

许继电气(000400)

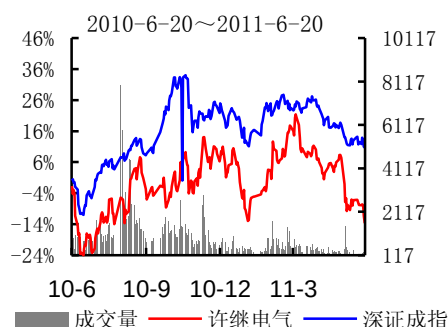
智能电网、直流输电、资产注入，三概念集于一身

研究员：张洪道
执业证书编号：S0570510120030
电话：025-83290941
E-mail: xfh1978@gmail.com
地址：南京市中山东路 90 号

投资评级：推荐(维持)

电气设备 II
当前价格(元): 27.35
目标价格(元): 32.0

股价走势图



相关研究

1 《许继电气(000400):业绩同比增长良好 期待集团整体上市》
2010.8

投资要点:

➤ 2011 年变电站二次设备招标出现了两个趋势：招标规模扩大，110kV（66kV）电压等级变电设备纳入集中招标范围；变电站集成招标范围扩大，第二批试点扩大至四个站。集中招标范围的扩大和集成招标模式都有利于行业龙头扩大市场份额。

➤ 许继集团具备直流输电控制保护系统和直流场设备（上市公司资产）、直流换流阀和阀冷系统（集团公司资产）等核心换流站设备的自主生产能力。按公司产品组合和市场份额推算，未来五年直流工程建设将给公司带来约 280 亿元的销售收入。

➤ 公司是中电装备的二次设备和直流输电设备平台，将受益于中电装备在海内外的输变电工程 EPC 项目和直流输电工程的推广。中电装备是国网组建的大型输变电设备产业集团，其强势崛起为公司的业务发展和市场份额扩张提供了更多的机遇。

➤ 在中电装备实现对许继集团的全资控股后，公司有望重启资产注入方案，预期可于 2012 年实现。届时注入资产的范围有可能发生变更，但换流阀、阀冷设备、充换电站装备等优质资产仍将注入，预测新的资产注入方案将能增厚 2011 年 EPS 约 0.30~0.40 元。

➤ 预测公司 2011 年~2013 年 EPS 分别为 0.52 元、0.72 元和 1.03 元，对应最近三年的市盈率分别为：52.7 倍、38.2 倍和 26.6 倍；假定资产注入增厚 2011 年 0.35 元，对应 2011 年 EPS 为 31.4 倍。我们维持许继电气的“推荐”评级，并暂定目标价 32.0 元。

公司基本资料

总股本(万)	37827.20
流通 A 股(万)	26517.48
52 周内股价区间(元)	22.5-39.19
总市值(亿)	103.46
总资产(亿)	57.96
每股净资产(元)	6.39

主要经营指标预测

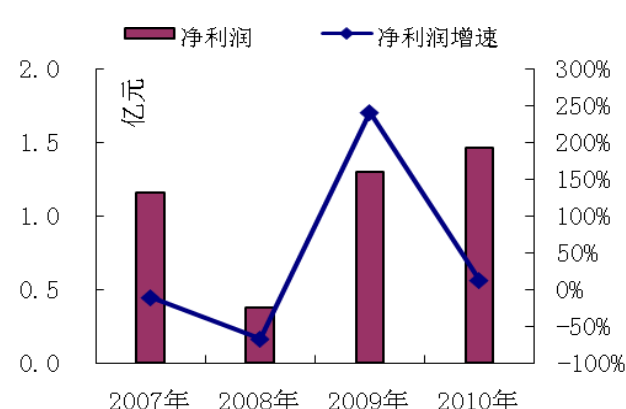
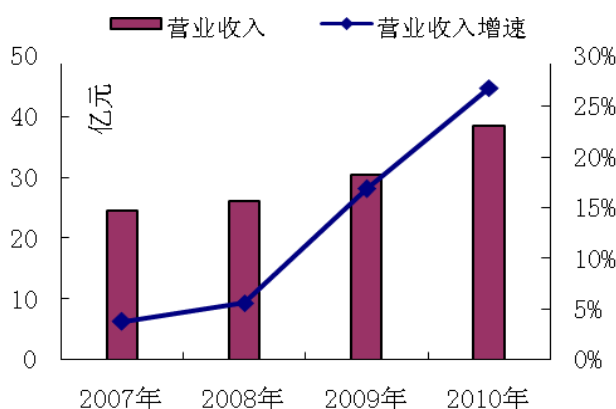
	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	38.56	49.33	68.46	96.40
+/-%	26.84	27.95	38.77	40.82
净利润(百万)	146.67	196.46	271.10	389.70
+/-%	7.24	33.95	37.99	43.75
EPS(元)	0.39	0.52	0.72	1.03
P/E	70.54	52.66	38.16	26.55

