

公司研究

行业：机械

评级：买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街九
号院一号楼六层信达证券研发
中心

张冬峰

SAC 执业证书 S1500209090113

010-63081260

zhangdongfeng@cindasc.com

左志方

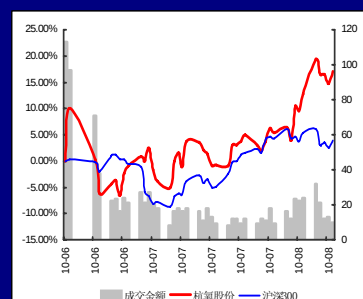
010-63081269

zuozhifang@cindasc.com

基础数据

当前股价（元）	28.39
总股本（百万股）	401
流通股本（百万股）	56.8
一个月内涨幅	11.1%

个股走势



杭氧股份 (002430) —— 产业链延伸，顺势而为博取长期收益

2010 年 8 月 13 日

投资要点

- **空分设备行业龙头，手持订单充裕。**公司是国内空分设备行业的领头羊，集中在 2 万等级及以上容量的市场，国内市场占有率始终维持在 40% 以上，是国内规模最大、历史最悠久的一流空分设备制造商。公司 2009 年订单量 40 多亿元，2010 年上半年的订单量相比 2009 年同期有所增长。随着 2010 年空分设备交付和收入的确认，我们预计公司的收入将恢复增长。
- **技术变革与政策推动成为空分设备市场增长的双引擎。**空分设备的主要下游行业是钢铁、电力、石油化工和煤化工，其中熔融还原炼铁技术、煤气化联合循环发电系统（IGCC）、现代煤化工（包括煤制油、煤制烯烃等）技术对空分设备制氧能力都有大幅提升。另一方面，钢铁行业落后产能淘汰政策将会增加对大型空分设备的需求，而煤化工项目的暂停则为公司产能扩张提供了时间。
- **公司在国内工业气体产业链中处于主导地位，顺势而为进行产业链的下游拓展有利于公司的长远发展。**公司已经初步完成了对空分设备关键部件环节的产业链延伸，下一步的拓展领域自然是工业气体的营销环节。根据公司目前的技术实力、品牌优势和客户资源，以及成功投资河南、吉林的工业气体项目的运营经验，公司通过回购设备、销售气体的方式盘活存量资源，将会在短时间内占领市场并形成区域垄断。公司的工业气体业务将迎来爆发性的增长时期。
- 预计公司 2010 年、2011 年的每股收益为 0.82 元、1.02 元，对应 2010 年、2011 年动态 PE 为 34.6 倍、27.8 倍。首次给予 **买入** 评级。

财务数据预测

会计年度	2008	2009	2010E	2011E
主营收入（百万元）	2509	2567	2982	3449
YOY	18.2%	2.3%	16.2%	15.7%
净利润	254	278	363	448
YOY	58%	17%	32%	23%
每股收益（元）	0.53	0.62	0.82	1.02

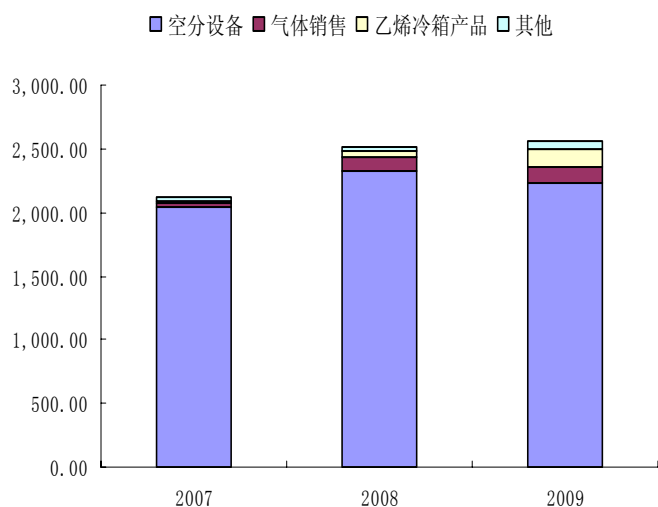
■ 目录

1. 公司概况.....	3
2. 技术变革与政策推动——空分设备市场的双引擎.....	3
2.1 空分设备行业的发展轨迹.....	3
2.2 下游行业的技术变革带来的结构性增长.....	5
2.3 利空政策限制下的利好.....	7
3. 产业链纵向延伸，强势企业的顺势而为.....	8
3.1 产业链延伸的逻辑.....	8
3.2 占据国内工业气体行业的主导环节.....	8
3.3 顺势而为博取长期收益.....	9
4. 业绩预测.....	10
财务报表预测.....	12

