

无烟煤龙头，等待行业回暖

——阳泉煤业（600348）研究报告

联系人：有色煤炭行业研究组

日期：2012年08月27日

www.lxzq.com.cn

要点：

1、供求缺口使无烟煤更具弹性。2004年—2011年，我国原煤产量的复合增速为8.47%，而无烟煤产量的复合增速仅有3.04%，无烟煤产量增速远低于原煤产量增速，预计十二五期间我国无烟煤产量仅能维持3%—4%的低速增长。而粮食产量的稳产增产，甲醇燃料的推广，我国富煤贫油少气的特点和无烟煤固定碳含量高、置换比高的优势决定了十二五期间我国对无烟煤的需求还将继续维持稳定增长。十二五期间，国内无烟煤的缺口将维持在1500万吨左右，且由于采煤机械化率的提高，无烟块煤的缺口将呈现快速扩大趋势。尽管我国可以进口无烟煤，但我国无烟煤的主要进口国越南自身的煤炭需求也在快速增长，越南煤炭出口政策正不断收紧，越南煤炭出口增长空间不大，未来甚至还可能出现下降趋势。由于国家对稀缺煤种的保护和供给缺口的存在，我们认为无烟煤尤其是无烟块煤的价格将具备很大弹性。

2、无烟煤行业龙头，内生增长有限。公司本部有六座矿井，合计产能2800万吨，目前本部矿井正在进行技改的只有一个景福矿90万吨工程，由于本部矿井产能已经接近满产，所以未来继续扩张的空间有限。而国阳天泰在翼城、平定、宁武和蒲县的整合矿中除了平定三矿之外，其它矿井尚未取得营业执照，根据整合进度，我们预计上述三矿和榆树坡矿将于2013年投产，而其它整合矿投产可能要到2014年以后。由于本部矿井增量有限，整合矿井产能不大且短期难以释放产能，所以我们认为公司内生增长有限。

3、资产注入潜力巨大，但信达问题短期难以解决。2011年阳煤集团煤炭产量5851.8万吨，是仅次于同煤集团、焦煤集团、潞安集团的山西第四大煤炭集团。如果除去上市公司的产能，集团层面在产矿井的产能尚有2462万吨，2008年—2011年集团煤炭产量分别是上市公司的2.1倍、2.07倍、2.04倍和2.12倍。而集团更是提出到“十二五”末期煤炭产能达到1.3亿吨，实现“五年再造两个阳煤”战略目标。集团雄厚的实力为上市公司后续资产注入提供了巨大的保障。但在阳煤集团的股权结构中，中国信达资产管理公司占比40.22%，信达股权的存在是阻碍集团资产注入的关键因素，虽然在政府推进煤炭行业兼并重组和中国信达引入战略投资者加快境外上市步伐的大背景下，信达股权问题有望加快解决进程，但这一问题短期内解决的可能性不大，所以受制于信达股权问题，集团资产在短期内实现整体上市的可能性不大。

4、给予公司“持有”评级。经过测算，我们预计阳泉煤业2012—2014年的EPS分别为：1.10元，1.21元，1.31元，对应的PE分别为13X，12X，11X，与其它煤炭企业相比，公司的估值优势并不明显。尽管作为无烟煤行业龙头，公司应享有更高的估值溢价，但由于近期煤炭价格和煤炭行业景气度大幅下滑，而公司自身内生性增长有限，受阻于信达股权问题集团资产短期也难以注入，所以我们暂时给予公司“持有”的投资评级。

