

罗人渊 刘建刚

有色金属行业研究员

021-38565964

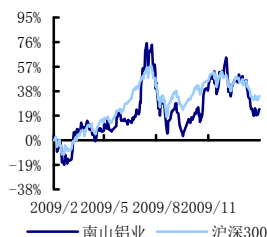
luory@xyzq.com.cn

南山铝业 (600219)**上游资产受益经济周期****推荐 (首次)****市场数据**

报告日期	2010-2-11
收盘价(元)	11.21
52周最高/最低(元)	15.83/7.40
总股本(百万股)	1650.71
流通股本(百万股)	828.71
总市值(百万元)	18504.51
流通市值(百万元)	9289.89
净资产(百万元)	11276.66
总资产(百万元)	14548.36

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	7232	6534	10428	13230
同比增长(%)	10.0%	-9.7%	59.6%	26.9%
净利润(百万元)	629	548	1446	1917
同比增长(%)	-45.3%	-12.9%	163.9%	32.6%
毛利率(%)	17.5%	14.8%	24.0%	24.9%
净利率(%)	8.7%	8.4%	13.9%	14.5%
净资产收益率(%)	7.5%	6.2%	11.4%	13.3%
每股收益(元)	0.48	0.42	1.10	1.45
每股经营现金流(元)	0.79	1.14	1.34	1.87

股价走势**相关报告****投资要点**

- 理解供需关系的关键在于增量而非存量，因而在 09 年中国需求强劲恢复的带动下，尽管产能过剩铝价依然大幅回升。我们认为，美国经济将在一季度超预期恢复，带动全球金属需求加速补缺口，10 年全球补缺口的过程带来的增量将成为铝价进一步上涨的主要助力。**我们看好铝价冲击历史新高。**
- 公司具备短距离最完整的产业链，成本优势和差异化优势明显。经济衰退时，产业链下游能为公司带来稳定利润；经济恢复时，产业链上游则能贡献极大地业绩弹性。
- 考虑公司 10 年增发 2.5 亿股，募集资金 25 亿元，则预测公司 09, 10, 11 年 EPS 为 0.42, 1.1, 和 1.45, 对应 PE27, 10 和 7.7, PB1.7, 1.2 和 1。我们认为其合理估值为 10 年 13 倍 PE, 对应股价为 14.3 元。
- 公司 2 月 12 日公告其增发申请获证监会批准，假设增发 2.5 亿股，募集资金 25 亿，用于建设年产 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线，预计建设期 2.5 年。
- 风险因素：海外经济恢复慢于预期，中国被迫先于美国加息，在需求缺乏新的增量的情况下，原铝价格将承受流动性收紧的巨大压力。

目 录

1、公司基本情况	- 3 -
历史沿革	- 3 -
主要业务	- 3 -
各项业务的性质	- 4 -
2、行业分析	- 5 -
氧化铝行业	- 6 -
电解铝行业	- 7 -
铝加工行业	- 7 -
需求预测	- 7 -
铝价预测	- 8 -
3、公司分析	- 9 -
竞争力分析	- 9 -
子公司情况	- 10 -
非公开增发	- 10 -
分产品收入成本预测	- 11 -
盈利预测与估值	- 12 -
敏感性分析	- 13 -
 图 1. 南山铝业股权结构	- 3 -
图 2. 南山铝业主要业务及产能	- 4 -
图 3. 2008A 内部抵消前产品收入对比	- 5 -
图 4. 2009H1 内部抵消前产品收入对比	- 5 -
图 5. 2008A 内部抵消前产品毛利对比	- 5 -
图 6. 2009H1 内部抵消前产品毛利对比	- 5 -
图 7. 全球和中国原铝消费均快速增长(千吨)	- 6 -
图 8. 中国氧化铝自供比例近年来快速攀升	- 6 -
图 9. 全球原铝消费(万吨)	- 8 -
图 10. 中国铝材消费(万吨)	- 11 -
图 11. 公司与行业 ROE 水平比较	- 13 -
 表 1. 中国原铝消费预测(万吨)	- 7 -
表 2. 2008 年子公司资产及利润(百万元)	- 10 -
表 3. 母公司与子公司利润情况(百万元)	- 10 -
表 4. 母公司与子公司净资产(百万元)	- 10 -
表 5. 各产品收入(百万元)	- 11 -
表 6. 各产品成本(百万元)	- 12 -
表 7. 盈利预测结果	- 12 -
附表	- 14 -

