



原材料 - 化工

## 成本优势突出，业绩增长点明显

—龙星化工（002442）投资价值分析报告

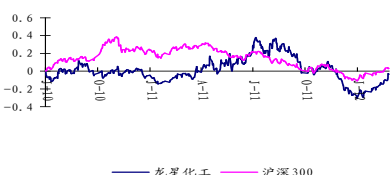
2012 年 3 月 1 日

评级： 增持

市场数据	2012 年 2 月 29 日
当前价格（元）	9.05
52 周价格区间（元）	6.45-17.60
总市值（百万）	2896.00
流通市值（百万）	875.11
总股本（百万股）	320.00
流通股（百万股）	96.70
日均成交额（百万）	60.52
近一月换手（%）	105.82%
第一大股东	刘江山
公司网址	http://www.hb-lx.com.cn/

财务数据	FYE
毛利率	19.05%
净利率	5.44%
净资产收益率	6.85%
总资产收益率	4.20%
资产负债率	38.60%
市盈率	22.07
市净率	1.71

### 一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
龙星化工%	25.35	-2.16	0.97
沪深 300	7.88	2.69	-22.82

顾静

执业证书号 S1030209080560

(0755)83199599-8206

gujing@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

### 分析师申明

本人，顾静，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。

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1334	2043	2947	3536
净利润（百万元）	73	120	147	211
每股收益（元）	0.36	0.38	0.46	0.66
净利润增长率%	4.7%	66.0%	21.8%	43.7%
每股净资产（元）	3.31	3.56	4.02	4.68
市盈率	39.76	23.96	19.67	13.69
市净率	2.72	2.53	2.24	1.93

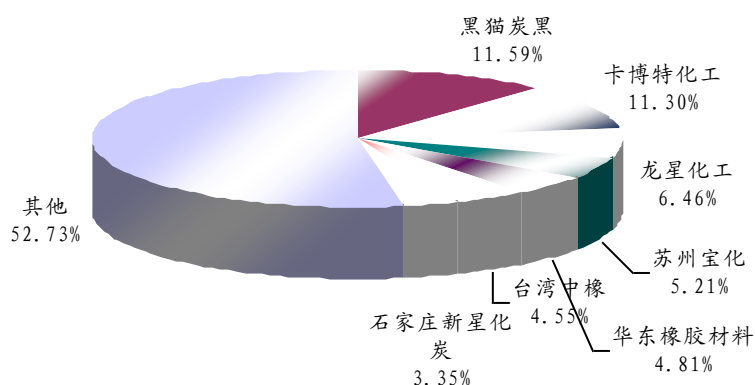
资料来源：世纪证券研究所

- 公司是国内第二大的炭黑生产企业。据炭黑协会统计，公司炭黑市场占有率约为 6.46%，炭黑产能达到 30 万吨；公司具有技术、资源综合利用优势，成本优势显著，至 2007 年以来，产品毛利率一直领先于可比上市公司 2-8 个百分点。
- 国内炭黑行业发展前景良好，国内规模企业受益高油价&行业整合。炭黑约 67%用于生产轮胎橡胶，我们对于未来 2-3 年的国内轮胎需求预计增幅约 13%，乐观预计国内炭黑行业将保持 20%以上的增速；在国际油价高企背景下，国内煤焦油法较国外乙烯焦油法炭黑更具有性价比优势，2012 年 1 月，国内炭黑出口延续 2011 年的出口良好势头（同比增长约 117%），同比增长扩大至 173.74%，预计具有规模、技术优势的企业将充分受益；与全球炭黑产能的高度集中相比，国内炭黑行业的产能集中度较低，预计规模企业将在行业整合中获得更多市场份额。
- 项目陆续投产，业绩增长点明显。1）公司 2011 年 9 月份沙河本埠 8 万吨炭黑项目全面投产，预计 2012 年将贡献全年产能；2）焦作龙星一期项目 2\*3.5 万吨炭黑项目 2011 年底建成，预计 2012 年将投产 7 万吨炭黑，通过与中国化工橡胶战略合作，市场有保证；3）白炭黑项目预计将于 2012 年 8 月底之前建成投产。
- 盈利预测与投资评级。根据我们的预测，公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.38 元、0.46 元、0.66 元，对应 2 月 29 日收盘价（9.05 元），市盈率分别为 23.96 x、19.67 x、13.69 x，与业务可比上市公司比较，具有一定估值优势，虑及公司成本、技术优势明显，项目陆续投产贡献业绩，给予“增持”评级。
- 风险提示：煤焦油原料价格大幅波动的风险；项目投产经营情况低于预期；下游行业景气波动风险。

