



常宝股份（002478）

公司点评 研究报告

维持“谨慎推荐”评级

2012-2-15

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

4 季度收入与净利润环比基本持平

事件描述

常宝股份今日公布 2011 年业绩快报，报告期内，公司实现营业收入 37.19 亿元，同比增长 29.20%；实现归属于母公司所有者净利润 2.30 亿元，同比增长 25.49%；实现 EPS 为 0.57 元。

事件评论

第一，4 季度量增价跌，营业收入与净利润环比基本持平

2011 年公司实现营业收入 37.19 亿元，同比增长 29.20%；实现归属于母公司所有者净利润 2.30 亿元，同比增长 25.49%；实现 EPS 为 0.57 元。

2011 年，公司钢管产量达到 45.32 万吨，同比增长 14.76%，实现销量 47.12 万吨，同比增长 13.62%，主要源于公司通过实施设备改造、流程优化、工艺攻关等技改项目，有效地提高了生产效率和生产能力。

从销售价格来看，2011 年公司销售均价为 7893 元/吨，同比 2010 年的 6941 元/吨增长 13.71%。因此，量增价涨是公司 2011 年营业收入同比增长 29.20%的主要原因。

表 1：2011 年量增价涨带动营业收入同比增长 29.20%

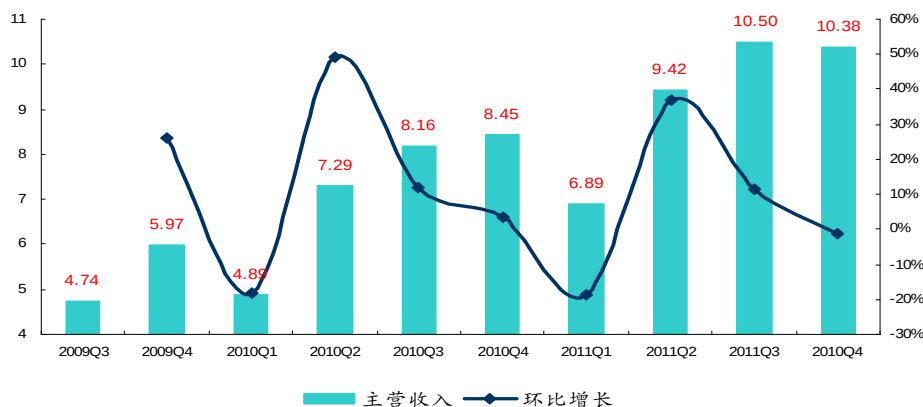
常宝股份营收分析	2010	2011	同比增长
销售收入（亿元）	28.79	37.19	29.20%
销量（万吨）	41.47	47.12	13.62%
销售均价（元/吨）	6,941	7,893	13.71%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

据此推算，公司 4 季度实现营业收入 10.38 亿元，环比下降 1.16%；实现归属于母公司所有者净利润 0.70 亿元，环比下降 1.21%；实现 EPS 为 0.17 元，3 季度 EPS 为 0.18 元。



