



2017 年 6 月 9 日

证券研究报告

公司研究

制冷空调设备/通用机械/机械设备

中泰股份（300435）

——深冷领域优势显著，氢能源利好公司业绩

主要观点：

◆深冷领域优势显著，拓展海外布局全球。深冷领域，公司技术领先、业绩突出、资质优良、客户广泛，核心产品板翅式换热器设计及制造已达国际先进水平，产品出口至欧美亚等 23 个国家；冷箱的设计和制造处国内领先水平，并已符合国际标准出口至美国；成套装置设计和管理能力也已领先国内同行，公司设计并实施的已经完工的 LNG 液化工厂已实现 100%达产甚至超产，深得客户的认可。国内经济持续低迷，公司业务增速放缓，为缓解公司经营压力，公司拟以自有资金在美国设立全资子公司中泰深冷美国公司，筹划全球化布局。

◆天然气前景利好液化装置需求，“设备制造+投资运营”前景可期。截至 2015 年末，我国天然气消费量占比仅为 5.9%，远低于 23.8%的世界平均水平，天然气在我国未来还有巨大的发展空间。英国石油公司（BP）预测，到 2030 年全球天然气液化量将达到天然气产量的 15%，全球液化量的增长速度将两倍于全球天然气产量的增长。公司作为天然气行业的领先企业，已在天然气液化的制备环节占据了绝对的领先地位，借助积累的技术以及客户资源，公司将向下游应用环节延伸产业链，通过与当地有资源的企业合作、或者外延并购的方式，顺利打通天然气产业链的中下游环节，实现公司经营模式的升级转变，成为国内优秀的清洁能源供应与运营商。今年 2 月，公司与正泰易达签订 32,000 万元的天然气液化工厂项目合同。上述合同金额占公司 2016 年营业收入的 94.96%，合同的如期实施将对公司 2017、2018 年度的业绩产生积极影响。

◆煤化工提升资源利用效率，氢能源利好公司业绩。我国资源

投资评级	增持
评级变动	首次
总股本	2.45 亿股
流通股本	0.82 亿股
ROE（摊薄）	8.13%
每股净资产	2.86 元
当前股价*	13.52 元

注：上述财务数据截止 2016 年报
*为 6 月 8 日收盘价

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@ gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-2079823

研究助理：

周鹏

zhoupeng@ gwgsc.com

联系电话：0592-2079820

地址：厦门市思明区深田路 46 号深田国际大厦 19-20 楼

长城国瑞证券有限公司



稟赋具有“富煤、贫油、少气”的特点，煤炭在我国目前的能源消费结构中占主导地位，2015 年我国煤炭消费总量占全国能源消费比重达 63.7%。煤化工技术水平直接影响我国资源利用效率，现代煤化工，相较传统煤化工注重煤炭转化效率、低污染和经济性，是煤化工产业未来重要的发展方向。公司目前已有煤化工项目尾气回收提纯制氢的新签订单项目，打破国际气体巨头所垄断，奠定高纯度氢制取业绩基础，利好公司业绩。

投资建议：

我们预计公司2017-2018年的净利润分别为6,854万元、8,463万元，EPS分别为0.28元、0.35元，对应P/E分别为48.25倍、38.60倍，目前制冷空调设备P/E（TTM）中位数为53.83倍，考虑公司掌握深冷核心技术，天然气液化、煤化工前景广阔，我们首次给予其“增持”投资评级。

风险提示：

行业发展不及预期，海外市场拓展缓慢。

盈利预测及主要财务数据

关键指标	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入（百万元）	432.77	462.46	337.16	420.62	502.09
增长率	14.00%	6.86%	-27.09%	24.75%	19.37%
归属母公司股东净利润（百万元）	79.93	92.37	56.87	68.54	84.63
增长率	20.83%	15.56%	-38.44%	20.52%	23.48%
基准股本（百万）	0.00	81.60	244.80	244.80	244.80
每股收益（元）	-	1.13	0.23	0.28	0.35
销售毛利率	37.53%	35.07%	31.95%	31.47%	32.38%
净资产收益率	26.88%	14.42%	8.13%	9.11%	10.34%

数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所



目 录

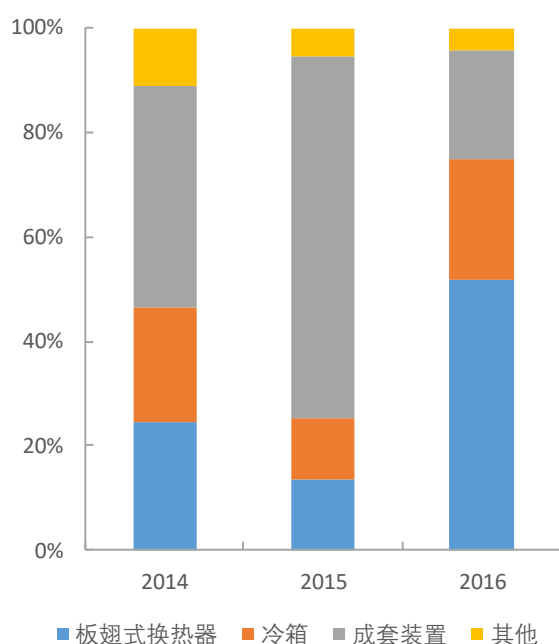
1 公司基本情况	4
1.1 公司主营业务情况	4
1.2 公司主要财务数据概览	5
2 深冷领域优势显著，拓展海外布局全球	6
2.1 公司深冷领域，技术领先、业绩突出、资质优良、客户广泛	6
2.2 国内经济持续低迷，拓展海外布局全球	9
3 液化装置有望受益天然气行业发展，“设备制造+投资运营”前景可期 ...	9
3.1 天然气前景向好，液化装置有望受益	9
3.2 延伸天然气产业链，向“设备制造+投资运营”转型	13
4 煤化工提升资源利用效率，氢能源利好公司业绩	13
4.1 煤炭消费占比高，煤化工提升资源利用效率	13
4.2 掌握制氢核心技术，公司业绩有望回升	15
5 盈利预测	16

