



纺织服装业/可选消费品

中银绒业 (000982)

拥有完整产业链的羊绒巨头

——中银绒业调研报告

	张威	李质仙
	010-59312817	010-59312812
	zhangwei7452@gtjas.com	lizhixian@gtjas.com
	S0880109054290	S0880200010239

本报告导读:

公司是国内产业链最完整的羊绒企业, 预计 10-12 年 EPS 分别为 0.56 元, 0.73 元和 0.95 元。谨慎增持评级, 建议股价回落至增发价 (11.62 元) 附近时买入。

投资要点:

- 公司是国内产业链最完整的羊绒企业, 原绒收购数量国内第一, 自 04 年起连续 6 年无毛绒、绒条出口全国第一, 09 年羊绒衫出口规模全国第三。
- 公司现有产能包括无毛绒 1100 吨, 羊绒条 300 吨, 羊绒纱 700 吨, 羊绒衫 150 万件。
- 公司在 4 月初公告增发预案, 计划非公开发行不超过 2600 万股, 募集资金 2.9 亿元用于 5000 吨羊绒采购及初加工、羊绒制品国内市场营销体系建设两个项目, 发行底价为 11.62 元。
- 公司优势包括: 完善的产业链布局; 多年羊绒收购积累的信誉和经验; 羊绒集散地的协同效应; 国际领先的羊绒纺纱技术以及中央和地方政府的大力支持。
- 公司面临的可能风险有: 过度依赖银行贷款, 财务状况差; 库存占资产比重高, 对羊绒价格波动敏感; 海外资产并购后难以发挥预期效益等。
- 公司短期业绩促发因素来自与羊绒价格的上涨和产能利用率的提升。中长期业绩促发因素包括邓肯纱厂纺纱工艺引入国内提升纱线毛利率; 渠道建设效果显现、羊绒衫内销占比提高; 以及充分利用当地外协资源带来的销售量进一步提高。
- 10-12 年每股收益分别为 0.56 元, 0.73 元和 0.95 元。目前股价对应 10 年 25 倍动态市盈率, 考虑到公司未来几年的高成长, 估值水平处于合理区间。给予“谨慎增持”评级, 建议价格回落至增发价 (11.62 元) 附近时在二级市场买入。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	746	765	1127	1375	1559
(+/-)%	92%	3%	47%	22%	13%
经营利润 (EBIT)	86	97	162	212	261
(+/-)%	117%	12%	68%	31%	23%
净利润	36	39	94	121	158
(+/-)%	-64%	10%	140%	29%	31%
每股净收益 (元)	0.21	0.23	0.56	0.73	0.95
每股股利 (元)	0.00	0.00			

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	12%	13%	14%	15%	17%
净资产收益率 (%)	12%	12%	14%	16%	18%
投入资本回报率 (%)	34%	13%	16%	19%	20%
EV/EBITDA	33	31	20	17	14
市盈率	66	60	25	20	15
股息率 (%)	0%	0%			

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: 16.00

上次预测: 4.40

当前价格: 14.35

2010.07.19

交易数据

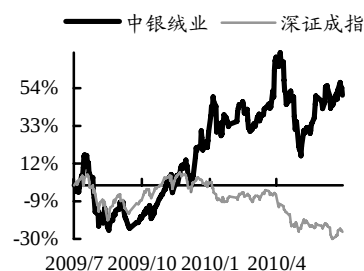
52 周内股价区间 (元)	6.90-16.77
总市值 (百万元)	2,337
总股本/流通 A 股 (百万股)	166/86
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	52%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	45

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	341
每股净资产	2.06
市净率	6.8
净负债率	382%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.01	0.04
Q2	0.03	0.15
Q3	0.09	0.17
Q4	0.10	0.20
全年	0.23	0.56

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	-11%	49%
相对指数	6%	11%	75%

相关报告

《中银绒业公司 2010-07-14 调研提纲》	2010.07.09
《关注持续性资产注入》	2009.03.08
《资产注入有利于产业链完善》	2008.12.18
《品牌与内销渠道建设任重道远》	2008.04.28

