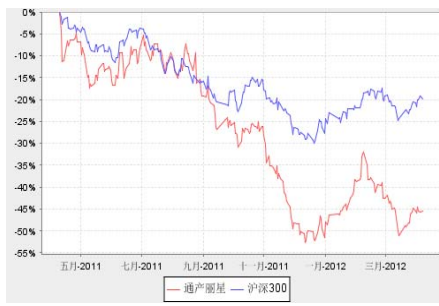


通产丽星 (002243.SZ)
充分受益下游增长，市场占有率稳步提升

评级: 买入 **前次: 买入**
目标价(元): 10.20-11.22
 分析师: 朱嘉 分析师: 孙国东
 S0740510120017 S0740207010008
 021-20315132 0531-68889511
 zhujia@r.qlzq.com.cn sungd@r.qlzq.com.cn
 2012年5月8日

基本状况

总股本(百万股)	258.07
流通股本(百万股)	251.59
市价(元)	8.92
市值(百万元)	2301.98
流通市值(百万元)	2244.17

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	714.04	929.45	1,129.40	1,446.70	1,712.70
营业收入增速	21.91%	30.17%	21.51%	28.09%	18.39%
净利润增长率	42.57%	6.26%	28.11%	31.76%	21.81%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.40	0.51	0.67	0.82
前次预测每股收益(元)	—	—	0.51	0.67	0.82
市场预测每股收益(元)	—	—	0.53	0.72	0.89
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	-3.78%	-6.94%	-7.87%
市盈率(倍)	38.11	20.54	18.64	14.15	11.62
PEG	0.90	3.28	0.66	0.45	0.53
每股净资产(元)	2.29	2.68	3.09	3.77	4.59
每股现金流量	0.31	0.23	1.19	0.58	0.91
净资产收益率	16.39%	14.83%	16.48%	17.84%	17.85%
市净率	6.25	3.05	3.07	2.52	2.07
总股本(百万股)	258.07	258.07	258.07	258.07	258.07

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 我们认为，虽然公司以塑料包装制造为主，但由于下游主要客户为中高端消费品（化妆品），促使公司的性质介于传统制造企业与高档消费品企业之间，因此其产品需求表现出与中高端消费品相同的特性。下游行业及客户的快速增长将成为公司未来发展的主动力，同时相对较高的进入壁垒（品牌客户的认证）又使得公司较一般制造企业具有较好的盈利水平及成本转嫁能力。**
- 下游需求快速增长保证公司产品需求稳定增长。**消费升级将促进化妆品需求未来依然保持快速发展，据中国香料香精化妆品工业协会预测，2015年化妆品市场销售规模有望增长至2300亿元，11年~15年复合年增长率达21.82%。化妆品行业的较快增长，将直接催生化妆品包装行业的需求增长。我们认为，后期化妆品包装的增速有望实现15-20%左右的整体增长。
- 下游客户高档化将促使公司市场占有率稳步提升。**我国中高端收入人群收入及消费支出的提升，将促进我国化妆品的消费的高档化，因此一线品牌的市场占有率将有望稳步提升。公司目前主要客户均为化妆品的一线品牌，因此公司主要客户的市场规模扩张速度很可能远高于行业平均，市场占有率将稳步提升。
- 吴江生产基地建设将彻底解决产能不足的瓶颈。**公司化妆品包装业务拥有三大重点生产基地：上海、广州增城、深圳龙岗，而吴江生产基地一期有望于2013年投产。公司目前产能利用率较高，2012年的扩产将主要以技改为主，真正解决产能瓶颈将要等到江苏吴江生产基地建成之后。
- 我们预计公司2012-2014年的EPS分别为0.51、0.67和0.82元，对应的动态市盈率分别为17倍、13倍和10.7倍。**鉴于公司未来下游需求增长较为确定，促使公司具有一定的消费属性，估值应给予一定的溢价。我们给予公司2012年20-22倍PE，目标价为10.20-11.22元，给予“买入”的投资评级。

内容目录

公司概况	- 3 -
下游行业增长、主要客户的发展将成为公司业绩增长的主动力	- 3 -
消费升级将促进化妆品包装需求未来依然保持快速发展	- 3 -
公司客户均为化妆品一线品牌，公司将全面受益于客户市场占有率的提升	- 6 -
产能扩张为后期发展奠定基础	- 8 -
公司优势：研发、一体化服务和及时供货能力	- 9 -
盈利预测及估值	- 10 -
业绩预测	- 10 -
绝对估值	- 11 -
相对估值	- 11 -
风险提示	- 12 -

