

公司评级：推荐
目标价位：24.2元
高毛利率的区域性化肥龙头
- 建峰化工高价增发成功
2009年9月9日
公司研究/调研报告
股价相对市场表现
建峰化工与深圳成指走势对比

公司基本数据

收盘价(元) 090908	16.68
总股本(百万股)	399.2
无限售条件流通股 (百万股)	89.19
流通股比例%	22.34
流通市值(亿元)	14.87

财务数据(2Q/09)

股东权益(亿元)	10.51
每股净资产(元)	3.37
净资产收益率%	14.93
净利润(亿元)	1.57
每股收益(元)	0.50

民生证券研究所
所长助理
能源化工行业研究员
王凤华

电话: (8610)85253503

Email: wanafenahua@msza.com

上周我们参加了重庆资本市场高端论坛,与建峰化工董秘、证券事务代表进行了面对面的沟通交流,使我们加深了对公司的了解,我们认为公司是主业鲜明,毛利高企并稳定的氮肥企业,第二条生产线即将建成,未来盈利释放清晰可见。

投资要点

- ◆ **公司资产和主营业务单一。**主营业务为生产、销售化肥(含复混肥料)、氧气、氩气、氮气、液氨,利用自有资金对化肥及化工产品开发项目进行投资,货物进出口。其中货物贸易是公司特意先期开展的业务,即购买其他厂家的化肥,公司建立营销网络销售,虽然短期看其中的差价较低,并拉低了公司的综合毛利率,但这种战略性的建立销售网络的举动将在明年带给公司利润的急剧扩大。09年中报公布,公司的主营业务收入中,5.52亿元是化肥制造和销售,毛利率高达39.89%,商品贸易8.1亿元,毛利率只有3.04%,导致公司综合毛利率只有17.59%。这部分商品贸易的量将在2010年后由公司自产的化肥供应。届时,公司的整个销售毛利率将提升到35%以上的水平。
- ◆ **第二套化肥生产线技术先进,09年底将建成。**二化项目采用了KBR公司的深冷净化工艺和荷兰Stamicarbon公司的2000+CO₂气提法、普通颗粒尿素造粒专利技术,提升了技术水平,能够实现低能耗、低排放、高效率和高安全性,该项技术目前在国际上属于领先技术。该项目的建成有利于提高公司产品的科技含量和产品附加值,从而提升公司市场竞争力。项目建成达产后公司的尿素产能将达到132万吨的规模。
- ◆ **公司成长性良好。**受国家政策支持,公司自产化肥毛利率高企,规模扩大带来利润的增加。在氮肥价格处于历史低价区间,煤头化肥企业步履维艰之时,公司的投资回报率仍然高居不下,表明公司具备先进的经营管理能力。这种市场份额和毛利率同步提高的公司,是攻守兼备的优良投资标的。
- ◆ **业绩预测和估值分析。**根据民生证券的财务预测模型,我们预计公司2009—2011年主营业务收入分别为11.05亿元、17.4亿元、20.77亿元,每股收益分别为0.70元、1.21元、1.54元。我们给予公司“推荐”投资评级,9月8日,按08年年报数据计算,氮肥行业的平均市盈率水平为22倍,如果按TTM计算,PE为40倍,我们按2010年20倍PE的水平给建峰化工估

值，我们认为公司未来6个月股价有望达到24.2元。

- ◆ **投资策略。**民生证券认为该股业绩稳定增长态势明确，估值偏低，是值得长期投资的品种，在操作策略上可在其股价波动的箱体下轨买入，持有到业绩释放。刺激股价上涨的重要因素是尿素价格的上涨，粮食涨价或天然气的小幅度上涨以及小化肥的停产整顿都将带动尿素价格的上涨，出现这种事件性机会时，可以积极买入，以享受业绩大幅增长的利润。

目 录

一、 公司简介	4
1. 主营清晰的区域性氮肥龙头企业	4
2. 公司非公开增发完成，机构投资者愿意高价认购	5
二、 行业分析	6
1. 尿素生产行业是国家重点支持的农资行业	6
2. 尿素市场供求情况及发展前景分析	6
三、 二化项目今年建成，明年开始释放业绩	7
1. 二化项目技术领先，回报提速	7
四、 二化项目成本优势显著，销售市场已经开拓成功..	8
1. 上游原材料——天然气供应得到政府的大力支持	8
2. 运输成本低，投放市场及时	9
3. 目标市场已经打开，完全具备新增销售 80 万吨化肥的能力	9
五、 盈利预测和估值分析	9
1. 盈利预测和估值分析	9
2. 投资策略	11
3. 风险因素	11

