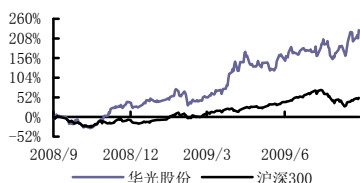


投资品 - 电气设备

2009 年 9 月 22 日

市场数据	2009 年 9 月 17 日
当前价格 (元)	20.86
52 周价格区间 (元)	4.44-20.86
总市值 (百万)	5340.16
流通市值 (百万)	5340.16
总股本 (百万股)	256.00
流通股 (百万股)	256.00
日均成交额 (百万)	76.53
近一月换手 (%)	59.33%
Beta (2 年)	
第一大股东	无锡国联环保能源集团有限公司
公司网址	http://www.wxboiler.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
华光股份	30.29%	24.09%	265.96%
沪深 300	5.73%	10.28%	72.10%

陆勤、颜彪

010-65018178

0755-83199599-8136

luqin@csc.com.cn

yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

陆勤、颜彪，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

CFB 锅炉好于预期，特种锅炉将持续高增长

——华光股份（600475）调研报告

评级： 买入

- 2009 年 9 月 17 日，我们对华光股份进行了实地调研，就公司各业务目前经营现状、各业务未来发展趋势等问题做了深入交流。
- 循环流化床锅炉经营情况好于预期。原因有三：一是在国家目前大力推行节能减排政策和发展低碳经济的前提下，CFB 锅炉仍面临较高的景气度；二是 CFB 锅炉不仅有电站市场，还有热电联产市场，随着国家对热能使用效率提高的要求，地方政府也会加大推广的力度；三是强大的订单实力也佐证了我们的判断。
- 垃圾焚烧锅炉成为未来业绩增长的主要动力。根据国家环保总局预测，2010 年中国城市垃圾年产量将为 1.52 亿吨，2015 年和 2020 年将达到 2.1 亿吨，垃圾焚烧锅炉将迎来爆发期。炉排炉技术引进后将加强公司对焚烧锅炉市场的控制。目前国内只有华光股份能做炉排炉，因此我们认为公司在新增焚烧炉市场中将大有作为。
- 余热锅炉海外市场稳步提升。公司余热锅炉海外市场拓展顺利，主要出口东南亚、非洲等市场。08 年出口部分占比 25%，今年来看占比达到 40% 左右。由于国外客户对零部件要求不同，导致其毛利率比国内同类产品高出 3%-5%。我们认为公司海外市场的稳步推进，余热锅炉业务收入将稳定增长，毛利率将有所提高。
- 热力电力业务扭亏为盈。公司的热力电力业务主要来自于惠联热电厂和惠联垃圾发电厂。08 年热力和电力业务亏损 1800 万元，但从 09 年一季报和中报数据看，已经扭亏为盈。我们认为热力和电力业务将持续上半年良好局面。
- IGCC 业务潜力巨大，但目前对业绩无实质性影响。我们认为此次公司与壳牌公司签订的服务协议，对公司 2009-2010 年业绩无法产生实质性影响，到 2011 年将开始逐步显现。
- 我们预测 2009-2011 年 EPS 分别为 0.56 元、0.79 元和 1.16 元，对应的动态 PE 分别为 34.8、24.7 和 16.8。考虑到公司面临巨大的节能减排市场和公司产业结构转型，给予“买入”评级。

事件

2009 年 9 月 17 日，我们对华光股份进行了实地调研，就公司各业务目前经营现状、各业务未来发展趋势等问题做了深入交流。

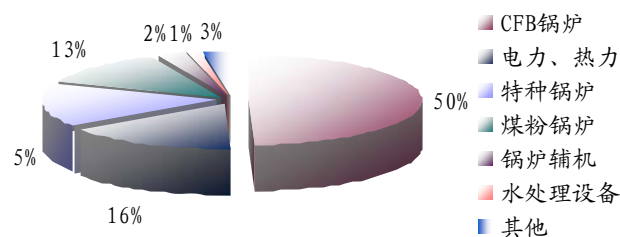
我们的观点：

- (1) CFB 锅炉 09 年受火电新增装机容量下滑影响低于预期；
- (2) 公司特种锅炉将出现爆发性增长，弥补 CFB 锅炉低增长；
- (3) 电力热力业务将扭亏为盈，09 年盈利可观；
- (4) IGCC 气化炉等业务 2010 年之前业绩难以体现；
- (5) 钢材高库存的消耗，使毛利率回升有望

