

海西铝型材龙头，有望受益于刺激政策

——闽发铝业（002578）研究报告

联系人：有色煤炭行业研究组

日期：2012年07月23日

www.lxzq.com.cn

要点：

1、**建筑用铝型材稳定增长。**我国是全球最大的铝型材消费国且每年对铝型材的需求中有63%是建筑用铝型材，十二五期间，城镇新增住宅面积将达到63.56亿平米，对建筑铝型材需求的拉动为419.48万吨。2012年—2015年我国房屋竣工面积每年将新增11.39亿平米，对建筑用铝型材的需求每年将超过75万吨。2010年我国各类建筑的总面积大约为441.49亿平米，预计到2015年我国各类建筑总面积将达到480.11亿平米，如果每年约10%进行更新改造，则对建筑铝型材的需求将达到316.87万吨。受益于城市化进程加快、旧有建筑大规模改造更新，我国建筑铝型材消费量还将保持较为旺盛的需求势头。

2、**工业用铝型材更具增长空间。**我国铝型材中的工业铝型材占比已经从2001年的24.1%提升至2009年的32%，预计到2012年提高至35%左右，但与欧洲、北美和日本61%、59%和40%左右的占比而言，我国还有很大的差距。目前我国乘用车用铝量只有大约92公斤/辆，我国北京、上海、广州的地铁线网密度仅为0.15、0.11、0.09，与发达国家相比有很大的增长空间。截止2011年底中国高铁通车里程达到9790公里，占全世界的57.03%，到2020年全国高速铁路里程更将达到180000公里。随着交通运输业和高端装备制造业的快速发展以及电子行业“短小轻薄”趋势的持续推进，预计我国铝型材有望维持15%左右的需求增速。

3、**海西铝型材龙头，区域市场存在缺口。**根据我们的测算，海西四省（浙江、江西、福建、上海）的GDP占全国的17.01%，工业总产值占全国的18.64%，建筑业生产总值占全国的15.52，而铝材产量仅占全国的10.99%，由于铝材加工能力与经济和工业发展不相适应，所以海西四省是典型的“蓝海市场”，作为当地仅有的两家大型铝型材产品生产提供商之一，公司面临着前所未有的机遇。

4、**产品结构逐步优化，产能处于扩张期。**随着市场规模扩大和客户需求量增加，公司的平均产能已接近饱和状态，预计2013年中期IPO实施的4万吨铝型材扩建项目建成后（其中工业型材14600吨，建筑型材25400吨），公司产能将提高至6.592万吨，是2010年的1.8倍。产能的大幅扩张不仅将进一步优化公司产品结构，而且还将导致公司业绩大幅增长。

5、**给予公司“增持”评级。**经过测算，我们预计闽发铝业2012—2014年的EPS分别为：0.31元，0.44元，0.57元，对应的PE分别为43X，30X，23X。由于产能增长有限和铝价的下跌，2012年公司业绩难有较好表现，在建项目投产后，预计公司业绩将在2013年明显增加。与铝加工类公司相比，闽发铝业目前的PE相对偏高，但如果下半年刺激政策推出，则铝特别是铝型材将是首当其冲受益的品种，有鉴于此，我们首次给予公司“增持”的投资评级。