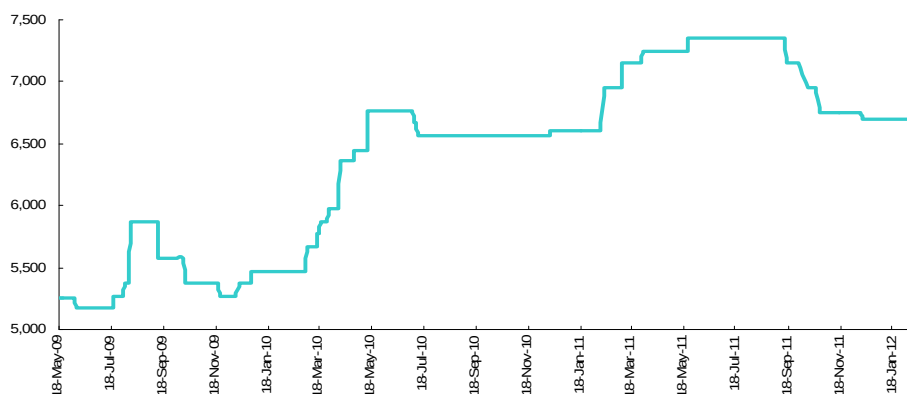
图 1：4 季度公司营业收入环比基本持平



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

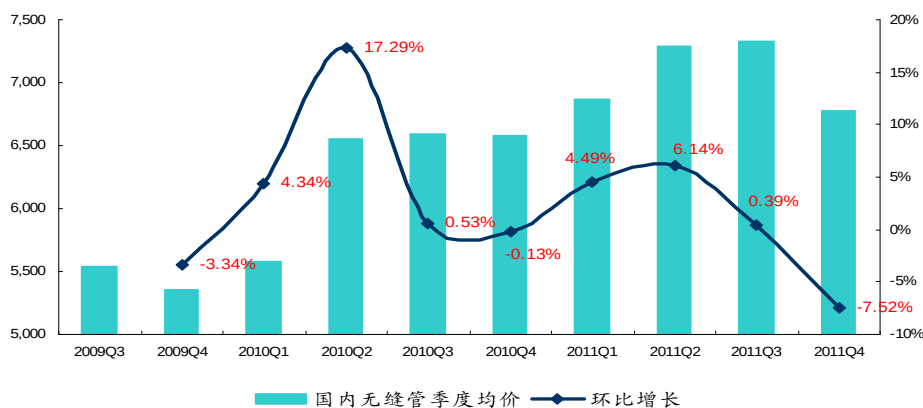
价格方面，国内市场无缝管价格跟随普碳钢价在 9 月开始下跌，4 季度均价环比下跌 7.52%，不过公司根据订单安排生产的经营模式具备较强的灵活性：一方面使得其产品价格的波动相比市场价略有滞后，从而公司 4 季度实际销售价格的波动幅度可能要低于市场价的跌幅；另一方面，在雄厚技术实力的支撑下，公司仍能最大限度发挥自己现有产能的排产，因此 4 季度销量环比仍能维持平稳。

图 2：国内市场无缝管价格 9 月开始下跌



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：4 季度国内市场无缝管均价环比下跌 7.52%



资料来源：Wind，长江证券研究部

从 4 季度利润方面来看，营业利润、利润总额和归属上市股东的净利润环比均基本维持稳定，在收入环比基本持平的情况下，说明公司 4 季度净利润率环比也基本维持稳定：1、以订单安排生产的模式使得公司实际价格的波动在面临市场价大幅下跌之时具备一定比较优势；2、为最大限度的降低经营风险与加速周转，公司接到订单后即根据订单锁定所需原材料，一定程度上锁定了部分订单的盈利；3、此外公司还存在一定比例的长期订单，在 4 季度原材料价格跟随钢价大幅下跌的背景下，还略有获益。

表 2：公司 4 季度净利润环比小幅下降

常宝股份利润变动情况	2011 年	2011.01-09	2011Q4	2011Q3	环比增长
营业利润	3.27	2.28	0.99	1.01	-1.77%
利润总额	3.32	2.31	1.01	1.02	-0.21%
归属于上市公司股东的净利润	2.30	1.60	0.70	0.70	-1.21%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

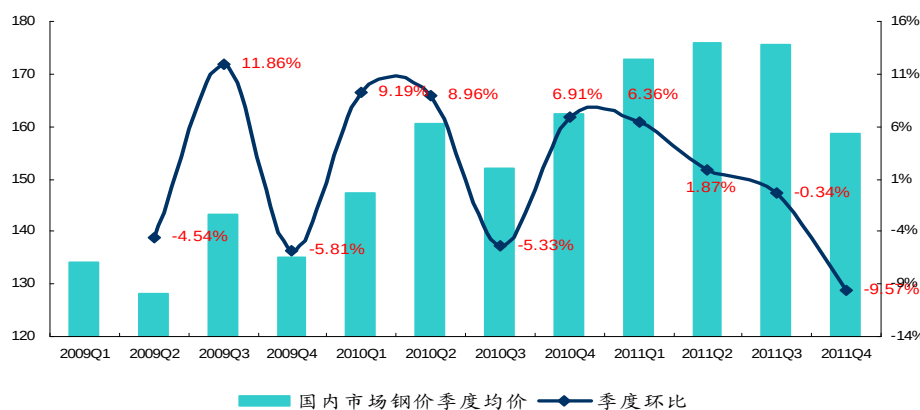
我们通过考察历年公司的财务数据发现，4 季度公司费用水平环比通常有显著增加，这可能与公司费用集中在年底结算的财务制度有关。所以，不排除 2011 年 4 季度的费用水平也会有一定幅度的增加。在净利率环比基本稳定的情况下，如果费用水平同时出现较大幅度增加，则说明 4 季度公司综合毛利率可能会有小幅改善。

