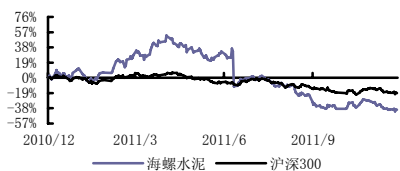


投资品 - 建材

2011 年 12 月 5 日

市场数据	2011 年 12 月 2 日
当前价格(元)	16.85
52 周价格区间(元)	16.30-42.83
总市值(百万)	89293.25
流通市值(百万)	89293.25
总股本(百万股)	5299.30
流通股(百万股)	5299.30
日均成交额(百万)	721.58
近一月换手(%)	14.84%
Beta(2 年)	
第一大股东	安徽海螺集团有限责任公司
公司网址	http://www.conch.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
海螺水泥	-219.98%	-314.20%	-33.90%
沪深 300	-6.75%	-8.79%	-18.95%

张瑞

0755-83199599-8233

zhangrui@cocs.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 张瑞, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 资源+成本优势巩固龙头地位

— 海螺水泥投资价值分析

评级: 增持

预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	34508	48825	54250	62000
收入同比(%)	38%	41%	11%	14%
净利润(百万元)	6171	12695	13686	15265
净利润同比(%)	74%	106%	8%	12%
毛利率	32.1%	41.3%	38.7%	37.7%
ROE	17.6%	27.2%	23.3%	21.1%
每股收益(元)	1.16	2.40	2.58	2.88

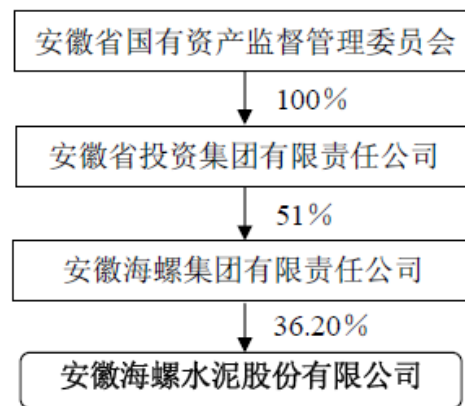
资料来源: 世纪证券研究所

- **具备资源与成本优势的水泥行业龙头企业。**公司主要从事水泥及商品熟料的生产和销售。2010 年公司产能达 1.6 亿吨, 是世界上最大的单一品牌供应商。公司的核心优势在于资源和成本优势。资源优势主要体现在拥有优质石灰石和水运资源, 成本优势则主要源于公司先进的生产设备和技术管理优势, 致使其能耗指标在全行业遥遥领先。
- **水泥行业短期不确定性犹存, 明年下半年拐点或现。**由于淡季以及房地产投资增速下滑等原因, 行业需求侧短期不确定性加大。但随着基建投资政策支持的逐步回暖以及信贷政策的逐步宽松, 我们预计明年下半年拐点将现。
- **区域定价能力稳定业绩增长。**公司主要市场华东和中南地区市场集中度较高, 随着公司在该区域兼并收购的进一步发展, 区域价格控制力将持续提高。同时相对全国而言, 华东和中南地区近两年新建产能压力较小, 因而盈利确定性相对较高。
- **盈利预测:** 虽然明年一季度由于季节性因素和投资增速放缓的原因, 行业基本面仍有进一步下探可能, 但随着通胀回落以及铁路、水利等定向宽松政策出台, 我们认为宏观政策面已见底向好, 预测 2011-2013 年公司每股收益分别为 2.40 元、2.58 元和 2.88 元, 对应于 12 月 1 日 16.98 元的收盘价, PE 分别为 7.09、6.57、5.89 倍, 给予公司“增持”评级。
- **风险提示。**经济大幅放缓导致需求下滑超预期; 新增产能超市场预期; 公司兼并收购步伐低于预期。

### 具备资源与成本优势的水泥行业龙头

安徽海螺水泥股份有限公司是由安徽海螺集团有限责任公司于1997年9月1日创立的我国首家境外上市的水泥企业。公司主要从事水泥及商品熟料的生产和销售，是世界上最大的单一品牌供应商，其实际控制人为安徽省国资委。2010年海螺水泥产能已达1.6亿吨，连续17年位居全国第一，连续8年名列亚洲首位，已跻身世界第二。

Figure 1 公司股权关系结构图



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

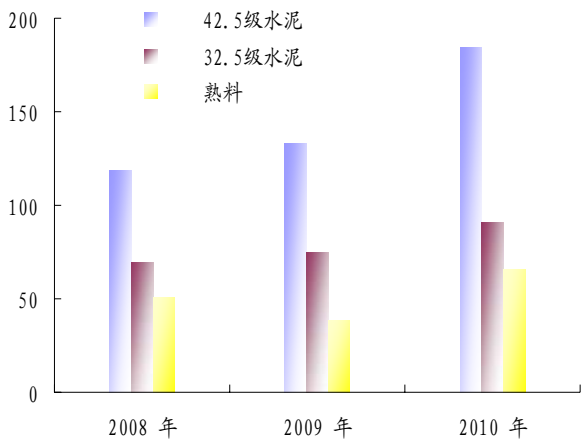
Figure 2 主要水泥企业产销量情况

	水泥产能 (万吨)		水泥销量 (万吨)	
	2010年	在建	2010	2011E
海螺水泥	16000	2700	13700	16000
冀东水泥	9000	2000	5681	6500
华新水泥	6030	328	3476	3800
亚泰集团	2200	450	1626	1700
天山股份	1980	2240	1480	1800
赛马实业	1350	340	683	850
祁连山	1300	800	835	1050
青松建化	800	800	480	530
福建水泥	677	200	437	500
巢东股份	580	200	317	500