### 公司概况

公司是国内第二大的炭黑生产企业，据炭黑协会统计 2009 统计数据，公司市场占有率约为 6.46%。公司现有总资产约 25 亿元，随着 2011 年 9 月份全部募项目完工，公司炭黑产能达到 30 万吨，同时还拥有发电装机容量 51MW，以及年产 48 万吨炭黑油的全资子公司—沙河市龙星精细化工有限公司。

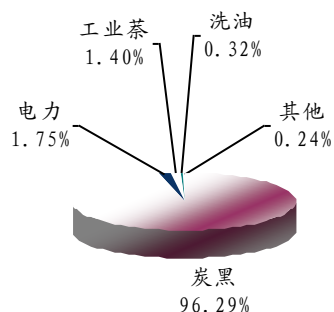
Figure 1 2009 年我国主要炭黑企业市场占有率



资料来源：中国橡胶工业协会炭黑分会，世纪证券研究所  
注：卡博特为外资企业

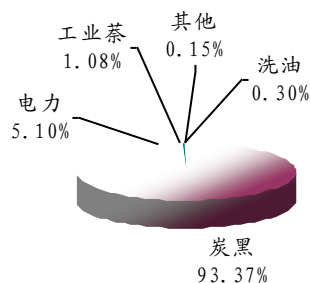
公司的主要产品为炭黑，包括 N100、N200、N300、N500、N600、N700 六个系列十多个品种。公司炭黑业务的销售收入占营业收入总额的 95% 以上。所属行业为化学原料及化学制品制造业中专业化学品制造业。

Figure 2 2010 年公司营业收入构成



资料来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 3 2010 年公司营业利润构成



资料来源：公司年报、世纪证券研究所

公司控股股东及实际控制人为刘江山先生，持股比例为 50.34%。

Figure 4 公司股权结构

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
刘江山	161,102,858	50.34	限售流通A股
俞菊美	46,308,800	14.47	限售流通A股
刘红山	10,377,142	3.24	限售流通A股
刘焕珍	7,200,000	2.25	限售流通A股
刘河山	5,977,142	1.87	限售流通A股
束红	3,200,000	1.00	限售流通A股
张东娟	1,600,000	0.50	限售流通A股
江浩	1,034,058	0.32	限售流通A股
阳泉信达投资管理公司	944,002	0.30	A股流通股
王慷	831,998	0.26	A股流通股
合 计	238,576,000	74.55	

资料来源：公司公告

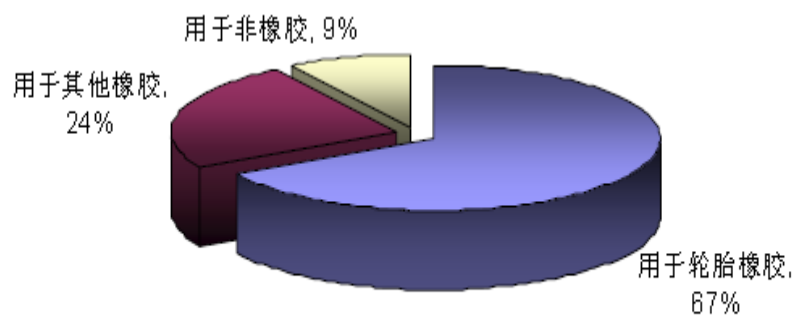
### 国内炭黑行业发展前景良好，国内规模企业受益高油价&行业整合

#### 炭黑主要用于轮胎橡胶

炭黑是碳元素的一种存在形式，基本粒子尺寸在 10nm - 100nm 之间，是人类最早开发、应用和目前产量最大的纳米材料，在国际化学品领域被列入二十五种基本化工产品及其精细化工产品之一。炭黑工业对于促进汽车工业的发展和改善居民生活都具有非常重要的意义。

