

制冷空调设备

冷链时代开启，公司图谋做大

城市化率超过 55%，冷链加速

报告日期: 2014-09-29

评级: 推荐
 上次评级: 推荐

目标价: 15.05
 上次预测: 15.05

当前价格 (元)	11.37
52 周价格区间 (元)	7.75-13.08
总市值 (百万)	3979.67
流通市值 (百万)	2453.57
总股本 (万股)	35001.50
流通股 (万股)	21579.34
公司网址	www.daleng.cn

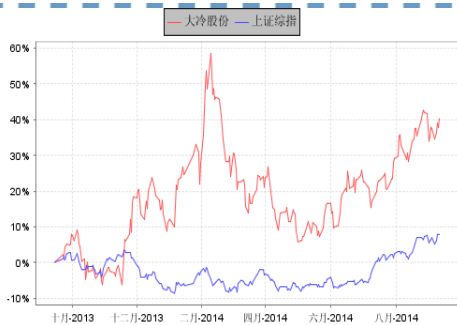
预测指标	2013A	2014E	2015E
主营收入 (百万元)	1536	1683	1942
净利润 (百万元)	153	152	194
每股收益 (元)	0.44	0.43	0.56
每股净资产 (元)	5.45	5.88	6.28
市盈率	26.01	26.21	20.47
P/B	2.09	1.93	1.81

资料来源: 财富证券

投资要点

- 2014 年战略调整年，新管理层上任图谋冷链业务大发展。**公司近几年收入维持在 15 亿元左右，净利润维持在 1 亿元左右，账上现金 5 亿元左右，短期借款在 5000 万元以下，长期借款没有，表明之前虽经营稳健但扩张势头不足，失去了部分市场份额。2014 年新管理层上任后，从理顺内部管理入手，整合参控股公司资源，把未来 2-3 年定位为公司的一个重要战略机遇期，有望借助冷链行业大发展的趋势实现自身的快速做大。
- 城市化率达到 55%，我国迎来冷链加速发展阶段。**美国和日本冷链发展经验表明，当一国城市化率超过 55% 后，冷链开始加速，主要是城市人口消费升级需求和城市化规模效应可以支撑高成本的冷链物流。2014 年我国城市化率有望达到 55%，临近冷链加速发展临界点，冷链物流行业有望保持 25% 左右的年增长，制冷设备年均市场规模在 85-126 亿元。
- 冷链产业链关键设备环节布局完成，即将开辟冷链设备服务新蓝海，其他看点颇多。**公司已完成从冷库设计施工、到核心设备大中小压缩机制造以及冷链主要外围设备的全产业链关键节点布局，并拟利用大量存量客户优势开展冷链设备服务业务，开辟新的蓝海；其他看点一是自动售货机前景广阔，二是国泰君安股权和厂房搬迁，未来几年营业外收益明显。
- 预计公司 2014-2015 年收入分别为 16.83 亿元、19.42 亿元，净利润分别为 1.52 亿元和 1.94 亿元，每股收益分别为 0.43 元、0.56 元，考虑公司冷链业务即将和自动售货机业务已经进入加速阶段，我们提高公司估值水平到 2015 年每股收益 25 倍 PE 估值为 14 元，再考虑持有国泰君安股权价值，公司合理估值为 15.05 元，维持“推荐”评级。

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
大冷股份	8.70	19.06	703.90
上证综指	6.37	15.16	8.90

财富证券研究发展中心

王群
 0731-84403422
 wangqun@cfzq.com
 S0530207080035

相关研究报告:

目 录

一、新管理层图谋做大的冷链龙头	- 4 -
二、城市化率过半，冷链加速时代来临	- 5 -
2.1 冷链加速背后的原理：大泡泡与渗透率的游戏	- 5 -
2.2 我国城市化率过半，冷链迎来加速发展临界点	- 8 -
三、抢占冷链关键节点，公司全产业链竞争优势突出	- 9 -
3.1 蛙跳战略，合资抢占冷链关键技术节点	- 9 -
3.2 冷链设备体系成形，冷链服务更上层楼	- 10 -
四、其他看点之自动售货机有望再造一个大冷	- 10 -
五、其他看点之国泰君安股权与厂房搬迁锦上添花	- 11 -
六、盈利预测与估值	- 11 -
七、风险提示	- 12 -
八、财务报表	-15-

图表目录

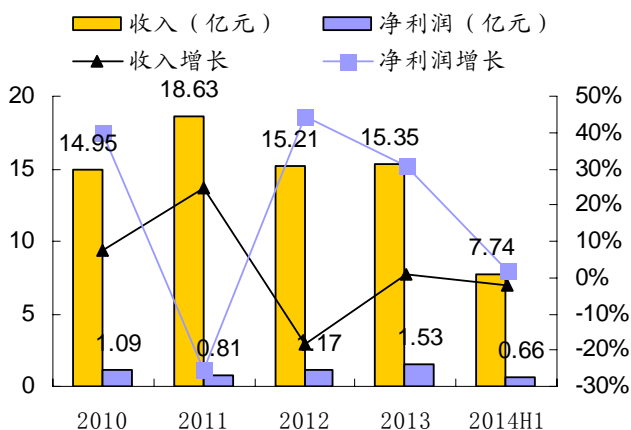
图表 1: 公司 2010-2014H1 收入、净利润及增速	- 4 -
图表 2: 公司 2014 年 H1 净利润构成	- 4 -
图表 3: 公司主要参股公司一览	- 4 -
图表 4: 公司 2010-2014H1 收入、净利润及增速	- 5 -
图表 5: 新技术加速发展的 S 曲线理论	- 5 -
图表 6: S 形理论对美国汽车普及率的分析	- 6 -
图表 7: 冷链示意图	- 7 -
图表 8: 美国 (左)、日本 (右) 冷链发展历程	- 7 -
图表 9: 1949-2013 年我国城市化率水平	- 8 -
图表 10: 我国与欧美冷链流通率比较	- 8 -
图表 11: 全球冷库总容量前 9 位国家人均库容比较	- 8 -
图表 12: 我国冷链市场规模测算	- 9 -
图表 13: 公司与同类上市公司 2008-2014H1 毛利率比较	- 11 -
图表 14: 制冷设备上市公司估值比较	- 12 -