图 4：公司历年 4 季度费用水平环比均有显著增加



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

图 5：4 季度国内市场钢价出现较大幅度下跌



资料来源：Mysteel，长江证券研究部



第二，短期依靠油井管、套管与高压锅炉管三大类传统主业，中长期依赖品种结构调整

公司现有产品结构包括油井管、套管与高压锅炉管三大类。

表 3: 目前公司及子公司主要生产线及主要产品情况

企业名称	持股比例	生产线	可生产的产品
常宝钢管	100%	热轧顶管生产线	石油油管光管，以及部分中低压锅炉管以及地质管等其他专用钢管
		管加工生产线（3 条，其中一条为特殊扣生产线）	成品油井管，可直接交付终端客户使用
常宝精特	60%	冷加工生产线	小口径高压和中低压锅炉管、部分地质管以及汽车管等其他专用钢管
常宝普莱森	75%	Assel 轧管生产线	石油套管光管、中大口径高压锅炉管、钻杆以及常宝普莱部分石化工业管等其他钢管产品
		管加工生产线（2 条，其中一条为特殊扣生产线）	成品套管等，可直接交付终端客户使用
常宝德胜	100%	募投项目	ERW 焊管生产

资料来源：公司资料，长江证券研究部

✓ 油井管现有产能 18 万吨，最大可达 20 万吨；

短期来看，公司对油井管的战略定位不在简单追求量的扩大，而将专注于高端产品比例的提升来提升整体的盈利能力。2010 年高端品种比例约为 5%，2011 年公司继续努力提升这一比例，未来还将进一步提高。

✓ 套管现有产能 15 万吨，2011 年产能释放有望大幅增长；

套管生产线于 2008 年 2 月投产，初期主要定位出口，2009 年 4 季度受到“双反”影响后开始着重开发国内市场。公司成功中标中石油 95396 吨油套管产品，成品油管与套管招标结果全国综合排名第二。

2010 年石油套管产品产能释放 12.1 万吨，2011 年预计释放产能到 15 万吨左右。同时公司还将进一步调整产品结构，提高非 API 产品的比例，力争本年度对公司形成一定利润贡献。公司计划 2011 年套管“双高”产品的比例力争要达到 5%以上。

✓ 高压锅炉管现有产能 10 万吨，技术改造与升级提升整体盈利水平；

2011 年高压锅炉管将不断巩固和强化国内、国际上的优势地位，进一步提升国际竞争力，进一步优化产品结构，力争将“双高”产品比重提升到 70%以上。

而中长期的增长主要来自产能的进一步扩大与品种结构的调整。公司目前正在实施的几个高端项目有：1、电站锅炉高压加热器 U 型管项目；2、SUPER304H 高压锅炉管项目；3、CPE 项目。新项目拟投资约 7.08 亿元，改变募集资金投向的总额约 6.61 亿元。公司将通过子公司江苏常宝能源管材有限公司实施全部三项新的投资项目。

表 4: 变更募集资金投向后，计划投入的新项目情况一览

变更	项目	产品型号	建设期	达产期	产能	投入资金
新项目	电站锅炉 U 型管项目	高压加热器 U 型管	12 个月	1 年	0.70	2.03
	SUPER304H 高压锅炉管项目	SUPER304H 高压锅炉管	12 个月	1 年	0.20	1.57
		超长高压锅炉管			4.80	
	CPE 项目	高钢级高压锅炉管	18 个月	1 年	3.00	4.20
		高钢级油管			2.20	

