营业税金及附加	3	6	7	9
营业费用	75	117	139	158
管理费用	188	305	352	393
财务费用	44	56	101	128
资产减值损失	8	5	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	5	6	5
营业利润	281	642	736	780
营业外收入	15	11	11	12
营业外支出	4	3	2	4
利润总额	292	649	745	788
所得税	51	123	142	150
净利润	242	526	603	638
少数股东损益	35	99	113	121
归属母公司净利润	207	427	490	518
EBITDA	409	783	943	1045
EPS (元)	0.41	0.80	0.92	0.97

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	51.1%	98.4%	13.6%	10.0%
营业利润	204.7%	128.3%	14.7%	5.9%
归属于母公司净利润	181.1%	106.5%	14.8%	5.7%
获利能力				
毛利率(%)	25.2%	24.0%	25.0%	25.0%
净利率(%)	8.7%	9.1%	9.2%	8.8%
ROE(%)	14.4%	17.7%	16.9%	15.2%
ROIC(%)	15.1%	17.6%	18.8%	17.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	38.3%	58.9%	59.5%	60.1%
净负债比率(%)	47.03%	49.87%	60.01%	65.65%
流动比率	1.72	1.46	1.44	1.43
速动比率	1.03	0.83	0.96	1.00
营运能力				
总资产周转率	0.91	0.98	0.70	0.63
应收账款周转率	4	5	4	3
应付账款周转率	5.50	5.36	4.24	4.46
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.80	0.92	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	-1.46	1.20	1.02
每股净资产(最新摊薄)	2.68	4.50	5.42	6.39
估值比率				
P/E	67.56	32.72	28.51	26.98
P/B	9.76	5.80	4.82	4.09
EV/EBITDA	33	17	14	13

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。