1、毛利率下降制约了公司业绩增长

2010 年度，许继电气集中优势资源，开发电力系统、轨道交通、新能源发电和工业配用电四大市场领域，实现营业收入 38.56 亿元，同比增长 26.84%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.47 亿元，同比增长 12.65%；每股收益为 0.39 元。

图表 1 2007 年~2010 年公司营业收入及其增速

图表 2 2007 年~2010 年公司净利润及其增速



资料来源：公司公告 华泰证券

公司销售收入增速呈稳步上升趋势，其中受益于智能电网建设，公司电网及发电系统（包括智能变电站等）、用电系统设备（包括智能电表等）收入分别增长 49.91%和 131.82%；但净利润增速变动较大，2010 年仅为 12.65%，远低于销售收入增速，我们认为主要原因有：

- 2009 年度公司净利润增速达到 240.77%，同比年度净利润基数较大；
- 公司一次性核销坏账 2277.19 万元，其中 1117.80 万元已经计提坏账准备，影响年度利润 1159.20 万元；公司已经加强回款管理，今后大规模核销还账的概率很小。
- 除电气化铁路业务受益于高铁建设毛利率提高 7.42%外，主营业务产品毛利率相比 2009 年度均有不同幅度的下降，平均毛利率下降 4.03%。

图表 3 2010 年度公司主营业务产品增速及毛利率情况

业务类型	主营业务收入	毛利率	主营业务增长率	毛利率提高
电网及发电系统	1,430,477,265.50	27.75%	49.91%	-5.63%
变压器	341,963,806.11	30.70%	7.08%	-1.41%
EMS 加工服务	186,315,431.42	11.35%	2.32%	-0.65%
用电系统设备	542,555,604.10	25.96%	131.82%	-7.31%
配网产品	885,889,014.85	34.99%	-1.09%	-2.06%
电气化铁道	105,936,497.18	53.31%	16.94%	7.42%
直流输电系统	136,878,281.23	26.85%	-14.20%	-6.91%
合计	3,630,015,900.39	29.40%	28.02%	-4.03%

资料来源：公司公告 华泰证券

我们认为，毛利率下降是公司净利润增速大幅低于销售收入增速的主要原因。其中，用电系统设备业务的销售因智能电表的推广应用增长 131.82%，但智能电表是微利产品，带动该业务毛利率下滑了 7.42%；销售规模最大的电网及发电系统业务虽然受益于国家电网支持，销售同比增长了近 50%，但因降低价格参与市场竞争，毛利率下降了 5.63%。

2011 年 1 季度，许继电气实现营业收入 5.51 亿元，同比增长 31.73%；净利润 1057.25 万元，同比增长 5.91%；每股收益为 0.028 元。一季度是传统的电力建设投资低潮期，为电力设备行业收入及利润淡季；而净利润增速继续大幅低于收入增速是因为主营业务产品市场竞争激烈，产品价格持续下滑。

