

政策支持核能行业大发展,公司产能稳步扩大

给予公司股票 “首次增持” 评级

二重重装

601268

主要观点

1. “十二五”规划对《核电中长期发展规划(2005-2020年)》进行了大幅调整,将“中长期规划”提出的“到2020年,核电运行装机容量达到40GWe”的目标上提至86GWe。“十二五”规划进一步提出到2030年,核电装机容量达到200GWe,2050年达到400GWe的目标。未来十年里,核电装机容量的年复合增长率将接近24%。身处核能行业的任何企业都正在迎来前所未有的大发展机遇。
2. 二重重装属于重大技术装备制造业中的重型机械行业。公司是重型机械行业内的龙头企业之一,尤其是它的大型铸锻件和极限产品的制造能力在国内处于领先地位。
3. 公司的产品主要分为两大类:公司目前正处于发展过程中的“弯道减速”段,未来如果能借助于行业的大发展,有效使用首募及新募(已获国资委批准,尚待证监会的批准)的资金,扩大产能,公司有望很快重回直道加速阶段,公司的业绩也将再上一层楼。2010年,2011年,2012年的预计EPS(每股收益)分别为0.17元,0.30元和0.44元;对应的市盈率(P/E)分别为78,44和30倍。我们给予“增持”评级。
4. 风险提示:国家在核能工业上的政策的持续性,公司的产能扩大最终是否如愿实现,市场竞争的加剧导致市场份额的减少,未来原材料价格的上升等都将对公司的业绩提升产生负面影响。

公司业绩预测表

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿元)	75.5	64.0	82.1	98.2
营业收入同比(%)	1%	-15%	28%	20%
营业利润(亿元)	3.0	3.3	7.3	10.9
营业利润同比(%)	-32%	11%	122%	50%
净利润(亿元)	3.8	2.8	6.2	9.3
净利润同比(%)	10%	-27%	122%	50%
每股净资产	2.04	1.84	2.21	2.76
每股收益	0.27	0.17	0.30	0.44

分析师: 徐缨

投资咨询执业证书编号:

S0630210040003

联系信息: 021-50586660*8640

手机号码: 13641835584

xuying@longone.com.cn

日期: 2010年12月21日

公司股票价格

当前股价(元): 13.34

12月目标价(元): 20.55

股价相对表现



估值

	2009	2010E	2011E	2012E
EPS	0.27	0.17	0.30	0.44
PE	49	78	44	30

正文目录

一、主营业务综述	4
二、公司业务分类介绍	5
三、电站设备	6
1. 风电设备	6
2. 火电铸件	6
3. 水电铸件	7
4. 核电设备	8
四、石化设备	9
五、冶金设备	10
六、其它设备	10
七、其它产品	10
八、盈利预测及估值	11

图表目录

图一	二重重装历史财务表现	4
图二	2010.1-6 月各类业务比重	5
图三	最近三年二期各类业务毛利率比较	5
图四	中国风机装机容量	6
图五	中国煤炭消费量及火力发电量	7
图六	中国核能发电历史和现状	8
图七	世界核能发电历史和现状	8
表 1	可比公司盈利预测表	11
表 2	盈亏利润表预测	12
表 3	资产负债表预测	13
表 4	现金流量表预测	14

一、主营业务综述

按照主要产品结构来分，二重重装生产的产品属于重型机械行业，跨冶金机械和大型铸锻件两个 II 级子行业。重型机械行业又是重大技术装备制造业的主要 I 级子行业。公司是重型机械行业的龙头企业之一，尤其是它的大型铸锻件和极限产品的制造能力在国内处于领先地位。