模型更新时间: 2010.07.19

股票研究

可选消费品

纺织服装业

中银绒业 (000982)

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: 16.00

上次预测: 4.40

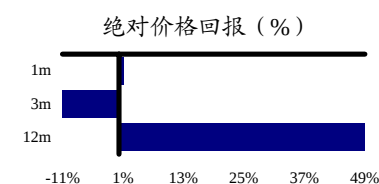
当前价格: 14.35

公司网址

www.zhongyincashmere.com

公司简介

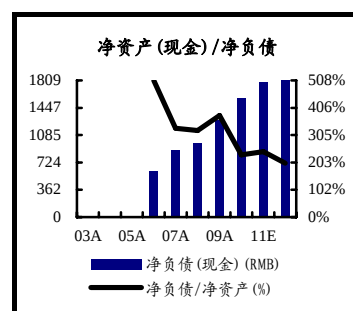
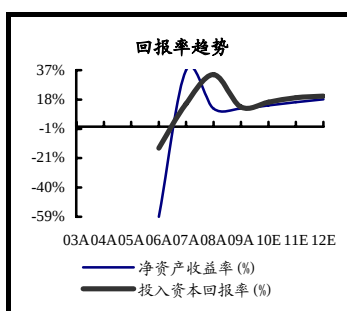
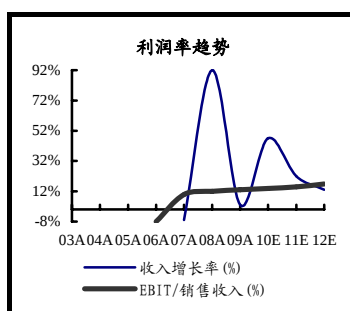
2007 年公司实施了重大资产重组。大股东宁夏灵武市中银绒业股份有限公司通过与原大股东圣雪绒集团签订了《股权转让协议》和《重大资产置换协议》，对公司进行了重大资产置换。重组完成后，公司主要从事羊绒、线条、纺纱、羊绒衫生产及出口销售。主要产品有优质白中白无毛绒、青无毛绒、紫无毛绒；优质高端白线条、青线条、紫线条；羊绒纱线、羊绒衫、羊绒大衣、围巾等制品。07 年报显示公司已全面实现扭亏,已经撤销股票交易特别处理。



52 周价格范围 6.90-16.77
市值 (百万) 2,337

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	419	389	746	765	1127	1375	1559
主营业务成本	399	332	626	597	865	1043	1155
税金及附加	8	1	1	1	1	2	2
主营业务利润	14	10	11	20	34	48	70
其他业务利润	26	18	19	52	56	69	70
营业费用	-32	40	86	97	162	212	261
管理费用	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	-2	-3	0	0	0	0	0
财务费用	28	30	60	68	79	89	94
营业利润	-62	7	26	29	83	123	168
所得税	-8	-5	-6	20	17	22	29
少数股东损益	-8	-1	-3	0	2	5	5
净利润	-71	99	36	39	94	121	158
资产负债表							
货币资金、短期投资	32	84	93	135	310	220	170
其他流动资产	571	996	1049	1292	1600	1900	2050
长期投资	21	1	1	1	1	1	1
固定资产合计	141	154	197	248	270	310	340
无形及其他资产	98	34	42	30	70	90	150
资产合计	863	1269	1383	1705	2251	2521	2711
流动负债	628	969	1038	1182	1372	1587	1611
长期负债	93	5	17	165	200	200	200
股东权益	119	266	302	339	679	734	900
投入资本(IC)	212	271	319	504	879	934	1100
现金流量表							
NOPLAT	(29)	42	108	64	138	180	222
折旧与摊销	17	15	15	19	22	25	25
流动资金增量	(46)	27	93	44	116	155	197
资本支出		13	43	51	22	40	30
自由现金流		272	(141)	(102)	69	106	160
经营现金流	86	254	(173)	(125)	42	60	80
投资现金流	8	32	(47)	(63)	(40)	(30)	(30)
融资现金流	(93)	(256)	240	234	400	210	220
现金流净增加额	0	30	21	46	402	240	270
财务指标							
成长性							
收入增长率		-7%	92%	3%	47%	22%	13%
EBIT 增长率		-224%	117%	12%	68%	31%	23%
净利润增长率		-239%	-64%	10%	140%	29%	31%
利润率							
毛利率		5%	15%	22%	23%	24%	26%
EBIT 率		-8%	10%	13%	14%	15%	17%
净利率		-19%	25%	4%	5%	9%	11%
收益率							
净资产收益率(ROE)		-59%	37%	12%	14%	16%	18%
总资产收益率(ROA)		-9%	8%	2%	4%	5%	6%
投入资本回报率(ROIC)		-14%	15%	34%	13%	16%	20%
运营能力							
存货周转天数		256	792	401	578	480	410
应收账款周转天数		55	185	105	112	105	98
总资产周转天数		752	1191	677	813	798	752
净利润现金含量							
资本支出/收入		0.03	0.06	0.07	0.02	0.03	0.02
偿债能力							
资产负债率		84%	77%	76%	79%	70%	67%
净负债率		508%	330%	322%	377%	232%	201%
估值比率							
PE		-33	24	66	25	20	15
PB		16.60	7.98	7.19	6.60	3.47	2.62
P/S		-202.58	59.17	32.88	30.81	19.66	16.55
EV/EBITDA		5.63	6.06	3.16	3.08	2.09	1.71
股息率			0%	0%	0%	0%	0%



