

山煤国际 (600546. SH)

确定性高成长，应享有合理估值溢价

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

39.95-42.31

分析师

分析师

刘昭亮

龚云华

S0740510120026

S0740510120014

021-20315150

021-20315156

liuzl@qlzq.com.cn

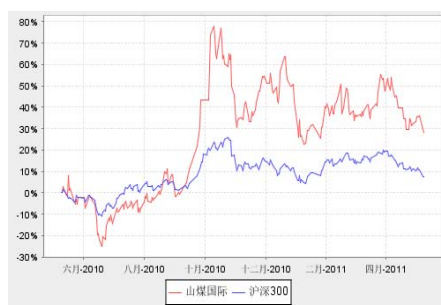
gongyh@qlzq.com.cn

2011 年 5 月 25 日

基本状况

总股本(百万股)	750.00
流通股本(百万股)	180.73
市价(元)	28.58
市值(百万元)	21435.00
流通市值(百万元)	5165.38

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	21,470.3	21,006.2	38,644.1	43,689.1	47,294.3
营业收入增速	633.52%	-2.16%	83.96%	13.05%	8.25%
净利润增长率	6109.09	42.97%	20.12%	62.24%	32.39%
摊薄每股收益(元)	—	0.82	0.98	1.60	2.12
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	—	34.49	28.72	17.70	13.37
PEG	—	0.80	1.43	0.28	0.41
每股净资产(元)	—	3.37	4.16	5.45	7.17
每股现金流量	—	-0.50	-1.02	2.76	4.79
净资产收益率	23.91%	24.32%	23.70%	29.30%	29.51%
市净率	—	8.39	6.81	5.19	3.94
总股本(百万股)	0.00	750.00	750.00	750.00	750.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 非公开增发第二次董事会如期举行，募集资金投资项目明细基本确定，部分方案数据已做修改，其中增发价格根据分红调整为 22.76 元。因此，本次非公开发行股票的数量相应调整为不超过 24,165 万股。55 亿元总额中：47.25 亿元用于收购 7 个煤矿的股权；7732 万元用于收购太行海运公司；5.5 亿元用于购买 4 艘 4.75 万吨级灵便型散货船。
- 收购的煤矿资产主要是山煤集团的 7 个整合煤矿，保有资源储量 7.41 亿吨，技改完成后产能 870 万吨。其中权益产能 569 万吨，预计 2012 年下半年开始释放产能。我们认为，公司本次收购煤矿的价格属于合理范围。根据权益量计算的吨产能收购价位 845 元/吨，吨储量收购价为 10.78 元/吨。比目前市场上第三方收购明显便宜。
- 虽然注入资产的盈利能力可能比上市公司现有煤矿盈利差一些，然而由于储量增厚 68%，产能可增厚 76%，而股本最多摊薄 32.2%，因此，我们认为从目前静态数据测算还是未来的动态煤价预期，都是具有较高的安全边际。
- 公司最新更正了 2010 年年度报告。而与同行业相比，公司的毛利率水平显著的高于其他公司。我们认为有以下几个因素：煤炭售价较高；没有重点合同煤、没有人员负担、公司的销售渠道的特殊性。
- 我们认为，山煤国际在成长性和资产证券化方面具备的明显优势，应享有一定的估值溢价。山煤的确定性应该被认定为价值，而不应该被认定为“缺乏模糊便缺乏溢价”。基于谨慎的原则，我们预测公司 2011 年~2012 年净利润 11.98 亿元、15.87 亿元。折合每股收益 1.6 元、2.12 元，同比增长 62.24%、32.39%。业绩下调的原因是我们下调今年的产量预测。考虑到业绩将进入高速成长轨道，给予公司 2011~2012 年 25 倍和 20 倍 PE，目标价格区间 39.95~42.31 元。维持“买入”评级。

内容目录

扩张稳步前进：非公开增发第二次董事会如期举行	- 3 -
煤矿资产收购价格属于合理范畴	- 3 -
新建煤矿投产保障公司内生煤炭产量稳步增长	- 5 -
现有煤矿的高盈利能力又是一大亮点	- 5 -
打造完整煤炭供应链	- 6 -
集团资产将陆续进入上市公司	- 7 -
高成长、高盈利应享受高估值	- 7 -