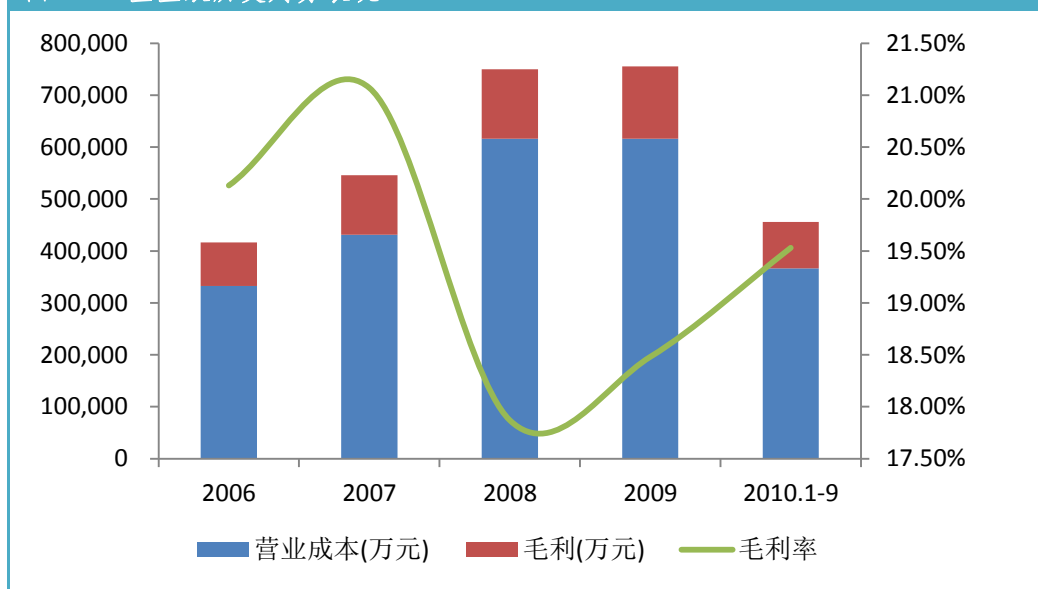
公司上游行业是钢铁、有色和天然气等原材料供应行业，因而未来原材料价格的波动对公司的表现将产生影响。公司的下游行业则是冶金、电力、造船、石化、汽车等行业。未来这些行业在固定资产上的投资情况对公司产品的需求有着直接影响。

公司未来的发展方向是将产品的重点逐步转移到清洁能源的设备制造上来。

公司目前处于产品结构转型的关键时期，所谓正处于发展过程中的“弯道减速”段，今年的业绩因而受到了一定程度的负面影响。未来如果能借助国家十二五规划提出的大力发展核能工业的政策推动作用，并有效使用首募及新募(已获国资委批准，尚待证监会的批准)的资金，扩大产能，公司有望很快重回直道加速阶段，公司无论在技术上，还是在业务上都将能再上一个等级。

2010 年 1-6 月，公司实现营业收入大约 30.22 亿元，较之去年同期下降 15.2%；毛利 5.91 亿元，较之去年同期仅下降 2%。2010 年 1-6 月，公司实现摊薄每股收益约 0.06 元，较之去年同期下降 17%左右。

图一：二重重装历史财务表现



数据来源：各类公开资料，东海证券研究所

左轴：营业成本, 毛利

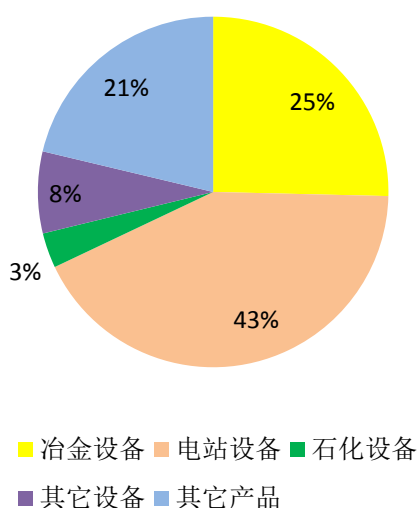
右轴：毛利率

二、主营业务分类介绍

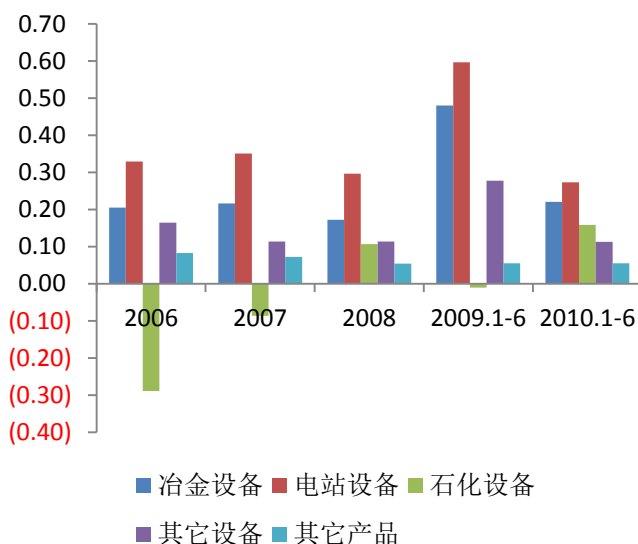
二重重装的主营业务可以分为两大类，分别是：设备类和其它类。其中，设备类占绝对主导地位。2009年，设备类的营业收入占整个主营收入的比重接近84%。而设备类又可分为冶金设备，电站设备，石化设备和其它设备四类业务。就目前而言，这四类业务中对主营收入贡献最多的是电站设备类（2010年之前贡献最多的是冶金设备类）。2010年1-6月，电站设备带来的收入约为12.77亿元人民币左右，占整个主营收入中的比重从2009年1-6月的大约28%上升至43%。