炭黑主要用作橡胶填充剂和补强剂，有助于提高橡胶的定伸应力，改善轮胎橡胶的抓着力、抗撕裂性能和耐磨性能。根据中国橡胶工业协会炭黑分会的统计，炭黑约 67% 用于生产轮胎橡胶、24% 用于生产其他橡胶制品（包括胶管、胶带、胶板、橡胶密封材料和填充材料）、9% 用于非橡胶工业。

Figure 5 炭黑的用途构成



资料来源：中国橡胶工业协会炭黑分会

Figure 6 炭黑的国际命名分类

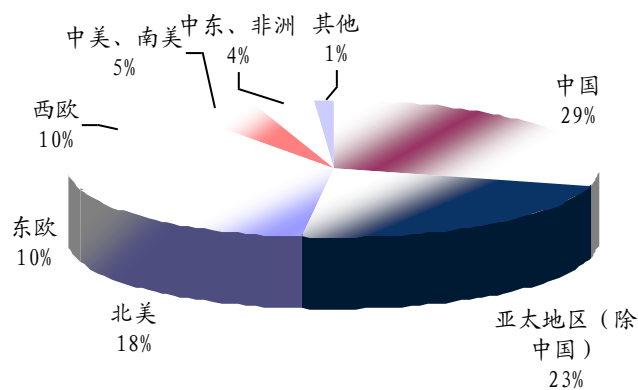
系列名称	粒径 (nm)
N100	11－19
N200	20－25
N300	26－30
N400	31－39
N500	40－48
N600	49－60
N700	61－100
N800	101－200
N900	201－500

资料来源::《橡胶工业》2007 年第 54 卷

国内炭黑行业发展前景良好

国内炭黑行业经过长期发展，产能已经达到世界首位，约占世界产能的 29%。近年来，受到我国汽车行业快速增长和全球轮胎产能向国内转移的双重拉动，我国炭黑行业增长较快。根据中国橡胶工业协会炭黑分会对会员企业的统计数据，2005-2009 年，国内炭黑行业产销量均保持了较快的增长态势，总产量由 2005 年的 114 万吨增至 2009 年 283 万吨，年均增速 29.6%；总销量由 2005 年的 114 万吨增至 2009 年的 275.84 万吨，年均增速 28.39%。

Figure 7 全球炭黑产能结构



资料来源: 石油化工行业协会

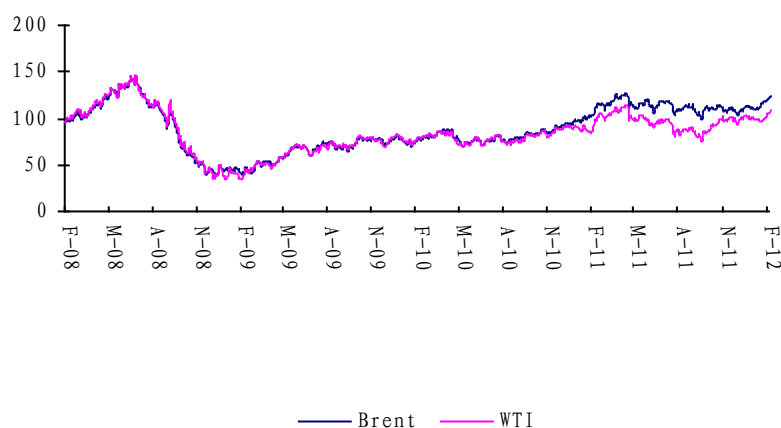
未来从下游轮胎行业的运行来看，预计十二五期间，我国汽车保有量年增量在 1800-2100 万辆左右，按照平均更换周期为 3 年估算，每年新增替换需求约 2500 万条，并逐年递增。2009 年汽车销量暴增时购买的车辆将在 2012 年逐步更换轮胎，**我们对于未来 2-3 年的国内轮胎需求保持乐观，同比增幅约 13%**。另外考虑各大轮胎企业扩产计划稳步实施，扩张速度大于炭黑产能扩张，供需情况良好，另外出口前景良好，**乐观预计国内炭黑行业将保持 20%以上的增速。**

