

受益于期货推出 从周期性底点复苏

研究结论

- **钼期货上市将推动钼价** LME 将在 2 月 22 日推出钼期货。钼是 09 年以来增长最少的金属之一。国内钼精矿价格去年全年涨幅为 34.8%，远低于其他金属。随着钼期货的推出，钼的金融属性增强，另外因为钼金属规模较小，不可避免会有资金流入投机炒作，市场波动性将加大，预期钼价格将出现补涨情况。公司作为 A 股最大钼企业将受益于钼价上涨。
- **中国钼需求增长迅速 钢厂补库存推动价格** 不锈钢和建筑用钢是钼的主要下游行业。受中国经济快速增长的强劲拉动和从“碳钢大国”向“合金钢大国”的转变，中国已成为全球钼需求增长最快的国家之一，已经超越美国和日本成为全球钼消费的第二大市场。04—09 年中国钼消费复合增长率为 31%。09 年 1—11 月同比增长 76%。另外钼作为石油冶炼中的润滑剂也将随着石油冶炼行业的复苏而需求增长，春节后将是钢厂采购钼原材料的高峰，预期随着需求增长进而推动钼价。
- **伴生钼产量下降 焙烧能力成为钼供给瓶颈** 最近两年国际主要钼厂商的产量以年均 9% 的速度下滑。而国际主要新建/扩建钼项目由于钼价下跌和金融危机影响而延期，另外由于钼的焙烧环节污染较严重，特别是硫烟气的回收问题，使得新增焙烧能力受到限制。因此全球有限的焙烧能力确保了钼的供给不会过多。我们预计随着需求恢复，而新建项目短时间内不会大规模出矿，2010-2011 年的供应增长将低于需求增长，钼价重回前期高点概率很大。另外由于原生矿生产成本较高，伴生钼的产量下降原生矿产量增长所导致的供应结构的调整将对钼价有支撑作用
- **资源优势明显，产能大幅增长** 公司是国内资源保有量最大的钼矿产商。拥有金堆城和汝阳两大矿山，权益储量为 122 万吨，占全国储量的 37.5%。按一年 1.4—2 万吨金属开采量计算，未来还可开采 60—80 年。汝阳矿目前基础建设已基本完成，2010 年开始 2—3 年将达到 2 万吨/天矿石处理量。将是公司未来产量的主要增长点。加上金堆城矿现有的 1.4 万吨年产量，公司 2010—2012 年产量将有年均 20% 以上的增长。
- **新增深加工业务将完善产业链，应对出口限制** 公司是国内出口配额最多的钼企业。近年大力发展钼的深加工项目。除了完善产业链以外还可以应对钼的出口限制问题。新增深加工项目中钼条、杆、型材和异型材和钼丝两类钼金属产品不在配额政策限制出口范围内。随着 OECD 国家经济复苏，需求增长，公司将受益于完整的产品结构和丰富的非配额限制产品系列。
- **盈利预测** 我们预测 2010-2011 年钼价为 3078 和 3373 元/吨度。公司 2009-2011 年 EPS 为每股 0.21、0.65 和 0.85 元。股价对应 28 倍/22 倍 2010/2011 年 PE，低于行业平均 PE 水平，给予公司目标价格为 23 元，对应 35 倍 2010 年 PE，买入评级。
- **风险因素**：钼价涨幅低于预期，出口配额降低和关税上调

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

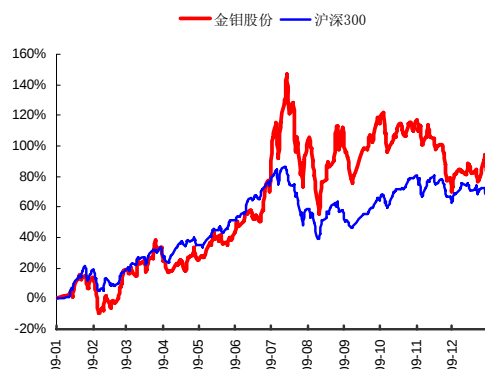


东方证券
ORIENT SECURITIES

张镭 8621-63325888 × 6102
zhanglei@orientsec.com.cn
徐建花 8621-63325888 × 6090
xujianhua@orientsec.com.cn
周凤武 8621-63325888 × 6100
zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)
股价 (2009 年 1 月 25 日) 18.26 元
目标价格 (6 个月) 23 元
总股本/A 股 (亿股) 32.27/6.46
A 股市值 (亿元) 598
国家/地区 中国
行业 有色金属
报告日期 2009 年 1 月 25 日