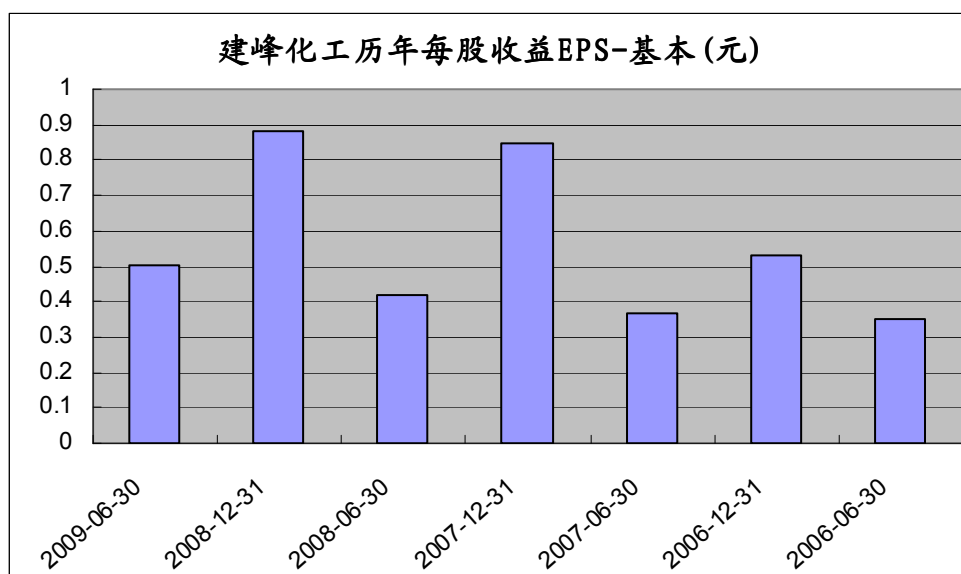
一、 公司简介

1. 主营清晰的区域性氮肥龙头企业

借壳民丰农化，化肥资产成功上市

公司原为军工企业，1966年建厂，是当时核工业部的下属工厂，以制造核燃料为主业。80年代军转民后，上了一套化肥生产装置，当时是国内第27套氮肥生产线。06年核工业部建峰化工总厂通过资产置换入主民丰农化实现上市。买壳上市后，公司的主营业务利润一直稳定，每股收益稳步增长。

图1：建峰化工买壳上市后的每股收益变化情况图



资料来源：公司公告，民生证券研究所

从图1中可以看出，公司的半年报业绩和年报业绩都是逐年上升的，表明公司的管理能力较强。

公司目前的资产和主营业务单一，主营业务为生产、销售化肥（含复混肥料）、氧气、氩气、氮气、液氨，利用自有资金对化肥及化工产品开发项目进行投资，货物进出口。其中货物贸易是公司特意先期开展的业务，即购买其他厂家的化肥，公司建立营销网络销售，虽然短期看其中的差价较低，并拉低了公司的综合毛利率，但这种战略性的建立销售网络的举动将在明年带给公司利润的急剧扩大。

09年中报公布，公司的主营业务收入中，5.52亿元是化肥制造和销售，毛利率高达39.89%，商品贸易8.1亿元，毛利率只有3.04%，导致公司综合毛利率只有17.59%。这部分商品贸易的量将在2010年后由公司自产的化肥供应。届时，公司的整个销售毛利率将提升到35%以上的水平。

