

2009年3月27日

新能源行业

杉杉股份 (600884)

评级: 增持

行业研究员

樊恺郁

010-88086830-679

fanky@rxzq.com.cn

近期相关报告一览:

2009-2-10 新能源汽车行业深度研究: 寻找锂电行业未来的明星企业

2009-2-24 新能源汽车行业系列报告二: 磷酸铁锂的蛋糕有多大

2009-3-20 新能源汽车行业系列报告三: 杉杉股份, 打造世界级锂电材料供应商

杉杉股份 (600884): 蓄势待发, 迎接新能源汽车时代的到来

事件: 我们近期拜访了杉杉股份, 并对湖南杉杉新材料有限责任公司进行了实地调研, 与公司董事长、财务总监及董秘就锂电行业及公司未来的发展前景进行了深入交流。

投资要点

- 我们认为, 由于锂电行业自身的特点, 未来行业将呈现寡头竞争的市场格局, 由于杉杉股份在技术、产业链及进入汽车锂离子电池厂商采购体系三个方面具有较大的竞争优势, 我们认为公司具有成为未来行业领军企业的潜质。
- 公司的锂电业务中, 正极材料积极调整产品结构, 高附加值产品的投放, 将有效提高公司的盈利能力, 负极材料和电解液占据高端市场, 产能释放和需求旺盛将有效带动业绩提升。
- 公司对未来新能源汽车行业这一重大发展机遇做好了充分准备, 掌握未来汽车锂离子动力电池两种正极材料磷酸铁锂和三元材料的生产技术, 一旦市场需求出现, 将在3个月内建成各500吨的生产线。其中三元材料在2008年销售100吨左右, 初步进入了下游汽车电池制造厂商的采购体系。
- 公司传统的服装业务增长平稳, 创投业务和廊坊科技谷将构成公司的长期盈利增长点。
- 伊藤忠间接持股公司8%的股权, 中分孝一被任命为杉杉股份董事总经理, 随着日方高管的到来, 目前公司各部门的业务与伊藤忠将进行全面对接。服装方面, 将加强国际品牌合作, 拓展国际销售渠道, 锂电方面, 双方将在技术与销售方面进行全方面合作。
- 在不考虑新能源汽车行业启动后为市场带来的增量的情况下, 我们预计公司2009-2011年分别实现每股收益0.32、0.4和0.51元, 分别对应PE为44.6X、35.7X和28X。若考虑新能源汽车行业启动后, 为公司带来的增量销售, 2010-2011年分别实现每股收益0.48和0.64元, 分别对应PE 29.8X和22.3X。新能源汽车行业启动后公司未来业绩增速较快, 2009-2010年PE下降较快, 综合考虑公司行业龙头地位以及新能源汽车行业未来存在的不确定性, 我们给予**增持**的评级。

1、锂电行业未来将形成寡头竞争的市场格局，杉杉股份有望成为未来的行业领军企业

新能源汽车是前景光明的长期投资主题，作为一个新兴产业，我们认为其投资过程共分为三个阶段：

第一阶段：概念炒作盛行，所有的相关公司都将获得超额收益

第二阶段：具备实质投资价值，有望成为未来行业领袖的企业脱颖而出

第三阶段：产业启动后，行业的领军企业步入业绩高速增长期

目前的锂离子二次电池主要应用于手机、笔记本电脑等传统领域，新能源汽车兴起后，将使锂离子电池及电池材料目前的平衡状态将被打破，市场出现爆发性增长。经过 2008 年底以来的大幅炒作，我们认为概念炒作将逐渐告一段落，市场目光将聚焦在那些未来有望成为行业领袖的企业上。

1.1 行业特性决定未来锂电行业寡头竞争的市场格局

我们近期通过与汽车制造企业、电池厂商以及多位业内专家就车用锂离子动力蓄电池的技术及市场发展进行了深入探讨，车用锂离子电池的应用主要受制于电池组的一致性问题。用作汽车动力蓄电池是将大量单体电池串并而成的电池组，在将多个电池组成电池组时，只有在电池性能高度一致时，电池组的循环寿命才能接近单体电池的寿命。因此，一方面电池的正极材料、负极材料及电解液等分别具备高度的一致性，同时另一方面各种电池材料进行良好的性能搭配，才能生产出性能优异的电池。