图表目录

图表 1：公司主要产品	- 3 -
图表 2：我国化妆品行业销售额增长情况	- 4 -
图表 3：我国化妆品制造业收入增长情况	- 4 -
图表 4：我国城镇居民可支配收入快速增长	- 4 -
图表 5：中高收入群体可支配收入稳定增长	- 4 -
图表 6：我国各收入人群消费性支出情况	- 5 -
图表 7：我国化妆品消费结构（2011 年）	- 5 -
图表 8：我国各类化妆品包装占比情况	- 6 -
图表 9：我国化妆品塑料包装市场规模增长情况	- 6 -
图表 10：我国化妆品塑料包装占比提升情况	- 6 -
图表 11：公司主要客户	- 7 -
图表 12：2011 年国内大众化妆品品牌关注度情况	- 7 -
图表 13：2011 年国内高档化妆品品牌关注度情况	- 7 -
图表 14：公司及主要客户历年收入增速比较	- 8 -
图表 15：公司主要客户扩建项目（不完全统计）	- 8 -
图表 16：公司主要产品预测	- 10 -
图表 17：DCF 估值	- 11 -
图表 18：包装企业估值比较	- 11 -
图表 19：盈利预测表	- 12 -

公司概况

- 通产丽星是国内化妆品塑料包装行业龙头企业。公司致力于高档化妆品塑料包装的生产、销售以及配套模具的研究和生产。公司与包括宝洁、联合利华、欧莱雅、箭牌等在内的国际著名化妆品及食品巨头建立了长期、稳定的合作关系，目前成为国内化妆品塑料包装细分子行业的绝对龙头。
- 公司主营化妆品塑料包装的生产与销售，产品及业务范围包括软管、吹塑、注塑以及罐装业务。

图表 1: 公司主要产品

产品大类	产品	主要用途
软管	化妆品复合软管包装	洗发露、护发素、眼霜、精华素、防晒霜等
注塑	硬质罐体 软管和吹瓶的盖子	高档化妆品：面霜、唇膏、粉饼等
吹塑	日化产品瓶体	日用化妆品、食品：沐浴液、洗发露、口香糖等

来源：齐鲁证券研究所

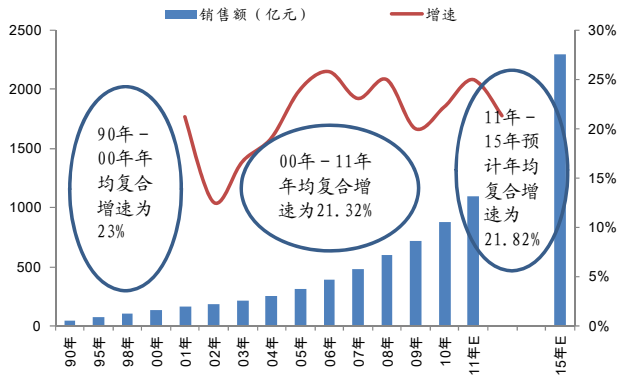
- 虽然公司以制造为主，但由于下游主要客户为中高档消费品，促使公司的性质介于传统制造企业与高档消费品企业之间，因此其产品需求表现出与中高档消费品相同的特性。下游行业及客户的快速增长将成为公司未来发展的主动力，同时相对较高的进入壁垒（品牌客户的认证）又使得公司较一般制造企业具有较好的盈利水平及成本转嫁能力。

下游行业增长、主要客户的发展将成为公司业绩增长的主动力

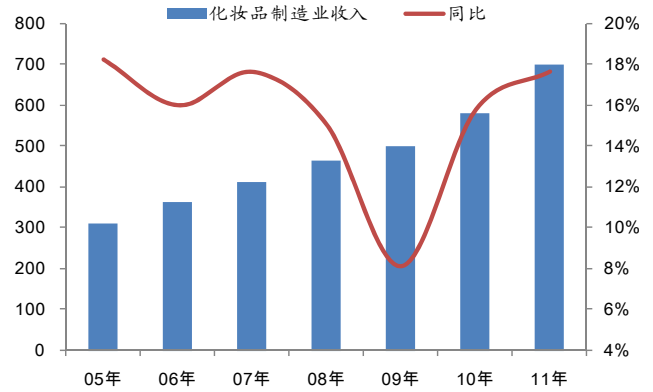
消费升级将促进化妆品包装需求未来依然保持快速发展

- 2008 年我国人均 GNI 达到 2940 美元，已经接近 3000 美元这一临界点，从发达国家、地区的经验数据来看，我国居民消费率在未来一段时间内将有望逐步上升。
- 我国 2011 年人均 GDP 上升至 35000 元左右，按当前汇率计算，折合美元大致为 5540 美元左右，国民对中高端消费品需求日益增加，同年城镇人均支出上升 12.54% 至 15161 元，带动终端消费行业进入快速成长期。化妆品按低档、中高档划分，其商品属性分别接近必需品与奢侈品，因此在消费升级的背景之下，中高端化妆品受益将非常明显。
- 由于日化行业分类较细（包括洗涤、口腔清洁、以及化妆品等），统计口径并未统一，不同的企业、协会以及顾问公司对市场规模的估算不尽相同。根据统计局统计数据，2011 年化妆品制造行业的收入达到了 700 亿元，同比增长 17.6%，05 年至今，年均增速达到了 15.45%。而另据