2、电网智能化建设，行业龙头最受益

许继电气在 2010 年被纳入国家电网产业版图后，一方面拥有了独特的资源优势，一方面调整了市场竞争策略，减少了销售代理环节，在集中招标中的市场份额得以稳步提升，以变电站计算机监控系统为例：

图表 4 2009 年和 2010 年公司在国网集中招标中变电站自动化中标情况

电压等级	220kV		330kV		500kV		750kV		合计	
	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年
许继电气	34	52	1	—	2	—	—	—	37	52
国电南瑞	55	37	2	1	10	15	3	1	70	54
东方电子	2	26	—	—	2	3	—	—	4	29
国电南自	17	35	—	1	2	2	—	—	19	38
南瑞继保	34	44	5	—	11	7	4	1	54	52
四方股份	46	26	—	—	4	4	—	—	50	30
深圳南瑞	24	11	1	—	—	—	—	—	25	11
积成电子	7	10	—	—	—	—	—	—	7	10
累计	219	241	9	2	31	31	7	2	266	276

资料来源：国家电网 华泰证券

图表 5 2011 年度公司在国网前两批集中招标中变电站自动化中标情况

	66KV	110kv	220kv	330kv	500kv	合计
许继电气	7	37	6	1	—	51
国电南瑞	7	22	8	—	1	38
东方电子	31	11	4	1	—	47
国电南自	—	16	9	—	—	25
南瑞继保	7	20	21	—	1	49
北京四方	—	41	10	—	3	54
深圳南瑞	—	20	10	—	—	30
金智科技	—	10	5	—	—	15
积成电子	25	11	3	—	—	39

合计	77	188	76	2	5	348
----	----	-----	----	---	---	-----

资料来源：国家电网 华泰证券

可以看出，2009 年度、2010 年度和 2011 年前两次国网集中招标变电设备中，许继电气的中标总套数分别为第四位、第三位和第二位，市场排名逐年递增。

此外，2011 年变电站二次设备招标出现了两个趋势：招标规模扩大，110kV（66kV）电压等级变电设备纳入集中招标范围；变电站集成招标范围扩大，第二批试点扩大至四个站。因为行业龙头如许继电气、国电南瑞等具有品牌优势，保护和自动化类产品齐全，集中招标范围的扩大和集成招标模式都有利于行业龙头扩大市场份额。

2010 年，国家电网新建或改造了共 8 个智能变电站；2011 年智能电网建设大力推进，其中计划建成智能变电站 67 座，智能二次设备需求面临爆发式增长。而在已招标结束的智能变电站计算机监控系统中，许继电气中标 6 个站，仅次于国电南瑞排在第二位，市场优势明显。

2010 年国网第一批智能配电网建设试点城市包括北京、杭州、银川和厦门四个城市，均已完成试点任务，并分别采用许继电气、ABB、国电南瑞和积成电子的配网自动化系统。按照国网规划，2011 年将在 19 个城市核心区建成配电自动化系统，智能配电建设范围的逐渐扩大。

根据国家电网 2010 年 9 月编制了《“十二五”电网智能化规划》，“十二五”期间配电环节智能化总投资将达 296.90 亿元，推算南方电网配电环节智能化投资约为 74.23 亿元，两网公司合计总投资约为 371.13 亿元，年均投资约为 74.23 亿元。

我们预计长期以来形成的“重输变电、轻配用电”的电网投资思路将随着智能电网全面建设而得到改变，智能配电网投资将成为“十二五”电网建设的亮点。许继电气是配电环节少数能够进行一、二次设备配套的公司之一，珠海许继电气是主要的配网建设平台。基于公司在配电领域的产品优势和先发优势，配电产品业务将在 2012 年开始进入快速增长期。

许继集团是电动汽车充换电站的主要设备供应商和工程总包商之一，已经建设了多个充电站工程，并在国网制定了“换电为主，插充为辅”的建设方向后，率先研发制造出换电机器人。正在建设中的青岛薛家岛公交车标准充换电站 EPC 项目总投资约达 3 亿元，将成为我国第一座商业化运营的电动汽车充换电站。