### 煤焦油法炭黑规模企业出口将受益于高油价

炭黑生产的主要原材料为煤焦油、蒽油、乙烯焦油等原料油。其中，煤焦油和蒽油为炼焦生成的副产品，乙烯焦油为石油精炼生成乙烯的副产品，**国外炭黑企业基本用乙烯焦油作原料，原油价格的上涨，使得国内煤焦油法炭黑企业生产成本较国外厂家具有一定优势。**2011 年，受国外炭黑生产不稳定以及成本高企影响，国内炭黑出口呈现爆发式增长，国内炭黑出口量为 48.75 万吨，同比增长约 117%。2012 年 1 月，在国际油价高企背景下，国内炭黑出口量增幅扩大，同比增长 173.74%。

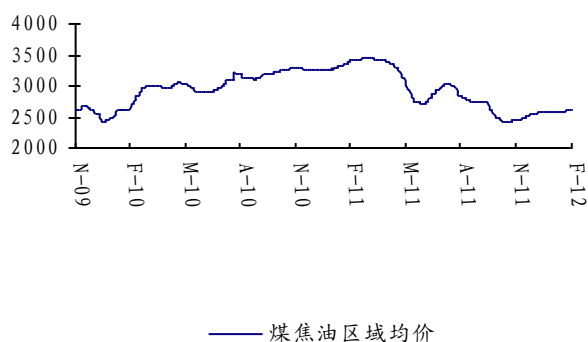
炭黑行业具有技术、资金、资质壁垒。大型轮胎企业对资质认定的要求高、时间长。比如，固特异公司在正式进行炭黑采购之前，通常需要对目标供货商进行为期 2 年左右的产品测试，炭黑厂商只有通过其质量认定后，才能成为其全球供应商。国内具有技术、规模优势的炭黑企业将受益于高油价背景下出口需求的增长。

Figure 8 国际原油期货价格



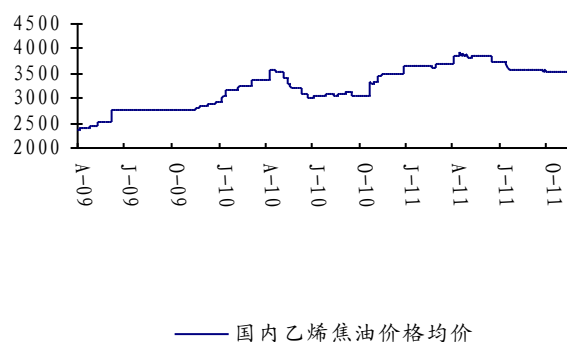
资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 9 国内煤焦油区域价格均价走势



资料来源：百川资讯、世纪证券研究所

Figure 10 国内乙烯石油出厂均价走势



资料来源：百川资讯、世纪证券研究所

Figure 11 炭黑进出口数据

贸易方式	2010 年	2011 年	2010 年 1 月	2012 年 1 月
	出口量	出口量	出口量	出口量
一般贸易	223,590	486,119	17,120	47,115
边境小额贸易	874	1,079	0	40
保税区仓储转口货物	185	312	0	4
保税仓库进出境货物	25	9	53	1
其他	2	8	0	0
进料加工贸易	0	0	0	0
合 计	224,942	487,527	17,228	47,161
同比		116.73%		173.74%

