

诺德股份（600110）首次覆盖报告

铜箔盈利不断改善，将继续受益加工费上涨

买入（首次）

2017 年 3 月 30 日

首席证券分析师曾朵红

S0600516080001

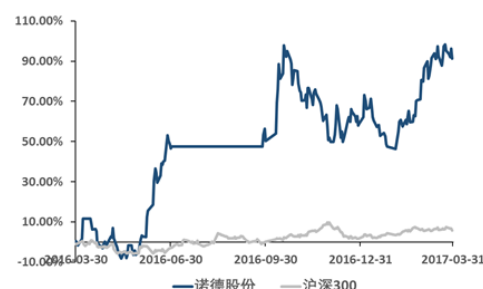
zengdh@dwzq.com.cn

021-60199789

投资要点

- **2016 年公司营收 20.02 亿，同比增长 13.9%，归母净利润 2648.22 万，同比减少 83.51%，符合市场预期。**2016 年营收 20.02 亿元，同比增长 13.9%；归母净利润 2648.22 万，同比减少 83.51%，基本每股收益 0.023 元。2016 年公司业绩同比下滑，主要系上一年公司处置资产获得 16.72 亿投资收益。第四季度公司实现营收 6.16 亿，同比增长 29.1%；毛利率为 30.0%，净利率为 1.3%；归母净利润-72 万，同比下降 100%。第四季度受益于铜箔加工费上涨，公司营收及毛利率均有所提升。公司石油开采、电线电缆、贸易等业务基本处于亏损状态，预计公司将进一步剥离这些业务。
- **2016 年铜箔出货量为 2 万吨，营收增长 20.26%，毛利率大幅提升 11.43%。**2016 年公司铜箔生产 1.99 万吨，销售 2.01 万吨，同比增长 16.71%，库存 225.56 吨，库存减少 36.64%。2016 年公司铜箔实现营业收入 15.38 亿，占公司营收的 76.8%，铜箔平均价格为 7.69 万/吨（不含税）。由于加工费持续上涨，从 2016 年年初的 3.8 万/吨，涨至年末近 4.5 万/吨，公司铜箔业务毛利率提升 11.43%至 24.61%（单吨毛利为 1.9 万）。公司铜箔集中两大生产基地：青海电子及惠州联合铜箔。青岛海电子 2016 年实现净利润 1.23 亿，惠州联合铜箔由于 2016 年产线升级调整原因，实现净利润 95 万。故公司铜箔净利润为 1.24 亿，净利率为 8.63%。子公司诺德融资租赁（公司持股 66.46%）营收 1.16 亿，但毛利率高达 89.02%，净利润为 7245.45 万，超出业绩承诺（6500 万）。
- **剥离亏损资产，加强管理及财务费用控制，2016 年公司费用率显著降低。**2016 年公司毛利率 25.43%，提升 12.76%，系铜箔及融资租赁业务盈利能力提升。2016 年公司剥离上海中科、郑州电缆、湖州创业等资产，因此费用率显著降低。2016 年公司管理费用 2.03 亿，同比减少 29.3%，管理费用率为 10.13%，减少 6.49%。销售费用为 0.53 亿，同比减少 17.9%，销售费用率为 2.64%，下降 1.09%，保持较低水平。2016 年公司财务费用为 1.77 亿，同比下降 50.8%，主要是公司营运资本减少及融资成本降低。