国网公司 2010 年建成 24 座充换电站，1122 台充电桩；2011 年规划建设 173 座电动汽车充换电站和 9211 台充电桩等，充换电站建设将大有可为。许继集团参与充换电站建设的单位包括工业电气公司、开关公司、变压器公司、电源公司等，其中变压器公司是在上市公司资产范围内，而电源公司是集团注入预期最大的资产之一。随着集团整体上市进程的实现，许继电气将成为电动汽车充电换电站市场的主要竞争者之一。

我们认为，许继电气的电网及发电业务受益于智能电网全面建设，将继续保持快速增长，而智能二次设备技术含量提升，毛利率有望企稳。

3、特高压直流输电工程建设排头兵

“十二五”规划提出，“发展特高压等大容量、高效率、远距离先进输电技术”，高压输电工程建设已经成为我国电力及能源战略的重要内容。相比特高压交流输电工程建设的一波三折，特高压直流输电线路的建设必要性则得到一致认可，建设进度也是顺风顺水。

5月24日，国家电网召开2011年直流工程建设工作会议。会议指出，“十二五”期间，国家电网将建设15项直流工程；其中2011年是“十二五”直流工程大规模建设起步年，主要工作包括加快青藏联网工程建设、中俄联网工程建设和±800kV锦屏—苏南特高压直流工程建设，推进溪洛渡—浙西、哈密—河南、哈密—成都、准东—重庆等多项特高压直流工程前期工作和±1100kV直流技术研发等。

许继集团是国家电网的高压直流输电设备制造平台，具备直流输电控制保护系统和直流场设备（上市公司资产）、直流换流阀和阀冷系统（集团公司资产）等核心换流站设备的自主生产能力，已经成为我国直流输电工程建设中最重要的设备供应商之一。

直流换流站设备目前主要由国内厂商供货，呈垄断竞争局面；此外，ABB、西门子等跨国公司也是直流输电工程建设的重要供货商，但随着国内厂商设备制造水平和研发能力的提升，市场份额逐渐降低。

➤ **换流阀：**国内厂商主要有许继集团、中国西电和中国电科院，其中在±800kV特高压直流输电领域以许继集团和中国西电为主，中国电科院在锦屏—苏南特高压直流输电工程中获得1个阀组的订单（每站换流阀含4个阀组）。

➤ **控制保护系统：**国内厂商主要有许继电气、南瑞继保和四方股份，其中±800kV特高压直流输电领域以许继电气和南瑞继保为主，四方股份目前仅参与到±500kV电压等级的直流控制保护系统市场。

➤ **直流场设备：**目前是换流站设备国产化最低的设备，仅有中国西电和许继电气具备成套供应能力，但近年来国内厂商中标比例逐步提高，其中许继电气就获得锦屏—苏南特高压直流输电工程中的裕隆和同里两站直流场设备订单。

➤ **换流变压器：**国内厂商主要是三大变压器供应商中国西电、天威保变和特变电工，同时ABB和西门子市场份额仍然较高；中电装备公司正在以山东电力设备制造有限公司为依托研发特高压换流变。

图表6 许继集团现有直流输电工程订单一览

线路名称	电压等级	中标内容	预计投产时间
青藏联网工程	±400kV	换流阀1套	2011年底
溪洛渡—广东输电工程	±500kV	换流阀1套	2013年一回投产
糯扎渡—广东输电工程	±800kV	控制保护系统、直流场设备各2套、换流阀1套	2013年双极投产
黑河背靠背工程	±500kV	换流阀1套	—
锦屏—苏南输电工程	±800kV	换流阀1套；控制保护系统1套；直流场设备2套	2013年双极投产

资料来源：华泰证券

“十二五”期间，国家电网直流输电工程预计投资 2300 亿元，但随着多条直流输电线路陆续获批、±1100kV 直流技术研发和电荒引发的跨区送电压力增大，我们预计直流建设投资有望超预期；再考虑到南方电网投资，预计直流工程建设投资总额将达到 3000 亿元。