一、新管理层图谋做大的冷链龙头

公司地处辽宁大连，1993年改制上市，其前身可追溯到1930年成立的新民铁工厂，到目前已展成为国内拥有最完整冷链产品链和冷链业务链的公司，冷链产品链包括压缩机、冷库、冷藏运输车、超市陈列柜等；冷链业务链包括设计、施工、安装、售后和合同能源管理等。

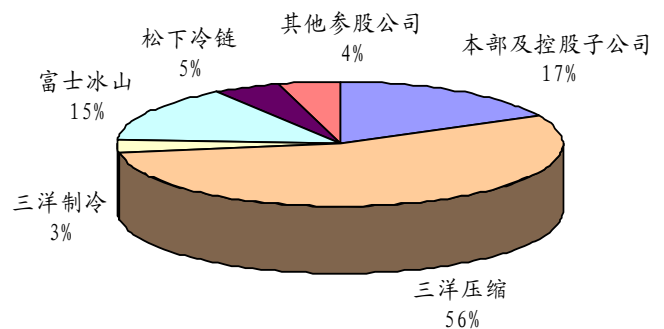
公司业务由本部和参股公司两大块构成。其中本部业务以中大型冷库设备制造及设计施工为主，主要产品有活塞和螺杆压缩机以及组合库、气调保鲜库、速冻机、块冰机、片冰机、颗粒机等，共计5个系列(制冷、冷冻、空调、冷藏、保鲜)、6大成套(空调成套、土建冷库成套、组合冷库成套、制冰成套、特种工程成套和气调保鲜成套，产品广泛用于科研、石油、化工、纺织、医药、发电、农牧渔和食品饮料等行业。2014年上半年公司本部及控股子公司实现收入7.74亿元，净利润约1154万元，净利润占比为17.36%。

图表 1: 公司 2010-2014H1 收入、净利润及增速



资料来源: 公司公告 财富证券

图表 2: 公司 2014 年 H1 净利润构成



资料来源: 公司公告 财富证券

公司参股公司众多，相关业务主要是除冷库外冷链其他环节关键设备的制造与销售，是公司利润的主要来源。主要参股公司有大连三洋压缩机、京滨大洋、松下冷链、大连三洋冷链、大连富士冰山和菱重冰山制冷等，2014年上半年上述主要参股公司合计贡献净利润5493万元，净利润占比为82.64%。

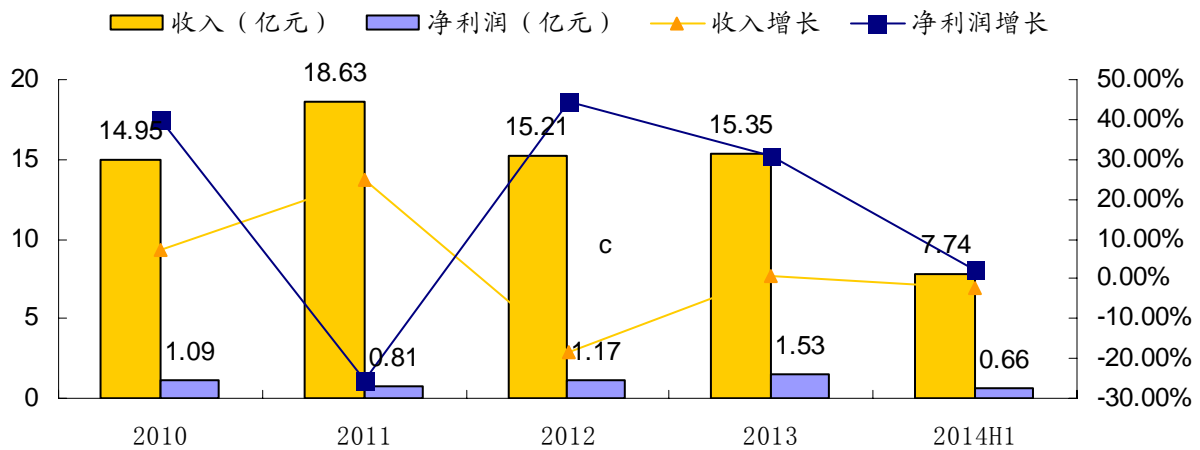
图表 3: 公司主要参股公司一览

参股公司名称	持股比例	主营产品	13年收入	13年净利润	14H1收入	14H1净利润
大连三洋压缩机	40%	涡旋压缩机	242238 万元	16667 万元	125532 万元	9204 万元
松下冷链	40%	超市陈列柜	169377 万元	1920 万元	93992 万元	817 万元
大连三洋制冷	40%	溴化锂制冷机	92180 万元	1250 万元	45259 万元	531 万元
京滨大洋冷暖	20%	家用汽车空调	55787 万元	4919 万元	28630 万元	2080 万元
大连富士冰山	49%	自动售货机	26333 万元	1470 万元	19418 万元	2000 万元
菱重冰山制冷	45%	离心式压缩机	0	0	0	-330 万元