1 公司基本情况

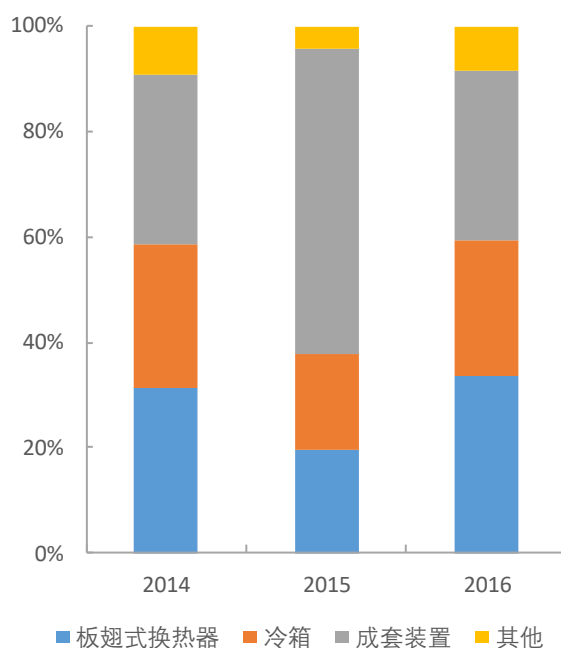
1.1 公司主营业务情况

公司是深冷技术工艺及设备提供商，主营业务为深冷技术的工艺开发、设备设计、制造和销售。公司成立以来，一直坚持以“深冷技术研发为核心、关键设备制造为基础、成套装置供应为重点、清洁能源建设为方向”的主营业务定位，主要产品为板翅式换热器、冷箱和成套装置，具体包括 LNG 成套装置和冷箱、液氮洗冷箱、空分冷箱、乙烯冷箱、轻烃回收冷箱及板翅式换热器等。该等产品被广泛应用于天然气、煤化工、石油化工等领域。

图表 1 公司营业收入结构



图表 2 公司毛利结构



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

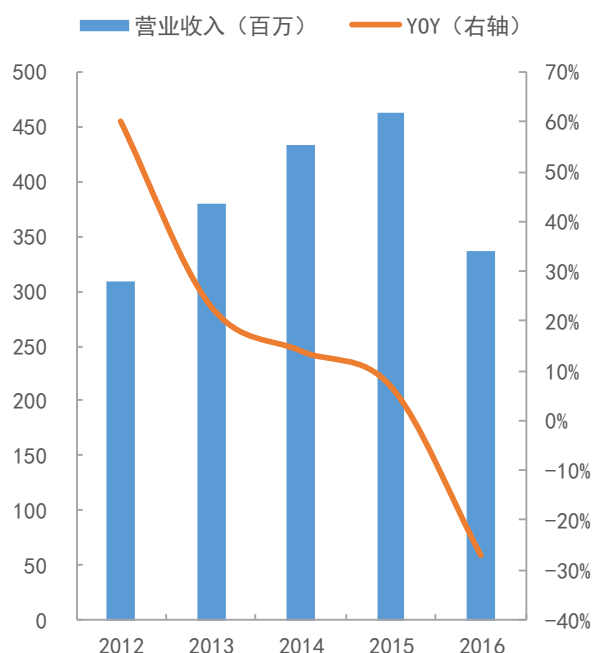
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2016 年，国内宏观经济低迷状况未有明显改善，国际原油价格虽有反弹但对煤化工、天然气等行业的刺激不大，对公司在该等行业的业务造成一定的压力，同时由于市场前景不明，公司的部分成套装置项目由于业主原因，出现了一定程度的暂缓或延期交付情况，导致公司主营业务收入以及利润水平较上年有所下滑。2016 年，公司实现营业收入 3.37 亿元，同比下降 27.09%；归属于上市公司股东净利润 5686.86 万元，同比下降 38.44%。



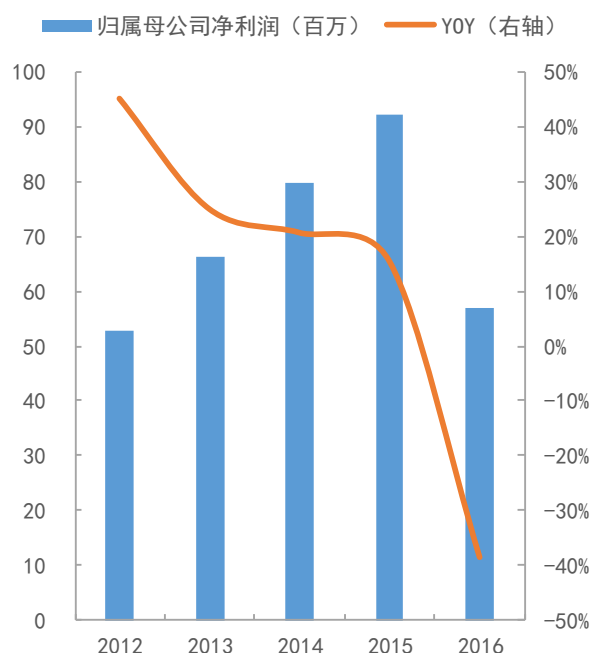
1.2 公司主要财务数据概览

图表 3 近 5 年来公司营业收入及同比增速



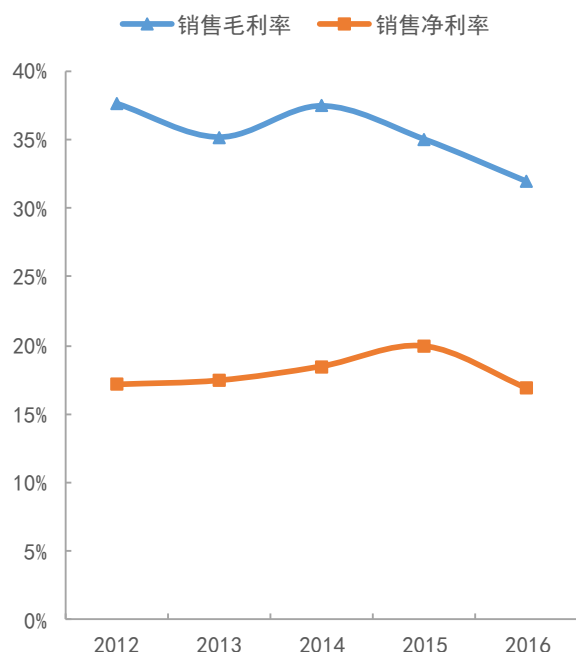
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 4 近 5 年来归属于母公司净利润及同比增速