5、主要风险提示：1、煤价继续下跌；2、整合矿进展缓慢。

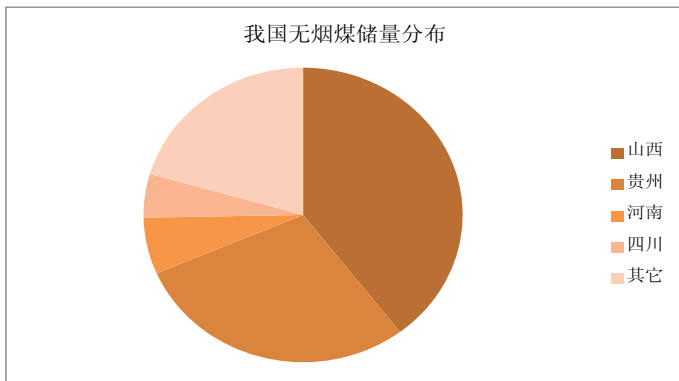
内
部
资
料



一、供求缺口使无烟煤更具弹性

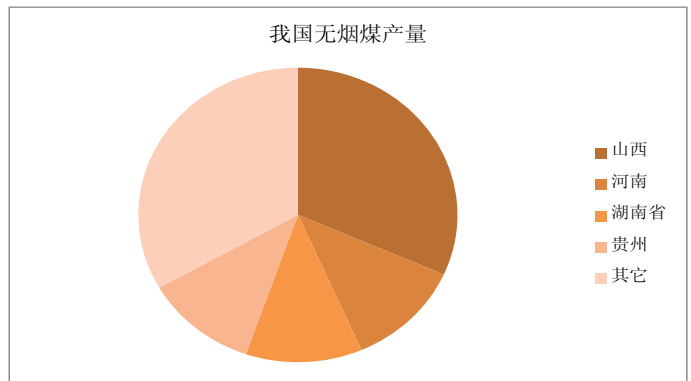
无烟煤固定碳含量高（一般含碳量在90%以上），挥发分产率低（挥发物在10%以下），密度大，硬度大，燃点高，燃烧时不冒烟，无胶质层厚度，黑色坚硬，有金属光泽，是煤化程度最大的煤。山西、河南、贵州是我国主要的无烟煤产区，三省无烟煤总产量占全国的比重接近60%，其中山西又是全国最重要的无烟煤产区，占全国的比重超过30%。目前无烟煤在我国煤炭资源储量中的占比为12%，不仅储量少而且主要分布于晋城、阳泉、焦作、永城、汝淇沟、京西六大煤田，不过汝淇沟资源储量较少且交通不便，京西、焦作、阳泉地质结构复杂且成块率较低，所以我国优质无烟煤特别是无烟块煤主要来自于晋城和永城煤田。从历史数据上看，2004年—2011年，我国原煤产量的复合增速为8.47%，而无烟煤产量的复合增速仅有3.04%，无烟煤产量增速远低于原煤产量增速。资源的紧缺和产量的低速增长导致我国无烟煤市场长期处于紧平衡状况。尽管阳煤集团、晋煤集团、河南煤化集团等主要无烟煤企业都制定了宏伟的产量增长计划，山西、河南等地的整合煤矿在经过技改后也将于2012年以后逐步贡献产能，但无烟煤尤其是优质无烟煤的储量相对较小，预计“十二五”期间我国无烟煤产量增量应该在7000万吨左右，而且在国家加大对稀缺煤种保护力度的情况下，无烟煤开发速度还将进一步受到制约。此外，《煤炭工业发展“十二五”规划》中提出要加快生产煤矿技术改造和建设大中型煤矿，争取到十二五末期，全国煤矿采煤机械化程度要由2010年的65%左右提高至75%以上，随着机械化程度的提高，无烟煤成块率将进一步下滑，无烟块煤供给的稀缺性将尤为突出。