资料来源: 公司公告 财富证券

公司近几年收入维持在 15 亿元左右，净利润维持在 1 亿元左右，账上现金 5 亿元左右，短期借款在 5000 万元以下，长期借款为零，表明之前虽经营稳健但扩张势头不足，失去了部分市场份额。2014 年新管理层上任后，从理顺内部管理入手，整合参控股公司资源，打造冷热产业链综合体系。新管理层把未来 2-3 年定位为公司的一个重要战略机遇期，期望借助冷链行业大发展趋势实现自身的快速做大。

图表 4: 公司 2010-2014H1 收入、净利润及增速



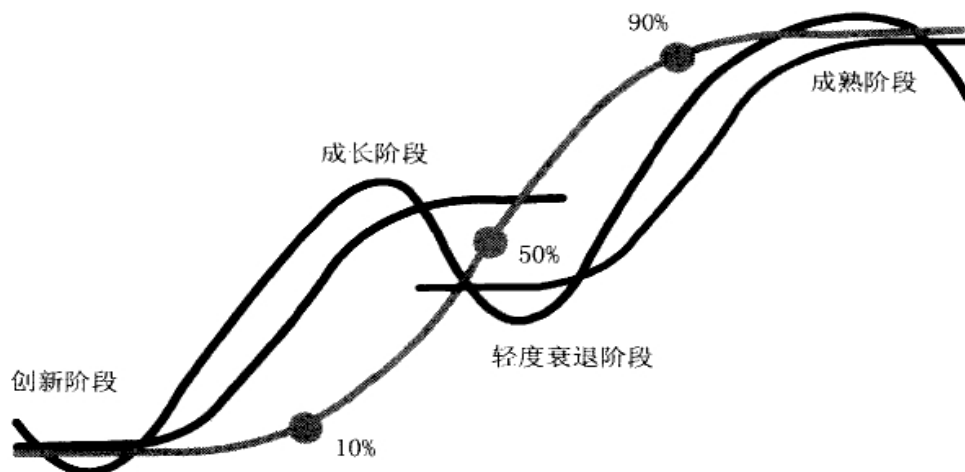
资料来源: 财富证券

二、城市化率过半，冷链加速时代来临

2.1 冷链加速背后的原理：大泡泡与渗透率的游戏

《下一个大泡泡》的作者 H.S.登特统计历次大泡泡的特征，得出的结论是大泡泡是人口周期和技术周期共同作用的结果，人口周期是指一波人口出生高峰进入消费开支高峰时容易带来繁荣周期，而技术周期是指在一项新技术市场渗透率的 10%-90% 时最容易产生泡沫。