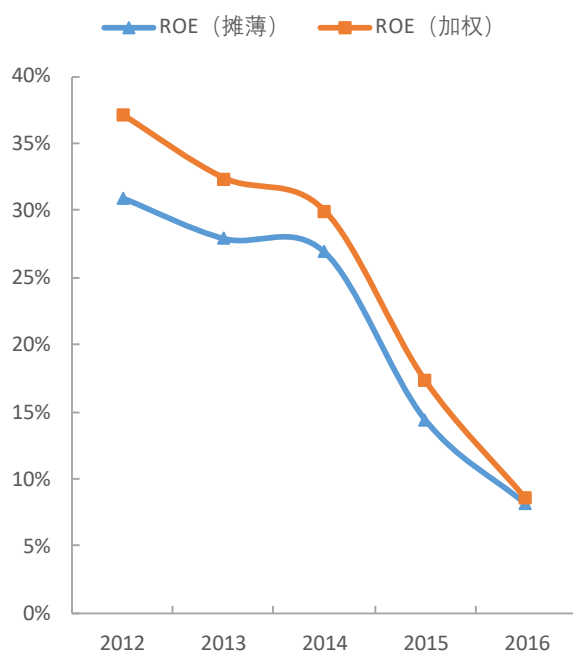
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 5 近 5 年来公司销售毛利率与净利率



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 6 近 5 年来公司净资产收益率



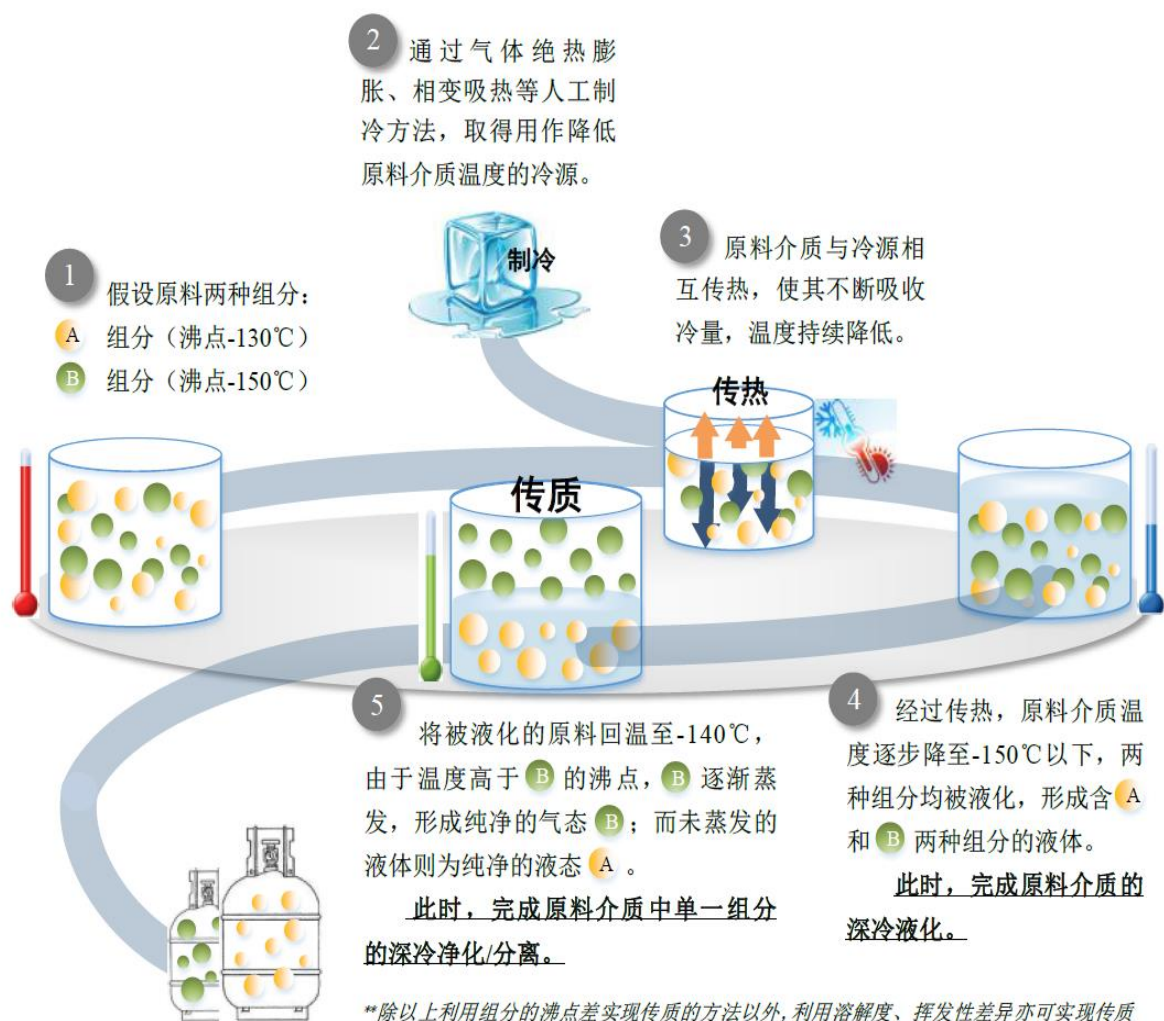
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2 深冷领域优势显著，拓展海外布局全球

2.1 公司深冷领域，技术领先、业绩突出、资质优良、客户广泛

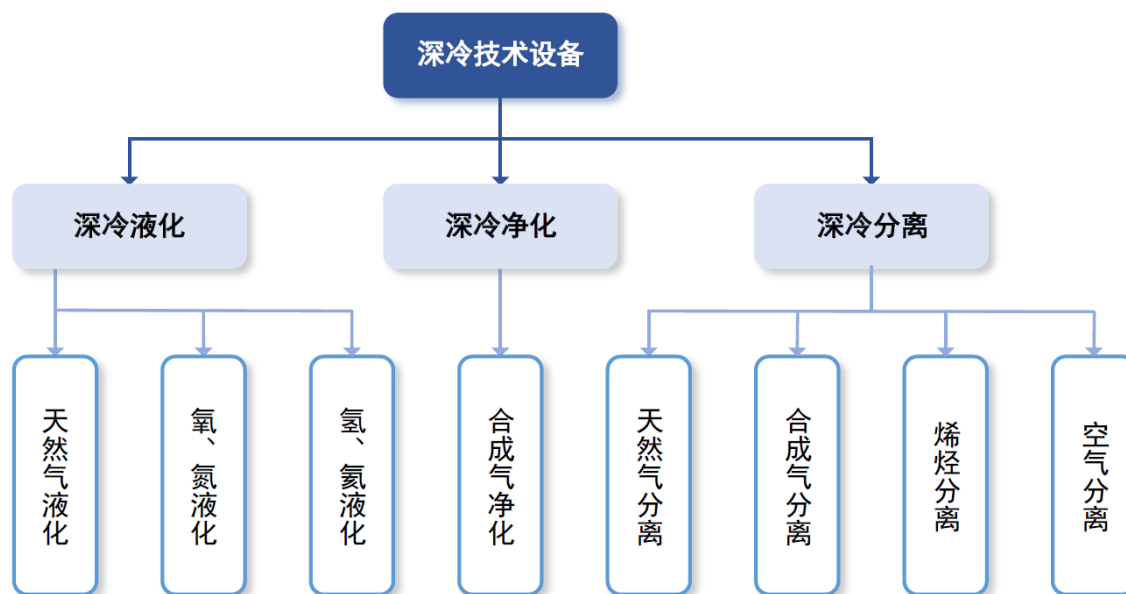
深冷技术工艺系在低温环境中（通常为 $-60^{\circ}\text{C}\sim-269^{\circ}\text{C}$ ）对天然气、合成气、烯烃、空气等介质进行液化、净化或分离的工艺方法。深冷技术设备系用以实现上述工艺目的的设备，广泛应用于天然气、煤化工、石油化工等行业。截止 2017 年 3 月 31 日，公司在手订单共 10.08 亿，多集中在天然气、煤化工等行业。