6、**主要风险提示：**1、在建产能进展迟缓；2、刺激政策力度不及预期。

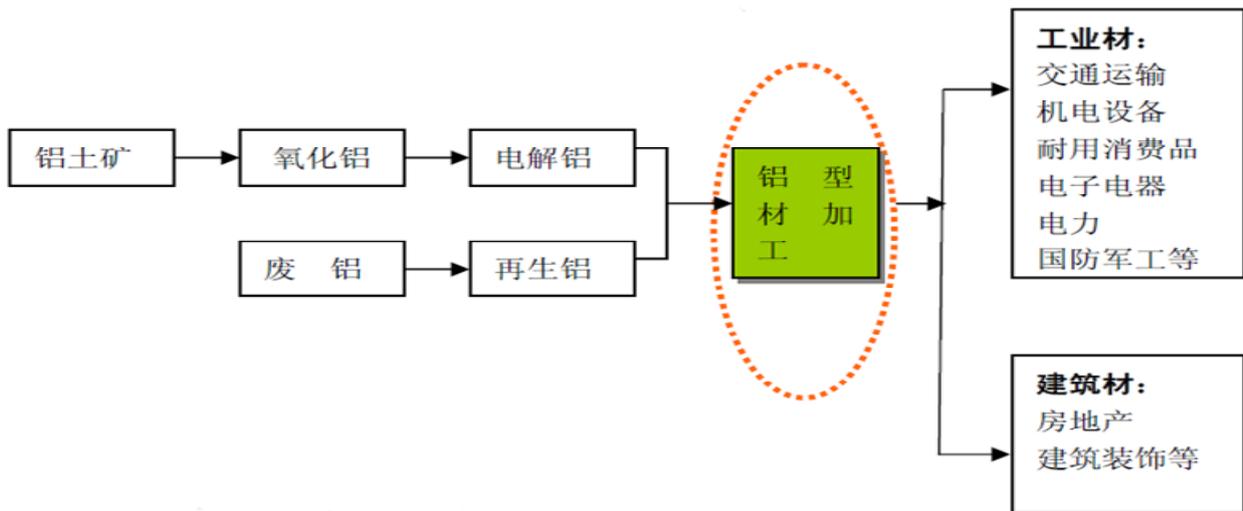
内
部
资
料



一、建筑用铝型材稳定增长

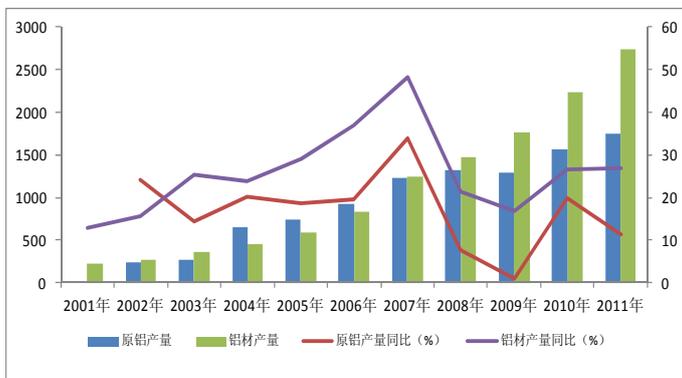
铝型材行业是一个充分竞争的行业，中国在产的铝型材厂商约600多家，铝型材加工的产业集中度仍显偏低，其中年生产能力2000吨以下的约占55%，年生产能力在2000-5000吨的企业数量占35%，1万吨/年以上的企业只有70多家。由于企业众多，厂均产能和行业集中度低，产品结构不合理，所以行业结构性矛盾突出，价格恶性竞争现象比较明显。

图表1 铝型材产业链示意图



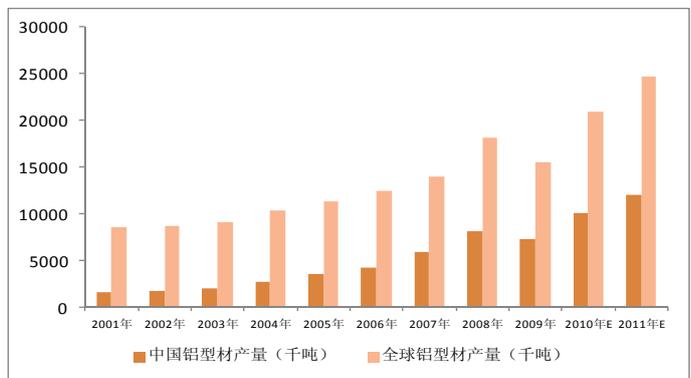
数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表2 原铝、铝材产量及增速



数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

图表3 全球和中国铝型材产量

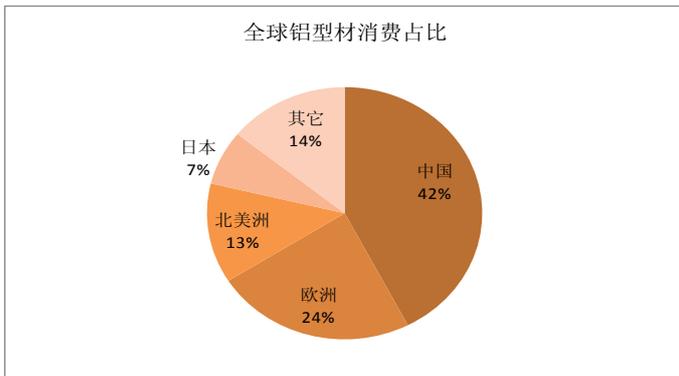


数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

铝型材具有的质轻、强度高、不易变形、耐腐蚀等优良特性使其在包括建筑、交通运输、耐用消费、机械设备、电子、化工、电力、国防军工等诸多领域得到广泛应用。随着工业的发展和城市化率的提高，全球铝型材的产量已经从2002年的872.6万吨提升至2011年的大约2462.8万吨，中国铝型材的产量也从2002年的171.7万吨提升至2011年的大约1206.7万吨，2002年—2011年全球和我国铝型材产量的复合增速分别为12%和24%。铝型材行业使用的上游原材料主要为铝锭，虽然我国铝土矿资源并不丰富，但却是世界第一大铝生产国。2002年—2011年我国原铝的产量复合增速为24.75%，铝材产量的复合增速更高达29%，随着电解铝产量逐年快速增长，国内电解铝市场一直呈现供大于求的局面，大量闲