图表1 我国无烟煤储量分布



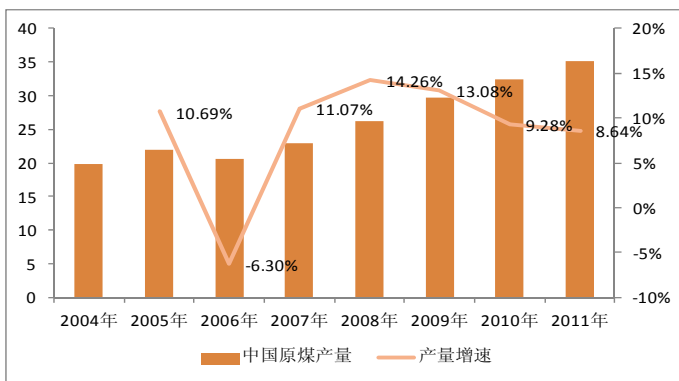
数据来源：中国煤炭资源网，联讯证券投资研究中心

图表2 我国无烟煤产量占比



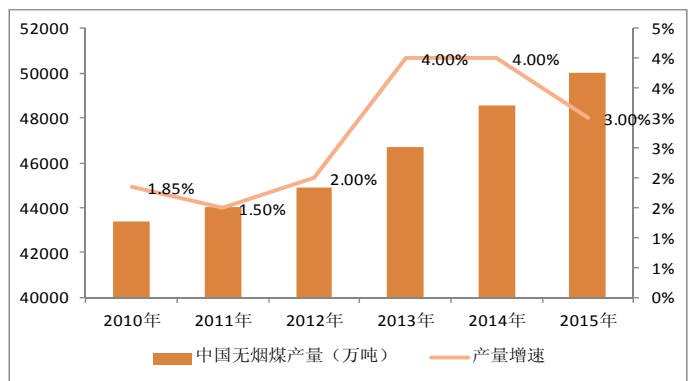
数据来源：中国煤炭资源网，联讯证券投资研究中心

图表3 中国原煤产量及增速变化



数据来源：中国煤炭资源网，联讯证券投资研究中心

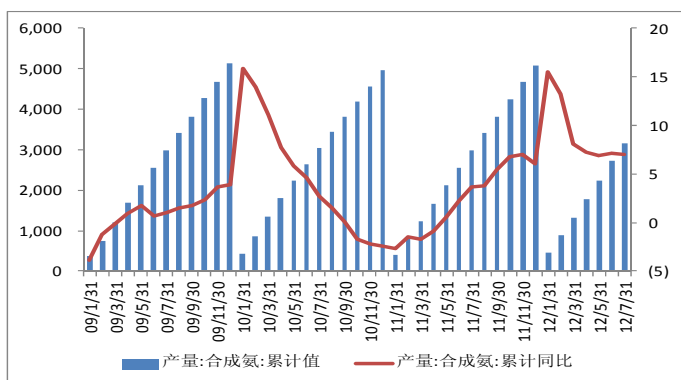
图表4 中国无烟煤产量及增速变化



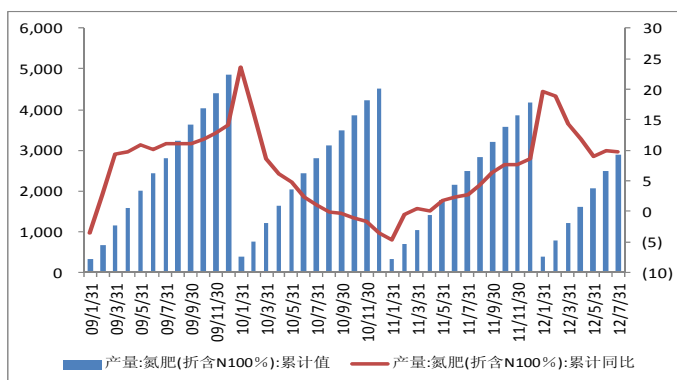
数据来源：中国煤炭资源网，联讯证券投资研究中心

无烟煤块煤主要应用于化肥（氮肥、合成氨）、陶瓷、制造锻造等行业，无烟粉煤主要应用在冶金行业用于高炉喷吹（高炉喷吹用煤主要包括无烟煤、贫煤、瘦煤和气煤）。就化肥行业而言，近些年我国粮食产量一直保持稳产增产的局面，预计十二五期间我国粮食产量将进一步增长，由于化肥是现代农业的重要生产资料，对于保障粮食安全和促进农民增收具有十分重要的作用，所以预计粮食行业将在十二五期间持续拉动对化肥的需求。目前我国化肥行业中氮、磷、钾施用大致维持1：0.36：0.18的比例，由于产能过剩，我国合成氨特别是氮肥企业的开工率不足，但我国“富煤贫油少气”的特点、天然气价格的上涨和政策对气头尿素的限制将使煤头尿素比例上升，而且随着粮食产量的增长，预计十二五期间我国合成氨产量还将维持2%左右的增速。甲醇行业由于前期盲目投资导致产能大幅过剩，行业开工率连一半都不到，但甲醇产能依然保持较快的扩张势头，而且以煤为原料经甲醇生产乙烯、丙烯等低碳烯烃的生产工艺技术是近年来中国煤化工发展的热点，随着国际石油价格上涨和我国汽油消费量大幅增加，甲醇汽油、甲醇燃料和二甲醚等新型燃料也将随着标准的完善和销售网络的建设，成为甲醇新的消费增长点，所以我们预计十二五期间经济对甲醇的整体需求将保持13%左右较为稳定的增长速度，不过出于原料成本的考虑，未来天然气和无烟块煤制甲醇的比例会有所降低，烟煤制甲醇的比例将有所提升。