图表 7 深冷技术工艺的基本原理



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 8 深冷技术设备的主要用途



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

■ 技术领先

公司在深冷技术设备的开发和制造方面处于国内领先的地位。深冷技术设备行业属于技术密集型行业，通过对深冷技术的持续研发投入，公司目前已掌握关键部机设计技术和工艺设计技术等主要应用技术，通过“深冷工艺设计+关键设备自制+配套设备外购”的方式，公司具备较强的深冷技术工艺及设备提供能力，拥有突出的专业优势。公司至今已取得 55 项专利，拥有可应对市场变化的充足技术储备。

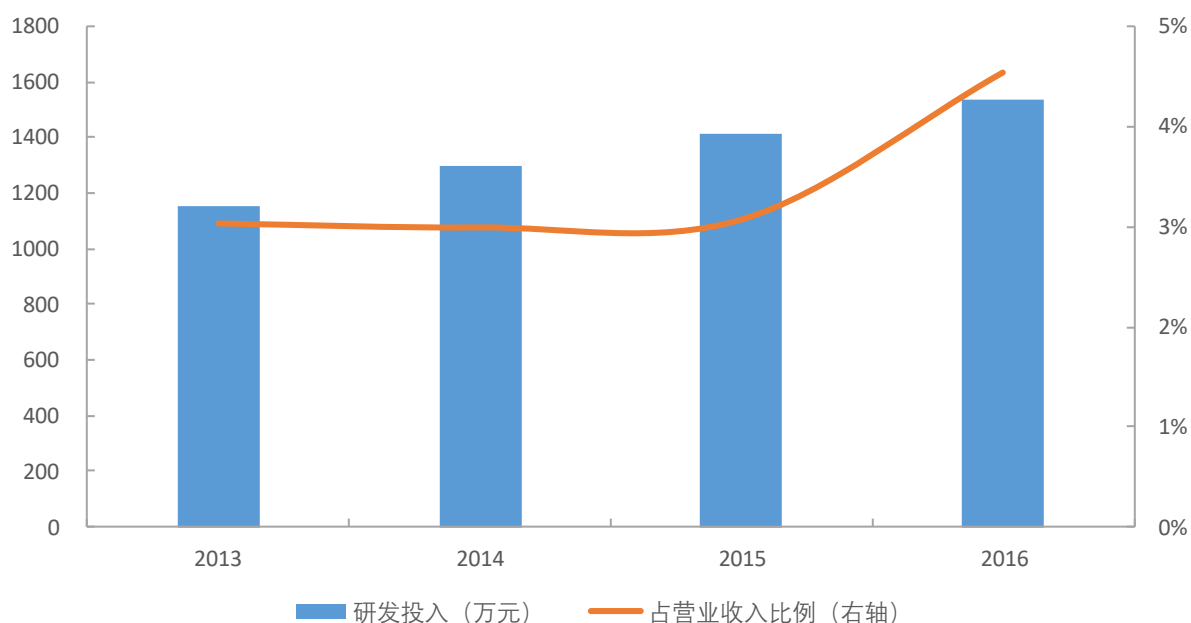
公司深冷领域主要产品为板翅式换热器、冷箱和成套装置，前者是后者的组成部分、后者是前者更高级的产品层级。

公司核心产品板翅式换热器的设计及制造水平已处国内领先，并已出口至 20 多个国家和地区，得到众多境外客户的认可；公司为国家重大科研“大型低温制冷设备研制”项目提供的超低漏率低温板翅式换热器获中科院认可；公司已成功研绕管式换热器，将来可应用于海上浮式 LNG 以及大型高压深冷技术装置。冷箱的设计和制造处国内领先水平，并已符合国际标准出口至美国。成套装置设计和管理能力也已领先国内同行，公司设计并实施的已经完工的 LNG 液化工厂已实现 100%达产甚至超产，深得客户的认可。

公司目前有：年产 70 万吨合成氨配套深冷净化装置的研制、12.0MPa 板翅式换热器的研制、UOP 流程丙烷脱氢深冷分离系统的研发、合成氨甲烷化流程深冷净化工艺装置的研发、海上浮式 LNG 板翅式换热器及冷箱研发等 14 项研发项目。



图表 9 公司研发投入



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

■ 业绩突出

深冷行业有着较高的技术和业绩门槛，成功运行的项目业绩是业主在选择供应商时非常重要的考量因素。经过多年诚信经营，公司已在天然气、煤化工、石油化工领域占据领先优势，公司在天然气制备领域开工项目 100%达产，已具备合成气提纯一氧化碳及氢制取乙二醇的业绩，多套液氮洗装置一次次突破国内标准，已达国际先进水平，公司拥有鲁姆斯（Lummus）公司 PDH 工艺包在国内首套采用并成功运行的业绩，这些都为公司的稳步发展提供了坚实的业绩基础。

■ 资质优良

作为国内深冷技术工艺及设备提供商，公司具有国家质检总局颁发的 A2 级压力容器设计许可证，A2 级压力容器制造许可证，A 级压力管道元件制造许可证，通过了 ISO9001：2008 质量管理体系认证，获得 ASME 压力容器“U”钢印认证和 KGSC 认证。