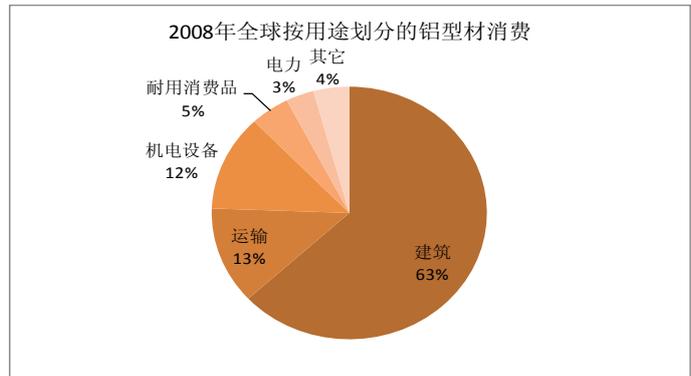
置产能不仅在很大程度上保证铝型材行业主要原材料电解铝的及时、足量供应，而且能在一定程度上保证铝型材行业原材料采购价格的相对稳定。目前建筑行业仍然是铝型材应用的主要领域，消费量稳定增长，而工业领域则有很大增长空间，随着我国城市化率的进一步提高和高端装备制造业的发展，我国铝型材依然有望维持较快增长。

图表4 全球铝型材消费占比



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表5 铝型材用途分类



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表6 未来新增城镇住宅对建筑铝型材的需求量预测

年份	总人口（亿）	城镇化率	城镇人口	城市人均住宅面积	城镇住宅总面积（亿平米）	城镇新增住宅面积	新增住宅面积对建筑铝型材的需求
2005年	13.0756	43.90%	5.74	26.11	149.88		
2010年	13.4091	47.00%	6.30	31.60	199.15	49.28	325.22
2012年		52.07%					
2015年	13.9	54.00%	7.51	35.00	262.71	63.56	419.48

数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

图表7 每年新增商品房对建筑用铝型材的需求拉动

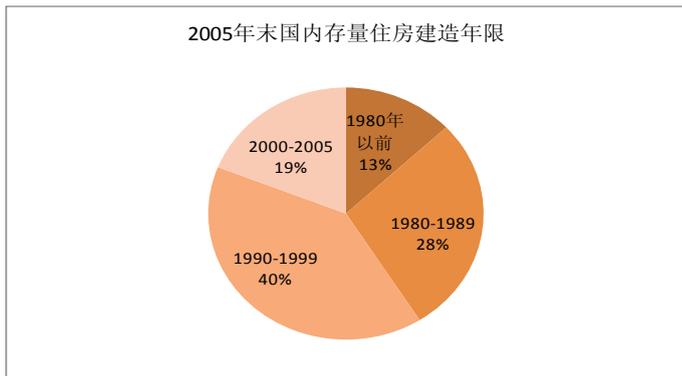
	房屋投资完成额	房屋新开工面积	房屋竣工面积（万平米）	对建筑铝型材的需求
2010年	48259.4	163646.87	78743.9	51.97
2011年	61739.78	190082.7	89244.25	58.90
2012年 E	77174.73	218595.11	98168.675	64.79
2013年 E	96468.41	251384.37	107985.543	71.27
2014年 E	120585.5	289092.03	118784.097	78.40
2015年 E	150731.9	332455.83	130662.506	86.24

数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

我国铝型材消费量占全球的42%，是全球最大的铝型材消费国，而且我国每年对铝型材的需求中有63%是建筑用铝型材，其中铝合金门、窗、幕墙型材是建筑用铝型材的主体。由于中国城市化率的提高、新农村建设的持续、各类公共及商业建筑的增加和老旧建筑的更新改造都对铝建筑型材行业构成稳定的需求。