中国香料香精化妆品工业协会预测, 2011 年化妆品市场销售规模有望达到 1100 亿元, 而 2015 年则有望增长至 2300 亿元, 11 年~15 年复合年增长率达 21.82%, 远高于 GDP 增速。

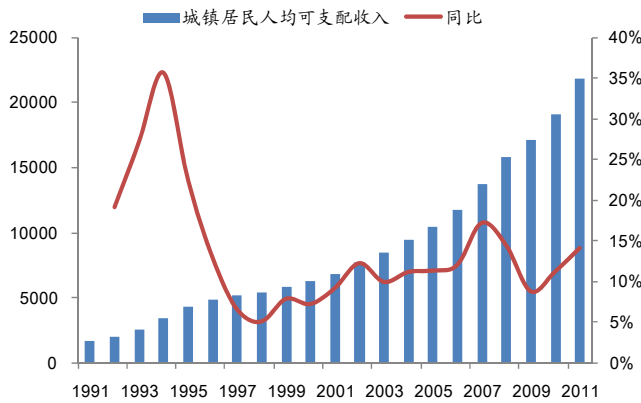
图表 2: 我国化妆品行业销售额增长情况


来源: 齐鲁证券研究所

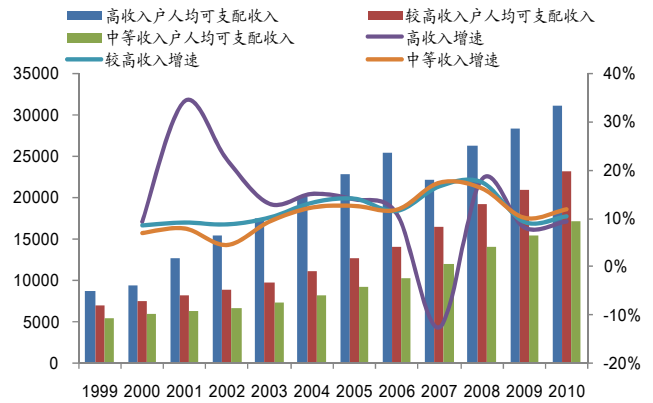
图表 3: 我国化妆品制造业收入增长情况


来源: 齐鲁证券研究所

- 后期, 我国化妆品市场规模将随着我国经济及城镇居民可支配收入的提升而继续快速增长, 特别是城镇居民中高收入群体的可支配收入的快速增长将有效地支撑后期我国化妆品需求继续维持较快的增速。

图表 4: 我国城镇居民可支配收入快速增长


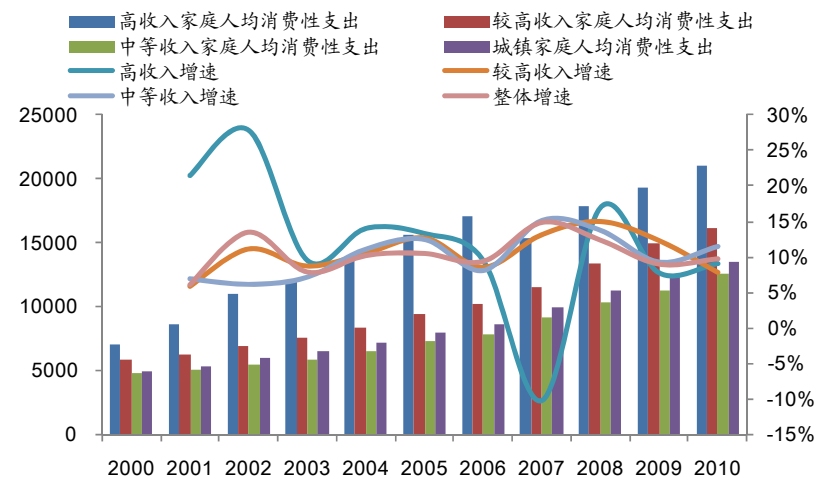
来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 中高收入群体可支配收入稳定增长