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

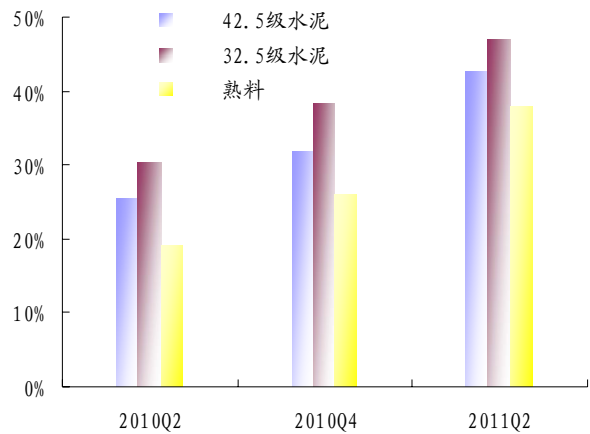
公司的主营业务为高标水泥（42.5级）、低标水泥（32.5级）以及熟料，产品毛利率逐季提高。

Figure 3 公司主营业务收入构成 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 4 公司主营业务产品毛利率 (单位: %)



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

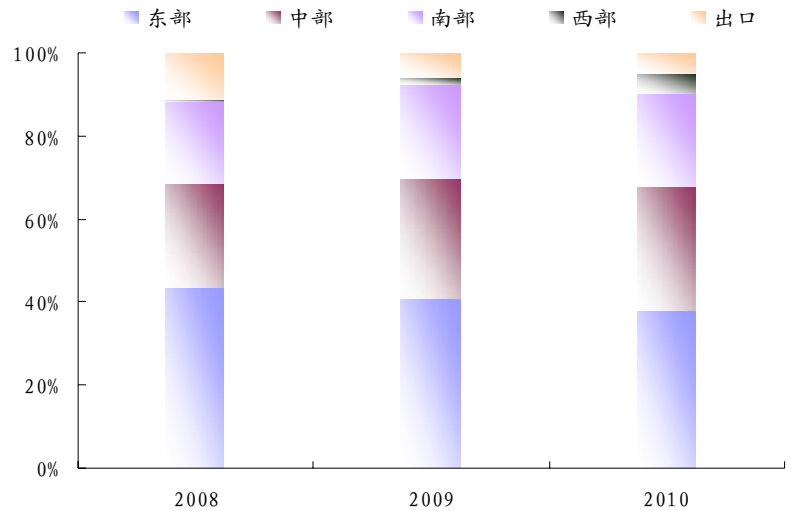
**公司“T型”战略:** 竖是长江, 横为沿海。即在矿山资源丰富的地方(长江沿岸的芜湖、铜陵、安庆等地)建设大型熟料生产基地, 在无资源但有市场的地方并购立窑和中小水泥企业, 建粉末站, 再由长江水路和东部海岸线共同组成水运航道, 将海螺的熟料基地与华东水泥需求最旺盛的沿江、沿海市场相链接的发展战略。此后, 海螺在两广市场亦复制这种战略, 形成了华南市场的“小T型”布局。

Figure 5 公司已投产生产线主要分布在长江沿岸

地区	省份	生产线	年水泥产能	合计产能	比重
合计		87	16593	16593	100%
华东	安徽	34	6891	8363	50.40%
	江西	4	584		
	江苏	3	484		
	浙江	1	202		
	山东	1	202		
中南	广东	8	1612	4775	28.78%
	广西	9	1773		
	湖南	7	1390		
西南	四川	4	786	1653	9.96%
	重庆	2	383		
	贵州	2	403		
	云南	1	81		
西北	陕西	9	1419	1802	10.86%
	甘肃	2	383		

数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 6 市场集中在华东和中南地区 (各地营收占比)

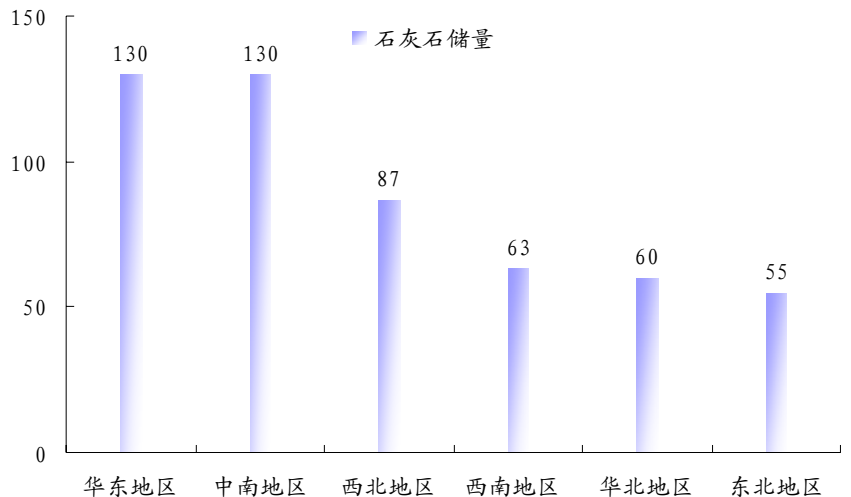


数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

### 核心优势-资源和成本优势

公司主要熟料基地石灰石储量大、品质优良, 节省原料运输至产地费用。安徽省是我国石灰石储量最大且品质最优良的省份之一, 公司主要熟料基地安徽、广东、广西等省的石灰石资源保有储量分别在 30-40 亿吨左右, 排全国前列。在海螺水泥的六大熟料生产基地中, 宁国、铜陵、芜湖及荻港地区可使用年限都在 40 年以上, 而且矿品位较高:  $CaO > 50\%$  (附: 水泥用石灰石一级品:  $CaO > 48\%$ ; 二级品:  $CaO > 45\% - 48\%$ ), 具有生产优质水泥的先天资源优势。

Figure 7 全国各地区石灰石储量 (单位: 亿吨)