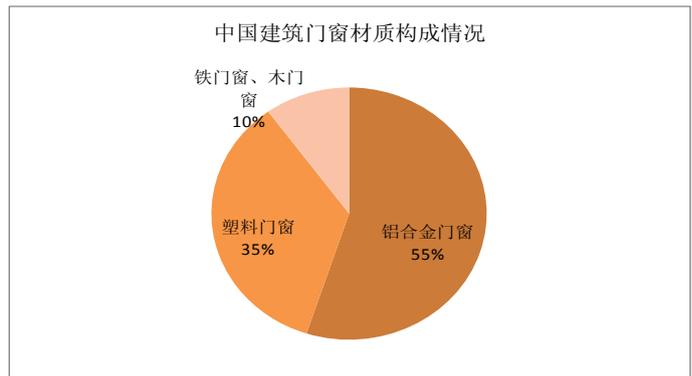
以城镇住宅为例，2005年我国城镇化率为43.9%，城镇人口为5.74亿，当时城镇的人均住宅面积为26.11平方米，折合城镇住宅总面积为149.88亿平方米，至2010年我国城镇化率已达到47%，城镇人口为6.3亿，当时城镇的人均住宅面积为31.6平方米，折合城镇住宅总面积为199.15亿平方米，十一五期间，我国新增城镇住宅面积为49.28亿平方米，对建筑铝型材需求的拉动为325.22万吨。随着中国经济的发展和人均收入的提高，到2015年我国城市化率有望达到54%，城镇人均住宅面积有望达到35平方米，十二五期间，城镇新增住宅面积将达到63.56亿平方米，对建筑铝型材需求的拉动为419.48万吨。

图表8 国内存量住房建造年限



数据来源：罗普斯金公告，联讯证券投资研究中心

图表9 中国建筑门窗材质构成情况



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表10 各类材质门窗性能分析

	钢制门窗	木质门窗	塑料门窗	铝制门窗
比重	重	轻	轻	轻
耐腐蚀性	差	一般	较好	较好
装饰性	差	一般	一般	好
使用寿命	短	短	一般	长
气密及节能性	差	差	好	好
安全性	好	差	差	好
外形式样	少	较少	较多	多
隔热性	差	好	较好	一般
可回收性	可回收	不能回收	回收性差	回收性好

数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表11 现有住宅更新改造对建筑铝型材的需求预测

	农村人口	城镇人口	农村住房总面积	我国建筑总面积	更新改造对建筑铝型材的需求
2005年	7.34	5.74	217.86	367.74	242.71
2010年	7.11	6.30	242.34	441.49	291.39
2015年	6.39	7.51	217.40	480.11	316.87

数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

此外，2001年以来，我国房地产开发投资完成额的平均增速在25%以上，房屋竣工面积的平均增速在13%以上，尽管中国经济增速很难在维持两位数以上的高增长，但大量新增城市人口对住房的需求呈

现刚性，房屋投资额和房屋竣工面积有望继续维持较高增长，预计2012年—2015年我国房屋竣工面积平均每年新增11.39亿平米，对建筑用铝型材的需求平均每年超过75万吨。而且从国际经验看，当一人均住房面积大于25-35平方米时，该国旧有建筑更新将进入高速增长阶段。而根据2005年全国1%人口抽样调查数据显示，我国存量住房中有41%建造于1990年以前，有40%建造于1990年—1999年，大量老旧住房的更新改造将带动对建筑用铝型材的需求。尽管与铝建筑型材相比，塑钢门窗、木制门窗、塑料门窗也各有特点，但铝合金无论是价格还是性能都更胜一筹，随着人们对生活质量和环境的要求提高，铝建筑型材有望凭借其良好的抗压性、耐腐蚀性而受到消费者的青睐，特别是在高档门窗市场铝建筑型材还有很大的应用空间。在中国建筑门窗材质的构成中，铝合金门窗大致占55%的比例，2010年我国各类建筑的总面积大约为441.49亿平米，如果按照每年约10%的更新改造比例，使用铝合金门窗的比例为55%来测算，则2010年我国建筑更新改造对铝型材的需求为291.39万吨，随着人口的增长和人均住房面积的增加，预计到2015年我国各类建筑总面积将达到480.11亿平米，更新改造对建筑铝型材的需求将达到316.87万吨。由于国内二三线城市、小城镇和农村市场将逐渐成为铝型材消费的主要市场，受益于城市化进程加快、旧有建筑大规模改造更新，我国建筑铝型材消费量还将保持较为旺盛的需求势头。