公司基本情况介绍

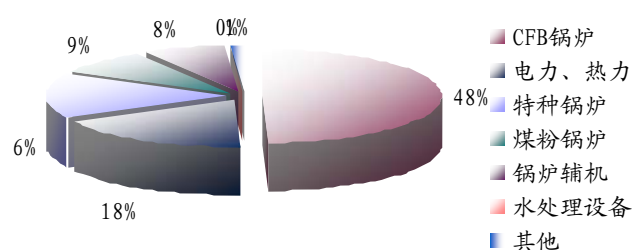
公司是为国家 520 家重点企业之一，国内最早 9 家持有“A 级许可证”的锅炉制造企业之一，是全国水处理设备科研中心和最大的制造基地。公司主营电站锅炉、工业锅炉、垃圾焚烧锅炉等产品的生产和销售，具有年产 30000 蒸吨锅炉和 5000 吨水处理设备的制造能力。公司主要产品有电站锅炉、工业锅炉、燃气轮机余热锅炉 (HRSG)、垃圾焚烧锅炉、生物质能锅炉、烟气脱硫及净化设备等。

Figure 1 2008 年公司收入构成



数据来源：wind、世纪证券研究所

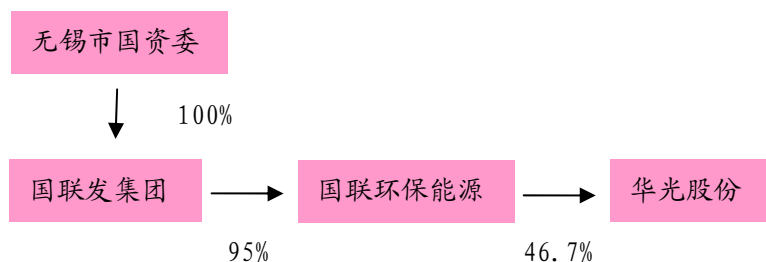
Figure 2 2009 上半年公司收入构成



数据来源：wind、世纪证券研究所

公司控股股东为无锡国联环保能源集团有限公司，实际控制人是无锡国联发展有限公司。

Figure 3 公司股权结构



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

循环流化床锅炉经营情况好于预期

10-15 万 KW 仍是主流，20 万 KW 小试，30 万 KW 技术吸收完成

CFB 锅炉技术作为一项高效低污染的新型技术，具有燃烧效率高、启动方便、炉膛内无沉浸受热面等优点，是一种符合环保要求的、先进高效的清洁能源燃烧设备。

公司的 CFB 锅炉主要是 5-15 万 KW 机组级别，其中 10-15 万 KW 机组占 CFB 锅炉比重为 40% 左右，市场份额超过 40%。

20 万机组级别目前有 4 台订单，为 07 年与金山股份所签。2010 年之前发 2 台，2011 年之前发剩下的 2 台。

公司 06 年从福斯特惠勒引进 30 万 KW CFB 锅炉，技术消化已结束，目前已具备生产 30 万 KW 机组的能力，只待接收订单。

火电装机容量的减少对公司影响低于预期

由于公司的 CFB 锅炉主要面向于坑口电站和集中供暖的热电联产市场，08 年下半年开始，受新增火电装机容量减少的影响，CFB 锅炉订单有减少和推迟的现象。但我们认为火电装机景气的下滑对公司 CFB 锅炉影响不是很大，主要基于以下几点考虑：

(1) CFB 锅炉是高效清洁的锅炉，在国家目前大力推行节能减排政策和发展低碳经济的前提下，CFB 锅炉仍面临较高的景气度；

(2) 公司的 CFB 锅炉不仅有电站市场，还有热电联产市场，随着国家对热能使用效率提高的要求，地方政府也会加大推广的力度；

(3) 强大的订单实力也佐证了我们的判断。截止到 09 年 8 月，公司新增订单约 18 亿元，(08 年全年新增订单为 27 亿元，为公司历史上第二高；公司预计 09 年新增订单 22 亿元)，加上 08 年结转下来的订单约 20 亿元，公司目前在手订单达到 38 亿元(从订单执行情况看，09 年主要执行的是 08 年的订单，09 年新增部分执行较少)。强大的在手订单将成为公司 CFB 锅炉收入的有力支撑。