目前各家电池材料制造企业的产品性能指标各异，而电池生产企业对电池性能要求又各有不同，电池材料的细微差别，也将造成电池性能的巨大变化。因此，电池生产企业一旦确定材料供应商，绝不轻易更换。同时电池材料行业属于技术和资金密集型行业，具有较高的进入壁垒。

因此，基于锂电行业自身的特殊性，我们认为未来将呈现寡头竞争的市场格局。

我们认为，未来行业的领军企业必须具备以下三个素质：

(1) 掌握关键电池材料生产技术是市场进入的首要门槛

目前，未来汽车锂离子动力蓄电池的主要技术路线主要有两条，一条是以美国为代表的磷酸铁锂电池路线，另一条是以日本为代表的镍钴锰（三元材料）电池路线，两种技术路线的区分主要在电池正极材料选择上的不同。掌握关键材料尤其是正极材料的生产制备工艺，是进入市场的首要门槛

(2) 完整的产业链构成相关企业的核心竞争

由于电池生产高度一致性的要求，具备完整产业链的电池材料制造企业能够根据自身产品的性能特点以及客户的要求进行搭配生产及销售，为客户提供电池材料的整体解决方案，这是产品单一的厂商无法比拟的核心竞争优势。如天津斯特兰作为国内技术实力较强的磷酸铁锂生产企业，由于产品单一，无法为客户提供整体配套服务，比亚迪已经终止向其采购。

(3) 进入车用动力锂离子电池生产企业的采购体系树立企业的市场地位

进入车用动力锂离子电池生产企业的采购体系，一方面证明企业产品的技术优势，同时由于电池厂商不轻易更换材料供应商，电池材料企业一旦进入采购体系，将具备先入优势，后入企业难以撼动其市场地位。

1.2 杉杉股份将占据未来市场的寡头地位

杉杉股份从1997年开始涉足锂离子二次电池材料的生产和销售，从最早的负极材料，逐步形成了正极、负极、电解液三大产品体系，2008年，公司的电池材料销售收入达到9.87亿元，同比增长40.11%，实现净利润3414万元，销售收入位居全国第一。公司目前各种电池材料的综合产能合计超过7000吨，位居全球第一。

我们认为在新能源汽车行业兴起后，杉杉股份将成为未来行业的领军企业：

(1) 在关键技术掌握上，公司掌握了关键的正极材料磷酸铁锂和三元材料的生产及制备工艺，并具备产业化经验，产品的性能指标优异，处于国内领先地位。

(2) 公司目前拥有正极、负极、电解液三大产品体系，具备完整的产业链，产品体系之完整，在全球范围内也屈指可数。同时，公司并积极向产业链的上下游拓展，初步形成了完整的锂离子二次电池材料产业链。