在 2009 年集团注入资产中，换流阀等大功率电力电子资产、许继晶锐（生产换流阀水冷系统）是最核心的资产，我们认为公司重启资产注入后，上述直流输电设备资产仍将在注入方案中，并且注入后将能上市公司的控制保护系统、直流场设备等一起，将许继电气打造成为国内首屈一指的直流输电成套设备供应商。

按照已投产的±800kV 向上线和云广线情况，换流站设备投资占总投资的 56%，其中换流阀占 10%；控制保护系统占 1.7%；直流场设备占 12%。合并计算三种设备累计对应投资总额约为 700 亿元；按公司可以获得 40%的市场份额计算，未来五年直流工程建设将给公司带来约 280 亿元的销售收入。

公司 2011 年可确认的直流输电业务收入主要包括 2 月份双极投运的±660kV 宁东—山东直流工程（2011 年 11 月单极投产）和 5 月份投入商业运行的±500kV 葛沪直流综合改造工程的全套控制保护系统，两项合同标的额不到 2 亿元；预计 2011 年可确认收入不到 1.2 亿元。

我们认为，2011 年直流输电业务销售增长不会太快；从 2012 年起随着多项直流工程同时建设，将进入收入的密集确认期；2010 年直流输电毛利率下降了 6.91%，这由当年度收入确认的产品结构决定，不是一个公允的反应，2011 年将回升到正常水平。

3、中电装备平台提供了更大的舞台

中电装备公司是国家电网旗下的重要装备制造平台之一，2010 年 3 月份组建后开始强力整合国家电网旗下相关电力设备制造资产，旗下拥有许继集团、平高集团（平高电气 600312.SH 的大股东）、常州东芝变压器厂、廊坊东芝避雷器厂、山东电力设备有限公司、山东鲁能恩翼帕瓦电机有限公司等优质资产；同时，与刚刚成立的智能电网研究院合并办公。截至目前，中电装备的资产整合步伐仍未停止。

我们认为，国家电网组建中电装备的目的是整合旗下资产，打造超大型输变电集团，参与国际市场竞争。国际输变电工程多以 EPC 总包模式为主，而国家电网旗下原有的以某类产品，如变压器、高压开关等为主营业务的公司无法在国际市场上与 ABB、西门子等大型电气设备集团竞争，需要将相关资产整合在一个平台下，作为一个市场主体出现。

许继集团的股权结构是中国电科院占 60%、平安信托占 40%；但当前股权和管理权分置，股权暂归属中国电科院，但资产、运营、组织管理权均在中电装备公司。在中电装备的资产盘子里，许继集团唯一具备一、二次设备成套能力，我们预计，许继集团将成为中电装备 EPC 项目的实施主体。由此，许继电气在中电装备的框架下拥有了更大的市场空间。

首先，许继电气可以受益的是电网及发电系统业务，尤其是变电站二次设备。2011 年 3 月份，中电装备中标 220kV 天津东兴变电站设备集成招标试点项目；5 月份，第二批集成招标试点项目工程启动，其中包

括 110kV 郑州合欢变电站、110kV 北京土沟变电站、220kV 湖南月塘变电站、220kV 山东芝罘变电站四个站，预计中电装备至少能拿到两个站的合同。国网公司试行输变电工程总包是在国内就行 EPC 模式的尝试，也可以看做是对中电装备的锻炼。

另外一个明显受益于中电装备的是直流输电业务。在国网±800kV 向上特高压直流和南网±800kV 云广特高压直流输电线路投运后，我国的特高压直流输电技术已经走在了世界前列，而中电装备公司则承担国家电网在海外建设、推广直流输电工程的重任，其中许继集团则是具体的执行者。4 月 13 日，中国国家电网公司与巴西国家电力公司签署协议，将采用特高压直流输电技术建设美丽山水电站输电工程。我们预计，中电装备中标此 EPC 项目的概率较大。