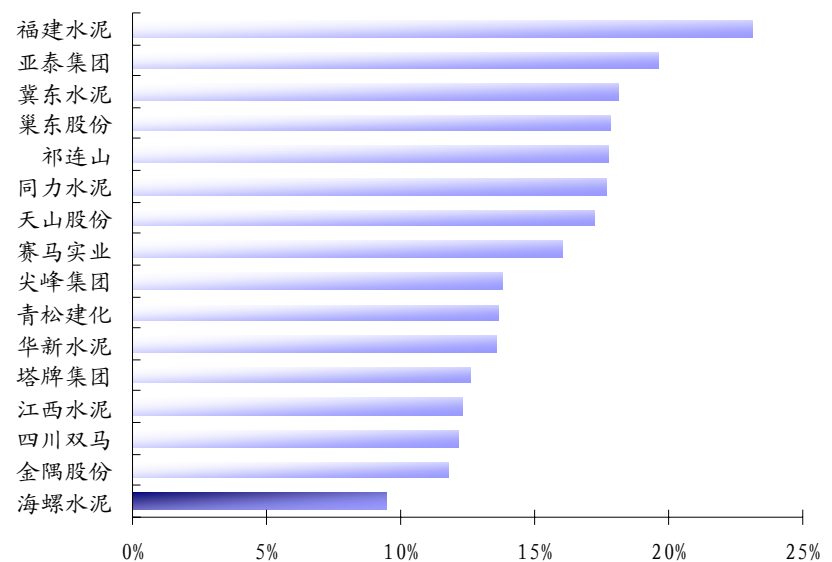


数据来源: 中国矿业网、世纪证券研究所

**拥有长江“黄金水道”的水运资源，并在不断扩建中。**公司在长江、淮河拥有自备码头资源，大部分水路优势便利的基地都设有码头，而且配合公司产能的增加，码头还在不断扩建中。在长三角和珠三角适合发展水泥业务的石灰石资源和深水码头资源均被以海螺为主的水泥厂商瓜分，目前已经筑起了较高的进入壁垒，后来者需承担较高的介入成本。

整体而言，公司的“T”型战略不仅降低了公司生产成本，也节约了物流运输费用，因而公司的费用控制率在全行业中遥遥领先。2010年海螺期间费用率为9.5%，远低于行业平均16%的水平。

Figure 8 2010年上市水泥企业期间费用率比较

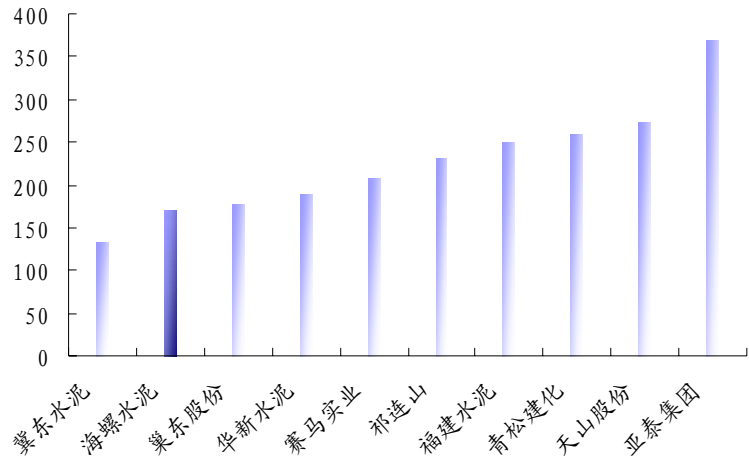


数据来源：WIND、世纪证券研究所

**先进的生产设备和技术管理：**海螺在生产设备和管理方面一直处于行业领头羊的位置。从生产线单耗来看，公司的生产规模经济优势非常突出，单位煤耗低于竞争对手至少10%左右。在我国177条新型干法生产线中，有23条熟料烧成热耗低于107 kg标准煤/t熟料，其中海螺集团占16条；21条熟料综合电耗低于60kWh/t的4000-5000t/d生产线中，海螺集团占14条。

**余热发电技术缓解电耗压力：**公司的余热发电冲减电力成本比例高。截至2010年底，公司配有62.3万千瓦的发电机组，2007~2010年公司共发电115.2亿度，占总用电需求的30%。电费占水泥成本的25%~30%，按每度电0.5元而发电成本0.1元来计算，余热发电技术抵消了公司过去4年共46亿元的费用。

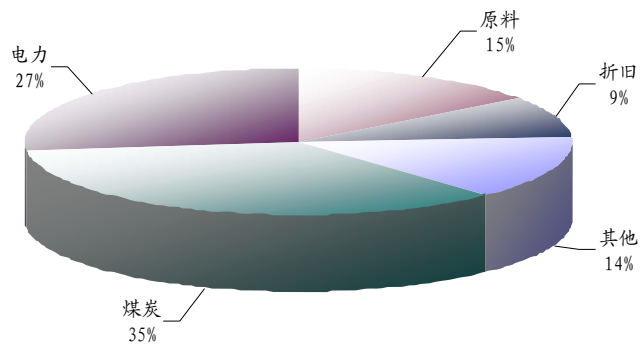
Figure 9 2010 年上市水泥企业吨成本比较(单位: 元/吨)



数据来源: 公司资料、世纪证券研究所

公司生产过程中主要的能源消耗为煤和电力, 上述两项成本在水泥总生产成本中占据比重超过 60%。其中, 电价由国家控制, 相对稳定, 而煤价是市场价, 因而其价格变动对公司利润影响较大。