1. 公司概况

公司 94 年成立，为中国银行下属的三产公司，98 年脱钩（但仍与银行系统保持密切的关系，在取得贷款，利率优惠方面有一定的优势）。公司成立之初的主要业务为原绒收购，98 年开始生产无毛绒与羊绒条，04 年起生产羊绒衫。公司产品以出口为主，主要销往欧美，但近些年内销的比例不断提高（此前出口占比 90% 以上，08 年出口内销比 6:4，09 年 5:5）。

公司 07 年借壳当地企业圣雪绒上市，上市后扩建了无毛绒和羊绒衫生产线，并先后收购了集团的 360 吨羊绒纱产能和英国的邓肯纱厂 340 吨高端纱线产能。公司现有产能包括无毛绒 1100 吨，羊绒条 300 吨，羊绒纱 700 吨、羊绒衫 150 万件，是国内产业链最完整的羊绒企业，原绒收购量国内第一，占国内羊绒产量的 20%-25%。自 04 年起连续 6 年无毛绒、绒条出口全国第一，09 年羊绒衫出口规模全国第三。公司 09 年开始进入国内消费市场，目前仍处于初创阶段，现有“菲洛索菲”和“布朗艾伦”（收购邓肯获得，定位高端）两个品牌。

2. 羊绒行业分析

羊绒是从山羊毛层底部与皮层之间抓取的一种天然纤维，具有细长、柔软、弹性强、光泽柔和及拉力强等特性。用羊绒制成服装轻、柔、滑、薄、保暖性能好，而且对人体皮肤无刺激，具有其它纤维无法比拟的优越性，因此被誉为“纤维钻石”、“软黄金”。

产绒山羊主要分布在北纬 35-55 度，东经 5-120 度的高寒、半荒漠区域，中国、中亚五国、俄罗斯、蒙古、伊朗和巴基斯坦为主要的产绒国。世界羊绒年产量大约在 1.6 万吨，中国羊绒年产量 1.1 万吨至 1.2 万吨，占世界总产量 70% 以上。内蒙古的羊绒年产量 5000 吨以上，占中国总产量的 40%，全球产量的 1/3。国内其他的产绒省份还包括辽宁、新疆、陕西、山东等。