综上所述，中电装备公司的强势崛起为许继电气的业务发展提供了更大的舞台，为公司产品的市场份额扩张提供了更多的机遇。

4、资产注入方案仍在，预期 2012 年实现

2009 年第一次临时股东大会决议提出，许继电气拟向集团定向发行股份购买集团资产；但在 2010 年 11 月撤回了资产注入方案。我们认为其主要原因是制定该方案时的环境与条件发生了极大改变，在这期间国家电网成为许继集团的实际控制人、资产管理和处置权转移到中电装备公司。在中电装备公司厘清旗下业务和资产，对控股子公司进行准确定位前，叫停资产注入是合理和正常的。

中电装备公司经过一年多运作，主要资产架构已经基本成形，业务定位已经较为明确；许继集团资产注入已经基本具备重启的条件。我们判断资产注入将按照以下步骤进行：

- 中电装备实现对许继集团的全资控股，预计将通过股权置换为主的方式进行，将平安信托的股权置换到许继电气；乐观预计将在 2011 年下半年完成。

- 重启资产注入，中电装备将部分资产打包以定向增发的方式注入上市公司，同时强化了国家电网的实际控制人地位。乐观预计相关方案会在 2011 年底提出，2012 年实现。

原注入方案含八项资产，按当时资产评估价值约为 16.89 亿元。如：大功率电力电子业务及相关资产（包括直流输电换流阀、风力发电联网控制设备、直流融冰装置等）、许继晶锐科技公司（包括换流阀内冷却水装置、外冷却设备以及风电并网变流器水冷装置等）、许继电源公司（包括电力直流操作电源、电力专用 UPS、电动汽车充电装置等）。

我们预计，如果启动新一轮资产重组，预计注入上市公司的资产范围有可能发生变更，甚至不限于许继集团的资产范围，但换流阀、阀冷设备、电动汽车充电装备等优质资产的注入将不会变化；注入资产的评估价值和盈利预期也将有较大提升，预测新的资产注入方案能增厚 2011 年 EPS 约 0.30~0.40 元。

随着直流输电工程的全面开展，2012 年进入多个工程的付款期；国家电网电动汽车充换电站建设也进入快速发展期，充换电装置面临市场爆发，总之，集团注入资产处于多个市场潜力巨大的领域，将成为上市

公司新的利润增长点。

5、财务预测与投资建议

总的说来，许继电气面临的市场机遇有：

- 电网智能化全面建设带来智能二次设备包括智能变电站和智能配电网等的需求快速增长；
- 直流输电工程大范围推广建设带来的换流站设备需求爆发；
- 电网投资开始倾向于配网建设领域带来的配网开关、环网柜、终端等一次设备长期稳定的需求。

公司业绩还将受到以下因素的提振：

- 中电装备公司提供了更广阔的产业平台，带来了二次设备和直流输电业务的增量市场；
- 集团公司多项优质资产注入预期强烈，相关工作正在推动之中。

基于上述预期，我们预测许继电气 2011 年~2013 年 EPS 分别为 0.52 元、0.72 元和 1.03 元，对应最近三年的市盈率分别为：52.7 倍、38.2 倍和 26.6 倍；虽然资产注入预计在 2012 年完成，但假定注入资产对 2011 年 EPS 的提升幅度约为 0.35 元，则注入后公司业绩为 0.87 元，对应 2011 年 EPS 为 31.4 倍。

我们认为，公司当前股价已经包含了资产注入预期，但未全面反映出资产注入的价值。考虑到平安信托在许继集团的股权问题即将得到解决，新的资产注入方案呼之欲出，我们维持许继电气的“推荐”评级，并暂定目标价 32.0 元。

我们建议投资者关注以下风险：

- (1) 集团资产注入的进程以及注入资产增厚 EPS 低于预期的风险；
- (2) 智能电网全面建设投资规模及进度低于预期的风险；
- (3) 直流输电工程建设投资低于预期及相关产品价格下滑超过预期的风险。

