

中金黄金 (600489)

有色金属冶炼与加工/有色金属

发布时间: 2013-01-14

报告类型 / 公司调研报告

谨慎推荐

上次评级: 推荐

强化资源控制、推进矿山建设

报告摘要:

近期我们调研了中金黄金的主力矿山——湖北三鑫。湖北三鑫目前控制的资源量有 32 万吨铜, 38 吨金, 资源保障年限达 20 年以上; 形成了 3000T/D 的采选产能。2011 年, 湖北三鑫共生产黄金 1.4 吨、铜 1.26 万吨, 实现净利润 6 个多亿, 是中金黄金的利润支柱之一。湖北三鑫将按“稳定本区, 进入周边, 开发非矿”的发展战略思路, 力争到十二五末控制的资源量达到 60 万吨铜, 60 吨金金属量。

多途径强化中金黄金的资源控制力。按照公司规划, 到十二五末公司控制的资源储量将由目前的 570 吨提升至 1300 吨。公司储量增长的动力主要源自于三个方面: 一是, 现有矿山净增储; 二是, 现有矿山周边整合; 三是, 通过并购提升公司储量, 包括母公司注入。

着力提升中金黄金矿产金产量。公司的矿产金产量近来稳步增长, 2011 年公司矿产金产量达到了 22.54 吨, 预计 2012 年矿产金为 25 吨左右。未来公司矿产金产量增长的动力有: 现有企业增产; 集团公司资产注入; 新并购企业。在现有企业增产方面, 中金黄金, 正在推进 10 余项改扩建工程, 将使公司的矿产金产量增加 9.6 吨。

第四季度公司业绩有望环比改善。公司第三季度业绩同比下滑幅度比较大, 原因是: 金价、铜价同比下滑; 自然灾害及事故导致个别企业停产; 人工成本导致克金成本上升等。随着四季度贵金属和铜均价回升, 自然灾害产生的影响逐步消除, 公司业绩有望环比改善。

金价在 2013 年可能会面临压力。黄金受到的金融支撑因素趋于减弱, 实物消费方面, 中国的消费基础仍非常稳定, 但印度需求存在政策隐忧。因此, 金价短期氛围是偏空; 中期, 黄金或许存在阶段性的表现机会。预计 2013 年, 黄金的均价约为 1650 美元/盎司。

业绩预测与估值。预计, 公司 2012、2013 和 2014 年的业绩分别为 0.55、0.60 和 0.67 元。对应的 PE 水平分别为 30、27 和 24 倍。考虑到公司未来的增储空间和业绩增长, 给予公司“谨慎推荐”评级。

风险提示: 金价波动风险, 储量、安全生产等公司经营风险, 资产注入不如预期风险, 原材料与人力成本上升风险。

股票数据

2013/1/10

收盘价(元)	16.41
12 个月股价区间(元)	13.91 ~ 24.69
总市值(百万元)	48,298
总股本(百万股)	2,943
A 股(百万股)	2,943
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	35

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	7%	-7%	30%
相对收益	-4%	-16%	27%

相关报告

《中金黄金三季报点评: 资产注入重承诺 自产提升稳推进》

2012-10-31

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	21647	33144	35799	33917	34062
(+/-)%	15.69%	53.11%	8.01%	-5.26%	0.43%
归属母公司净利润	1125	1817	1605	1763	1979
(+/-)%	115.72%	61.50%	-11.64%	9.85%	12.25%
每股收益(元)	0.79	0.93	0.55	0.60	0.67
市盈率	42.94	26.59	30.09	27.39	24.40
市净率	9.78	5.63	4.88	4.37	3.88
净资产收益率(%)	22.78%	21.18%	16.23%	15.94%	15.89%
股息收益率(%)	0.25%	0.29%	0.62%	1.24%	1.24%
总股本(百万股)	1423	1962	2943	2943	2943

证券分析师: 陈炳辉

执业证书编号: S0550511070002
(021)20361131 chenbh@nesc.cn

目 录

1. 湖北三鑫：中金黄金迅速增长的典型代表	3
1.1. 湖北三鑫是中金黄金矿山企业的中坚	3
1.2. 湖北三鑫有讲速度、讲效益、重安全、现代化的优良传统	3
1.3. 稳定本区，进入周边，开发非矿，再铸新功	3
2. 中金黄金：强化资源控制、推进自产提升	3
2.1. 多途径强化资源控制	3
2.2. 矿产金产量稳步增长	4
2.3. 克金成本上升有压力	5
2.4. 四季度业绩预计将环比改善	6
3. 黄金价格：短期偏空、中期有阶段性机会	6
3.1. 流动性政策或在 2013 年迎来拐点	6
3.2. 美国经济恢复可能提升实际收益率	6
3.3. 实物消费：中国需求增长有空间，印度存隐忧	7
4. 盈利预测与估值	8
5. 风险提示	9