图表目录

图表 1：本次注入的 7 个煤矿资产详细数据	- 3 -
图表 2：主要煤炭资产注入案例分析	- 4 -
图表 3：山煤国际目前拥有的煤炭资产及产量预测（单位：万吨）	- 5 -
图表 4：山煤国际的煤炭开采业务盈利较强	- 6 -
图表 5：主要煤炭企业的毛利率对比	- 6 -
图表 6：财务预测简表	- 8 -

扩张稳步前进：非公开增发第二次董事会如期举行

- 公司第四届董事会第十七次会议与 2011 年 5 月 23 日举行，即非公开增发的第二次董事会议，时间基本符合我们的预期。会议主要讨论公司在 2010 年 10 月份公告的资产注入具体事项：非公开发行股票募集资金用于收购山煤集团拥有的七个筹建煤矿资产的全部或部分权益，以及收购山煤集团拥有的太行海运公司 100% 股权，并向太行海运增资的相关审计、评估报告。
- 目前，相关评估结果已经山西省国资委核准，本次募集资金投资项目明细基本确定，部分方案数据已做修改：
 - 本次募集资金总额 55 亿元，其中（1）47.25 亿元用于收购 7 个煤矿的股权，（2）7732 万元用于收购太行海运公司，（3）5.5 亿元用于购买 4 艘 4.75 万吨级灵便型散货船。
 - 由于 2010 年分红方案为每 10 股派息 3 元，最低发行价格将从 23.06 元/股调整为 22.76 元。因此，本次非公开发行股票的数量相应调整为不超过 24,165 万股。
 - 本次非公开发行对象为不超过十名的特定投资者。具体时间将在证监会核准后的 6 个月内进行。
- 根据增发程序，本次非公开发行方案仍需山西省国资委、公司股东大会、中国证监会的审核通过。

煤矿资产收购价格属于合理范畴

- 本次公司非公开增发募集资金收购的煤矿资产主要是山煤集团在晋城、蒲县、左云、左权等地的 7 个整合煤矿，保有资源储量 7.41 亿吨，可采储量 4.41 亿吨，技改完成后产能 870 万吨。
 - 其中包括 2 个矿井全部股权和 5 个矿井的部分股权。权益储量为 4.38 亿吨，权益产能 569 万吨。
 - 煤种较多，包括焦煤、无烟煤、贫瘦煤、气煤和长焰煤，各煤种产量占比较为平均。或许这是集团组合上市的策略之一。
 - 上述矿井大多从 2011 年年初开始技改，我们预计大约需要 1.5~2 年的时间才能完成，因此，如果本次煤矿注入顺利完成，将在 2012 年下半年开始为公司贡献产量。

图表 1：本次注入的 7 个煤矿资产详细数据

煤矿名称	煤种	股权占比	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	项目总投资 (万元)	煤炭不含税售价 (元/吨)	吨煤生产成本 (元/吨)	技改开工日期
沁水鹿台山煤业	无烟煤	100%	2,425	1,520	60	69,707	471.27	221.73	2010.12.13
蒲县豹子沟煤业	1/3 焦、焦煤、肥煤	100%	7,839	5,133	90	201,199	736.01	217.08	2010.12.16
左云长春兴煤业	气煤、长焰煤、弱粘煤	51%	37,277	24,515	240	58,745	308.33	161.55	2011.1.18
左云韩家洼煤业	长焰煤、气煤	51%	8,761	4,926	90	18,475	293.33	174.76	2010.10.29
左云县东古城煤业	长焰煤、气煤	51%	10,542	3,789	90	5,694	313.33	200.05	2010.11.18
左权鑫顺煤业有	贫煤、贫瘦煤	65%	2,828	1,740	180	45,826	446.57	204.59	2011.5.22
左权宏远煤业	贫煤	65%	4,402	2,391	120	72,841	428.33	185.20	2011.1.10
收购煤矿合计/平均			74,074	44,014	870.00	472,487	407.93	188.96	