公司未来是典型的毛利率和市场份额同步扩大的公司，是不可多得的攻守兼备的投资标的。

2. 公司非公开增发完成，机构投资者愿意高价认购

私募增发价高达13.70元

9月8日，公司刊登非公开发行股票发行情况报告暨上市公告书公告，称私募发行了87,591,240股人民币普通股（A股），发行价格为13.70元/股，2009年9月9日新股上市，但控股股东—建峰集团认购的股票限售期为三十六个月，可上市流通时间为2012年9月10日；其他五家投资者—江阴市长江钢管有限公司、上海盛太投资管理有限公司、上海汇银投资有限公司、上海世讯会展服务有限公司、斯坦福大学（QFII）认购的股票限售期为十二个月，可上市流通时间为2010年9月9日。公司增发期间公司股价大多在15—17.5元的区间波动，机构投资者都愿意高价认购，并锁定一年，这个价格相当于20日均价的8.5折，公司股价在8月大盘大跌800点的情况下并未出现大幅回落，敢于如此高价买入表明机构投资者对公司未来发展的坚定看好。

表1：非公开增发获配机构名单

序号	申购人名称	获配数量（股）	认购价	认购金额（元）	锁定期
1	重庆建峰工业集团有限公司	45,500,000	13.70	623,350,000	36月
2	江阴市长江钢管有限公司	5,000,000	13.70	68,500,000	12月
3	上海盛太投资管理有限公司	15,000,000	13.70	205,500,000	12月
4	上海汇银投资有限公司	15,000,000	13.70	205,500,000	12月
5	上海世讯会展服务有限公司	5,000,000	13.70	68,500,000	12月
6	斯坦福大学（润晖投资咨询公司）	2,091,240	13.70	28,649,988	12月
合计		87,591,240		1,199,999,988	

资料来源：公司公告，民生证券研究所

这份市场化的获配机构名单中，大股东是同比例认购以避免持股比例被摊薄，前四家机构的报价都在14元以上，全部获得认购权，斯坦福大学（QFII）报价正好的13.7元，获得剩余的份额。其余30家机构因报价低于发行价而没有认购上，报价最高的是江阴市长江钢管有限公司，报价为15.08元。

表2：非公开增发完成后公司的前10大股东持股情况表

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）	股本性质
重庆建峰工业集团有限公司	207,789,157	52.05	限售流通A股
重庆智全实业有限责任公司	60,131,750	15.07	限售流通A股
上海汇银投资有限公司	15,000,000	3.76	限售流通A股
上海盛太投资管理有限公司	15,000,000	3.76	限售流通A股
上海世讯会展服务有限公司	5,000,000	1.25	限售流通A股
江阴市长江钢管有限公司	5,000,000	1.25	限售流通A股
中国工商银行-华安中小盘成长股票型证券投资基金	3,916,018	0.98	A股流通股
UBS AG	2,289,425	0.57	A股流通股
斯坦福大学	2,091,240	0.52	限售流通A股
中国建设银行-华夏红利混合型开放式证券投资基金	1,440,000	0.36	A股流通股
合计	317,657,590	79.57	

资料来源：WIND、公司公告

此次增发，将增加公司股本8759.12万股，使公司总股本达到3.99亿股。筹集资金扣除承销费用为11.7亿元，资金到位后将使公司的资产负债率从61.66%下降到43.36%。

二、 行业分析

1. 尿素生产行业是国家重点支持的农资行业

公司主营行业是国家重点支持行业

公司主要产品——尿素属于化肥中氮肥的一种。化肥作为国家保障农业生产的重要农资产品属于国家产业政策支持发展的行业。据统计，目前我国化肥产品的构成中，氮肥占到约六成的比重，磷肥、钾肥等其他化肥产品占到约四成的比重，而在氮肥中，尿素又占到约65%的比例，因此，尿素是目前国内用量最大，使用最为广泛的化肥产品。

三种原料生产尿素，气头毛利率最高

根据原料种类的不同，实现尿素产品生产的主要方式有三种，分别为煤头、气头和油头，分别是指利用煤、天然气和石油来生产尿素产品。目前，国内生产尿素的主要方式为煤头和气头，其中煤头尿素的产量占据第一位，约占到总产量的60%；气头尿素的产量占比接近40%；由于近年来国际石油价格的巨幅波动，国内油头尿素的产量占比已经降至10%以内。

上述三种方式中，由于天然气受原材料价格波动的影响最小，因此气头是毛利率最高的尿素生产方式。同时，由于天然气的输送受到地域的限制，因此，只有靠近气田，具有地域优势的企业才适合建设大规模的气头尿素生产装置。