中金黄金是中国黄金集团公司控股的从事黄金采矿、冶炼的有色金属企业。中国黄金集团是国内黄金行业唯一一家央企。中金黄金自 2003 年登陆证券市场以来，业务迅速发展，目前，已经成长为国内黄金行业的龙头企业。至 2011 年末，公司保有黄金资源储量金金属量 570.05 吨，铜金属量 43.02 万吨，铁矿石 4054.29 万吨，拥有矿权 132 个，矿权面积达到了 1118 平方公里。2011 年公司生产（加工）标准金 90.96 吨，矿产金 22.54 吨，较上年同期分别增加 5.99 %和 14.42 %。

目前，公司旗下拥有控股子公司 20 多家，主要包括金矿采选和冶炼两个板块，其中金矿采选是公司利润的主要来源，在这个板块中的代表性企业有湖北三鑫、苏尼特金矿、包头鑫达、陕西太白、夹皮沟矿业等。

1. 湖北三鑫：中金黄金迅速增长的典型代表

1.1. 湖北三鑫是中金黄金矿山企业的中坚

湖北三鑫目前控制的资源量有 32 万吨铜，38 吨金，这些资源可保障矿山生产 20 年以上；其资源为金铜伴生矿，以金为主，多金属并存；湖北三鑫持有桃花嘴、鸡冠嘴两个采矿权，形成了 3000T/D（100 万 T/A）的采选产能。同时湖北三鑫还控股了安徽太平铁矿、四川通用等子公司。2011 年，湖北三鑫共生产黄金 1.4 吨和铜 1.26 万吨（金属量），实现净利润 6 个多亿，成为中金黄金旗下公司中利润贡献最大的子公司之一。

1.2. 湖北三鑫有讲速度、讲效益、重安全、现代化的优良传统

在产能规模与利润增长方面，公司在 2000 年的生产规模还仅为 600 吨/天，生产黄金 800 公斤，铜 5190 吨，创造利润 2000 万元，经过多期技改与扩建后，公司产能增长到 3000 吨/天，黄金和铜的产量上升至 1.4 吨和 1.2 万吨，利润增长近 30 倍。在建设速度方面，湖北三鑫，仅花了 100 天时间就完成了选矿厂的改扩建工程，创造了拆旧建新项目施工的奇迹，产能由 2200 吨/天，提升至 3000 吨/天。

在效益提升的同时，湖北三鑫的信息化系统、安全系统与环保也走在同行前列，先后建成了，现代化信息监控系统、调度指挥中心和先进的污水处理厂，实施了选厂自动化改造。2011 年，湖北三鑫六大系统建设通过了省安监局组织的验收。2012 年，湖北三鑫公司又通过了国家安全标准化一级现场评审，为国内非煤矿山第一批通过的一级安全标准化企业，使公司成为非煤矿山安全系统建设的标杆之一。

1.3. 稳定本区，进入周边，开发非矿，再铸新功

湖北三鑫未来将按“稳定本区，进入周边，开发非矿”的发展战略思路，继续推进和支持中金黄金的发展。具体来说，稳定本区：通过深部探矿，提升控制资源；在资源保障下，通过技改工程，充分发挥公司 3000T/D（100 万 T/A）采选产能的利用率。进入周边：积极参与周边资源整合与整装勘探，力争在十二五末实现控制的资源量增至 60 万吨铜、60 吨金金属量的规划目标。

2. 中金黄金：强化资源控制、推进自产提升

2.1. 多途径强化资源控制

中金黄金自 2003 年上市以来，公司储量稳步增长，特别是自 2007 年以来，通过并购与资产注入，公司储量增长的步伐加快。到 2011 年末，公司保有黄金资源储量金金属量 570.05 吨，铜金属量 43.02 万吨，铁矿石 4054.29 万吨，拥有矿权 132 个，矿权面积达到了 1118 平方公里。