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

■ 我们认为，公司本次收购煤矿的价格属于合理范围。近年来，由于煤价迅速上涨，煤炭资源价值也水涨船高，特别是以兖州煤业、永泰能源为代表的企业，进行第三方收购煤矿的价格不断创出新高。煤炭的不可再生性和稀缺性决定了煤炭的资源属性正在加强，未来价格将呈现长期上涨趋势。收购母公司的资产价格明显优于外部收购价格。

➤ 根据权益量计算的吨产能收购价位 845 元/吨，吨储量收购价为 10.78 元/吨。该定价虽然比前几年煤炭企业资产注入价格略微贵一些，但考虑到目前的煤价因素，我们认为价格较合理。另外，包含焦煤、无烟煤和长焰煤各煤种，比目前市场上第三方收购明显便宜。

➤ 虽然注入资产的盈利能力可能比上市公司现有煤矿盈利差一些，然而由于储量增厚 68%，产能可增厚 76%，而股本最多摊薄 32.2%，因此，我们认为从目前静态数据测算还是未来的动态煤价预期，都是具有较高的安全边际。

图表 2：主要煤炭资产注入案例分析

公司	注入资产	发行股份 (亿股)	每股定价 (元/股)	注入煤种	原有产能 (万吨/年)	注入产能 (万吨/年)	注入产能 (吨/股)	有形净资产 注入PB (扣除采矿权)	吨产能收 购价(元)	注入可 采储量 (万吨)	注入总价 (亿元)	采矿权定 价(亿元)	注入矿井 尚可服务 年限	吨储量收 购价(元)
金牛能源	峰峰集团、邯矿集团和张矿集团煤炭资产	3.68	12.28	焦煤、肥煤、气煤	1144	1254	0.341	1.12	360.37	29206	45.19	15.16	8-27年	5.19
恒源煤电	任楼煤矿、祁东煤矿、钱营孜煤矿(在建)	2.36	12.99	1/3焦煤和气煤	490	685	0.290	2.36	447.59	53052	30.66	17.11	39-86年	3.23
盘江股份	个煤矿及相关煤炭经营资产	5.09	13.69	肥煤、焦煤、贫瘦煤	210	760	0.149	3.39	916.72	117265	69.67	49.1375	55-123年	4.19
大同煤业	燕子山矿及其相关资产	1.2	22.08	动力煤	830	400	0.333	1.09	662.50	16841	26.5	0.6175	30年	0.37
平庄能源	平煤集团五矿(一个在建)	4	资产置换	动力煤	0	921.19	0.230	1.87	292.77	14008	26.97	12.2563	5-21年	8.75
国阳收元	收购阳煤集团寿阳开源矿业100%股权	—	—	无烟煤	1774	300	—	0.65	203.67	14000	6.11	9.83	30年	7.02
潞安收屯留	注入屯留矿井项目	—	—	无烟煤	2210	600	—	—	317.17	68800	19.03	10.15	81.8年	1.48
国阳新能	收购集团新景矿100%股权	—	—	无烟煤	2096	750	—	—	—	66500	—	—	88.67年	—
鲁润股份	受让和增资华瀛山西股权至70%	0.65	14.35	焦煤、肥煤	—	195	0.30	—	468.86	5913.9	6.4	6.37	30.33年	10.77
欣网视讯	收购义煤集团部分煤炭业务资产	7.049	11.66	长焰煤、焦煤	—	1720	0.244	1.87	477.85	47319	82.19	45.92	27.51年	9.70
兖州煤业	收购澳大利亚菲利克斯100%股权	—	现金收购	软焦煤、动力煤、喷吹煤	3638.00	1593	—	—	1189.64	38553	189.51	—	24.20	49.16
兖州煤业	收购昊盛煤业51%股权	—	现金收购	动力煤	—	1000	—	—	664.90	83800	66.49	—	59.86	7.93
兖州煤业	收购转龙湾煤田100%股权	—	现金收购	不粘煤	—	500	—	—	1560.00	54800	78	—	78.29	14.23
山煤国际	收购集团7个整合矿井全部/部分股权	2.42	22.76	焦煤、贫瘦煤、动力煤	1170.00	559	0.231	—	845.24	43819	47.2487	—	55.99	10.78
永泰能源	收购灵石银源安苑、银源新生100%股权，富东煤业49%股权	2.31	23.41	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	—	165	—	—	1193.94	7337	19.7	—	32年	26.85
永泰能源	收购亿华矿业70%股权	—	—	优质动力煤	—	420	—	—	816.67	80057	34.3	—	136年	4.28

