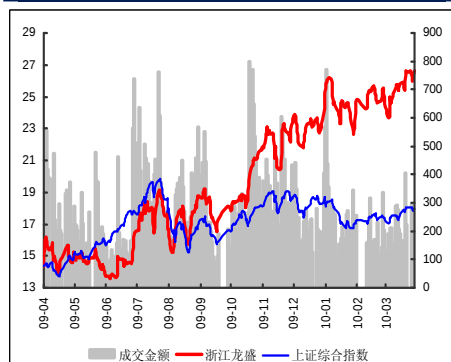


2010 年 04 月 12 日

浙江龙盛（600352.SH）研究报告

评级：推荐 合理价格：16 元

最近 52 周走势：

报告作者：
国联证券研究所低碳小组

组长：杨平

执业证书编号：S0590210020003

联系人：
王席鑫

0510-82833507

wangxx@glsc.com.cn
茅玉峰

021-58766036-216

maoyf@glsc.com.cn
独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

投资要点：

- 发达国家尽管其凭借技术优势（染料高端产品、助剂等）和全球的营销渠道和服务网络，占据全球终端零售市场，但迫于人力成本、环保压力和来自发展中国家成本和制造能力的压力，经营压力越来越大；而中国（以龙盛为首）和印度等发展中国家企业，凭借强大的制造优势，已经逐渐占据了染料中间体、原料和中端产品市场。此次昔日的全球头号染料企业德司达（dystar）破产清算，说明染料行业未来逐渐向发展中国家转移已是大势所趋。而 08 年的金融危机，只是使这一趋势加速，龙盛则借此契机，参与收购 dystar 资产，将其强大的制造和成本优势，与 dystar 的技术、全球营销和服务渠道相结合，有望成为此次全球染料行业洗牌的最大受益者，公司染料业务将迎来又一个春天。
- 不考虑此次收购 dystar 资产对龙盛的影响，未来两年内公司依托横向和纵向延伸，未来两年业绩增长也较确定。横向来看，公司围绕染料主业展开，凭借其市场垄断、技术和成本优势、定价权优势和资本实力，扩大各主营业务产能，继续扩大其市场份额。纵向来看，公司布局长远，为牢固基础，向上游中间体间苯二胺、间苯二酚、对苯二胺等项目，以及联碱、合成氨等无机化工领域延伸。预计未来两年内，公司未来染料、中间体、减水剂等主营产品均能够保持 25% 以上的增长速度。此外，公司凭借染料业务充沛的现金流和历史表现出色的投资业务，涉足地产（低风险房地产项目）、实业（控股汽车配件公司）、PE 投资（参股滨化股份已成功上市）、财务投资，也将为公司业绩增色不少。初步预计公司 2010 年税前投资收益在 2 亿元以上。
- 不考虑此次收购 dystar 资产对龙盛的影响，预计公司 10-12 年每股收益分别为 0.83 元、0.93 元和 1.09 元。如果考虑到此次可转债全部行权，总股本增厚的影响，摊薄后每股收益为 0.75，0.84 和 0.99 元，其中主营业务每股收益分别为 0.63，0.78 和 0.93 元。公司历史年复合增长率保持在 30% 以上，未来三年复合增长率达到 29%，给予 10 年主营业务 25 倍市盈率，对应 10 年合理价格在 16 元左右，维持中长期“推荐”的投资评级。

核心观点一:

发达国家尽管其凭借技术优势（染料高端产品、助剂等）和全球的营销渠道和服务网络，占据全球终端零售市场，但迫于人力成本、环保压力和来自发展中国家成本和制造能力的压力，经营压力越来越大；而中国（以龙盛为首）和印度等发展中国家企业，凭借强大的制造优势，已经逐渐占据了染料中间体、原料和中端产品市场。此次昔日的全球头号染料企业德司达（dystar）破产清算，说明染料行业未来逐渐向发展中国家转移已是大势所趋。而 08 年的金融危机，只是使这一趋势加速，龙盛则借此契机，参与收购 dystar 资产，将其强大的制造和成本优势，与 dystar 的技术、全球营销和服务渠道相结合，有望成为此次全球染料行业洗牌的最大受益者，公司染料业务将迎来又一个春天。