上游：掌握特种碳素的生产供应，为负极材料进行配套；同时积极寻求对锂资源的收购整合，为正极材料进行生产配套。

中游：形成正极材料、负极材料及电解液完整的产品体系，并积极对国内目前不能生产的六氟磷酸锂等产品进行研究和开发。

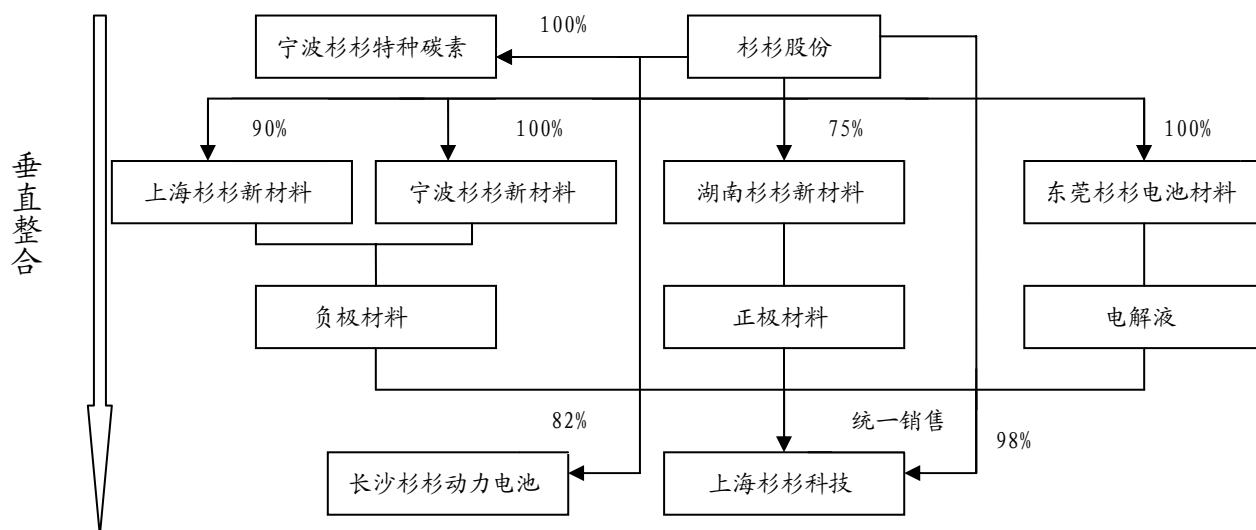
下游：成立长沙杉杉动力电池有限责任公司，对公司各种电池材料进行测试，并对各种动力电池进行开发和研究。

(3) 公司拥有稳定的客户团队，其客户包涵了几乎国内所有的动力电池生产巨头，包括比亚迪、Danionics A/S、比克、ATL、力神等。公司的磷酸铁锂与三元材料客户测试性能良好，国内外多家知名汽车电池厂商已经开始小批量采购，其中三元材料2008年供货100吨左右，负极材料被A123采用，初步进入了相关厂商的采购体系。

2、杉杉股份电池业务：传统应用领域地位稳固，快速增长；蓄势待发，静待新能源汽车行业的爆发性增长机遇

公司的电池材料生产主要通过湖南杉杉、上海杉杉科技、宁波杉杉和东莞杉杉四个控股子公司进行，其中湖南杉杉主要负责正极材料的研发和生产，上海杉杉和宁波杉杉主要进行负极材料的研发和生产，东莞杉杉主要负责电解液的研发和生产，子公司的产品由公司进行统一销售。

图 1：杉杉股份锂电业务布局



资料来源：日信研究

2.1 正极材料：下游需求旺盛，积极调整产品结构，增加高附加值产品，提升盈利能力

湖南杉杉新材料有限公司是由宁波杉杉股份有限公司（持股 75%）和中南大学（持股 25%）联合创办，成立于 2003 年 11 月，注册资本 5000 万元，总资产 3.99 亿元，目前拥有完整的锂离子电池正极材料的产品体系，是目前国内综合实力最强的正极材料生产企业。

2008 年，湖南杉杉实现销售收入 6.87 亿元，同比增长 51.5%。主要产品为钴酸锂，2008 年销量为 2000 吨左右，由于钴酸锂的成本 80% 为氧化钴，氧化钴的价格在 2008 年涨幅巨大，且该产品较为成熟，因此毛利率水平不高，只有 10% 左右。

通过我们对湖南杉杉的实地调研后了解到，2008 年 11-12 月，受金融危机影响，钴酸锂的销售大幅下滑，但进入 2009 年后，钴酸锂 1-2 月份的销量已经达到去年的 90%，3 月份前半月的销量已经超过去年 3 月份全月的销量，公司预计全年的产品销量增长将超过 40%，达到 2800 吨。