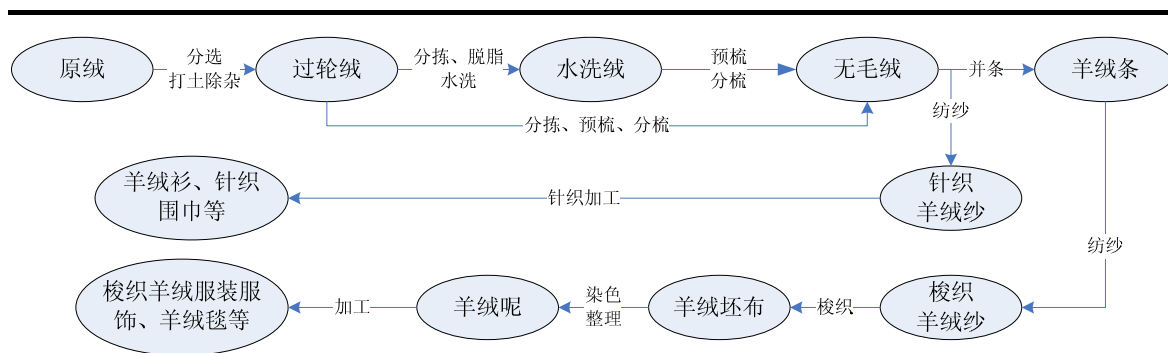
就羊绒品质而言，中国与蒙古的羊绒最细，13-16 微米，苏联最粗，18-19 微米。中国绒山羊以白绒为主，其他国家生产相当数量的紫绒。

羊绒每年一梳，一般在 4 月底、5 月初，高寒牧区要晚一些。羊绒收购季节通常在二季度末，采购人员凭经验测算原绒的出成率（转化为无毛绒的比率），按无毛绒价格报价收购，企业收到原绒检测后付款，通常在三季度。

羊绒制品的加工工艺流程如下图所示：原绒收购后，要经过打土除杂，水洗，预梳、分梳等多道工序除去其中掺杂的山羊粗毛和其它杂质，加工成无毛绒，这一流程的转化率在 45% 左右（即 1kg 原绒可以加工 0.45kg 无毛绒）。无毛绒纺成纱后，通过针织加工制成羊绒衫及其它羊绒制品（围巾、内衣等）。此外，无毛绒还可以先通过并条工艺制成羊绒条，而后进行纺纱（与其他纤维混纺用于改善面料性能），这类羊绒纱主要适用于梭织，产品包括西服、羊绒毯等。目前针织羊绒制品的 70%-75% 的生产

集中在中国，少量高端产能分布在欧美、日韩等地，梭织羊绒品绝大部分在欧洲生产。

图 1 羊绒及羊绒制品加工工艺流程



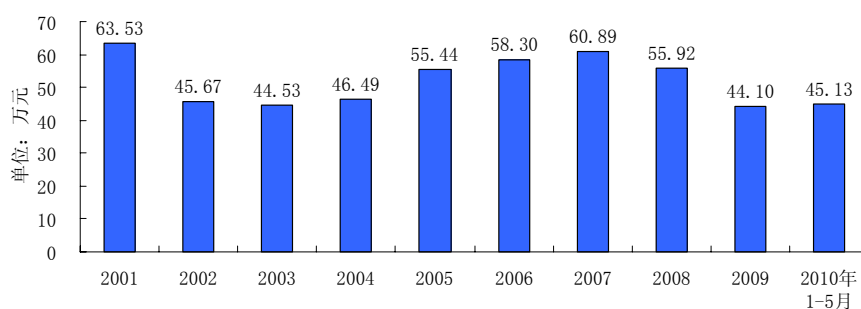
数据来源：中国期刊网、国泰君安证券

国内羊绒产业自 80 年代在内蒙古兴起，代表企业鄂尔多斯，90 年代中期转移至河北清河，2000 年以后转移至宁夏。公司所在地灵武为目前国内最大的羊绒集散地和初加工基地，有中银、嘉源、荣昌三大羊绒集团，年收购原绒 7300 吨，占中国 60% 以上，生产无毛绒 4700 吨，绒条 500 吨，绒纱 750 吨，羊绒衫 300 万件。中银绒业为当地规模最大的企业。