按照公司规划，到十二五末公司控制的资源储量将由目前的 570 吨提升至 1300 吨。公司储量增长的动力主要源自于三个方面：一是，现有矿山净增储（增储-消耗）；

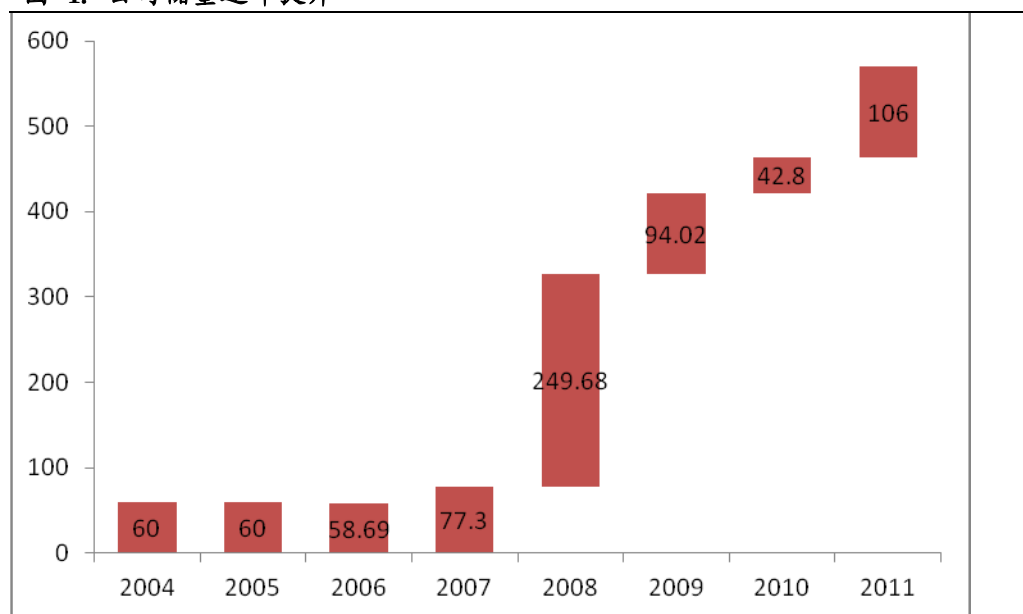
二是，现有矿山周边整合；三是通过并购提升公司储量，包括母公司注入。

在自有矿山增储方面，公司拥有大量子公司，涉及到全国大部分黄金成矿带，增储有较强的基础。同时，在公司发展的历史上，探矿增储也是公司储量增长的重要动力。自 2008 年到 2011 年，公司探矿增储量近 200 吨。今年，公司对有资源潜力的重点企业开展探矿会战，包头鑫达公司、天水李子公司、辽宁二道沟等企业探矿效果较好。

在现有矿山周边整合与对外并购方面，公司将主要依赖于业务布局广；与地方政府合作期较长，合作较为默契，收益分配机制较合理；以及公司母公司中国黄金集团是国内黄金行业唯一一家央企的优势。这些优势使得公司在整合矿山周边资源与企业并购中处于有利位置。

在母公司资产注入方面：目前，中金黄金集团控制了 1384 吨黄金资源，在中金黄金股份公司与中金国际之外的黄金储量约为 300 吨，其中位于境内的资源，按照公司披露的避免同业竞争承诺将在 2015 年前注入到中金黄金股份公司当中。

图 1：公司储量逐年提升



数据来源：东北证券，公司公告。

2.2. 矿产金产量稳步增长

中金黄金矿产金产量增长稳健。在黄金集团公司资产不断注入、公司基地建设的推动之下，公司的矿产金产量近来稳步增长，矿产金产量由 2004 年的 1.67 吨，增长到 2010 年的 19.70 吨，复合增长率达到了 50%。2011 年公司矿产金产量达到了 22.54 吨，预计 2012 年矿产金 25 吨左右。

公司规划矿产金产量将达 50 吨。按公司的规划，在未来的几年当中，公司的矿产金产量将达到 50 多吨。类似，公司矿产金产量增长的贡献力量也有三种，一是现有企业增产，二是集团公司资产注入，三是新并购企业。