1. 公司概况

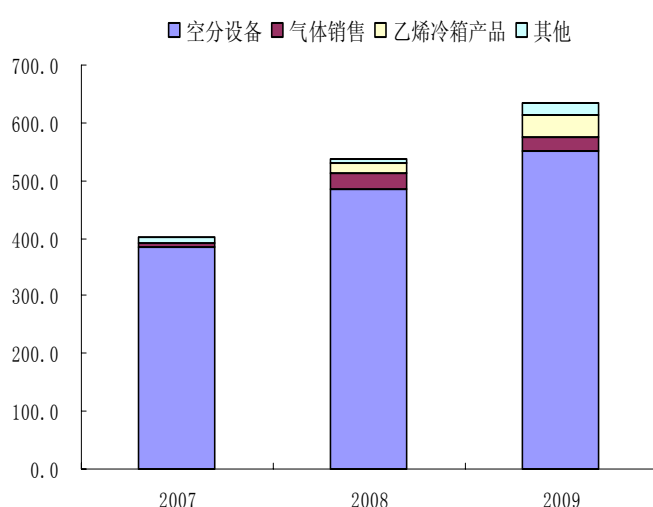
杭州氧气股份有限公司主要从事空气分离设备、工业气体产品和石化设备的生产及销售业务，目前公司的主导产品为大型成套空气分离设备，能够设计制造6万 m^3/h 等级及以下的空分设备，技术水平已经达到国际先进企业的水平。公司空分设备集中在2万立方米/小时（氧气）及以上容量的市场，公司空分设备产品在国内市场占有率始终维持在40%以上，是国内规模最大、历史最悠久的一流空分设备制造商。

图1、公司收入结构



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图2、公司毛利结构



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

2009年，公司的营业收入达到25.7亿元，毛利率24.5%。其中空分设备收入占比86.7%，工业气体销售收入占比5.35%，乙烯冷箱产品占比5.05%。从业务结构来看，空分设备虽然占据绝对主导地位，但是收入贡献度在逐渐降低，从2007年的95.89%下降到2009年的86.60%，而工业气体贡献度则在不断提高，从2007年2.00%提高到2009年5.35%。利润结构方面的变化与收入结构的变化趋势相同。

2. 技术变革与政策推动——空分设备市场的双引擎

2.1 空分设备行业的发展轨迹

空气分离设备的原理是利用低温精馏分离技术，利用空气中各成分的蒸发温度差异对空气进行分离，制取高纯度的氧气、氮气及氩气等气体，应用于大量使用氧气或氮气的化工、工业气体、冶金、电力等行业。

最早对空气进行分离的商业化设备是20世纪初德国制造的制氧机，用于钢铁企业对金属的气焊和切割；20 世纪30 年代末，氮肥行业快速发展导致对氮气的需求大增，制氧机也发展到能同时生产氧气和氮气，并改称为空气分离设备。20世纪40年代，10,000 立方米/小时级别的大型空分设备问世；50年代氧气顶吹转炉炼钢工艺诞生，钢铁质量和产量都有了很大的提升，对大型空分设备的需求大量增加。此后，随着高炉富氧鼓风炼铁工艺的普遍采用，钢铁企业对空气分离设备的需求逐步向3万及以上等级发展。现在，随着空分设备下游行业的大规模发展，对设备级别需求越来越大，目前国际上投入运营的最高等级空气分离设备的制氧能力已经达到110,000立方米/小时。

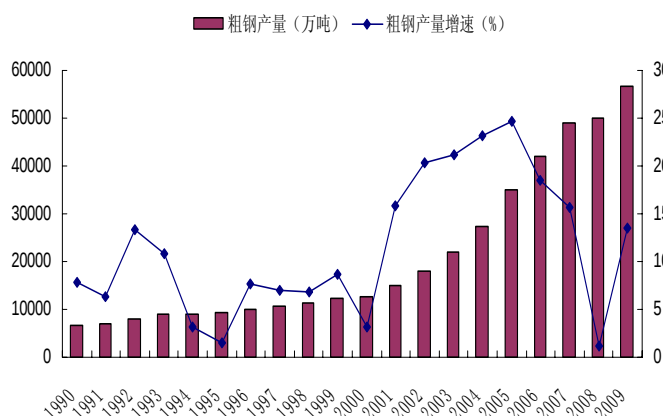
表1、传统行业对空分设备的需求

行业	子行业	空分设备需求强度
钢铁	炼钢	每100万吨需要空分设备制氧能力 15,000 m ³ /h
化肥	合成氨	每30万吨需要空分设备制氧能力 30,000 m ³ /h
石油化工	乙烯	每100万吨需要空分设备制氧能力 300,000 m ³ /h