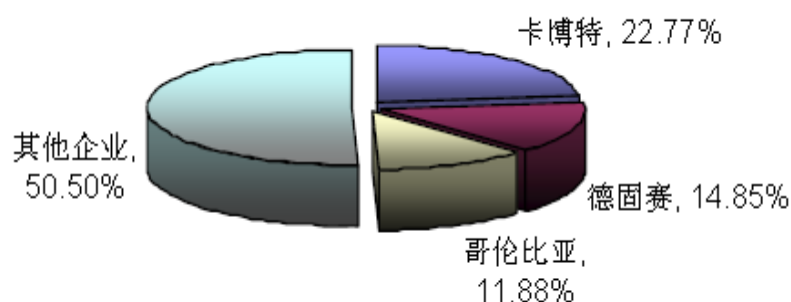
资料来源：百川资讯、世纪证券研究所

### 炭黑规模企业受益将受益于行业集中度提高

与全球炭黑产能的高度集中相比，中国炭黑行业的产能集中度较低。自 20 世纪 80 年代开始，炭黑行业经历了三次大规模的跨国重组和并购风潮后，已经从充分竞争过度到寡头垄断的阶段，目前炭黑产能高度集中。根据日本炭黑协会的统计，前 3 家跨国炭黑厂商（卡博特、德固萨和哥伦比亚）产能之和约占全球总产能的 50%。

从国际发展规律来看，国内炭黑行业的产能集中度将会进一步提高。根据中国橡胶工业协会炭黑分会的统计，2009 年末我国炭黑行业总产能为 432.40 万吨，前 3 家炭黑企业产能之和约占总产能的 23%，市场占有率 29.35%。

Figure 12 国际炭黑竞争格局



资料来源：日本炭黑协会

从国内现状来看，一方面，国家鼓励建设规模大、环保综合治理达标和资源综合利用的炭黑生产装置，淘汰落后工艺及万吨级以下的炭黑生产线；另一方面，我国炭黑行业近年来发展迅速，大型炭黑厂商产销率较高，纷纷扩大产能以更好地发挥规模优势、满足客户需求；中小炭黑厂商则由于规模小、能耗高、产品质量不稳定而面临生存困境。加之近年来原材料价格的大幅波动对炭黑企业的资金周转和成本控制造成了严峻的考验，国内许多中小企业因资金链断裂而停产，而以公司为代表的大型炭黑企业抓住发展良机，产能进一步扩大，规模优势更加突出。根据中国橡胶工业协会炭黑分会的统计，2004-2006 年，3 万吨/年以下的炭黑企业产能占总产能的比重已由 36% 下降到 24%，而 8 万吨/年以上的炭黑企业产能占比已由 28% 上升到 50%。

从开工率数据来，国内中小企业炭黑企业开工率不足 50%，低于行业平均约 65% 的开工率，反映其经营的困顿，而规模优势企业开工率相对较高，规模炭黑企业如黑猫炭黑、龙星化工开工率都在 80% 以上。另外国内新增轮胎项目均为子午胎，对炭黑品质要求高，具有优良品牌的大企业竞争占优。



Figure 13 2009 年国内主要炭黑企业经营状况 单位：万吨

企业名称	产能	产量	开工率	市场占有率
黑猫炭黑	40	32.82	82.06%	11.59%
卡博特化工	42	32	76.19%	11.30%
龙星化工	18	18.28	91.39%	6.46%
苏州宝化	14	14.76	105.46%	5.21%
华东橡胶材料	20	13.62	68.10%	4.81%
台湾中橡	20.5	12.89	62.88%	4.55%
石家庄新星化炭	10	9.49	94.88%	3.35%
大石桥辽滨	13	8.4	64.63%	2.97%
河北大光明	11	7.99	72.60%	2.82%
山西永东	8	6.79	84.89%	2.40%
青岛赢创	7	6.7	95.71%	2.37%
青州博奥	13.5	6.38	47.23%	2.25%
山东贝斯特	8	6.12	76.54%	2.16%
杭州富春江	8.5	5.77	67.91%	2.04%
茂名环星	6	4.93	82.14%	1.74%
其他	192.9	96.18	49.86%	33.97%
合计	432.40	283.12	65.18%	100.00%