在传统产品钴酸锂盈利能力不强的情况下，同时公司积极调整产品结构，不断推出盈利能力较强的高附加值新产品，构成新的盈利增长点：

(1) 公司新建 800 吨/年的锰酸锂生产线预计将在 3 月底投产，公司与全球最大的电动工具制造商 B&D 签订供货协议，全年保守预计供货量将达 500 吨。该产品的盈利能力较强，目前售价在 9 万元/吨，毛利率达 50%，2009 年预计将为公司贡献销售收入 4500 万元，贡献毛利 2250 万元。

(2) 公司生产的三元材料性能优异，已经初步进入国内外汽车电池生产企业的采购体系，2008 年小批量供货 100 吨左右。2009 年预计供货 200 吨左右。该产品目前售价 18 万元/吨，毛利率达 50%。2009 年预计将为公司贡献销售收入 3600 万元，贡献毛利 1800 万元。

(3) 在磷酸铁锂方面,由于市场需求并未启动,公司处于经济性的考虑,目前只有一条小型的试验型生产线进行产品的试生产和性能测试。公司的磷酸铁锂已经通过国内各大电池生产企业的性能检测。目前公司的厂房和生产设备准备齐全,一旦市场需求启动,公司可在 3 个月内建成 500 吨的生产线,迅速投放市场。

2.2 负极材料: 主打高端市场, 产品供需两旺

上海杉杉新材料公司与宁波杉杉新材料公司是杉杉股份负极材料的生产平台。现主营锂离子电池炭负极材料——中间相炭微球(简称 CMS)、改性人造石墨微粉(简称 CMP)的生产和销售,年产能达到 1200 吨。产品体系覆盖整个中高端领域,技术水平位居全国第一。上海杉杉 2008 年负极材料实际供货量达到 1650 吨。其中中间相炭微球是国家 863 高科技研究发展计划项目,被列为国家高新技术产业示范工程项目。

2008 年公司推出新产品特殊复合人造石墨(FSN),该产品目前供不应求,2008 年底建成 2000 吨/年的生产线并投产,目前月供货量在 150-200 吨。

公司在保持现有的技术领先地位,同时不断积极进行新品研发,对负极材料前沿产品如钛酸锂等进行技术储备。

2.3 电解液: 不断完善产品体系, 不断扩大市场占有率

东莞杉杉电池材料有限公司是杉杉股份电解液的生产平台,公司目前持有东莞杉杉 100% 的股权,注册资本 2500 万元。公司目前拥有电解液 1000 吨/年的生产能力,2008 年实现销售收入 1.15 亿元。公司由于注重产品的研发,产品性能反馈良好,在电解液市场后来居上,2007 年公司销售电解液 500 吨,2008 年增长到 1400 吨,市场占有率位居全国第 2。

目前国内电解液排名第一的企业是江苏国泰,公司与国泰的产品性能上已经处于同一水平,目前的差距主要在产品体系的完整性和产量上。针对这一情况,公司积极完善电解液产品体系,并将产能扩充至 4000 吨/年,新增 3000 吨/年的产能预计将在今年上半年投放。根据目前的定单和销售情况,保守预计,公司 2009 年电解液的出货量将达到 2500 吨。

2.4 产品统一销售模式稳固市场地位

目前公司的正极材料、负极材料和电解液统一由上海杉杉科技有限公司进行销售,形成了稳定的客户团队,覆盖了国内几乎所有的电池生产厂商,其中对比亚迪的销售占据了公司电池材料业务销售总额的 20%左右,达到 1.7 亿元。

我们认为统一销售模式对推动公司在锂电行业市场份额具有重大意义。以电解液为例,下游各厂商生产的电池性能有不同要求,对电解液性能指标有不同要求,电解液的差异主要在于配方的不同,下游厂商提供配方,公司根据客户要求提供产品,同时根据客户需要搭配不同的正负极材料,一方面使得公司在各种材料的销售中实现相互促进的局面,另一方面下游客户与公司在技术上的交流也促进了公司技术进步,这是单一电池材料生产企业难以比拟的巨大优势。在这种销售过程中,形成了产品与产品、公司与客户的良性推动,对公司市场地位的提升起到了巨大的推动作用。如公司电解液销售从 2007 年的 500 吨迅速增长到 2008 年的 1400 吨。