CFB 锅炉竞争优势明显，地位难撼

CFB 锅炉客户对于锅炉生产方的质量和声誉比较看重，华光股份在锅炉制造领域具备强大的研发实力和市场基础，地位难撼。

CFB 锅炉市场第一梯队为三大动力，目前公司的 CFB 处于第二梯队，公司的竞争对手为济锅、杭锅、南通、武锅等，公司 CFB 锅炉市场份额仅仅在三大动力和武锅之后，但在 5-30 万 KW 市场上与公司形成直接竞争的为南通锅炉。在 CFB 锅炉市场上，没有很强的地域特征和季节性特征，因此对于公司在 CFB 锅炉 30 万 KW 机组及以下级别市场地位的维护

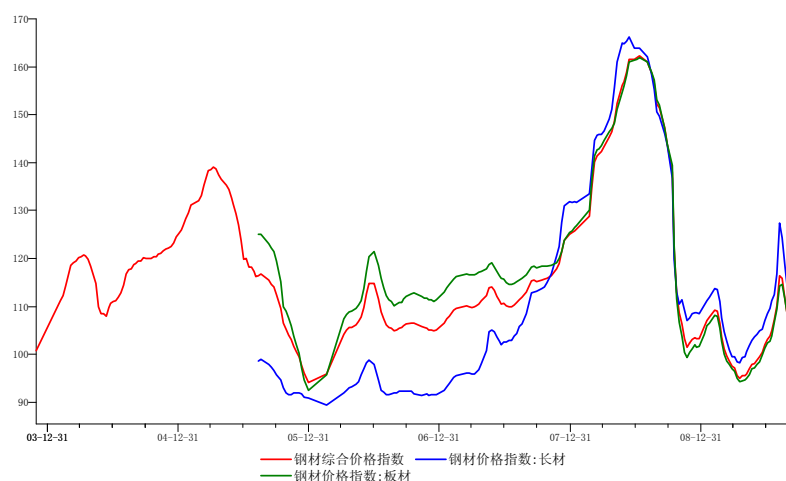
带来有利条件。

毛利率下半年预计有所上升

锅炉 70%左右的原材料为钢材，从投料开始，公司产品（所有锅炉）的生产周期为 3-7 个月。08 年钢材价格的高位运行，导致 09 年上半年毛利率下降明显。公司 09 年上半年 CFB 锅炉毛利率为 14.89%，较 08 年上半年下降近 2 个百分点。随着公司高价钢材库存消耗完毕，下半年毛利率将开始回升。

另外，公司执行的是闭口合同，可以根据原材料价格的波动来协商锅炉的价格，这将降低公司面临原材料波动的风险。

Figure 4 钢材价格走势



数据来源: Wind资讯

数据来源: wind、世纪证券研究所

收入及毛利率预期

结合对 CFB 锅炉未来市场和公司在该市场的地位分析，我们认为火电装机景气下滑对 09 年 CFB 锅炉业务影响较小，而且未来几年该业务将呈现较稳定的增长；我们预计 2009-2011 年 CFB 锅炉增长率分别为 2%、8%和 5%。

09 年毛利率受原材料库存影响，下半年毛利率将回升，预测全年毛利率基本与 08 年持平，2010 年将高于 09 年水平；我们预测 2009-2011 年 CFB 毛利率分别为 17%、17.5%和 17.8%。

垃圾焚烧锅炉成为未来业绩增长的主要动力

垃圾焚烧锅炉有两种，分别是循环流化床焚烧炉和炉排炉。

循环流化床焚烧炉的设备投资小，主要适用于垃圾热值比较低、酸度和水分比较大的垃圾处理，但其对垃圾进料要求高，飞灰产生量大。

炉排炉技术直接对垃圾进行焚烧，对垃圾质量和成分的要求较低，前处理简单，飞灰量少，技术成熟，发达国家目前采用的主要技术为炉排技术。目前国内的没有一家对炉排炉大规模生产，全部依赖进口。