股价表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5961	4152	6533	7914
同比	2.1%	-30.3%	57.4%	21.1%
归属母公司净利润	2808	669	2105	2727
同比	-7.3%	-76.2%	214.5%	29.5%
ROE	20.46%	4.75%	13.53%	15.61%
EPS	1.04	0.21	0.65	0.85
每股净资产	5.11	4.37	4.82	5.42
P/E	17.5	88.0	28.0	21.6
P/B	3.6	4.2	3.8	3.4

目 录

钼将从周期低点复苏	4
钼期货推出将推动钼价	4
钼的供需基本面:	4
伴生钼产量下降	4
未来含钼特钢增长空间很大	7
资源优势明显, 钼矿产能大幅提升	9
深加工项目完善产品结构应对出口限制	9
国内需求增长	10
一体化产业链	10
盈利预测	11

图表目录

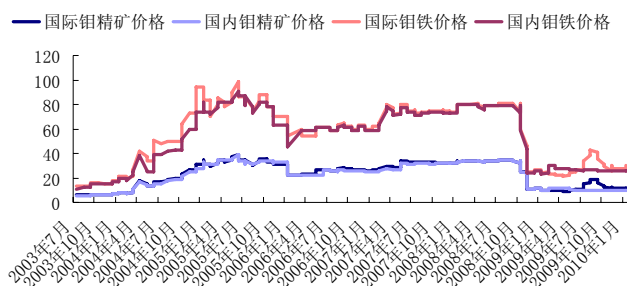
图 1：钼价格高位回落后一直在底部徘徊	4
图 2：世界钼产量	4
图 3：钼的一次消费	6
图 4：钼的二次消费	6
图 4：中国钼表观消费增长迅速	6
图 5：中国房地产业	7
图 6：中国汽车行业	7
图 7：中国钼表观消费 2006-2009	8
图 8：中国钼产量 2006-2009	8
图 9：由于国内外价差 09 年中国是钼净进口国	8
图 10：钼价和钢铁价格相关度很高	8
图 11：公司各项产品收入构成	11
图 12：公司各项产品毛利率情况	11
表 1：国际主要钼厂商近年产量递减	4
表 2：国际主要新建/扩建钼项目延期情况	5
表 3：全球钼产量，储量情况	5
表 5：预计 2011 年开始将出现钼短缺	9
表 6：金钼产品出口配额为全国最多	10
表 7：主要假设	11
表 8：敏感性分析	11
附表：财务报表预测与比率分析	12

钼将从周期低点复苏

钼期货推出将推动铝价

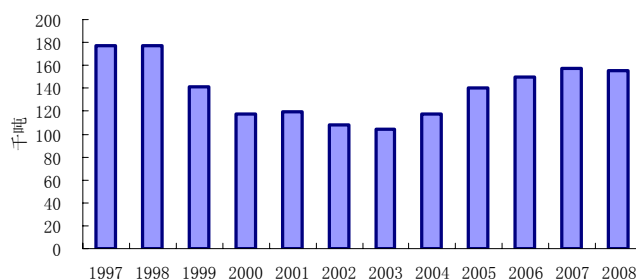
钼价格自 08 年 11 月下落以来一直维持在低位徘徊，上升幅度明显低于其他金属。国内钼精矿价格去年全年涨幅为 34.8%，美国钼铁价格仅增长 2%，远低于其他金属。LME 将在 2 月 22 日推出钼期货。期货品种的推出将改变以往交易价格每周在欧洲和美国的金属期刊上公布的滞后方式，期货品种的推出将更切实的反映市场上供需的状况。我们认为随着钼期货的推出，金融属性增强，预期钼价格将出现补涨情况。另外因为钼金属规模较小，不可避免会有资金流入投机炒作，市场波动性将加大，公司作为 A 股最大钼企业将受益于钼价上涨。