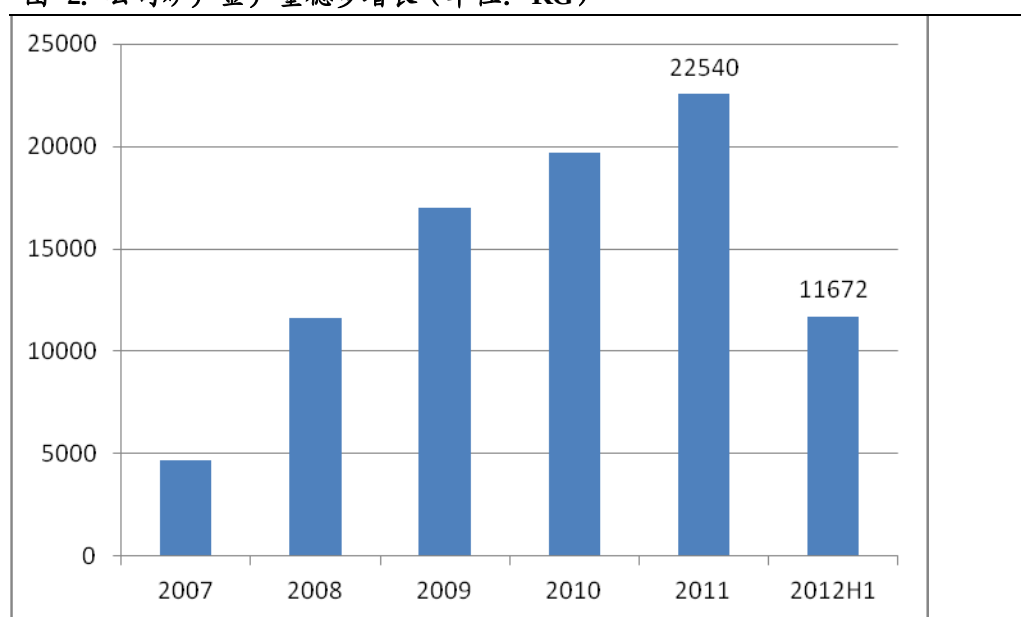
在现有企业增产方面，中金黄金，正在推进 10 余项改扩建工程，将使公司的矿产金产量增加 9.6 吨。预计这些工程将在 13 年、14 年建成，15 年释放产能。

预计对 2013 年业绩可能有影响的项目有：甘肃中金，河南嵩县金牛，包头鑫达，金福矿业。

表 1: 公司正在推进多个采矿项目, 提升矿产金产量

项目名称	项目金额 (万元)	产量 规模	项目进度
嵩县金牛牛头沟矿区改扩建工程	41,411.00	1 吨	设计矿山建设规模为 3000 吨/日, 工程施工周期为 24 个月 (20120427 公告); 2012 年上半年累计完成投资 1378 万元, 矿山工程施工累计完成工程量 14330m ³ , 主要施工中段进展正常, 全部井巷工程预计 2013 年 6 月底完成; 选厂工程计划在今年三季度开展主要设备招标, 年底开始选厂工程的建设准备工作
甘肃中金大店沟金矿建设项目	23,691.00	0.7 吨	设计矿山建设规模为 800 吨/日, 产品为合质金、含量金, 服务年限 9.6 年。工程施工周期为 24 个月 (20120427 公告)。2012 年 6 月底项目累计完成投资 5730 万元。主要工程进展: 井巷工程施工有序进行, 1650 主运平巷掘进 420 米; 完成了选矿厂主要设备招标、选矿厂新址工程地质勘查工作; 尾矿库 10KV 供电线路的架设工程。
湖北三鑫金铜股份有限公司 3000t/d 采选改扩建工程	39,818.26		设计新增井下生产能力 1200t/d, 综合生产能力达到 3000t/d。基建期 2.5 年 (20120530 公告)。2012 年完成投资 1390 万元, 累计完成投资 12196.7 万元, 正进行井巷工程建设。
山东鑫泰公司采选系统扩建项目	33,689.00	1.24 吨	设计矿山建设规模为 1500 吨/日, 工程施工周期为 3 年 (20110526 公告)。目前, 选厂已建成, 正在进行试生产。井巷工程正在建设中, 2012 年上半年完成投资 9423 万元, 累计完成投资 22183 万元。
金福矿业采选工程项目	34353.38	1 吨	设计矿山建设规模为 2000t/d, 年生产合质金 903.48 千克, 服务年限 9.06 年, 工程施工周期为 18 个月 (20121030 公告)
河南金渠 950m 水平盲竖井工程	9956.73		使企业增加处理矿石能力 300t/d, 达到 1000t/d, 矿山基建进度计划 24 个月。(20121030 公告)
包头鑫达选矿技改工程	36974	2.6 吨	建设规模为 4500t/d, 年产合质金 2619.84 千克, 服务年限 10 年 (20121030 公告)

资料来源: 公司公告, 东北证券。

图 2: 公司矿产金产量稳步增长 (单位: KG)