Figure 10 海螺水泥成本结构图



数据来源: 公司资料、世纪证券研究所

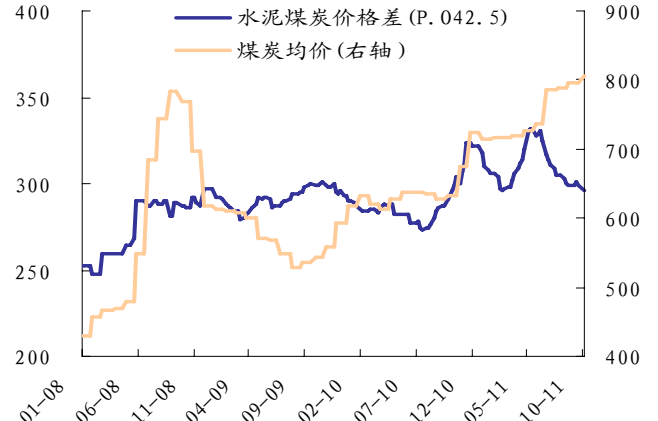
**煤炭成本:** 煤炭采购是水泥生产最主要的成本。随着冬季用煤高峰的到来, 煤炭行业逐渐步入旺季, 库存吃紧的状况还将延续至明年 1 季度, 届时将对公司盈利构成一定压力。煤炭采购价每上升 100 元, 水泥成本将上升 10 元左右。预计 2012 年煤价涨幅在 5%以内, 对于目前公司 170 元/吨的水泥成本, 影响基本在 1%以内。

Figure 11 秦皇岛库存 (单位: 万吨)



数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 12 全国水泥煤炭价格差 (单位: 元/吨)



数据来源: WIND、世纪证券研究所

**电力成本:** 2011 年电力缺口大约在 30GW-40GW, 预计明年全国最大电力缺口将达到 35GW-45GW。明年煤价上涨、电价上调预期均较大, 但由于公司配备先进的余热发电设备, 发电成本仅 6 分/千瓦时, 显著低于其他余热发电水泥企业, 因而我们认为, 电价上调将使公司更具成本竞争优势。

**水泥行业短期需求仍不确定, 明年下半年拐点或现**

**淡季+投资下滑:** 行业需求侧短期不确定性加大。北方地区在 11 月份率先进入淡季, 而南方地区在 12 月逐步进入淡季, 水泥价格开始季调, 同时由于货币紧缩政策以及国家对地产调控效果的逐步显现, 水泥行业下游需求增速放缓明显。

房地产开发投资增速下滑明显。整体来看, 尽管房地产开发投资增速依然维持在 30%以上的高位, 但自年初以来, 增速明显呈持续下滑趋势, 且近月下降幅度逐渐加大。

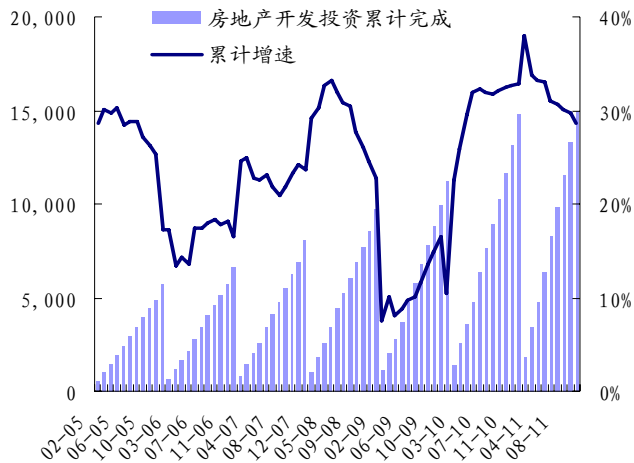
铁路投资受铁路停建影响, 连续 6 个月负增长, 其中 10 月同比下滑 22%。

Figure 13 全国水泥均价淡季下滑 (P.042.5 散装含税价 单位: 元/吨)



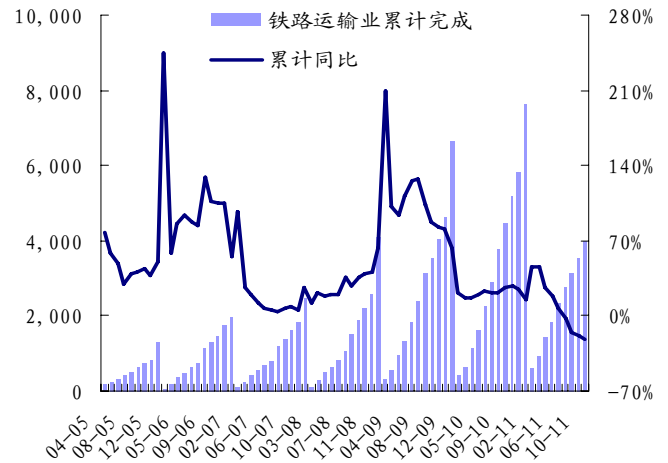
数据来源: 公司资料、世纪证券研究所

Figure 14 房地产开发投资及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 15 铁路投资完成额累计值及同比增速 (单位: 亿元)



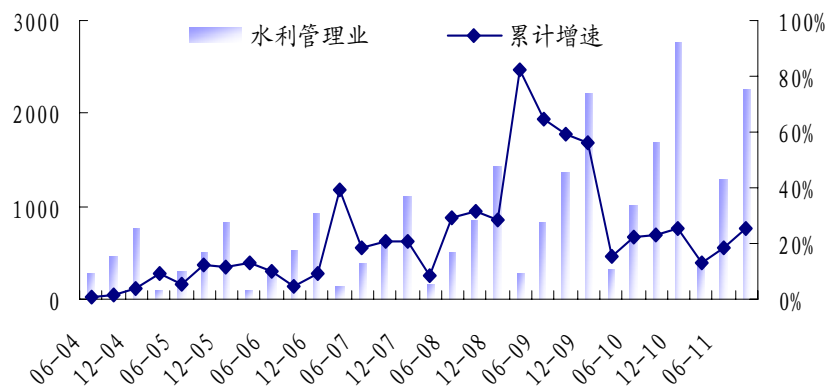
数据来源: WIND、世纪证券研究所

随着基建投资的回暖和信贷政策的逐步宽松, 明年下半年拐点或现。尽管由于政府调控的深入, 未来房地产投资的悲观预期较大, 但为了稳定投资, 防止经济大幅下行, 政府对基建投资正加大扶持力度。