图 1：钼价格高位回落后一直在底部徘徊



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 2：世界钼产量



资料来源：Reuters，东方证券研究所

钼的供需基本面：

伴生钼产量下降

世界钼产量的 60% 主要为伴生矿或共生矿（主要是铜矿）。伴生钼矿面临几大问题：1) 随着铜矿品位的下降伴生钼的产量下滑 2) 新铜矿多数位于不同矿带，含钼低或没有伴生钼 3) 目前占比不断提高的（20% 以上）的铜冶炼使用更环保的溶剂萃取/电解技术，这项技术降低了钼金属的回收 4) 南美铜矿的劳资纠纷将影响钼矿的供应。另外国际主要钼厂商的几个大的新建/扩建项目受 08 年底钼价下跌和金融危机影响而延期，使得 2010-2011 钼的供应速度将低于需求增长速度。

表 1：国际主要钼厂商近年产量递减

(百万磅)	2007	2008	2009
Codelco	61.4	44.5	41.0
Freeport—McMoRan	69.5	73.1	55.2
Kennecott	33.1	23.2	22.3
Grupo Mexico	35.8	36.0	38.2
Thompson Creek	18.0	29.1	27.2

Antofagasta	22.3	17.3	16.9
Collahuasi	8.9	5.4	10.9
Antamina	14.1	12.2	5.8
总计	263.1	240.8	217.5

资料来源：英国商品研究所，安泰科，东方证券研究所

表 2：国际主要新建/扩建钼项目延期情况

公司名称	项目名称	项目产能（吨）	原计划投产时间	现计划投产时间
Freeport—McMoRan	Climax 钼矿重启	13,620	2010 年	2011 年
Thompson Creek	Davision 矿	2,270	2010 年	2010 年
Thompson Creek	Endako 扩建	7,718	2010 年	2010 年
General Moly	Mount Hope 项目	17,250	2010 年后期	2012 年
Adanac	Ruby Creek 矿	5,902	2011 年	2011 年

资料来源：安泰科，东方证券研究所

美国，中国和智利的钼储量占世界总量的 83%。

表 3：全球钼产量，储量情况

	钼产量（吨）		储量（千吨）	
	2007	2008E	储量	储量基础
美国	57000	61400	2700	5400
中国	59800	59800	3300	8300
智利	44912	45000	1100	2500
加拿大	12000	12000	450	910
秘鲁	16737	17000	140	230
其他	14551	16800	910	1660
世界总量	205000	212000	8600	19000

资料来源：USGS，东方证券研究所

焙烧能力是钼供给的主要瓶颈

由于钼的焙烧环节（从钼精矿到氧化钼环节）污染较严重，特别是硫烟气的回收问题，使得在钼的主要生产地区北美和智利，新增焙烧能力并不容易。而国内由于环保限制，几乎没有新增的焙烧产

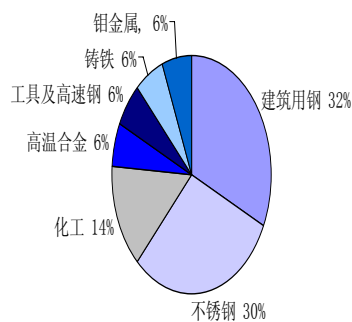
能，并且已经关停了一些小企业的生产。另外钼产品的价格下降也使得部分成本较高的小企业退出了行业。因此全球有限的焙烧能力确保了钼的供给不会过多。

钼的需求增长空间很大：

钼的第一次消费中 75%是用于钢铁行业。钼是生产合金钢，不锈钢，工具钢等的添加剂，可使各类合金钢的强度，韧性，耐热性，耐腐蚀性和可焊接性大大提高。钼在化工领域的应用也不断扩大。主要应用在输油管道，转探，存储，精炼设备和核电设备中。钼还是原油精炼、火电生产过程中的脱硫趋化剂。