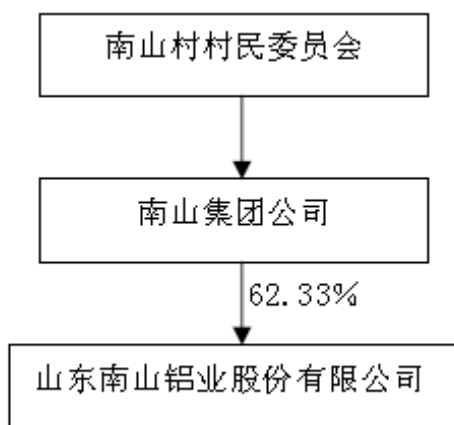
1、公司基本情况

历史沿革

南山铝业股份有限公司，系由龙口市新华毛纺厂整体改制而成的南山实业股份有限公司，于 1993 年注册成立，成立之初主营业务为精纺品和铝制品。

2007 年 4 月，公司向集团定向增发 7 亿股，集团以相关铝电资产注入，并置换出精纺呢绒资产，自此公司变为专注于铝深加工制品，具备较完整产业链的公司，是世界短距离内（45 平方公里）产业链最完整的铝加工企业。

图 1. 南山铝业股权结构



资料来源：公司公告

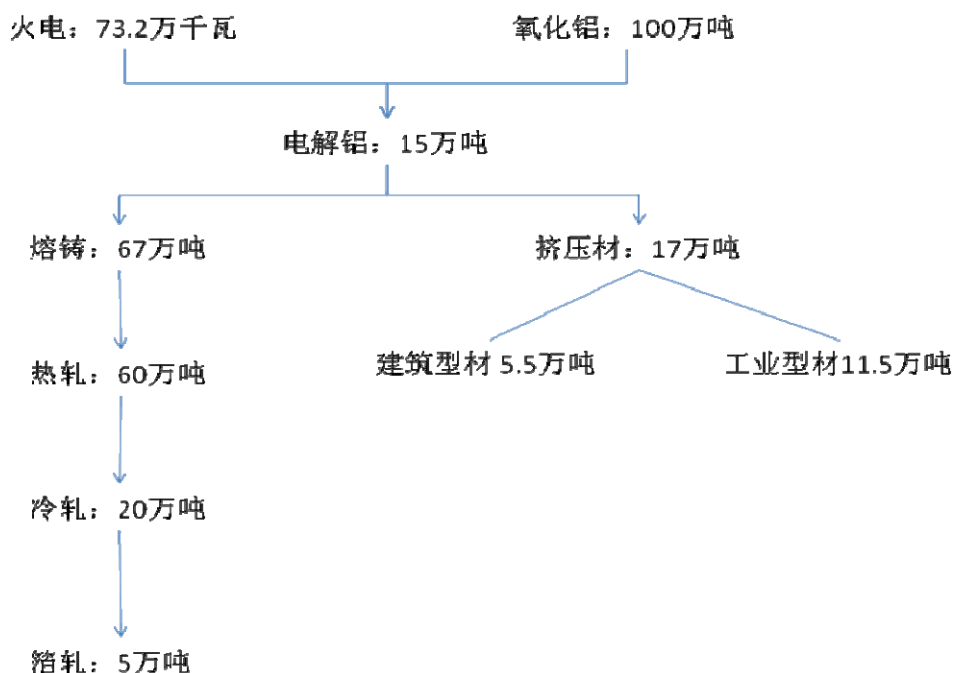
主要业务

公司从事的业务为铝冶炼及加工，业务可分为三块：

1. 上游铝电业务：火电，氧化铝，炭素，电解铝；
2. 铝挤压材业务：建筑型材，工业型材；
3. 铝轧制业务：熔铸，热轧，冷轧，箔轧。

公司各块资产及产能分布如图 2，包含 10 年新增型材产能 10 万吨，熔铸产能 52 万吨（08 年募投项目）。

图 2. 南山铝业主要业务及产能



资料来源：兴业证券研发中心

公司产品众多，并且会根据市场状况调节出售的品种。08 年对外出售的产品大致为：电：20 亿度，氧化铝 50 万吨，挤压型材 8 万吨，热轧卷 5 万吨，冷轧产品 5 万吨，铝箔 2 万吨。

各项业务的性质

公司上游氧化铝和电解铝资产属于强周期行业，经济向好时往往能贡献极大毛利；火电资产由于上游为强周期性的煤炭，而电价又受政府管制，因而在需求变化不大的情况下具备一定逆周期性质；型材及板带箔等加工品，由于毛利以加工费形式确定，受经济周期波动影响较小。