图表5 中国合成氨产量累计值及累计增速



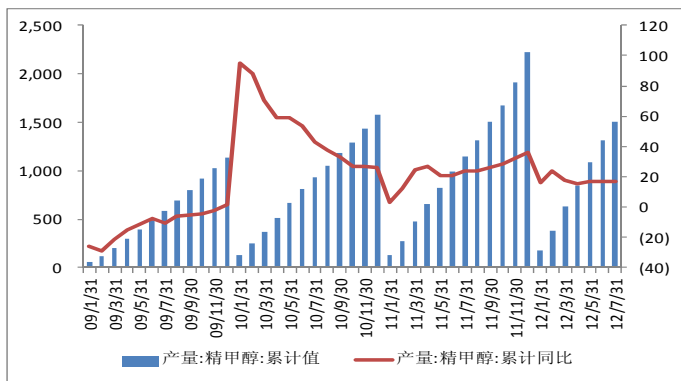
图表6 中国氮肥产量累计值及累计增速



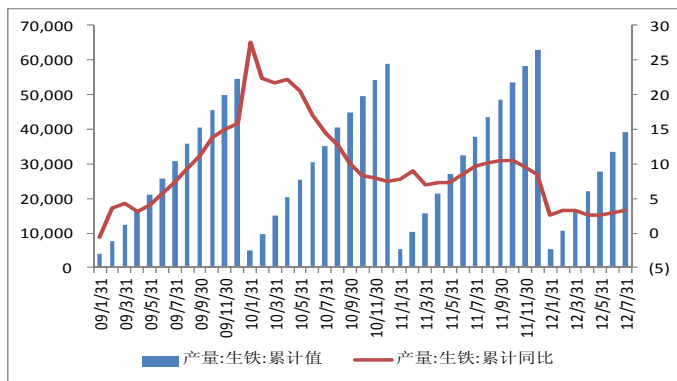
数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

图表7 中国精甲醇产量累计值及累计同比



图表8 中国生铁产量累计值及累计同比



数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

喷吹煤市场需求的增长主要取决于生铁产量的增长和喷煤比的提升。尽管钢铁产能过剩和经济形势恶化导致生铁产量增速放缓，但近几年我国钢铁行业新增产能依旧很快，而且我国较低的城镇化率和相对落后的中西部地区使得铁工基政策还有继续发挥效用的空间，就目前中国经济的实际情况而言，继续“盖房子修路”几乎是拉动中国经济的唯一手段，所以只要中国经济不出现大的问题，则我们预计“十二五”期间我国生铁产量还将至少维持2%-3%的增速。此外，按照钢铁工业协会的统计数据，2005年国内重点大中型钢铁企业平均喷煤比为124kg/t，2006年达125kg/t，2007年达132kg/t，2008年达136kg/t，同时入炉焦比则由2005年的412kg/t降到2008年的396kg/t。按此趋势，预计2012年我国重点大中型钢铁企业的平均喷煤比将达到152kg/t，而且随着焦煤稀缺性的凸显、喷吹煤技术的发展和炼铁高炉的逐步大型化，预计到2015年我国喷煤比将达到164kg/t。由于生铁产量的继续增长和喷煤比的提升，我们预计到2015年我国喷吹煤的总需求量将达到1.13亿吨，相比2011年还有至少2000万吨的增长空间。尽管由于资源的稀缺性和成本因素，无烟煤在喷吹煤中的比例一直在下降，而贫煤、贫瘦煤和其它烟煤所占比重大幅提升，但是无烟煤固定碳含量高，置换比高的特点决定了无烟煤在喷吹煤中很难被烟煤完全替代，所以随着喷吹煤市场的扩大，未来对无烟喷吹煤的需求还将继续增长。