资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

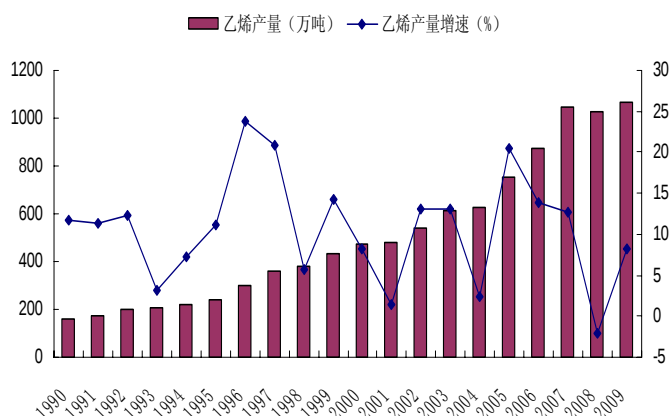
我国空分设备制造起步于20 世纪50 年代，实现了30立方米/小时空分设备的批量生产。70年代末引进了德国林德公司的1万等级的技术，通过消化吸收并且实现了国产化，至1995年底，总共生产了70余套大型空分设备。此后，通过引进技术、合作开发、自主创新等多种方式，我国空气分离设备产品开始向大型化方向发展。随着我国工业化进程的加快，冶金、化工行业快速发展，空分设备行业也随之步入了高速发展的轨道。

图3、我国粗钢产量



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图4、我国乙烯产量

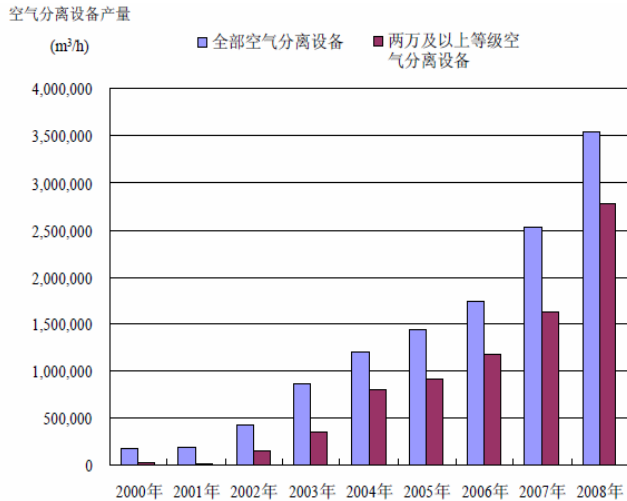


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

我国钢铁产量在2001--2005年期间经历了高速的增长，成为拉动空分需求的主要动力；2006年之后，化工行业成为拉动空分设备的主要动力。钢铁、化工行业的高速发展对空分设备的需求也快速增长，连续8年保持在30%左右的增速，而且设备逐渐向大型化方向发展。2008年全行业共生产空分设备289套，制氧总容量306.36万立方米/小

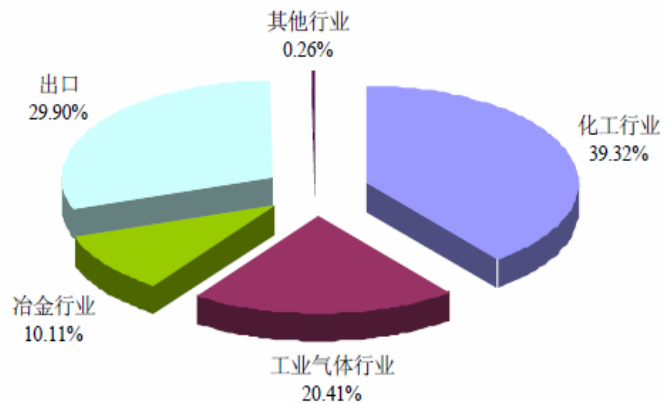
时，其中，生产大中型空分设备144套，制氧容量299.43万立方米/小时，单机制氧容量最高达6万立方米/小时，产品的等级结构逐渐完善。