就毛利率而言，电站设备的毛利率始终是各类产品中最高的，最近几年始终维持在25%之上；相对较低的则是石化设备的毛利率。

图二：2010.1-6月各类业务比重



图三：最近三年二期各类业务毛利率比较



数据来源：各类公开数据，东海证券研究所

三、电站设备

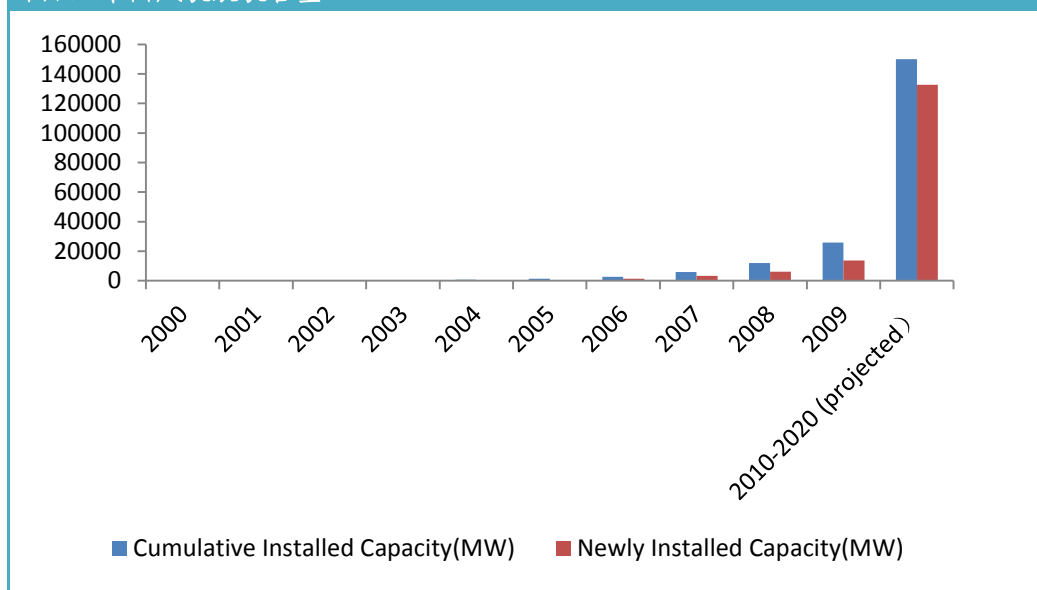
二重重装的电站设备业务主要包括有风力发电设备上的风电增速机及主轴；水电设备上的铸，锻件，如：上冠，下环，叶片，水轮机轴，发电机轴等；火电设备上的铸，锻件，如：汽轮机缸体，阀体，汽轮机高，中，低压转子等；核电设备上（用于核岛，常规岛）的铸，锻件，如：主管道，阀体，汽轮机缸体，泵壳，反应堆压力容器，稳压器，汽轮机高，中，低压转子等。

1. 风电设备：根据 Greenpeace, CREIA(中国再生能源工业协会)及 GWEC(全球风能协会)在他们联合出版的报告“China Wind Power Outlook 2010”的预测，中国风能的累计装机容量在2020年至少达到150GW。2009年，中国的风能累计装机容量为25.8GW，这意味着在未来十年，风能的累计装机容量

将至少以平均每年 17% 的复合增长率增长。依据 2010 年 11 月 25 日的中国证券报以及北京清能华福风电技术有限公司提供的信息，一台 1.5MW（1.5MW-2.5MW 的风力发电机组在未来相当长一段时间将主导风力发电机市场）的风力发电机的造价大约在 4000 元/KW 左右，那么，到 2020 年，我国在风机上的投资就至少在 5,000 亿元人民币。

一般来说，对于一台 1.5MW 的风力发电机，其风电增速机与主轴的建造成本在整机总成本中的比重大约为 19%（风电增速机 16.8%；主轴 2.2%），因此，在未来的十年，国家在与二重重装的风电设备业务相关领域的投资总额将至少在 950 亿元人民币（风电增速机 840 亿；主轴 110 亿）。基于 2008 年的数据（2008 年，二重在风电增速箱上的销售收入大约为 1.79 亿元人民币，而风电增速箱行业全年的产值大约为 50 亿元人民币，并假设产销比为 10 : 9），二重重装在风电增速箱行业的市场份额大约为 4%。我们进一步假设该市场分额保持不变，那么在未来十年，二重在风电增速机这块业务上能够获得的收入就至少在 33.6 亿元。至于风电主轴，根据 DNG 轴承股份有限公司的估计，目前主轴的供应已能完全满足需求，所以我们认为，未来二重在风电主轴这块业务上将基本维持稳定，即：年销售额不低于 4000 万元人民币左右。