铁路方面, 近期关于铁路建设融资支持的信息不断释放, 铁路投资增速同比下降幅度略有缓和: (1)财政部与国税总局出台了扶持铁路建设债券的企业利息所得税减半政策; (2)发改委发文, 铁路建设债券正式成为政府支持债券; (3)铁道部成功发行 2011 年第一期总规模 200 亿元的铁路建设债券。

水利方面, 水利投资连续两个月回升幅度较大。政策支持: (1)国家“十二五”期间计划实现 1.8 万亿的水利项目投资; (2)今年 7 月 8 日召开的中央水利工作会议再次重申和细化了水泥投资分布且基本落实了资金来源。

Figure 16 水利投资额及增速 (单位: 亿元)



数据来源: WIND、世纪证券研究所



综合来看，我们认为随着政策支持的逐步回暖，基建设施投资增速将在明年2季度开始更加明显的贡献正向作用。

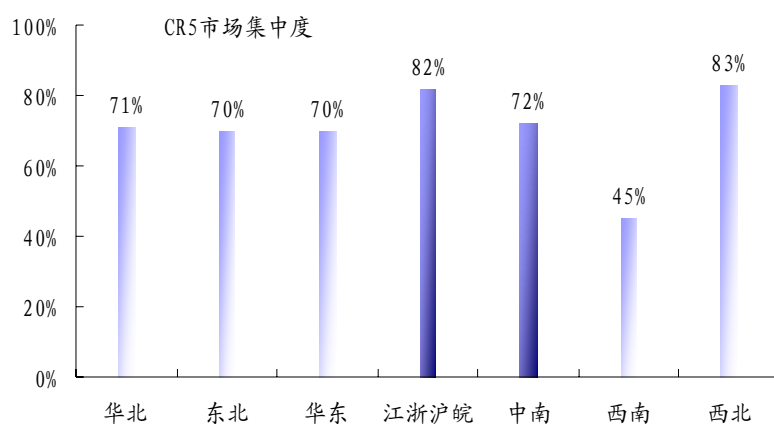
同时随着 CPI 的稳步回落，信贷政策的逐步宽松有望在 3-6 个月之后体现到对实体经济的拉动上，因而我们认为，水泥需求在明年 2 季度见底概率较大，但至于拐点的具体时点，还要密切关注宏观政策的动向。

### 公司区域定价能力稳定业绩增长

公司的主要市场是华东和中南地区。其中，江浙沪皖前五家市场集中度接近于 82%，中南地区在 72% 左右，已经到了行业集中度进一步提高，可以影响市场价格的程度。预计随着公司在该区域兼并收购的进一步发展，区域价格控制力将持续提高。同时相对全国而言，华东和中南区域 2012 年新建产能压力较小，因而产能对价格形成的压力应较小。

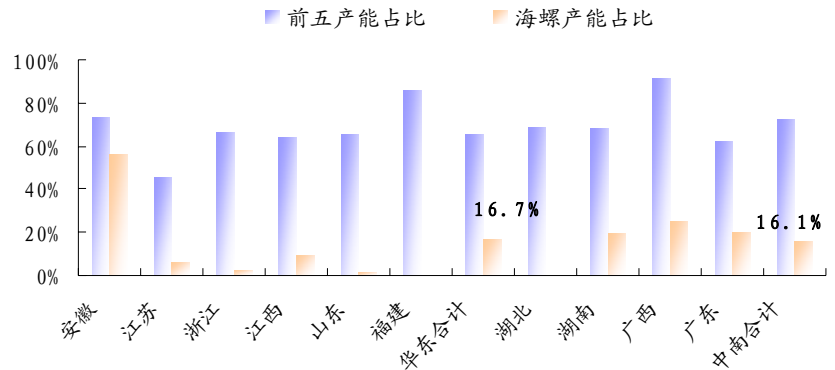
**公司主要市场集中度进一步提升影响水泥价格。**华东地区海螺市场份额占比 16.7%，目前华东市场中国建材和海螺水泥双寡头的格局已逐渐明晰，两大企业对市场的影响力正逐步提高。中南地区海螺市场份额占比 16.1%，亦处于龙头地位，但中南地区不同的是强势企业较多，如华润、海螺、中国建材、华新等。我们认为随着国家对新建生产线的控制以及对落后产能的进一步淘汰，区域整合将加速以确立大企业的价格控制地位。

Figure 17 分区域前 5 家企业市场集中度 (单位: 万吨)



数据来源：数字水泥、世纪证券研究所

Figure 18 华东、中南新干法熟料产能集中度 (单位: 万吨)



数据来源: 数字水泥、世纪证券研究所

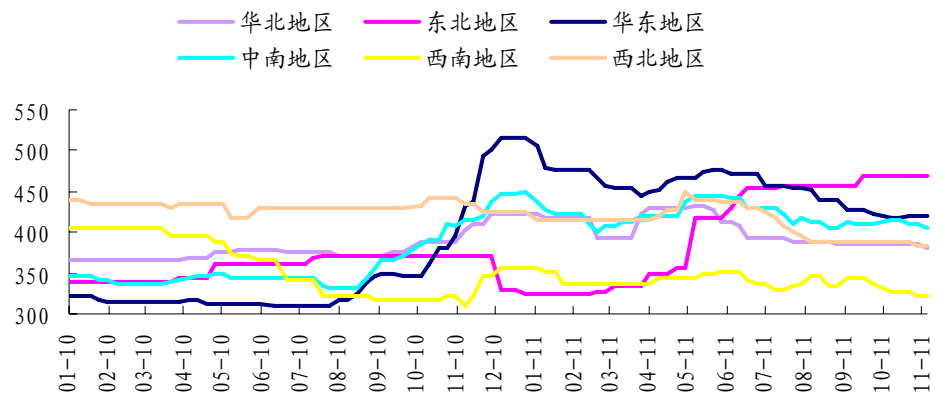
华东和中南地区新增产能压力较小。据数字水泥网的统计,分区域来看,东北、华东和中南地区 11 和 12 年新增产能占比最低,分别为: 7%、19%、18%。综合区域集中度和新增产能压力两方面我们认为,随着未来海螺水泥在华东和中南区域的逐步扩张,其区域价格控制能力将进一步显现。