合计				10.90	7.80
原项目	ERW660 焊管项目	ERW 焊管	19 个月	30.00	7.74

资料来源：公司资料，长江证券研究部

✓ 油井管现有产能 18 万吨，最大可达 20 万吨；

半年报中对油井管与套管进行综合统计，合计综合毛利率为 11.63%。从油井管过去毛利率的数据来看，综合毛利率基本维持在 20%以上。油井管业务目前主要由母公司开展，设计产能 18 万吨。

分品种来看，API 标准的产品盈利能力相对略低，以走量为主；而非 API 标准的高端产品，因其相对个性化的要求以及对抗挤压、抗腐蚀等方面更高的要求，盈利能力相对更高。近几年来，公司在国内市场的份额逐步增加，石油油管销量连续位于前三位。

油井管市场竞争较为激烈，公司在努力保住自己国内竞争优势的同时，积极开拓国外新兴市场，并成功进入委内瑞拉、厄瓜多尔等国家，实现了美洲销售区域的新突破。同时进一步加大开拓国际优质客户的力度，成功开发了 DUFERCO 等一批新兴客户群。而对内优势则继续维持，公司成功中标中石油大额油套管订单，成品油管和套管招标结果全国综合排名第二，成品油管招标结果综合排名第一。通过此次招标，公司新开拓了渤海钻探等一大批国内新客户群，扩大了油井管的市场份额。

短期来看，公司对油井管的战略定位不在简单追求量的扩大，而将专注于高端产品比例的提升来提升整体的盈利能力。2010 年高端品种比例约为 5%，2011 年公司将努力使这一比例达到 10%，并且未来还将进一步扩大比例。

结合以上假设，粗略估算预计油井管 2011、2012 年贡献的 EPS 分别为 0.32 元和 0.33 元。

表 5：油井管业绩预测，2011 年预计实现 0.32 元

油井管业绩预测	2010Z	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
营业收入	4.14	10.40	12.60	13.30	14.00	14.00	14.00
营业成本	3.25	8.35	10.08	10.64	11.20	11.20	11.20
毛利率	21.42%	19.70%	20%	20%	20%	20%	20%
毛利水平	0.89	2.05	2.52	2.66	2.80	2.80	2.80
产量	7.13	16	18	19	20	20	20
销售均价	5,809	6,500	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000
三项费用率	8.05%	8.16%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.47	1.02	1.26	1.33	1.40	1.40	1.40
总股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
贡献 EPS	0.12	0.25	0.32	0.33	0.35	0.35	0.35

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

✓ 套管现有产能 15 万吨，2011 年产能释放有望大幅增长；

套管生产线于 2008 年 2 月投产，初期主要定位出口，2009 年 4 季度受到“双反”影响后开始着重开发国内市场。

公司成功中标中石油 95396 吨油套管产品，成品油管与套管招标结果全国综合排名第二

2010 年石油套管产品产能释放 12.1 万吨，2011 年有望进一步释放产能到 15 万吨左右。同时公司还将进一步调整产品结构，提高非 API 产品的比例，力争本年度对公司形成一定利润贡献。公司计划 2011 年套管“双高”产品的比例力争要达到 5%以上。

粗略估算，套管 2011、2012 年贡献的 EPS 分别为 0.04 元和 0.05 元。



表 6: 套管盈利预测, 预计 2011 年实现 EPS 约为 0.05 元

套管业绩预测	2010Z	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
营业收入	1.41	7.26	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
营业成本	1.30	6.52	8.01	7.92	7.92	7.92	7.92
毛利率	8.02%	10.23%	11%	12%	12%	12%	12%
毛利水平	0.11	0.74	0.99	1.08	1.08	1.08	1.08
产量	2.54	12.1	15	15	15	15	15
销售均价	5,555	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
三项费用率	8.05%	8.16%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.00	0.13	0.21	0.29	0.29	0.29	0.29
总股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
贡献 EPS	0.00	0.03	0.05	0.07	0.07	0.07	0.07
股权比例	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
考虑股权比例后 EPS 贡献	0.00	0.02	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

✓ 高压锅炉管现有产能 10 万吨, 技术改造与升级提升整体盈利水平;