表 1: 锂电材料竞争状态

材料名称	主要竞争对手	市场份额
正极材料	北大先行 盟固利 青岛卓能 斯特兰 北京当升	40%
负极材料	深圳贝特瑞 长沙海容	高端市场 40%
电解液	江苏国泰 珠海赛纬 青岛金牛	高端市场 30%

资料来源: 日信研究

随着公司产品体系不断完善、产能的扩张, 2009 年公司的电池材料业务将出现大幅增长, 我们预计电池材料销售收入将超过 13 亿元, 同比增长超过 35%。同时随着高附加值的锰酸锂、三元材料及电解液等产品的投放, 我们预计 2009 年公司电池材料的综合毛利率将提升 4.8 个百分点, 达到 19.01%。

表 2: 公司收入测算

		09 年销量	单价	销售额 (万)	毛利率	毛利 (万)
正极材料	钴酸锂	2800 吨	25 万	70000	10%	7000
	锰酸锂	600 吨	9 万	4500	50%	2250
	三元材料	200 吨	18 万	3600	50%	1800
负极材料	CMS	1650	8 万	13200	20%	2640
	FSN	2000	10 万	20000	25%	5000
电解液	电解液	2500	9 万	22500	30%	6750
合计				133800	19.01%	25440

资料来源: 日信研究

2.5 蓄势待发, 练好内功, 静待新能源汽车行业启动后带来的爆发性增长机遇

随着国家对新能源汽车行业的不断推动, 新能源汽车行业处于产业化的临界点, 在传统锂电行业的龙头企业, 公司也积极做好准备, 把握这一历史性机遇的到来。

(1) 积极做好技术研发, 对未来汽车锂离子动力电池发展的两大方向都进行了技术储备。其中磷酸铁锂方面, 公司自主研发的改进型高温固相生产法已经进行专利申请, 生产成本低于行业平均水平 30%, 客户性能检测良好。三元材料 2008 年已经对国内外的汽车动力电池厂商销售 100 吨左右, 初步进入了相关厂商的采购体系。

(2) 积极做好进行规模化生产, 公司的厂房和设备准备齐全, 一旦新能源汽车行业的需求启动, 磷酸铁锂和三元材料可在三个月内各建成 500 吨的生产线, 产品能够迅速投放市场。

(3) 与下游电池厂商进行技术合作, 互派技术人员进驻, 一方面促进技术了解和开发, 另一方面, 下游需求发生变化, 公司能够迅速捕捉商机。

2009 年 3 月 20 日, 国务院颁布汽车产业振兴规划, 明确提出实施新能源汽车战略, 按照规划细则, 通过改造现有生产能力, 形成 50 万辆纯电动汽车、充电式混合动力和普通型混合动力等新能源汽车产能, 2011 年新能源汽车产销量占乘用车销售总量的 5% 左右, 即 50 万辆。

我们以一辆采用锂离子电池作为动力系统的混合动力汽车为例, 以 100 个单体电池串并联,

按目前 10 元/Ah 的成本计算，电池组的成本为 6.5 万元。其中正极、负极和电解液成本合计约为 2.1 万元。

表 3: 单车电池成本测算

	数量	单价	成本
单体电池数	6500AH	10 元/AH	65000 元
正极材料	80Kg	18 万元/吨	14400 元
负极材料	35Kg	8 万元/吨	3040 元
电解液	35Kg	12 万元/吨	4200 元
三项合计			21440 元

资料来源：日信研究

新能源汽车行业启动后，目前锂电行业的均衡状态将被打破，行业需求尤其是高端产品需求将出现爆发性增长。根据敏感性测算，当采用锂离子电池作为动力系统的混合动力汽车的年产量分别达到 3 万、5 万和 10 万辆时，根据杉杉股份在正极、负极和电解液市场占有率测算，我们预计可分别增厚公司每股收益 0.08、0.13 和 0.23 元。