核心观点二:

即时不考虑此次收购 dystar 资产对龙盛的影响，未来两年内公司依托横向和纵向延伸，未来两年业绩增长也较确定。横向来看，公司围绕染料主业展开，凭借其市场垄断、技术和成本优势、定价权优势和资本实力，扩大各主营业务产能，继续扩大其市场份额。纵向来看，公司布局长远，为牢固基础，向上游中间体间苯二胺、间苯二酚、对苯二胺等项目，以及联碱、合成氨等无机化工领域延伸。预计未来两年内，公司未来染料、中间体、减水剂等主营产品均能够保持 25% 以上的增长速度。此外，公司凭借染料业务充沛的现金流和历史表现出色的投资业务，涉足地产（低风险房地产项目）、实业（控股汽车配件公司）、PE 投资（参股滨化股份已成功上市）、财务投资，也将为公司业绩增色不少。初步预计公司 2010 年税前投资收益在 2 亿元以上。

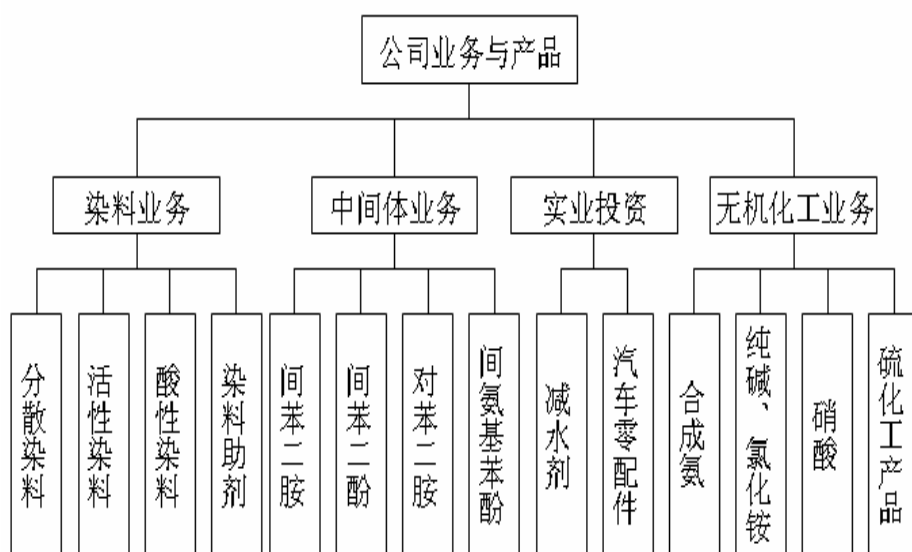
不考虑此次收购 dystar 资产对龙盛的影响，预计公司 10-12 年每股收益分别为 0.83 元、0.93 元和 1.09 元。如果考虑到此次可转债全部行权，总股本增厚的影响，摊薄后每股收益为 0.75，0.84 和 0.99 元，其中主营业务每股收益分别为 0.63，0.78 和 0.93 元。

公司历史年复合增长率保持在 30% 以上，未来三年复合增长率达到 29%，给予 10 年主营业务 25 倍市盈率，对应 10 年合理价格在 16 元左右，维持中长期“推荐”的投资评级。

1、打造一体化的染料帝国

浙江龙盛是国内染料龙头企业，公司在技术工艺、成本控制和资本实力上具有突出竞争优势，不断挤占国内外染料市场份额。同时公司纵向向上游中间体和无机化工延伸，巩固其成本优势，并不断培育出新的产品和业务增长点。此外，公司凭借资本实力，通过低价收购、租赁合作等方式进入无机化工、汽车配件等生产领域，同时参与股权、债务等多种形式的财务投资，获得较好的投资回报。