Figure 19 华东、中南新干法熟料产能集中度 (单位: 万吨)

	2010 年底累计		在建		2011 年投产		2012 年合计		新增产能占比
	生产线	熟料产能	生产线	熟料产能	生产线	熟料产能	生产线	熟料产能	
华北	170	14102	46	5568	11	2061	216	19670	39%
东北	84	7707	4	543	4	691	88	8250	7%
华东	392	38204	42	7270	10	1925	434	45474	19%
中南	277	30061	38	5509	12	2589	315	35570	18%
西南	261	20727	50	5307	19	3641	311	26034	26%
西北	147	10791	74	7724	17	2540	221	18515	72%

数据来源: 数字水泥、世纪证券研究所

Figure 20 华东、中南地区水泥价格高于西北和西南地区 (单位: 元/吨)

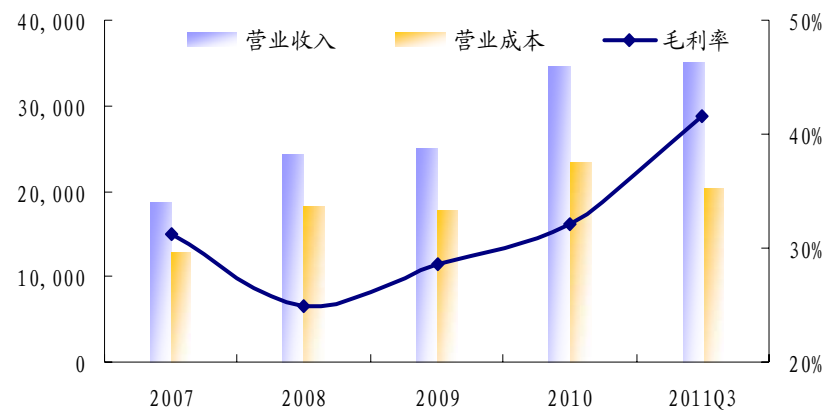


数据来源: 数字水泥、世纪证券研究所

### 充足的资本保证公司未来持续扩张

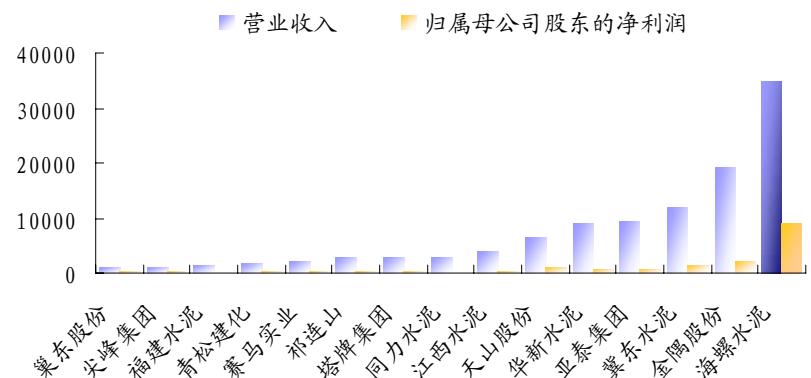
11 年 3 季度业绩大幅增长，领跑同业。公司 11 年前三季度营业收入同比增长 56.43% 至 349.75 亿元，归属于母公司的净利润同期增长 186.62% 至 90.55 亿元。在收入大幅增长的同时，毛利率亦显著提高至 41.6%。就整个行业来看，公司盈利能力较同行遥遥领先，前三季度公司营收占行业上市公司总营收的 30% 左右，归属母公司的净利润占行业上市公司总净利的 50% 左右。

Figure 21 公司营业收入和成本（单位：百万元）



数据来源：公司资料、世纪证券研究所

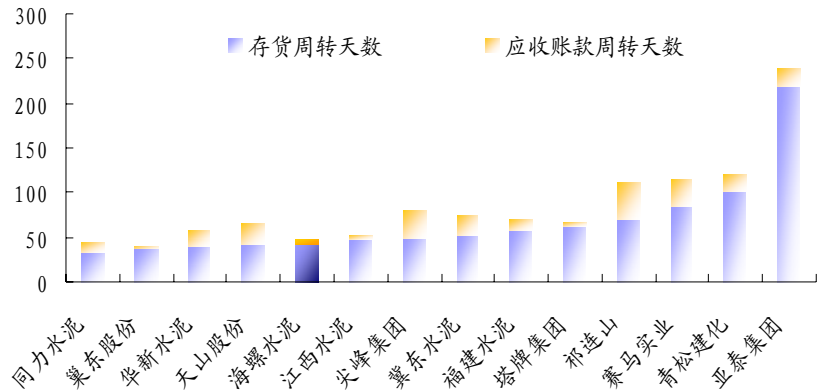
Figure 22 水泥企业营收和净利对比（单位：百万元）



数据来源：公司资料、世纪证券研究所

营运管理能力远高于行业平均。公司借助较高的市场占有率和品牌优势，多年来坚持推行“现款现货”的货款结算方式，使得应收账款周转率远高于行业平均水平。公司存货周转天数为 43 天，行业平均为 67 天；应收账款周转天数为 4 天，行业平均为 17 天。