数据来源: 东北证券, Wind

2.3. 克金成本上升有压力

近年来公司克金成本呈上升势头。黄金的成本主要与几个方面的因素相关：一是入选品位，二是生产规模与折旧，三是人工成本，四是原材料与能源动力成本。近几年来，公司的克金成本由 140-150 元/克上升至近期的 190 元/克（吨原矿成本 300 多元/吨）。主要原因有以下几个方面：

一是，公司原矿的入选品位有所下降。2011 年公司的入选品位约为 1.8 克/吨，但今年前 3 季度入选品位又下降到了 1.7 克/吨附近。入选品位取决于原矿品位和开采条件。原矿品位则完全取决于自然禀赋，开采条件则受禀赋、矿山设计与生产规模影响。近几年来公司主力矿山都在扩大生产规模，影响了矿山的贫化率，而导致入选品位有所下降。

二是人工成本的持续上升。人工成本是克金成本的重要构成之一，占成本的比例通常在 10%-20%，在一部分矿山人工成本占比则可能高达 25%。随着劳动力成本的逐年提升，克金成本也在上升。

三是，能源、电力等价格上升也对成本有所影响。

预计，未来，公司的克金成本仍面临着上行压力。其主要的动力还是人工成本的上升；扩大生产规模，规模效应能降低成本的上升幅度。

2.4. 四季度业绩预计将环比改善

公司第三季度业绩同比下滑幅度比较大，其原因有：金价、铜价同比下滑；公司旗下有几个企业，出现了自然灾害，导致这些企业停产一个多月，例如今年 8 月份，河南金源受连续强降雨影响，矿区四号洞顶发生大面积塌陷，造成了事故，并导致公司停产；克金成本也在上升，因人工成本上升，入选品位下降。

预计第四季度公司业绩有望环比改善。一来，四季度贵金属和铜均价较三季度环比有所上升；二来，自然灾害产生的影响逐步消除；三来，一些子公司也在加紧生产以弥补三季度的损失。

3. 黄金价格：短期偏空、中期有阶段性机会

自 21 世纪以来，黄金价格已经实现了连续 12 年上涨。回顾 2012 年，金价尽管受到了一再宽松的流动性政策支持，但维持涨势已显得困难重重，2013 年金价显得难以琢磨。从流动性政策、实物需求等几个角度出发，金价在 2013 年可能会面临着一些压力。

3.1. 流动性政策或在 2013 年迎来拐点

FED 会议纪开启 QE3 短命预期。美联储上周四(1 月 3 日)公布了 2012 年 12 月 11-12 日政策会议纪要，该纪要一改此前的宽松论调，显示出美联储内部对于宽松政策的担忧。会议纪要表明，美联储第 3 轮量化宽松政策(QE3)，可能在 2013 年年底之前中止。记录显示，美联储内部官员对进一步扩大美联储 2.9 万亿美元资产负债表的谨慎情绪不断升温。数位委员认为，在远早于 2013 年年底之前就放缓或停止资产购买或将是适当之举，因担忧金融稳定和资产负债表规模。

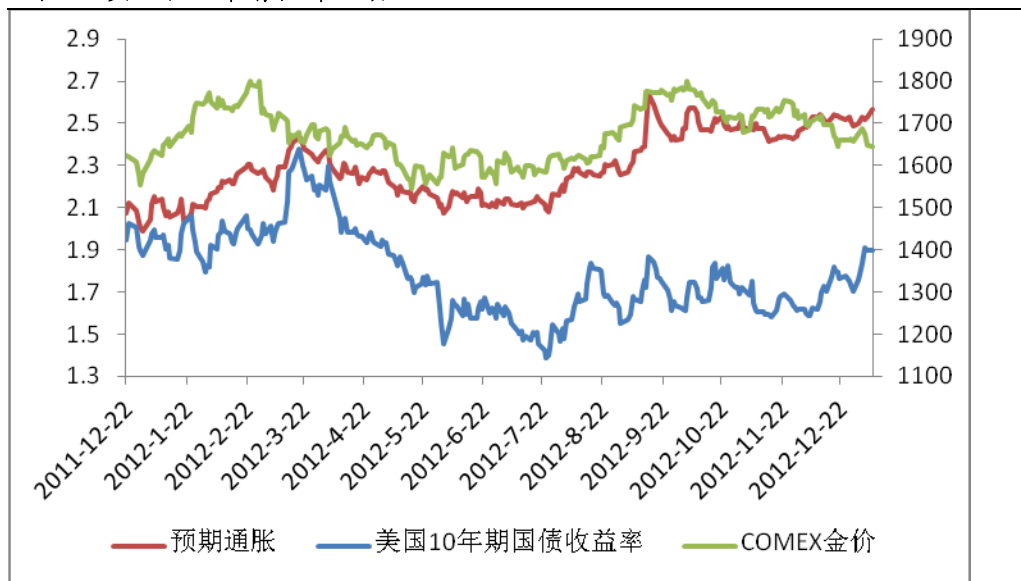
流动性政策的结束时点，需观测失业率等数据变动方向。例如，1 月 4 日公布的 12 月份非农就业数据显示，非农就业人数增加 15.5 万人，失业率维持在 7.8%，又部分抵销了 FED 会议纪要的影响，因要使美国的失业率下降，非农就业增加的人数规模还远远不够，因此，量宽货币政策的持续期可能更长。