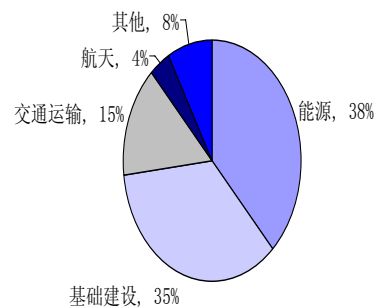
钼的消费在过去 50 年里平均每年增长 5%。2005-2007 年间钼消费年均增长 8%。金融危机时期由于不锈钢需求下降而下滑。根据 CPM 预测 2010 年钼需求将增长 6%，主要是由于 1) 中国和印度等新兴国家的基础建设带来的不锈钢需求增长 2) 原油生产领域生产规模扩大，3) 汽车行业和 4) 航天行业的发展。

图 3：钼的一次消费



资料来源：IMOA

图 4：钼的二次消费



资料来源：IMOA

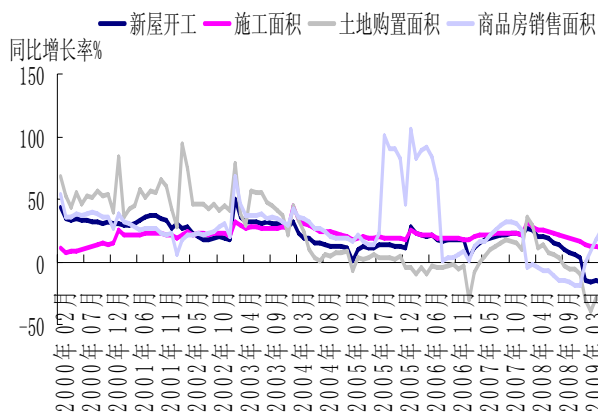
图 4：中国钼表观消费增长迅速

	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年
1 月	13.61	10.40	8.54	5.67	4.99	3.97
2 月	17.40	10.10	8.93	4.83	4.77	5.58
3 月	24.94	12.51	10.43	7.93	10.41	3.71
4 月	21.94	13.92	11.13	7.50	7.72	4.77
5 月	19.61	14.25	11.35	6.95	11.09	7.19
6 月	24.11	16.85	10.86	8.54	5.55	3.43
7 月	22.77	10.98	12.06	7.76	5.53	3.65
8 月	23.34	13.96	12.04	8.07	6.79	3.53
9 月	22.18	14.81	12.04	8.68	6.89	4.31
10 月	20.74	15.97	13.50	8.79	5.89	5.72
11 月	24.44	14.27	11.46	7.56	6.22	4.62

12月		12.82	12.31	10.62	6.75	4.28
合计	235.07	133.74	110.88	74.72	69.62	45.85
增长	75.77%	20.62%	48.40%	7.31%	51.84%	

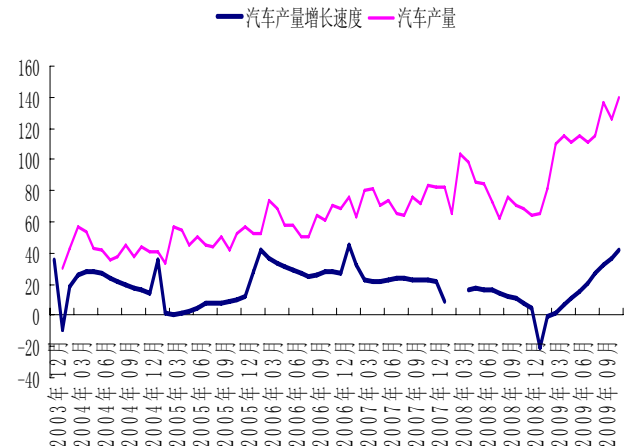
资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 5：中国房地产业