图表9 我国无烟煤市场供求平衡预测

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
无烟煤产量(万吨)	44668	42599	43386	44037	44918	46714	48583	50040
结块率	17%	17%	16%	16%	16%	15%	15%	15%
无烟块煤产量	7370	7029	6942	7046	7187	7007	7287	7506
合成氨产量	4995	5136	4963	5069	5180	5284	5389	5487
无烟煤制合成氨	2498	2568	2482	2382	2435	2431	2479	2469
无烟块煤需求量: 合成氨	3746	3852	3722	3335	3409	3403	3471	3456
精甲醇产量	1126	1133	1574	2227	2572	2958	3342	3743
无烟煤制精甲醇	563	567	708	1002	952	1094	1170	1310
无烟块煤需求量: 精甲醇	845	850	1063	1403	1332	1532	1638	1769
无烟块煤需求总量	7405	7583	7718	7642	7647	7960	8240	8428
生铁产量	47067	54375	59022	62969	64858	66804	68140	69503
无烟喷吹煤需求量	2707	3233	3518	3778	3921	4169	4272	4463
无烟动力煤需求量	30336	32448	33707	34261	34702	36384	37536	38674
无烟煤总需求量	40448	43264	44942	45681	46269	48513	50048	51565
无烟煤缺口	4220	-665	-1556	-1644	-1352	-1798	-1465	-1525
无烟块煤缺口	-35	-555	-776	-596	-460	-952	-952	-922

数据来源: WIND 资讯, 煤炭资源网, 联讯证券投资研究中心

根据我们测算,“十二五”期间,我国无烟煤产量仅能维持3%—4%的低速增长,未来几年国内无烟煤的缺口将维持在1500万吨左右,其中无烟块煤的缺口将呈现快速扩大趋势。尽管我国可以从越南、朝鲜、澳大利亚和俄罗斯进口无烟煤,但我国无烟煤的主要进口国越南自身的煤炭需求也在快速增长,越南煤炭出口政策正不断收紧,越南煤炭出口增长空间不大,未来甚至还可能下降趋势。由于国家对稀缺煤种的保护和供给缺口的存在,我们认为无烟煤尤其是无烟块煤的价格将具备很大弹性。

二、无烟煤行业龙头，内生增长有限

阳泉煤业是我国重要的无烟煤生产加工基地、喷粉煤生产基地和无烟煤出口基地。公司是经山西省人民政府晋政函【1999】163号文批准，2003年由阳煤集团作为主发起人，联合阳泉煤业（集团）实业开发总公司（现更名为阳泉市新派新型建材总公司）、山西宏厦建筑工程有限公司、安庆大酒店有限责任公司和阳泉煤业集团多种经营总公司共同发起设立的山西国阳新能股份有限公司，公司于2003年8月31日上市。后经国阳新能股东大会审议批准，2011年7月12日，山西国阳新能股份有限公司更名为阳泉煤业（集团）股份有限公司。2011年和2012上半年公司分别生产原煤2757万吨和1648万吨，其中块煤占10.36%，喷粉煤占12.38%，动力煤占73.21%，目前公司是我国最大的无烟煤上市公司，是当之无愧的无烟煤行业龙头。

公司本部有一矿、二矿、开元、平舒、新景、景福六座矿井，合计产能2800万吨，不过随着平舒温家庄矿二期的完成，本部矿井正在进行技改的只有一个景福矿90万吨工程，由于公司本部矿井产能已经接近满产，所以未来继续扩张的空间有限。根据山西省煤矿企业兼并重组整合规划方案，公司以控股子公司国阳天泰为整合主体对翼城县、平定县、宁武县和蒲县的小煤矿进行了整合，并兼并重组为12座煤矿，930万吨产能。不过目前除了平定太常煤业、平定裕泰煤业、平定东升兴裕煤业外，其它矿井尚未取得营业执照，根据整合进度，我们预计上述三矿和榆树坡矿将于2013年投产，而其它整合矿投产可能要到2014年以后。由于本部矿井增量有限，整合矿井产能不大且短期难以释放产能，所以我们认为公司内生增长有限。