3.2. 美国经济恢复可能提升实际收益率

美国国债收益率快速回升。在房地产、制造业等行业逐步恢复的推动之下，美国经济呈现复苏势头，经济数据稳步改善，美国经济增长有提速之势，十年期国债收益率抬升，而通胀预期较为稳定，实际收益率有望提升，这将提升黄金投资的机会成本，打压黄金的投资价值。

若实际收益率能保持回升之势，黄金的价值将进一步受损。这就需要对美国经济数据进行紧密的跟踪，以确认实际收益率的变化趋势。

图 3: 实际收益率有提升预期



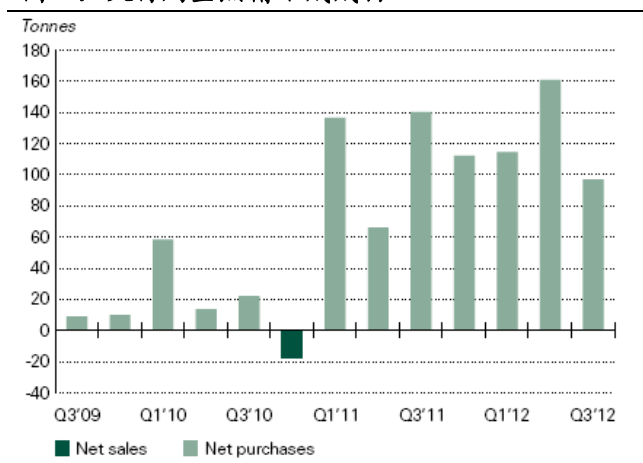
数据来源: 东北证券, Wind

3.3. 实物消费: 中国需求增长有空间, 印度存隐忧

中国黄金需求稳定。随着中国经济增速的触底回升, CPI 水平也可能有所回升, 这将引致居民黄金消费的增长。从中长期来看, 我国税收体制、收入分配改革, 居民收入增速要快于 GDP 增长, 同时, 在工资等成本上升的推动下, 通货膨胀的中枢值也可能会提升, 这都有利于黄金需求的增长。

政府政策可能控制印度黄金实物消费。2012 年, 印度经济增长率回落, 居民消费能力提升有限, 黄金需求受到了需求下降和印度卢比汇率大幅贬值, 及黄金进口税收提升的打压。若不考虑政策变化, 预计 2013 年印度黄金需求可能会在经济企稳恢复的带动下出现增长。但近来印度官员表示将采取政策进一步抑制印度黄金的消费, 相关政策的出台可能会给印度黄金消费带来冲击。

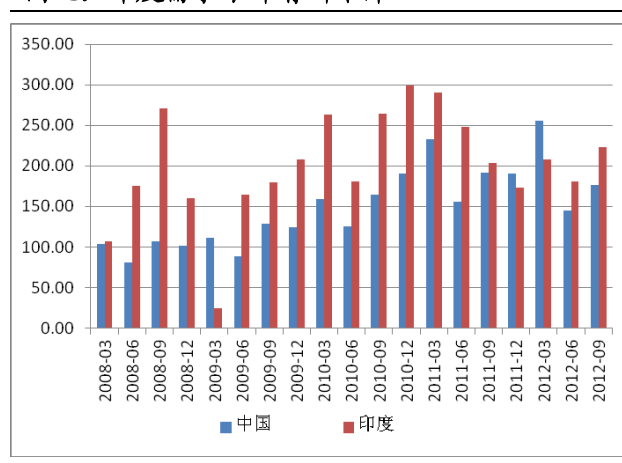
图 4: 央行购金热情不减减弱



数据来源: 东北证券, Bloomberg, WIND.