图1：公司主营业务及产品

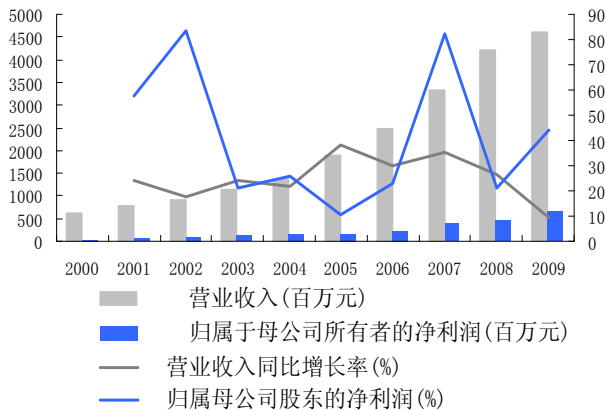


资料来源：国联证券研究所

公司自上市以来，收入及净利润持续增长，年复合增长率分别达到 25% 和 38.5%，与此同时，公司各主营产品毛利稳步提升，我们认为，公司在染料及中间体行业的大寡头地位，使公司染料产品能够将上游成本上涨完全转嫁到下游客户，从而维持稳定的毛利率水平。

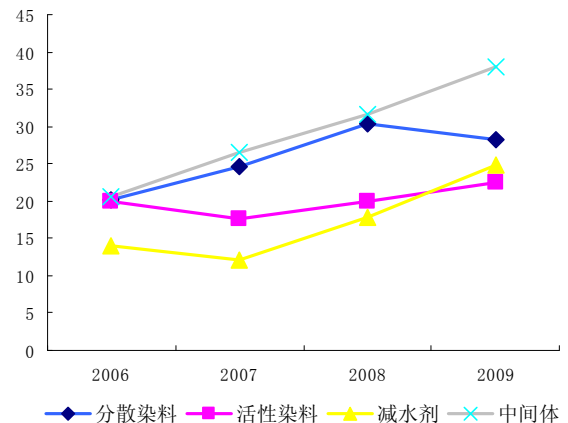
目前来看，全球染料行业逐渐向中国、印度等发展中国家转移是必然趋势，公司凭借染料行业大寡头地位和一体化的成本优势，相信未来成为全球影响力的染料企业指日可待。

图表 1: 公司历年收入和净利润持续快速增长



数据来源: 国联证券研究所

图表 2: 公司各主营产品毛利稳步提升



2、传统核心业务---染料和相关中间体及基础化工业务

染料和相关中间体及基础化工业务是公司的核心业务，龙盛是国内染料的领军企业，分散染料国内市场占有率在 30%以上，且毛利率高出行业平均水平 10%，是典型的行业大寡头，具有定价权；活性染料国内市场占有率在 20%以上。公司在技术工艺、成本控制和资本实力上具有突出竞争优势，从而不断挤占国内外染料市场份额。公司向上游中间体延伸，凭借自主研发的技术和成本优势，迅速垄断相关中间体市场份额，并巩固染料成本优势，培育出新的业绩增长点。基础化工业务一方面是公司进一步延长染料产业链，另一方面，也为公司未来涉足其它精细化工产业打下基础。

2.1 分散染料---行业大寡头，压价策略提升市场份额

公司是全球最大的分散染料生产销售基地，目前占据国内 30%的市场份额，前三大企业中，另外两家企业浙江闰土市场份额 15%左右，杭州吉华占 10%左右，行业集中度相当高。公司在关键中间体、产品质量、成本控制和环保等配套设施具备绝对优势。随着国家环保力度不断加大，中小企业的压力日益增大，公司将是最大的受益者，产能持续扩张不断挤占市场份额，不断巩固垄断优势。

公司分散染料历史毛利率水平始终稳定在 25%以上，08 年金融危机的情况下，公司分散染料毛利率更是达到 30.38%的历史最高水平，而国内同行的毛利率水平总体只能维持在 15%左右，甚至是微利状态。根本原因在于公司一体化的成本优势非常明显，其中公司控制了分散染料中间体间苯二胺的市场，占据国内 80%的市场份额，处于绝对垄断地位。

此外值得注意的是，公司 07 年分散染料销量为 7.3 万吨，08 年受金融危机影响，销量为 6.2 万吨，而 09 年公司分散染料销量达到 9.5 万吨，较 08 年增长了 50%，公司抢占市场份额的能力可见一斑！