因而在经济低谷时，火电和下游铝加工品能贡献较为稳定的利润，将占有较大比重的毛利；而在经济向好时，上游的氧化铝和电解铝将为公司带来更具弹性的利润增长。

对比公司 08、09H1 的收入，毛利构成即可印证上述结论。

从公司的内部抵消前收入对比看（图 3、4），09 年由于铝价和氧化铝价格大幅下跌，其相对收入规模大幅缩水。

图 3. 2008A 内部抵消前产品收入对比

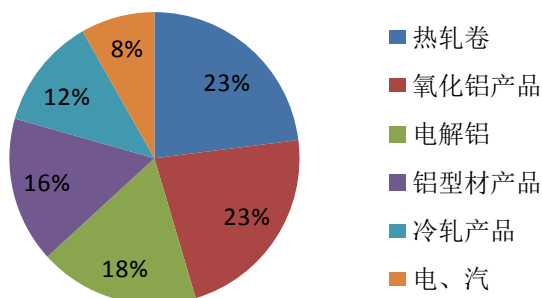
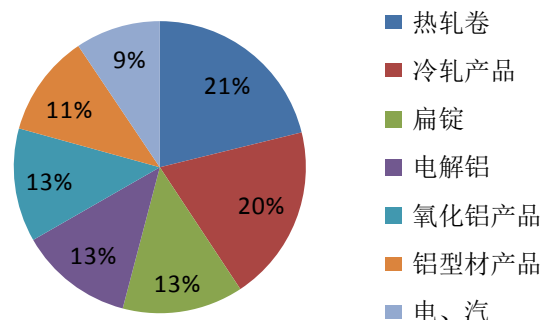


图 4. 2009H1 内部抵消前产品收入对比



资料来源：兴业证券研发中心

从公司内部抵消前的毛利对比看，08 年由于铝价处在较高位置，氧化铝贡献了绝大部分毛利，而随着 09 年冷轧线达产，铝价、煤价下跌，氧化铝贡献的毛利大幅减少，而电力与冷轧、型材产品则贡献了更为稳定的毛利。

图 5. 2008A 内部抵消前产品毛利对比

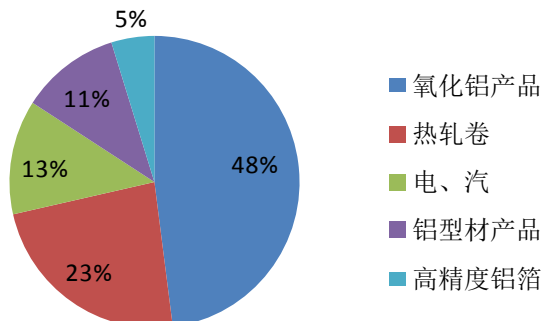
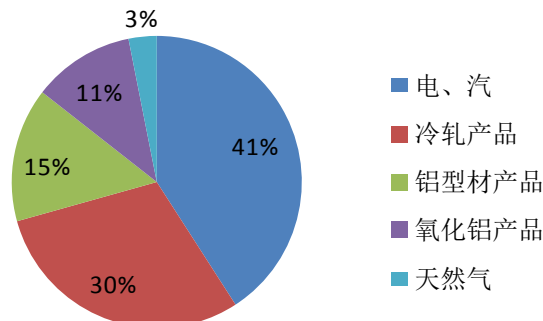


图 6. 2009H1 内部抵消前产品毛利对比



资料来源：兴业证券研发中心

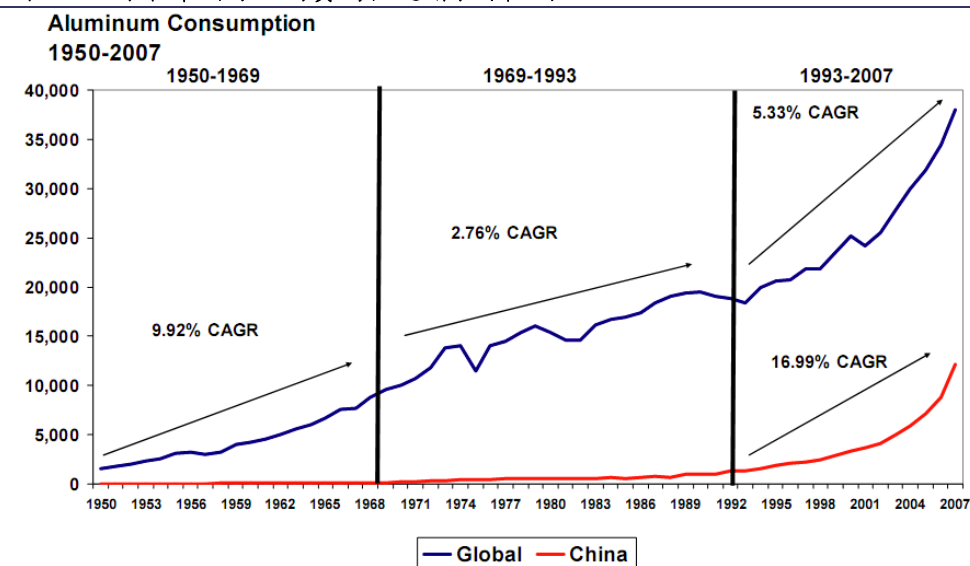
2、行业分析

与能源关系最密切的有色金属——铝，被称为“固体储能银行”。一方面，在其冶炼过程中消耗大量电力（约 14000 度/吨）；另一方面，在其使用过程中，尤其在航空航天及交通运输部门，相对于其它材料却拥有着显著的节能优势。由于铝具有强度高、重量轻、良好的导电导热性、耐腐蚀性、使用寿命长以及可回收等优点，再加上其良好的合金能力，使得铝几乎应用于经济中的各个领域，并且在一些领域有逐步替代其他金属的趋势，如交运设备中替代钢铁，输变电设备中