二、工业用铝型材更具增长空间

铝型材在工业领域的应用广泛，几乎所有的工业部门都需要铝型材，而且与铜材、钢材相比，铝材具有的质轻、强度高、不易变形、耐腐蚀等优良特性。我国铝型材中的工业铝型材占比已经从2001年的24.1%提升至2009年的32%，而且随着我国经济结构的升级，预计到2012年工业型材的占比将提高至35%左右，但在欧洲、北美和日本的铝型材消费结构中，工业铝型材占比已经分别达到61%、59%和40%左右，与发达国家相比，我国还有很大的差距。2010年，交通运输业、装备和机械设备制造业、耐用消费品、电子容器四大行业所用的铝型材分别为98.6万吨、93.7万吨、69.7万吨、18.5万吨，在我国工业铝型材中的占比分别约为32%、31%、23%和6%，预计到2012年这四大行业对工业用铝型材的需求将分别达到135万吨、123万吨、86.5万吨和25万吨，其中交通运输和机械装备行业依旧是对工业铝型材需求增长最快的两个行业。由于国家发改委等九部委在《关于加快铝工业结构调整指导意见的通知》中明确提出我国铝工业结构调整的主要目标是增加高附加值加工材比重，使工业型材与建筑型材比例达到7:3。随着我国交通运输业、高端装备制造业和电子行业的快速发展，未来我国工业用铝型材还有很大的增长空间。

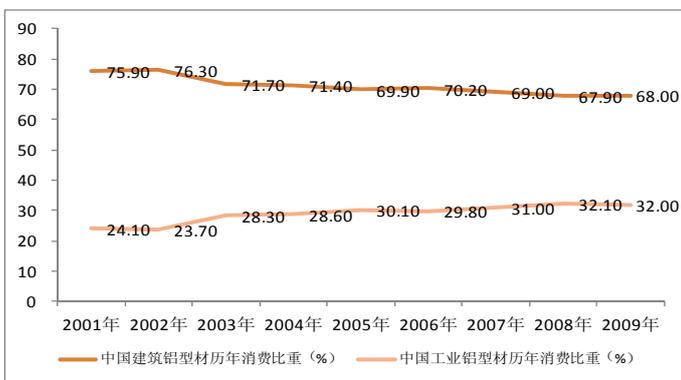
图表 12 各种工业用材的性能分析

	优势	劣势	价格	相互替代性
工业铝型材	自重轻有利于节能、熔点低、可塑性好、强度高、不易变形、耐腐蚀、导热性能相对较好、可进行热处理强化	单位强度相对低	适中	铝材具有的质轻、强度高、不易变形、耐腐蚀等优良特性决定了其在工业领域应用前景广阔。近年来，国际铜价始终比铝价高出1-3倍以上，因此，工业铝型材将在电力、电线行业对铜制品形成有力替代；此外，铝合金具有自重轻的明显优势，可满足工业品轻量化、薄壁化的要求，工业铝型材在交通运输业、机械设备制造业中对钢材的替代

				也日益显现，尤其是在航空航天领域，铝合金材料应用占绝对多数。
钢材	硬度好、价格较低	自重较大不利于节能，易腐蚀，导热导电性差	较低	由于硬度好、产量大、价格相对便宜，在普通工业产品上应用仍然广泛，但在某些高精度领域被铝合金逐渐取代。
铜材	导热、导电性能佳	自重大、价格贵	高	依靠优异的导热、导电性能，铜业广泛应用于电线电缆、散热器等行业。但其产量相对较低和高昂的价格，阻碍其的广泛应用。

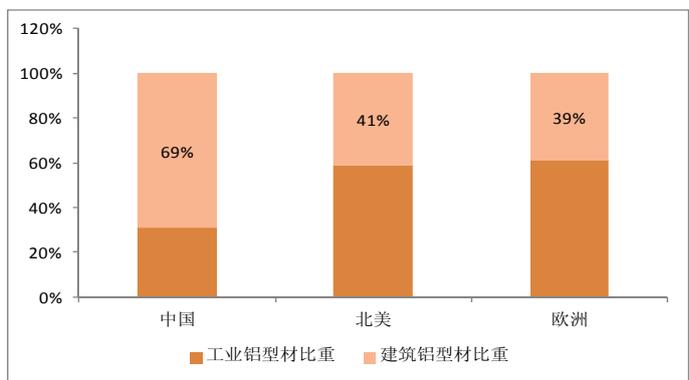
数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表13 建筑用、工业用铝型材占比变化