图表 5: 新技术加速发展的 S 曲线理论

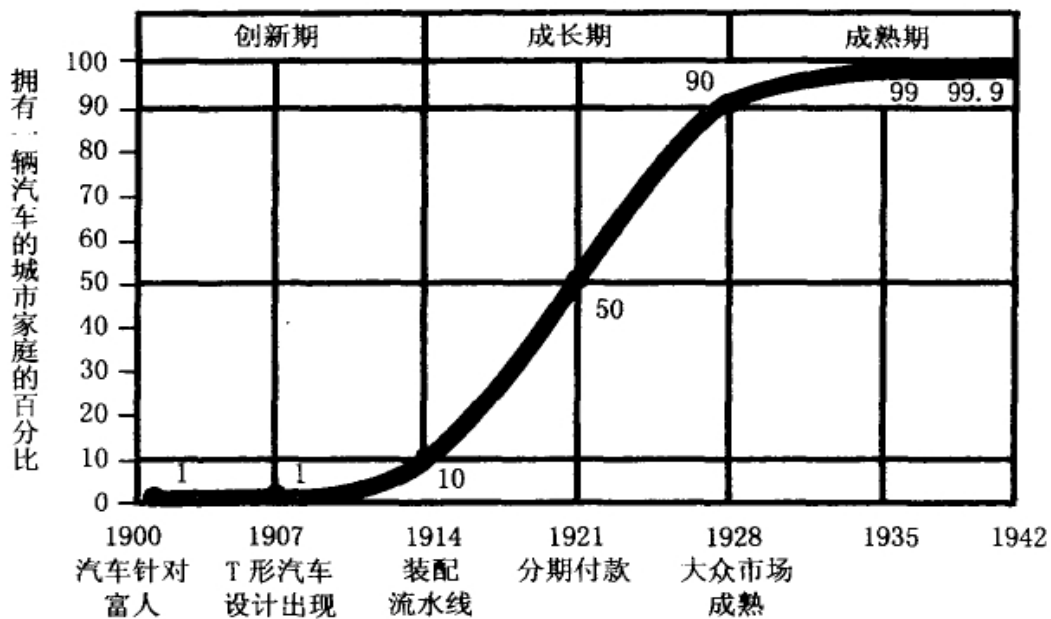


资料来源: 下一个大泡泡 财富证券

在大泡泡一书中，H.S.登特根据新技术发展阶段与渗透率的统计关系，提出了新技术发展的 S 曲线理论：当市场渗透率达到 10% 时，成本的下降和市场的推广会促使新技术进入加速发展阶段，当达到 50% 的市场普及率时，越来越多的市场参与者会导致竞争激烈，如果是寡头垄断，跃过 50% 的市场普及率后增速也会迎来拐点，因此会引发一次行业小幅调整，表现为泡沫的初次破灭；但此后竞争者会减少，龙头公司的市占率将越来越高，行业增速虽然放缓但龙头公司的利润仍会持续增长，龙头公司股票价格依然持续上涨，泡沫会继续；当这项新技术的市场渗透率超过 90% 后，市场空间迎来了天花板，此时繁荣不再，由此引发的大泡泡也就破灭了。

因此，无论是资本市场泡沫，还是新的技术应用，我们都可视为新事物，新事物的发展都遵循加速原理：当渗透率超过 10% 时就会指数化增长，当渗透率达到 50% 时就会产生质变，当渗透率达到 90% 时就到天花板了。美国 1920 年代大泡沫可以明显验证 S 形理论。美国上世纪 20 年代的大繁荣，是以汽车、分期付款等新兴事物进入主流社会引发的。1886 年汽车问世，1900 年开始商业化；1914 年当在城市家庭普及率达到 10% 时开始进入加速阶段，原因是福特采用流水线的生产方式进行生产，大幅降低成本引发，从 1912 年算起到 1919 年标普汽车股指数上涨 14 倍；1919 年汽车普及率达到 50% 左右时引发行业调整，与此同时股市也有一次小泡沫的破裂，在这一期间 24% 的汽车制造商消失了，到 1922 年初汽车股指数下跌 70%，原因是普及率达到 50% 后增速的拐点到了；但调整完成后，市场份额集中下龙头公司继续成长，从 1921 年底到 1929 年顶峰，标普汽车股指数又上涨了 12 倍，主要汽车龙头之一的通用汽车公司上涨了 22 倍。

图表 6: S 形理论对美国汽车普及率的分析



资料来源：下一个大泡泡 财富证券

冷链作为消费升级的新事物，是指为了保持食品、药品等产品的品质和降低损

耗，从生产到消费过程中，使其一直处于恒定低温状态的一系列整体冷藏解决方案和物流运输的供应链体系。经过冷链处理和运输的物品其物流成本相比普通运输要高出 40%-60%，因此冷链的普及需要规模化的支撑，最明显的促进因素是城市化。