2011 年高压锅炉管将不断巩固和强化国内、国际上的优势地位, 进一步提升国际竞争力, 进一步优化产品结构, 力争将“双高”产品比重提升到 70%以上。

高压锅炉管未来将逐步成为公司最具核心竞争力的产品, 目前拥有 1 条冷拔生产线, 需求较好, 订单充足。公司产品供给上海锅炉厂、东方锅炉厂与哈尔滨锅炉厂, 2010 年 10 万吨产量中约有 8 万吨来自这 3 家厂商的订单, 另外 2 万吨用于出口。

受日本“核辐射”危机的影响, 市场景气度大幅上升, 精特公司订单饱满, 毛利率稳步提高。上半年锅炉管综合毛利率达到 23.60%, 相比 2010 年报中 20.59%的数据有了较大幅度的改善。

粗略估算, 高压锅炉管 2011、2012 年贡献 EPS 分别为 0.21 元和 0.22 元。

表 7: 高压锅炉管盈利预测, 增长来自技术升级与改造

高压锅炉管业绩预测	2010Z	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
营业收入	4.49	10.00	10.50	11.00	12.00	12.00	12.00
营业成本	3.66	7.94	8.02	8.36	9.12	9.12	9.12
毛利率	18.51%	20.59%	23.60%	24%	24%	24%	24%
毛利水平	0.83	2.06	2.48	2.64	2.88	2.88	2.88
产量	5.07	10	10	10	10	10	10
销售均价	8,865	10,000	10,500	11,000	12,000	12,000	12,000
三项费用率	8.05%	8.16%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.40	1.06	1.37	1.48	1.61	1.61	1.61
总股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
贡献 EPS	0.10	0.26	0.34	0.37	0.40	0.40	0.40
股权比例	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
考虑股权比例后 EPS 贡献	0.06	0.16	0.21	0.22	0.24	0.24	0.24

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

✓ **超级 304 高压锅炉管项目，计划产能 2000 吨，产品规格为 $\Phi 48 \times 7 \sim \Phi 51 \times 8\text{mm}$ ，钢管长度 12 米；**

公司的可研报告中提到，国内目前没有一家钢管制造企业能够批量工业化生产 Super304H 及 HR3C 高压锅炉管，全部停留在实验室试制及研发阶段。国内各大锅炉厂使用的 Super304H 高压锅炉管全部从 V&M、日本住友、新日铁等国外钢管厂家采购。根据公司公告，到 2020 年预计我国平均每年 Super304H 高压锅炉管需求量为 2.7-2.8 亿吨，具备相当市场潜力。

公司超级 304 产品经过与下游锅炉厂的合作，目前已经完成了挂样试验。产品目前售价约为 18 万/吨，毛利率在 30% 以上。不过随着进口替代的逐步进行，预计价格可能会出现一定幅度的下滑。

保守估算，超级 304 产品 2011、2012、2013 年贡献的 EPS 分别为 0.01 元、0.06 元和 0.08 元。

表 8: 超级 304 设计产能 2000 吨，简单预测 2012-2013 年贡献 0.06 元和 0.08 元

SUPER304 业绩预测	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
营业收入	0.36	0.84	1.44	1.65	2.20
营业成本	0.29	0.55	1.01	1.16	1.32
毛利率	20%	35%	30%	30%	40%
毛利水平	0.07	0.29	0.43	0.50	0.88
产量	0.02	0.06	0.12	0.15	0.20
销售均价	180,000	140,000	120,000	110,000	110,000
三项费用率	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.06	0.23	0.34	0.39	0.69
总股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
EPS 贡献	0.01	0.06	0.08	0.10	0.17

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

✓ **U 型管项目设计产能 7000 吨，产品规格 $\Phi 16 \times 1 \sim \Phi 18 \times 1.5\text{mm}$ ，钢管长度 12 ~ 28m；**

为了提高火电机组的效率、节约能源，大型火电机组都配备了高压加热器，高压加热器的功能是利用汽轮机做功后的余热蒸汽加热锅炉给水，从而提高整个发电机组的效率，而高压加热器的核心就是 U 形管管束即高加管，高加管的工作温度在 350℃，环境压力超过 30Mpa，使用条件十分恶劣，这对高加管的质量提出了苛刻的要求。因此，具有相当大的制造难度。