数据来源：利源铝业公告，联讯证券投资研究中心

图表14 各国工业用铝型材比重情况



数据来源：利源铝业公告，联讯证券投资研究中心

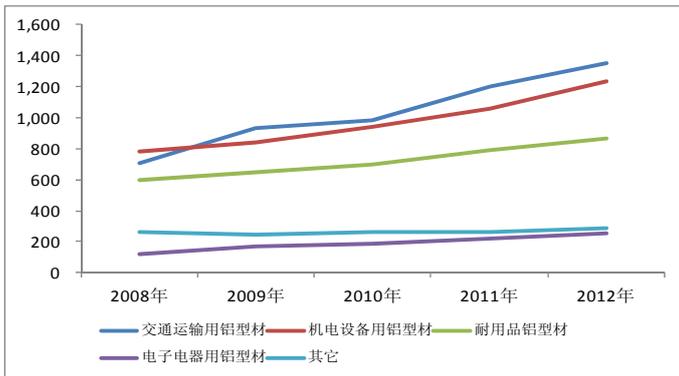
在交通运输行业中，集装箱用铝量约占4.5%，轨道车辆用铝量约占0.7%，汽车用铝量则接近70%，所以汽车是交通运输用铝的主力军。2011年我国汽车产量为1919.1万辆，已经成为世界第一大汽车生产国，从2001年到2011年我国汽车产量的复合增速高达23.41%，尽管汽车保有量的增加和政府的限制措施将导致我国汽车产量很难再维持之前的高增长，但由于我国人均汽车拥有量较低，二三线城市还有很大的拓展空间，随着人均消费水平的提高，预计我国未来汽车产量还能维持5%左右的稳定增长。由于铝具有高导热性和耐蚀性，单位重量导热性几乎比铁大三倍，所以铝用于制造发动机缸体、缸盖、进气歧管和活塞等零件，既减重效果明显，又可改善工作状态，提高热效率和发动机的功率。比如铝缸体和缸盖比原用材料轻30%~40%，铝6缸发动机比同类铸铁缸体轻32%左右，V6发动机轻约50%，而且据测算汽车自重若减轻10%，可相对减少6-8%的燃油消耗，所以铝制品无疑是汽车减重的最佳材料。进入21世纪以来，北美轿车市场上铝质发动机占有率几乎接近100%，2006年美国轻型汽车中的用铝量就已经达到了319磅/辆（145公斤/辆），而目前我国乘用车的单位用铝量只有大约92公斤/辆，仅相当于美国上世纪90年代中期水平，随着汽车轻量化进程不断加速，汽车用铝型材还有很大的增长空间。

此外，据国际铁路联盟最新统计，截止2011年底，中国高铁通车里程达到9790公里，占全世界高铁通车里程的57.03%，中国在建高铁里程为6612.6公里，占全世界在建高铁里程的74.82%。而根据国家《中长期铁路网规划（2008年调整）》，到2020年，全国高速铁路里程将达到180000公里。而中国城市轨道交通虽然起步晚但市场需求大，截至2010年纽约、旧金山、伦敦和东京的线网密度已经达到0.76、

1.28、0.74和0.79，而我国北京、上海、广州的线网密度分别仅为0.15、0.11、0.09，与国外相比还有很大的增长空间。随着中国经济快速发展和城市交通日益拥挤，未来对地铁和轻轨的投资将呈现出快速攀升的态势，由此也将极大的带动对铝型材的需求。

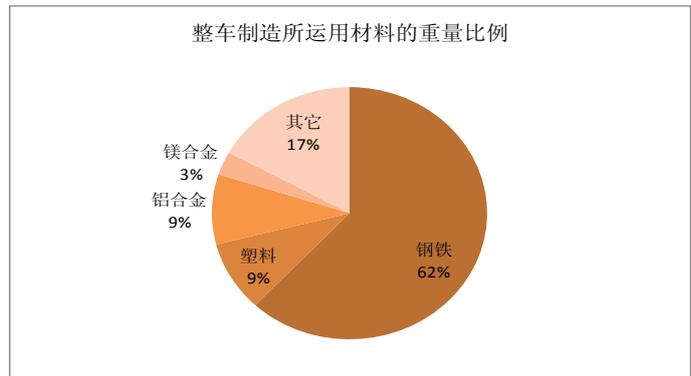
随着交通运输业和高端装备制造业的快速发展以及电子行业“短小轻薄”趋势的持续推进，未来我国铝型材的消费结构将持续优化，工业用铝型材有望维持15%左右的需求增速，而轨道交通用铝型材、高端装备制造用铝型材和电子电器用铝型材的增速将会更高。

图表15 各种工业铝型材增长情况



数据来源: 利源铝业公告, 联讯证券投资研究中心

图表16 汽车整车制造材料占比情况



数据来源: 盖世汽车网, 联讯证券投资研究中心

图表17 铝铸件代替铁铸件的重量 (kg) 对比表

汽车零部件	铸件重量	铸件重量	重量比
进气歧管	3.5-18	1.8-9	2/1
发动机机体	80-120	13.5-32	(3.8-4.4)/1
发动机缸盖	18-27	6.8-11.9	(2.4-2.7)/1