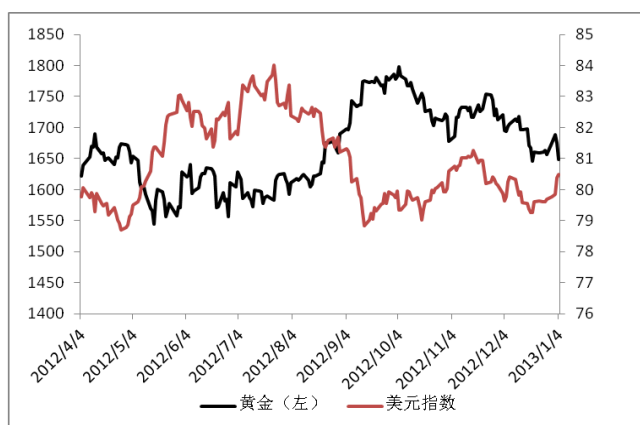
央行购金料需求不减。央行购金是近几年来, 黄金价格上扬的一大动力, 凸现了各国对主要储备货币币值的不满。2013 年, 我们预计央行购金的热情不会消退。

图 5: 印度需求今年有所下降



数据来源: 东北证券, Bloomberg, WIND.

图 6: 美元和金价相关性似有减弱



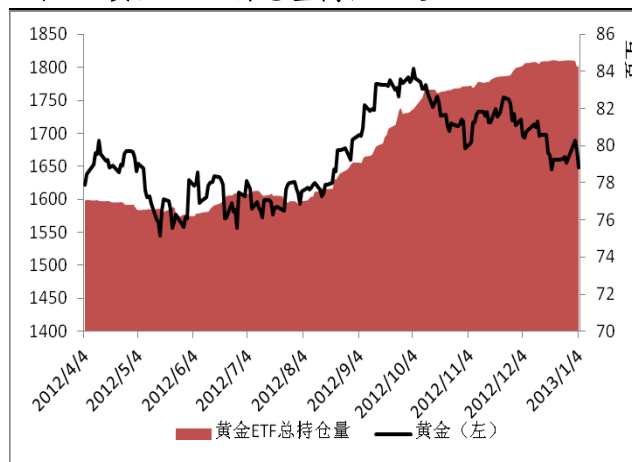
数据来源: 东北证券, Bloomberg, WIND。

总之, 黄金受到的金融支撑因素趋于减弱, 黄金投资在 2013 年可能会面临一定的冲击。黄金投资需求的变化需紧密跟踪美国经济复苏状况及其对流动性政策的影响。

在黄金的实物消费需求方面, 中国的消费基础仍非常稳定, 但印度的黄金消费可能会受政策影响产生波动。

总体上黄金价格面临的短期氛围是偏空的, 但如美国经济复苏出现一些反复, 流动性宽松政策延续, 黄金将重回投资者的视野。因此, 在中期来看, 黄金或许存在阶段性的表现机会。预计 2013 年, 黄金的均价将约为 1650 美元/盎司。

图 7: 黄金 ETF 持仓量高位稳定



数据来源: 东北证券, Bloomberg, WIND。

4. 盈利预测与估值

根据前述对公司运营情况的判断, 我们对未来公司的运营情况做出如下假设:

表 2: 预测假设条件表

		2012	2013	2014
价格假设	金价 (元/克)	340	335	330
	铜价 (元/吨)	49316.24	43589.74	41880.34
	银价 (元/公斤)	5529.91	5384.62	5128.21
	硫酸 (元/吨)	310.26	341.88	341.88
产量假设	矿产金 (公斤)	24900	27000	30000
	冶炼金 (公斤)	21000	17500	18500
	精炼金 (公斤)	85000	83000	84000
	铜精矿 (吨)	17600	19000	20000
	电解铜 (吨)	9000	9500	9500
	矿山银 (吨)	15000	16000	16500
	精炼银 (公斤)	21500	22500	23000
	硫酸 (吨)	230000	240000	240000
成本假设	矿产金成本 (元/克)	190.40	184.25	184.8

资料来源: 东北证券。

1) 在产量方面, 预计公司 2012 年的矿产金将增加 10% 左右, 此后各年将保持稳步上升的势头。

2) 估计矿产金成本在 2012 年达到 190 元/克, 2013 年略有回落。

3) 2013 年黄金均价将较 2012 年略有回落约 335 元/克。

根据上述对公司运营的假设，我们预计，公司 2012、2013 和 2014 年的业绩分别为 0.55、0.60 和 0.67 元。对应当前股价（20130108）的 PE 水平分别为 30、27 和 24 倍。