来源: 齐鲁证券研究所

- 如图 6 所示, 2000-2010 年间, 随着人均可支配收入的增长, 城镇居民的消费性支出亦呈现稳定增长的态势, 其中中高等收入家庭的消费性支出的增速复合增长均达到了 10% 以上。消费性支出的稳步提升, 将对后期我国化妆品市场无论是需求总量的增长还是产品需求结构的提升奠定良好的基础。

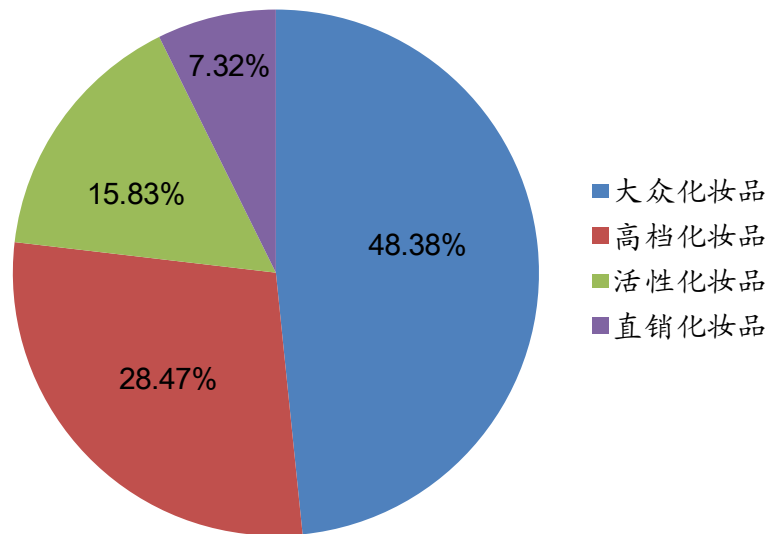
图表 6: 我国各收入人群消费性支出情况



来源：齐鲁证券研究所

- 中高收入人群的可支配收入及消费性支出的提升将逐步改变我国化妆品的消费结构，其中高档以上层次的化妆品的占比将逐步提升。

图表 7: 我国化妆品消费结构 (2011 年)

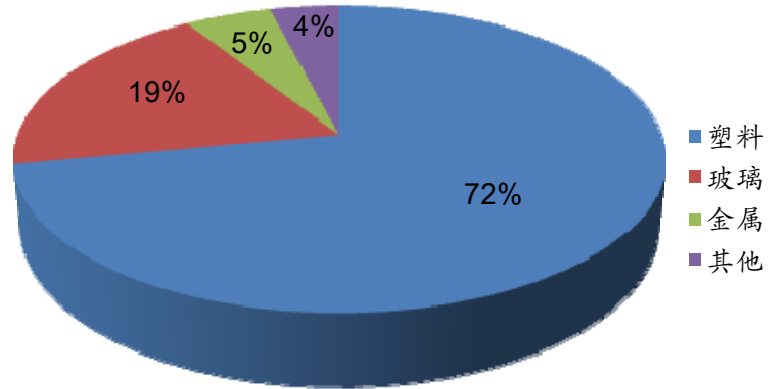


来源：齐鲁证券研究所

- 化妆品行业的较快增长，将直接催生化妆品包装行业的需求增长。我们认为，后期化妆品包装的增速有望实现 15 - 20% 左右的整体增长。
- 化妆品包装作为展示化妆品品牌形象与技术内涵的载体，在化妆品生产商的营销战略中起到不可或缺的作用，目前化妆品厂商对包装差异化的需求更加明显。
- 塑料、玻璃、金属三种材料是主要的化妆品包装容器材料。一直以来，玻璃容器的主要优势在于其水晶般透明的高档质感。塑料包装的优势是

重量轻、强度大和不易破碎，而且塑料易于着色、可塑性强，可制成各种造型的瓶型，随着制造工艺、技术、材料的进步，塑料包装也兼具玻璃产品的透明特性且价格较低，其替代玻璃包装是包装工业发展的必然趋势。