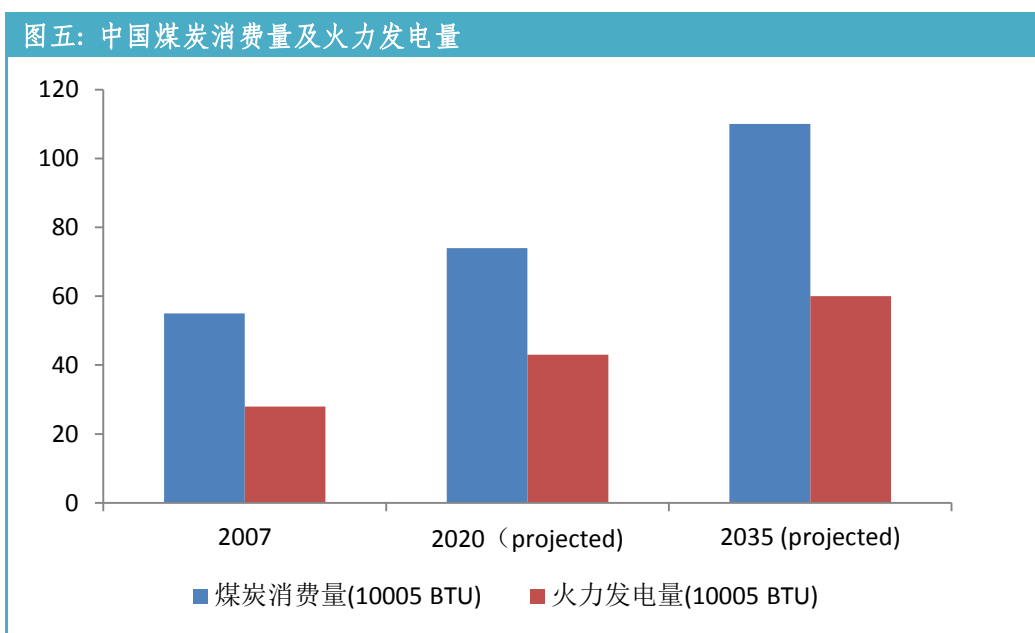
图四：中国风机装机容量



来源：China Wind Power Outlook 2010，东海证券研究所

2. 火电铸件：根据 IEA 于今年 7 月份颁布的 International Energy Outlook 2010，全球煤炭的消费量将由 2007 年的 156×1000^5 Btu 增长 56% 至 2035 年的 206×1000^5 Btu。增长量中的 85% 来自于中国和印度。中国 2007 年的煤炭消费大约在 55×1000^5 Btu，2020 年大约为 74×1000^5 Btu（2007-2020：年复合增长率大约为 2.3%），2035 年将达到 110×1000^5 Btu（2020-2035：年复合增长率大约为 2.7%）。

从现在到 2035 年，火力发电在全球电力消费中的比重仍将是最高，2020 年和 2035 年将分别达到约 39%和 43%。在中国，2007 年的火力发电量约为 $28 \times 1000^5 \text{Btu}$ ，2020 年和 2035 年被预计将分别达到约 $43 \times 1000^5 \text{Btu}$ （2007-2020 的年复合增长率为 3.4%左右）和 $60 \times 1000^5 \text{Btu}$ （ $60 \times 1000^5 \text{Btu}$ 为东海证券预估数，与 IEA 的估计数不一样；2020-2035 的年复合增长率为 2.2%左右）。在整个电力消费中的比重则将逐步降低到 64%左右（IEA 认为到 2035 年，中国的火电在整个电力消费中的比重仍将达到 74%左右）。



来源：IEA，东海证券研究所

消费量/发电量单位：1000⁵ Btu

显然，二重的火电铸锻件业务将受益于行业的发展，我们预计这项业务在未来的年复合增长率将不低于 3%。

3. 水电铸件：中国目前有很多水电在建项目。装机容量 18.2GW 的三峡大坝工程之最后阶段在 2008 年 10 月上线。三峡工程发展公司计划将三峡工程的装机容量在 2012 年进一步扩大到 22.4GW。此外，金沙江上的装机容量为 12.6GW 的溪洛渡工程仍在进行当中，计划于 2015 年完工。雅龙江上的装机容量为 3.6GW 的金屏一期工程计划在 2014 年完工。雅龙江上已计划建造的水电工程总产能大约在 34.6GW。中国政府在水力发电上的目标是在 2020 年达到装机容量 300GW。根据美国能源署的估计，中国水电的累计装机容量，在未来 10~15 年里，将以年复合增长率 3.9%的速度增长。