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 6：中国汽车行业

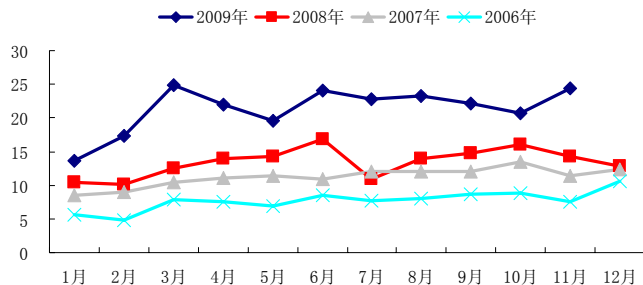


资料来源：Wind，东方证券研究所

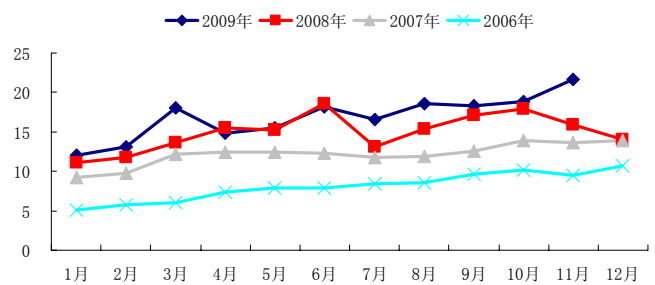
未来含钼特钢增长空间很大

受中国国内宏观经济快速增长的强劲拉动，随着从“碳钢大国”向“合金钢大国”的转变，中国已成为全球钼需求增长最快的国家之一，已经超越美国和日本成为全球钼消费的第二大市场。目前中国含钼特钢占比远低于国际平均水平。中国钼的消费和产量将随着城市化建设以及大量基础建设对钢铁的需求增长而增长。

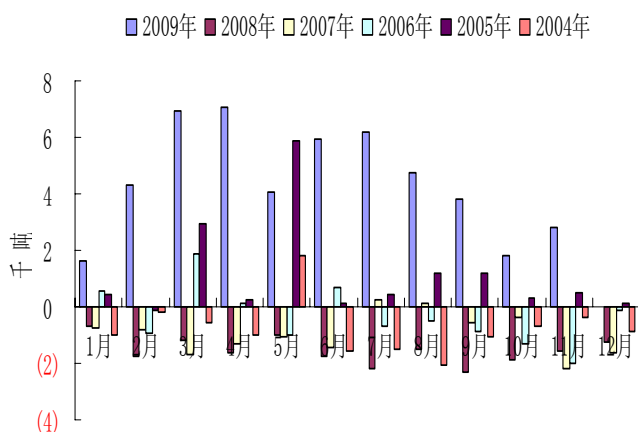
根据国际钢协预测，预计 2010 年全球钢材需求增长 9.2%，达到 12.06 亿吨，与 2008 年基本持平。预计欧盟 27 国 2010 年钢材表观消费量将增长 12.4%；北美地区表观消费量将增长 17.1%，亚太区将增长 7.6%；发展中国家在 2010 年将有 15% 增长。受钢铁行业复苏影响，钼的需求也将同步增长。

图 7：中国钼表观消费 2006-2009


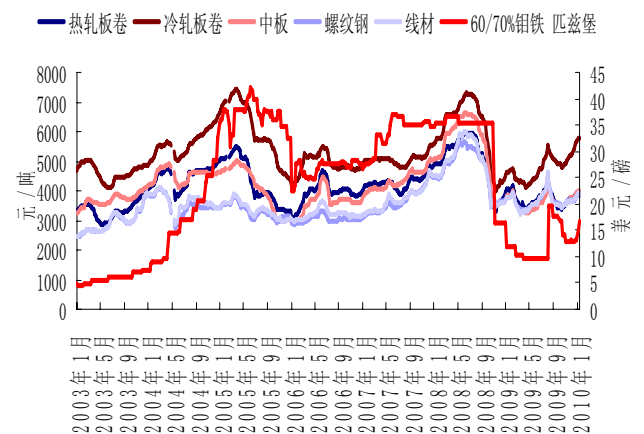
资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 8：中国钼产量 2006-2009


资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 9：由于国内外价差 09 年中国是钼净进口国


资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 10：钼价和钢铁价格相关度很高


资料来源：WIND，东方证券研究所

我们预计随着需求恢复，而新建项目短时间内不会大规模出矿，2010-2011 年的供给将出现短缺，钼价重回前期高点概率很大。而未来钼钢比例的提高将导致需求出现大幅增长，进而推动钼价。