图表 10 公司在产和整合矿井产量、储量情况

		权益	煤种	保有储量	可采储量	核定产能
一矿		100%	无烟煤	84211	50433	760
二矿		100%	无烟煤	74170	44292	810
开元矿业		100%	末煤	36789	15405	300
平舒煤业		56.31%	贫瘦煤	12945	8538	90
新景矿		100%	无烟煤	93848	60812	750
景福矿		70%	末煤	6911	4147	90
小计						2800
国阳天泰		51%				
1	翼城河寨煤业	49%		4431		60
2	翼城中卫青洼煤业	49%		1233		60
3	翼城汇嵘煤业	49%		2669		60
4	翼城下交煤业	49%		1656		60
5	翼城石丘煤业	37.5%		1484		60
6	翼城山凹煤业	49%		1897		60
7	翼城华泓煤业	56%		3266		90
8	蒲县天煜新星煤业	29%		6879		90
9	平定泰昌煤业	100%		1067		60
10	平定裕泰煤业	100%		4247		120

11	平定东升兴裕煤业	100%		4266		90
12	榆树坡煤业	51%	气煤、焦煤	72010		120
小计						930
合计						3730

数据来源：公司公告，阳泉集团中期票据，联讯证券投资研究中心

三、资产注入潜力巨大，但信达问题短期难以解决

大股东阳煤集团是我国最大的无烟煤生产基地之一，是国家规划的13个大型煤炭基地之一——晋东煤炭基地的重要组成部分，也是首批19个煤炭国家规划矿区之一，被山西省政府列入三大经济方阵的第一方阵。根据煤炭资源网的数据，2011年阳煤集团煤炭产量5851.8万吨，是仅次于同煤集团、焦煤集团、潞安集团的山西第四大煤炭集团。如果除去上市公司的产能，集团层面在产矿井的产能尚有2462万吨，而且2008年—2011年集团煤炭产量分别是上市公司的2.1倍、2.07倍、2.04倍和2.12倍。此外，“十二五”期间集团提出了以转型跨越发展为主线，按照“突出主业、强煤强化、煤化为基、多业并举”的原则，确保“十二五”末煤炭产能达到1.3亿吨，实现“五年再造两个阳煤”战略目标。集团雄厚的实力为上市公司后续资产注入提供了巨大的保障。此外，上市公司每年都要向集团及其子公司采购大量的原煤入洗（占上市公司销量的50%左右），巨额的关联交易使得集团资产存在整体上市的需求。但是在阳煤集团的股权结构中，山西省人民政府国有资产监督管理委员会占比54.03%，而中国信达资产管理公司却占比40.22%，集团信达股权的比例确实较高，信达股权的存在是阻碍集团资产注入的关键因素，虽然在政府推进煤炭行业兼并重组和中国信达引入战略投资者加快境外上市步伐的大背景下，信达股权问题有望加快解决进程，但这一问题短期内解决的可能性不大，所以受制于信达股权问题，集团资产在短期内实现整体上市的可能性不大。

图表 11 阳泉集团矿井产量和储量情况

	设计能力 (万吨)	核定能力 (万吨)	井田面积 (km ²)	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	可采年限 (年)	备注
集团在产矿井							
阳煤三矿	260	432	40	20060.9	12274.9	28	已有采矿权
阳煤五矿	440	770	82.5	76197.2	35680.5	46	已有采矿权
石港煤业	90	90	7.5	5954.2	2881.7	32	已有采矿权
寺家庄矿	600	600	124.1	111556	63470.4	105	已有划界文件
阳煤新元矿	600	300	136.8	138515.8	50447.4	168	已有采矿权
新大地矿	90	90	6.5	5850.7	3421	38	已有采矿权
坪上煤矿	90	90	7.42	6003	2587	28	已有采矿权
运裕煤矿	90	90	6.1	3129.2	1299	14	已有采矿权
小计		2462					
集团拟建矿井							
泊里矿		800					
石岗口矿		600					

七元矿		800				
-----	--	-----	--	--	--	--

数据来源：阳泉集团中期票据，联讯证券投资研究中心

图表 12 阳泉集团与上市公司历年产量对比

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
集团	3729	4346	4746	5851.8
上市公司	1774	2096	2321	2757
集团/上市公司	2.10	2.07	2.04	2.12