图5、我国空分设备发展状况



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图6、2009年公司空分设备需求的行业结构



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

2.2 下游行业的技术变革带来的结构性增长

技术变革不仅推动着本行业的进步，而且间接推动了相关行业的发展。技术变革的动力有多种，归纳起来大概分为：政策或利益推动、资源约束推动、对未知领域的好奇、技术积累的结果等，但是，不管是何种动力推动的技术变革，一旦形成产业化，都将会对相关设备形成新的需求：新设备需求或者设备升级需求。

钢铁行业的冶炼工艺经历了酸性空气底吹转炉法——平炉炼钢法——氧气顶吹（或者底吹）转炉法——熔融还原炼铁，前三个阶段的技术变革的主要驱动因素之一就是炼钢效率，而影响炼钢效率的主要因素就是氧化剂和还原剂问题，当大型空气分离设备出现之后，氧气顶吹转炉法便取代平炉炼钢法，成为主流炼钢工艺，进而通过正反馈作用带动了空分设备行业的发展。但是，随着人们对节能环保要求越来越高，政府也相应出台多项节能减排政策，政策刺激下的技术更新逐渐应用到冶炼工艺。熔融还原炼铁技术是一种用非焦炭生产铁水的新工艺，不使用焦煤，具有流程短、环保性好、铁水质量高等优势，该技术对空分设备制氧能力要求大幅提高，每一百万吨钢的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为 5 万 m³/h，将会推动空分设备继续向大型化方向发展。

火力发电的原理是燃料化学能→蒸汽热能→机械能→电能的过程，目前传统的火力发电的净效率较低（最高达到40%）、资源消耗大、污染性高。资源约束和环境约束共同推进火力发电的技术变革。整体煤气化联合循环发电系统（IGCC）的出现可以在一定程度上解决这一问题。IGCC将煤气化技术和高效的联合循环相结合，主要流程是

煤经气化成为中低热值煤气，经过净化变为清洁的气体燃料，然后送入燃气轮机的燃烧室燃烧，加热气体驱动燃气轮机做功，同时燃气轮机排气进入余热锅炉加热，产生蒸汽驱动蒸汽轮机做功。IGCC发电技术能够提高发电净效率至43~45%，而污染物排放量只有常规燃煤电站的1/10，耗水只有常规电站的1/2-1/3。利用IGCC技术发电，每30万千瓦时的发电能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为6万m³/h，未来空间广阔。

世界煤化工行业起步较早，并于19世纪形成了完整的煤化工体系。但是，二战后随着石油工业的兴起，煤化工逐渐被石油化工取代。1984年公布的全球化石燃料探明的可采量结构显示煤约占74%、石油12%、天然气10%，石油、天然气资源经过几十年的开采，现有存量已经无法支撑现代工业体系的运转，石油价格的大幅上涨迫使人类寻求新的化工原料。另一方面，随着现代煤化工技术的逐渐成熟，煤制油、烯烃、二甲醚、甲烷气等技术产业将会有很大的发展空间。因此，煤化工技术也是资源约束下技术变革的典范。煤化工技术分为煤气化和煤液化，二者均需使用大量的高纯度氧气，例如利用煤气化技术合成油，每100万吨合成油的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为300,000 m³/h，因此煤化工项目一般配备大型空分设备。

表 2、各种新技术对应的空分设备制氧能力需求

行业	子行业	空分设备需求强度
钢铁	熔融还原炼铁	每100万吨需要空分设备制氧能力 50,000 m ³ /h
煤化工	煤气化合成油	每100万吨需要空分设备制氧能力 300,000 m ³ /h
	甲醇	每100万吨需要空分设备制氧能力 120,000 m ³ /h
	天然气	每1000万m ³ /天需要空分设备制氧能力 240,000 m ³ /h
电力	IGCC技术	每30万千瓦需要空分设备制氧能力 60,000 m ³ /h