羊绒根据品质不同价格差异很大，价格也难以跟踪。根据公司介绍，羊绒价格在历史上曾有过剧烈的周期性波动，波动范围在 40 万-130 万/吨之间（折算无毛绒价格）。2000 年以后价格波动趋缓。05、06 年羊绒价格经历了小幅上涨，之后一直处于下行过程中，从 09 年下半年起开始出现新的上涨。01 年以来中国山羊绒（应指无毛绒）出口单价的走势印证了公司的说法（见图 2）。

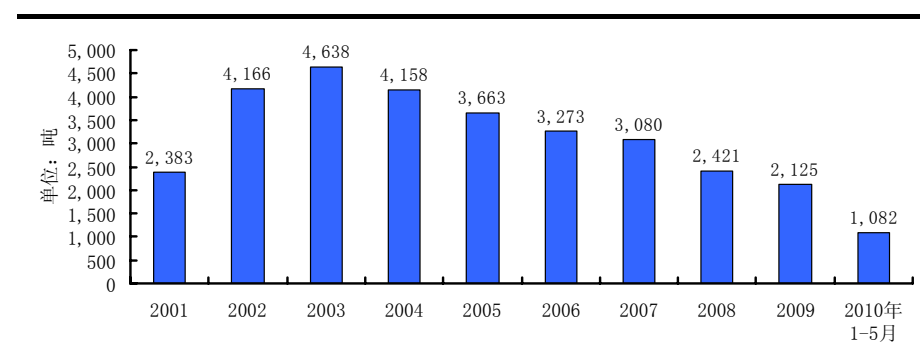
从图 3 中可以看出，中国的山羊绒出口量自 03 年达到 4638 吨以来，处于持续下降的过程中，到 09 年出口量仅为 2125 吨。一方面说明中国的羊绒加工能力增强，初加工产品出口下降，另一方面，结合羊绒出口价格的下跌，反映出这些年国外对于羊绒的需求并不旺盛。

图 2 中国山羊绒出口单价



数据来源：CEIC、国泰君安证券

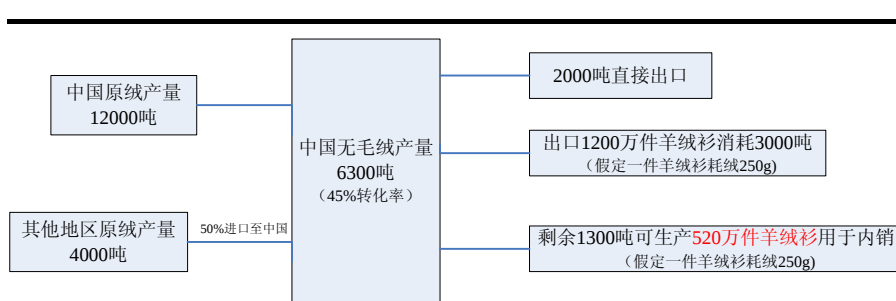
图 3 中国山羊绒出口量



数据来源: CEIC、国泰君安证券

国内的羊绒衫消费规模一直难有准确的统计,但可以从生产和出口数据进行大致的测算。全球原绒产量 16000 吨,其中中国原绒产量 12000 吨,由于中国加工能力过剩,境外原绒的 50%会进口至中国,即中国原绒加工总量为 14000 吨,加工至无毛绒为 6300 吨(转化率 45%)。扣除 2000 吨直接出口至国外,可用于制作羊绒衫的无毛绒为 4300 吨。假定单价羊绒衫耗用无毛绒 250g,则 1200 件出口羊绒衫需要无毛绒 3000 吨,剩余 1300 吨无毛绒能够生产的可供内销的羊绒衫为 520 万件左右,这一数据与有关部门统计的 1500 万件相差甚远,我们认为内销与出口的羊绒衫统计中包括了部分混纺产品的缘故。

图 4 羊绒衫内销规模测算



数据来源: 国泰君安证券

3. 增发项目与未来经营规划

公司在 4 月初公告增发预案,计划非公开发行不超过 2600 万股,募集资金 2.9 亿元用于 5000 吨羊绒采购及初加工、羊绒制品国内市场营销体系建设两个项目,发行底价为 11.62 元。目前该预案已获得股东大会通过,尚待证监会批准。