垃圾焚烧锅炉将迎来爆发期

全世界每年产生 4.9 亿吨垃圾，仅中国每年就产生近 1.5 亿吨城市垃圾。中国城市生活垃圾累积堆存量已达 70 亿吨。根据国家环保总局预测，2010 年中国城市垃圾年产量将为 1.52 亿吨，2015 年和 2020 年将达到 2.1 亿吨。

根据《全国城镇环境卫生“十一五”规划》，2010 年中国城市生活垃圾清运量将达到 1.8 亿吨，无害化垃圾处理将达到 60% 以上。如果到 2010 年，垃圾焚烧处理量占总垃圾产量的 10%，焚烧热能用于发电和供热，那么从现在到 2010 年，则需要新建日处理能力为 3.2 万吨的垃圾焚烧设备。

而且，随着地方政府对环保和节能减排的日益重视，加上垃圾发电技术瓶颈的突破，我国城市垃圾发电将迎来巨大市场，这给公司的垃圾焚烧锅炉带来巨大成长机会。

炉排炉技术引进后加强对焚烧锅炉市场的控制

公司是国内垃圾焚烧炉制造龙头企业，在 200t/d 以上级别焚烧炉中市场占有率超过 30% (以金额计算)，垃圾焚烧锅炉市场主要竞争对手为南通。

09 年 6 月份，公司与日本日立造船株式会社签署了技术转让协议，引进的是 600t/d 及以下级别的炉排炉，公司目前同时具备了循环流化床和炉排炉两种技术的焚烧炉。

我们认为 09 年开始，垃圾发电市场开始加快发展。今年所核准的垃圾发电项目是之前的 10 倍之多，所要求的焚烧炉中炉排炉占比较高。而且地方政府对垃圾发电项目补助有所提高，从全国范围看，炉排炉补助标准为 100 元/吨，循环流化床锅炉为 50 元/吨，无锡市低于全国水平，但政府将补助标准有所提高。这也提高了客户的使用意愿。

目前国内只有华光股份能做炉排炉，因此我们认为公司在新增的焚烧炉市场中将大有作为。而且公司已经成立了针对市场和技术的攻关组，负责该市场的开拓。

公司现在已经与无锡市签订了 4 台炉排炉，前 2 台由客户与日立签订合同，然后转包给华光，价格约 4000 万元；后两台将由华光独立制造，我们预计价格将下降 30% 左右。我们认为随着公司对炉排炉技术的

逐步掌握，制造国产化率的提高，将有利于产品成本和价格的降低。

余热锅炉海外市场稳步提升

余热锅炉主要是利用燃气轮机烟气余热来加热水，成为高压高温的水蒸汽进入汽轮机做功，是燃气发电机的主要设备。

公司于 04 年引进 CMI 公司的立式余热锅炉，2009 年 4 月，又从 CMI-EPTI 公司的引进卧式余热锅炉。公司余热锅炉海外市场拓展顺利，主要出口东南亚、非洲等市场。08 年出口部分占比 25%，今年来看占比达到 40%左右。由于国外客户对零部件要求不同，导致其毛利率比国内同类产品高出 3%-5%。

我们认为公司海外市场的稳步推进，余热锅炉业务收入将稳定增长，毛利率将有所提高。

我们预测 2009-2011 年公司特种锅炉收入增长率分别为 40%、40%和 50%，毛利率分别为 24%、25%和 26%。

热力电力业务扭亏为盈

公司的热力电力业务主要来自于惠联热电厂和惠联垃圾发电厂。08 年热力和电力业务亏损 1800 万元，但从 09 年一季报和中报数据看，已经扭亏为盈。我们认为热力和电力业务将持续上半年良好局面，主要有两个原因：

(1) 煤价的大幅下跌。惠联热电厂主要消耗煤炭，而公司的惠联垃圾发电也需要煤炭（公司的垃圾和煤炭的参合比例为 8: 1，而全国水平为 4: 1），煤炭价格的下降大大减小了公司的成本。我们认为目前情况下，煤炭价格出现大幅反弹的可能性较小，公司热电业务 09 年将会实现盈利。