■ 客户广泛

公司自设立以来，依靠创新的设计理念、系统完整的技术研发、严格的质量控制、良好的售后服务和优秀的产品综合性能，在天然气、煤化工、石油化工等领域，特别在天然气领域积累了大量优质客户，在行业内树立了良好的信誉和市场形象。在板翅式换热器业务方面，公司客户包括法液空、空气化工等国际工业气体行业巨头；在冷箱和成套装置业务方面，公司客户包括新奥集团、大唐集团、晋煤中能、河南心连心、新疆洪通等国内大型企业。

图表 10 公司资质



资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

2.2 国内经济持续低迷，拓展海外布局全球

国内经济持续低迷，公司业务增速放缓，为缓解公司经营压力，并积极响应国家“一带一路”的号召，公司拟以自有资金在美国设立全资子公司中泰深冷美国公司，旨在建立海外技术研发平台、设立海外销售中心的同时，筹划公司的全球化布局。

公司的核心技术和产品已成功进入欧美市场，展现了“中泰”良好的技术和服务实力，已在欧美市场拥有一定的品牌优势，此次设立美国全资子公司，一方面是为了完善境外自有的产品推广和销售渠道；另一方面，也期望借助美国子公司平台，提升公司的研发能力，实现公司深冷技术在全球范围内的突破；同时在合适时机与其他境外优质企业在产业领域的进行合作和投资，以提升公司的销售规模、行业地位以及技术水平，将对公司长期发展起到积极作用。

3 液化装置有望受益天然气行业发展，“设备制造+投资运营”前景可期

3.1 天然气前景向好，液化装置有望受益

我国天然气应用起步较晚，长期以来煤炭在一次能源消费中占主导地位。以煤炭为主的能源消费结构导致严重的大气污染，根据世界卫生组织（WHO）发布的报告，我国空气质量在 91 个样本国家中仅位列第 77 位，环境污染已成为制约我国未来发展的重要因素之一。

相比煤炭，天然气在同等热值下二氧化碳排放量减少 47%-84%、氮氧化物减少 44%-95%、二

氧化硫和烟尘减少近 100%，是公认最清洁的化石能源。在环境污染与工业发展的矛盾日趋尖锐的背景下，天然气的减排效应凸显，推广普及天然气的合理利用成为未来我国能源发展的重点任务之一。

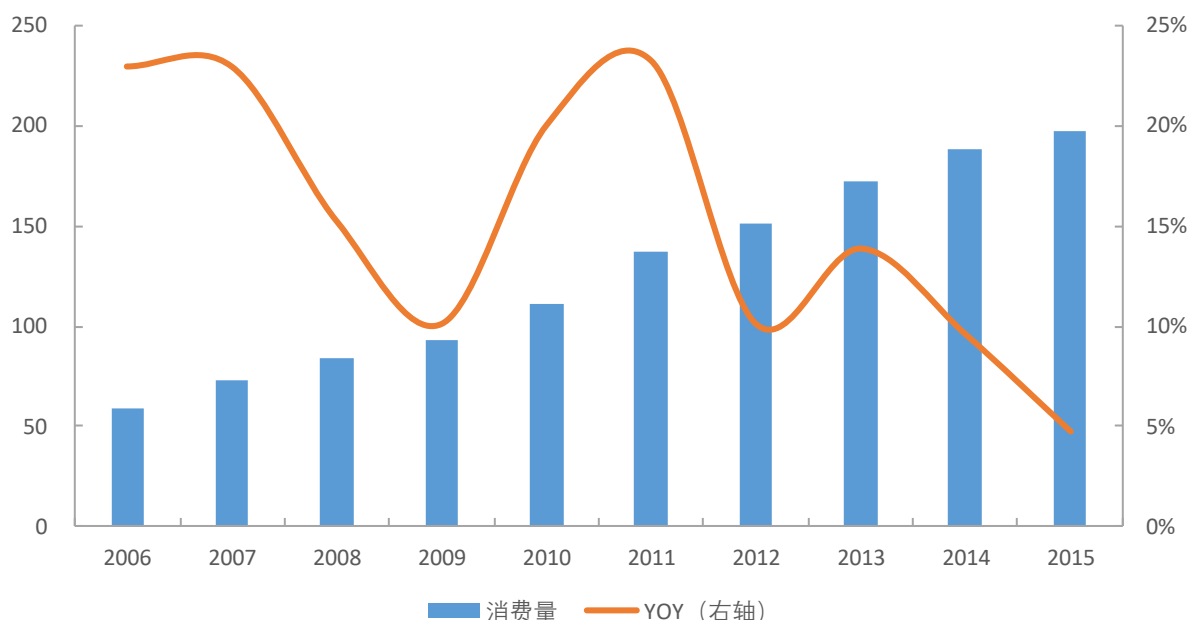
2006 年至 2015 年，我国天然气消费量以 14.29% 的年复合增长率高速增长，截至 2015 年末，天然气消费量达 1973 亿立方米，较 2006 年增长逾 1380 亿立方米。

虽然经历了一轮快速增长，但我国天然气推广应用尚处发展的初期阶段，一次能源消费结构调整方兴未艾。截至 2015 年末，我国天然气消费量占比仅为 5.9%，远低于 23.8% 的世界平均水平。

哥本哈根世界气候大会上，我国提出，到 2020 年单位 GDP 的二氧化碳排放量较 2005 年降低 40%-45%。从各类能源减排能力来看，天然气单位热值污染远小于石油煤炭，将成为我国调整能源结构、节能减排的有效途径。

2014 年《中国能源行动计划 2014-2020》提到，“十三五”期间我国一次能源消费中煤炭的消费比例要显著下降，天然气的比例将在 2020 年提高到 10% 以上；《能源发展“十三五”规划》同样提出，“十三五”时期非化石能源消费比重提高到 15% 以上，天然气消费比重力争达到 10%，煤炭消费比重降低到 58% 以下。天然气在我国未来还有巨大的发展空间。