我们在调研过程中了解到公司未来的发展规划一是加强原料优势,提高稀缺资源占有率;二是开拓国内市场,加大对品牌与渠道的投入;增发募投项目的设计与公司发展规划不谋而合。

羊绒采购及初加工项目建成后,公司将形成 5000 吨羊绒存储及洗净绒加工生产能力,将进一步巩固在原绒收购领域的龙头地位。需要说明的

是，尽管羊绒资源稀缺，价值较高，但仍属于可再生资源，每年都有新绒上市，在目前需求不旺的情况下，稀缺性无从体现。近几年羊绒价格相对稳定，储备大量库存意义不大（鄂尔多斯在 05 年以后放弃原绒收购，转为直接采购无毛绒），如果价格下跌，较大的库存反而会面临资产减值的风险。但如果未来羊绒价格出现上涨，公司庞大的采购与储存能力将使其成为最大的受益者。

公司营销网络建设项目计划投资 1.8 亿，利用三年时间在国内建设 165 个零售网点，其中直营网点 40 个，代理网点 125 个，用于公司“菲洛索菲”和“布朗艾伦”两个品牌羊绒产品的销售。

表 1：公司渠道建设规划

	直营			代理		
	第一年	第二年	第三年	第一年	第二年	第三年
增量	4	12	14	25	45	55
总量	4	16	40	25	70	125

数据来源：公司公告

公司“菲洛索菲”品牌定位于中高端，产品设计委托北京的设计公司负责，公司组织生产，主要通过经销商进行销售。产品售价大致为：普通产品 1200-1400 元，精梳纱产品在 2000 元左右。经销商通过订货会订货，买断价格为终端售价的 4 折。公司 09 年在银川、大连、沈阳、青岛、西安等地开设了 16 家专卖店，09 年 4 月-10 年 2 月上述店铺累计销售羊绒制品 16000 件，销售额 1400 万元左右。

“布朗艾伦”品牌在欧洲有悠久的历史，定位高端，公司收购英国邓肯公司时获得该品牌，并计划利用该品牌开拓国内高端市场，定价大致为“菲洛索菲”品牌的 2 倍。目前公司正在委托咨询公司为该品牌进行企划，预计 10 年末或 11 年推出。

除为两个品牌开设零售店外，公司还试图开拓国内的团购市场，网络销售也在筹备过程中。

我们认为公司目前的品牌运营团队尚未构建完毕，当务之急是采用适当的激励措施吸引人才；另一方面，设计作为品牌运营的核心，采用外包模式也非长久之计，未来应将其纳入公司体系或培养自己的设计团队，公司的品牌内销业务还有很长的路要走。此外，公司还需要面对羊绒制品特有的季节性销售以及“劣等品驱逐优等品”等问题。

4. 优势与风险

我们认为公司具有的优势包括以下几点：

- 多年羊绒收购积累的信誉和经验，国内领先的羊绒检测中心；
- 地处羊绒集散地，协同效应明显；
- 由原绒收购、到无毛绒、绒条、绒纱、羊绒衫直至渠道销售的完整产业链；
- 收购邓肯纱厂获得国际领先的羊绒纺纱技术；

- 中央和地方政府的扶持政策（西部大开发地区企业享受 15% 所得税率、少数民族用品定点生产单位享受 2.88% 的央行贴息贷款等）。

公司面临的可能风险有：

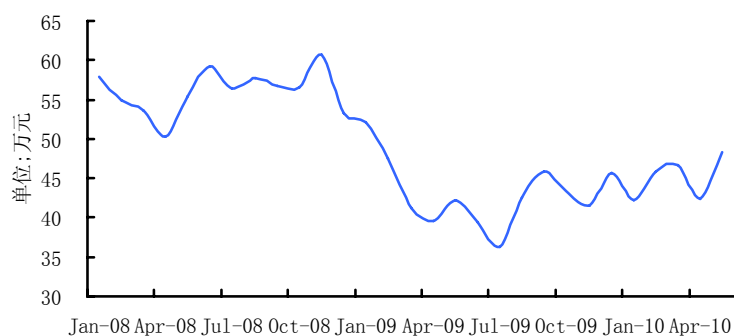
- 过度依赖银行贷款，体现在负债率高，短期负债占比高，财务费用大，经营性现金流不足，资金链脆弱；
- 原材料库存占资产比重较大，对羊绒价格波动非常敏感；
- 海外资产并购后难以发挥预期效益；
- 管理层不熟悉品牌运营，在转型过程中可能出现决策失误。