综上所述我们认为，行业大寡头地位和定价权优势使得公司能在保持产品稳定毛利率的情况下，压制竞争对手，不断提升市场份额；而在成本上涨的情况下，公司则能通过提价将成本增加转嫁至下游企业。目前公司分散染料价格在 20000 左右，公司 2010 年将继续执行压价策略，计划分散染料销量 12 万吨，产品量价齐升的情况下，分散染料盈利将大幅好于 09 年，公司对分散染料市场的控制力将进一步增强，未来分散染料的盈利能力将更加丰厚而又稳定。

2.2 活性染料---印度业务是增长点、dystar 破产契机抢占全球市场份额

活性染料由于工艺链条较短、废水处理较少、技术难度较小等原因，集中度不高，公司活性染料尚不具备定价权优势。但是活性染料及其原材料生产过程伴有大量废水，环保成本占比较高，中小企业的市场份额被龙头企业挤占是必然趋势。

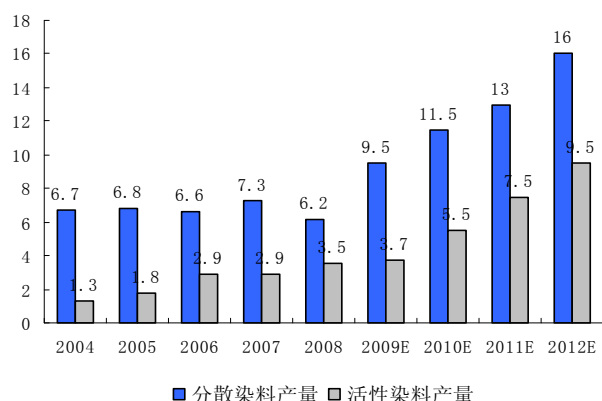
活性染料在印度生产具有比较优势，印度的工厂技术落后（老设备落后龙盛国内工厂 10 年），但其主要原材料——对位酯，H 酸可廉价购得（对位酯和 H 酸占活性染料成本的 70%），人力成本低，活性染料出口免收增值税和所得税，所以盈利能力基本持平国内工厂。

龙盛在印度业务是未来活性染料增长点。09 年 8 月，公司与 KIRI 公司在印度合资兴建的 2 万吨活性染料产能投产，由于印度活性染料的生产成本比国内更具竞争优势，公司印度产能目标市场是中国以外的国家。公司另计划 2010 年下半年，将活性染料产能将扩大至 4 万吨，新增产能将在 2011 年贡献收入。

值得一提的是，德司达此前在活性染料行业市场占有率较高，这不仅使龙盛海外市场空间成倍扩大，还给国内竞争对手湖北楚源（7 万吨活性染料产能）造成较大影响，因楚源有很大比例业务是为德司达代工生产，销售和服务渠道均依赖于德司达。龙盛在生产技术和成本控制能力均强于楚源，公司有望借机进一步扩大海外市场份额，

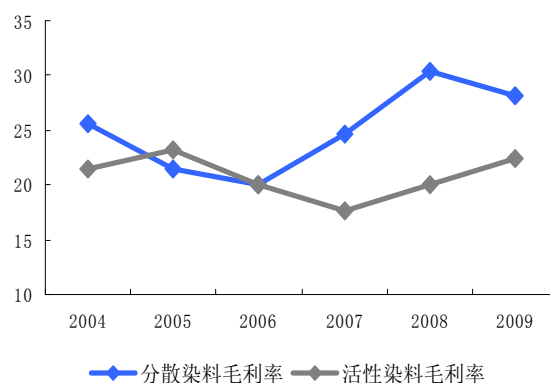
我们预计 10，11 年公司活性染料产量分别在 6 万吨和 8 万吨，毛利率维持在 20% 以上，dystar 留下的市场空间打开了公司染料未来的成长空间。