长期以来，U 形高加管一直由国外少数公司所垄断，目前我国基本上都是依赖国外进口，价格昂贵，交货期长，制约了我国大型电站设备制造的发展。

根据公司之前公告，到 2020 年预计我国平均每年 U 型高加管需求量 1.54~1.61 万吨，而由于我国需求量进展全球范围的 16.5%，据此推算全世界每年 U 型高加管需求量约 9.3-9.8 万吨，空间较大。

目前国内仅有一家企业江苏银环精密钢管股份有限公司具备 U 型高加管生产能力，年产量约 9000 吨，远不能满足国内市场的需求。

U 型管当前国内价格约为 2.5 万/吨，毛利率在 40% 以上。

粗略估算，电站锅炉 U 型管 2011、2012、2013 年贡献的 EPS 分别为 0.01 元、0.06 元和 0.08 元。

表 9: U 型管盈利预测，技术要求高于超长管但低于超级 304

电站 U 型管业绩预测	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
营业收入	0.18	0.70	1.01	1.26	1.40



营业成本	0.13	0.39	0.60	0.82	0.77
毛利率	25%	45%	40%	35%	45%
毛利水平	0.04	0.32	0.40	0.44	0.63
产量	0.07	0.35	0.56	0.70	0.70
销售均价	25,000	20,000	18,000	18,000	20,000
三项费用率	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.03	0.25	0.32	0.34	0.49
总股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
EPS 贡献	0.01	0.06	0.08	0.09	0.12

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

✓ **CPE 项目计划用新型合金材料扩建一条CPE无缝钢管生产线，年生产能力 10 万吨；**

CPE 项目产品的种类主要包括超长高压锅炉管、高钢级高压锅炉管及油管。

表 10: CPE 项目主要产品结构、规格及产能情况一览

品种	材质	规格范围	执行标准	年产量
超长高压锅炉管	20G、SA210C、T2、T11、 T12、T22、T23 等	Φ32 × 3-Φ76 × 10mm， 长度 12-28 米	ASME SA-213M	4.8
高压锅炉管	12Cr1MoVG、P91、P92 等	Φ25.4 × 3.0-Φ108 × 16mm，长度 6-12 米	GB5310-2008	3.0
油管	N80、L80、C95、P110、 Q125	Φ60.3 × 3.18-Φ101.6 × 10.54mm 长度 6-10.4 米	SPEC API 5CT 第八版	2.2

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

目前国内电站建造中紧缺的是 P91、T92/P92、TP347HFG、Super304H 和 HR3C，其中 T91/P91、T92、TP347HFG 和 Super304H 国内已经开始供货，P92 和 HR3C 全部依赖进口，供不应求，价格昂贵。

超长高压锅炉管、高钢级高压锅炉管作为锅炉行业用管的高端品种和短缺品种，由于目前国内尚未形成规模化、稳定性的生产，只能依赖从国外大量进口，将成为制约我国锅炉行业发展的主要用材之一。

项目建设周期为 1.5 年，预计可于 2013 年投产，公司预计投产第 1 年产量即可实现生产能力的 80%，据此简单测算业绩贡献如下：

粗略测算，预计 CPE 项目在 2012-2013 年业绩贡献分别为 0.04 元和 0.27 元。

表 11: CPE 项目产能释放及业绩贡献的测算

CPE 业绩预测	2012E	2013E	2014E	最大假设
CPE 项目产能	10	10	10	10
合计产量	1	8	9	10
产能利用率	10%	80%	90%	100%
分品种产量统计	2012E	2013E	2014E	最大假设
——超长高压锅炉管	0.48	3.84	4.32	4.80
——高钢级高压锅炉管	0.30	2.40	2.70	3.00
——油管	0.22	1.76	1.98	2.20
分品种价格保守假设	2012E	2013E	2014E	最大假设
——超长高压锅炉管	17,110	15,000	15,000	15,000