来源：齐鲁证券研究所。注：山煤国际的储量和产能按股权转换。

新建煤矿投产保障公司内生煤炭产量稳步增长

- 公司明显具备煤炭行业中小产量大集团的特征。山西省煤炭资源整合把山煤国际从一个贸易公司打造成为一个大型煤炭企业集团。最近三年来，公司煤炭产量从 327 万吨快速增长至 2010 年的 607 万吨，随着公司新建矿井霍尔辛赫和铺龙湾两个矿井在 2011 年投产，未来公司内生产量将逐步达到产能 1170 万吨。
- 未来两年煤炭主业内涵高速增长可期，集团资产注入将引致爆发性增长。从盈利能力角度看，公司在产三个矿井盈利由强到弱分别是经坊煤业（300 万吨）、太平煤业（150 万吨）、凌志达煤业（120 万吨）。我们预测公司 2011~2012 年煤炭产量为 910 万吨、1200 万吨，同比增长 50% 和 32%。产量增长将主要来自于新建霍尔辛赫煤业（300 万吨）和铺龙湾煤业（120 万吨）的投产，以及经坊煤业在长治县整合的 210 万吨改建产能释放。预计霍尔辛赫的盈利能力与经坊煤业相似，而铺龙湾与凌志达相当。

图表 3：山煤国际目前拥有的煤炭资产及产量预测（单位：万吨）

煤矿名称	煤种	股权占比	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	2008	2009	2010A	2011E	2012E	2013E	2011年 1-4月
经坊煤业	贫煤	75%	28336	14414	240	145.52	250	300	300	300	300	88
经坊庄子河煤业	贫煤	38%	8229		120					30	120	
经坊镇里煤业	贫煤	38%	3906		90					20	90	
凌志达煤业	贫煤、无烟煤	63%	8348	4404	120	55.3	60	65	100	120	120	8
太平煤业	贫煤、无烟煤	35%	6618	3069	150	125.7	130	150	150	150	150	45
霍尔辛赫煤业	贫煤、贫瘦煤	70%	47410	25930	300		5.5	50	135	200	300	45
铺龙湾煤业	气煤	100%	6150	3061	150		8.5	42	100	120	120	25
合计			108997	50878	1170	327	454	607	785	940	1200	211
权益合计			72806	35871	748	188	283	395	535	632	763	