2. 尿素市场供求情况及发展前景分析

尿素需求稳定增长

首先，化肥行业存在刚性的需求，且受经济景气度的影响较小，只要种粮，就需要施肥。

其次，我国的粮食产量与化肥施用量高度相关。在1978-2007年长达30年的时间里，我国的粮食产量与化肥施用量呈显著相关。

第三，粮食增产的目标和耕地面积增长有限的现状确定了化肥长期需求增长的趋势。粮食增产只能靠施肥提高单产来完成。2008年11月13日，国家发展和改革委员会首次公布了《国家粮食安全中长期规划纲要（2008-2020年）》。纲要提出未来我国粮食自给率要稳定在95%以上，到2020年我国粮食综合生产能力要达到5,400亿公斤以上，而2007年我国粮食产量为5,016亿公斤，这意味着在未来12年中，每年需要平均增产粮食32亿公斤。与此同时，随着我国国民经济的持续发展，建设用地的供需矛盾突出，每年都有部分非农建设用地占用耕地，根据2008年10月23日发布的《全国土地利用总体规划纲要（2006-2020年）》，国家提出未来要守住18亿亩的红线，全国耕地保有量在2010年和2020年要分别保持在18.18亿亩和18.05亿亩。在我国耕地面积增长潜力有限的条件下，粮食增产的任务只有依靠提高单位面积粮食产量来完成，这给化肥的长期市场需求的的增长提供了空间。

第四，国家化肥淡储量的增长促进了化肥市场的需求。2004年11月，国家发改委、财政部向国务院提出建立化肥淡储的意见，国家发改委在2005年1月

出台化肥淡季商业储备管理办法。2008年我国化肥淡储量规模为1,100万吨,比2007增加了300万吨,涨幅为37.5%。由于是重要农资,消费淡季国家采购收储稳定价格,保证旺季时厂商能供应充足。

低成本的有效供给不足

第一,尿素的总体产能趋于供需平衡。近年来,随着国内化肥用量的持续稳定增长,众多的企业进入化肥领域,使得国内的尿素产能得到了较快的增长。目前,国内氮肥、磷肥的产能已经达到市场的总需求量,钾肥的产能约占到市场需求量的1/3。

第二,尿素的实际产量仍有缺口。一方面,由于2008年国内煤价的波动,去年9—10月份部分煤头尿素开始停产,据预测,2009年国内尿素的实际产量较市场需求量将有近500万吨的缺口;另一方面,有关数据显示,目前规模企业的尿素产能占尿素总产能的比重只有54%左右,另外近50%的产能分布相当分散,由于小规模企业供给结构分散,成本控制差异大,因此他们的实际产量往往具有较大的不确定性,导致了尿素实际产量的不足。

从行业竞争格局来看:国内尿素行业的现状给业内优势企业的产能扩张提供了较大的空间,未来尿素行业的产能将逐步向具有明显资源优势、管理优势、规模优势等的大型尿素生产企业集中。

据民生证券调研了解到,国内具备规模的尿素生产企业并不多,在目前尿素价格每吨1400—1500元的行情下,多数煤头化肥企业亏损严重。小企业的耗电严重,如果取消用电优惠,将造成小化肥从市场竞争中退出。国家产业政策将推动化肥行业关闭小化肥厂,产能缩小300—500万吨将带来尿素价格的上涨。在小化肥厂因环保、成本原因逐步淘汰的过程中,有成本优势的大化肥将获得这块空缺的市场。

总体而言,长期来看,国内尿素行业的发展态势较好,公司二化项目的建设符合国家产业政策、行业发展趋势,项目投产后具有良好的市场前景。

三、二化项目今年建成,明年开始释放业绩

1. 二化项目技术领先,回报提速

一化项目年产52万吨尿素,盈利能力较强

公司目前拥有的合成氨/尿素装置由建峰总厂20世纪80年代末从国外引进,以天然气为原料,年生产能力为30万吨合成氨/52万吨尿素。该装置投产后经营业绩一直保持优良,2005年12月通过资产置换置入公司后,取得了不俗的经营业绩,公司2006年度、2007年度、2008年度和2009年上半年的净利润分别为8232.21万元、14544.46万元、27274.67万元和15700.82万元。最近3年半的净利润不断上升。