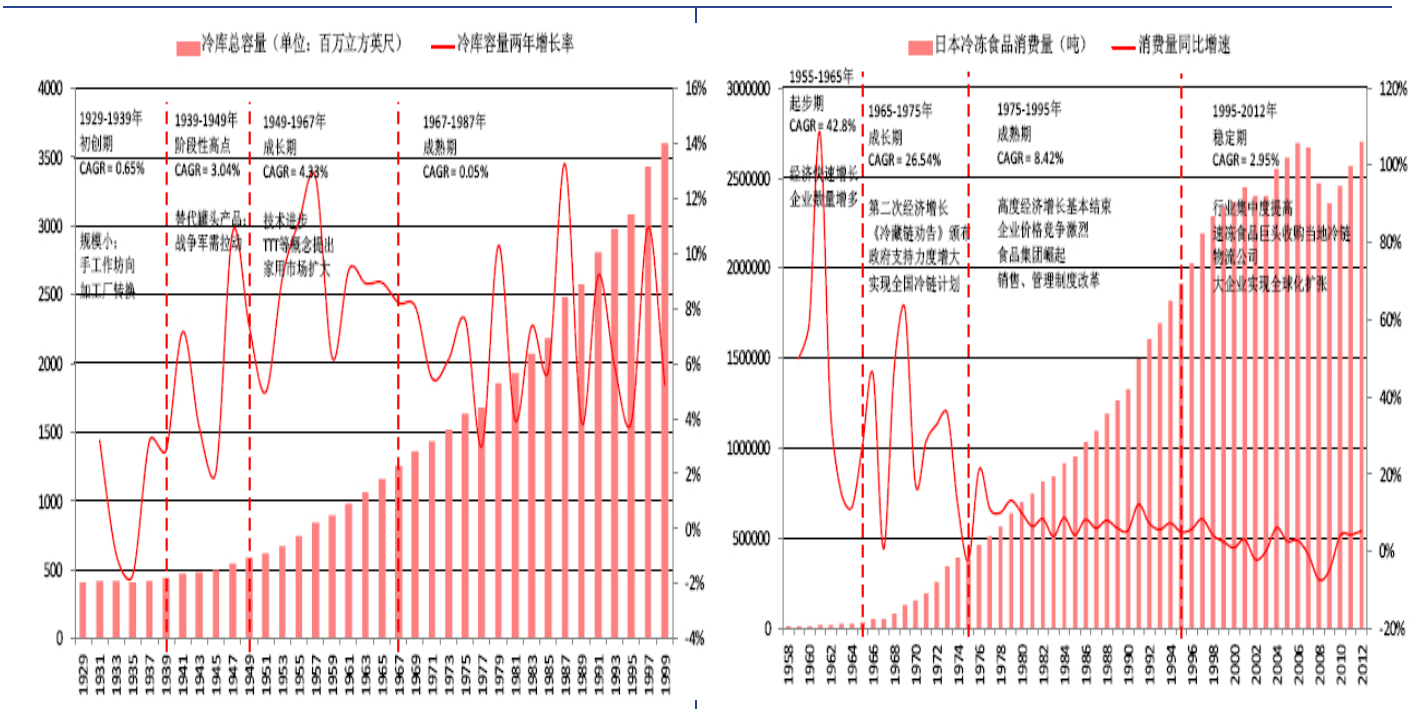
图表 7: 冷链示意图



资料来源: 财富证券

从美国和日本发展的历程来看，伴随城市化率水平跃过 55%，冷链也开始了加速发展的阶段——美国 1920 年城市化率达到 51.2%，1930 年为 54%，1940 年为 56.5%，美国冷库容量从 30 年代开始加速；日本 1955 年城市化率达到 56%，冷冻食品消费量开始加速增长，达到 70% 左右的城市化率后两国冷链开始平稳增长。

图表 8: 美国（左）、日本（右）冷链发展历程

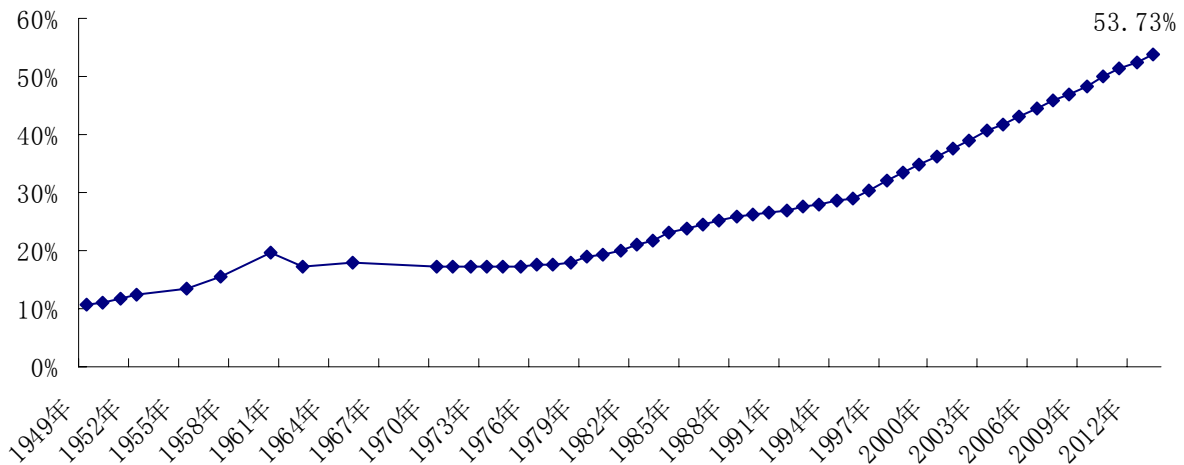


资料来源: 中信证券《冷链物流专题》 财富证券

2.2 我国城市化率过半，冷链迎来加速发展临界点

2010 年我国城市化率达到 49.95%，2013 年我国城市化率达到 53.73%，城市化进程年率已从 2010 年最高的 1.61% 下降到 2013 年的 1.16%，预计 2014 年底我国城市化率有望达到 55%。