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

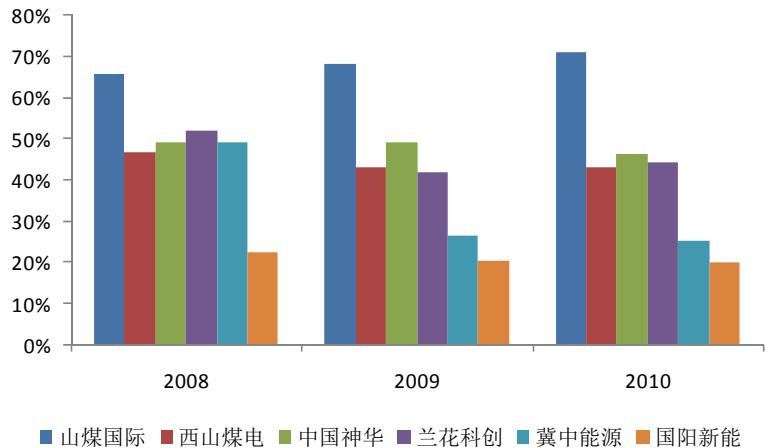
现有煤矿的高盈利能力又是一大亮点

- 公司最新更正了 2010 年年度报告。目前，公司主要依赖于煤矿资产盈利，而与同行业相比，公司的毛利率水平显著的高于其他公司。我们认为有以下几个因素：
 - 现有煤矿主要是贫煤和无烟煤，煤质较好，销售价格很高。2011 年公司的煤炭销售均价为 611 元/吨，同比增长 26.6%。
 - 公司的煤炭销售结构特殊。目前公司没有其他大型煤炭企业面临的合同煤限价因素。因此，在看好煤炭趋势的同时，公司将享有较高的弹性。
 - 公司属于年轻的煤炭生产企业，人员轻便，没有老矿务局的沉重包袱。因此，体现在生产成本上明显较低。2010 年吨煤成本 177 元。
 - 公司的销售渠道特殊。公司的老牌煤炭贸易业务将为自身产品寻找最佳销售路径。

图表 4：山煤国际的煤炭开采业务盈利较强

煤炭开采业务	2008	2009H1	2009	2010H1	2010A	2011E	2012E	2013E
煤炭销售收入（万元）	176695	109775	220250	150190	371093	531745	672460	901383
煤炭成本	60226	30474	69681	41440	107589	153053	194270	263380
毛利率	65.91%	72.24%	68.36%	72.41%	71.01%	71.22%	71.11%	70.78%
煤炭净利润（万元）	61552	48527	93590	74926	158291	200175	246280	318000
煤炭销量（万吨）	355	228	456	310	607	785	940	1200
吨煤均价（元）	498	482	483	484	611	677	715	751
吨煤成本（元）	170	134	153	134	177	195	207	219
吨煤净利润（元）	173	213	205	242	261	255	262	265

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 5：主要煤炭企业的毛利率对比


来源：聚源数据，齐鲁证券研究所

- 由于本次注入煤矿资产包括动力煤，盈利能力没有上市公司现有资产强，因此，总的毛利率水平可能会被拉低。但是，公司所具备的上述优势仍将可以在其他资产上发挥出来，备考的煤炭价格，特别是电煤价格存在明显低估的可能。

打造完整煤炭供应链

- 根据公司材料显示，通过收购太行海运并对其增资以实施建造 4 艘 47,500 吨级灵便型散货船项目，拓展了公司煤炭航运业务，使公司具备整合上游煤炭资源供应、中游煤炭流通服务基地和下游市场营销网络的能力，形成最具完整意义的“煤矿→铁路→港口→海运（河运）→配煤中心→用户”的煤炭供应链，前移煤炭销售平台，打通信息的双向流动通道，为客户提供点对点、门对门的服务。
 - 我们认为，从长期看，销售供应链的完善有利于扩大公司市场规模，降低营销成本，提高资源使用效率，提升公司竞争力。
- 太行海运公司正式成立于 2009 年 9 月份。先后购买了六条大型散货船，其中，合计运力约 40 万吨。各轮自 2010 年 1 月起相继投入营运，主要

走南北运输航线，即从北方秦皇岛、京唐、曹妃甸、黄骅、日照等港口运输煤炭到南方上海、广州、福州、温州、汕尾、舟山等港口。

- 2010 年，太行海运共组织 88 个航次，平均航次时间 18.2 天，完成货运量 486.96 万吨，周转量 4,841,277.67 千吨海里，营运率 100%，载重率 90.45%，燃油单耗 4.19 千克/千吨海里。
- 2010 年营业收入 2.47 亿元，净利润 547 万元
- 虽然航运公司的盈利能力一般，但从长期看，该项业务确能从煤炭供应链中取得协同效应，特别是能够降低贸易业务的风险，避免受制于他人。另外，内河航线的开通明显有利于公司煤炭销售稳定和优化，而煤炭贸易业务也有望逐步好转。