替代铜，等等。

今年来全球原铝消费在中国城市化进程带动下高速增长：

图 7. 全球和中国原铝消费均快速增长(千吨)

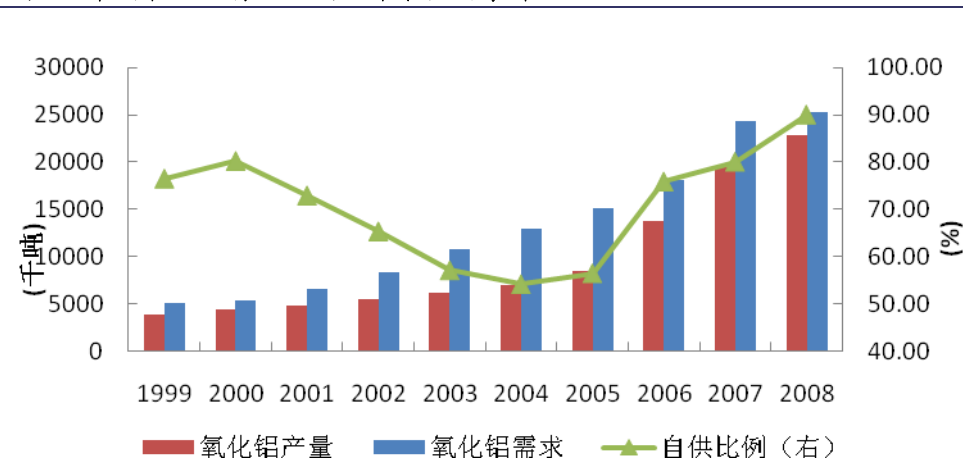


资料来源：美国铝业

氧化铝行业

2004 年以前国内氧化铝市场由中铝独家垄断，而且氧化铝行业相比电解铝有较高进入壁垒（投资规模，建设周期，资源依赖），产能增长并不明显。随着 03 年起铝价开始飙升，氧化铝需求快速增长，产量便开始急速扩张。

图 8. 中国氧化铝自供比例近年来快速攀升



资料来源：IAI，兴业证券研发中心

由于中铝掌握了国内大多数铝土矿资源，截至 08 年底，中铝占有国内氧化铝市场份额依然超过 1/3，其具备一定的定价能力。其他企业市场占有率均小于 10%，南山铝业约为 3.3%。

电解铝行业

我国的电解铝行业是 01 年后发展起来的。行业这十年经历了两次完整的周期，并且体现了强周期性。行业基本无壁垒，因而一度无序发展造成产能过剩，但每逢低谷，中铝总是在中央支持下大规模兼并整合，反映了国家对行业的态度。

总的来说，行业依然处于高速成长期，02-07 年产量复合增速接近 30%，08 年产量约 1300 万吨。

铝加工行业

铝加工行业是电解铝的直接下游。和电解铝行业类似，也是处于微笑曲线中部，受到两端的挤压。产品分为杆，棒，带，片，箔等，同质性强。一般定价模式为原铝价加上一定额度加工费，自几百至上万不等。

09 年全国铝材产量 1785 万吨，增速达到 23%，近五年复合增速达到 24%。

● 易拉罐料

特别的，南山铝业的冷轧产品中，08 年有 1.8 万吨为易拉罐料，09 年预计有进一步增长，而目前国内市场容量约 25 万吨。

尽管国内只有南山铝业和西南铝业有能力生产，但产品一直是净进口，目前正处于进口替代过程，预计加工费提升的可能性不大。

需求预测

上世纪 90 年代中期之后，中国经济的持续高增长以及工业化、城市化进程加快，使电解铝的消费出现了持续的爆发性增长，与此同时，在全球经济加速发展和中国需求强劲带动的情况下，全球的铝消费同样经历着又一个快速攀升的时期。