——高钢级高压锅炉管	19,620	16,000	16,000	16,000
——油管	11,620	10,000	10,000	10,000
分品种毛利率保守假设	2012E	2013E	2014E	最大假设
——超长高压锅炉管	20%	20%	22%	30%
——高钢级高压锅炉管	20%	20%	22%	30%
——油管	10%	15%	17%	20%
合计业绩贡献测算	2012E	2013E	2014E	最大假设
营业收入	1.67	11.36	12.78	14.20
营业成本	1.36	9.18	10.07	10.16
毛利水平	0.31	2.18	2.71	4.04
三项费用率	8%	8%	8%	8%
税前利润	0.17	1.28	1.69	2.90
所得税率	15%	15%	15%	15%
净利润	0.15	1.08	1.44	2.47
总股本	4.00	4.00	4.00	4.00
EPS 贡献	0.04	0.27	0.36	0.62

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 12：中期公司产能释放带来的业绩预测

新项目业绩测算	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
电站锅炉 U 型管		0.06	0.08	0.09	0.12
SUPER304H		0.06	0.08	0.10	0.17
CPE 项目		0.04	0.27	0.36	0.62
新项目贡献 EPS 合计		0.16	0.43	0.54	0.91
传统主业	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
油井管	0.32	0.36	0.41	0.41	0.50
套管	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05
高压锅炉管	0.21	0.22	0.24	0.24	0.24
传统主业合计	0.57	0.63	0.70	0.70	0.79
全部项目合计贡献	0.57	0.79	1.14	1.24	1.70

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第三，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.57 元和 0.75 元，维持“谨慎推荐”评级。



财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2879	3396	3799	5080	货币资金	1599	1327	1328	1531
营业成本	2382	2761	3040	4062	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	497	635	759	1018	应收账款	433	509	570	762
% 营业收入	17.3%	18.7%	20.0%	20.0%	存货	503	581	640	855
营业税金及附加	5	6	7	9	预付账款	139	160	176	235
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	75	95	99	132	流动资产合计	2718	2629	2772	3460
% 营业收入	2.6%	2.8%	2.6%	2.6%	可供出售金融资产	1	1	1	1
管理费用	153	187	201	269	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.3%	5.5%	5.3%	5.3%	长期股权投资	1	1	1	1
财务费用	7	1	-3	-3	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.3%	0.0%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	-2246	-1890	-1555	-1335
资产减值损失	-1	0	0	0	无形资产	168	160	152	144
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	10	10	10	10
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	4	0	0	0
营业利润	258	346	455	610	其他非流动资产	2931	2931	2931	2931
% 营业收入	8.9%	10.2%	12.0%	12.0%	资产总计	3587	3843	4311	5213
营业外收支	8	0	0	0	短期贷款	175	0	0	0
利润总额	266	346	455	610	应付款项	934	1083	1193	1593
% 营业收入	9.2%	10.2%	12.0%	12.0%	预收账款	39	44	49	66
所得税费用	32	52	68	92	应付职工薪酬	1	0	0	0
净利润	234	294	387	519	应交税费	21	32	42	56
归属于母公司所有者					其他流动负债	25	30	33	45
的净利润	183.0	228.2	299.7	402.1	流动负债合计	1194	1190	1317	1760
少数股东损益	51	66	87	117	长期借款	41	41	41	41
EPS（元/股）	0.46	0.57	0.75	1.00	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	284	372	481	611	负债合计	1235	1231	1358	1801
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	2180	2374	2629	2970
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	172	238	325	441
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2352	2612	2953	3412
固定资产投资	-81	-434	-438	-351	负债及股东权益	3587	3843	4311	5213
其他	-89	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-170	-434	-438	-351		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.457	0.570	0.749	1.005
股权融资	1104	0	0	0	BVPS	5.45	5.93	6.57	7.42
银行贷款增加（减少）	-96	-175	0	0	PE	23.00	18.45	14.04	10.47
筹资成本	33	-35	-42	-57	PEG	0.77	0.62	0.47	0.35
其他	-65	0	0	0	PB	1.93	1.77	1.60	1.42
筹资活动现金流净额	976	-210	-42	-57	EV/EBITDA	8.45	6.75	5.18	3.65
现金净流量	1090	-272	1	203	ROE	8.4%	9.6%	11.4%	13.5%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。