集团资产将陆续进入上市公司

- 山煤集团作为山西省政府指定的七大煤矿兼并整合主体之一，通过重组地方中小煤矿，在较短时间内控制、掌握了丰富的煤炭资源。
 - 截至目前，山煤集团已在大同、忻州、晋中、临汾、长治、晋城六个地区进行煤矿兼并重组整合，整合后保留矿井 14 座，核定产能达到 1,725 万吨（其中包括本次注入的 870 万吨），从北至南初步形成了大同、忻州动力煤，临汾炼焦煤，晋城无烟煤，长治、晋中半无烟煤等四大煤种齐全的煤炭生产基地。
 - 集团持有西乌珠穆沁旗华兴工贸有限责任公司 60%的股权，目前正在办理煤矿采矿权申请手续。另外，山煤集团还参股大同鹊山精煤有限责任公司等 6 家公司。
- 根据公司 2009 年重组签订的《关于避免同业竞争的补充承诺函》，上述资产可在成熟时由上市公司根据其业务经营发展需要选择采取收购、委托经营或其他合法方式将该等煤矿资产或业务纳入上市公司或由上市公司经营管理。
- 山煤国际没有类似信达问题的拖累，因此，我们认为，后续煤炭资产陆续进入到上市公司将相对顺畅。

高成长、高盈利应享受高估值

- 我们认为，山煤国际产量的内生增长快速而且明确，煤矿盈利能力较强，人员负担较轻，销售渠道和结构等方面所具备的明显优势，都应该是其享有估值溢价的理由之一。这种确定性应该被认定为价值，而不应该被认定为“缺乏模糊而缺乏溢价”。
- 基于谨慎的原则，在不考虑资产注入的前提下，结合近期的调研结果，我们预测公司 2011 年~2012 年净利润 11.98 亿元、15.87 亿元。折合每股收益 1.6 元、2.12 元，同比增长 62.24%、32.39%。业绩下调的原因是我们下调今年的产量预测。按照目前的价格对应 PE 分别为 17.7 倍、13.37 倍。考虑到业绩将进入高速成长轨道，给予公司 2011~2012 年 25 倍和 20 倍 PE，目标价格区间 39.95~42.31 元。维持“买入”评级。