根据 08 年中国原铝消费结构，可预测未来两年中国原铝消费量如下：

表 1. 中国原铝消费预测（万吨）

	建筑	交通	电力	机械设备	耐用消费品	包装	其他	总和	增速
08 年消费占比	35%	15%	12%	9%	9%	8%	12%	100.00%	
08 年消费量	439.46	188.34	150.67	113.00	113.00	100.45	150.67	1255.6	
09 年测算增速	19%	35%	30%	10%	8%	8%	8%		
09 年测算铝消费量	520.76	254.26	195.87	124.30	122.04	108.48	162.73	1488.45	18.55%
10 年预测增速	25%	13%	0%	20%	11%	11%	11%		
10 年预测铝消费量	650.95	287.31	195.87	149.17	135.47	120.42	180.63	1719.81	15.54%
11 年预测增速	25%	10%	13%	25%	11%	11%	11%		
11 年预测铝消费量	813.69	316.04	221.34	186.46	150.37	133.66	200.49	2022.05	17.57%

资料来源：兴业证券研发中心

全球电解铝 08 年消费量为 3766.5 万吨，其中中国消费 1255.6 万吨。基于世

界银行预测全球 GDP: 09 年-2.9%, 10 年 2.0%, 11 年 3.2%, 假设除中国外的西方国家原铝消费三年增速为-4%, 4%, 6.4%, 则全球原铝消费三年增速为 3.5%, 8.4%, 11%。

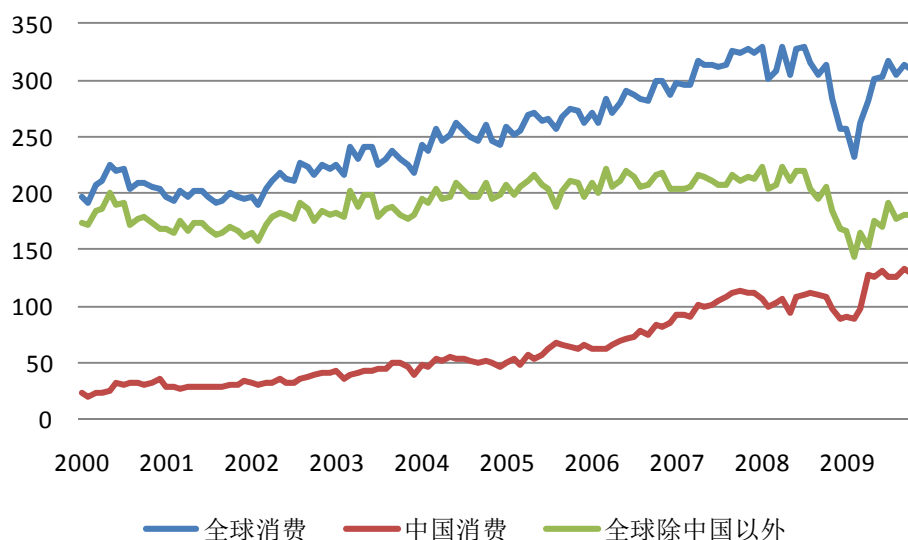
中国截至 09 年中电解铝总产能估计在 1800 万吨以上, 09 年上半年产能利用率在 66%左右, 被国家列入产能过剩黑名单; 再加上行业是高耗能产业, 因而成为国家限制和调控的重点, 预计未来中国产能的扩张能得到有效控制, 而本轮经济危机将至少造成全球原铝产能在 2010 年内增长缓慢。

铝价预测

由于供给在一定时间内相对刚性, 造成中短期铝价波动的最大因素是工业需求的边际增量。

尽管工业需求和投资需求共同构成了原铝需求面, 但投资需求必须是来自于对工业需求改善的预期。流动性泛滥是助推所有资产价格的, 通胀预期会推升所有资源品价格, 这两点都是通过投资需求来影响金属价格的, 但只有在预期金属价格上涨的前提下, 这两点才会特别的推升金属价格, 因而, 预期工业需求的增加, 是金属投资需求加大的本质动力。

图 9. 全球原铝消费 (万吨)



资料来源: 兴业证券研发中心

由于需求的增量是最重要的, 我们看到 (图 4), 03 年以来, 实际上是中国快速增长的需求带动了全球铝价的上涨, 而 09 年 1 月以来铝价的快速反弹也是同样的原因, 全球除中国外地区仍存在较大缺口。我们认为, 美国经济一季度将超预期

期的快速恢复，这必将带动全球原铝消费加速补缺口，因而在中国需求维持当前增速的情况下，国际需求的快速补缺将成为 10 年铝价上涨的主要动力。

我们研究了 87 年以来的 4 个完整经济周期，发现这 4 个加息周期尽管长短不一，金属价格和金属相对指数却均能维持至少 6 个月的上涨。这说明了三点：第一，通常政府开始加息，说明经济确实的开始了强劲增长，加息往往滞后金属价格上涨；第二，一旦工业需求开始恢复，其增量将大大超过流动性收紧带来的投资需求减少；第三，流动性收紧的政策需求相当时间才能体现效果。