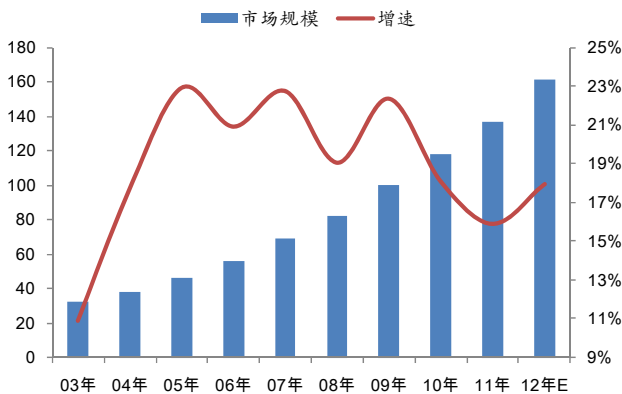
图表 8：我国各类化妆品包装占比情况



来源：齐鲁证券研究所

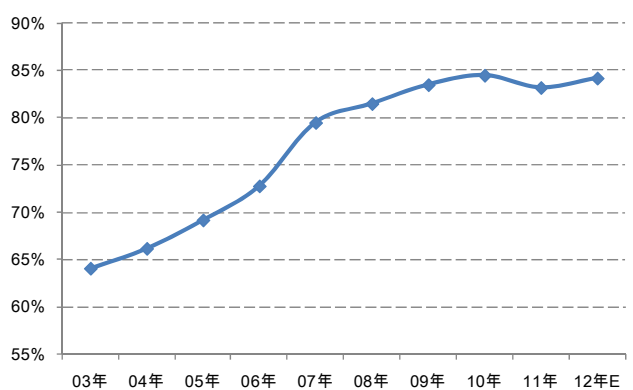
- 如图 9、10 所示，我国化妆品塑料包装的市场份额近 10 年来均保持较快增长，年均增速达到了 18.84%。其比重亦由 2003 年 64.1% 提升到 2011 年的 83.2%，我们预计 2012 年其比重将进一步提升。

图表 9：我国化妆品塑料包装市场规模增长情况



来源：齐鲁证券研究所

图表 10：我国化妆品塑料包装占比提升情况



来源：齐鲁证券研究所

公司主要客户均为化妆品一线品牌，公司将全面受益于客户市场占有率的提升

- 同时前面我们曾经分析到，我国中高端收入人群收入及消费支出的提升，将促进我国化妆品的消费的高档化，因此一线品牌的市场占有率将有望稳步提升。公司目前主要客户均为化妆品的一线品牌，因此公司主要客

户的市场规模扩张速度很可能远高于行业平均。

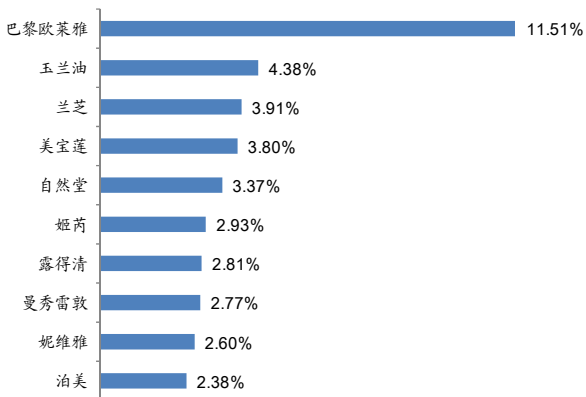
图表 11: 公司主要客户



来源: 齐鲁证券研究所

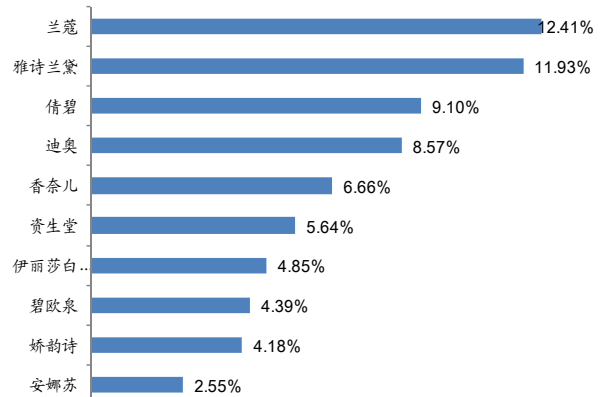
- 随着化妆品市场容量的快速扩大，外资巨头们基本上在国内都形成了研发和生产中心。这些规模庞大的国际知名化妆品及食品公司在享受中国消费增长的同时，更依托其全球品牌不断扩大在中国的市场份额，持续成就自身大而快的成长。在 2011 年国内大众化妆品品牌关注度最高的前 10 位品牌中，只有自然堂为国产品牌，而关注度最高的十大高档化妆品品牌则全为外资巨头所占据。