(2) 政府补贴的提高。无锡市政府之前对公司垃圾发电的补贴标准为 25 元/吨，但今年提高到 50 元/吨。

由于公司电力和热电销售较为稳定，我们假设 2009-2011 年收入增长率维持在 08 年水平，即增长率为 21%。但由于煤炭价格降低，我们假设 2009-2011 年毛利率达到 15%、18%和 20%。

IGCC 业务潜力巨大，但目前对业绩无实质性影响

我国发展 IGCC 空间广阔

我国以煤为主的能源结构长期难以改变，在电力结构中，以煤电为主的电力结构短期内也无法改变。我国煤炭总量虽然丰富，但燃煤发电效率较低，平均只有 33%，与日本等国家相比差距较大。

IGCC 发电技术是基于煤的气化技术、煤气的净化技术、高性能燃气轮机技术和燃气、蒸气联合循环及系统整体化技术等多种高科技技术的集成体。与传统的燃煤锅炉相比，IGCC 技术有一系列的优点，包括燃料灵活性、多产品生产能力、低废气排放、低固体废物排放、低耗水量、大幅度降低汞生成的能力以及增加二氧化碳收集和控制设施。对于提高燃煤利用效率、减少温室气体排放具有显著效果。

09 年以来，国家大力推广 IGCC 技术，目前规划中的 IGCC 项目有 20 个左右，其中神华的项目最大。到 2020 年 IGCC 市场容量将达到 300 亿元，其中关键设备如气化炉等设备市场空间广阔。

与壳牌的技术合作有利于公司占据先入为主优势

公司于 09 年 11 日与壳牌全球解决方案国际 BV 公司签订《支持第一台 SCGP 气化炉及合成气冷却器内件交付资质评估服务协议》，壳牌将为公司提供其开发的通过将煤或者煤非催化部分氧化产生合成气的工艺，包括但不限于提供工程设计支持服务，并收取服务费用。

壳牌在全球进行煤气化技术开发与商业应用已有 30 多年经验。壳牌煤气化技术将煤转化为合成气，用于生产化工产品或者用于发电。壳牌同中国用户已达成 19 个煤气化技术许可协议，其中 11 个项目的 12 台气化炉已经开车，包括壳牌与中石化在湖南岳阳合资的煤气化工厂。

此次与壳牌签订协议的还有东方锅炉和海陆重工，我们认为公司与壳牌技术合作，将形成国内 IGCC 市场的先入优势。

IGCC 推广的两个障碍

IGCC 能提高燃煤的利用效率，但我们认为目前也只能像风电、光伏一样成为对电力的补充，而不能大力推广，主要面临两方面的障碍：

一是其成本较高。光气化炉这一器件造价就高达 2 亿元左右，整个循环系统的造价就更高，目前国内 IGCC 项目主要由煤炭企业（央企）来试验推广。造价高最终将导致上网电价超出用户的承受能力，最终还是国家通过政策来补贴。

二是欧美已建成的若干套 IGCC 示范设备，实际效率还达不到设计效率或明显优于超超临界机组的效率。我们的煤炭质量和环境与国外还有较大差别，引进技术与国内煤化工相结合还需要进一步磨合。

我们认为此次公司与壳牌公司签订的服务协议，对公司 2009-2010 年业绩无法产生实质性影响，到 2011 年将开始逐步显现。

盈利预测和评级

盈利预测假设

(1) 收入和毛利率预测

循环流化床锅炉 2009-2011 年收入增长率分别为 2%、8%和 5%；毛利率分别为 17%、17.5%和 17.8%。

特种锅炉 2009-2011 年收入增长率分别为 40%、40%和 50%；毛利率分别为 24%、25%和 26%（假设钢材不会出现 08 年的大幅走高、国产化率的提高，都将提高特种锅炉的毛利率）。

电力和热力假设 2009-2011 年收入增长率维持在 08 年水平，即增长率为 21%。但由于煤炭价格降低，我们假设 2009-2011 年毛利率达到 15%、18%和 20%。