数据来源: 《上海汽车》, 联讯证券投资研究中心

图表18 国内存量住房建造年限



数据来源: 利源铝业公告, 联讯证券投资研究中心

图表19 中国建筑门窗材质构成情况



数据来源: 利源铝业公告, 联讯证券投资研究中心

三、海西铝型材龙头，区域市场存在缺口

闽发铝业是一家专注于建筑铝型材和工业铝型材的生产和销售企业。公司成立于1993年3月并于2011年4月在深交所上市。公司是海西板块的铝型材龙头企业，是福建省唯一获得“福建省铝型材星火行业技术创新中心”称号的企业，是我国铝型材国家标准的主编单位之一、是拟发布的《轨道列车车辆结构用铝合金挤压型材》国家标准起草单位之一、全国仅有的四家国标建筑铝型材试验研制基地之一，国家火炬计划重点高新技术企业。

受地区经济发展程度及运输成本因素的影响，铝合金型材生产和销售存在明显的区域特征。公司是福建省内名列前茅的铝型材产品的生产和服务提供商，同时福建省也是公司最大的销售和客户集散地。福建以其优越的地理优势和经济优势成为我国东南部地区最具活力的经济区域之一。2009年5月，国务院常务会议讨论并原则通过《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》，其中提到要加快海峡西岸经济区建设，重点是加快高速公路、铁路、港口群等基础设施建设、加快先进制造业，推动产业升级，因此在海西建设的布局中最直接受益的，就是基础设施和建材行业、房地产行业、交通运输业和制造业。面对福建市场对建筑材和工业型材的巨大需求，福建本地铝型材的供给却存在缺口，根据我们的测算，海西四省（浙江、江西、福建、上海）的GDP占全国的17.01%，工业总产值占全国的18.64%，建筑业生产总值占全国的15.52%，而铝材产量仅占全国的10.99%，由于铝材加工能力与经济和工业发展不相适应，所以海西四省是典型的“蓝海市场”，作为当地仅有的两家大型铝型材产品生产提供商之一，公司面临着前所未有的机遇。此外，公司地处闽南金三角的中心，具有得天独厚的地理优势和市场优势，良好的区位优势有助于公司更好的抢夺市场并不断扩大公司的市场份额。

图表 20 海西是国内铝型材的“蓝海市场”



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表 21 海西是国内铝型材的“蓝海市场”

	GDP	工业总产值	建筑业生产总值	铝材产量
全国	471564	188572	32020	2743
海西四省（浙江、江西、福建、上海）	80190	35153	4971	301
四省占全国的比重	17.01%	18.64%	15.52%	10.99%

数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

四、产品结构逐步优化，产能处于扩张期

建筑行业虽然是国内铝型材应用的主要领域，但随着交通运输业、电子、电力和机械制造业的发展，工业铝型材的需求正快速增长，并将最终占据铝型材应用领域的主导地位。作为国内行业中较早涉足工业型材领域的少数企业之一，公司管理层通过产品结构调整，在巩固建筑铝型材领域的基础上，积极开拓高端工业铝型材市场，并通过不断提高研发实力及制造工艺水平，逐步向应用领域更广阔、技术含量及毛利率更高的工业型材领域拓展。截至2010年末，公司工业型材的销售收入占主营业务收入的比重已超过30%。通过提高工业型材比例，公司产品结构的进一步优化，不仅增强了公司的盈利能力，也提升了公司在市场环境变化中的抗风险能力。

此外，受厂房、设备限制，公司生产工艺水平及生产能力得不到大幅的提高，2008年、2009年、2010年公司铝型材产能分别为2.762万吨、2.952万吨、3.648万吨，随着市场规模的扩大和客户需求量的增加，近年来的平均产能已接近饱和状态，公司IPO实施的4万吨铝型材扩建项目（其中工业型材14600吨，建筑型材25400吨），预计到2013年中期建成后，公司产能将提高至6.592万吨，是2010年的1.8倍。公司产能的大幅扩张不仅将进一步提高公司生产工艺水平，延伸产业链并优化公司产品结构，而且还将导致公司业绩大幅增长并进一步提升公司的市场地位。

图表 22 公司产能变化情况

	2008年	2009年	2010年	2013年E	产能增幅（2013年/2010年）
产能（万吨）	2.762	2.952	3.648	6.592	180.7%

数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

五、关键假设和业绩预测

图表 23 主要产品销量和价格假设

	2011年	2012年	2013年	2014年
铝型材销量（万吨）	3.16	3.4	4.2	5.1
铝型材均价（元/吨）	20948.39	20300	20650	21100