图表 12: 2011 年国内大众化妆品品牌关注度情况



来源: 齐鲁证券研究所

图表 13: 2011 年国内高档化妆品品牌关注度情况

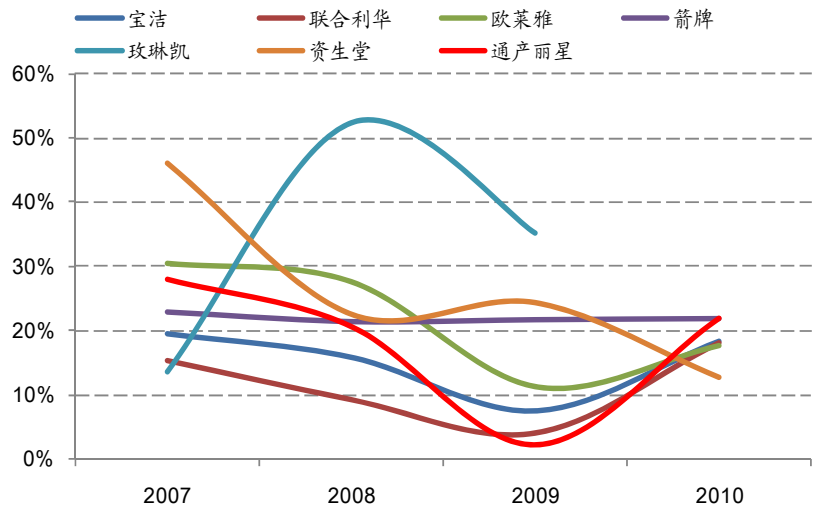


来源: 齐鲁证券研究所

- 我们认为在消费升级的助推下，国际大牌化妆品有望凭借品牌优势，不断扩大在中国的市场份额，增速将超过行业增速。通产丽星依靠与客户之间紧密的合作关系，将直接受益下游需求高增长。
- 现有客户销售高速增长是通产丽星增长的根本动力。过去几年公司重点

客户在中国的销售额基本保持着 15%~30%的年均增长速度，促进公司收入亦保持了 20%左右的增速。

图表 14: 公司及主要客户历年收入增速比较



来源：齐鲁证券研究所

- 未来在外资品牌继续加大投入的背景下，其竞争优势将更加明显。其市场占有率将进一步提升，而公司通过与这些客户的紧密合作关系享受共同成长。

图表 15: 公司主要客户扩建项目 (不完全统计)

	生产基地	主要产品	投产时间
联合利华	合肥工业园	力士、清扬等品牌日化产品	二期为2012年
	天津	10万吨卫浴产品	2012
宝洁	江苏	美尚及卫生用品	2012
欧莱雅	湖北宜昌	彩妆扩建项目	2013
箭牌	永和工厂	棒棒糖及彩虹糖	2012

来源：齐鲁证券研究所

产能扩张为后期发展奠定基础

- 公司目前产能利用率较高，2012年的扩产将主要以技改为主，真正解决产能瓶颈将要等到江苏吴江生产基地建成之后。
- 公司化妆品包装业务拥有三大重点生产基地：上海、广州增城、深圳龙岗，而吴江生产基地一期有望于 2013 年投产。其中上海基地土地面积约 2.5 万平方米，建筑面积 2.1 万平方米，产值 2.5 亿元，而近期公司又在上海租赁了一个 1 万平米的厂房扩产，总产值有望达到 3.5 亿元；广州增城基地土地总面积 7 万多平方米，一期建筑面积 4.4 万平方米，

产值近 3 亿产值，目前二期项目正在建设中；深圳坂田基地，2.5 亿产值，出口为主。重点客户包括宝洁国内单及出口单，雅斯兰黛出口单等。

- 苏州子公司竞得吴江土地面积 98753.1 平方米，我们预计苏州项目一期将于 2013 年投产。苏州项目投产后，将彻底解决公司产能不足问题，为公司未来业绩增长奠定良好的基础。

公司优势：研发、一体化服务和及时供货能力

- 国内包装企业要想成为国际知名品牌商的供应商，需要通过严格的供应商资质认证。而这认证将主要考察的是供应商产品的品质、技术研发能力、一体化服务能力和及时供货能力等方面。对于中高端化妆品品牌厂商来说，相比较于包装产品的价格，他们更关注的是供应商产品品质的稳定性、及时性和后期配套服务能力。因此研发能力、一体化服务能力和及时供货能力将成为供应商的核心竞争力。
- 公司兼具传统生产商、模具设计及制造商、罐装厂商的特点，从降低成本与提高效率两方面，为客户提供包装产品与服务，绑定客户的同时拉动自身业务快速增长。
- 这些国际知名品牌商一旦认定某化妆品包装企业的供应商资质并确定合作关系，为保证产品品质及包装产品的稳定性，通常不会轻易改变供应商。这种严格的供应商资质认定，以及长期合作形成的稳定客户关系，形成了极强的行业壁垒。而这就形成了公司**先入为主的**优势。
- 化妆品包装以运输包装需求为基础，更强调销售包装功能，以匹配产品及公司品牌和促销产品，因此其对包装供应商的设计能力、打样能力、印刷能力等方面的要求明显高于其他行业。
- 塑料包装设计设计的核心环节在于模具的开发和制造。模具的制造工艺一方面决定了包装物能否准确将客户的品牌理念转化为成品，同时也决定了产成品的耐用程度。
- **公司研发能力在业内首屈一指**。公司的研发投入占当年主营业务收入占比达 6%以上，在业内属于较高水平，同时具有软管、吹塑、注塑三大**模具研发能力**。
- **良好的一体化服务能力亦是公司优势之一**。公司目前既向客户提供包装解决方案的设计研发，同时更为客户提供更全面、专业的物流配送及化妆品灌装服务。公司的一体化服务在一定程度上为客户节约了成本，并降低了客户的包装产品库存水平。
- 公司凭借领先的技术能力与良好的管理能力，能在较短时间内完成产品设计、生产、配送等工作，满足客户对产品质量及交货期的要求。良好的一体化服务能力及模具研发能力进一步提高公司供货及时性方面的优势。