二化项目技术领先,国内已经建有两套装置

2007年2月,建峰化工总厂利用更加先进、环保、低能耗的工艺技术,正

式投入年产45万吨合成氨/80万吨尿素项目的建设。二化项目采用了KBR公司的深冷净化工艺和荷兰Stamicarbon公司的2000+CO₂气提法、普通颗粒尿素造粒专利技术，提升了技术水平，能够实现低能耗、低排放、高效率和高安全性，该项技术目前在国际上属于领先技术。该项目的建成有利于提高公司产品的科技含量和产品附加值，从而提升公司市场竞争力。

该项目目前国内有两套装置在产或在建

表3：国内3家拥有45万吨合成氨/80万吨大型尿素装置的公司

公司名称	备注
中海化学	海南岛二期化肥装置，已投产
中石油塔里木分公司	预计 09 年 10 月投产
建峰化工	预计 09 年 10 月完工，2010 年 6 月达产

资料来源：公司资料、民生证券研究所

公司二化采用的技术更加先进，国内中海油的子公司在海南有成功的运行。中石油的项目即将建成，该项目能耗比一化更低，预计达产后每吨节约成本100元左右。据公司董秘高峰先生介绍，09年12月25日将完成全部机械装置的建设和安装，然后投料试车。每个工段试车成功后将按照化工行业的行规按20%、30%的负荷往前推进，一般正常是一个季度的试产期，保守估计2010年6月30日将达到设计能力。

项目建设工期为34个月，前期由建峰化工总厂于2007年2月正式投入建设，2008年4月公司收购该项目后，由公司继续投入建设，集团将即将成熟的项目注入公司，表明集团对公司的支持，并一直以稳步提高公司业绩作为经营目标。项目的建设，强化了主营业务，二化项目投产后将形成75万吨合成氨/132万吨尿素的生产能力，标志着公司将跻身全国百万吨级尿素生产企业的行列，成为国内主要尿素生产企业之一。

我们预计公司的2010年1季度，二化的产量将逐步释放，二季度达到产能的50%，7月以后将能达产，业绩贡献将逐步释放。

四、 二化项目成本优势显著，销售市场已经开拓成功

1. 上游原材料——天然气供应得到政府的大力支持

天然气保证供应稳定

公司自建有80公里的天然气管道，直接接通川东气田，不仅保证了天然气气压，而且节省了管输费成本。同时，根据重庆市发展与改革委员会向公司出具的《关于涪陵合成氨项目天然气供应的函》(渝发改工函[2005]333号)和《关于建峰大化肥项目天然气供应事宜的复函》(2007年11月15日)，其在与中国石油化工集团公司的战略合作框架中，已将二化项目纳入川气东送工程。重庆燃气集团承担管道铺设任务，中石化普光气田保障09年9月供气到公司。在中石化给重庆市每年20亿立方米的总盘子中，每年有5亿立方米保证供给建峰化工，并且每年增长5%。价格上，中石化按照农业用气的价格供给，大概是每立方米0.74元——1.03元，投产时再具体确定。二化项目投产后，公司资源优势将得以进一步的发挥，盈利能力将进一步增强。

2. 运输成本低，投放市场及时

二化项目选址重庆市涪陵区白涛镇王家坝靠近乌江，地理位置得天独厚，产品的70%可以选择采用水路运输。目前，水运的价格低于铁路，更远低于公路运输。因此水运方式有利于节省运输成本。而在我国西南地区的大型化肥生产企业中，公司最靠近两湖地区和长江中下游平原，既节约了成本又有利于市场开拓。公司的其余销售是通过火车销售，公司自备有专用火车站。

3. 目标市场已经打开，完全具备新增销售 80 万吨化肥的能力

销售公司成立后提前开拓好市场

07年公司成立了八一六农资化肥流通公司，专门从事化肥销售工作，09年上半年自产自销30万吨尿素及复合肥，销售额达到8.1亿元，全年预计可达到12亿元以上。以目前的市场价每吨尿素1400元计算，80万吨化肥的销售收入也就是11.2亿元，公司的销售队伍消化自产化肥没有问题。