资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

空分设备新增市场容量测算：从目前国家批准的在建或筹建阶段内的煤化工项目来看，对空分设备的制氧量需求为200 万m³/h，在建和筹建的IGCC 项目所需的空分设备的制氧量在130 万m³/h以上，二者之和为330 万m³/h。另外，我国火力发电设备2009 年底的装机容量为6.52亿千瓦，如果利用10年时间对现有火电机组中的10%进行IGCC改造，则对空分设备制氧量需求总量在1200万m³/h以上，折合每年需求120万m³/h；2009年我国的粗钢产量为5.6亿吨，如果未来5年对现有钢铁产量的10%采用熔融还原炼铁技术冶炼，则对空分设备的制氧量需求总量为280 万m³/h，折合每年需求56万m³/h；假设煤化工项目为3年左右，目前批准的煤化工每年对空分设备的制氧需求量67 万m³/h。综合上述需求，新技术带来的空分设备市场每年新增需求量为243万m³/h。而且，这部分市场需求集中在大型空分设备，对空分设备市场结构将会产生重要影响，大型空分设备制造商将从中受益。

表 3、我国空分设备新增容量的测算

行业	项目
煤化工	神华包头60万吨煤制烯烃项目
	中天合创 300 万吨煤制二甲醚项目
	新疆广汇 100 万吨煤制二甲醚项目
	中煤黑龙江 60 万吨煤制烯烃项
	大唐克旗 40 亿方煤制天然气项目
	大唐阜新 40 亿方煤制天然气项目
	鄂尔多斯汇能 16 亿方煤制天然气项目
电力 IGCC	神华惠州大亚湾 2×40 万 KW 项目和鄂尔多斯项目
	华能集团天津滨海新区25万KW+2×40 万KW 电站
	华电集团杭州半山20万KW项目
	大唐发电沈阳 4×40 万 KW 项目
	东莞电化太阳洲 4×20 万 KW 项目
	国电江苏海门 2×40 万 KW 项目
中电投廊坊 2×40 万 KW 项目	
空分设备需求总量	330 万m³/h

资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

2.3 利空政策限制下的利好

目前，对空分设备行业有影响的政策利空集中在两个方面：其一，《钢铁产业调整和振兴规划》中针对钢铁行业产能过剩现状提出了淘汰落后产能的计划，工信部2010年8月8日公布的2010年淘汰涉及炼钢行业175家，产能3524万吨；其二，《石化产业调整和振兴规划》中对现阶段煤化工行业的产业政策是今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石等煤化工项目，原则上不再安排新的煤化工试点项目，重点抓好现有煤制油、煤制烯烃、煤制二甲醚、煤制甲烷气、煤制乙二醇等五类示范工程。

从表面上看，两个利空政策将会对空分设备两个重要的下游行业进行产能限制，从而导致对空分设备的需求减少。但是，如果深入分析，我们发现钢铁行业落后产能淘汰主要针对的是小型钢厂，而小型钢厂对大型空分设备的需求较少；另外，落后产能淘汰有利于大型钢厂的数量增加和产能扩张，进而加大对大型空分设备的需求。

对于煤化工项目停止审批虽然对整个空分设备行业的快速发展有一定的影响，但是却有利于公司的长远发展。因为煤化工项目对空分设备的需求很大，设备的使用年限较长，例如年产100万吨的煤制油项目，需要30万立方米/小时的空分设备，占公司2009年空分设备总产量110万立方米/小时的27%，在公司产能没有提高的情况下，如果煤化工项目一哄而上，空分设备市场将会被其他企业跑马圈地，不利于公司的长远发展。目前，随着公司通过资本市场成功募集资金，进行产能扩张，对于将来继续巩固煤化工行业空分设备市场地位，享受煤化工行业长期稳定发展带来的超额收益反而有利。

3. 产业链纵向延伸，主导企业的顺势而为

3.1 产业链延伸的逻辑

产业链是基于产业内部分工形成的链状组织，通过各个环节的有效运转完成产业价值的实现和增值。因此，产业链内部存在大量的上下游关系和相互价值的交换，不同的环节通过自己在产业链中的地位和贡献分享相应的价值，并且可以据此将产业链分为关键环节、主导环节、配套环节。

表 4、产业链各环节的特征

特征	关键环节	主导环节	配套环节
技术	核心技术	综合的技术集成、系统工程	一般技术
价值增加	价值增值高	价值增值高	一般价值
竞争力来源	核心技术或资源、渠道的控制	规模优势、品牌影响力、服务质量	较低的价格
市场结构	垄断型为主	寡头垄断为主	完全竞争

资料来源：信达证券研究开发中心

产业链延伸的逻辑是以主导企业为主体，依靠其资金实力、品牌优势和服务质量，对产业链纵向形态上的战略性资源进行整合，培育核心竞争力，并实现企业价值增值的过程，整合方式包括收购兼并、自主投资、相互参股等多种方式。因此，产业链延伸的过程实际上是主导环节对核心环节的整合，从而分享核心环节带来的价值。