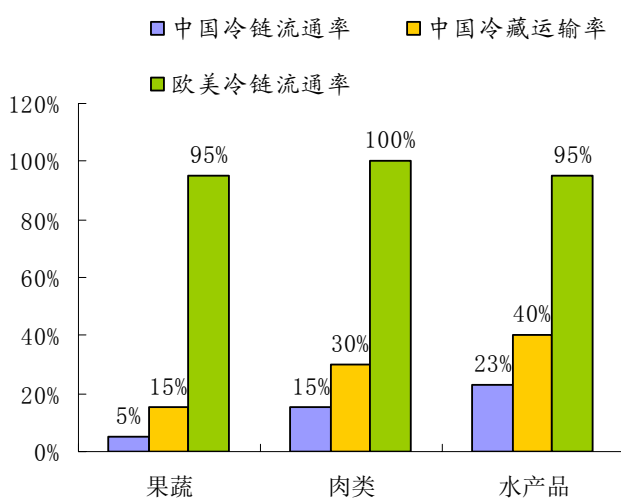
图表 9: 1949-2013 年我国城市化率水平



资料来源: 国家统计局 财富证券

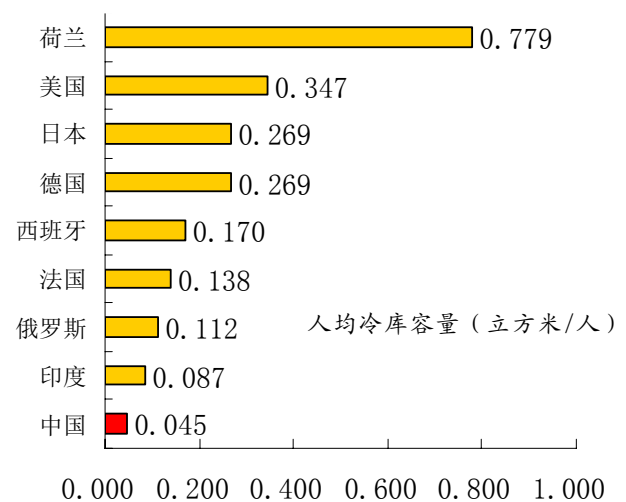
城市化率超过 50%，意味着城市化从量变到质变的完成，以城市化为基础的新经济将得到规模化的支撑，与之相关的新经济产业将开始起步和加速。所以，尽管由于数据的缺乏我们无法评判美国和日本是否在冷链渗透率达到 10% 后开始加速，但冷链作为消费升级的新经济代表之一，从美、日经验来看，在其城市化率超过 55% 后均迎来了一个加速发展的过程，我们依此类推，认为我国城市化率在 2014 年达到 55% 后，冷链也会迎来一个加速发展的阶段。

图表 10: 我国与欧美冷链流通率比较



资料来源: 财富证券

图表 11: 全球冷库总容量前 9 位国家人均库容比较



资料来源: 财富证券

现阶段我国冷链物流仍处起步阶段，表现在一是冷链流通率和运输率较低，果蔬和肉类正处于 10% 的临界点附近，综合冷链流通率在 19% 左右，但远低于欧美发达国家 95% 以上的冷链流通率；二是 2010 年我国人均冷库容积只有美国和日本等发达国家的 15% 左右，2012 年冷藏运输车总保有量约为 9 万辆，而上世纪 90 年代美国和日本保有量就分别达到 16 万辆和 12 万辆。据罗兰贝格管理咨询公司预测，我国冷链物流行业未来将保持年均 25% 的高速增长，到 2017 年市场规模将达 4700 亿元。

参考美国和日本冷链在城市化率为 55%-75% 期间的加速发展，我们假设我国城市化率以每年 1.2% 的速率增加，到城市化率达到 75% 时达到美国和日本现有的冷链消费水平，则到 2030 年与冷链相关的冷库、冷藏运输车和陈列柜年均市场规模约为 285-420 亿元，考虑制冷设备占比一般在 30% 左右，则制冷设备年均市场规模为 85-126 亿元。

图表 12: 我国冷链市场规模测算

	冷库	冷藏运输车	陈列柜
美国、日本平均保有量	0.3 立方米/人	1500 人/辆	
我国 2030 年达到美日现有水平新增	3.46 亿立方米	96 万辆	
单价	600-1000 元/立方米	10-15 万元/辆	
总市场规模	2070-3460 亿元	960-1440 亿元	960 亿元
年均市场规模	129-216 亿元	96-144 亿元	60 亿元

资料来源：财富证券注，2030 年假设我国总人口为 14.6 亿人，冷藏车 10 年折旧，陈列柜市场保持在现有 60 亿元的年规模水平

三、抢占冷链关键节点，公司全产业链竞争优势突出

3.1 蛙跳战略，合资抢占冷链关键技术节点

公司前身大连冷冻机厂始建于 1930 年，解放后成为国企，到 1984 年张和任厂长时，仍是一个名不见经传的小型冷冻机厂，产品单一，年销售不足 4000 万元，总资产不足 5000 万元，净资产不到 2000 万。张和上任后，从 90 年代初起，采取合资战略追赶全球领先的制冷技术，此时的大冷合资采取的原则是：“一是跳跃式原则。我们有的产品与国外相比差距最少 50 年，一步步跟你永远赶不上，所以我要合资就一定要能达到世界先进水平；二是我要与世界 500 强合资；三是合资的产品必须有强大的技术后盾。”

在蛙跳战略下，公司及所在的大连冰山集团先后与日本三洋、日本富士电机、美国英格索兰、德国林德公司等世界 500 强大公司联手成立 30 多家合资企业，2005 年，大连冰山集团在辽宁省装备工业和大连机械工业中率先突破销售收入 100 亿元，在全国石化通用机械行业排在第一位，在全国工业制冷行业排在第一位。到 2013 年，大连冰山集团下属 1 个上市公司，12 个内资公司，27 个合资公司，总资产超过 100 亿元，员工总计 12000 人。

而公司则通过与全球制冷领先企业合资占据了冷链所有关键技术节点，成为极

具竞争优势的冷链全产业链龙头：

冷库及核心设备压缩机领域：公司本部拥有冷库设计施工及中大型压缩机活塞机和螺杆机生产能力；参股 40%的大连三洋压缩机以小型涡旋压缩机生产为主，适用于制冷量需求较小的环境，如冷藏运输车等，大连三洋压缩机涡旋机年产能 200 万台，属国内少数能生产涡旋压缩机的企业；与三菱重工合资参股 45%的的菱重冰山制冷，以离心式冷冻机为主，主攻大冷量高端市场，年产能 500 台产值 6 亿元。

冷链外围设备：参股 40%的松下冷链以超市陈列柜为主，约占国内 30%的市场份额；大连三洋空调并入三洋制冷（参股 40%）后，主推中央空调和非电空调溴冷机组；参股 20%京滨大洋以家用汽车空调为主；参股 49%的富士冰山自动售货机为国内自动售货机龙头；参股 17.8%的冷王集装箱温度控制主营集装箱冷藏装备。