数据来源：阳泉集团中期票据，煤炭资源网，联讯证券投资研究中心

四、关键假设和业绩预测

图表 13 主要产品销量和价格假设

	2012 年	2013 年	2014 年
产量	3190	3460	3800
采购集团及子公司	3000	3300	3500
其中收购集团原料煤	1300	1400	1550
销量	5784	6317	6821
块煤	599	654	707
喷粉煤	716	782	845
选末煤	4235	4625	4994
煤泥	234	256	276
煤炭销售均价	525	530	530

数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表 14 无烟煤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
兰花科创	18.42	1.85	2.14	2.58	10	9	7
神火股份	8.71	1.18	0.92	1.09	7	9	8
昊华能源	12.74	1.07	1.12	1.20	12	11	11
平均值					10	10	9
阳泉煤业	14.75	1.10	1.21	1.31	13	12	11

数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

经过测算，我们预计阳泉煤业 2012—2014 年的 EPS 分别为：1.10 元，1.21 元，1.31 元，对应的 PE 分别为 13X，12X，11X，与其它煤炭企业相比，公司的估值优势并不明显。虽然公司是无烟煤龙头，但由于近期煤炭价格和煤炭行业景气度大幅下滑，而公司自身内生性增长有限，受阻于信达股权问题集团资产短期也难以注入，所以我们暂时给予公司“持有”的投资评级。

我们的核心观点

(1) 2004年—2011年，我国原煤产量的复合增速为8.47%，而无烟煤产量的复合增速仅有3.04%，无烟煤产量增速远低于原煤产量增速，预计十二五期间我国无烟煤产量仅能维持3%—4%的低速增长。而粮食产量的稳产增产，甲醇燃料的推广，我国富煤贫油少气的特点和无烟煤固定碳含量高、置换比高的优势决定了十二五期间我国对无烟煤的需求还将继续维持稳定增长。十二五期间，国内无烟煤的缺口将维持在1500万吨左右，且由于采煤机械化率的提高，无烟块煤的缺口将呈现快速扩大趋势。尽管我国可以进口无烟煤，但我国无烟煤的主要进口国越南自身的煤炭需求也在快速增长，越南煤炭出口政策正不断收紧，越南煤炭出口增长空间不大，未来甚至还可能出现下降趋势。由于国家对稀缺煤种的保护和供给缺口的存在，我们认为无烟煤尤其是无烟块煤的价格将具备很大弹性。

(2) 公司本部有六座矿井，合计产能2800万吨，目前本部矿井正在进行技改的只有一个景福矿90万吨工程，由于本部矿井产能已经接近满产，所以未来继续扩张的空间有限。而国阳天泰在翼城、平定、宁武和蒲县的整合矿中除了平定三矿之外，其它矿井尚未取得营业执照，根据整合进度，我们预计上述三矿和榆树坡矿将于2013年投产，而其它整合矿投产可能要到2014年以后。由于本部矿井增量有限，整合矿井产能不大且短期难以释放产能，所以我们认为公司内生增长有限。

(3) 2011年阳煤集团煤炭产量5851.8万吨，是仅次于同煤集团、焦煤集团、潞安集团的山西第四大煤炭集团。如果除去上市公司的产能，集团层面在产矿井的产能尚有2462万吨，2008年—2011年集团煤炭产量分别是上市公司的2.1倍、2.07倍、2.04倍和2.12倍。而集团更是提出到“十二五”末期煤炭产能达到1.3亿吨，实现“五年再造两个阳煤”战略目标。集团雄厚的实力为上市公司后续资产注入提供了巨大的保障。但在阳煤集团的股权结构中，中国信达资产管理公司占比40.22%，信达股权的存在是阻碍集团资产注入的关键因素，虽然在政府推进煤炭行业兼并重组和中国信达引入战略投资者加快境外上市步伐的大背景下，信达股权问题有望加快解决进程，但这一问题短期内解决的可能性不大，所以受制于信达股权问题，集团资产在短期内实现整体上市的可能性不大。