附表 财务报表预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
流动资产	4659	5472	7545	9847					
现金	1002	1480	2054	2892					
应收账款	2192	1986	2919	3494					
其他应收款	187	232	270	290					
预付账款	156	209	291	411					
存货	1055	1433	1805	2472					
其他流动资产	67	133	205	289					
非流动资产	1096	1076	1066	1042					
长期投资	32	50	65	80					
固定资产	815	843	839	817					
无形资产	65	65	63	58					
其他非流动资产	184	119	99	87					
资产总计	5755	6549	8611	10889					
流动负债	2547	2676	4244	5811					
短期借款	449	859	1745	2512					
应付账款	1027	1461	2136	2932					
其他流动负债	1071	356	363	367					
非流动负债	450	750	750	750					
长期借款	450	750	750	750					
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	2997	3426	4994	6561					
少数股东权益	350	518	741	1062					
股本	378	378	378	378					
资本公积	595	595	595	595					
留存收益	1435	1631	1902	2292					
归属母公司股东	2408	2605	2876	3265					
负债和股东权益	5755	6549	8611	10889					
现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
经营活动现金流	171	-134	-164	249					
净利润	247	365	494	711					
折旧摊销	81	81	90	99					
财务费用	75	53	88	123					
投资损失	-11	-10	-15	-20					
营运资金变动	-256	-604	-888	-706					
其他经营现金流	35	-19	66	43					
投资活动现金流	-308	-48	-60	-55					
资本支出	296	50	50	50					
长期投资	-14	-2	15	15					
其他投资现金流	-26	0	5	10					
筹资活动现金流	545	660	797	644					
短期借款	-445	410	885	767					
长期借款	400	300	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	0	0	0	0					
其他筹资现金流	590	-50	-88	-124					
现金净增加额	408	478	574	838					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
营业收入	3856	4933	6846	9640					
营业成本	2747	3483	4856	6842					
营业税金及附加	24	32	46	63					
营业费用	374	469	637	877					
管理费用	389	493	678	945					
财务费用	75	53	88	123					
资产减值损失	56	51	50	52					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	11	10	15	20					
营业利润	202	362	506	758					
营业外收入	92	100	120	140					
营业外支出	3	6	8	10					
利润总额	291	456	618	888					
所得税	43	91	124	178					
净利润	247	365	494	711					
少数股东损益	101	168	223	321					
归属母公司净利润	147	196	271	390					
EBITDA	358	496	685	980					
EPS (元)	0.39	0.52	0.72	1.03					
主要财务比率									
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
成长能力									
营业收入	26.8%	28.0%	38.8%	40.8%					
营业利润	-8.2%	79.5%	39.6%	50.0%					
归属于母公司净利	12.7%	33.9%	38.0%	43.7%					
获利能力									
毛利率(%)	28.8%	29.4%	29.1%	29.0%					
净利率(%)	20.0%	3.8%	4.0%	4.0%					
ROE(%)	6.1%	7.5%	9.4%	11.9%					
ROIC(%)	9.0%	10.4%	11.9%	15.3%					
偿债能力									
资产负债率(%)	52.1%	52.3%	58.0%	60.3%					
净负债比率(%)	30.01%	46.97%	49.95%	49.72%					
流动比率	1.83	2.04	1.78	1.69					
速动比率	1.41	1.51	1.35	1.27					
营运能力									
总资产周转率	0.74	0.80	0.90	0.99					
应收账款周转率	2	2	3	3					
应付账款周转率	3.19	2.80	2.70	2.70					
每股指标 (元)									
每股收益(摊薄)	0.39	0.52	0.72	1.03					
每股经营现金流	0.45	-0.35	-0.43	0.66					
每股净资产	6.37	6.89	7.60	8.63					
估值比率									
P/E	70.54	52.66	38.16	26.55					
P/B	4.30	3.97	3.60	3.17					
EV/EBITDA	29	21	15	11					

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 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；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。