图表 6：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	2,927	21,470	21,006	38,644	43,689	47,294	货币资金	143	1,017	1,930	1,936	2,818	3,747
增长率	47.74%	633.5%	-2.2%	84.0%	13.1%	8.3%	应收款项	558	2,296	2,907	5,184	6,040	6,409
营业成本	-2,776	-19,029	-18,686	-35,130	-38,519	-41,048	存货	718	885	826	1,648	1,808	1,926
% 销售收入	94.8%	88.6%	89.0%	90.9%	88.2%	86.8%	其他流动资产	38	1,906	3,491	6,676	7,320	7,800
毛利	151	2,441	2,320	3,514	5,170	6,247	流动资产	1,458	6,104	9,155	15,444	17,986	19,882
% 销售收入	5.2%	11.4%	11.0%	9.1%	11.8%	13.2%	% 总资产	83.0%	59.5%	62.1%	73.5%	76.4%	72.1%
营业税金及附加	-66	-136	-84	-97	-175	-189	长期投资	0	89	93	93	93	93
% 销售收入	2.3%	0.6%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	固定资产	231	1,949	2,928	2,782	2,650	4,741
营业费用	0	-461	-242	-425	-481	-520	% 总资产	13.1%	19.0%	19.9%	13.2%	11.3%	17.2%
% 销售收入	0.0%	2.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	无形资产	52	2,034	2,492	2,622	2,749	2,775
管理费用	-65	-548	-489	-669	-874	-946	非流动资产	299	4,147	5,578	5,563	5,558	7,675
% 销售收入	2.2%	2.6%	2.3%	1.7%	2.0%	2.0%	% 总资产	17.0%	40.5%	37.9%	26.5%	23.6%	27.9%
息税前利润 (EBIT)	20	1,296	1,505	2,324	3,641	4,591	资产总计	1,757	10,251	14,732	21,007	23,544	27,557
% 销售收入	0.7%	6.0%	7.2%	6.0%	8.3%	9.7%	短期借款	70	1,825	3,445	1,385	575	575
财务费用	-6	-152	-114	-278	-318	-309	应付款项	1,037	3,171	4,046	7,258	7,857	8,545
% 销售收入	0.2%	0.7%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动负债	24	585	377	714	856	980
资产减值损失	-7	-148	-15	0	0	0	流动资产	1,131	5,581	7,868	9,357	9,288	10,100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	1,053	2,018	5,518	6,018	6,518
投资收益	0	22	5	6	6	6	其他长期负债	0	1,070	1,278	1,278	1,278	1,278
% 税前利润	0.0%	2.2%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	负债	1,131	7,704	11,164	16,153	16,585	17,896
营业利润	7	1,018	1,381	2,052	3,329	4,288	普通股股东权益	626	1,798	2,528	3,117	4,090	5,377
营业利润率	0.2%	4.7%	6.6%	5.3%	7.6%	9.1%	少数股东权益	0	749	1,039	1,737	2,869	4,284
营业外收支	8	-18	-30	0	0	0	负债股东权益合计	1,757	10,251	14,732	21,007	23,544	27,557
税前利润	15	1,000	1,350	2,052	3,329	4,288	比率分析						
利润率	0.5%	4.7%	6.4%	5.3%	7.6%	9.1%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-8	-288	-396	-616	-999	-1,286	每股指标						
所得税率	52.8%	28.8%	29.3%	30.0%	30.0%	30.0%	每股收益 (元)	0.023	—	0.820	0.985	1.598	2.115
净利润	7	712	954	1,436	2,330	3,002	每股净资产 (元)	2.086	—	3.371	4.156	5.453	7.169
少数股东损益	0	282	339	698	1,132	1,415	每股经营现金流 (元)	0.031	—	-0.497	-1.016	2.765	4.793
归属于母公司的净利润	7	430	615	739	1,198	1,587	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.200	0.200	0.300	0.400
净利率	0.2%	2.0%	2.9%	1.9%	2.7%	3.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	1.11%	23.91%	24.32%	23.70%	29.30%	29.51%
净利润	7	712	954	1,436	2,330	3,002	总资产收益率	0.39%	4.20%	4.17%	3.52%	5.09%	5.76%
少数股东损益	0	0	0	698	1,132	1,415	投入资本收益率	1.70%	21.24%	15.12%	16.68%	23.90%	24.84%
非现金支出	46	323	256	315	405	483	增长率						
非经营收益	-1	101	13	289	332	341	营业总收入增长率	47.74%	633.52%	-2.16%	83.96%	13.05%	8.25%
营运资金变动	-43	-1,837	-1,596	-2,803	-993	-231	EBIT 增长率	-28.54%	6392.50%	16.11%	54.41%	56.66%	26.12%
经营活动现金净流	9	-702	-373	-65	3,205	5,010	净利润增长率	-43.22%	6109.09%	42.97%	20.12%	62.24%	32.39%
资本开支	-48	840	1,190	301	400	2,600	总资产增长率	-3.77%	483.48%	43.71%	42.59%	12.08%	17.05%
投资	-14	-107	-22	0	0	0	资产管理能力						
其他	0	-32	6	6	6	6	应收账款周转天数	49.9	16.1	27.2	28.0	27.0	28.0
投资活动现金净流	34	-979	-1,207	-295	-394	-2,594	存货周转天数	114.7	15.4	16.7	17.0	17.0	17.0
股权募资	0	593	39	0	0	0	应付账款周转天数	64.6	20.3	31.7	30.0	31.0	31.0
债权募资	0	935	2,585	1,440	-310	500	固定资产周转天数	28.6	10.1	19.4	13.7	14.3	14.2
其他	-6	-223	-132	-377	-488	-572	偿债能力						
筹资活动现金净流	-6	1,305	2,493	1,063	-798	-72	净负债/股东权益	-11.62%	73.07%	99.00%	102.31%	54.24%	34.63%
现金净流量	38	-376	913	704	2,013	2,344	EBIT 利息保障倍数	3.6	8.5	13.2	8.4	11.5	14.8
							资产负债率	64.38%	75.15%	75.78%	76.89%	70.44%	64.94%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308