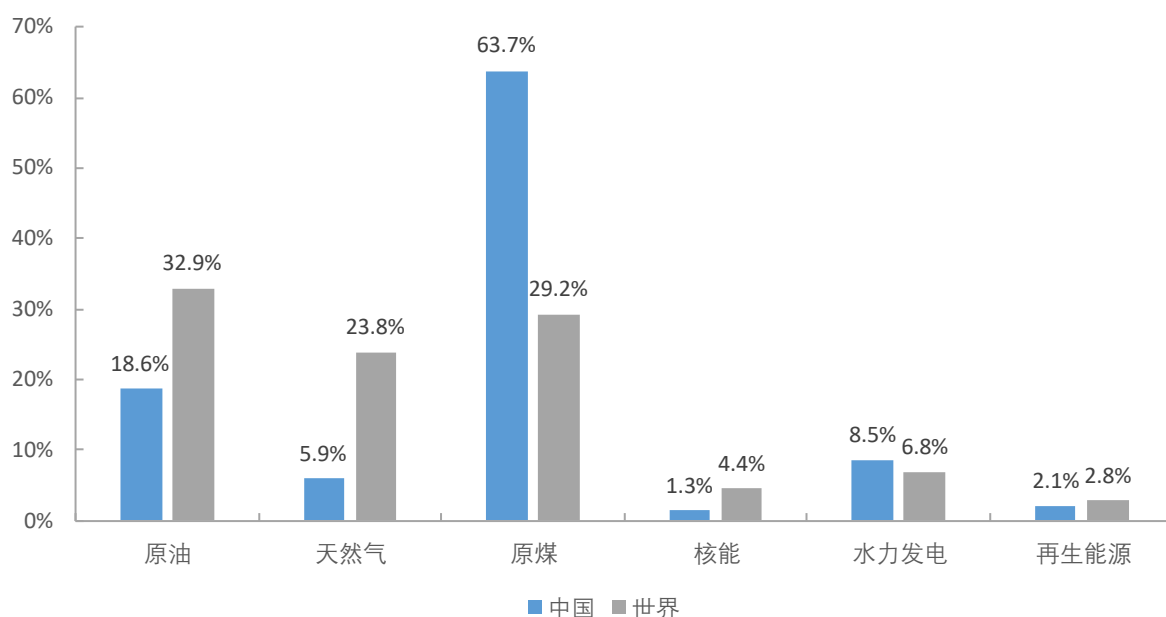
图表 11 2006-2015 年中国天然气消费量（十亿立方米）



数据来源：《BP 世界能源统计年鉴》，长城国瑞证券研究所



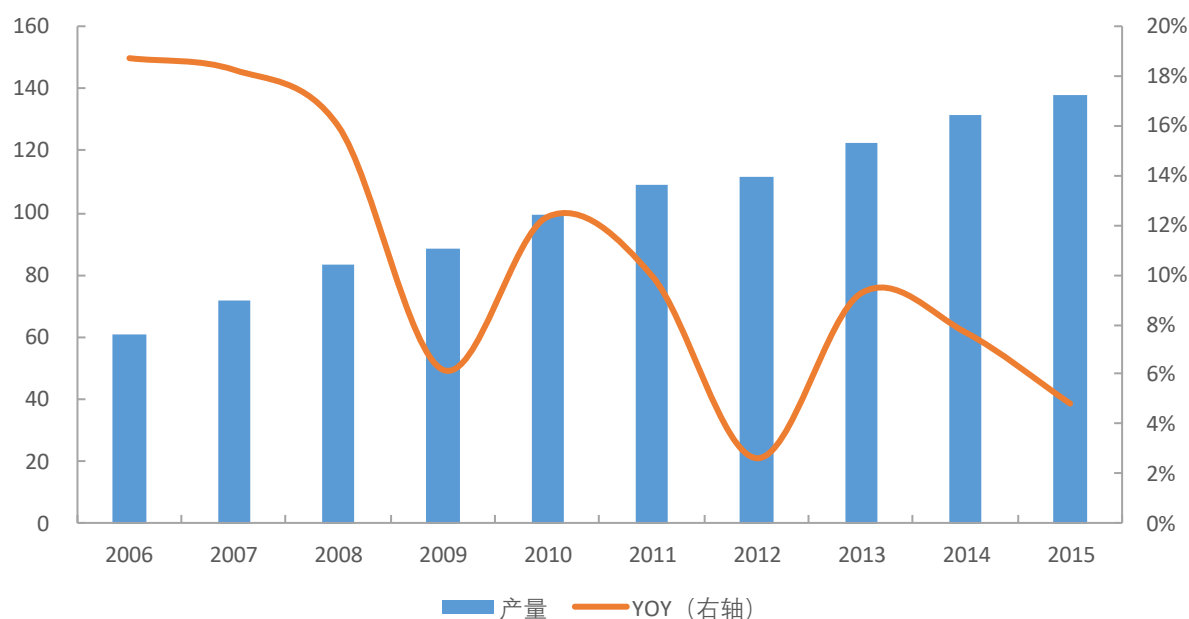
图表 12 2015 年中国一次能源消费结构



数据来源：《BP 世界能源统计年鉴》，长城国瑞证券研究所

2006-2015 年，我国天然气产量以年复合增长率 9.58% 的速度快速增长，但仍不及天然气消费量的增速。2007 年，我国天然气消费量首次超过产量，成为天然气净进口国，基于此，《天然气发展“十二五”规划》明确将提高天然气自给能力作为下一阶段我国天然气行业发展的重点任务之一。

图表 13 2006-2015 年中国天然气产量（十亿立方米）



数据来源：《BP 世界能源统计年鉴》，长城国瑞证券研究所

与石油相比，我国天然气资源的探明程度相对较低。近十年，我国天然气探明储量以年复合

增长率 9.2% 的快速增长，伴随勘探开发技术的提升，我国天然气资源的勘探开发潜力巨大。

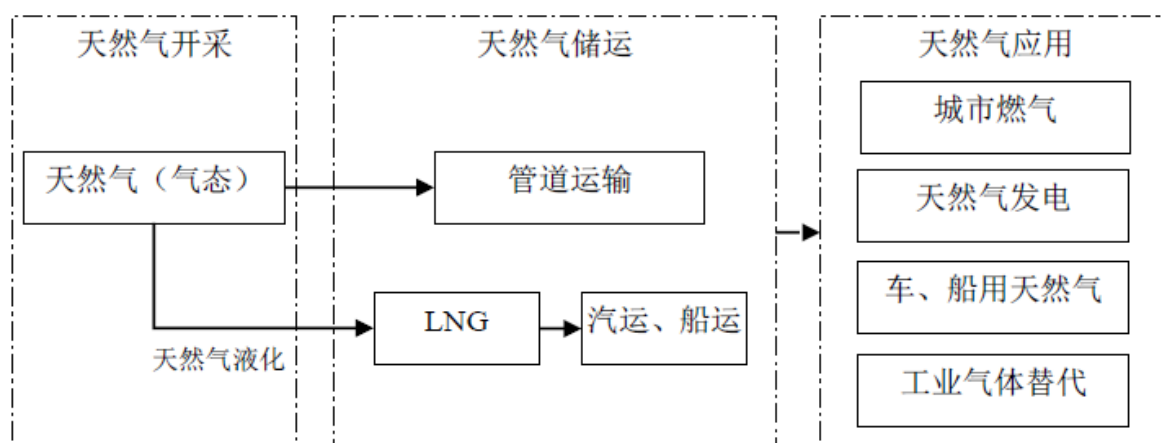
LNG 指液化天然气，是天然气的一种储存和应用方式，LNG 产业是天然气产业链的一个重要组成部分。