对于机械制造业而言，整机制造企业一般是产业链中的主导环节，关键环节是关键零部件的制造商或者渠道分销商。因此，机械行业产业链延伸的路径之一是整机企业对上游关键零部件企业的整合，达到生产的稳定性和降低成本；另外一条路径是对下游营销渠道的拓展，提高市场控制能力。

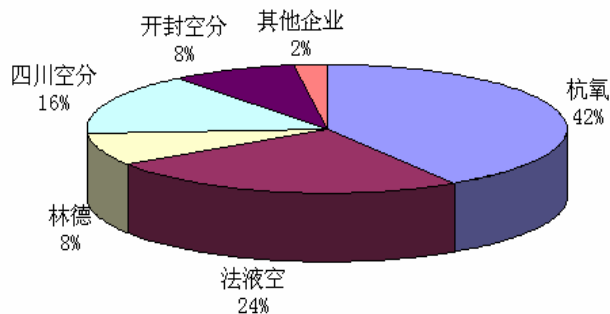
3.2 占据国内工业气体行业的主导环节

工业气体行业的产业链可以简单的划分为原材料供应商、主要部机供应商、空分设备制造商、工业气体运营商。按照产业链划分，主要部机供应商和工业气体运营商是核心环节，空分设备制造商则是主导环节。产业链的延伸逻辑说明空分设备制造商可以进行上下游的拓展。

杭氧经过近 60 年的发展，已经初步完成了对核心部件环节的拓展，拥有完整的研发体系。目前大型空分设备的主要部件都实现了自主生产，包括离心式压缩机（3 万以下）、板翅式换热器和规整填料精馏塔，是国内规模最大、技术最先进的空气分离设备及核心部件制造企业。目前，国内大型空分设备行业是典型的寡头竞争模式，杭氧

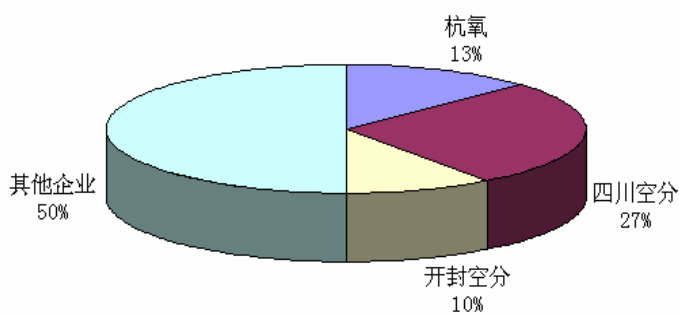
则是最大的寡头，具有很强的品牌优势。2008 年，杭氧在 2 万以上等级的国内市场占据 41% 的市场份额，遥遥领先其他竞争对手。

图 7、2008 年 2 万以上等级空分设备的市场结构



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图 8、2008 年 2 万以下等级空分设备的市场结构



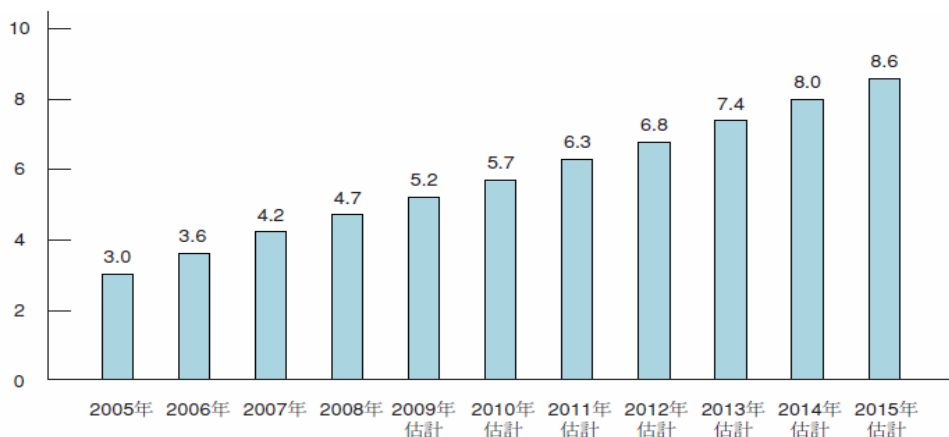
资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

杭氧不仅实现了成套设备的生产，而且具备整套工程承包的能力，同时进行工业气体投资的探索，并且成功实现了两个气体项目的盈利，为大规模进入工业气体行业做好了充分的前期准备工作。

