

汽车业务被严重低估

研究结论

- **汽车业务被市场严重低估。**公司持有东风悦达起亚25%的股权。2009年以来，公司通过产品线的平行换代加速了新产品的上市速度。我们认为，作为二线合资企业，平行换代后新老产品并存，不仅提升整体销量，还可提升整体盈利水平。随着产品线的继续丰富，未来具有竞争力的重量级产品不断上市，东风悦达起亚的产品销售结构将显著上移，从而提升单车的平均盈利水平。无论从销量还是盈利水平看，未来三年东风悦达起亚将迎来一个快速增长期，汽车业务将超过其他业务成为公司最主要的利润来源，而市场目前对公司的汽车业务的潜在增长能力认识不足，汽车业务对公司的业绩贡献被严重低估。
- **公路业务稳定，煤炭业务是新增长点。**公路业务过去一直是公司主要的利润来源。公司持有陕西西铜公路、徐州三环路、江苏沪宁高速公路70%、55%与21%的经营权，我们预测2010-2012年年高速公路业务仍将以10%左右的速度稳定增长，为公司提供稳定的盈利贡献。此外，公司2008年通过与母公司资产置换，剥离盈利较差的酒店业务，置入优质煤矿资产，目前乌兰渠煤矿开采业务处于运营的初期，对公司的盈利贡献较小，我们认为，随着开采的正常化，未来有望成为公司新的盈利增长点。
- **资产重组预期可能是另一催化剂。**为扭转主业不突出的局面，公司明确了以公路为基础，导入煤矿资产，做大汽车制造业的长期战略规划，并于2008年开始进行业务结构的调整，先后剥离了酒店服务、时装等盈利能力差的业务，置入盈利能力较强的煤炭资产。目前市场对悦达集团注入优质煤炭资源、剥离纺织、农机等亏损业务等进一步资产重组的安排存有强烈的预期。由于集团旗下拥有众多优质煤矿资产，我们认为，市场预期如果能够落实，将成为股价的另外一个催化剂。
- **投资评级与目标价。**我们采用分部加总法对公司进行估值。由于母公司“亏损”大部分来自于投资收费公路业务向银行贷款的利息支出，因此将该部分“亏损”归入公路业务进行估值。我们给予2011年汽车业务12倍PE、收费公路业务14倍PE、煤炭业务12倍PE，此外，给予纺织业务与拖拉机业务1倍PB，加总后每股价值为24.54元，给予多元化公司的估值水平折价20%，折合每股价值19.63元，隐含2011年11.2倍PE，目前股价仅为7.4倍2011年PE，首次给予买入评级，目标价19.63元。
- **风险提示。**1) 乘用车行业景气程度显著下降；2) 公司新产品销量显著低于预期；3) 原材料价格出现大幅上涨。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师

8621-63325888 x 6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209090198

王轶

汽车行业分析师

8621-63325888 x 6129

Wangyi1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109121343

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2010年9月15日) 12.99元

目标价格 19.63元

总股本/A股(万股) 54545/54545

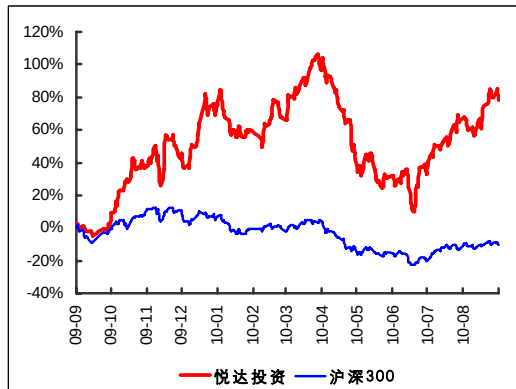
A股市值(百万元) 708540

国家/地区 中国

行业 综合

报告日期 2010年9月16日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	6.5	35.2	78.4
相对表现(%)	6.8	29.0	89.0

资料来源: Wind

财务预测

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,529	1,840	2,066	2,328
同比(%)	-24.10%	20.29%	12.27%	12.73%
净利润	328	699	959	1,110
同比(%)	167.2%	98.5%	34.8%	15.4%
毛利率(%)	27.27%	26.41%	25.84%	25.82%
ROE(%)	24.96%	38.29%	36.10%	30.09%
每股收益(元)	0.60	1.28	1.76	2.04
P/E(X)	21.6	10.1	7.4	6.4
P/B(X)	4.8	3.3	2.3	1.7
EV/EBITDA	11.02	6.64	5.35	5.17

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

1、 公司简介及业务状况	4
1.1、公司历史沿革	4
1.2、主要业务结构	4
2、 汽车业务被严重低估	5
2.1、起亚汽车全球市场表现强劲	5
2.2、产品线平行换代驱动销量高增长	5
2.3、销售结构上移将显著提升单车盈利能力	6
2.4、产能与网络建设为中期发展奠定基础	8
2.5、未来 3 年是东风悦达起亚的快速增长期	8
3、 公路业务稳定，煤炭是新增长点	9
3.1、公路业务稳定增长	9
3.2、煤炭业务是未来新的增长点	10
4、 可能的催化剂—集团煤炭资产注入和不良资产剥离	10
5、 盈利预测与投资评级	11
6、 风险提示	11

图表目录

图 1 悦达投资旗下主要业务框架	4
图 2 韩国起亚汽车全球历史销量及同比增速变化趋势	5
图 3 东风悦达起亚国内历史销量变化趋势	6
图 4 新一代狮跑图片	7
图 5 新一代远舰图片	7
图 6 东风悦达起亚换代产品价格带明显上移	8
图 7 东风悦达起亚平均单车净售价与平均单车净利润	9
图 8 收费公路业务对公司的盈利贡献	10
表 1 东风悦达起亚的产品上市时间表	6
表 2 起亚汽车已经上市的并在中国以进口形式销售的车型的价格区间	8
表 3 东风悦达起亚销量预测	9
表 4 悦达集团持有的其他煤矿资产	11
表 5 公司分部权益净利润预测（百万元人民币）	12
附表：财务报表预测与比率分析	13

1、公司简介及业务状况

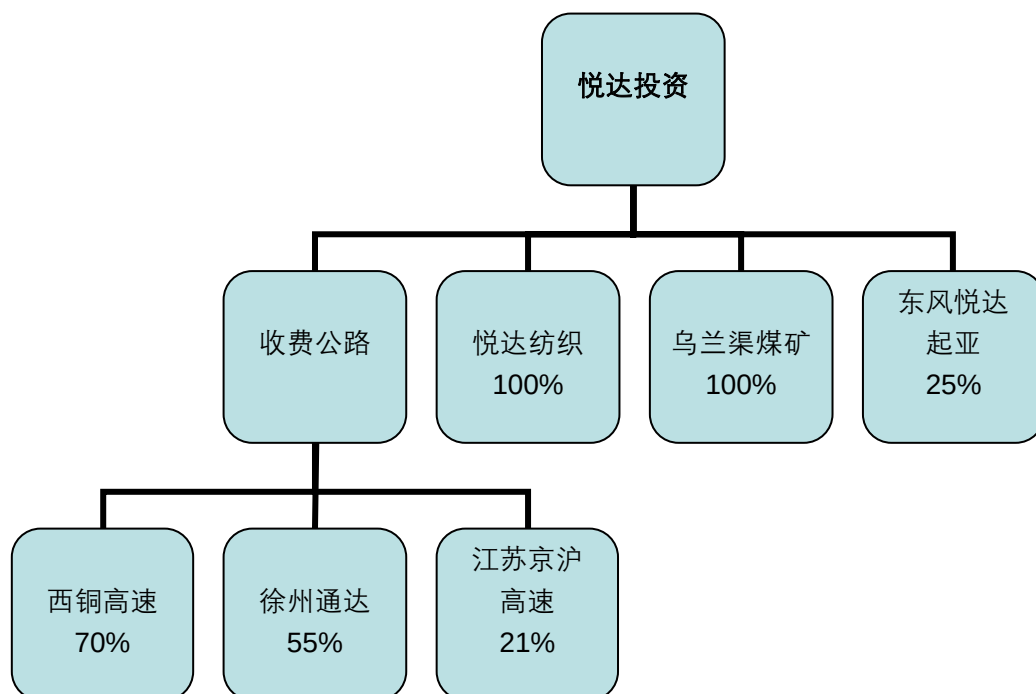
1.1、公司历史沿革

悦达投资的前身是盐城拖拉机厂。1988年3月，经盐城市计经委批准以盐城市拖拉机厂为基础成立江苏黄海股份有限公司（集团）；1992年12月经江苏省人民政府批准，江苏黄海股份有限公司（集团）与江苏悦达集团有限公司所属五家企业改组合并为江苏黄海股份有限公司（集团）；1993年2月25日经江苏省体改委同意江苏黄海股份有限公司（集团）更名为江苏悦达股份有限公司，1994年1月3日江苏悦达股份有限公司在上海证券交易所挂牌交易，股票简称“江苏悦达”；2000年12月，公司2000年度第一次临时股东大会通过决议，公司更名为江苏悦达投资股份有限公司，股票简称变更为“悦达投资”。

1.2、主要业务结构

成立初期，公司的主营业务为拖拉机制造、汽车制造与物资贸易，上市后公司曾经涉入收费公路、煤炭运输、纺织服装、生物医药、酒店服务等多个行业。但一直缺乏有竞争力的主营业务。经过一系列资产重组，公司形成了目前以公路、纺织、煤炭采掘、汽车为主的业务结构。由于纺织业务盈利能力较差、煤炭业务规模较小，目前收费公路与汽车业务成为公司业绩的主要来源。

图1 悦达投资旗下主要业务框架



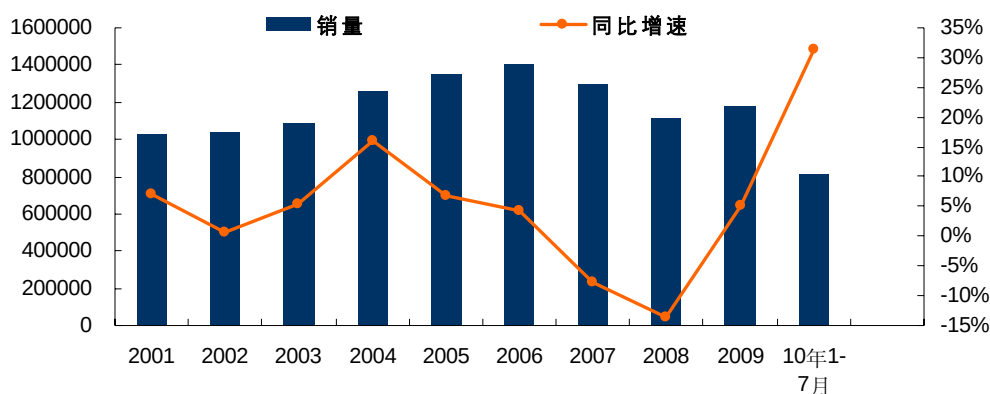
资料来源：公司财务报告、东方证券研究所

2、汽车业务被严重低估

2.1、起亚汽车全球市场表现强劲

目前悦达投资、东风汽车、韩国起亚分别持有东风悦达其他 25%、25%与 50%的股权。起亚汽车隶属于现代起亚集团，是韩国最早的汽车制造商。2001—2006 年，通过持续推出有竞争力的新产品和不断开拓海外市场，起亚汽车全球销量实现稳步增长；2007—2009 年受金融危机影响，销量出现一定下滑，但降幅远低于多数同业；随着金融危机影响的逐步减弱，同时高端产品不断推向市场，并获得市场的广泛认可，起亚在全球市场上产品销量大幅回升，2010 年 1—7 月销量达 81.2 万辆，同比增长高达 31.5%。我们认为，逐渐趋于完善的欧系研发团队，帮助起亚汽车的产品快速向欧系风格转化，不同级别的产品在全球市场上的认可度不断提高。特别是中高端车型 Cadenza(凯尊)、Suolantuo(索兰托)等中高端车型的成功推出，使起亚汽车的产品市场定位逐渐提高，产品的盈利能力不断增强。

图 2 韩国起亚汽车全球历史销量及同比增速变化趋势



资料来源：CEIC、东方证券研究所

2.2、产品线平行换代驱动销量高增长

由于进入中国市场较晚，东风悦达起亚曾面临产品谱系不全、盈利波动较大的问题。2009 年来，公司加大了产品更新换代的步伐，并选择“平行换代”的方式，即：换代后新老产品共存，共同为公司贡献销量与利润。我们认为，汽车产品平行换代的好处在于：新产品上市，定价相对较高，主要用来满足乐于尝试新产品、并对产品价格相对不敏感的消费者需求；而老产品则为新产品让出价格空间，产品价带下移，性价比明显提升，主要用于满足降价前对产品满意，但是对价格不满意的消费者的需求。新老产品的组合，既保证了产品组合的销量，又提升了产品组合的盈利水平。我们认为，从产品性能、品牌价值两个维度比较，韩国汽车品牌和欧、美、日三个地区和国家的汽车品牌相比，还有一定的差距，为了弥补这种差距，产品平行换代，用新老产品的组合来和竞争对手的同级别的单一产品抗衡，不失为非常明智的选择。

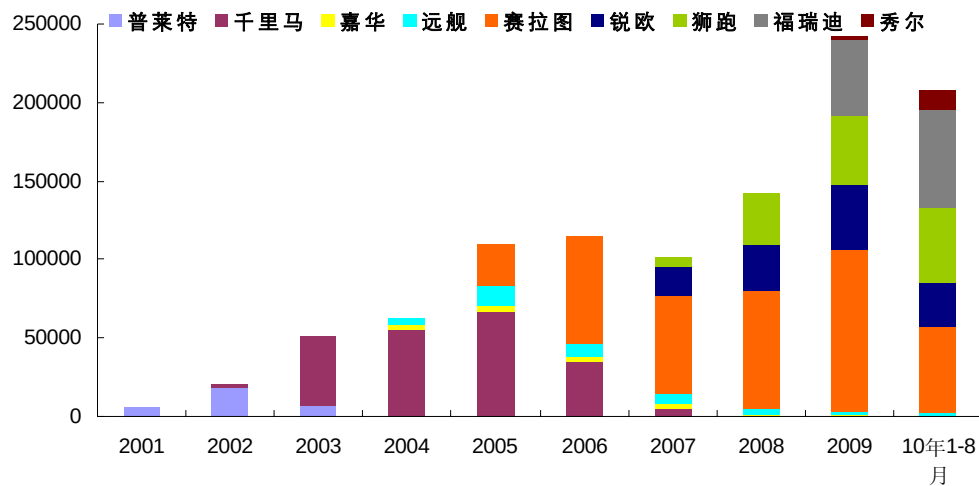
2009 年公司推出新产品秀尔与赛拉图的换代产品福瑞迪，加上将要陆续上市的下一代狮跑、下一代远舰，改款锐欧，公司的产品型谱进一步完善，整体市场竞争力将得到大幅提升。我们预计，在产品谱系不断完善的过程中，未来三年，东风悦达起亚将进入销量高增长阶段。

表 1 东风悦达起亚的产品上市时间表

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
千里马	Nov-02									
嘉华			Jul-04							
锐欧						Jan-07				
远舰			Sep-04							
赛拉图				Aug-05						
狮跑								Dec-09		
福瑞迪								Jun-09		
下一代狮跑									Oct-10	
下一代远舰										Feb-11
改款锐欧										Jun-11

数据来源：汽车工业协会产销快讯，东方证券研究所

图 3 东风悦达起亚国内历史销量变化趋势



资料来源：汽车工业协会产销快讯，东方证券研究所

2.3、销售结构上移将显著提升单车盈利能力

公司在产品平行换代的过程中，进一步提高了新一代产品的配置，同时产品价格带上移。即将上市的新一代狮跑、新一代远舰车型配置均较现有车型有所提升，外观更为动感、时尚。其中新狮跑 SLC 将推出 2.0L 和 2.4L 两种排量；上市后竞争对手为 CRV、RAV4、途观、日产奇骏、CX7 等

中高端 SUV，我们预计终端价格区间在 17-25 万元之间；新远舰也将以 2.0L 和 2.4L 排量为主，动力较原先的 1.8L 与 2.0L 显著提升，车身尺寸全面放大，上市后竞争对手为日产轩逸、现代御翔、别克英朗等车型，预计终端价格区间在 18-22 万元之间。我们认为，新狮跑与新远舰整体配置与外观设计等方面均具有较强的市场竞争力，未来 2-3 年有望成为公司的主力车型，带动东风悦达起亚的整体产品销售结构上移，将显著提升产品的单车盈利能力。

此外，起亚汽车旗下仍有多款产品，如凯尊、速迈、索兰托等车型畅销全球市场。我们认为，鉴于在海外市场上的良好表现，未来这些车型有望导入中国进行本土化生产，将带动东风悦达起亚的产品销售结构进一步上移，单车盈利能力进一步提升。

图 4 新一代狮跑图片

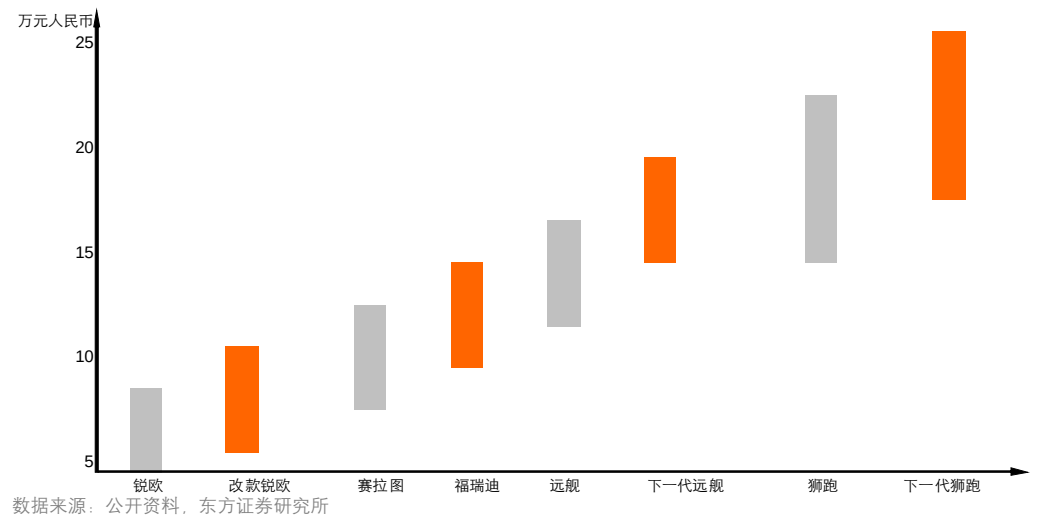


资料来源：公开资料、东方证券研究所

图 5 新一代远舰图片



资料来源：公开资料、东方证券研究所

图 6 东风悦达起亚换代产品价格带明显上移

表 2 起亚汽车已经上市的并在中国以进口形式销售的车型的价格区间

车名	车型	排量	价格区间
速迈	轿车	1.6L/2.0L	16.98-19.88 万元
凯尊	轿车	2.4L	22.90-28.80 万元
索兰托	SUV	2.2L/2.4L	23.48-26.78 万元

数据来源: 公开资料, 东方证券研究所

2.4、产能与网络建设为中期发展奠定基础

目前东风悦达起亚第一、二工厂的总产能为 33 万辆/年, 随着第二工厂二期扩产项目投产, 公司的总产能在 2010 年 10 月份达到 43 万辆/年, 将大大缓解公司目前产能紧张的局面, 并可满足公司未来 2-3 年产销量增长的需要。营销网络方面, 截止 2009 年, 东风悦达起亚共有 4S 店 290 家, 2S 店 500 家, 单一维修店 141 家, 销售服务网络已经比较健全, 公司计划 2010 年再增加 60 家 4S 店, 销售网络更加趋于完善。我们认为, 随着产能紧张问题的解决与销售网络的进一步扩张, 东风悦达起亚在未来三年将延续目前的产销两旺的局面, 为中长期发展奠定良好的基础。

2.5、未来 3 年是东风悦达起亚的快速成长期

我们预计, 未来三年, 国内乘用车行业的产品销量复合增长率不低于 10%。随着重量级新车的不断上市, 东风悦达起亚未来三年销量与盈利前景非常值得期待。预计 2010 年销量可达到上市公司董事会的 33 万辆的销量目标, 同比增长 36.8%, 2011-2012 年, 随着新狮跑的放量以及新远舰、新锐欧的上市, 预计销量增速分别为 26.6%与 16.7%, 显著高于行业平均增速。同时由于销售结构明显上移, 单车平均净售价将有一定的提升, 考虑到老产品降价的影响, 预计公司的单车盈利水平有望维持稳定, 预计 2010-2012 年平均单车净利润可维持在 7000 元以上。在此假设下,

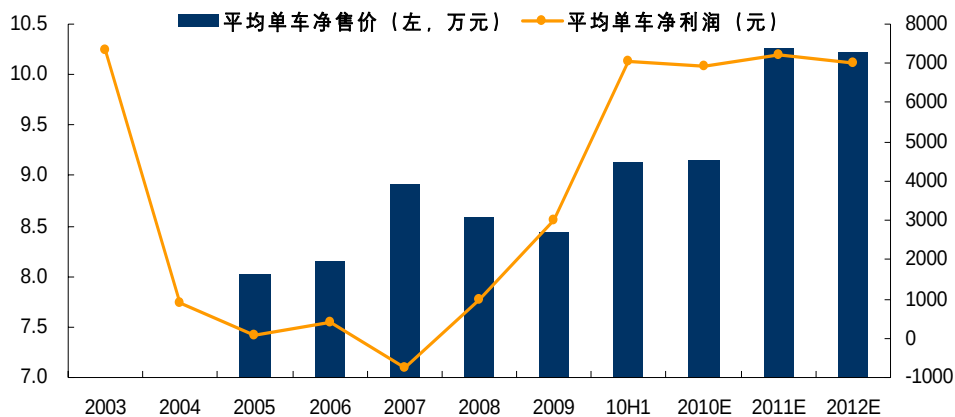
2010-2012 年，东风悦达起亚将为悦达投资贡献 5.71 亿元、7.58 亿元与 8.60 亿元投资收益，折合每股收益 1.05 元、1.39 元与 1.58 元，将超过收费公路业务，成为最大的利润贡献者。我们认为，无论是从销量还是盈利水平看，未来三年东风悦达起亚将迎来一个黄金增长期，而市场目前对公司的汽车业务的潜在增长能力认识不足，业绩贡献被严重低估。

表 3 东风悦达起亚销量预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
嘉华	2416	1155	858	454		
远舰	6700	4103	2573	3316	3491	3654
赛拉图	62786	74352	103006	84647	67707	75821
锐欧	18512	29898	41061	43689	41055	45972
狮跑	5713	32500	43888	70902	49622	55566
福瑞迪			48298	95950	110332	123562
秀尔			1702	17040	19077	21354
新狮跑				14200	76600	85792
新远舰					35400	39648
新锐欧					18000	39760
销量合计	101436	142008	241386	330198	421284	491129
同比增速	-11.8%	40.0%	70.0%	36.8%	27.6%	16.6%

数据来源：汽车工业协会产销快讯，东方证券研究所

图 7 东风悦达起亚平均单车净售价与平均单车净利润



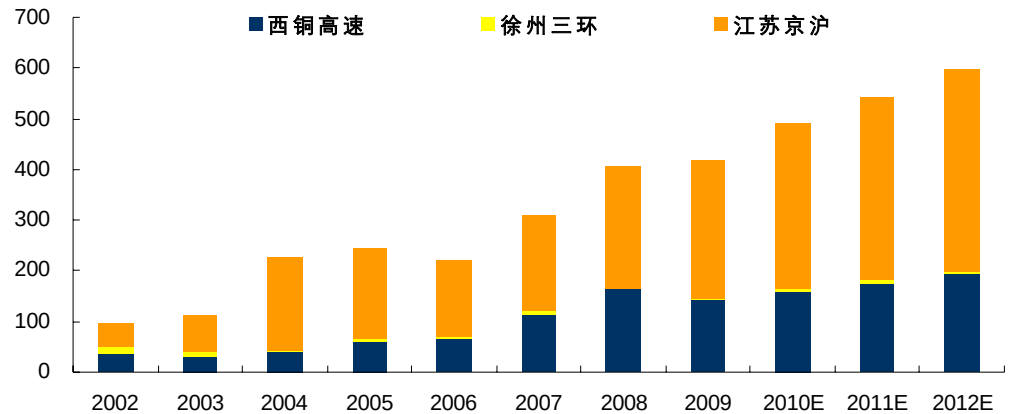
资料来源：公司财务报告、东方证券研究所

3、公路业务稳定，煤炭是新增长点

3.1、公路业务稳定增长

由于公路业务具备稳定的盈利能力和现金流，一直以来是公司主要的利润来源。公司分别持有陕西西铜公路、徐州三环路、江苏沪宁高速公路三条路产分别 70%、55%与 21%的经营权，其中江苏京沪高速与西铜高速公路业务对公司的盈利贡献较大。我们预测 2010-2012 年年高速公路业务仍将以 10%左右的速度稳定增长，为公司提供稳定的盈利贡献。折合每股收益 0.86 元、0.95 元与 1.04 元。

图 8 收费公路业务对公司的盈利贡献



资料来源：公司财务报告、东方证券研究所

3.2、煤炭业务是未来新的增长点

煤炭业务是公司 2008 年 8 月将酒店资产与母公司进行资产置换所得，根据公司公告，乌兰渠煤矿位于内蒙古东胜煤田，矿井田面积 8.5568 平方公里，保有资源储量为 5542 万吨，生产能力为 60 万吨/年，煤类为不粘煤。由于乌兰渠煤矿矿井、水文及工程地址简单，煤层瓦斯含量低，且为露天开采，因而具有投资少，安全系数高，投资回收期短的特点。资产置换交易的资产评估报告显示，按每吨 250 元售价计算，若可达到 60 万吨/年的满产，正常情况下乌兰渠煤矿每年可实现净利润 7245 万元。

由于乌兰渠煤矿目前主要开采的是火区，煤质不高，价格较低，2009 年由于采区拆迁补偿谈判、临时用地未能审批及火工品管制等原因，下半年才开始生产，全年生产 55 万吨、销售 50.61 万吨，实现销售收入 8490 万元，净利润 986.51 万元；2010 年上半年销售煤炭 49.58 万吨，实现收入 8446.万元。随着正品煤的开采，我们预计煤炭平均销售价格将有提高。目前公司煤炭业务所占的盈利比重较小，但随着开采的正常化，未来有望成为公司新的盈利增长点。

4、可能的催化剂—集团煤炭资产注入和不良资产剥离

由于公司属投资控股公司，涉及业务繁杂，一直以来缺少盈利能力强、增长前景看好的主业。为扭转该局面，公司明确了以公路为基础，导入煤矿资产，做大汽车制造业的长期战略规划，2008 年

开始业务结构的调整。目前已完成悦达酒店资产置出与乌兰渠煤炭资产的换入的交易；2009 年又向母公司转让盐城国际妇女时装有限公司 25% 股权。

目前市场对悦达集团注入优质煤炭资源、剥离纺织、农机等亏损业务等进一步资产重组安排存有强烈的预期。由于悦达集团旗下仍然持有多块优质煤炭资产，我们认为，市场预期如果能够落实，将成为股价上涨的催化剂。此外，公司的纺织业务 2008、2009 年分别亏损 9000 万元与 5125 万元。如果能够进行剥离，将进一步增厚公司的盈利水平。

表 4 悦达集团持有的其他煤矿资产

名称	持股比例	可采储量	年产能	品种	其他
陕西黄陵二号煤矿	46.0%	6.44 亿吨	1000 万吨	动力煤， 炼焦配煤	世界特大型煤矿， 排名全国第三。
陕西中能煤田	29.5%		300 万吨	动力煤	
山西悦达军山煤业	30.0%	2.04 亿吨	60 万吨	主焦煤	
内蒙古巴音孟克煤矿	80.0%	3 亿吨	100 万吨	动力煤	露天开采

数据来源：悦达集团网站，东方证券研究所

5、盈利预测与投资评级

我们假设 2010-2012 年，纺织业务亏损能够维持在 5000 万元左右，拖拉机业务亏损 2000 万元左右，预计 2010-2012 年每股收益分别为 1.28 元、1.76 元与 2.04 元。采用分部加总法对公司进行估值。我们注意到，母公司净利润扣除投资收益后，每年有 2 亿元左右的“亏损”，大部分来自母公司投资收费公路业务向银行贷款的利息支出所致，因此我们将母公司“亏损”归入公路业务进行估值。给予汽车业务 2011 年 12 倍 PE、收费公路业务 14 倍 PE、煤炭业务 12 倍 PE，此外给予纺织业务与拖拉机业务 1 倍 PB，加总后每股价值为 24.54 元，给予多元化折价 20%，折合每股价值 19.63 元。隐含 2011 年 11.2 倍 PE。目前股价仅为 7.4 倍 2011 年 PE，首次覆盖给予买入评级。

6、风险提示

- 1) 乘用车行业景气程度显著下降；
- 2) 公司新产品销量显著低于预期；
- 3) 原材料价格出现大幅上涨。

表 5 公司分部权益净利润预测（百万元人民币）

业绩分拆	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
西铜高速	64.4	113.7	164.9	142.8	141.4	155.5	171.1
徐州三环路	6.0	7.1	1.8	4.1	4.4	4.7	5.1
江苏京沪高速	152.4	189.2	238.6	271.0	325.4	358.0	393.8
乌兰渠煤矿	-	-	13.7	9.9	25.0	30.0	34.5
悦达纺织	(5.7)	1.5	(90.0)	(51.3)	(50.0)	(50.0)	(50.0)
东风悦达起亚	1.7	(18.8)	34.2	179.9	570.8	758.3	859.5
拖拉机业务	1.6	0.1	(60.4)	(23.1)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
母公司及其他	(168.9)	(255.3)	(239.9)	(205.1)	(297.6)	(278)	(283.7)
母公司股东净利	51.5	37.5	62.9	328.1	699.4	958.6	1110.2
EPS（元/股）	0.09	0.07	0.12	0.60	1.28	1.76	2.04

数据来源：公司财务报表，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

利润表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,529	1,840	2,066	2,328	经营活动现金流	323	80	629	57
营业成本	1,112	1,354	1,532	1,727	税后利润	328	699	959	1,110
主营业务税金及附加	30	34	38	43	经常性非现金支出	530	501	463	406
销售费用	15	18	21	23	非经常性现金支出	(515)	(905)	(1,127)	(1,264)
管理费用	186	213	217	244	营运资金变动	(77)	(280)	264	(272)
财务费用	250	246	226	213	少数股东损益	57	64	71	78
资产减值损失	0	22	9	13	投资活动现金流	344	112	111	(97)
投资收益	447	895	1,117	1,254	资本开支	215	(100)	(101)	(99)
营业利润	384	848	1,140	1,319	投资与投资收益	129	212	212	2
非经常性损益	83	18	16	16	筹资活动现金流	(789)	53	(728)	(6)
税前利润	467	865	1,156	1,335	贷款增加	446	300	(500)	0
所得税	82	102	127	147	支付股利利息	(365)	(260)	(255)	(242)
净利润	385	764	1,029	1,188	其他融资	(895)	13	27	236
少数股东损益	57	64	71	78	现金净流量	(122)	245	12	(46)
归属母公司净利润	328	699	959	1,110	现金期初余额	1,633	1,507	1,752	1,764
EPS (元/股)	0.60	1.28	1.76	2.04	现金期末余额	1,507	1,752	1,764	1,717

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	2,230	2,830	2,705	3,055	增长能力				
货币资金	1,507	1,752	1,764	1,717	营收增长率(%)	-24.10%	20.29%	12.27%	12.73%
应收账款及票据	529	584	660	748	EBITDA 增长率(%)	-8.40%	91.96%	17.79%	3.91%
存货	146	439	220	520	EBIT 增长率(%)	-14.04%	129.28%	21.50%	7.68%
交易性金融资产	0	0	0	0	净利润增长率(%)	167.19%	98.52%	34.78%	15.41%
非流动资产合计	5,522	6,081	6,869	7,841	盈利能力				
长期投资	2,608	3,291	4,196	5,238	毛利率(%)	27.27%	26.41%	25.84%	25.82%
固定资产	1,189	1,115	1,074	1,047	净利率(%)	25.15%	41.50%	49.82%	51.01%
在建工程	65	132	165	182	EBITDA 利润率(%)	50.20%	80.10%	84.04%	77.46%
可供出售金融资产	1	1	1	1	ROA(%)	4.94%	9.16%	11.13%	11.60%
无形资产	1,496	1,436	1,376	1,316	ROE(%)	25.0%	38.3%	36.1%	30.1%
开发支出	0	0	0	0	ROIC(%)	7.94%	15.10%	17.26%	16.07%
资产总计	7,752	8,911	9,574	10,896	偿债能力				
流动负债合计	3,908	4,303	3,937	4,072	资产负债率(%)	73.8%	68.7%	60.1%	54.0%
循环借款	2,383	2,683	2,183	2,183	流动比率(倍)	0.57	0.66	0.69	0.75
应付账款及票据	1,139	1,218	1,302	1,382	速动比率(倍)	0.53	0.56	0.63	0.62
预收账款	52	55	62	70	营运能力				
其他应付款	247	271	306	345	总资产周转率	0.20	0.22	0.22	0.23
非流动负债合计	1,815	1,815	1,815	1,815	应收账款周转率	1.81	1.86	1.86	1.86
长期贷款	1,776	1,776	1,776	1,776	存货周转率	4.67	4.63	4.65	4.67
应付债券	0	0	0	0	应付账款周转率	0.73	1.15	1.22	1.29
负债合计	5,723	6,117	5,752	5,886	价值评估				
股本	545	545	545	545	P/B(倍)	4.8	3.3	2.3	1.7
资本公积	275	275	275	275	P/E(倍)	21.6	10.1	7.4	6.4
未分配利润	440	1,070	1,933	2,932	EV/收入(倍)	5.53	5.32	4.49	4.01
股东权益合计	2,030	2,793	3,822	5,010	EV/EBITDA(倍)	11.02	6.64	5.35	5.17
负债和股东权益	7,752	8,911	9,574	10,896	EV/EBIT(倍)	15.61	7.88	6.15	5.74

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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