二重的水电铸锻件业务将受益于行业的发展，我们预计这项业务在未来的年复合增长率将不低于 3%。

4. 核电设备：二重公司目前正处于产品结构调整期，未来电站设备类业务将在公司的主营业务中处于主导地位，而核电铸锻件业务又将在电站设备类业务中领先。

二重的核电铸锻件业务起步较晚，但发展迅速。根据公司的招股说明书，2009年1-6月，核电铸锻件业务的承接订单金额大约为5.221亿人民币，在电站设备类业务中的比重为26%，仅次于火电铸锻件。但如果就增长率来说，核电铸锻件，无论是承接订单金额还是销售额，都遥遥领先。比如：2008年核电铸锻件的承接订单金额和销售金额分别为5.1亿元人民币和720万元人民币；而2009年1-6月，核电铸锻件的承接订单金额就已超过5.2亿元人民币，销售额达到3380万元人民币，是2008全年销售金额的4倍还多。

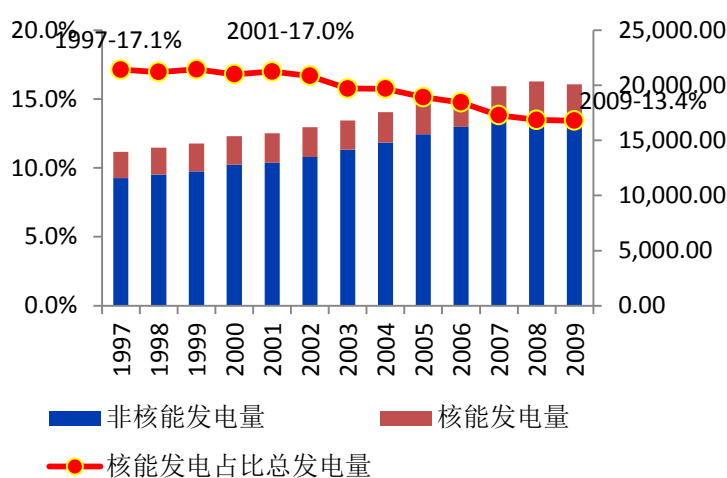
公司之所以把核电设备作为未来发展的重中之重，主要是考虑到中国的核能工业的发展潜力极其巨大。

2009年，中国社会总发电量在3,725TWH左右，而核能发电量则大约是70TWH，占比仅为1.9%。与此同时，全球核能发电总量大约等于2,698TWH，占比超过全球2009年总发电量的13%。中国的核能发电水平不仅落后于世界平均水平，远远落后于世界核能发电比较先进的国家(如：法国、美国、日本、韩国等，其核电占比总发电量都不低于20%)，甚至在金砖四国里也是排名最末的一位。中国核能的民用化程度显然与中国作为一个核大国的地位不符。另外，中国早在2006年就超过美国成为世界第一大二氧化碳排放国，中国政府因此在2009年召开的哥本哈根气候大会上承诺到2020年将每单位GDP的二氧化碳排放量减少40%-50%。这都为核能发电打开了大发展的门。

图六：中国核能发电历史和现状



图七：世界核能发电历史和现状



数据来源：BP, OECD, 东海证券研究所

即将于年底公布的“十二五”规划对《核电中长期发展规划(2005-2020年)》进行了大幅调整。“十二五”规划将“中长期规划”提出的“到2020年，核电运行装机容量达到40GWe”的目标上提至86GWe。“十二五”规划进一步提出到2030年，核电装机容量达到200GWe，2050年达到400GWe的目标。也就是说，考虑到目前已建装机容量为10.23GWe，那么未来十年里，核电装机容量的年复合增长率将接近24%，2021-2030年的核电装机容量的年复合增长率将接近9%，2031-2050年的核电装机容量年复合增长率将达到3.5%左右。如果假设从2011年到2050年，国家GDP增长率在5%-8%范围里，那么到2020年，2030年和2050年，核电占比总发电量大约分别在5.3%，8.8%和10.3%。