盈利预测及估值

业绩预测

- 我们预计公司 2012 - 2014 年的 EPS 分别为 0.51、0.67 和 0.82 元，对应的动态市盈率分别为 17 倍、13 倍和 10.7 倍。

图表 16: 公司主要产品预测

软管	10年	11年	12年E	13年E	14年E
产能 (万支)	57661	60075	72000	95000	108000
价格 (元/支)	0.71964	0.82515	0.82	0.82	0.84
收入 (百万元)	414.95	495.71	590.4	779	907.2
成本	303.47	375.84	445.752	588.145	684.936
毛利率	26.86%	24.18%	24.50%	24.50%	24.50%
毛利	111.456	119.863	144.648	190.855	222.264
吹瓶	10年	11年	12年E	13年E	14年E
产能 (万支)	30790	32743	40000	53000	61000
价格 (元/支)	0.36044	0.42617	0.44	0.44	0.45
收入 (百万元)	110.98	139.54	176	233.2	274.5
成本	85.21	108.35	135.52	179.564	211.365
毛利率	23.22%	22.35%	23.00%	23.00%	23.00%
毛利	25.7696	31.1872	40.48	53.636	63.135
注塑	10年	11年	12年E	13年E	14年E
产能 (万支)	90338	95886	112000	135000	160000
价格 (元/支)	0.13622	0.13936	0.15	0.15	0.16
收入 (百万元)	123.06	133.63	168	202.5	256
成本	92.9	102.21	128.016	154.305	195.072
毛利率	24.51%	23.51%	23.80%	23.80%	23.80%
毛利	30.162	31.4164	39.984	48.195	60.928
灌装	10年	11年	12年E	13年E	14年E
收入	61.39	119.41	150	180	220
成本	46.95	91.36	114.75	137.7	168.3
毛利率	23.52%	23.49%	23.50%	23.50%	23.50%
毛利	14.4389	28.0494	35.25	42.3	51.7
其他	10年	11年	12年E	13年E	14年E
收入	3.65	41.16	45	52	55
成本	1.66	25.67	29.25	33.8	35.75
毛利率	54.63%	37.62%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利	1.994	15.4844	15.75	18.2	19.25

来源: 齐鲁证券研究所

绝对估值

- 我们采取 DCF 估值，主要假设前提为：

假定市场无风险利率为 3.6%，风险溢价为 6.5%，据此测算 WACC = 10.37%，假定公司 $\beta = 1.2$ ，永续增长率 TV = 1%。

- DCF 结果显示，公司合理估值为 10.12 元。

图表 17： DCF 估值

每股价值	10.12										TV增长率	1.0%
隐含 P/E	19.84										WACC	10.97%
企业值	2,838.40										债务	207.83
股票价值	2,612.19										投资	63.39
											少数股东权益	18.38
会计年度截止日：12/31	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	TV	合计
FCFF	129.25	-32.43	179.88	260.00	336.97	324.28	354.96	370.22	384.26	387.71	3,928.90	6,624.00
PV(FCFF)	116.47	-26.34	131.64	171.48	200.28	173.68	171.33	161.04	150.62	136.95	1,387.86	2,775.02

来源：齐鲁证券研究所

相对估值

- 公司作为国内化妆品包装行业的龙头企业，产能扩张将促使公司伴随着下游客户的快速增长而快速成长，同时产能瓶颈的解决亦将促使公司后期逐步开发新客户，进入包装新领域，二者均将成为公司后期业绩增长的基础。
- 鉴于公司未来下游需求增长较为确定，促使公司具有一定的消费属性，且下游的高盈利将维持公司高毛利水平，其估值上应给予一定的溢价。我们给予公司 2012 年 20-22 倍 PE，目标价为 10.20-11.22 元，给予“买入”的投资评级。