表 4: 新能源汽车行业启动后对公司的业绩拉动

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
电动汽车数量(万辆)	3	5	10	20
正极材料 重量(吨)	2400	4000	8000	16000
金额(亿元)	4.32	7.2	14.4	28.8
湖南杉杉市场占有率	25%	25%	25%	25%
净利润率	25%	25%	20%	20%
净利润(亿元)	0.27	0.45	0.72	1.44
负极材料 重量(吨)	1050	1750	3500	7000
金额(亿元)	0.84	1.4	2.8	5.6
上海杉杉市场占有率	40%	40%	40%	40%
净利润率	10%	10%	10%	10%
净利润(亿元)	0.036	0.056	0.112	0.224
电解液 重量(吨)	1050	1750	3500	7000
金额(亿元)	1.26	2.1	4.2	8.4
东莞杉杉市场占有率	20%	20%	25%	30%
净利润率	10%	10%	10%	10%
净利润(亿元)	0.0252	0.042	0.105	0.252
杉杉股份净利润合计	0.3312	0.548	0.937	1.916
增厚每股 EPS	0.08	0.13	0.23	0.45

资料来源：日信研究

3、公司其它业务分析

3.1 服装业务：加大产业升级力度，坚持核心品牌，培育销售渠道，实现零库存

在传统的服装业务上，公司积极进行产业的转型生机，逐渐放弃以产能扩张和同质化初级产品贴牌出口为主的增长模式，向以技术创新、品牌培育和渠道建设为主的发展模式转型。

公司在坚持做大“杉杉”这一核心品牌的同时，积极与国际知名品牌合作，推进多品牌、国际化战略，整合产业链资源，从单一品牌合作向公司整体合作延伸，扩大合作的深度和广度。

加大营销网络培养力度，实行区域经销商制度，每年春秋两季根据经销商定单进行生产安排，以销定产，实现零库存销售。

3.2 廊坊科技谷：定位高端产业园区，打造中国硅谷

2007 年，公司与上海证大集团合作成立中科廊坊科技谷有限公司，其中公司有 70% 股权。廊坊科技谷位于京津之间，处于环渤海地区，科技谷占地面积 5000 亩，计划投入 100 亿元，预计 5 年内初具规模，2007 年该项目被联合国工业发展组织确定为发展中国家唯一高新科技国际合作项目示范基地。

廊坊科技谷属于第四代科技园区，集中了科技、研发、中试、孵化等产业化过程，此外还包括会展、物流、金融服务、医疗、培训等服务性功能的科技园区。公司未来的经营将采用设施租赁、出售和以固定资产参股高科技企业三种模式进行，未来发展前景巨大。

2009 年，中科院下属的 7 家研究院所和企业将入住科技谷，另外还将引进 5-8 家风险投资基金。2008 年，廊坊科技谷首次为公司贡献效益，实现收入 3312 万元，净利润 203 万元。

3.3 创投业务：多元化经营，实现投资的获利增值

公司的创投业务以宁波杉杉创业投资有限公司为核心平台，积极拓展创投业务。在宏观经济不佳的情况下，公司着眼于投资行业前景良好具有稳定现金流的企业。在 2008 年公司完成了对山东蓝海股份有限公司的投资，该公司是目前国内第二大民营酒店管理集团，旗下拥有 12 家四星、五星级的高星级酒店。

公司目前投资的企业已经有两家进入上市准备阶段，未来股权增值空间巨大。

3.4 伊藤忠参股集团公司，杉杉股份将与其展开全面的业务对接

2009 年 1 月 22 日，杉杉集团的控股股东杉杉投资控股有限公司与伊藤忠商事株式会社、伊藤忠（中国）有限公司达成合资合作协议，杉杉控股将其持有的杉杉集团 25% 的股份转让给伊藤忠商事株式会社，3% 的股份转让给伊藤忠（中国）有限公司，股权转让完成，伊藤忠将间接持有杉杉股份 8.98% 的股权。