以目前技术，平均而言，在中国，1KW的造价大约在2,000美元左右，以目前6.65的美元/人民币汇率，并考虑未来人民币升值因素及物价上涨因素，那么在2011-2020年，我们国家在核电上的投资将大约在1.06万亿元人民币，在2021-2030年，投资额将大约在1.8万亿元人民币，在2031-2050年，投资额将大约在3.9万亿元人民币。也就是说，从现在到2050年的总投资将在6.76万亿元人民币左右。而一般而言，一座核反应堆造价的40%-60%将投资在核电设备上，而核电铸锻件上的投资额大约为设备投资额的60%，也就是说一座核反应堆造价的24%-36%是用于核电铸锻件上的。这样说来，2011-2020年，我国用于核电铸锻件上的投资额将大约在2,540亿元-3,820亿元；2021-2030年，投资额约在4,320亿元-6,480亿元；2031-2050年，投资额约在9,360亿元-1.40万亿元。

核电设备大型铸锻件由于制造技术门槛很高，其市场因而相对比较垄断；国家未来在核能工业的巨大投资以及核电设备制造自主化的原则将使得符合技术要求的国产设备处于供不应求的状态下。

按照目前的技术水平，我们认为2011-2020年，2021-2030年，2031-2050年，核电大型铸锻件市场的国产化率大约分别为60%，80%和95%。技术优势将确保二重在这个市场中的份额快速增长。我们的估算显示2011-2020年，二重由这个市场获得的潜在订单额大约在700-800亿元。无疑，作为核电设备大型铸锻件的龙头生产企业，二重重装面临极其巨大的发展机遇。

四、石化设备

公司生产的属重型石化容器，比如：加氢反应器，热高压分离器等，都是石油裂化，精炼和煤液化领域的关键设备。这是公司从2006年才开始拓展的新业务。2007，2008年的营业收入分别是7,981万元，5.384亿元，同比增长分别为49%和575%。2009年1-6月的营销收入为6,594万元，2010年1-6月的营销收入为9,706万元，同比增长超过47%。就毛利率而言，2010年1-6月的毛利率已是0.16，远远好于2009年同期的水准。

公司的重型石化容器在未来的发展离不开我国石化产业的未来发展趋势。中国是全球石化产业发展最快的国家之一。根据《石化产业调整和振兴规划》，到2011年，我国的原油加工量将达到4.05亿吨；2020年则预计将达到5亿吨左右，年均复合增长率大约为2.1%。而二重生产的重型加氢反应器和热

高压分离器等都是石化行业中最为核心的核心装备之一，因此公司的这项业务在未来必将得益于石化行业的高速发展。同时，公司重型容器二期分厂，镇江出海口基地的逐渐完工也将有助于该项业务给公司带来更多的营收。

根据相关上市公司的公开资料，中国装备技术网的信息以及我们的测算，估计未来，这项业务每年会为公司新增超过3亿元的营销收入（每年新增70吨，每吨7000美元，大约10%的市场份额）。

五、冶金设备

公司的冶金设备业务一直以来在公司的主营业务中占据极其重要的位置。2006-2008年，该项业务的营收分别为22.71亿元，31.52亿元，35.43亿元，占公司总营业收入的比重分别是55%，58%，47%。2009年1-6月，该项业务的营收为16.76亿元，2010年1-6月，该项业务的营收为7.61亿元，同比下降接近55%。

公司在该项业务上的下游企业一般就是国内的如：宝钢等的钢铁企业。因而，冶金设备类业务的表现与钢铁行业在固定资产上的投资额密切相关。2009年以来钢铁行业产能过剩问题已影响到公司在该项业务上的营业收入，这是2010年1-6月冶金业务营收同比下降接近55%的最主要原因。未来，随着钢铁行业的淘汰落后产能与结构升级，一般预计行业的固定资产投资在2012年之前难以恢复。即使2012年之后，钢铁行业的产能趋向于供需平衡，其固定资产出现大幅增长的可能性也不会很大。未来，二重的冶金设备业务在公司主营总收入中的比重将出现逐年下降的趋势。

六、其它设备

公司在这个类别的业务主要指船用铸锻件，如：船舶中的挂舵臂，锚及传动系统的减速机，齿轮等。2006-2008年，该项业务的营收分别是4.64亿元，4.58亿元，4.44亿元，占比主营总收入为11%，8%和6%。2009年1-6月和2010年1-6月的营收为2.09亿元和2.23亿元。就毛利率而言，在最近的3年二期内一直保持在0.16~0.21。预计这项业务在未来能保持现有水平，稳定增长。