基于此，我们预测 10 年无论加息前后，铝价均能继续上涨，行业股指将持续获得超额收益，其动力将由 09 年的“中国因素”变为“全球补缺口”，而且铝价将有可能**冲击历史新高**！

我们预计全年铝均价（含税）为：09 年 14000，10 年大幅上涨，保守估计 19000 元/吨，11 年随着产能大规模投放，价格将在高位震荡，均价 22000 元/吨。

3、公司分析

竞争力分析

公司在两个方面具备一定的竞争优势：**成本优势和差异化**。

公司的成本优势来源于两个方面：

一个方面，公司是世界短距离内产业链最完整的铝加工企业，从而可以省去一些中间工序，大大降低综合成本。例如，公司自产电解铝可以液体形式供应下游熔铸，节约电费 700 元/吨，并可减少 1-1.5% 的固体金属损耗，约合每吨 200 元成本。同时，产业链中的自备电厂也大大降低了公司的能源成本。

另一方面，公司西临全国最大的地方港口龙口港，极大降低了公司的原料运输成本，特别是进口铝土矿和海运煤炭。

公司的差异化优势体现在冷轧罐体料，由于国内仅南山与西南铝两家具备生产能力，且南山的质量有赶超西南铝的趋势，因而公司能获得较高的产品附加值。

另外，07 年底公司参股澳大利亚海湾铝业公司 20%，该公司主营业务为铝矿资源开发及销售。这将帮助公司对冲铝土矿的风险，从而进一步降低综合成本。

子公司情况

公司初始投资成本上亿的共有五家子公司，一家联营企业。其中，公司主要的氧化铝，热轧，冷轧，铝箔资产分别在四个控股子公司。

表 2. 2008 年子公司资产及利润（百万元）

控股子公司	主营业务	初始投资成本	持股比例	资产规模	净利润
烟台南山铝业新材料有限公司	热轧	443	75%	1678	299.7
龙口南山铝压延新材料有限公司	冷轧	515	75%	1531	-97.5
烟台东海铝箔有限公司	铝箔	178	75%	668	55
龙口东海氧化铝有限公司	氧化铝	485	75%	2246	709.9
南山铝业澳大利亚有限公司		139	100%	129.4	-0.19
南山美国有限公司		36	100%	43.5	-3
山东南山科学技术研究院		3	100%	4.3	-0.8
合联营					
海湾铝业有限公司		34	19.1%	-	-1.76
南山集团财务有限公司		105	21%	-	0.27

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

近年来，公司利润主要来源于各子公司，母公司已连续亏损。

表 3. 母公司与子公司利润情况（百万元）

	2009H1	2008	2007
合并利润	191.9	870.6	1357.4
母公司利润	650.2	-102.3	619.5
子公司分红收益	656	0	0
母公司真实利润	-5.8	-102.3	619.5
子公司利润	197.7	972.9	737.9

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

表 4. 母公司与子公司净资产（百万元）

	2009H1	2008	2007
归属母公司股东权益	8,439	8,411	7,711
母公司长期股权投资	2,012	1,908	1,437
母公司真实净资产	5,695	5,280	5,769
子公司归属上市公司股东权益	2,744	3,131	1,942
成本法与权益法差异	732	1,223	505

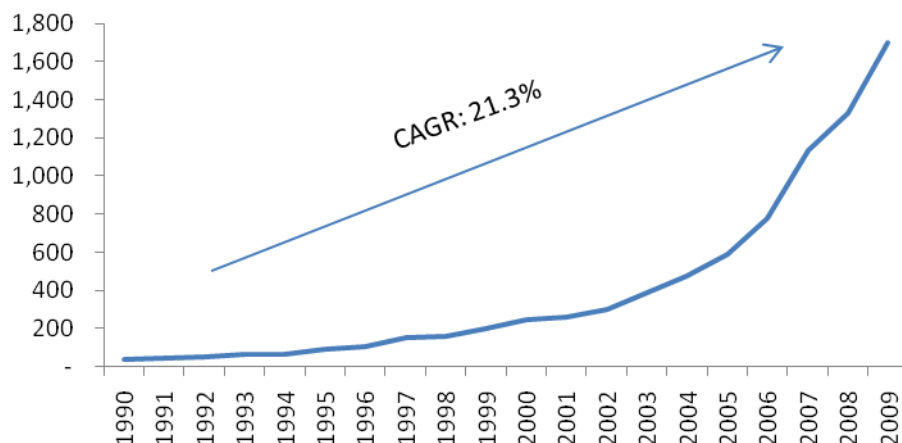
资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

非公开增发

公司 2 月 12 日非公开增发申请获得证监会通过，拟增发 1-3 亿股，募集资金不超过 25 亿元，募投项目为年产 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线。项目预计建设期 2.5 年，对公司 3 年内业绩无太大影响。