另外由于原生矿生产成本较高，伴生钼的产量下降而原生矿的增长所导致的供应结构的调整将对钼价有支撑作用。

表 5：预计 2011 年开始将出现钼短缺

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
供给 (吨)									
原生矿									
美洲	24,267	27,352	30,754	30,073	34,519	28,105	26,853	27,390	28,212
增速		12.7%	12.4%	-2.2%	14.8%	-18.6%	-4.5%	2.0%	3.0%
中国	53,293	35,695	47,315	66,348	81,373	89,522	96,369	106,006	114,486
增速		-33.0%	32.6%	40.2%	22.6%	10.0%	7.6%	10.0%	8.0%
原生矿产量	81,824	67,810	84,601	102,091	122,333	125,065	133,020	144,664	155,656
增速	2.1%	-17.1%	24.8%	20.7%	19.8%	2.2%	6.4%	8.8%	7.6%
伴生矿									
美洲	89,086	103,602	100,200	98,839	90,992	88,905	90,855	95,398	103,030
增速	30.8%	16.3%	-3.3%	-1.4%	-7.9%	-2.3%	2.2%	5.0%	8.0%
伴生矿产量	96,707	110,768	108,138	108,001	98,051	87,610	89,560	94,142	101,811
增速	28.2%	14.5%	-2.4%	-0.1%	-9.2%	-10.6%	2.2%	5.1%	8.1%
全球产量	178,531	178,578	192,739	210,092	220,384	212,675	222,580	238,805	257,467
增速	14.5%	0.0%	7.9%	9.0%	4.9%	-3.5%	4.7%	7.3%	7.8%
需求									
美国	31,616	32,205	33,475	34,647	32,915	26,332	26,595	27,127	27,669
增速	7.4%	1.9%	3.9%	3.5%	-5.0%	-20.0%	1.0%	2.0%	2.0%
欧洲	60,238	56,019	58,922	61,574	58,495	46,796	47,264	48,209	49,173
增速	4.9%	-7.0%	5.2%	4.5%	-5.0%	-20.0%	1.0%	2.0%	2.0%
日本	28,894	29,393	30,935	32,327	30,711	26,104	26,365	26,892	27,430
增速	7.6%	1.7%	5.2%	4.5%	-5.0%	-15.0%	1.0%	2.0%	2.0%
中国	18,655	22,820	26,405	40,373	60,152	72,183	83,732	97,966	115,600
增速	18.0%	22.3%	15.7%	52.9%	49.0%	20.0%	16.0%	17.0%	18.0%
全球需求	175,921	180,093	189,937	210,846	218,878	208,746	222,059	239,060	259,516
增速	11.3%	2.4%	5.5%	11.0%	3.8%	-4.6%	6.4%	7.7%	8.6%
过剩 (短缺)	2,610	(1,515)	2,802	(754)	1,506	3,929	521	(255)	(2,049)

资料来源：CRU，东方证券研究所

资源优势明显，钼矿产能大幅提升

公司目前主要有金堆城和汝阳两大矿山，权益储量为124万吨，占全国储量的37.5%。金堆城钼矿是世界六大原生钼矿床之一，分小北露天、南露天和全露天三部分，均为大型露天矿。金堆城钼矿保有矿石储量共计约80,066 万吨，钼金属量约78万吨。金堆城属于钼硫矿，深加工比较容易。目前开采的小北露天品位最高，已开采到200米，刚进入富矿区域，平均品位0.145%。随着不断开采，工作面减少，目前在往南扩展。目前有 3万吨/天矿石处理量，可产 1.6—1.7万吨金属量一年，未来还可露天开采50年。目前南露天还在基础建设中。

汝阳矿：位于东秦岭矿带，公司权益储量（65%）约 45 万吨，平均品位 0.11%，在当地选矿，运到金堆城焙烧。汝阳目前基础建设已基本完成，2010 年开始 2—3 年将达到 2 万吨/天矿石处理量。将是公司未来产量的主要增长点。金堆城矿由于品位高，在汝阳矿开始大规模出矿后将主要用作钼金属、钼化工。而汝阳矿将主要用做钼炉料。

我们预测 2010—2012 年公司金属产量将达到 1.6 万吨，1.9 万吨，2.4 万吨。平均产量增长速度为 26%。

深加工项目完善产品结构应对出口限制

公司08年IPO募集资金很大一部分用于钼的深加工项目。除了完善产业链的目的外还可以应对钼的出口配额问题。目前钼条、杆、型材和异型材和钼丝两类钼金属产品不在配额政策限制出口范围内。钼金属制品中的钼粉和未锻轧产品关税从15%降低到5%。锻轧产品还有5%退税。