图表 1: 公司历年及预测染料产量



数据来源: 国联证券研究所

图表 2: 炼焦煤净进口变化



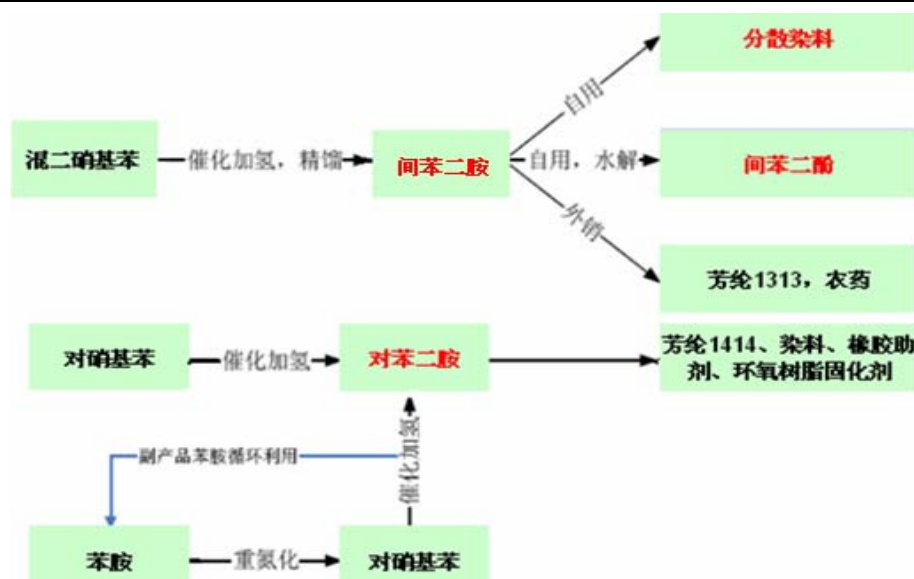
2.3 中间体业务---明星业务，技术成本优势垄断市场

公司利用IPO募集资金成功完成了向上游染料中间体的延伸,目前公司中间体产品包括间苯二胺、间苯二酚、对苯二胺等,间苯二胺是后两者上游产品。

公司目前间苯二胺产能在4万吨,11,12年扩至5万吨和6万吨,国内市场占有率为70-80%,产量位于国内首位;公司间苯二酚目前拥有产能5000吨,预计10年下半年扩至1.5万吨,同时公司对苯二胺产品也将于2011年陆续投产,中间体业务将成为公司未来明星业务。

最重要的是,公司中间体业务技术均为自主研发,且极具成本优势,因此我们判断公司中间体业务未来成长空间广阔。

图4: 中间体产品技术自主研发,成本优势明显

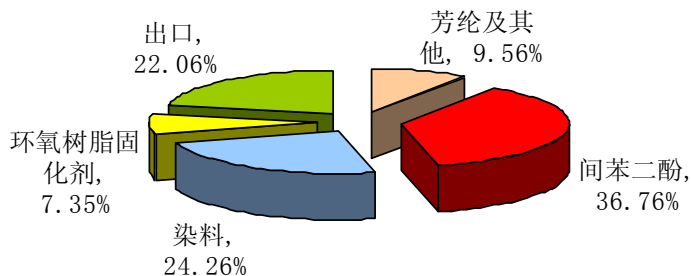


资料来源：国联证券研究所

公司自主开发的间苯二胺生产工艺，从混二硝基苯直接催化加氢制得产品，其中间苯二胺的比例高达 90%以上，仅副产少量的对苯二胺和邻苯二胺，原料利用率高，废弃物少，环保成本低，生产成本比其他同类企业低 30%。强大的成本优势使公司迅速占领间苯二胺市场，目前市场占有率 70%-80%，公司竞争对手闰土、吉华需要向公司购买间苯二胺作为染料的原料。

十一五期间，下游芳纶和间苯二酚市场打开了间苯二胺的市场空间，芳纶是一种新型特种纤维的代表，未来市场空间广阔。间苯二酚是一种重要的有机化工原料，广泛应用于农药、染料、涂料、医药、塑料、橡胶、电子化学品等领域。公司利用间苯二胺技术和成本优势，向下游间苯二酚延伸，开发出间苯二胺水解生产间苯二酚的方法（1 吨间苯二份需要 1.1 吨间苯二胺），产品收率高，成本竞争优势突出。