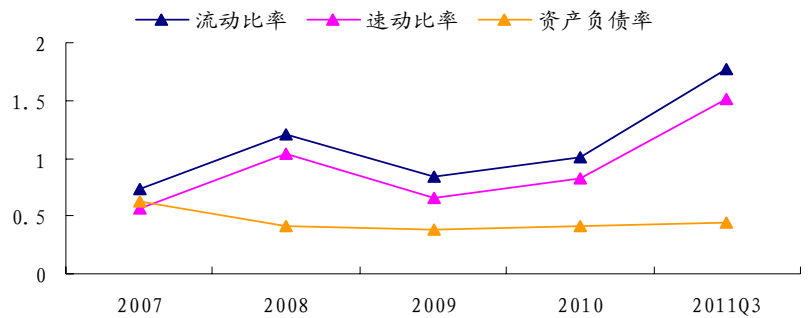
Figure 23 上市水泥企业存货和应收账款周转天数比较



数据来源：公司资料、世纪证券研究所

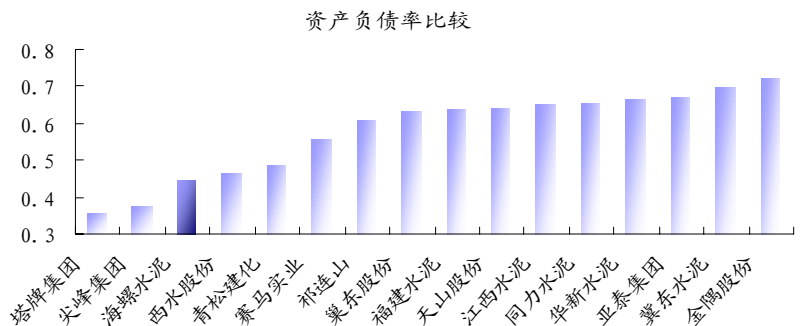
**财务结构持续优化。**公司于今年上半年发行了 95 亿债务，因而导致流动比率和速动比率分别大幅攀升至 1.78 和 1.5，资产负债率亦较 10 年上升 4 个百分点至 45%，但仍显著低于行业中指 58%。公司良好的盈利能力为偿债能力提供支撑，而充裕的现金流（今年 3 季度货币资金达 68 亿元）亦为公司未来的兼并扩张保驾护航。

Figure 24 公司偿债能力



数据来源：公司资料、世纪证券研究所

Figure 25 2010 年上市水泥企业资产负债率比较



数据来源：公司资料、世纪证券研究所

## 盈利预测及投资评级

### 1、基本假设

1、销量方面，公司预计未来两年每年增量为 3000 万吨，但出于对明年房产投资增速下滑的考虑，我们将公司 2011-2013 年的销量调整为：1.55 亿吨，1.75 亿吨和 2 亿吨；

2、价格方面，我们综合公司较强的区域价格控制力以及相对较小的新增产能压力两方面，预计 2011-2013 年公司水泥及熟料的综合售价为 315 元，310 元和 310 元。

Figure 26 公司收入及毛利率预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量 (万吨)	11838	13719	15500	17500	20000
YOY	15.99%	15.89%	12.98%	12.90%	14.29%
均价 (元/吨)	211.17	251.54	315.00	310.00	310.00
YOY	-11.10%	19.12%	25.23%	-1.59%	0.00%
成本 (元/吨)	151	171	185	190	193
YOY	-15.33%	13.25%	8.19%	2.70%	1.58%
营业总收入 (百万元)	24998	34508	48825	54250	62000
营业总成本 (百万元)	17866	23437	28675	33250	38600
毛利率	28.5%	32.1%	41.3%	38.7%	37.7%

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

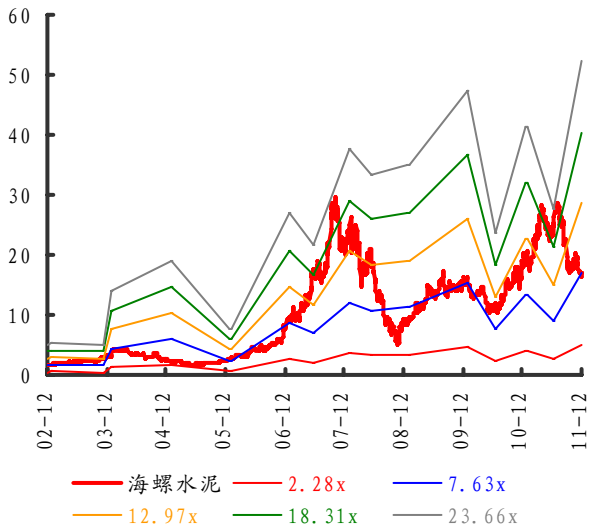
### 2、估值及建议

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 2.40 元、2.58 元和 2.88 元。对应于 12 月 1 日 16.98 元的收盘价，PE 分别为 7.09、6.57、5.89 倍。从整个行业的角度来看，公司 11 年和 12 年 PE 显著低于行业平均：10.37 和 8.41；从公司历史角度来看，PE 和 PB 亦分别运行至历史底部区域，估值相对安全。尽管我们预期明年房产投资不确定性加大，但考虑到宏观政策面已见底向好，且公司作为行业龙头企业具有较强的成本优势和区域价格控制力，我们给予公司“增持”评级。

## 风险提示

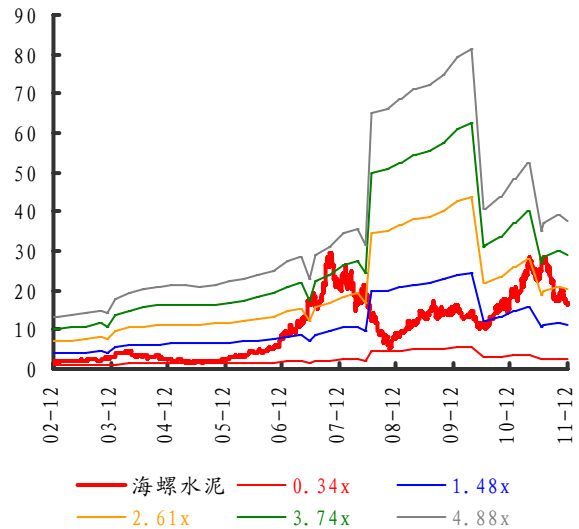
- 1、经济大幅放缓导致需求下滑超预期
- 2、新增产能超市场预期
- 3、公司兼并收购步伐低于预期