粉煤锅炉预计仍将负增长，预计 2009-2011 年收入增速分别为-30%、-25%和-18%，毛利率分别为 24%、25%和 25%。

水处理设备假设 2009-2011 收入增长率为-10%、-5%和 0%，毛利率分别为 12%、12%和 12%。

锅炉辅机假设 2009-2011 年收入增长率为 15%、10%和 8%；毛利率分别为 30%、20%和 20%。

(2) 气化炉 2009-2010 年不产生收益，2011 年假设销售 1 台，以 2 亿元计算，毛利率 20%；

(3) 投资收益 09 年好于 08 年，主要是申购新股产生的收益；

(4) 营业外收支净额 09 年与 08 年比有较大提升（政府补贴力度加大）；

(5) 费用率无明显变化

(6) 资本结构无明显变化

盈利预测和评级

我们预测公司 2009-2011 年收入分别为 29.9 亿元、34.5 亿元和 42.7 亿元，每股收益分别为 0.56 元、0.79 元和 1.16 元，对应的动态 PE 分别为 34.8、24.7 和 16.8。考虑到公司正在积极的业务转型中，面临巨大的环保业务市场，给予“买入”评级。

风险提示

公司面临的主要风险有：

- (1) 钢材价格波动的风险
- (2) 国家环保政策对特种锅炉增长率的影响
- (3) CFB 锅炉业务受宏观影响超过预期

Figure 5 公司各业务收入及毛利率预测 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
循环流化床锅炉	1184.24	1,377.96	1,405.51	1,517.96	1,593.85
收入增长率		16.36%	2.00%	8.00%	0.05
毛利率		16.27%	17.00%	17.50%	0.18
特种锅炉	310.57	428.72	600.20	840.29	1,260.43
收入增长率		38.04%	40.00%	40.00%	0.50
毛利率		21.74%	24.00%	25.00%	0.26
粉煤锅炉	610.40	358.12	250.69	188.02	154.17
收入增长率		-41.33%	-30.00%	-25.00%	-0.18
毛利率		23.23%	24.00%	25.00%	0.25
电力热力	361.54	437.98	529.95	641.24	775.90
收入增长率		21.14%	21.00%	21.00%	0.21
毛利率		12.15%	15.00%	18.00%	0.20
水处理设备	78.76	35.71	32.14	30.53	30.53
收入增长率		-54.66%	-10.00%	-5.00%	0.00
毛利率		9.84%	12.00%	12.00%	0.12
锅炉辅机	54.19	68.84	79.17	87.09	94.05
收入增长率		27.04%	15.00%	10.00%	0.08
毛利率		44.06%	30.00%	20.00%	0.20
IGCC					200.00
毛利率					0.20
其他收入	34.25	72.04	93.65	112.38	134.86
收入增长率		110.32%	30.00%	20.00%	0.20
毛利率		23.00%	23.00%	23.00%	0.23
营业收入合计	2633.95	2779.37	2991.32	3417.50	4,243.80
增长率		5.52%	7.63%	14.25%	0.24
毛利润		504.22	571.79	685.07	898.63
营业成本		2275.15	2419.53	2732.43	3,345.17
综合毛利率		18.14%	19.12%	20.05%	0.21

数据来源: 世纪证券研究所

Figure 6 盈利预测

项目(单位: 百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业利润						
减: 营业成本	1,991.75	2,117.21	2,274.62	2,419.53	2,732.43	3,345.17
减: 营业税金及附加	2.68	9.51	6.28	5.98	6.84	8.49
减: 营业费用	60.16	88.08	110.14	104.70	119.61	148.53
减: 管理费用	217.72	238.19	230.15	245.29	280.24	347.99
减: 财务费用	8.75	27.15	41.65	58.03	65.11	72.12
减: 资产减值损失	37.40	10.22	11.70	10.00	10.00	10.00
加: 公允价值变动净收益	93.76	0.39	-0.81	0.00	0.00	0.00
加: 投资净收益	17.98	62.55	8.89	12.00	25.00	32.00
营业利润	281.12	206.53	112.92	159.79	228.28	343.50
二、利润总额						
加: 营业外收入	1.18	28.57	10.43	30.00	40.00	45.00
减: 营业外支出	8.34	9.11	9.22	6.00	9.00	9.00
利润总额	273.96	225.99	114.12	183.79	259.28	379.50
三、净利润						
减: 所得税	28.50	42.11	19.29	31.24	44.08	64.52
净利润	245.46	183.88	94.83	152.55	215.20	314.99
四、归属于母公司所有者净利润						
减: 少数股东损益	16.14	12.57	-7.73	9.19	12.96	18.98
归属母公司净利润	229.32	171.31	102.56	143.36	202.24	296.01
总股本	256.00	256.00	256.00	256.00	256.00	256.00
EPS	0.896	0.669	0.401	0.560	0.790	1.156