股价表现



市场数据

收盘价（元）12.83
一年最低价/最高价 9.82/13.3
市净率（倍）8.22
流通 A 股市值（百万元）14758.50

基础数据

每股净资产（元）1.63
资产负债率（%）59.80
总股本（百万元股）1150.31
流通 A 股（百万股）1150.31

- **公司经营活动净现金流为 4.36 亿，应收账款周转天数为 72 天，流动性有所提高。**报告期末公司存货 2.8 亿，较年初增长 15%，增速略高于营收增长，其中在产品 1.27 亿，存货周转天数为 69 天。报告期末公司应收账款为 3.45 亿，同比下降 29%，应收账款周转天数为 72 天，较 2015 年下降 40%。预收账款 0.24 亿，同比下降 32%。**现金流方面**，公司经营活动净现金流为 4.36 亿，同比下降 13%；由于公司转让资产，投资活动现金流净额为 8.78 亿，同比下降 11%；2016 年公司加大偿还借款力度，筹资活动净现金流为 -9.76 亿，报告期末公司账面现金为 8.49 亿，是营业收入的 42.4%。
- **锂电铜箔涨价一触即发，公司作为龙头企业最为受益。**根据我们预测，2017 年新能源汽车产销将达 75 万辆，同比增长 45%，对应今年动力电池需求量 37-38GWh，加上动力类及储能类，锂电需求为 77.6GWh，对应铜箔需求为 7.3 万吨，同比增长 20%。由于今年政策出台早，车企调整迅速，因此我们判断今年新能源汽车销售节奏将提前，预计一季度锂电铜箔需求为 0.89 万吨，从 4 月份开始铜箔厂将进入销售旺季，二季度需求为 1.53 万吨（环比增 72%），三季度锂电铜箔需求为 2.22 万吨，而锂电铜箔每季度有效产能约 2 万吨，由于今年行业无新增产能，供需缺口将出现。当前铜箔加工费近 4.5 万/吨，我们预计加工费有望涨至 6 万/吨以上。锂电铜箔加工成本约 2-3 万，龙头厂商可将成本控制在 2-2.5 万，因此目前加工费用 4.5 万的情况下，单吨毛利率约 2.2 万，单吨净利润约 1.8 万，若加工费涨至 6 万/吨（+30%），则利润将近翻番。公司 2016 年铜箔出货量近 2 万吨，其中锂电铜箔占比 80%以上，在锂电铜箔的市场份额提升至 30%。目前公司铜箔产能 3 万吨，在建设 4 万吨，其中一期 1 万吨计划于 2018 年上半年投产。
- **投资建议：**我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 6.43 亿、8.34、11.25 亿元，EPS 为 0.56/0.72/0.98 元，同比增长 2329/30/35%，对应 PE 为 24/19/14x。考虑到公司为锂电铜箔龙头公司，未来受益于加工费上涨，业绩弹性较大，我们给以目标价 19 元，对应 2017 年 34 倍 PE，首次覆盖给以买入评级。
- **风险提示：**新能源汽车政策支持不达预期，新能源汽车产销不达预期，公司铜箔出货量不达预期，铜箔价格上涨幅度低于预期。

目录

1. 锂电铜箔涨价一触即发 5
2. 龙头企业诺德股份铜箔业务盈利不断改善 7

图表目录

图表 1: 锂电铜箔需求预测.....	5
图表 2: 2017 年分季度锂电铜箔需求预测.....	6
图表 3: 2015 年主要锂电铜箔厂家生产情况.....	6
图表 4: 铜箔加工费走势图.....	7
图表 5: 诺德股份 2016 年单季度业绩情况.....	8
图表 6: 诺德股份 2016 年分行业营收情况.....	8
图表 7: 诺德 2016 年主要子公司经营情况.....	9
图表 8: 诺德股份 2016 年费用率情况.....	9
图表 9: 诺德股份铜箔业务盈利分析.....	10

1. 锂电铜箔涨价一触即发

新能源汽车放量节奏提前，预计二季度铜箔需求大幅增加：根据我们的预测，2017 年新能源汽车产销将达 75 万辆，同比增长 45%，对应今年动力电池需求量 37-38GWh，加上动力类及储能类，锂电需求为 77.6 GWh，对应铜箔需求为 7.3 万吨，同比增长 20%。由于今年政策出台早，车企调整迅速，因此我们判断今年新能源汽车销售节奏将提前，预测 3 月新能源汽车产销量将在 3 万以上，而进入二季度后将明显放量，三季度销量火爆。因此我们测算，一季度锂电铜箔需求为 0.89 万吨，从 4 月份开始铜箔厂将进入销售旺季，二季度需求为 1.53 万吨（环比增 72%），三季度锂电铜箔需求为 2.22 万吨，而锂电铜箔每季度有效产能约 2 万吨，供需缺口将出现。

图表 1：锂电铜箔需求预测

项目	车型分类	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
EV 产量/万辆	乘用车	3.78	14.30	24.30	36.45	54.68	82.01	123.02
	客车	1.15	10.35	11.57	11.80	12.39	13.01	13.66
	专用车	0.41	4.45	5.88	13.82	20.04	28.05	37.87
PHEV 产量/万辆	乘用车	1.67	6.35	8.00	10.40	13.52	17.58	22.85
	客车	1.38	2.46	1.90	2.47	2.47	2.47	2.47
产量合计/万辆		8.4	37.9	51.7	74.9	103.1	143.1	199.9
总产量增速			352%	36%	45%	38%	39%	40%
动力电池总需求量/GWh		3.88	15.93	29.37	37.82	49.53	67.26	94.08
增速%		/	311%	84%	29%	31%	36%	40%
中国储能锂电		2.07	2.75	3.11	4.04	5.25	6.83	9.56
增速%		/	33%	13%	30%	30%	30%	40%
中国消费类锂电		23.41	26.94	30.84	35.77	41.14	47.31	54.40
增速%		/	15%	14%	16%	15%	15%	15%
合计		29.35	45.61	63.32	77.63	95.92	121.39	158.04
增速%		/	55%	39%	23%	24%	27%	30%
动力类锂电铜箔(万吨)		0.52	1.74	3.26	3.95	4.92	6.42	8.63
消费类锂电铜箔需求量(万吨)		2.34	2.15	2.47	2.86	3.29	3.78	4.35
储能类锂电铜箔需求量(万吨)		0.28	0.33	0.37	0.49	0.63	0.82	1.15
锂电铜箔需求合计(万吨)		3.14	4.22	6.10	7.30	8.84	11.03	14.13
增速%			34%	44%	20%	21%	25%	28%

资料来源：节能网，中国铜箔协会，东吴证券

图表 2：2017 年分季度锂电铜箔需求预测

项目	车型分类	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017
EV 产量 /万辆	乘用车	3.80	8.74	10.93	12.98	36.45
	客车	0.40	2.00	4.00	5.40	11.80
	专用车	0.50	2.40	4.80	6.12	13.82
PHEV 产量 /万辆	乘用车	1.00	2.50	3.00	3.90	10.40
	客车	0.10	0.25	0.75	1.31	2.41
产量合计/万辆		5.8	15.9	23.5	29.7	74.9
总产量增速			174%	48%	27%	
动力电池总需求量/GWh		2.35	7.44	12.22	15.79	37.82
增速%		/	217%	64%	29%	
中国储能锂电		0.76	0.95	1.15	1.19	4.04
增速%		/	24%	21%	30%	
中国消费类锂电		7.02	8.11	10.10	10.54	35.77
增速%		/	16%	24%	16%	
合计		10.13	16.50	23.46	27.51	77.63
增速%		/	63%	42%	17%	
动力类锂电铜箔(万吨)		0.23	0.76	1.28	1.67	3.94
消费类锂电铜箔需求量(万吨)		0.56	0.65	0.81	0.84	2.86
储能类锂电铜箔需求量(万吨)		0.09	0.11	0.14	0.14	0.49
锂电铜箔需求合计(万吨)		0.89	1.53	2.22	2.65	7.29
增速%			72%	46%	19%	

资料来源：公司资料，东吴证券

行业扩产周期长，今年无新增产能，二季度末供给缺口出现：目前锂电铜箔有效产能不足 8 万吨，产能集中于诺德股份、灵宝黄金、湖北中一、嘉元科技、安徽铜冠五大厂商，由于定制设备周期长达 1.5 年，环评及产房要求高，扩产周期两年以上，诺德与灵宝黄金两大龙头的扩产产能（各 1 万吨）需至 2018 年逐步释放，而其余厂商也无新增产能；同时由于 PCB 标准箔自下半年以来供不应求，行情火爆，因此行业也无转换产线（若转换，周期也长达 1 年）。因此今年行业产能稳定在每季度 2 万吨。考虑厂商备货等因素，我们预计二季度末供给缺口将出现，涨价空间开启。

图表 3：2015 年主要锂电铜箔厂家生产情况

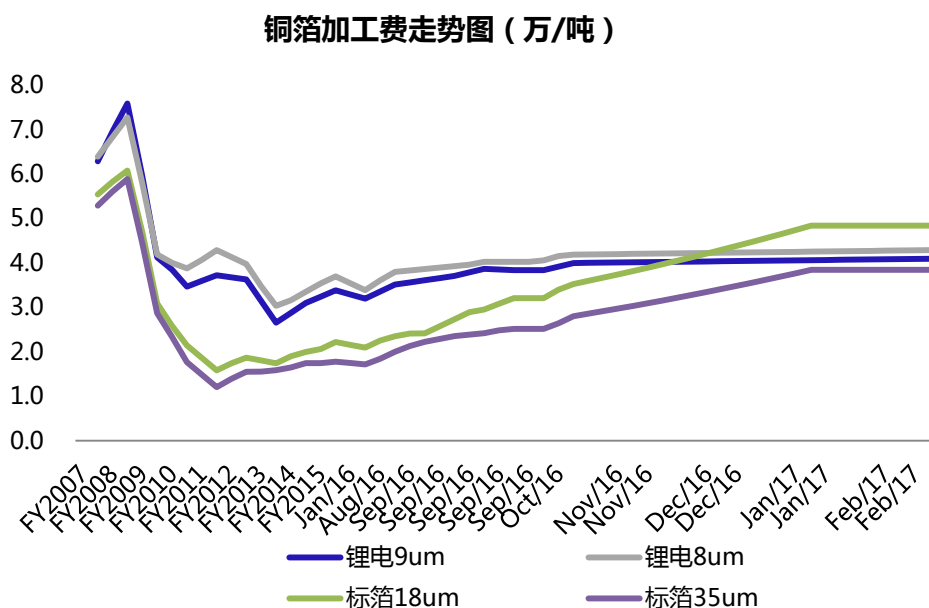
	2015 锂电铜箔 产量(吨)	2015 年标准箔产 量(吨)	2016 锂电铜箔 产量推测(吨)	锂电铜箔 市场占比	2016 年底锂电铜 箔产能推测(吨)
诺德股份	9,679	7,321	18,000	30%	27,000
灵宝华鑫	8,500	9,500	13,000	21%	16,000
湖北中一	7,290	2,710	8,000	13%	9,000
广东嘉元	5,200		6,000	10%	6,500

安徽铜冠	3,296	22,704	4,500	7%	5,000
建滔铜箔	2,000	37,000	2,000	3%	2,000
东莞华威	2,000		2,000	3%	3,000
赣州逸豪	1,000		1,000	2%	1,000
其他	3,253		6,500	11%	8,000
合计	42,218	180,000	61,000	100%	77,500

资料来源：铜箔协会，东吴证券研究所

锂电铜箔涨价动力足，加工费有望涨至 6 万/吨以上：锂电铜箔具备较强的价格上涨驱动力，一是考虑到目前 PCB 标准箔加工费已逆袭，超过锂电铜箔约 5000 元/吨，由于锂电铜箔对设备要求更高，壁垒高，成品率低，添加剂成本高，因此价格一直高于标准箔，而 2016 年由于标准箔供需失衡导致加工费从 2.5/吨涨至 5 万/吨，涨幅超过锂电铜箔。二是锂电铜箔淡季价格坚挺。目前虽新能源车产销较低，但主流铜箔厂多处于满产状态（春节无休），加工费处于约 4.5 万/吨左右，无任何松动。我们判断随二季度新能源汽车明显放量，需求提升，供给缺口打开，锂电铜箔加工费有望涨至 6 万/吨以上（+30%）。

图表 4：铜箔加工费走势图



资料来源：铜箔协会，东吴证券

2. 龙头企业诺德股份铜箔业务盈利不断改善

诺德股份为锂电铜箔龙头企业，公司 2016 年铜箔出货量近 2 万吨，其中锂电铜箔占比 80%以上，在锂电铜箔的市场份额提升至 30%。目前公司铜箔产能 3 万吨，在建设 4 万吨，其中一期 1 万吨计划于 2018 年上半年投产。2016 年公司营收 20.02 亿元，同比增长 13.9%；归母净利润 2648.22 万，同比减少 83.51%，基本每股收益 0.023 元。2016 年公司业绩

同比下滑，主要系上一年公司处置资产获得 16.72 亿投资收益。第四季度公司实现营收 6.16 亿，同比增长 29.1%；毛利率为 30.0%，净利率为 1.3%；归母净利润-72 万，同比下降 100%。第四季度受益于铜箔加工费上涨，公司营收及毛利率均有所提升。公司石油开采、电线电缆、贸易等业务基本处于亏损状态，预计公司将进一步剥离这些业务。

图表 5：诺德股份 2016 年单季度业绩情况

	一季度	二季度	三季度	四季度	2016 年
营业收	3.58	5.09	5.19	6.16	20.02
-同比	10.4%	-8.3%	40.4%	29.1%	13.9%
毛利率	23.1%	24.1%	22.8%	30.0%	25.4%
归母净	8.83	10.95	7.42	-0.72	26.48
-同比	24.6%	-61.7%	-101.3%	-100.1%	-83.5%
净利率	2.8%	3.0%	3.0%	1.3%	2.4%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

2016 年铜箔出货量为 2 万吨，营收增长 20.26%，毛利率大幅提升 11.43%。2016 年公司铜箔生产 1.99 万吨，销售 2.01 万吨，同比增长 16.71%，库存 225.56 吨，库存减少 36.64%。2016 年公司铜箔实现营业收入 15.38 亿，占公司营收的 76.8%，铜箔平均价格为 7.66 万/吨（不含税）。由于加工费持续上涨，从 2016 年年初的 3.8 万/吨，涨至年末近 4.5 万/吨，公司铜箔业务毛利率提升 11.43%至 24.61%（单吨毛利为 1.9 万）。公司铜箔集中两大生产基地：青海电子及惠州联合铜箔。青海电子 2016 年实现净利润 1.23 亿，惠州联合铜箔由于 2016 年产线升级调整原因，实现净利润 95 万。故公司铜箔净利润为 1.24 亿，净利率为 8.63%。子公司诺德融资租赁（公司持股 66.46%）营收 1.16 亿，但毛利率高达 89.02%，净利润为 7245.45 万，超出业绩承诺（6500 万）。

图表 6：诺德股份 2016 年分行业营收情况

	营业收入（亿）	营收同比	毛利率	毛利率同比
电线电缆	1.39	-42.30%	20.55%	8.80%
石油化	0.09	-38.49%	-185.48%	-72.20%
铜箔产品	15.38	20.26%	24.61%	11.43%
贸易产品	1.25	484.30%	0.54%	-8.72%
电池材料	0.43	-62.81%	26.65%	-1.03%
融资租赁	1.16	270.77%	89.02%	35.65%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 7：诺德 2016 年主要子公司经营情况

子公司	类型	营业收入	净利润	业务
青海电子	全资子公	111,352.37	12,260.22	铜箔
惠州联合	全资子公	31,850.11	95.38	铜箔
北京世新	全资子公	574.57	-1843.04	投资、石油
江苏联鑫	全资子公	35,611.77	1,464.34	铜面基板
西藏中科	全资子公	-	3,126.16	投资管理
诺德融资	持股	11,615.88	7,245.45	融资租赁
百嘉达供	全资子公	134,405.98	67.01	供应链管理

资料来源：Wind，东吴证券研究所

剥离亏损资产，加强管理及财务费用控制，2016 年公司费用率显著降低。2016 年公司毛利率 25.43%，提升 12.76%，系铜箔及融资租赁业务盈利能力提升。2016 年公司剥离上海中科、郑州电缆、湖州创业等资产，因此费用率显著降低。2016 年公司管理费用 2.03 亿，同比减少 29.3%，管理费用率为 10.13%，减少 6.49%。销售费用为 0.53 亿，同比减少 17.9%，销售费用率为 2.64%，下降 1.09%，保持较低水平。2016 年公司财务费用为 1.77 亿，同比下降 50.8%，主要是公司营运资本减少及融资成本降低。

图表 8：诺德股份 2016 年费用率情况

项目	规模（亿元）	规模同比（%）	费用率	费用率同比
管理费用	2.03	-29.3%	10.13%	-6.49%
销售费用	0.53	-17.9%	2.64%	-1.09%
财务费用	1.77	-50.8%	8.8%	-12.0%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

公司经营活动净现金流为 4.36 亿，应收账款周转天数为 72 天，流动性有所提高。报告期末公司存货 2.8 亿，较年初增长 15%，增速略高于营收增长，其中在产品 1.27 亿，存货周转天数为 69 天。报告期末公司应收账款为 3.45 亿，同比下降 29%，应收账款周转天数为 72 天，较 2015 年下降 40%。预收账款 0.24 亿，同比下降 32%。现金流方面，公司经营活动净现金流为 4.36 亿，同比下降 13%；由于公司转让资产，投资活动净现金流净额为 8.78 亿，同比下降 11%；2016 年公司加大偿还借款力度，筹资活动净现金流为 -9.76 亿，报告期末公司账面现金为 8.49 亿，是营业收入的 42.4%。

锂电铜箔涨价一触即发，公司作为龙头企业最为受益。当前铜箔加工费近 4.5 万/吨，我们预计加工费有望涨至 6 万/吨以上。锂电铜箔加工成本约 2-3 万，龙头厂商可将成本控制在 2-2.5 万，因此目前加工费用 4.5 万的情况下，单吨毛利率约 2.2 万，单吨净利润约 1.8 万，若加工费涨至 6 万/吨（+30%），则利润将近翻番。公司 2016 年铜箔出货量近 2 万吨，其中锂电铜箔占比 80%以上，在锂电铜箔的市场份额提升至 30%。目前公司铜箔产能 3 万吨，在建设 4 万吨，其中一期 1 万吨计划于 2018 年上半年投产。

图表 9：诺德股份铜箔业务盈利分析

	2017E	2018E	2019E
情形一：	加工费(万/吨)	4.5	4.5
	加工成本(万/)	2.3	2.19
	单吨毛利(万)	2.2	2.32
	单吨净利润(万)	1.75	1.75
	出货量（万吨）	2.7	3.2
	净利润合计	4.73	5.6
情形二：	加工费(万/吨)	6	6
	加工成本(万/)	2.3	2.19
	单吨毛利(万)	3.7	3.82
	单吨净利润(万)	3.25	3.25
	出货量（万吨）	2.7	3.2
	净利润合计	8.78	10.4

资料来源：Wind，东吴证券研究所

投资建议：我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 6.43 亿、8.34、11.25 亿元，EPS 为 0.56/0.72/0.98 元，同比增长 2329/30/35%，对应 PE 为 24/19/14x。考虑到公司为锂电铜箔龙头公司，未来受益于加工费上涨，业绩弹性较大，我们给以目标价 19 元，对应 2017 年 34 倍 PE，首次覆盖给以买入评级。

风险提示：新能源汽车政策支持不达预期，新能源汽车产销不达预期，
公司铜箔出货量不达预期，铜箔价格上涨幅度低于预期。

附盈利预测表

资产负债表 (百万元)

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,618	2,560	2,825	3,337
现金	849	306	371	470
应收账款	345	575	699	885
其他应收款	333	333	333	333
预付账款	117	150	180	228
存货	280	361	434	547
其他	694	834	807	873
非流动资产	3,058	2,811	3,013	2,994
长期投资	57	57	57	57
固定资产	1,877	1,972	2,149	2,159
无形资产	278	256	332	304
其他	847	525	475	475
资产总计	5,676	5,371	5,838	6,331
流动负债	2,946	2,149	1,981	1,624
短期借款	2,343	1,424	1,138	599
应付账款	158	204	244	308
其他	445	522	598	717
非流动负债	448	448	448	448
长期借款	228	228	228	228
其他	220	220	220	220
负债合计	3,395	2,598	2,430	2,073
少数股东权益	408	431	458	487
股本	1,150	1,150	1,150	1,150
资本公积	679	679	679	679
留存收益	43	513	1,121	1,942
归属母公司股东权益	1,874	2,342	2,950	3,771
负债和股东权益	5,676	5,371	5,838	6,331

现金流量表 (百万元)

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	436	584	1,055	1,191
净利润	49	667	860	1,154
折旧摊销	159	176	198	218
财务费用	166	105	79	49
投资损失	-11	0	0	0
营运资金变动	95	-342	-89	-240
其他经营现金流	-23	-22	6	10
投资活动现金流	878	71	-400	-200
资本支出	349	300	400	200
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	1,227	371	0	0
筹资活动现金流	-976	-1,199	-590	-892
短期借款	0	-919	-286	-539
长期借款	90	0	0	0
普通股增加	140	0	0	0
资本公积金增长	-35	0	0	0
其他筹资现金流	-1,207	-280	-304	-353
现金净增加额	338	-543	66	99

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

利润表 (百万元)

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,002	3,057	3,712	4,702
营业成本	1,493	1,922	2,307	2,908
营业税金及附加	8	12	15	18
销售费用	53	67	78	94
管理费用	203	202	230	282
财务费用	177	105	79	49
资产减值损失	-23	-22	6	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-11	0	0	0
营业利润	81	771	997	1,340
营业外收入	27	30	33	36
营业外支出	17	17	18	19
利润总额	91	784	1,012	1,357
所得税	42	118	152	204
净利润	49	667	860	1,154
少数股东损益	22	23	27	29
归属母公司净利润	26	643	834	1,125
EBITDA	417	1,051	1,274	1,607
EPS (元)	0.02	0.56	0.72	0.98

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	16.0%	52.7%	21.4%	26.7%
营业利润	-62.3%	847.0%	29.3%	34.4%
归属于母公司净利润	-81.7%	2328.8%	29.6%	34.9%
获利能力				
毛利率(%)	25.4%	37.1%	37.9%	38.1%
净利率(%)	2.4%	21.8%	23.2%	24.5%
ROE(%)	1.4%	27.5%	28.3%	29.8%
ROIC(%)	3.3%	16.8%	19.2%	23.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	59.8%	48.4%	41.6%	32.7%
净负债比率	75.7%	63.6%	56.2%	39.9%
流动比率	0.89	1.19	1.43	2.05
速动比率	0.79	1.02	1.21	1.72
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.57	0.57	0.64
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	9.44	9.44	9.44	9.44
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.56	0.72	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.51	0.92	1.04
每股净资产(最新摊薄)	1.63	2.04	2.56	3.28
估值比率				
P/E	585.10	24.09	18.59	13.77
P/B	8.27	6.62	5.25	4.11
EV/EBITDA	44	18	14	11

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