七、其它产品

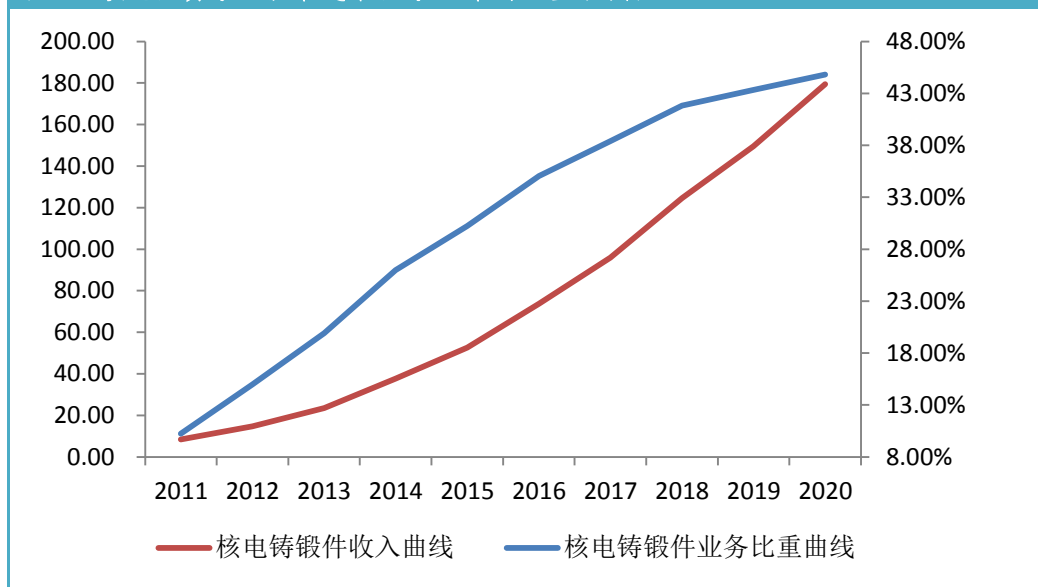
包括进出口贸易，汽车销售，运输业务及其它。2006-2008年，其营业收入为5.09亿元，6.56亿元，10.06亿元，占比主营收入分别为12%，12%和13%。2009年1-6月，这项业务的营销收入为6.02亿元，占比总营收17%；2010年1-6月，这项业务的营收为6.38亿元，占比总营收21%。但这项业务的毛利率是二重各项业务中相对最低，也是最稳定的，在最近的3年二期内一直维持在0.06左右。预计未来这项业务将维持在现有水平，稳定增长。

八、盈利预测及估值

根据上述对公司各项业务发展前景的分析，并考虑到公司目前正处在产品结构调整，相当部分产能难以立即释放的事实，我们认为2010年第四季度公司能实现的营业收入大约在18.5亿元，对应的第四季度每股收益为0.07元左右，较之去年同期分别下降13%和46%。2010财政年度，公司将实现总营收大约64.0亿元，对应每股收益为0.17元左右。较之去年分别下降15%和41%。

随着公司首募及明年新募资金的有效利用，并且受益于我国核能工业的大发展，公司的产能将逐渐被释放，2011~2020年将是公司大发展的黄金时期，而核电业务的收入及在总营业收入中的比重在这段时间都将获得极大地提升（图八）。根据在上述业务分类中的分析及假设，我们认为公司在2011年-2014年将分别实现主营收入82.14亿元，98.19亿元和118.11亿元和144.84亿元，较之2010年分别上扬28%，53%，71%，84%和126%。考虑明年的新的融资计划（即：再增发4亿股使得总股本达到20.9亿股），对应的每股收益分别为0.30元，0.44元，0.56元和0.73元。以2010年12月21日的收盘价13.34元为基准，考虑未来的增发因素，对应的PE分别为44，30，24和18倍。

图八：核电业务收入及在总营业收入中的比重预测图



来源：东海证券研究所

表 1. 可比公司盈利预测表 (2010.12.21)

证券代码	上市公司	总股本	流通股本	总市值	股价	EPS			PE		
						2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
601106	中国一重	6.54	2.00	41.06	6.28	0.20	0.28	0.37	32	23	17
002204	华锐铸钢	0.21	0.05	5.46	25.50	-	1.21	1.48	-	21	17
002255	海陆重工	0.13	0.05	6.05	46.90	1.11	1.42	1.74	42	33	27
601268	二重重装	1.69	0.30	22.54	13.34	0.17	0.30	0.44	78	44	30