Figure 27 公司 PE-bands



数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 28 公司 PB-bands



数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 29 主要水泥公司估值比较

代码	简称	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益		市盈率		市净率 MRQ
				2011E	2012E	2011E	2012E	
000401.SZ	冀东水泥	15.54	188.46	1.49	2.00	10.07	7.44	1.98
600801.SH	华新水泥	16.13	150.86	1.44	1.79	11.23	9.03	1.99
600881.SH	亚泰集团	5.09	96.44	0.58	0.80	8.83	6.37	1.24
000877.SZ	天山股份	22.98	89.38	2.59	3.27	8.28	6.37	2.03
002233.SZ	塔牌集团	9.99	89.38	0.70	0.82	14.31	12.13	2.75
600425.SH	青松建化	13.74	65.77	1.14	1.61	10.94	7.33	2.50
000935.SZ	四川双马	9.20	56.66	0.48	0.56	15.87	16.36	3.03
600720.SH	祁连山	10.59	50.29	1.17	1.52	9.06	6.71	1.74
000789.SZ	江西水泥	12.65	50.08	1.35	1.57	8.54	7.35	3.48
600449.SH	赛马实业	22.19	43.30	2.15	2.42	10.33	8.21	1.49
行业平均				1.37	1.70	10.37	8.41	2.20
600585.SH	海螺水泥	16.98	899.82	2.40	2.58	7.08	6.58	2.13

数据来源: WIND、世纪证券研究所(除公司数据来源于我们预期外, 其他均出自WIND一致预期)

附：财务预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	13228	17835	31404	49203	<b>营业收入</b>	34508	48825	54250	62000
现金	2736	7000	19194	35161	营业成本	23437	28675	33250	38600
应收账款	499	718	789	902	营业税金及附加	163	274	298	372
其他应收款	352	539	599	684	营业费用	1546	1855	1899	2108
预付账款	508	574	665	772	管理费用	1254	1562	1628	1860
存货	2493	3145	3647	4233	财务费用	481	777	437	125
其他流动资产	6640	5860	6511	7450	资产减值损失	40	53	62	70
<b>非流动资产</b>	47183	46838	141712	278318	公允价值变动收益	2	2	1	1
长期投资	1028	300	1200	1100	投资净收益	27	30	35	40
固定资产	32752	34550	130065	267419	<b>营业利润</b>	7616	15660	16713	18906
无形资产	2768	2718	2718	2718	营业外收入	489	500	600	700
其他非流动资产	10636	9270	7730	7081	营业外支出	27	30	32	35
<b>资产总计</b>	60412	64673	173117	327521	<b>利润总额</b>	8078	16130	17281	19571
<b>流动负债</b>	13077	13468	16131	18575	所得税	1724	3065	3197	3718
短期借款	2030	1000	1000	1000	<b>净利润</b>	6354	13066	14084	15852
应付账款	4005	5162	5985	6948	少数股东损益	183	371	397	587
其他流动负债	7042	7306	9146	10627	<b>归属母公司净利润</b>	6171	12695	13686	15265
<b>非流动负债</b>	11703	11001	11021	11021	EBITDA	10116	18837	20000	22141
长期借款	10971	10971	10971	10971	EPS (元)	1.75	2.40	2.58	2.88
其他非流动负债	732	30	50	50	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	24780	24469	27152	29597	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
少数股东权益	629	1000	1397	1984	<b>成长能力</b>				
股本	3533	5299	5299	5299	营业收入	38.0%	41.5%	11.1%	14.3%
资本公积	13989	12223	12223	12223	营业利润	78.8%	105.6%	6.7%	13.1%
留存收益	17481	29116	41213	54888	归属于母公司净利润	74.1%	105.7%	7.8%	11.5%
归属母公司股东权益	35003	46640	58737	72414	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	60412	72108	87287	103994	毛利率(%)	32.1%	41.3%	38.7%	37.7%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	17.9%	26.0%	25.2%	24.6%
单位: 百万元					ROE(%)	17.6%	27.2%	23.3%	21.1%
<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	ROIC(%)	14.9%	31.8%	10.2%	5.6%
<b>经营活动现金流</b>	6010	15564	17480	19046	<b>偿债能力</b>				
净利润	6354	13066	14084	15852	资产负债率(%)	41.0%	33.9%	31.1%	28.5%
折旧摊销	2019	2400	2850	3110	净负债比率(%)	57.39%	55.06%	55.14%	54.30%
财务费用	481	777	437	125	流动比率	1.01	1.32	1.95	2.65
投资损失	-27	-30	-35	-40	速动比率	0.82	1.09	1.72	2.42
营运资金变动	-2866	630	-209	-490	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	49	-1279	353	489	总资产周转率	0.64	0.78	0.46	0.25
<b>投资活动现金流</b>	-10341	-8997	-3475	-1179	应收账款周转率	71	79	70	71
资本支出	9267	10010	3110	1310	应付账款周转率	6.38	6.26	5.97	5.97
长期投资	-528	-983	400	-100	<b>每股指标(元)</b>				
其他投资现金流	-1602	31	35	31	每股收益(最新摊薄)	1.16	2.40	2.58	2.88
<b>筹资活动现金流</b>	3447	-2303	-527	-615	每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	2.94	3.30	3.59
短期借款	324	-1030	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.61	8.80	11.08	13.66
长期借款	5578	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	1766	1766	0	0	P/E	14.58	7.09	6.57	5.89
资本公积增加	-1076	-1766	0	0	P/B	2.57	1.93	1.53	1.24
其他筹资现金流	-3145	-1273	-527	-615	EV/EBITDA	10	5	5	4
<b>现金净增加额</b>	-884	4264	13478	17252					

数据来源：天软、世纪证券研究所

---

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料, 我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供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.