3.2 冷链设备体系成形，冷链服务更上层楼

通过与合资公司合作的形式，公司已完成了从冷库设计施工，到核心设备压缩机全系列生产，以及主要冷链外围设备生产等冷链所有关键环节的布局，随着公司近期推出的低温物流箱，进一步完善了冷链物流设备链，而进军冷链售后服务领域，将形成冷链设备、服务的双轮驱动。

公司新研发的低温物流箱能将冷鲜食品温度精确控制在正负 0.1 度以内，可有效抑制细菌滋生，保证食品新鲜度。低温物流箱主要用于全程冷链中食品的配送，将需要冷冻、冷藏的食品放入低温物流箱内，直接集中发送至各门店，各门店一次性接货，既可以控制商品品质又能节省冷库面积，拉长了冷冻食品供应链。目前公司低温物流箱已打入上海及日本黑猫宅急电、雅玛多等世界知名生鲜宅配和快递企业。

2013 年 12 月公司公告与深圳市科冷商用设备有限公司签署合资协议，共同投资成立合资公司，经营范围为制冷设备管理咨询、节能服务、能源利用审计和合同能源管理，公司持股 55%。成立合资公司的原由一是制冷设备的管理咨询和节能服务目前是行业的空白，而随着制冷设备使用方安全和节能意识的提高，以及国家相关政策的落实，此种服务业态的市场需求日益明显；二是公司每年新增客户+更新客户数在 1000 家左右，累计客户数量在 2 万家以上，而制冷设备需要定期的管理保养，公司可通过合同能源管理的形式进行售后维保服务，相当于开辟了冷链物流服务的新蓝海。假设 20%的存量客户接受这种服务模式，每家年收费在 200 万元左右，则公司新增市场规模在 8 亿元左右。

四、其他看点之自动售货机有望再造一个大冷

公司参股的富士冰山自动售货机业务进入加速成长阶段，未来将极大提升公司估值。根据公司报表推算，公司参股公司富士冰山自动售货机 2012 年、2013 年因产能限制销量均在 1 万台左右，2014 年新产能投放预计上半年销量在 8000 台左右，从盈利来看 2014 年 1-6 月富士冰山净利润为 2000 万元，已远超 2013 年全年的净利润 1470 万元，表明自动售货机经过多年培育已率先进入加速发展阶段。而未来自动售

货机我们认为有可能和现有公司业务规模相当——2013 年底我国自动售货机保有量约 30 万台，其中大冷参股公司富士冰山作为国内龙头份额在 15%左右，参考发达国家 30-60 人/台的保有量，假设我国达到 100 人/台的拥有量，则市场规模在 1350 万台左右。我国城市化率现以每年 1.2%的速率推进，则 20 年后城市化率将达到 80%左右，为自动售货机保有量饱和的阶段，则未来 20 年年均需求量在 66 万台左右，按 2.5 万元的单价水平，年均市场规模为 165 亿元，公司依托富士冰山的龙头地位，有望在自动售货机领域再造一个大冷。

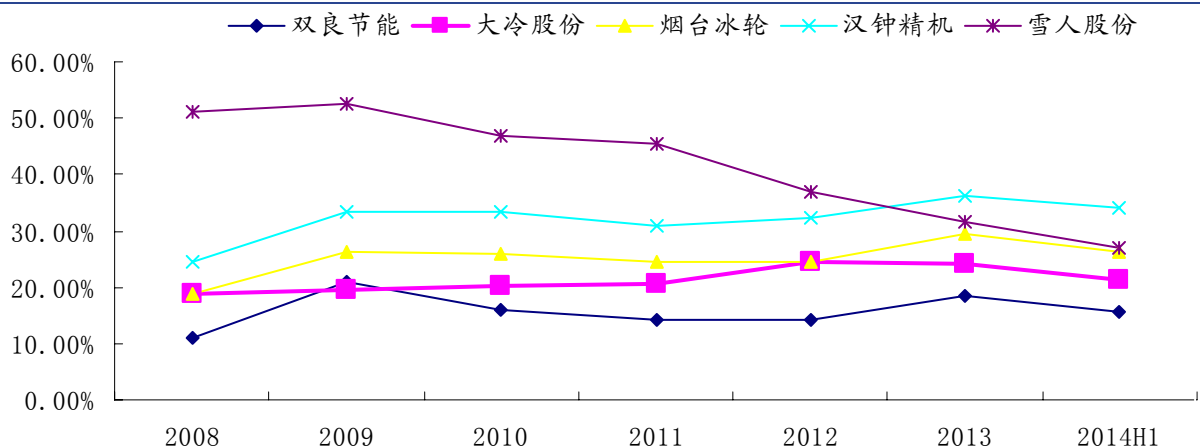
五、其他看点之国泰君安股权与厂房搬迁锦上添花

公司拥有国泰君安 3009 万股，国泰君安已上报 IPO 材料，国泰君安 2013 年实现收入 89.9 亿元，净利润 30.2 亿元，2014 年上半年实收入为 59.6 亿元，净利润为 21.38 亿元；按现有 61 亿总股本计，2013 年每股收益为 0.49 元，现有证券上市公司平均 PE 水平在 25 倍左右，则公司所持国泰君安股权价值约为 3.7 亿元，折合每股 1.05 元。公司本部在大连沙河口区厂房面积 16 万多平米，预计将在未来几年内搬迁，现大连土地楼面价 3700 元左右，预计将有部分土地收储收益。