5. 业绩促发因素

公司短期（年内）的业绩促发因素来自于羊绒价格的上涨和产能利用率的提升。

羊绒价格自 09 年下半年开始出现上涨，目前价格较 09 年最低点有 25% 的涨幅。公司在 09 年价格低位时加大了原绒储备力度，库存量可满足 1 年半的生产要求（一般情况下企业需储备 1 年的原材料库存）。公司这一举措在报表上也有所反应，09 年末公司原材料库存额为 6.37 亿元，同比增长 103.06%，原材料占整体库存比重为 67.4%，较 08 年提高了 21.8 个百分点。低价的原材料储备锁定了生产成本，在产品价格上涨过程中可以带来毛利率的提升。

图 5 羊绒月度出口价格波动



数据来源：CEIC、国泰君安证券

表 2：公司存货结构

	数额（万元）	数额（万元）	占比（%）	占比（%）	增长率（%）
	2008	2009	2008	2009	
原材料	31382	63725	45.6%	67.40%	103.06%
在产品	12855	11166	18.68%	11.81%	-13.14%
库存商品	24300	18476	35.31%	19.54%	-23.97%
包装品及低值易耗品	54	212	0.08%	0.22%	292.59%
委托加工物资	229	969	0.33%	1.02%	323.14%
合计	68820	94548	100%	100%	37.38%

数据来源：公司公告、国泰君安证券

公司产能包括无毛绒 1100 吨、绒条 300 吨、羊绒纱 700 吨（国内 360 吨，邓肯 340 吨），羊绒纱 150 万件。其中绒条需要以公司自产的无毛绒作为原材料，羊绒衫约 1/3 的纱线来自内部生产，其余产品的原材料全部来自外部采购。公司国内的羊绒纱和羊绒衫生产线均为 09 年技改扩建，邓肯纱厂收购之前处于半停工状态，产量均有较大的提升空间。产能利用率的提升一方面可以带来收入的增长，另一方面摊薄固定成本，提高毛利率。

表 3: 公司产能利用情况

单位: 吨

	产能	产量	剩余产能	剩余产能占比
无毛绒	1100	950	150	13.64%
绒条	300	220	80	26.67%
羊绒纱（国内）	360	233	127	35.28%
羊绒纱（邓肯）	340	55	285	83.82%
羊绒衫(万件)	150	120	30	20%

数据来源：公司公告、国泰君安证券

中长期的业绩促发因素包括将邓肯纱厂纺纱工艺引入国内提升纱线毛利率；渠道建设效果显现、羊绒衫内销占比提高；以及充分利用当地外协资源带来的销售量进一步提高。

此外，目前羊绒价格处于历史低位，而且具有市场相对封闭（70%以上羊绒产自中国），规模小（年产量 1.2 万吨，交易额 30 多亿元），价格不受政府管制，不影响社会稳定等特点，存在像大蒜、绿豆一样被资金炒作的可能（历史上也有先例）。如果羊绒价格大幅上涨的情况出现，公司作为最大的原绒采购及初加工企业，业绩将出现爆发性增长。

6. 盈利预测与投资评级

根据公司公告和调研了解到的情况，我们对公司未来三年的业绩进行了预测，用到的销量与产品价格假设见表 4。

我们预计 10-12 年公司净利润分别为 9371 万元、1.21 亿元和 1.58 亿元，10 年由于新建产能达产以及羊绒价格上涨带来毛利率提高，净利润同比增速达到 140%，此后两年增速在 30% 左右。按增发前总股本 1.66 亿测算，10-12 年每股收益分别为 0.56 元，0.73 元和 0.95 元。目前股价对应 10 年 25 倍动态市盈率，考虑到公司未来几年的高成长，估值水平处于合理区间。给予“谨慎增持”评级，建议价格回落至增发价（11.62 元）附近时在二级市场买入。此外，若未来羊绒价格出现大幅上涨，公司将成为最大的受益者，建议关注。