图表 18： 包装企业估值比较

	每股收益			收盘价	市盈率		
	11A	12E	13E		11A	12E	13E
通产丽星	0.40	0.51	0.67	8.80	22.00	17.25	13.13
永新股份	0.81	0.85	1.04	15.34	18.94	18.05	14.75
劲嘉股份	0.61	0.78	0.96	10.10	16.56	12.95	10.52
合兴包装	0.21	0.30	0.38	5.89	28.05	19.63	15.50
浙江众成	0.60	0.78	0.93	19.20	32.00	24.62	20.65
美盈森	0.59	0.73	0.98	19.18	32.51	26.27	19.57
上海绿新	0.64	0.86	1.03	13.56	21.19	15.77	13.17
平均					24.87	19.55	15.69

来源：齐鲁证券研究所

风险提示

- 宏观经济低于预期影响下游需求的风险
- 公司在建产能投产时间不确定风险
- 公司人力成本上升风险

图表 19: 盈利预测表

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	929	1,129	1,447	1,713	货币资金	57	155	201	239
增长率	30.2%	21.5%	28.1%	18.4%	应收款项	273	218	292	355
营业成本	-703	-853	-1,094	-1,295	存货	132	121	156	184
% 销售收入	75.7%	75.6%	75.6%	75.6%	其他流动资产	83	75	99	119
毛利	226	276	353	417	流动资产	545	570	748	898
% 销售收入	24.3%	24.4%	24.4%	24.4%	% 总资产	47.9%	44.6%	47.7%	53.4%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-5	长期投资	6	6	6	6
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	533	645	749	705
营业费用	-43	-52	-64	-74	% 总资产	46.9%	50.5%	47.8%	42.0%
% 销售收入	4.6%	4.6%	4.4%	4.3%	无形资产	50	53	60	69
管理费用	-62	-73	-91	-104	非流动资产	593	707	818	783
% 销售收入	6.6%	6.5%	6.3%	6.1%	% 总资产	52.1%	55.4%	52.3%	46.6%
息税前利润 (EBIT)	118	147	194	234	资产总计	1,138	1,276	1,566	1,681
% 销售收入	12.7%	13.1%	13.4%	13.7%	短期借款	208	171	272	124
财务费用	-15	-6	-6	-4	应付款项	159	187	207	243
% 销售收入	1.7%	0.5%	0.4%	0.3%	其他流动负债	32	70	60	70
资产减值损失	-3	0	0	0	流动负债	399	427	539	437
公允价值变动收益	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	其他长期负债	28	28	28	28
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	427	456	568	466
营业利润	100	142	188	230	普通股股东权益	693	799	972	1,183
营业利润率	10.8%	12.5%	13.0%	13.4%	少数股东权益	18	22	26	32
营业外收支	17	9	9	11	负债股东权益合计	1,138	1,276	1,566	1,681
税前利润	117	150	198	241					
利润率	12.6%	13.3%	13.7%	14.1%	比率分析				
所得税	-12	-15	-20	-24		2011	2012E	2013E	2014E
所得税率	10.3%	10.0%	10.0%	10.0%	每股指标				
净利润	105	135	178	217	每股收益 (元)	0.398	0.510	0.672	0.819
少数股东损益	2	3	5	6	每股净资产 (元)	2.684	3.094	3.766	4.585
归属于母公司的净利润	103	132	173	211	每股经营现金净流 (元)	0.227	1.194	0.578	0.906
净利率	11.1%	11.7%	12.0%	12.3%	每股股利 (元)	0.100	0.100	0.000	0.000
					回报率				
					净资产收益率	14.83%	16.48%	17.84%	17.85%
					总资产收益率	9.03%	10.32%	11.08%	12.57%
					投入资本收益率	12.42%	15.98%	16.44%	19.26%
					增长率				
					营业总收入增长率	30.17%	21.51%	28.09%	18.39%
					EBIT增长率	13.97%	24.45%	31.78%	20.58%
					净利润增长率	6.26%	28.11%	31.76%	21.81%
					总资产增长率	41.71%	12.09%	22.71%	7.34%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	78.0	64.5	67.1	68.3
					存货周转天数	55.6	50.3	50.8	50.9
					应付账款周转天数	44.8	48.0	45.6	44.6
					固定资产周转天数	177.3	164.6	122.9	123.1
					偿债能力				
					净负债/股东权益	21.16%	1.87%	7.10%	-9.44%
					EBIT利息保障倍数	7.7	25.2	32.5	53.4
					资产负债率	37.53%	35.71%	36.24%	27.70%

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。