资料来源：中国橡胶工业协会炭黑分会、世纪证券研究所

## 技术、成本优势显著

### 技术优势

公司是目前国内企业中唯一一家在原料处理中配备焦油离心机的企业，可以有效降低原料油成本；公司采用大型新工艺反应炉，单炉生产能力可达到 120 吨/天。生产装置配有 850℃ - 900℃ 在线高温空气预热器和 260℃ - 280℃ 原料油预热器，具有节能降耗的优点。

公司的生产设备从主供风机、空气预热器、微米粉碎机到包装机，可全部实现国产化和自动化，真正做到建设工期短、见效快、易维修。另外公司通过对生产线的工艺改进，公司原材料消耗量和消耗结构改善。如增加价格比较便宜的煤焦油、混合油使用量，减少价格较高的乙烯焦油和蒽油使用量，从而降低原料成本的压力。

公司采用 DCS 控制系统，实现了炭黑生产和尾气发电的联合操作与控制，并对重要工艺参数进行自动控制和调节，确保产品质量均匀稳定。安全联锁系统保证了过程操作安全可靠，保证了生产稳定运行。



### 成本优势突出

公司地处我国华北中部的河北省邢台市，煤炭资源丰富，并靠近山西、陕西等煤炭能源的主产区，煤焦化企业数量多、规模大，确保了优质低价原料油的大量采购。在公司周围 100 公里范围内，估计煤焦油供应能力达到 186 万吨。

公司的物流网络完全可覆盖重要的轮胎生产基地。同时，公司靠近京广铁路、京深高速公路、107 国道等主要交通道路，能够在节省交通成本的同时，确保炭黑产品的及时输送。

公司成本控制能力受益于技术、资源综合利用优势。至 2007 年以来毛利率一直领先于可比公司黑猫股份 2-8 个百分点。

Figure 14 上市公司可比公司毛利率对比 单位：%

公司	2007	2008	2009	2010	2011.3Q
黑猫股份	18.83	15.44	19.40	14.09	16.32
龙星化工	26.50	22.76	23.62	19.05	18.65

资料来源：wind、世纪证券研究所

### 资源综合利用优势

由于炭黑生产过程会产生大量可再利用的低热值有毒尾气，如果能够实现尾气的回收利用，既可解决污染问题，又可以降低生产成本。公司炭黑产能为 30 万吨/年具备建设配套尾气发电装置的经济规模，目前装机容量已达到 51MW。在节能环保的同时，既保证了炭黑生产的电力全部自供，又提升了公司的盈利能力，达到了节能增效的良好经济效益。公司的炭黑尾气发电机组被认定为资源综合利用项目，享受税收优惠政策。

### 项目陆续投产，业绩增长点明显

#### 募集资金投资项目：2012 年将贡献全部产能

公司 2011 年 9 月份沙河本埠 8 万吨炭黑项目全面投产，预计 2012 年将贡献全年产能。预计项目完全达产后将实现年销售收入 47,688 万元，总投资收益率 15.43%，税后财务内部收益率 16.1%，税后投资回收期为 6.57 年。

**焦作项目：携手中国化工橡胶，市场有保证**

公司焦作龙星子公司，出资比例 60%。焦作龙星投资项目包括 3 条 3.5 万吨/年硬质新工艺炭黑工程和 1 条 3.5 万吨/年软质新工艺炭黑工程及相应配套设施。产品名称为橡胶用硬质、软质新工艺炭黑系列产品。

根据龙星化工与风神轮胎控股股东中国化工橡胶总公司于 2011 年 2 月 16 日签定的《炭黑类别战略合作协议》，中国化工橡胶总公司承诺，在市场原则下，其所属企业将优先使用龙星化工的产品并逐年提高，使用比例；中国化工橡胶总公司将协调风神轮胎在优质同价或同质同价的前提下优先采购焦作龙星的炭黑产品。风神轮胎 2010 年投资 10 亿建设的 500 万套/年乘用车子午胎项目，预计 2012 年项目达产后，对炭黑的需求约为 8 万吨。根据公司公告，焦作龙星一期项目 2\*3.5 万吨炭黑生产线和余热发电项目按照原计划顺利实施，**将在 2011 年 12 月 28 日前建成。预计 2012 年将投产 7 万吨炭黑。**