表 4: 公司分产品收入预测

		2008	2009	2010E	2011E	2012E	
无毛绒	销量（吨）	761	730	780	820	860	
	单价（万元）	50	46	60	65	65	
	收入（万元）	38210	33480	46800	53300	55900	
	毛利率	16.02%	21.96%	23.21%	24.12%	25.94%	
羊绒条	销量（吨）	244	220	240	270	280	
	单价（万元）	56	47	65	70	70	
	收入（万元）	13550	10237	15600	18900	19600	
	毛利率	9.94%	13.24%	15.00%	15.50%	16.00%	
羊绒纱	国内	销量（吨）	121	133	180	220	260
		单价（万元）	62	56	67	72	72
		收入（万元）	7459	7428	12060	15840	18720
		毛利率	16.20%	13.38%	18.00%	18.50%	19.00%
	邓肯	销量（吨）		55	100	150	200
		单价（万元）		80	90	95	95
		收入（万元）		4380	9000	14250	19000
		毛利率		46.67%	45.00%	45.00%	45.00%
	合计	销量（吨）	121	187	280	370	460
		收入（万元）	7459	11808	21060	30090	37720
		毛利率	16.20%	25.73%	29.54%	31.05%	32.10%
羊绒衫	出口	销量（万件）	57.6	110	120	100	70
		单价（元）	264	149	170	180	180
		收入（万元）	15208	16362	20400	18000	12600
		毛利率	24.68%	28.03%	27.50%	25.00%	25.00%
	内销	销量（万件）		13	25	45	75
		单价（元）		350	350	380	400
		收入（万元）		4550	8750	17100	30000
		毛利率		35.00%	35.00%	37.00%	38.00%
	合计	销量（万件）	57.6	123	145	145	145
		收入（万元）	15208	20912	29150	35100	42600
		毛利率	24.68%	29.55%	29.75%	30.85%	34.15%
其它	收入（万元）	135	73	80	80	80	
	毛利率	48.55%	42.76%	40.00%	40.00%	40.00%	
总计	收入（万元）	74560	76510	112690	137470	155900	
	增长率		2.61%	47.29%	21.99%	13.41%	
	毛利率	16.02%	21.96%	23.21%	24.12%	25.94%	

数据来源: 国泰君安证券

表 5: 中银绒业利润表预测

	2007	2008	2009	2010Q1	2010E	2011E	2012E
营业收入	38906	74560	76510	16638	112690	137470	155900
营业成本	33169	62615	59709	12248	86533	104318	115454
毛利润	5737	11944	16801	4390	26157	33152	40446
营业税金及附加	131	112	91	22	135	165	187
销售费用	1007	1115	1983	733	3381	4811	7016
管理费用	1805	1914	5211	945	5635	6874	7016
财务费用	2961	5990	6807	1897	7888	8936	9354
资产减值损失	(1173)	200	(147)	715	800	100	100
投资收益	(265)	9	8	0	0	0	0
营业利润	741	2623	2864	79	8319	12266	16774
营业外收入	9027	248	3133	715	3500	3000	3000
营业外支出	484	307	64	1	500	500	500
利润总额	9284	2564	5934	793	11319	14766	19274
所得税	(507)	(650)	2028	187	1698	2215	2891
净利润	9791	3214	3906	606	9621	12551	16383
少数股东损益	(104)	(344)	7	7	250	491	537
母公司所有者净利润	9895	3558	3898	599	9371	12061	15846
总股本 (万股)	14800	16600	16600	16600	16600	16600	16600
每股收益 (元)	0.67	0.21	0.23	0.04	0.56	0.73	0.95

数据来源: 国泰君安证券

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		