图4：“十一五”期间芳纶和间苯二酚打开间苯二胺市场空间



资料来源：国联证券研究所

我们看好公司间苯二胺下游市场的成长空间，因此也看好公司间苯二胺的成长空间。可以预期的是，公司一体化产业链和技术成本优势将使得公司中间体产品未来取得市场定价权，使得公司染料和中间体业务市场垄断优势更为明显。

公司间苯二胺二月份价格上调至 30000 元/吨，毛利率高达 45%以上，间苯二酚毛利也在 40%以上。中间体成本的差距是公司竞争对手相比具有成本优势的重要原因。预计 10，11 年间苯二胺商品量在 3.1 万吨，毛利率高达 45%，间苯二酚商品量为 5000 吨和 1.5 万吨，毛利率 40%以上。

2.4 无机化工业务--- 染料产业链延伸，布局长远

公司基础化工业务主要在控股公司龙化控股的控股子公司龙山化工和浙江捷盛。其中，捷盛主要提供公司原材料硫酸，龙山化工节后完成搬迁至临江工业园，一期项目预计3月份投产，包括10万吨硝酸（5万吨自用）、10万吨合成氨（自用）、25万吨纯碱（15万吨轻质碱、10万吨重质碱）以及28万吨氯化铵，项目投产后，原来的老厂将关闭，公司将获得9千万元的政府补偿款。二期项目将于10年底完成，届时公司将建成40万吨纯碱和45万吨氯化铵产能、10万吨硝酸和20万吨合成氨装置。

我们认为，基础化工业务一方面是公司进一步延长染料产业链，实现硫酸、硝酸、合成氨等基础化工原料自给，从而进一步巩固竞争优势，另一方面，也为公司未来涉足其它精细化工产业打下基础。

浙江省内纯碱产能尚不能满足自给，因此公司在纯碱产销情况较好，随着纯碱价格的反弹，预计10年盈利情况较09年会有较大幅度的改善。

2.5 对 dystar 破产的思考及最新进展

尽管发达国家在研发和渠道上的优势明显，dystar破产最根本的原因则在于国外人力成本和环保成本高昂，而中国和印度等发展中国家凭借强大的成本和制造优势，使发达国家企业在染料中、低端市场已无竞争优势、市场萎缩明显，企业陷入经营危机，金融危机的爆发使这一趋势加速。

公司合作方印度Kiri公司在2010年3月16日公告，出资5000万欧元，收购Dystar价值2.92亿欧元的净资产，其中包括dystar的全球生产和销售体系，以及专利技术和品牌。公告中指出将启动为期两年的建设计划，将德国的产能转移至印度、中国等亚洲国家。公告预计收购Dystar之后，2012年dystar将实现3400万欧元的税后利润。

我们认为，此次龙盛参与收购dystar资产，将其强大的制造和成本优势，与dystar的技术、全球营销和服务渠道相结合，有望成为此次全球染料行业洗牌的最大受益者，公司染料业务将迎来又一个春天。

3、投资业务---现金流充沛，各项业务驾轻就熟，

公司现金流充沛，为了提高资金利用效率，公司涉足了实业、地产及PE投资，各项业务均给公司带来了良好的投资回报。

3.1 投资实业成功案例---减水剂和汽车零配件业务。

减水剂能减少单位用水量，增加强度，节省水泥用量，国外 80%-90% 的建筑施工使用减水剂，而国内比例只有 10%，市场成长空间较大。该产品技术壁垒不高，有一定销售半径，且需要与当地的建筑工程承包商具有良好的合作关系，因此，公司主要是直接收购各地的减水剂生产企业的方式进行扩张，这样能够保证迅速进入市场，避免竞争，公司通过收购相关配套设施的生产企业，甲醛、硫酸等原料实现自给，只有工业萘从外采购。公司已将业务成功拓展至浙江、上海、江西、广东和内蒙古。

公司 2009 年高效减水剂产量预计在 15 万吨，两年内计划通过收购达到 30 万吨，最终做到 40-50 万吨的规模。我们预计 2010 年实现销售 20 万吨。目前市场价在 4800-4900 元/吨，毛利率在 20% 左右。