项目全部投产后，新增产能硬质炭黑 10.5 万吨和软质炭黑 3.5 万吨，新增年销售收入 88,955 万元，年新增利润总额 8,073.25 万元，年新增税后利润 6,054.94 万元，项目财务内部收益率为 18.80%（税后），税后静态投资回收期（包含建设期）6.63 年，项目具有较好的经济效益。

**白炭黑项目：未来受益于绿色轮胎推广**

公司已经取得河北省发展改革委员会核准的固定资产投资项目备案证，准许公司分多期建设六条高分散白炭黑生产线，总规模可达到年产 21 万吨。2011 年 05 月 19 日，公司第二届董事会 2011 年第四次会议审议通过了《关于投资建设白炭黑项目的议案》，同意公司一期建设 3.5 万吨高分散白炭黑项目。

**从市场发展情况来看，未来白炭黑的发展前景较为广阔。**因为在轮胎中使用高分散白炭黑可以降低滚动阻力、增加湿路面抓着力、减少油耗，达到减少汽车废气排放的环保效应，使轮胎企业更多地把高分散白炭黑应用到配方中。

近年来，世界各国都在鼓励发展环保绿色轮胎，这给白炭黑相关生产企业提供了广阔的市场发展空间。近年来，日本、美国、欧盟相继出台了规定轮胎性能的相关法规。其中，欧盟出台的轮胎标签法规定到 2012

年所有欧盟范围内的新轮胎必须在轮胎标签上标注燃料效率级别、湿地抓着性能以及外部滚动噪声等关于轮胎的关键参数。目前，这类法规在日本已经实施；美国将于 2011 年实施；而欧盟将于 2012 年实施。

根据公司公告，截止 2011 年 9 月，公司白炭黑项目主体设备已经签署制作、采购合同，其制作与安装期预计需要 10 个月。**该项目预计将于 2012 年 8 月底之前建成投产。**预计公司项目年销售收入 2.5 亿元，利润总额 4941 万元，所得税按利润总额的 15 % 计取，年所得税额为 741.23 万元；项目年净利润为 4200 万元。

### 盈利预测与投资评级

关键假设条件：

- 1) 沙河本埠炭黑项目 2012 年贡献全部产能；
- 2) 焦作龙星一期项目 2012 年投产；
- 3) 3.5 万吨高分散白炭黑项目 2012 年底投产；
- 4) 考虑受行业新增产能冲击，炭黑价格较 2011 年略有下降；

Figure 15 公司主要产品关键假设 单位：万吨、元/吨、百万元

产品	指标	2010	2011E	2012E	2013E
炭黑	产能	18	30	37	44
	销量	21.8	24	36.3	42
	销售平均价格	5889.50	8088.03	7600.00	7500.00
	营业收入(百万)	1283.91	1941.13	2758.80	3150.00
	营业成本(百万)	1046.64	1589.20	2273.25	2598.75
	毛利率	18.48%	18.13%	17.60%	17.50%
白炭黑	产能			3.5	3.5
	销量			1	3.5
	销售价格			7000	7000
	营业收入(百万)			70	245
	营业成本(百万)			42	147
	毛利率			40%	40%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

根据我们的预测，公司 2011 - 2013 年每股收益分别为 0.38 元、0.46 元、0.66 元，对应 2 月 29 日收盘价(9.05 元)，市盈率分别为 23.96 x、19.67 x、13.69 x，与业务可比公司比较，具有一定估值优势，虑及公司成本优势明显，项目陆续投产贡献业绩，给予“增持”评级。

Figure 16 可比炭黑上市公司估值一览 (2012.2.29)

证券代码	证券简称	EPS				PE			
		2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
002068.SZ	黑猫股份	0.11	0.25	0.36	0.46	66.10	29.12	20.32	16.17
002442.SZ	龙星化工	0.23	0.38	0.46	0.66	39.94	24.06	19.76	13.75