公司深加工项目中钼化工6500吨/年的生产线已经完成，8000吨/年的氧化钼生产线预计在2010年

内完成，公司钼化工产能有望增长150%至1万吨。另外现有的钼丝，钼杆，钼板在内的生产线也将在2010年内完成。随着OECD国家经济复苏，需求增长，公司完善的产品结构将更好的应对重新恢复的国外需求。

表 6：金钼产品出口配额为全国最多

金堆城钼业出口配额	2008	2008	2008	2009	2009	2009	2010
(实物量 吨)	第一批	第二批	全年	第一批	第二批	全年	第一批
钼精矿及钼炉料	7950	3800	11750	6992	4520	11512	6462
占全国配额	34%	37%	35%	34%	33%	34%	32%
钼化工品	1247	622	1869	974	651	1625	1012
占全国配额	39%	46%	41%	42%	41%	42%	42%
钼金属制品	876	429	1305	909	618	1527	1281
占全国配额	29%	33%	30%	40%	40%	40%	56%
全国配额 (实物量 吨)							
钼精矿及钼炉料	23711	10161	33872	20310	13541	33851	20312
钼化工品	3179	1360	4539	2307	1600	3907	2400
钼金属制品	3039	1303	4342	2295	1529	3824	2295
合金属量 (万吨)	18413	7890	26300	15251	10199	25500	25500
							(全年)

资料来源：中国商务部，东方证券研究所

国内需求增长

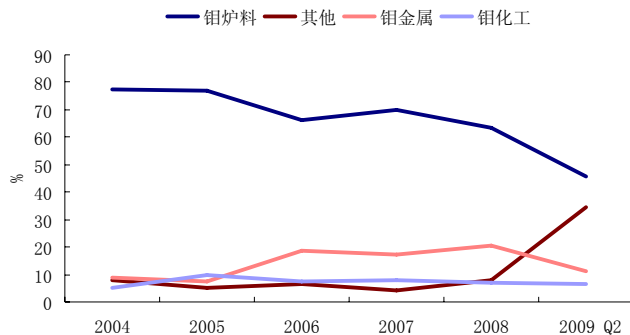
公司在 08 年以前 85%的收入来自于出口，08 年起国家对钼出口实行了配额制度，导致部分出口转为内销。之后由于金融危机导致国外需求下降，公司 09 年国内销售已占公司收入的 70%以上。目前公司的国内主要客户是太钢，武钢，宝钢，南钢和鞍钢。主要为订单和钢厂招标。春节后是国内钢厂采购高峰，预期钼价将有上行行情。

一体化产业链

公司是拥有钼采选、焙烧、深加工及研究开发一体化产业链的钼业企业。通过采选、焙烧生产焙烧钼精矿，并进一步加工成钼铁、钼酸铵等产品，可供直接销售或为下游深加工提供原料；下游深加工产品主要有品种规格齐全且附加值较高的钼金属系列产品。

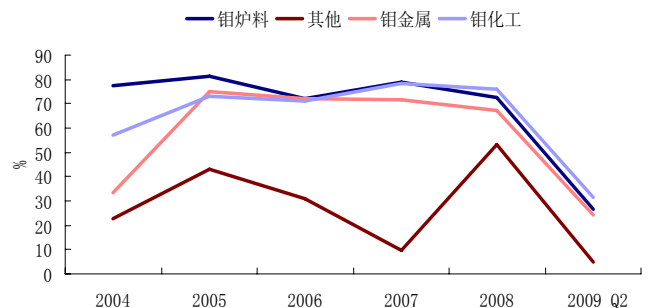
公司拥有完整的一体化产业链条，从而在有效降低运营成本的同时，既可以通过钼矿采选业务享受钼价格上升带来的额外收益，又可以通过盈利相对稳定的钼化工和钼金属业务保障盈利水平。此外，公司较为完备的钼系列产品组合可以在多层次满足不同客户的需求，有利于公司建立稳定的客户基础。

图 11：公司各项产品收入构成



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：公司各项产品毛利率情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测