六、盈利预测与估值

总体假设，冷链物流行业保持 15%左右的增速，公司 2014 年上半年受管理层调整及宏观经济下滑影响，收入及净利润小幅增长，2015 年公司调整到位，随着内部销售平台的整合以及新厂房搬迁，公司本部保持高于行业的增速，参股公司中富士冰山自动售货机和三洋制冷保持 20%以上的高增长，其他保持 10%左右的增长；公司毛利率和费用率保持稳定。

图表 13: 公司与同类上市公司 2008-2014H1 毛利率比较



资料来源: 财富证券

预计公司 2014-2015 年收入分别为 16.83 亿元、19.42 亿元，净利润分别为 1.52 亿元和 1.94 亿元，每股收益分别为 0.43 元、0.56 元，考虑公司冷链业务即将和自动售货机业务已经进入加速阶段，我们提高公司估值水平到 2015 年每股收益 25 倍 PE

估值为 14 元，再考虑持有国泰君安股权价值，公司合理估值为 15.05 元，维持“推荐”评级。

图表 14: 制冷设备上市公司估值比较

股票代码	公司名称	股价	每股收益 (元)			市盈率 (x)			PB	从事领域
		14-09-28	13A	14E	15E	13A	14E	15E		
600481.SH	双良节能	11.01	0.64	0.72	0.90	17.14	15.19	12.20	4.21	换热器
000530.SZ	大冷股份	11.37	0.44	0.43	0.56	26.01	26.44	20.30	2.07	冷链物流设备
000811.SZ	烟台冰轮	12.00	0.64	0.59	0.71	18.68	20.26	16.84	3.36	冷链物流设备
002158.SZ	汉钟精机	19.81	0.57	0.73	0.90	35.03	27.06	22.08	6.01	制冷压缩机
002639.SZ	雪人股份	19.24	0.27	0.21	0.49	71.23	92.23	39.38	2.70	制冰机

资料来源: 财富证券

七、风险提示

宏观经济增速进一步放缓；氨冷事故影响。

八、财务报表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1303	1642	1882	2205
现金	513	764	865	1039
应收账款	370	386	453	524
其它应收款	25	23	27	32
预付账款	26	32	36	41
存货	326	387	443	503
其他	44	50	57	65
非流动资产	1664	1608	1635	1660
长期投资	1022	962	982	989
固定资产	395	437	467	495
无形资产	155	145	134	122
其他	92	64	52	54
资产总计	2967	3250	3517	3864
流动负债	892	1004	1121	1262
短期借款	38	40	40	40
应付账款	465	487	567	651
其他	389	477	515	571
非流动负债	67	75	72	71
长期借款	0	0	0	0
其他	67	75	72	71
负债合计	958	1079	1193	1333
少数股东权益	102	112	126	144
股本	350	350	350	350
资本公积	585	585	585	585
留存收益	972	1124	1263	1453
归属母公司股东权益				
合计	1907	2059	2198	2388
负债和股东权益	2967	3250	3517	3864

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	8	116	90	150
净利润	159	162	208	260
折旧摊销	40	43	48	53
财务费用	-6	-13	-17	-21
投资损失	-89	-109	-123	-134
营运资金变动	-84	19	-44	-31
其它	-14	14	19	23
投资活动现金流	8	119	49	56

利润表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1536	1683	1942	2247
营业成本	1167	1279	1466	1685
营业税金及附加	13	12	15	17
销售费用	120	132	145	160
管理费用	178	196	216	237
财务费用	-6	-13	-17	-21
资产减值损失	19	16	17	17
公允价值变动收				
益	0	0	0	0
投资净收益	89	109	123	134
营业利润	132	170	223	284
营业外收入	55	20	20	20
营业外支出	3	1	2	2
利润总额	185	188	242	302
所得税	26	26	34	42
净利润	159	162	208	260
少数股东损益	6	10	14	18
归属于母公司净				
利润	153	152	194	242
EBITDA	167	199	254	316
EPS (元)	0.44	0.43	0.56	0.69

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	0.9%	9.6%	15.4%	15.7%
营业利润	14.3%	28.1%	31.6%	27.2%
净利润	30.6%	-0.7%	28.1%	24.7%
获利能力				
毛利率	24.0%	24.0%	24.5%	25.0%
净利率	10.0%	9.0%	10.0%	10.8%
ROE	8.0%	7.4%	8.8%	10.2%
ROIC	23.4%	29.9%	37.4%	45.6%
偿债能力				
资产负债率	32.3%	33.2%	33.9%	34.5%
净负债比率				
流动比率	1.46	1.64	1.68	1.75
速动比率	1.08	1.23	1.27	1.33
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.54	0.57	0.61

资本支出	51	56	61	78	应收账款周转率	3	4	4	4
长期投资	-22	-58	19	7	应付账款周转率	2.59	2.69	2.78	2.77
其他	36	117	129	141	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-50	-24	-78	-71	每股收益	0.44	0.43	0.56	0.69
短期借款	8	3	0	0	每股经营现金流	0.02	0.33	0.26	0.43
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	5.45	5.88	6.28	6.82
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	26.01	26.21	20.47	16.41
其他	-58	-27	-78	-71	P/B	2.09	1.93	1.81	1.67
现金净增加额	-23	211	61	135	EV/EBITDA	15	13	10	8

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

免责声明

本报告仅供财富证券有限责任公司内部客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研发中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研发中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438