数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表 24 铝加工类上市公司估值比较

	股价	2012年EPS	2013年EPS	2014年EPS	2012年PE	2013年PE	2014年PE
东阳光铝	9.28	0.38	0.46	0.63	24	20	15
新疆众和	8.89	0.65	0.73	0.89	14	12	10
利源铝业	16.97	1.13	1.44	1.76	15	12	10
怡球资源	15.85	0.66	0.76	1.01	24	21	16
明泰铝业	12.07	0.54	0.78	0.90	22	16	13
平均值					20	16	13
闽发铝业	13.31	0.31	0.44	0.57	43	30	23

数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

经过测算，我们预计闽发铝业 2012—2014 年的 EPS 分别为：0.31 元，0.44 元，0.57 元，对应的 PE 分别为 43X，30X，23X。由于产能增长有限和铝价的下跌，2012 年公司业绩难有较好表现，在建项目投产后，预计公司业绩将在 2013 年有明显增加。与铝加工类上市公司相比，闽发铝业目前的 PE 相对偏高，估值优势并不明显，但下半年如果刺激政策推出，则铝特别是铝型材将是首当其冲受益的品种，有鉴于此，我们首次给予公司“增持”的投资评级。

主要风险提示

1、在建产能进展迟缓；2、刺激政策力度不及预期。

图表 25 公司财务报表预测

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	63	437	455	572	710	经营活动现金流	136	-5	-5	-7	-9
交易性金融资产	2	3	3	4	5	投资活动现金流	-65	-49	-51	-65	-80
应收票据	1	2	2	3	4	筹资活动现金流	-46	436	455	572	709
应收账款	45	54	57	71	88	现金净增加额	23	381	397	499	619
预付账款	23	100	105	132	163	融资缺口	—	0	0	0	0
其他应收款	9	2	2	3	4	超额现金	—	7	378	382	481
存货	79	102	107	134	166	利润表					
其他流动资产	0	0	0	0	0	单位：百万元					
流动资产	221	708	738	927	1150	会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
发放贷款及垫款	0	0	0	0	0	营业收入	595	711	742	932	1156
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	营业成本	500	622	656	815	1006
持有至到期投资	0	0	0	0	0	营业税金及附加	2	2	2	2	3
长期投资	0	0	0	0	0	销售费用	5	5	5	7	8
固定资产	230	251	261	328	407	管理费用	18	23	24	31	38
无形资产	71	70	73	91	113	财务费用	13	-2	-2	-2	-3
递延所得税	0	1	1	1	1	折旧摊销					
非流动资产	325	328	342	429	533	EBITDA	70	59	54	77	101
资产总计	547	1035	1079	1356	1683	营业利润	57	63	58	82	108
短期借款	76	13	14	18	22	利润总额	62	68	62	88	116
交易性金融负责	0	0	0	0	0	所得税	9	10	9	13	17
应付票据	43	9	10	12	15	净利润	52	58	53	75	98
应付账款	15	19	20	25	31	归属母公司净利润	52	58	53	75	98
预收款项	14	26	27	34	42	EPS	0.30	0.34	0.31	0.44	0.57
应交税费	5	10	11	13	16	主要财务指标					
应付股利	0	0	0	0	0	会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
其他应付款	0	0	0	0	0	收入增长率	—	19%	4%	26%	24%
其他流动负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	—	10%	-8%	42%	31%
流动负债	155	81	84	106	132	毛利率	16.08%	12.56%	11.50%	12.50%	13.00%
						三项费率	6.12%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%

长期借款	130	40	42	52	65	资产负债率	53.00%	12.17%	12.17%	12.17%	12.17%
应付债券	0	0	0	0	0	总股本(百万股)	171.8	171.8	171.8	171.8	171.8
长期应付款	0	0	0	0	0	当前股价(元)	13.31	13.31	13.31	13.31	13.31
预计负债	0	0	0	0	0	ROA	—	8.38%	5.74%	7.08%	7.45%
其他非流动负债	4	4	4	5	6	ROE	20.36%	6.34%	5.59%	6.30%	6.65%
非流动负债	135	45	47	59	73	EV/IC	—	2.00	3.03	2.04	1.54
负债合计	290	126	131	165	205	EV/EBITDA	—	32.22	35.12	23.23	16.45
少数股东权益	0	0	0	0	0	PCF	16.83	-434.59	-416.81	-331.70	-267.34
归母公司权益	257	909	948	1191	1478	PB	8.90	2.51	2.41	1.92	1.55
所有者权益合计	257	909	948	1191	1478	PS	3.84	3.21	3.08	2.45	1.98
负债和股东权益	547	1035	1079	1356	1683	PE	44	40	43	30	23

数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

信息披露

本资料清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇资料，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本资料由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本资料基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、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询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本资料而引致的任何直接或间接损失负任何责任。