天然气常压下沸点接近 -163°C ，深冷技术是实现天然气液化的主流方法。一方面，天然气经液化制成 LNG 后体积减小 600 倍，便于通过槽车、轮船等实现陆路、海路运输；另一方面，LNG 具有液态、清洁、高热值等特点，能够替代石油作为发动机燃料。

英国石油公司（BP）预测，到 2030 年全球天然气液化量将达到天然气产量的 15%，而且全球液化量的增长速度将两倍于全球天然气产量的增长。

综上所述，在环保推动需求、技术推动供给的双重作用下，天然气行业整体发展前景良好，天然气液化装置需求有望受益。

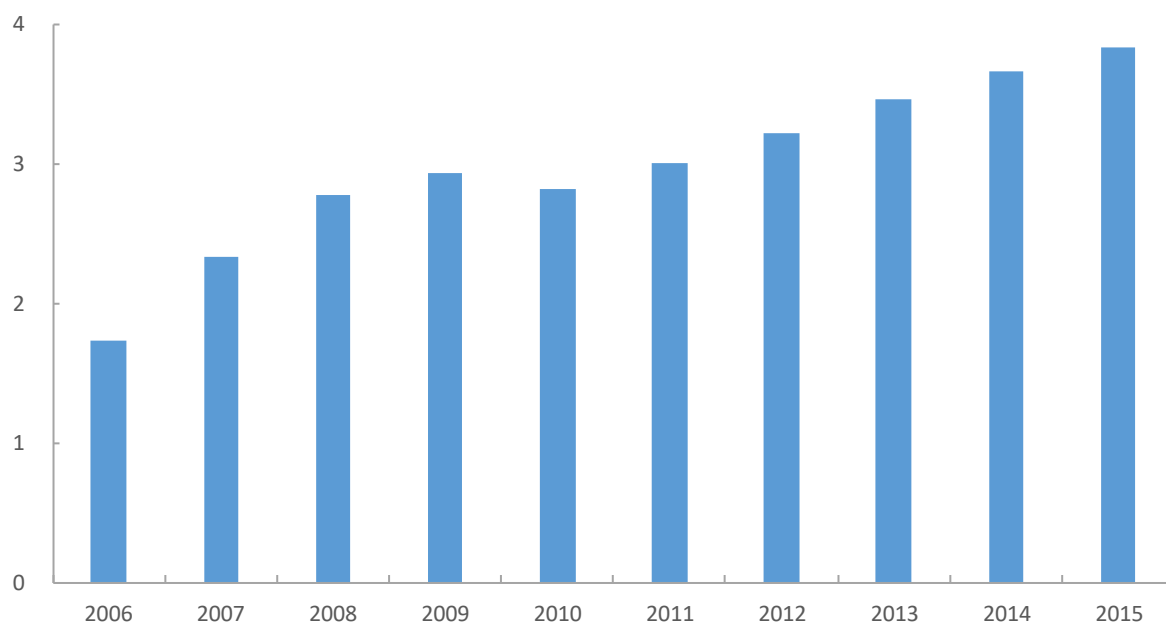
图表 14 天然气产业链



资料来源：深冷股份招股说明书，长城国瑞证券研究所

今年 2 月，公司与内蒙古正泰易达签订《 $300 \times 104\text{m}^3/\text{d}$ 天然气液化工厂项目》合同，合同金额 32,000 万元。合同签订 8 个月后开始分批发货，2018 年 6 月 1 日设备全部交货完毕。并保证 2018 年 10 月 1 日前出液。上述合同金额占公司 2016 年营业收入的 94.96%，合同的如期实施将对公司 2017、2018 年度的业绩产生积极影响。

图表 15 2006–2015 年中国天然气探明储量（万亿立方米）



数据来源：《BP 世界能源统计年鉴》，长城国瑞证券研究所

3.2 延伸天然气产业链，向“设备制造+投资运营”转型

2014 年以来，天然气行业投资增速有所放缓，为应对行业波动，同时借鉴行业优秀企业的发展经验，公司开始寻求经营模式的转变以适应行业变化。

公司作为天然气行业的领先企业，已在天然气液化的制备环节占据了绝对的领先地位，借助积累的技术以及客户资源，公司将向下游应用环节延伸产业链，通过与当地有资源的企业合作、或者外延并购的方式，顺利打通天然气产业链的中下游环节，由天然气制备环节向下游应用拓展，逐步在交通领域、工业用户终端用气领域布局，成功实现公司经营模式的升级转变，成为国内优秀的清洁能源供应与运营商。

4 煤化工提升资源利用效率，氢能源利好公司业绩

4.1 煤炭消费占比高，煤化工提升资源利用效率

2016 版《BP 世界能源统计年鉴》数据显示，中国煤探明储量 1145.0 亿吨，占世界总量的 12.84%；石油探明储量 184.8 亿桶，占 1.09%；天然气探明储量 3.8 万亿立方米，占 2.06%。

我国资源禀赋具有“富煤、贫油、少气”的特点，煤炭在我国目前的能源消费结构中占主导地位。2015 年我国煤炭消费总量占全国能源消费比重达 63.7%，近两年在持续下降。虽然煤炭消费已过峰值，但占比还是超过 50%，同时煤炭提供了我国电力来源的 75%；我国钢铁行业能源的

86%；化工产品原料的 50%；建材行业能源的 80%。

煤化工是关系国计民生的基础产业，有长期大量的需求，同时考虑到国内石油、天然气以及石油化工产品如烯烃、乙二醇等产品进口依赖度较高，出于战略储备等各种因素，煤化工在国内将会有个长期稳定的发展。