资料来源: wind、世纪证券研究所

### 风险因素分析

- 1) 煤焦油原料价格大幅波动的风险;
- 2) 项目投产经营情况低于预期;
- 3) 下游行业景气波动风险。

## 附件：财务报表预测

Figure 17 公司财务报表预测 单位：百万元

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>	1108	1339	1452	1730	<b>营业收入</b>	1334	2043	2947	3536
现金	412	300	100	50	营业成本	1080	1673	2412	2860
应收账款	280	389	440	611	营业税金及附加	3	4	6	7
其他应收款	1	9	12	13	营业费用	85	125	183	216
预付账款	42	55	82	99	管理费用	50	73	106	117
存货	194	276	386	442	财务费用	36	39	62	84
其他流动资产	179	310	433	515	资产减值损失	5	5	5	5
<b>非流动资产</b>	617	1053	1446	1659	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	533	829	1190	1480	<b>营业利润</b>	76	125	173	248
无形资产	31	37	43	48	营业外收入	11	20	0	0
其他非流动资产	47	182	207	126	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	1725	2393	2898	3389	<b>利润总额</b>	85	145	173	248
<b>流动负债</b>	600	1184	1530	1821	所得税	12	25	27	37
短期借款	437	906	1250	1488	<b>净利润</b>	73	120	147	211
应付账款	77	101	121	163	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	85	177	159	170	<b>归属母公司净利润</b>	73	120	147	211
<b>非流动负债</b>	66	69	82	71	<b>EBITDA</b>	153	199	289	405
长期借款	50	60	72	60	<b>EPS (元)</b>	0.36	0.38	0.46	0.66
其他非流动负债	16	9	10	11	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	666	1253	1612	1892	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
股本	200	320	320	320	营业收入	37.8%	53.2%	44.2%	20.0%
资本公积	694	574	574	574	营业利润	-13.6%	65.2%	38.8%	42.8%
留存收益	165	245	392	603	归属于母公司净利润	4.7%	66.0%	21.8%	43.7%
归属母公司股东权益	1059	1140	1286	1497	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	1725	2393	2898	3389	毛利率(%)	19.1%	18.1%	18.2%	19.1%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	5.4%	5.9%	5.0%	6.0%
					ROE(%)	6.8%	10.6%	11.4%	14.1%
					ROIC(%)	8.0%	7.2%	7.7%	9.2%
<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	<b>-20</b>	<b>-87</b>	<b>-33</b>	96	资产负债率(%)	38.6%	52.4%	55.6%	55.8%
净利润	73	120	147	211	净负债比率(%)	81.28%	83.92%	87.01%	85.93%
折旧摊销	41	35	54	73	流动比率	1.85	1.13	0.95	0.95
财务费用	36	39	62	84	速动比率	1.52	0.89	0.69	0.70
投资损失	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
营运资金变动	-163	-283	-314	-288	总资产周转率	1.02	0.99	1.11	1.13
其他经营现金流	-6	2	19	16	应收账款周转率	5	6	7	6
<b>投资活动现金流</b>	<b>-203</b>	<b>-456</b>	<b>-456</b>	<b>-285</b>	应付账款周转率	20.00	18.78	21.79	20.16
资本支出	183	450	450	280	<b>每股指标(元)</b>				
长期投资	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.23	0.38	0.46	0.66
其他投资现金流	-20	-6	-6	-5	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.06	-0.27	-0.10	0.30
<b>筹资活动现金流</b>	582	431	289	139	每股净资产(最新摊薄)	3.31	3.56	4.02	4.68
短期借款	175	469	344	238	<b>估值比率</b>				
长期借款	-4	10	12	-12	P/E	39.76	23.96	19.67	13.69
普通股增加	50	120	0	0	P/B	2.72	2.53	2.24	1.93
资本公积增加	539	-120	0	0	EV/EBITDA	20	15	10	7
其他筹资现金流	-178	-47	-67	-87					
<b>现金净增加额</b>	<b>358</b>	<b>-112</b>	<b>-200</b>	<b>-50</b>					

资料来源：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.