五、 盈利预测和估值分析

1. 盈利预测和估值分析

重要假设：

为预测公司未来的盈利情况，我们做如下假设：

表4：公司09——11年收入成本预测表

	09 年中期	09 年 E	2010 年 E	2011 年 E
化肥收入	55253.55	110506	174000	207700
化肥成本	33765.4444	67530.2166	106314	126697
毛利率	0.3889	0.3889	0.389	0.39
化肥利润	21488.1056	42975.7834	67686	81003
商品收入	81014.55	121521	60000	60000
商品成本	78551.7077	117826.762	58152	58146
毛利率	0.0304	0.0304	0.0308	0.0309
商品利润	2462.84232	3694.2384	1848	1854
总收入(万元)	136268.1	232027	234000	267700
总成本(万元)	112317.152	185356.978	164466	184843
综合毛利率	0.17576342	0.20114048	0.2971538	0.3095144

资料来源：民生证券研究所预测

1、09年全年销售外购商品12.15亿元，2010年消化二化产量后仍能销售6亿元商品，2011年销售二化达产后产品后仍能销售6亿元商品。

2、2010年1季度——4季度二化产量分别为6万吨、16万吨、20万吨、20万吨，2011年二化能达到年产80万吨的设计能力。

3、公司原材料天然气价格低于每立方米1.08元。

4、粮价保持稳定，尿素价格在1400——1750元/吨波动。

根据民生证券的财务预测模型，我们预计公司2009——2011年主营业务收入分别为11.05亿元、17.4亿元、20.77亿元，每股收益分别为0.70元、1.21元、1.54元。我们给予公司“推荐”投资评级，9月8日，按08年年报数据计算，氮肥行业的平均市盈率水平为22倍，如果按TTM计算，PE为40倍，我们按2010年20倍PE的水平给建峰化工估值，我们认为公司未来6个月股价有望达到24.2元。

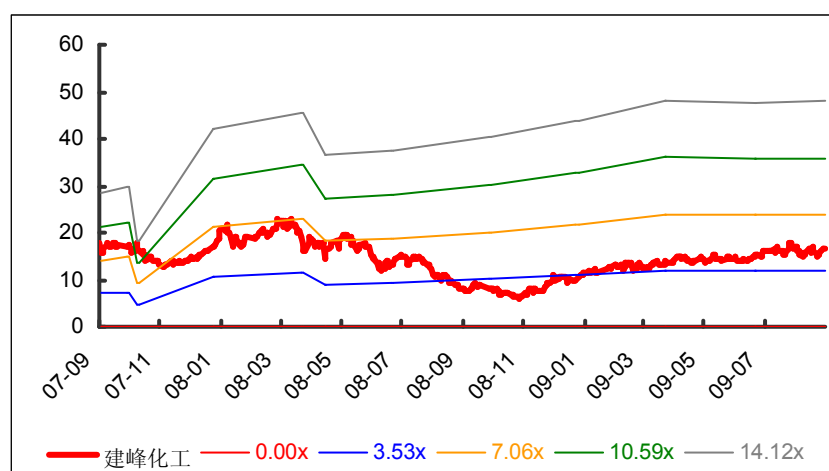
表5：氮肥行业上市公司的PE估值（2009年9月8日）

证券代码	证券简称	市盈率(08年报)	市盈率(TTM)
000059.SZ	辽通化工	31.73	33.38
000155.SZ	川化股份	27.64	38.23
000422.SZ	湖北宜化	31.01	762.74
000731.SZ	四川美丰	22.77	21.02
000830.SZ	鲁西化工	22.38	33.73
000912.SZ	泸天化	18.85	21.99
000950.SZ	建峰化工	19.06	17.41
000953.SZ	河池化工	-15.17	-12.25
002170.SZ	芭田股份	37.05	-85.24
002274.SZ	华昌化工	16.09	-100.92
600096.SH	云天化	21.72	115.25
600227.SH	赤天化	24.30	25.64
600230.SH	沧州大化	30.39	39.52
600423.SH	柳化股份	28.73	-321.39
600426.SH	华鲁恒升	23.08	24.76
		22.64	40.92

数据来源：Wind资讯、民生证券研究所

PB估值分析

公司的PB-BAND如下图



资料来源：WIND资讯

从图中可以看出，公司的目前的市净率处于历史中值附近，向上还有空间。

2. 投资策略

公司是国内氮肥企业中能保持保持较高毛利率的气头化肥企业，随着公司的增发完成，二化装置的逐步投产，公司的盈利能力将进一步提升。在毛利率保持微升的状态下，市场规模的扩大带来了利润的增长。民生证券认为该股业绩稳定增长态势明确，估值偏低，是值得长期投资的品种，在操作策略上可在其股价波动的箱体下轨买入，持有到业绩释放。