数据来源: 世纪证券研究所

三大报表预测

Figure 7 三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3263	3616	4072	4973	营业收入	2779	2991	3418	4244
现金	1101	1293	1685	1891	营业成本	2275	2420	2732	3345
应收账款	494	594	706	1021	营业税金及附加	6	6	7	8
其他应收款	20	36	41	51	营业费用	110	105	120	149
预付账款	109	121	137	167	管理费用	230	245	280	348
存货	1423	1452	1366	1673	财务费用	42	58	65	72
其他流动资产	116	120	137	170	资产减值损失	12	10	10	10
非流动资产	1430	1361	1330	1311	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	31	31	31	31	投资净收益	9	12	25	32
固定资产	1070	1081	1093	1087	营业利润	113	160	228	344
无形资产	128	125	129	129	营业外收入	10	30	40	45
其他非流动资产	201	123	77	64	营业外支出	9	6	9	9
资产总计	4693	4977	5402	6285	利润总额	114	184	259	380
流动负债	3168	3364	3639	4270	所得税	19	31	44	65
短期借款	387	400	500	600	净利润	95	153	215	315
应付账款	601	609	757	915	少数股东损益	-8	9	13	19
其他流动负债	2180	2355	2381	2755	归属母公司净利润	103	143	202	296
非流动负债	432	431	431	431	EBITDA	246	293	374	501
长期借款	414	414	414	414	EPS (元)	0.40	0.56	0.79	1.16
其他非流动负债	18	17	17	17	主要财务比率				
负债合计	3600	3795	4070	4701	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	149	158	171	190	成长能力				
股本	256	256	256	256	营业收入	5.5%	7.6%	14.2%	24.2%
资本公积	135	135	135	135	营业利润	-45.3%	41.5%	42.9%	50.5%
留存收益	553	633	771	1003	归属于母公司净利润	-40.1%	39.8%	41.1%	46.4%
归属母公司股东权益	944	1023	1162	1394	获利能力				
负债和股东权益	4693	4977	5402	6285	毛利率 (%)	18.2%	19.1%	20.0%	21.2%
现金流量表					净利率 (%)	3.7%	4.8%	5.9%	7.0%
单位: 百万元					ROE (%)	10.9%	14.0%	17.4%	21.2%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC (%)	17.0%	26.9%	45.2%	50.8%
经营活动现金流	-123	279	458	277	偿债能力				
净利润	95	153	215	315	资产负债率 (%)	76.7%	76.3%	75.3%	74.8%
折旧摊销	92	75	80	85	净负债比率 (%)	22.25%	21.45%	22.46%	21.57%
财务费用	42	58	65	72	流动比率	1.03	1.07	1.12	1.16
投资损失	-9	-12	-25	-32	速动比率	0.58	0.64	0.74	0.77
营运资金变动	-363	3	93	-213	营运能力				
其他经营现金流	21	3	29	50	总资产周转率	0.59	0.62	0.66	0.73
投资活动现金流	-45	21	-36	-35	应收账款周转率	5.13	4.80	4.60	4.30
资本支出	80	10	50	60	应付账款周转率	4.08	4.00	4.00	4.00
长期投资	11	-20	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	46	11	14	25	每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.56	0.79	1.16
筹资活动现金流	-105	-109	-29	-36	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.48	1.09	1.79	1.08
短期借款	167	13	100	100	每股净资产 (最新摊薄)	3.69	4.00	4.54	5.44
长期借款	10	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	48.67	34.82	24.68	16.86
资本公积增加	-99	0	0	0	P/B	5.29	4.88	4.30	3.58
其他筹资现金流	-183	-122	-129	-136	EV/EBITDA	19	16	13	10
现金净增加额	-273	192	393	206					

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.