考虑到公司在未来的资产注入空间和业绩增长水平，我们给予公司“谨慎推荐”评级。

5. 风险提示

（一）金价波动风险。黄金价格由国际市场决定，其影响因素非常多，且作用机制复杂，世界政治、经济形势的变化，都可能对金价产生一些冲击，有可能会出
现金价超预期波动的风险。

（二）公司经营风险。黄金矿业企业，在生产经营过程中会遭遇多种风险，如
储量风险，即勘探储量与实际开采获得的产量之间存在着差异的可能；矿山生产经
营开采风险，如在生产过程中出现的安全生产风险，环境污染风险，也可能遭遇自
然灾害而影响公司生产经营。

（三）资产注入不如预期风险。

（四）原材料与人力成本上升超预期风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	2607	2000	2500	2500
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	250	1148	1106	1115
存货	3124	3869	3851	3822
其他流动资产	1	18	18	18
流动资产合计	6980	8934	9545	9518
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	118	157	159	161
固定资产	5249	9270	9770	10670
无形资产	4404	4646	4686	4725
商誉	528	528	528	528
非流动资产合计	11951	13458	13834	14458
资产总计	18930	22392	23378	23975
短期借款	1193	3490	2667	1216
应付款项	1107	1082	991	991
预收款项	400	381	377	374
一年内到期的非流动负债	1686	600	600	600
流动负债合计	6175	7813	7026	5584
长期借款	230	233	233	233
其他长期负债	327	443	443	443
长期负债合计	2659	2661	2661	2661
负债合计	8833	10474	9687	8245
归属于母公司股东权益合计	8579	9890	11065	12455
少数股东权益	1518	2029	2627	3275
负债和股东权益总计	18930	22392	23378	23975

利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	33144	35799	33917	34062
营业成本	28376	31116	28972	28838
营业税金及附加	66	71	67	68
资产减值损失	27	14	14	1
销售费用	56	61	61	61
管理费用	1330	1507	1425	1431
财务费用	224	230	274	204
公允价值变动净收益	0	-1	0	0
投资净收益	68	12	10	10
营业利润	3132	2811	3114	3468
营业外收支净额	152	25	35	35
利润总额	3284	2836	3149	3503
所得税	838	720	787	876
净利润	2446	2116	2362	2628
归属于母公司净利润	1817	1605	1763	1979
少数股东损益	629	511	598	648

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	2446	2116	2362	2628
资产减值准备	27	14	14	1
折旧及摊销	776	788	836	887
公允价值变动损失	0	1	0	0
财务费用	249	153	197	129
投资损失	-68	-12	-10	-10
运营资本变动	-1385	-2329	-383	34
其他	0	-14	0	0
经营活动净现金流量	2008	711	2981	3636
投资活动净现金流量	-1105	-2252	-1167	-1467
融资活动净现金流量	515	934	-1314	-2169
企业自由现金流	1114	-1245	1896	2236

财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益 (元)	0.93	0.55	0.60	0.67
每股净资产 (元)	4.37	3.36	3.76	4.23
每股经营性现金流量 (元)	1.02	0.24	1.01	1.24
成长性指标				
营业收入增长率	53.11%	8.01%	-5.26%	0.43%
净利润增长率	61.50%	-11.64%	9.85%	12.25%
盈利能力指标				
毛利率	14.39%	13.08%	14.58%	15.34%
净利率	5.48%	4.48%	5.20%	5.81%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	3.33	10.00	10.00	10.00
存货周转率 (次)	33.67	45.00	48.00	48.00
偿债能力指标				
资产负债率	46.66%	46.77%	41.43%	34.39%
流动比率	1.13	1.14	1.36	1.70
速动比率	0.50	0.45	0.56	0.71
费用率指标				
销售费用率	0.17%	0.17%	0.18%	0.18%
管理费用率	4.01%	4.21%	4.20%	4.20%
财务费用率	0.68%	0.64%	0.81%	0.60%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	0.29%	0.62%	1.24%	1.24%
估值指标				
P/E (倍)	26.59	30.09	27.39	24.40
P/B (倍)	5.63	4.88	4.37	3.88
P/S (倍)	0.97	1.35	1.42	1.42
净资产收益率	21.18%	16.23%	15.94%	15.89%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760