重要的刺激因素是尿素价格的上涨，粮食涨价或天然气的小幅度上涨以及小化肥的停产整顿都将带动尿素价格的上涨，出现这种事件性机会时，可以积极买入，以享受业绩大幅增长的利润。

3. 风险因素

公司最大的投资风险是由重庆燃气建设的天然气管道不能及时到厂，以及天然气价格的快速刚性上涨。

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	项目 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1,449	2,320	2,340	2,677	货币资金	866	1,141	1,176	1,712
减：营业成本	1,060	1,854	1,645	1,848	应收票据	5	7	7	8
营业税金及附加	0	0	0	0	应收账款	0	0	0	0
销售费用	69	68	59	67	预付账款	713	116	117	134
管理费用	48	58	59	67	其他应收款	8	0	0	0
财务费用	(32)	24	23	(10)	存货	198	345	306	344
资产减值损失	2	0	0	0	其他流动资产	0	0	0	0
加：投资收益	3	0	0	0	流动资产合计	1,790	1,609	1,606	2,198
二、营业利润	304	316	555	705	长期股权投资	1	1	1	1
加：营业外收支净额	(0)	0	0	0	固定资产	327	492	644	595
三、利润总额	304	316	555	705	在建工程	271	471	671	671
减：所得税费用	31	35	72	92	无形资产	97	90	84	77
四、净利润	273	281	483	613	其他非流动资产	4	4	4	4
归属于母公司的利润	273	281	483	613	非流动资产合计	700	1,059	1,404	1,349
五、基本每股收益(元)	0.88	0.70	1.21	1.54	资产总计	2,491	2,668	3,010	3,547
主要财务指标					短期借款	0	0	0	0
项目 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	应付票据	3	19	8	9
EV/EBITDA		18.2	10.8	8.4	应付账款	24	43	35	37
成长能力：					预收账款	203	278	204	185
营业收入同比	41.7%	60.1%	0.9%	14.4%	其他应付款	127	0	0	0
营业利润同比	25.4%	4.0%	75.8%	27.0%	应交税费	19	0	0	0
净利润同比	27.1%	3.1%	71.9%	27.0%	其他流动负债	40	0	0	0
营运能力：					流动负债合计	415	339	247	232
应收账款周转率					长期借款	1,091	1,091	1,091	1,091
存货周转率	6.63	6.83	5.06	5.69	其他非流动负债	0	0	0	0
总资产周转率	0.78	0.90	0.82	0.82	非流动负债合计	1,091	1,091	1,091	1,091
盈利能力与收益质量：					负债合计	1,507	1,430	1,338	1,323
毛利率	26.8%	20.1%	29.7%	31.0%	股本	312	399	399	399
净利率	18.8%	12.1%	20.6%	22.9%	资本公积	209	209	209	209
总资产净利率 ROA	11.0%	10.5%	16.1%	17.3%	留存收益	446	699	1,134	1,686
净资产收益率 ROE	27.7%	21.2%	27.5%	26.5%	少数股东权益	17	17	17	17
资本结构与偿债能力：					所有者权益合计	984	1,325	1,760	2,312
流动比率	4.31	4.74	6.51	9.49	负债和股东权益合计	2,491	2,755	3,097	3,634
资产负债率	60.5%	53.6%	44.5%	37.3%	现金流量表				
长期借款/总负债	72.4%	76.3%	81.6%	82.5%	项目 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
每股指标：					经营活动现金流量	390	727	506	587
每股收益	0.88	0.70	1.21	1.54	投资活动现金流量	(44)	(400)	(400)	0
每股经营现金流量	1.25	1.82	1.27	1.47	筹资活动现金流量	(74)	(52)	(71)	(51)
每股净资产	2.65	3.32	4.41	5.79	现金及等价物净增加	273	275	35	536

资料来源：民生证券研究所 公司年报

民生证券评级标准

公司评级标准

强烈推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

回避：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在-5%以下；

行业评级标准

推荐：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

回避：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归民生证券有限责任公司所有。未获得民生证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“民生证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。