目前日籍中分孝一被任命为董事总经理，随着日方高管的到来，目前公司各部门的业务与伊藤忠将进行全面对接。

我们认为，伊藤忠战略参股杉杉集团，将对公司的锂电业务带来两方面的重大影响：

1、在锂电材料的销售上，将积极推动公司产品进入日本市场。众所周知，日本企业对电池材料的品质要求非常苛刻，伊藤忠选择杉杉作为合作伙伴，一方面肯定了公司在电池材料上优秀的技术能力，另一方面，目前日本是全球锂电材料最大的市场，成功进入日本市场促使公司

的销售再上一个台阶。

2、展开深入的技术合作，积极引入目前国内不能生产的六氟磷酸锂等产品，进一步提高公司的盈利能力。

4、盈利预测与估值

4.1 公司潜在的资产重估空间巨大，为股价提供高安全边际

(1) 公司目前持有 1.79 亿股宁波银行的股权，初始投资 1.5 亿元，目前宁波银行股价在 10 元/股附近，我们按 9 元/股计算，潜在增值 14.61 亿元。

(2) 廊坊科技谷规划共有 5000 亩土地，目前 1800 亩土地已经办理土地证，未来北京地铁 5 号线将贯通科技谷，公司初始投资成本为 11 万元/亩，目前价格为 18 万元/亩，1800 亩土地潜在增值 1.26 亿元。

(3) 宁波杉杉产业园区拥有 450 亩土地，初始投资成本为 25 万元/亩，目前价格为 60 万元/亩，潜在增值 1.58 亿元。

若上述资产进行价值重估，公司每股净资产可增厚 4.25 元，达 8.12 元，为公司的股价提供了较高的安全边际。

4.2 盈利预测与估值

在不考虑新能源汽车行业启动后为市场带来的增量的情况下，我们预计公司 2009-2011 年分别实现每股收益 0.32、0.4 和 0.51 元，分别对应 PE 为 44.6X、35.7X 和 28X。若考虑新能源汽车行业启动后，为公司带来的增量销售，2010-2011 年分别实现每股收益 0.48 和 0.64 元，分别对应 PE 29.8X 和 22.3X。

我们可以看到，新能源汽车行业启动后公司未来业绩增速较快，2009-2010 年 PE 下降较快，综合考虑公司行业龙头地位以及新能源汽车行业未来存在的不确定性，我们给予增持的评级。

表 5：公司估值

	2009	2010	2011
EPS(新能源汽车启动前)	0.32	0.4	0.51
PE	44.6	35.7	28
EPS(新能源汽车行业启动后)		0.48	0.64
PE	44.6	29.8	22.3

资料来源：日信研究

表 6：业绩分拆预测

单位：百万元		2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
服装	销售收入	1471.68	1618.65	1780.52	1958.57
	YOY		10%	10%	10%
	毛利率	23.16%	23%	23%	23%
电池材料	销售收入	986.61	1338	1672.5	2090.625
	YOY		35.60%	25%	25%
	毛利率	14.21%	19.01%	19%	18%
廊坊科技谷	销售收入	33.12	49.68	74.52	111.78
	YOY		50%	50%	50%
	毛利率	42.26%	40%	40%	40%
销售收入合计		2491.41	3006.33	3527.54	4160.975

资料来源：日信研究

表 7：盈利预测（未考虑新能源汽车行业的增量）

	2008	2009	2010	2011
主营业务收入	2491.41	3006.33	3527.54	4160.98
减：营业成本	1996.5	2359.81	2770.44	3289.48
营业税费	8.2	9.02	10.58	12.48
销售费用	110.8	165.35	176.38	208.4
管理费用	235.4	240.51	282.2	291.27
财务费用	77	75	80	90
资产减值损失	45.7	50	60	70
加：公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	48.41	50	50	50
营业利润	66.3	156.64	197.94	249.35
营业外收入收支	97.3	50	45	40
利润总额	163.6	206.64	242.94	289.35
减：所得税	18.6	22.73	24.23	28.48
少数股东损益	49	52	54	55
归属母公司净利润	96	131.91	164.71	205.87
每股收益	0.23	0.32	0.4	0.51

资料来源：日信研究

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。