中国近年来铝材消费高速增长，募投项目属于大型挤压型材，供轨道交通车廂用，将受益我国城市化基础设施建设。

图 10. 中国铝材消费（万吨）



资料来源：兴业证券研发中心

分产品收入成本预测

公司主要原材料为铝土矿和煤炭。铝土矿主要从澳大利亚进口，煤炭则主要通过和神华签订长单协议。

公司产品分为三大块：上游铝电、铝挤压型材、及铝轧制材。如前所述，铝挤压及轧制材以加工费方式定价，受经济周期波动影响较小，而氧化铝及电解铝为强周期性行业，在经济上行周期能贡献极大地业绩弹性。由于我们看好铝价大幅上涨，因而公司氧化铝资产将在未来两年贡献其毛利增量中的大部分，同时火电将维持稳定利润，而冷轧产品也将由于成品率的提高以及产量的增长而获得毛利的提升。

假设 10, 11 年平均铝价分别为 19000, 22000 元/吨，氧化铝价格为 3200, 3700 元/吨，则预测各项产品收入及成本如下：

表 5. 各产品收入（百万元）

	2007	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E
铝型材	1638.54	1717.13	640.08	1588.78	2664.82	3983.52
电、汽	1114.03	867.61	533.54	1069.29	1105.29	1127.11
扁锭	693.36	370.39	757.59	1654.87	2300.85	3058.35
天然气	16.05	239.75	125.77	251.54	503.08	1006.16
铝箔	498.26	644.11	242.44	585.58	935.13	1354.45
氧化铝	1554.04	2373.04	711.76	1720.00	2894.04	3346.23
电解铝	2288.22	1875.57	714.64	1872.59	2555.65	2959.17
热轧卷	890.68	2431.95	1198.47	2761.95	4160.10	4698.13

冷轧产品	236.50	1310.52	1106.29	2596.76	4061.79	5051.13
其他		2.08	10.73	20.00	21.00	22.00
合并抵销	(2,659.85)	(4,916.83)	(2,980.76)	(7,587.84)	(10,773.60)	(13,376.34)
合计	6373.52	6915.32	3060.54	6533.51	10428.16	13229.93

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

表 6. 各产品成本（百万元）

	2007	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E
铝型材	1310.24	1551.55	566.08	1416.64	2435.31	3677.50
电、汽	753.70	676.77	331.01	695.12	729.87	802.86
扁锭	560.02	451.47	828.36	1796.40	2447.00	3226.99
天然气	17.78	218.66	110.42	220.84	441.68	883.35
铝箔	465.87	572.71	237.18	573.42	918.54	1332.33
氧化铝	925.15	1654.97	655.76	1580.95	2096.19	2196.19
电解铝	1960.06	2046.71	867.85	1944.04	2036.07	2099.79
热轧卷	812.61	2081.46	1210.72	2736.90	4130.64	4668.67
冷轧产品	245.90	1339.29	959.16	2167.50	3420.68	4338.79
其他		1.87	10.00	20.01	40.01	80.03
合并抵销	(2552.43)	(4911.49)	(3010.69)	(7587.84)	(10773.60)	(13376.34)
合计	4562.68	5683.98	2765.85	5563.98	7922.40	9930.16

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

盈利预测与估值

考虑公司 10 年增发 2.5 亿股，募集资金 25 亿元，则预测公司 09，10，11 年 EPS 为 0.42，1.1，和 1.45，对应 PE27，10 和 7.7，PB1.7，1.2 和 1。