我们预测 2010-2011 年钼价为 3078 和 3373 元/吨度。公司 2009-2011 年 EPS 为每股 0.21, 0.65 和 0.85 元。股价对应 28 倍/22 倍 2010/2011 年 PE, 低于行业平均 PE 水平, 给予公司目标价格为 23 元, 对应 35 倍 2010 年 PE, 买入评级。

表 7：主要假设

	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E
钼金属产量 (吨)	14,035	14,971	16,035	19,035
钼炉料销量 (吨)	16,500	16,800	18,000	21,000
钼炉料价格 (万元/吨)	23	13	20	22
钼化工销量 (吨)	1,863	2,000	3,000	3,200
钼化工价格 (万元/吨)	23	13	20	22
钼金属销量 (吨)	2,800	2,800	3,200	3,500
钼金属价格 (万元/吨)	43	24	38	41

资料来源：东方证券研究所

表 8：敏感性分析

		EPS		
钼价	2009	2010	2011	
钼价上涨 500 元	83%	27%	22%	
钼炉料销量增长 5%	9%	4%	4%	

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

百万	2008	2009E	2010E	2011E	百万	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	10872	9976	9403	12044	营业总收入	5961	4152	6533	7914
现金	9714	8857	8049	10482	营业总成本	2635	3353	4031	4673
应收票据	176	60	95	115	营业成本	1815	2807	3107	3518
应收账款	160	166	261	317	销售费用	53	37	58	70
预付账款	139	63	70	79	管理费用	323	242	380	461
存货	569	809	895	1013	财务费用	-150	-154	-177	-178
非流动资产	3810	6770	9306	9771	其他经营收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1127	2570	5904	6525	营业利润	3325	799	2502	3241
在建工程	769	2438	1538	1338	营业外收入减支出	-6	-7	-12	-14
无形资产	1715	1715	1715	1715	利润总额	3319	792	2491	3226
资产合计	14682	16746	18708	21816	减：所得税	490	119	374	484
应付项目	546	842	932	1055	净利润	2829	673	2117	2742
利息负债	75	1471	1851	2904	少数股东损益	21	4	12	15
短期借款	75	63	297	1160	归属母公司净利润	2808	669	2105	2727
长期付息负债	0	1407	1555	1745					
其他负债	211	202	206	207	成长能力				
负债合计	832	2515	2989	4167	营业收入同比	2.1%	-30.3%	57.4%	21.1%
所有者权益	13850	14231	15719	17647	EBITA同比	-5.3%	-75.4%	201.7%	30.7%
实收资本	2689	3227	3227	3227	归属母公司净利润同比	-7.3%	-76.2%	214.5%	29.5%
资本公积	7265	6620	6620	6620	利润水平				
留存收益	3775	4243	5717	7626	销售毛利率	69.5%	32.4%	52.4%	55.5%
少数股东权益	121	141	156	175	销售净利率	47.5%	16.2%	32.4%	34.7%
负债和权益合计	14682	16746	18708	21814	整体绩效				
					ROE	20.5%	4.8%	13.5%	15.6%
经营活动现金流	2840	1041	2265	3184	ROIC	62.5%	12.1%	20.9%	26.5%
净利润	2829	673	2117	2742	运营效率				
折旧摊销	155	148	258	508	应收账款周转率	19.6	25.5	30.6	27.4
营运资金变动	-65	131	-110	-66	存货周转率	11.8	6.0	7.7	8.3
投资活动现金流	-994	-3108	-2793	-974	偿债能力				
资本支出	-924	-3261	-2691	-930	流动比率	17.5	11.0	7.7	5.4
长期投资	0	0	0	0	速动比率	16.6	10.1	6.9	5.0
筹资活动现金流	6568	1210	-279	222	EBITA / I	22.7	14.8	30.8	24.3
短期借款	42	-12	233	864	资产负债率	6%	15%	16%	19%
长期借款	-866	1407	147	191	每股指标				
普通股增加	538	538	0	0	EPS	1.04	0.21	0.65	0.85
资本公积	7219	-645	0	0	每股净资产	5.11	4.37	4.82	5.42
其他	-365	-78	-659	-833	P/E	17.5	88.0	28.0	21.6
现金净增加额	8413	-857	-808	2432	P/B	3.6	4.2	3.8	3.4

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

张镭 徐建花 周凤武

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 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；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本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任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn