

受益于节能减排 致力于资源扩张

研究结论

- **资源优势明显 自给率高** 金瑞科技拥有白石锡和黄塘坪两个矿山，资源储量约 400 万吨。平均品味 17% 左右。2 个矿山的设计产能为年产 12 万吨。11 年达产后公司矿石自给率将从目前的 20% 提高到 50%。公司一直致力于扩大资源拥有量，公司作为五矿旗下锰金属平台，预计在五矿的支持下，未来资源进一步扩大只是时间问题。
- **产能扩张进行中 价格敏感度大幅提高** 公司是国内最大的电解锰供应商之一，公司现有电解锰产能 3 万吨。公司正在投资建设金丰锰业年产 3 万吨电解锰技改扩建工程，第一批 1 万吨产能预计在 2011 年四季度可望投产。其余 2 万吨新增产能预计到 2012 年完全投产，届时公司电解锰产能将达到 6 万吨。公司从 11 年开始矿石自给率大幅提高到 50%，电解锰产能扩张到 4 万吨，对金属价格的敏感度大幅提高。据我们测算，电解锰价格每增长 500 元，公司 11 年 EPS 增长 7 分。公司发生了质的改变。
- **节能减排效应 锰价上涨趋势明确** 电解锰属于高耗能行业，生产 1 吨电解锰需要 6000—7000 度电。国家为了节能减排，更合理的利用有效资源，提高了行业准入门槛。目前的行业标准是单条生产线要 1 万吨以上，总量达到 3 万吨以上才能获得批准，环保标准也愈加严格。按照这一标准，很多民营小企业不能达到标准而将面临关闭。据了解，占全国产能 21% 的广西地区已经有超过 50% 的电解锰产能关闭。受此影响，电解锰价格大幅上涨。现货价格从年初的 15700 元/吨上升到目前的 20500 元/吨，涨幅近 30%。而矿石供应方面，受气候和愈加严格的环保要求，矿石产量持续下降。我们认为节能减排和行业整合是长期趋势，随着锰矿供应下降，落后产能关闭，未来电解锰价格还会持续上涨。另外四季度随着钢厂进入冬季备货阶段，电解锰行业迎来销售旺季，预期价格可望持续上涨。
- **下游需求稳定** 锰具有增强合金材料硬度的功效，广泛应用于锰钢、锰铝和锰铜合金中，是钢铁工业、磁性材料行业、铝合金行业、化学工业不可或缺的重要元素之一。电解锰 75% 用于下游钢铁行业，其中 200 系不锈钢约占 43%，特钢约占 32%。200 系不锈钢在部分领域替代 300 系的含镍铬不锈钢。随着镍价的上涨，添加锰的 200 系不锈钢用量会有所上升。公司目前 80% 的产量是供应给宝钢。多年的合作关系，订单非常稳定。
- **盈利预测和估值区间** 假设 10—12 年电解锰产量 3/3.3/6 万吨，锰矿产量 5/12/12 万吨。电解锰价格 1.7/2.2/2.3 万元/吨，预计公司 10—12 年 EPS 分别为 0.20/0.97/1.87 元。考虑到公司在电解锰行业的龙头地位，资源优势明显以及未来五矿资产注入预期，首次给予公司买入评级，目标价 30 元。
- **风险因素：**公司产品主要应用于钢铁行业，宏观经济下滑导致钢铁需求下滑风险。由于市场对有色金属公司资源价值高增长性的乐观判断，目前其整体估值水平较高，但是市场如果出现波动，估值中枢存在下移风险，但是我们仍然认为公司是其中基本面较为优质的公司之一。

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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

张镭

有色金属行业资深分析师

8621-63325888 × 6102

zhanglei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110060035

徐建花

执业证书编号：S0860109121342

杨宝峰

执业证书编号：S0860207100115

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2010 年 11 月 3 日) 22.02 元

目标价格 30.00 元

总股本/A 股 (亿股) 1.6/1.6

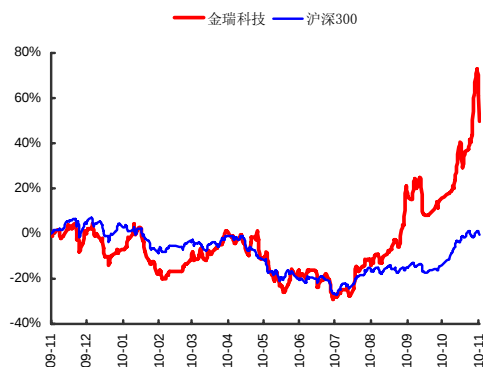
A 股市值 (亿元) 35.24

国家/地区 中国

行业 有色金属

报告日期 2010 年 11 月 4 日

股价表现



资料来源：WIND

盈利预测

(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,012	1,212	1,384	2,038
税前利润	(4)	6.27	27.96	53.51
净利润	(153)	32	154	299
EBITDA	(102)	145	295	466
每股收益 (元)	(0.96)	0.20	0.97	1.87
净资产收益率	-24.49%	5.70%	24.19%	34.90%
每股经营现金	0.43	0.32	2.17	1.11
市盈率 (X)	(24.33)	111.72	22.82	11.78
EV/EBITDA	(43.91)	26.98	12.40	7.72

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

公司基本情况	4
资源优势明显 依托五矿未来资源增长前景明确	4
行业整合力度加大 锰价进入长期上涨阶段	5
自给率提高+产能增长=对价格敏感度大幅提高	6
四氧化三锰行业龙头 市场占有率 60%	6
电源材料	6
锰行业基本面	7
供应：国内电解锰产能整合中	7
下游需求：虽然不性感但胜在平稳增长	10
估值和投资建议	12
风险因素	13
1、宏观经济下滑导致钢铁需求下滑风险	13
2、产能释放导致毛利率下降风险	13
3、资源类有色金属股普遍估值偏高	13

图表目录

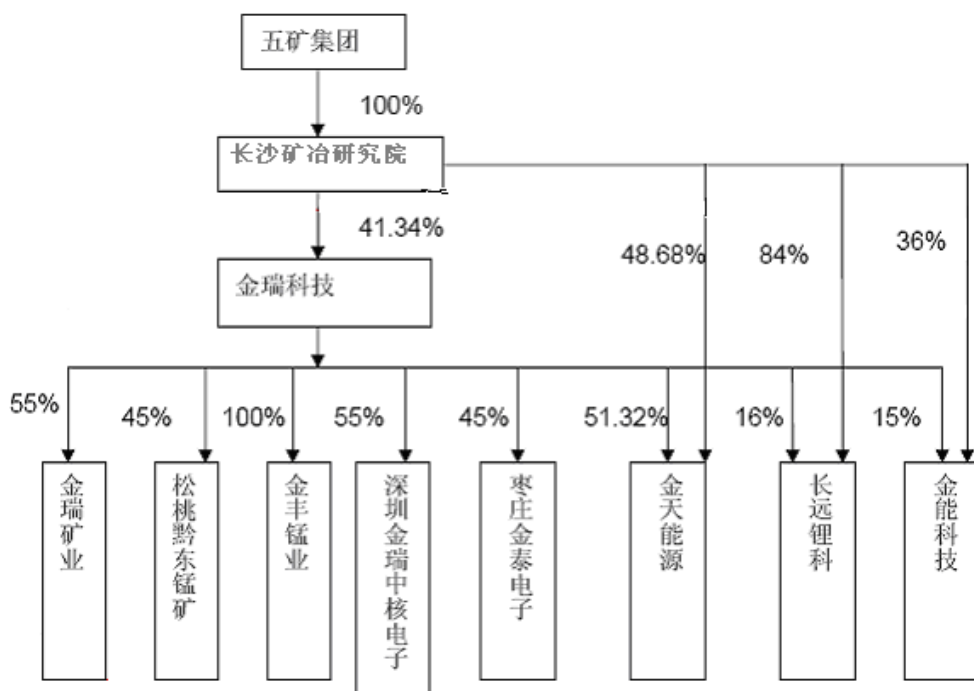
图 1 金瑞科技股权结构	4
图 2 2010 上半年年收入结构	5
图 3 2010 年上半年公司利润结构	5
图 4 2010 年碳酸锰价格已上涨 30%	5
图 5 电解锰价格今年也上涨近 30%	5
图 6 全球锰资源储量	7
图 7 2009 年全球锰矿石开采情况	7
图 8 高品位锰矿产量（品味超过 43%）08 年产量 690 万吨	8
图 9 中等品味锰矿（30%<品味<43%）08 年产量 370 万吨	8
图 10 低品味锰矿产量（品味<30%）08 年产量 380 万吨	8
图 11 中国锰矿进口量	9
图 12 中国锰矿进口地区（09 年中国共进口 960 吨）	9
图 13 世界电解锰供应	9
图 14 主要电解锰出口国	9
图 15 中国电解锰产能分布	10
图 16 锰的下游需求	11
图 17 不同钢铁产品中含锰量	11
图 18 全球不锈钢产量分系列	12
图 19 钢铁生产中的单位锰用量在提高（公斤/吨钢）	12
表 1 金瑞科技产能:	6
表 2 截止 2008 年底中国十大电解锰供应商	10
表 3 在金融危机爆发之前锰合金的产量和消费量稳步增长	12
表 4 产量假设	13
表 5 电解锰成本构成:	13
表 6 公司对电解锰价格敏感度较高，价格上涨 500 元，EPS 增长 7 分。	13
附表：财务报表预测与比率分析	14

公司基本情况

资源优势明显 依托五矿未来资源增长前景明确

金瑞科技拥有白石锡和黄塘坪两个矿山，资源储量约400万吨。平均品味17%左右。2个矿山的设计产能为年产12万吨。完全达产后公司矿石自给率50%。公司生产的电解锰主要为含量99.6%的电解锰，是国内最大的电解锰供应商之一，目前公司电解锰产能为本部2万吨、金丰锰业1万吨，共3万吨产能。公司正在投资建设金丰锰业年产3万吨电解锰技改扩建工程，公司计划分次分批进行建设。第一批1万吨产能预计在2011年四季度可望投产。其余2万吨新增产能预计到2012年完全投产，届时公司电解锰产能将达到6万吨。公司还拥有年产3.5万吨四氧化三锰。2000吨氢氧化镍和1000吨覆钴镍生产能力。公司的实际控制人是五矿集团。公司是五矿旗下唯一经营锰金属的企业，公司一直致力于扩大资源拥有量，在五矿的支持下，预计未来资源进一步扩张只是时间问题。

图 1 金瑞科技股权结构



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 2 2010 上半年年收入结构

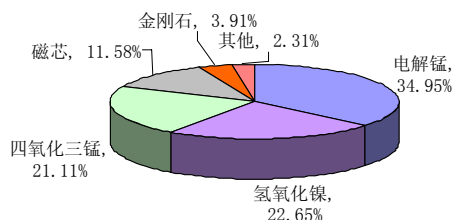
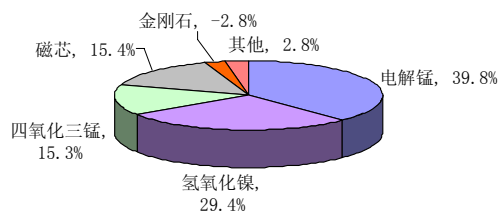


图 3 2010 年上半年公司利润结构



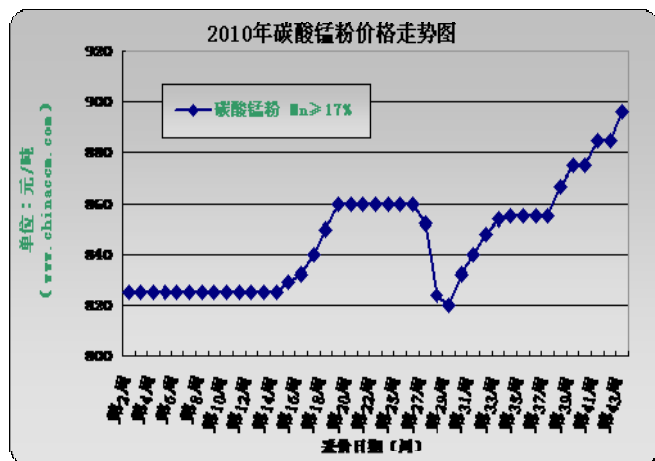
资料来源：公司公告、东方证券研究所

资料来源：公司公告、东方证券研究所

行业整合力度加大 锰价进入长期上涨阶段

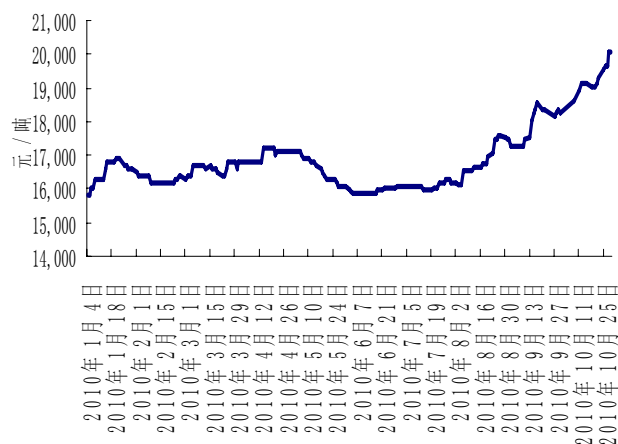
电解锰行业由于门槛较低，技术含量不高，所以行业集中度较低。电解锰属于高耗能行业，生产1吨电解锰需要6000-7000度电。国家为了节能减排，更合理的利用有效资源，提高了行业准入门槛。目前的行业标准是每条生产线必须要1万吨以上，总量达到3万吨以上才能获得批准。目前全国有近200家企业，产能5000吨以下的企业有60家企业，占企业总数接近1/3。按照这一标准，大量的民营小企业不能达到标准而将面临关闭。据了解，广西地区已经有20-30%的电解锰企业关闭。受益于节能减排和行业整合，电解锰价格上涨趋势明显。长江现货价格从年初的15700元/吨上升到目前的20500元/吨，涨幅近30%。而受到电力供应紧张和恶劣气候影响，碳酸锰矿石的产量也大幅下降，也充分反映在价格上，今年以来也达到30%的涨幅。

图 4 2010 年碳酸锰价格已上涨 30%



资料来源：中华商务网、东方证券研究所

图 5 电解锰价格今年也上涨近 30%



资料来源：WIND、东方证券研究所

自给率提高+产能增长=对价格敏感度大幅提高

在当前的节能减排，行业整合的背景下，一些技术水平落后，节能减排不达标生产企业将被淘汰。金瑞科技作为环保达标的有实力的企业正在充分利用当前国家提高电解锰行业企业进入门槛的有利时机扩大生产规模。公司已投资金丰锰业年产3万吨电解锰技改扩建工程，公司计划分次分批进行建设。第一批1万吨产能预计在2011年四季度可望投产。其余2万吨新增产能预计到2012年完全投产，届时公司电解锰产能将达到6万吨。同时公司2座矿山的产能逐步达产，矿石自给率将从目前的20%提高到50%。对价格的敏感度大幅提高。据我们测算，电解锰价格每增长500元，公司11年EPS增长7分。公司发生了质的改变。

表 1 金瑞科技产能：

	目前产能	新增	达产后产能
锰矿石（万吨）	9		12
电解锰（万吨）	3	3	6
四氧化三锰（万吨）	3.5		3.5
氢氧化镍（吨）	2000		2000
覆钴镍（吨）	1000		1000

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

公司2009年对晶源电子进行停业清算后，2010年1—3季度已实现扭亏为盈，实现净利润1762万元。公司未来定位为重点发展电解锰、电池材料业务，四氧化三锰业务保持稳定，而超硬材料业务已经趋于萎缩。

四氧化三锰行业龙头 市场占有率 60%

公司是国内最大的四氧化三锰供应商，年产能达到3.5万吨，市场份额达到60%。国内知名的磁材企业如天通股份和横店东磁都是公司的重要客户。

四氧化三锰是制备MnZn软磁铁氧体的主要原料之一，它在MnZn铁氧体中约占20%的比重。电子信息产业的发展，对软磁铁氧体材料提出了更高的要求，软磁铁氧体磁芯朝着小型化、薄片化的方向发展，因此，虽然软磁铁氧体磁芯以每年15%左右的速度增长，未来软磁铁氧体材料对四氧化三锰的需求将不会有大的增长。所以目前公司没有计划扩建产能。但四氧化三锰新的应用领域仍值得关注，例如：用于颜料，氧化锰和氧化铁两元系黑色颜料；用于电池材料，主要用于锰酸锂或镍锰钴三元系材料；NTC电阻材料；用于油田防止井喷等。受益于锰价上涨，四氧化三锰价格从年初12850元/吨上涨到目前的16150，涨幅26%。

电源材料

电源材料对于镍氢电池来说，分两个市场：小电池市场和动力电池市场，公司目前的产品主要是应用于小电池市场的氢氧化镍。小电池市场是一个较为成熟的市场，市场参与者众多、市场竞争激烈，该业务近年来盈利能力有所下降。镍（硫酸镍）价格的波动会很大程度影响氢氧化镍的盈利能力。公司氢氧化镍产能2000吨，覆钴镍产能1000吨，由于质量较好，主要销往日本松下、汤浅。国内的新能源电动汽车用电池市场正在起步，从目前情况看，镍氢电池技术较为成熟，五年之内镍氢混合动力汽车将占据主要市场。所以动力电池所需要的氢氧化镍的市场对公司在未来五年提供了

一定的增长机会。

锰行业基本面



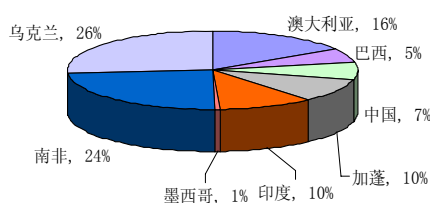
供应：国内电解锰产能整合中

世界锰矿资源丰富，但分布不均匀。锰矿资源主要分布在南非、乌克兰、加蓬、澳大利亚、印度、中国、巴西和墨西哥等国家。南非锰矿资源占世界锰矿资源的77%，乌克兰占10%。全球锰资源集中度较高。前10位生产商市场占有率达47%。

我国锰资源并不丰富，储量排名在世界第七位，已探明的锰矿约有1200 多处，213个锰矿区，5.66 亿吨保有储量，可用资源约2.4 亿吨。我国现有锰矿石生产企业420 家，总生产能力达到1200 万吨/年，以中小企业为主。中国的锰矿虽然产量很大（占全球产量25%）但资源品味比较低。而海运锰矿石市场通常是品味较高的矿石，其中前5位生产商供应了80%的产量。中国是世界上最大的锰矿石进口国，2009年进口矿石960万吨。

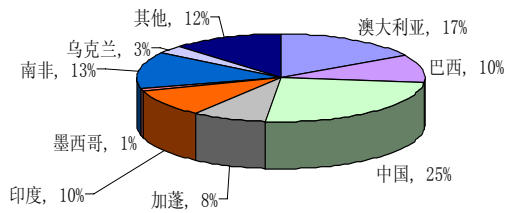
中国是全球电解锰主要供应国，占全球产量的60%，湖南花垣，贵州松桃，和重庆秀山是中国电解锰和锰矿主要生产地区。3个区域共有60万吨电解锰产能。2009年全国电解锰产能210万吨，实际产量约160万吨。 产能利用率 60%左右。前10家生产商产能占比不到15%。主要是由于进入门槛低，技术含量不高。 民营企业居多，集中度低。为此，国家出台了一系列的宏观调控政策，以促进电解金属锰产业的可持续、健康发展。2008 年2 月国家发改委对“电解金属锰行业准入条件”进行了修订，进一步提高了行业准入的门槛。1万吨以下生产线淘汰， 新建产能至少3万吨才会批。湘西地区整合力度较大，目标是要淘汰小产能，达到剩余3-5家电解锰生产商。

图 6 全球锰资源储量



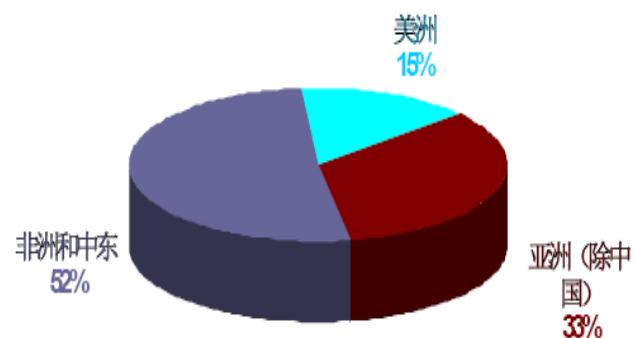
资料来源：USGS、东方证券研究所

图 7 2009 年全球锰矿石开采情况



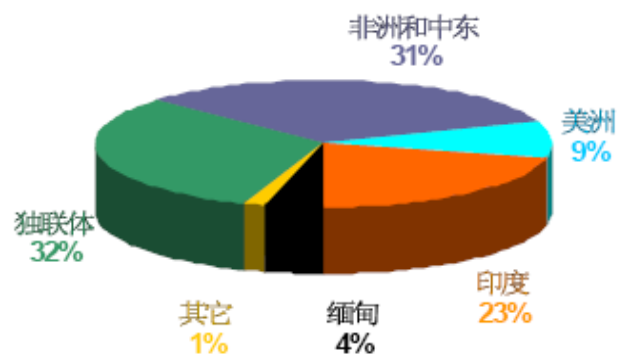
资料来源：东方证券研究所

图 8 高品位锰矿产量（品味超过 43%）08 年产量 690 万吨



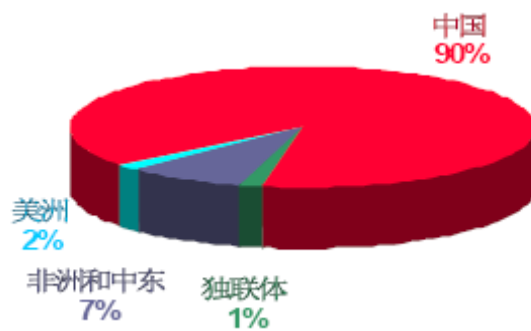
资料来源：IMnI、东方证券研究所

图 9 中等品味锰矿（30%<品味<43%）08 年产量 370 万吨



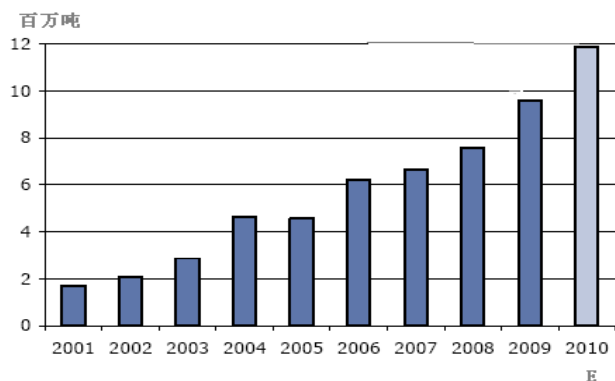
资料来源：IMnI、东方证券研究所

图 10 低品味锰矿产量（品味<30%）08 年产量 380 万吨



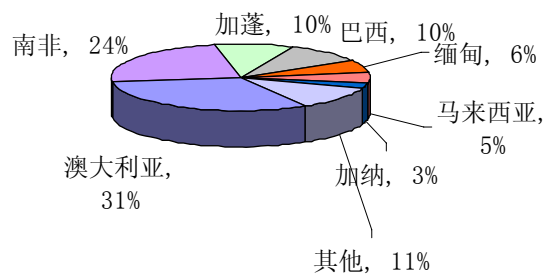
资料来源：东方证券研究所

图 11 中国锰矿进口量



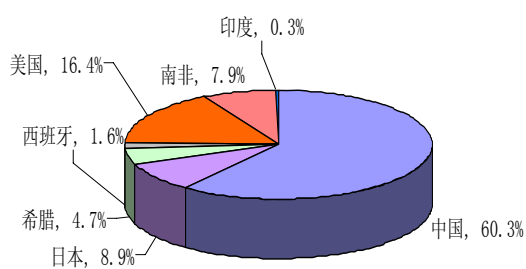
资料来源：东方证券研究所

图 12 中国锰矿进口地区（09 年中国共进口 960 吨）



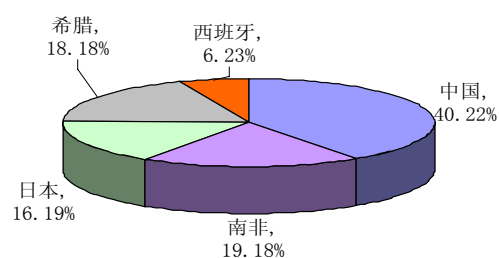
资料来源：东方证券研究所

图 13 世界电解锰供应

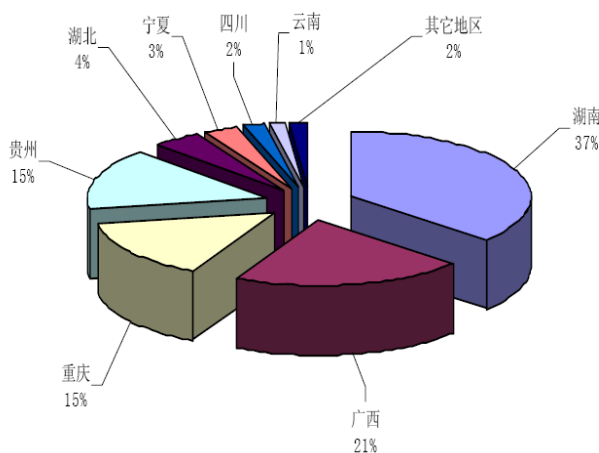


资料来源：东方证券研究所

图 14 主要电解锰出口国



资料来源：东方证券研究所

图 15 中国电解锰产能分布


资料来源：东方证券研究所

表 2 截止 2008 年底中国十大电解锰供应商

序号	企业名称	生产能力(吨)	产量(吨)
1	中信大锰	120,000	71,300
2	宁夏天元	62,000	18,000
3	湖北宏信	56,000	35,000
4	重庆天雄	50,000	44,985
5	贵州金瑞	40,000	26,725
6	重庆武陵	35,000	33,000
7	广西鑫源	35,000	19,500
8	湖南西部矿业	30,000	25,845
9	湖南新巍	30,000	24,517
10	广西天鸿鑫	30,000	20,000
	合计	488,000	318,872

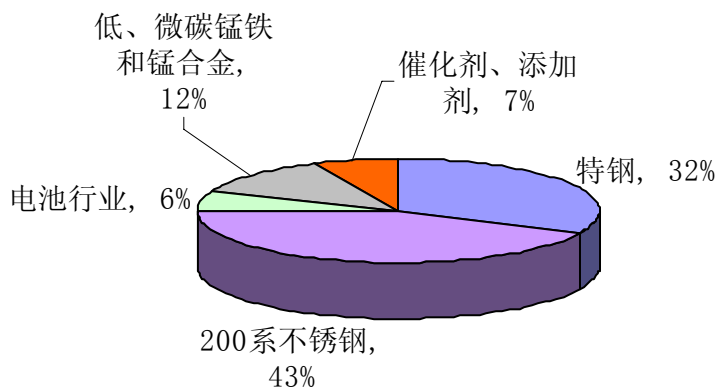
资料来源：东方证券研究所

下游需求：虽然不性感但胜在平稳增长

电解锰能增加合金材料的硬度，广泛应用在锰铜合金、锰铝合金以提高其强度、韧性、耐磨性和耐腐蚀性。锰及锰合金是钢铁工业、铝合金工业、磁性材料工业、化学工业等不可缺少的重要原料之一。电解锰加工成粉状后还是生产三氧化二锰的主要原料，广泛使用于磁性材料和电子工业。电解锰应用领域广泛，200 系不锈钢约占43%，特钢约占32%，低、微碳锰铁和锰合金约占12%，一些催化剂、添加剂等约占7%，电池行业约占6%。200系不锈钢在部分领域替代300系的含镍铬不锈钢。随着镍价的上涨，添加锰的200系不锈钢用量会有所上升。

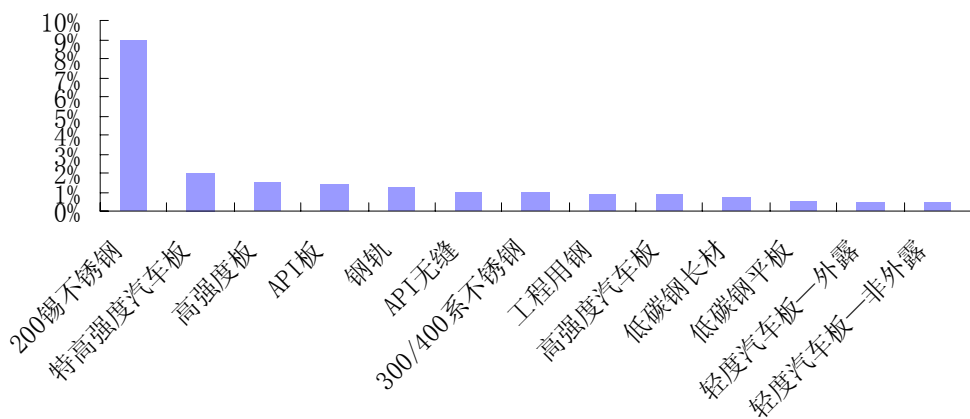
同时随着节能减排要求的不断提高，汽车生产商为了不断提高燃料效率和减少废气排放，降低汽车自重，从而从现有的低碳钢板（含锰 0.4%）向高强度汽车板（含锰 0.9%）过渡。对锰金属需求会不断增长。

图 16 锰的下游需求



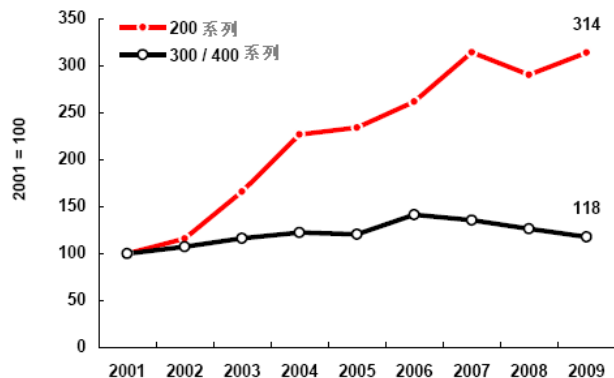
资料来源：东方证券研究所

图 17 不同钢铁产品中含锰量



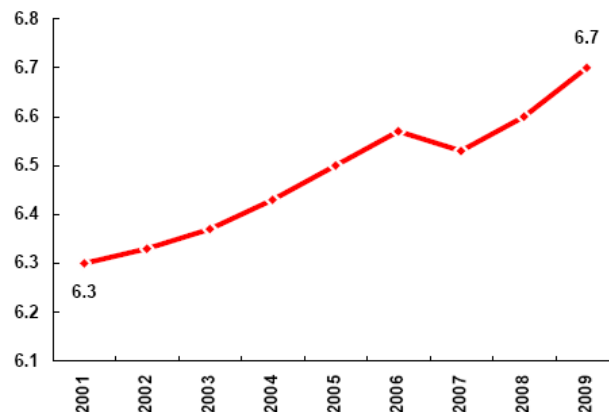
资料来源：东方证券研究所

图 18 全球不锈钢产量分系列



资料来源：ISSF，东方证券研究所

图 19 钢铁生产中的单位锰用量在提高（公斤/吨钢）



资料来源：IMnI, world steel, 东方证券研究所

表 3 在金融危机爆发之前锰合金的产量和消费量稳步增长

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
钢铁产量 (百万吨)	904	970	1,069	1,147	1,251	1,351	1,327
% 同比变化	6.3%	7.3%	10.2%	7.3%	9%	7.5%	-1.8%
锰矿* 产量 (千吨)	8,153	8,618	10,715	11,660	11,705	12,768	13,853
% 同比变化	2.7%	5.7%	24.1%	8.6%	0.4%	9.1%	8.5%
锰合金** 产量 (千吨)	8,358	9,157	10,798	10,655	11,800	13,296	13,623
% 同比变化	7.4%	9.6%	17.9%	1.3%	10.7%	12.7%	2.4%
锰合金表观消费量 (千吨)	8,282	9,096	10,731	10,840	11,715	13,340	13,475
% 同比变化	6.2%	9.8%	18%	1%	8.1%	13.9%	1%

资料来源：IMnI, 东方证券研究所

估值和投资建议

假设 10-12 年电解锰产量 3/3.3/6 万吨，锰矿产量 5/12/12 万吨。电解锰价格 1.7/2.2/2.3 万元/吨，预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.20/0.97/1.87 元。考虑到公司在电解锰行业的龙头地位，资源优势明显以及未来五矿资产注入预期，我们给予公司买入评级，目标价 30 元。

表 4 产量假设

	2010E	2011E	2012E
锰矿（万吨）	5	12	12
电解锰（万吨）	3	3.25	6
四氧化三锰（万吨）	2.2	2.2	2.2
氢氧化镍（吨）	2000	2000	2500

资料来源：东方证券研究所。

表 5 电解锰成本构成：

原材料	单位用量	单价	吨成本
碳酸锰矿（16%）	8 吨	700	5,600
电	6000 度	0.51	3,060
硫酸	1.5 吨	450	675
二氧化硒	1.5 吨	550	825
人工+折旧			1,470
生产 1 吨电解锰成本			11,630

资料来源：东方证券研究所。

表 6 公司对电解锰价格敏感度较高，价格上涨 500 元，EPS 增长 7 分。

电解锰价格

	18,500	19,000	19,500	20,000	20,500	21,000	21,500	22,000	22,500	23,000	23,500	24,000
2011 EPS	0.5	0.57	0.63	0.7	0.77	0.83	0.9	0.97	1.03	1.1	1.16	1.23

资料来源：东方证券研究所。

风险因素

1、宏观经济下滑导致钢铁需求下滑风险

公司产品主要应用于钢铁行业，宏观经济下滑导致钢铁需求下滑风险。

2. 产能释放导致毛利率下降风险

随着国内大型电解锰生产商新增产能释放导致产能过剩，毛利率下降风险。

3、资源类有色金属股普遍估值偏高

由于市场对资源类上市公司未来高增长性的乐观判断，目前其整体估值水平较高，但是市场如果出现波动，估值中枢存在下移风险，但是我们仍然认为公司是其中基本面较为优质的公司之一。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (百万元人民币)						现金流量表 (百万元人民币)					
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1294	1012	1212	1384	2038	经营活动现金流	103	69	52	348	177
营业成本	1115	900	1012	1020	1439	税后利润	43	(153)	32	154	299
主营业务税金及附加	5	5	8	9	13	经常性非现金支出	77	213	104	109	112
销售费用	36	36	40	46	67	非经常性现金支出	(5)	(7)	0	0	0
管理费用	58	69	73	83	122	营运资金变动	(10)	14	(87)	80	(238)
财务费用	43	29	35	38	35	少数股东损益	(1)	2	4	4	4
资产减值损失	2	135	3	2	4	投资活动现金流	(70)	(64)	(101)	(64)	(65)
投资收益	7	5	0	0	0	资本开支	(50)	(40)	(68)	(68)	(68)
营业利润	42	(159)	42	186	357	投资与投资收益	(21)	(24)	(33)	4	3
非经常性损益	1	4	0	0	0	筹资活动现金流	(47)	(2)	168	(135)	(48)
税前利润	43	(155)	42	186	357	贷款增加	8	34	200	(100)	0
所得税	2	(4)	6	28	54	支付股利利息	(57)	(36)	(32)	(35)	(48)
净利润	42	(151)	36	158	303	其他融资	(16)	0	0	0	0
少数股东损益	(1)	2	4	4	4	现金净流量	(14)	3	119	149	64
归属母公司净利润	43	(153)	32	154	299	现金期初余额	155	142	145	264	413
EPS (元/股)	0.27	(0.96)	0.20	0.97	1.87	现金期末余额	142	145	264	413	477

资产负债表 (百万元人民币)						比率分析					
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	668	591	827	903	1,299	增长能力					
货币资金	142	145	264	413	477	营收增长率(%)	-7.06%	-21.80%	19.79%	14.22%	47.20%
应收账款及票据	231	224	248	284	426	EBITDA增长率(%)	-14.58%	-171.52%	-242.37%	103.68%	57.88%
存货	280	195	285	175	353	EBIT增长率(%)	-19.44%	-264.42%	-152.73%	181.02%	73.37%
交易性金融资产	0	0	0	0	0	净利润增长率(%)	-33.61%	-462.64%	-123.53%	345.76%	91.38%
非流动资产合计	738	675	679	674	664	盈利能力					
长期投资	51	50	50	50	50	毛利率(%)	13.86%	11.01%	16.52%	26.29%	29.40%
固定资产	531	460	477	485	486	净利率(%)	3.22%	-14.93%	2.93%	11.45%	14.88%
在建工程	46	37	29	26	25	EBITDA利润率(%)	11.00%	-10.06%	11.95%	21.31%	22.86%
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	ROA(%)	2.90%	-11.31%	2.56%	10.28%	17.13%
无形资产	79	87	91	87	83	ROE(%)	6.2%	-24.5%	5.7%	24.2%	34.9%
开发支出	0	0	0	0	0	ROIC(%)	6.97%	-14.38%	5.17%	14.16%	20.31%
资产总计	1,406	1,266	1,507	1,577	1,964	偿债能力					
流动负债合计	541	552	783	692	788	资产负债率(%)	44.2%	50.4%	57.3%	49.1%	44.5%
循环借款	334	367	567	467	467	流动比率(倍)	1.23	1.07	1.06	1.30	1.65
应付账款及票据	122	111	124	126	177	速动比率(倍)	0.72	0.72	0.69	1.05	1.20
预收账款	10	4	8	10	14	营运能力					
其他应付款	43	54	61	61	86	总资产周转率	0.90	0.76	0.87	0.90	1.15
非流动负债合计	80	86	86	86	86	应收账款周转率	2.54	2.10	2.42	2.46	2.75
长期贷款	80	81	81	81	81	存货周转率	3.83	3.79	4.22	4.43	5.45
应付债券	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.33	7.71	8.59	8.16	9.51
负债合计	621	638	869	778	874	价值评估					
股本	160	160	160	160	160	P/B(倍)	5	6	6	5	4
资本公积	422	422	422	422	422	P/E(倍)	83	(23)	112	23	12
未分配利润	97	(59)	(47)	92	345	EV/收入(倍)	1	4	3	3	2
股东权益合计	785	627	647	805	1,092	EV/EBITDA(倍)	10	(44)	27	12	8
负债和股东权益	1,406	1,265	1,516	1,583	1,966	EV/EBIT(倍)	15	(29)	48	16	9

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

分析师申明

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