公司**汽车零配件业务**目前主要与长安汽车合作，08 年启动，当年销售额为 700 多万元，仅 09 年一年时间就做到 2.76 个亿，实现净利润 2900 多万元。目前来看，汽车市场一季度销售情况良好，我们预计 10 年公司汽车零配件业务仍将保持较快增长。

我们认为，公司实业投资的成功，与公司在染料、中间体产品的经营策略有异曲同工之处，即找准细分市场，快速占领该市场，取得市场话语权，从而在这些市场获得稳定而又持续的回报和发展。

3.2 PE 投资、财务投资渐入回报期

公司 PE 投资也进入收获期，其中公司参股印度 Kiri 公司，目前账面浮盈 9600 万元左右，我们预计公司 10 年仍有继续减持的可能。此外公司参股的滨化股份已成功在 A 股上市，按照目前股价，投资收益在 6 亿元左右。而公司参股的旭辉集团也已上报证监会。

09 年底、10 年初公司通过收购股权并追加债务的方式，向杭州巨城公司和临安汇锦公司分别投资 5.9 亿元和 2 亿元，预计年化收益率在 25% 和 20% 左右，预计给公司带来投资收益 1.85 亿元。

此外，公司自身也涉足了房地产开发和安置房项目，考虑到项目的不确定性，我们暂不予预测。

4、盈利预测及投资建议

主营业务假设:

- 1、分散染料 10~12 年产销量分别为 12, 14, 16 万吨, 毛利维持 28%;
- 2、活性染料 10~12 年产销量分别为 6, 8, 10 万吨, 毛利维持 22%;
- 3、中间体 10~12 年产销量分别为 4.5, 6.5, 8 万吨, 毛利率在 45%;
- 4、减水剂 10~12 年产销量分别为 20, 26, 35 万吨, 毛利在 20%;
- 5、汽车零配件, 10 年实现销售额 6 亿元, 毛利在 20%;

单位: 百万元		2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入		461,941	692,950	854,483	1,019,270
营收增速		9.3%	50.0%	23.3%	19.3%
主营业务成本		344,113	513,683	632,670	754,952
毛利率		25.5%	25.9%	26.0%	25.9%
分散染料	产能(万吨)	10	13	15	18
	销量(万吨)	9.50	12.00	14.00	16.00
	不含税价格(元/吨)	14653	17094	17949	17949
	毛利率	28.1%	28.0%	28.0%	28.0%
	营收(百万元)	139,201	205,128	251,282	287,179
活性染料	利润占比	33.3%	32.0%	31.7%	30.4%
	产能(万吨)	4.00	6.00	9.00	11.00
	销量(万吨)	3.70	6.00	8.00	10.00
	不含税价格(元/吨)	18284	18803	18803	18803
	毛利率	22.4%	22.0%	22.0%	22.0%
中间体	营收(百万元)	67650	112821	150427	188034
	利润占比	12.9%	13.8%	14.9%	15.7%
	产能(万吨)	4.00	4.50	6.50	8.00
	销量(万吨)	3.15	3.60	4.53	5.47
	毛利率	38.1%	44.1%	42.9%	42.7%
减水剂	营收(百万元)	53,754	91,282	121,282	148,376
	利润占比	17.4%	22.4%	23.4%	24.0%
	产能(万吨)	15.00	22.00	30.00	40.00
	销量(万吨)	13.00	20.00	26.00	35.00
	不含税价格(元/吨)	4,881	4,850	4,850	4,850
汽车零配件	毛利率	24.9%	20.0%	20.0%	20.0%
	营收(百万元)	63,450	97,000	126,100	169,750
	利润占比	13.4%	10.8%	11.4%	12.8%
	毛利率	20.1%	20.1%	20.1%	20.1%
	营收(百万元)	27,695	60,000	66,000	72,600
其他	利润占比	4.7%	6.7%	6.0%	5.5%
	毛利率	19.6%	20.0%	20.0%	20.0%

营收(百万元)	110,191	126,719	139,391	153,330
利润占比	18.3%	14.1%	12.6%	11.6%

盈利预测和估值:

不考虑此次收购 dystar 资产对龙盛的影响, 预计公司 10-12 年每股收益分别为 0.83 元、0.93 元和 1.09 元。如果考虑到、此次可转债全部行权, 总股本增厚的影响, 摊薄后每股收益为 0.75, 0.84 和 0.99 元, 其中主营业务每股收益分别为 0.63, 0.78 和 0.93 元。

公司历史年复合增长率保持在 30%以上, 未来三年复合增长率达到 29%, 给予 10 年主营业务 25 倍市盈率, 对应 10 年合理价格在 16 元左右, 维持中长期“推荐”的投资评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5844	7227	9268	12502
现金	1472	2249	2641	4778
应收账款	847	1099	1459	1680
其他应收款	760	793	1172	1290
预付账款	745	894	1235	1394
存货	1572	1521	1934	2376
其他流动资产	447	670	825	984
非流动资产	3526	4250	5130	5101
长期投资	453	453	453	453
固定资产	1352	1398	1518	1795
无形资产	609	597	583	569
其他非流动资产	1111	1802	2576	2283
资产总计	9369	11477	14399	17603
流动负债	3221	2644	3161	3820
短期借款	969	0	0	0
应付账款	479	696	751	986
其他流动负债	1773	1948	2410	2834
非流动负债	1848	2193	3321	4367
长期借款	296	1296	2296	3296
其他非流动负债	1552	898	1026	1071

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4619	6929	8545	10193
营业成本	3441	5137	6327	7550
营业税金及附加	12	19	22	27
营业费用	133	215	256	311
管理费用	305	448	558	663
财务费用	40	63	80	97
资产减值损失	20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	82	200	100	100
营业利润	751	1247	1402	1645
营业外收入	25	0	0	0
营业外支出	12	0	0	0
利润总额	765	1247	1402	1645
所得税	72	109	127	146
净利润	693	1138	1275	1500
少数股东损益	24	44	49	58
归属母公司净利润	669	1095	1226	1442
EBITDA	963	1481	1681	1984
EPS (元)	0.51	0.75	0.84	0.99

负债合计	5069	4837	6482	8187
少数股东权益	300	343	392	450
股本	1318	1469	1469	1469
资本公积	763	1948	1948	1948
留存收益	1868	2831	4057	5499
归属母公司股东权益	4000	6297	7524	8966
负债和股东权益	9369	11477	14399	17603

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-569	898	383	1287
净利润	693	1138	1275	1500
折旧摊销	172	171	199	242
财务费用	40	63	80	97
投资损失	-82	-200	-100	-100
营运资金变动	-1375	-187	-1185	-459
其他经营现金流	-17	-88	114	8
投资活动现金流	-752	-701	-1006	-105
资本支出	966	1000	500	500
长期投资	-26	-104	600	-300
其他投资现金流	188	195	95	95
筹资活动现金流	1604	580	1015	954
短期借款	156	-969	0	0
长期借款	84	1000	1000	1000
普通股增加	659	151	0	0
资本公积增加	-366	1185	0	0
其他筹资现金流	1071	-786	15	-46
现金净增加额	282	777	392	2137

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	9.3%	50.0%	23.3%	19.3%
营业利润	46.3%	66.0%	12.4%	17.4%
归属于母公司净利润	44.2%	63.6%	12.0%	17.6%
获利能力				
毛利率(%)	25.5%	25.9%	26.0%	25.9%
净利率(%)	14.5%	15.8%	14.3%	14.1%
ROE(%)	16.7%	17.4%	16.3%	16.1%
ROIC(%)	13.7%	19.3%	17.7%	19.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	54.1%	42.1%	45.0%	46.5%
净负债比率(%)	28.30%	28.90%	37.10%	41.69%
流动比率	1.81	2.73	2.93	3.27
速动比率	1.32	2.16	2.32	2.65
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.66	0.66	0.64
应收账款周转率	6	7	6	6
应付账款周转率	8.44	8.74	8.74	8.69
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.75	0.83	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.39	0.61	0.26	0.88
每股净资产(最新摊薄)	2.72	4.29	5.12	6.10
估值比率				
P/E	28.86	17.64	15.75	13.39
P/B	4.83	3.07	2.57	2.15
EV/EBITDA	19	12	11	9

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。