3.3 顺势而为博取长期收益

近些年，工业气体行业在国内发展迅速。据 SAI 的报告显示，我国工业气体产值从 2002 年约 12 亿美元增长至 2008 年 47 亿美元，已经初具规模。但是，如果考虑到中国企业更多的是采取自制工业气体而言，我国工业气体市场发展空间十分广阔。即便是按照 SAI 的预测，未来 5 年我国工业企业的年增长率 10% 左右，而随着工业气体外包比重的提高，工业气体市场增速将会更高。

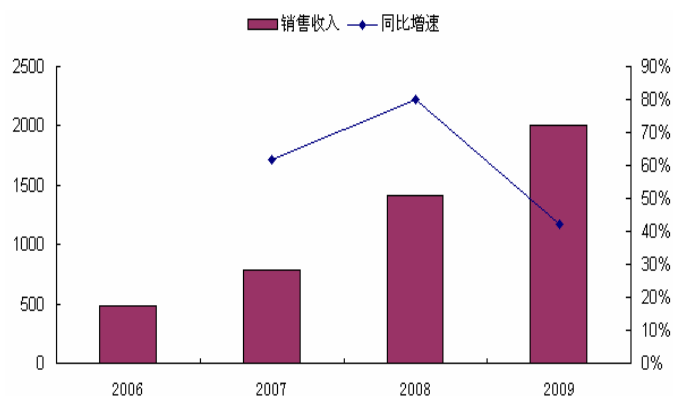
图9、中国工业气体市场规模（单位：10亿美元）



资料来源：SAI 报告，信达证券研究开发中心

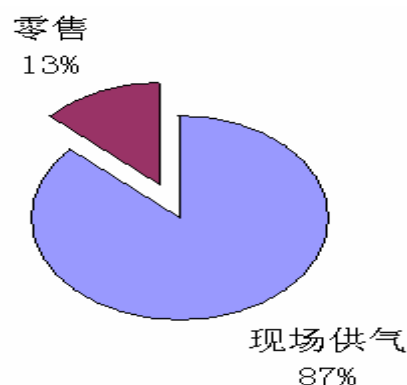
盈德气体集团有限公司（简称盈德气体）的成功经验值得参考。盈德气体来是国内成长速度最快的气体供应商，销售收入从2006年的4.8亿增加到2009 年的20.7亿元，复合增长率62%。盈德公司的主要收入来源是现场供气，通过与钢铁企业签订长期的一对一供气合同，迅速占领市场，盈德气体的成功经验值得参考。

图10、盈德公司的销售收入（单位：百万）



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图11、盈德公司的收入结构



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

杭氧顺势而为开始产业链延伸，博取长期收益。公司已经完成了向关键环节之一的核心部件的拓展，下一步的拓展领域自然是工业气体的营销。根据杭氧目前的技术实力、品牌优势和客户资源，以及成功投资河南、吉林的工业气体项目的运营经验，现在大规模进入工业气体的营销是顺势而为。根据中国工业气体市场的发展现状和运营特征，现在还处于“跑马圈地”的阶段。杭氧已经销售2万等级以上的空分设备144套，通过回购设备、销售气体的方式盘活存量资源，将会在短时间内占领市场和区域垄断，并形成规模优势，在此基础上，生产氩气、氢气、一氧化碳等特殊气体，向医疗、电子、半导体等领域扩展。预计杭氧工业气体销售业务将进入高速成长期。

4. 业绩预测

公司手持订单充裕，2009 年公司未完成订单量 40 多亿元，2010 年上半年的订单量相比 2009 年同期有所增长。随着 2010 年空分设备交付和收入的确认，我们预计公司的收入将恢复增长。

工业气体业务成长迅速，随着河南气体、吉林气体项目的顺利进行，公司将积累丰富的经验。我们预计未来公司将会充分利用长期积累的客户资源，每年成功开发 2-3 个左右的工业气体项目，并在 5 年左右的时间实现规模化经营，毛利率也将会有所提高。

公司 2009 年已经完成厂区的整体搬迁，产能已经全部恢复；经过资本市场的融资，公司的财务费用将有所下降。我们预计公司 2010 年、2011 年的每股收益为 0.82 元、1.02 元，对应 2010 年、2011 年动态 PE 为 34.6 倍、27.8 倍，给予买入评级。