来源: Wind, 东海证券研究所

表 2. 盈亏利润表预测

利润表 (亿元)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	75.55	64.04	82.14	98.19	118.11	144.84
增长率	0.8%	-15.2%	26.5%	17.4%	13.5%	13.5%
营业成本	61.59	51.87	64.07	74.63	89.77	110.08
营业成本/营业收入	81.5%	81.0%	78.0%	78.0%	76.0%	76.0%
营业税金及附加	0.47	0.38	0.49	0.59	0.71	0.87
销售费用	1.30	1.09	1.40	1.67	2.01	0.14
销售费用/营业收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	0.1%
管理费用	5.81	5.12	6.57	7.86	9.45	11.59
管理费用/营业收入	7.7%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
财务费用	2.78	2.92	2.96	3.16	3.16	4.96
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值及公允价值变动	0.64	0.64	0.64	0.64	0.64	0.64
其他收入	-1.27	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2.97	3.28	7.28	10.92	13.65	17.83
增长率	-31.9%	10.6%	121.7%	50.0%	25.0%	30.6%
营业外净收支	0.60	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3.57	3.28	7.28	10.92	13.65	17.83
增长率	0.7%	-8.0%	121.7%	50.0%	25.0%	30.6%
所得税费用	-0.23	0.49	1.09	1.64	2.05	2.67
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	-0.01	-0.01	-0.01
归属于母公司净利润	3.80	2.79	6.19	9.29	11.61	15.17

来源: 东海证券研究所

表 3. 资产负债表预测

资产负债表 (亿元)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	32.84	26.60	20.34	18.71	12.03	10.00
应收款项	36.80	24.92	31.96	17.49	21.03	25.79
存货净额	40.48	19.87	22.92	1.73	2.10	2.64
其他流动资产	7.41	4.42	5.67	1.57	1.89	2.32
流动资产合计	117.53	59.21	70.54	30.78	35.03	40.75
固定资产	55.10	205.70	303.56	305.73	308.08	310.14
无形资产及其他	4.59	4.43	4.28	4.13	3.98	3.82
投资性房地产	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45
长期股权投资	0.01	0.01	0.01	100.01	200.01	300.01
资产总计	177.68	269.79	378.84	441.09	547.54	655.17
短期借款及交易性						
金融负债	34.53	166.19	265.08	203.36	188.57	179.55
应付款项	41.53	21.63	24.95	22.44	27.36	34.29
其他流动负债	26.32	3.88	4.53	21.72	26.43	32.36
流动负债合计	102.38	191.70	294.55	247.52	242.36	246.20
长期借款及应付债券	31.44	31.44	31.44	31.44	31.44	31.44
其他长期负债	14.93	14.93	14.93	114.93	214.93	314.93
长期负债合计	46.37	46.37	46.37	146.37	246.37	346.37
负债合计	148.75	238.08	340.93	393.90	488.73	592.58
少数股东权益	0.58	0.57	0.57	0.57	0.56	0.56
股东权益	28.35	31.14	37.34	46.63	58.24	62.03
负债和股东权益总计	177.68	269.79	378.84	441.09	547.54	655.17

来源: 东海证券研究所

表 4. 现金流量表预测

现金流量表 (亿元)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
净利润	3.80	2.79	6.19	9.29	11.61	15.17
资产减值准备	0.59	-0.64	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧摊销	3.30	2.69	7.31	11.76	13.11	13.95
公允价值变动损失	-0.64	-0.64	-0.64	-0.64	-0.64	-0.64
财务费用	2.78	2.92	2.96	3.16	3.16	4.96
营运资本变动	-5.59	-7.49	-7.37	154.44	105.38	107.14
其它	-0.59	0.63	0.00	0.00	0.00	-0.01
经营活动现金流	0.87	-2.65	5.50	174.86	129.47	135.62
资本开支	-21.81	-151.85	-104.38	-13.14	-14.67	-15.22
其它投资现金流	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-21.81	-151.85	-104.38	-113.14	-114.67	-115.22
权益性融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债净变化	10.88	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利、利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-11.38
其它融资现金流	-2.37	131.66	98.88	-61.71	-14.79	-9.02
融资活动现金流	19.39	131.66	98.88	-61.71	-14.79	-20.40
现金净变动	-1.55	-22.84	0.00	0.00	0.00	0.00
货币资金的期初余额	34.39	32.84	10.00	10.00	10.00	10.00
货币资金的期末余额	32.84	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
企业自由现金流	-17.11	-151.70	-95.73	165.04	118.12	125.24

来源: 东海证券研究所

作者简介 徐纛：金融学/MBA 双硕士，毕业于美国 Georgia State University. 2007 年 7 月加入东海证券研究所。

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示 本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款 本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明 东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式	北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
	中国 北京 100089	中国 上海 200122
	西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
	电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
	传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897