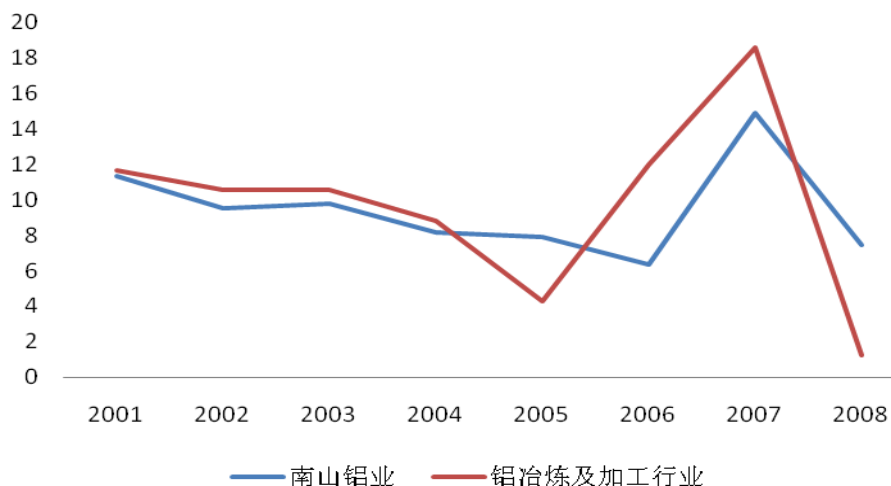
表 7. 盈利预测结果

项目	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	7232	6534	10428	13230
增长率 %	10.0%	-9.7%	59.6%	26.9%
营业利润（百万元）	842	813	2231	3049
增长率 %	-47.7%	-3.3%	174.2%	36.7%
净利润（百万元）	629	548	1446	1917
增长率 %	-45.3%	-12.9%	163.9%	32.6%
最新摊薄每股收益（元）	0.48	0.42	1.10	1.45
每股净资产（元）	6.38	6.70	9.59	10.93
动态市盈率（倍）	23.5	27.0	10.2	7.7
市净率（倍）	1.8	1.7	1.2	1.0

数据来源：兴业证券研发中心

由于公司杠杆水平较低，导致 ROE 水平持续低于行业，仅在经济低谷时才显示其稳定的盈利能力。

图 11. 公司与行业 ROE 水平比较



资料来源：兴业证券研发中心

鉴于公司稳定但较低的 ROE 水平，我们认为其合理估值为 10 年 13 倍 PE，对应股价为 14.3 元。

敏感性分析

假设 10, 11 年铝均价分别上涨 1000 元至 21000 和 24000, 则 EPS 均增厚 0.15 元至 1.25 和 1.6 元。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3926	4317	9321	12412
货币资金	1809	2213	6260	8586
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	151	143	219	281
其他应收款	28	23	39	49
存货	1401	1455	2079	2596
非流动资产	9949	10061	9708	9354
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	110	111	119	131
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	8609	8537	8276	7855
在建工程	1084	1314	1264	1364
油气资产	0	0	0	0
无形资产	61	61	61	61
资产总计	13875	14378	19029	21766
流动负债	1828	1831	2077	2285
短期借款	751	500	500	500
应付票据	0	0	0	0
应付账款	516	580	814	998
其他	561	751	763	787
非流动负债	2667	2600	2741	2840
长期借款	0	0	0	0
其他	2667	2600	2741	2840
负债合计	4495	4431	4817	5125
股本	1319	1319	1569	1569
资本公积	4508	4508	6633	6633
未分配利润	2328	2724	4131	5843
少数股东权益	969	1114	1558	2228
股东权益合计	9380	9947	14212	16641
负债及权益合计	13875	14378	19029	21766

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	629	548	1446	1917
折旧和摊销	527	538	561	572
资产减值准备	108	-66	-3	11
无形资产摊销	64	46	50	51
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	52	-12	-65	-183
投资损失	0	-1	0	0
少数股东损益	242	145	445	669
营运资金的变动	935	-412	663	518
经营活动产生现金流量	616	1497	1765	2464
投资活动产生现金流量	-1411	-724	-260	-266
融资活动产生现金流量	2883	-369	2541	127
现金净变动	2089	404	4047	2326
现金的期初余额	131	1809	2213	6260
现金的期末余额	2219	2213	6260	8586

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7232	6534	10428	13230
营业成本	5969	5564	7922	9930
营业税金及附加	17	29	42	51
销售费用	130	119	184	237
管理费用	84	72	114	147
财务费用	52	-12	-65	-183
资产减值损失	137	-50	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-0	1	0	0
营业利润	842	813	2231	3049
营业外收入	20	11	13	13
营业外支出	20	19	19	19
利润总额	841	805	2224	3043
所得税	-29	113	334	456
净利润	871	693	1890	2586
少数股东损益	242	145	445	669
归属母公司净利润	629	548	1446	1917
EPS (元)	0.48	0.42	1.10	1.45

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	10.0%	-9.7%	59.6%	26.9%
营业利润增长率	-47.7%	-3.3%	174.2%	36.7%
净利润增长率	-45.3%	-12.9%	163.9%	32.6%
盈利能力(%)				
毛利率	17.5%	14.8%	24.0%	24.9%
净利率	8.7%	8.4%	13.9%	14.5%
ROE	7.5%	6.2%	11.4%	13.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	32.4%	30.8%	25.3%	23.5%
流动比率	2.15	2.36	4.49	5.43
速动比率	1.32	1.56	3.49	4.30
营运能力(次)				
资产周转率	59.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	4737.1	4005.4	5180.4	4753.9
每股资料(元)				
每股收益	0.48	0.42	1.10	1.45
每股经营现金	0.79	1.14	1.34	1.87
每股净资产	6.38	6.70	9.59	10.93
估值比率(倍)				
PE	23.5	27.0	10.2	7.7
PB	1.8	1.7	1.2	1.0

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

盛英君

电话: 021-38565938

Email: shengyj@xyzq.com.cn

过 枫

电话: 021-38565966

Email: guofeng120@hotmail.com

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戥

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。