表 5、公司分业务收入预测

		2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
空分设备	收入（百万）	2319	2223	2556	2812
	YOY	13.9%	-4.2%	15.0%	10.0%
	毛利率	21.0%	24.7%	25.0%	26.0%
工业气体	收入（百万）	115	137	192	384
	YOY	170.6%	19.2%	40.0%	100.0%
	毛利率	24.2%	17.9%	19.0%	20.0%
乙烯冷箱产品	收入（百万）	40	130	149	164
	YOY	471.0%	225.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	43.1%	30.9%	31.0%	30.0%
其他	收入（百万）	35	77	85	89
	YOY	-8.2%	122.7%	10.0%	5.0%
	毛利率	12.6%	24.8%	25.0%	25.0%
收入总计	收入（百万）	2509	2567	2982	3449
	YOY	18.2%	2.3%	16.2%	15.7%
	综合毛利率	21.4%	24.7%	24.9%	25.5%

资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

风险提示

- 1、宏观经济波动风险。虽然公司空分设备订单的生产周期较长，但是如果宏观经济波动剧烈，下游冶金、石化出现大幅度的减产，或者受到国家政策调控的影响，则有可能出现延期交货，公司的收入难以如期实现。
- 2、出口下降的风险。公司的销售收入中 20%以上来自出口，如果外围市场，特别是欧洲经济出现大幅下滑，公司的出口将会受到明显的影响，进而影响公司的业绩。
- 3、工业气体行业发展速度低于预期。工业气体发展受到多种因素的影响，例如下游钢企的外购意愿、地方政府的支持力度等，工业气体行业发展速度可能低于预期。

立信以诚 财达于通

财务报表预测

资产负债表（百万元）	2008	2009	2010E	2011E
流动资产	2400	2212	3487	3754
现金	774	699	1807	1808
交易性投资	0	0	0	0
应收票据	86	249	195	226
应收款项	576	653	600	693
其它应收款	13	27	23	36
存货	648	348	558	640
其他	302	236	305	350
非流动资产	1055	1227	1504	1846
长期股权投资	103	102	102	102
固定资产	300	830	1285	1634
无形资产	199	99	89	80
其他	453	197	28	30
资产总计	3455	3440	4991	5600
流动负债	2035	1769	2088	2372
短期借款	50	0	0	0
应付账款	485	555	592	707
预收账款	1196	1014	1254	1440
其他	305	200	242	225
长期负债	215	488	185	185
长期借款	84	234	184	184
其他	131	254	1	1
负债合计	2251	2257	2273	2556
股本	330	330	401	401
资本公积金	42	38	1245	1245
留存收益	0	611	842	1128
少数股东权益	188	207	240	280
母公司所有者权益	845	976	2488	2774
负债及权益合计	3284	3440	5001	5610
现金流量表（百万元）				
经营活动现金流	272	217	634	615
投资活动现金流	(364)	(137)	(397)	(500)
筹资活动现金流	67	(17)	870	(113)
现金净增加额	(25)	63	1107	2

利润表（百万元）	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	2666	2686	3121	3610
营业成本	2098	2027	2344	2689
营业税金及附加	12	20	16	20
营业费用	79	70	82	94
管理费用	156	240	250	282
财务费用	(22)	(9)	(4)	(9)
资产减值损失	43	31	31	31
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	(3)	2	0	0
营业利润	299	310	403	502
营业外收入	10	169	169	169
营业外支出	1	144	144	144
利润总额	308	334	428	527
所得税	54	57	64	79
净利润	254	278	363	448
少数股东损益	40	27	33	40
母公司净利润	214	251	331	408
EPS（元）	0.53	0.62	0.82	1.02

主要财务比率

年成长率	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	16%	1%	16%	16%
营业利润	30%	3%	30%	25%
净利润	58%	17%	32%	23%
获利能力				
毛利率	21%	25%	25%	25%
净利率	8%	9%	11%	11%
ROE	25%	26%	13%	15%
ROIC	19%	17%	12%	13%
偿债能力				
资产负债率	0.7	0.7	0.5	0.5
净负债比率	0.0	0.1	0.0	0.0
流动比率	1.2	1.3	1.7	1.6
速动比率	0.9	1.1	1.4	1.3
营运能力				
资产周转率	0.8	0.8	0.6	0.6
存货周转率	3.8	4.1	5.2	4.5
应收帐款周转率	4.6	4.4	5.0	5.6

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6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6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指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6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。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%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

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。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。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102