(4) 经过测算，我们预计阳泉煤业2012—2014年的EPS分别为：1.10元，1.21元，1.31元，对应的PE分别为13X，12X，11X，与其它煤炭企业相比，公司的估值优势并不明显。尽管作为无烟煤行业龙头，公司应享有更高的估值溢价，但由于近期煤炭价格和煤炭行业景气度大幅下滑，而公司自身内生性增长有限，受阻于信达股权问题集团资产短期也难以注入，所以我们暂时给予公司“持有”的投资评级。

主要风险提示

- 1、煤价继续下跌；2、整合矿进展缓慢。

图表 15 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	5882	8093	10321	11378	12287	经营活动现金流	2033	4945	6305	6952	7507
交易性金融资产	0	0	0	0	0	投资活动现金流	-1004	-2158	-2751	-3033	-3276
应收票据	2102	4080	5203	5736	6195	筹资活动现金流	-63	-595	-758	-836	-903
应收账款	1238	1632	2081	2294	2478	现金净增加额	965	2194	2798	3085	3331
预付账款	1258	1348	1719	1895	2047	融资缺口	—	17	0	0	0
其他应收款	100	57	72	80	86	超额现金	—	0	571	2027	2423
存货	990	804	1025	1130	1221	利润表	单位: 百万元				
其他流动资产	0	1	1	1	1	会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	11571	16018	20426	22519	24318	营业收入	27941	50720	64678	71306	77002
发放贷款及垫款	0	0	0	0	0	营业成本	22290	43771	57887	63819	68917
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	营业税金及附加	482	545	607	669	722
持有至到期投资	0	0	0	0	0	销售费用	289	400	331	365	394
长期投资	308	345	440	485	524	管理费用	1325	1982	1850	2040	2202
固定资产	5082	6102	7782	8579	9265	财务费用	198	150	114	126	136
无形资产	4292	4439	5660	6240	6739	折旧摊销	—	—	—	—	—
递延所得税	202	532	679	749	808	EBITDA	3554	4021	4003	4414	4766
非流动资产	10688	11895	15168	16723	18058	营业利润	3341	3760	3629	4001	4320
资产总计	22258	27913	35594	39242	42377	利润总额	3321	3763	3637	4010	4330
短期借款	597	790	1007	1111	1199	所得税	827	1051	993	1095	1183
交易性金融负债	0	0	0	0	0	净利润	2494	2711	2644	2915	3147
应付票据	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	2412	2811	2644	2915	3147
应付账款	3579	4167	5314	5859	6327	EPS	1.00	1.17	1.10	1.21	1.31
预收款项	2557	3988	5085	5606	6054	主要财务指标					
应交税费	534	925	1180	1300	1404	会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
应付股利	0	0	0	0	0	收入增长率	—	82%	28%	10%	8%
其他应付款	1041	1215	1549	1708	1845	净利润增长率	—	9%	-3%	10%	8%
其他流动负债	0	0	0	0	0	毛利率	20.22%	13.70%	10.50%	10.50%	10.50%
流动负债	9555	13370	17050	18797	20299	三项费率	6.48%	4.99%	3.55%	3.55%	3.55%
长期借款	1221	106	135	149	161	资产负债率	54.98%	53.66%	53.66%	53.66%	53.66%
应付债券	1380	1385	1766	1947	2103	总股本(百万股)	2405	2405	2405	2405	2405
长期应付款	42	42	54	60	64	当前股价(元)	14.75	14.75	14.75	14.75	14.75
预计负债	0	0	0	0	0	ROA	—	15.60%	11.81%	11.05%	10.94%
其他非流动负债	39	73	93	103	111	ROE	28.29%	24.60%	18.15%	18.15%	18.15%
非流动负债	2683	1607	2049	2259	2439	EV/IC	—	2	2	2	1
负债合计	12238	14977	19099	21056	22738	EV/EBITDA	—	8	7	7	6
少数股东权益	1492	1513	1929	2127	2297	PCF	17	7	6	5	5
归母公司权益	8529	11423	14566	16059	17342	PB	4	3	2	2	2
所有者权益合计	10020	12936	16495	18186	19639	PS	1	1	1	0	0
负债和股东权益	22258	27913	35594	39242	42377	PE	15	13	13	12	11

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。