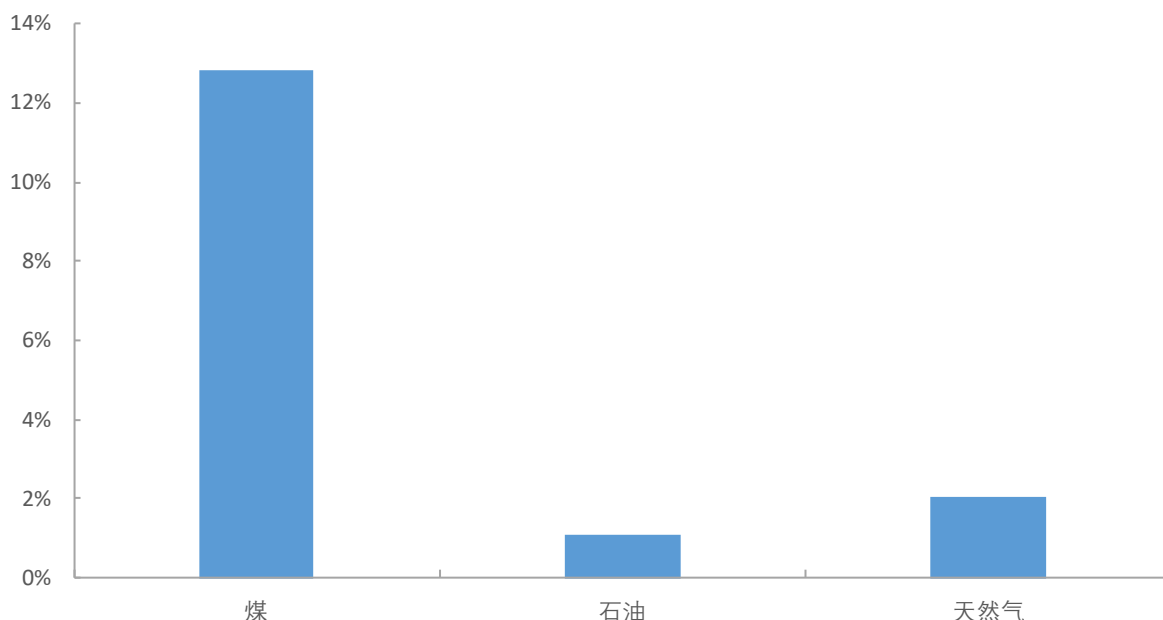
煤化工技术水平直接影响我国资源利用效率，从终端产品角度划分，煤化工行业可分为传统煤化工和现代煤化工。

传统煤化工包括煤制合成氨、甲醇、焦炉气等，长期以来存在高能耗、高排放、高污染问题。深冷技术在传统煤化工的应用主要表现为煤气化后的合成气深冷净化（甲醇洗和液氮洗），系传统工艺方法（铜洗法等）的节能、环保型替代，符合国家节能、环保的政策导向。

现代煤化工包括甲醇制丙烯（MTP）、甲醇制烯烃（MTO）、焦炉气液化制 LNG 等，现代煤化工技术的发展注重煤炭转化效率、低污染和经济性，系煤化工产业未来重要的发展方向。深冷技术设备在现代煤化工的应用主要表现为 MTP、MTO 工艺中的烯烃分离以及焦炉气液化制 LNG 工艺中的天然气液化。上述工艺系采用先进技术对煤炭进行深加工，其产品具有替代石油的作用，鼓励发展现代煤化工对提高我国资源利用效率、保障能源安全具有重大意义。

根据煤化工十三五规划，提高效率，降低能源消耗，减少污染排放与工程造价将成为煤化工行业的发展方向，以煤制油、气、烯烃为代表的现代煤化工产业将成为未来化工业的发展重点。

图表 16 中国能源探明储量占世界总量比例



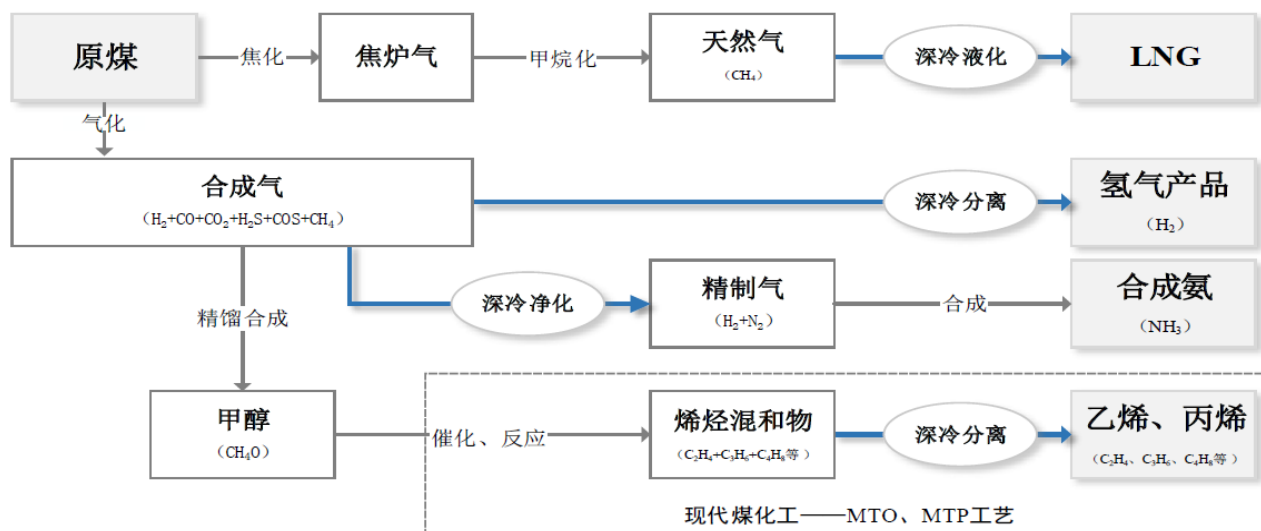
数据来源：《BP 世界能源统计年鉴》，长城国瑞证券研究所

图表 17 煤化工分类

分类	产品	特点
传统煤化工	煤制合成氨、甲醇、焦炉气等	高能耗、高排放、高污染
现代煤化工	甲醇制丙烯（MTP）、甲醇制烯烃（MTO）、焦炉气液化制 LNG 等	注重煤炭转化效率、低污染和经济性

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 18 煤化工行业应用情况



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

4.2 掌握制氢核心技术，公司业绩有望回升

煤化工项目的气化环节、中间深冷分离、液化以及储运环节，均需深冷技术来完成，公司有全部空分、液氮洗、一氧化碳、LNG、制氢甚至 CO_2 全套每个产品路线的工艺包技术、发明专利及业绩，新型煤化工领域同样具有核心技术和业绩，煤化工行业的向上发展为公司煤化工领域的业绩带来利好。

为应对煤化工行业的发展机遇，公司一方面借助原有的品牌基础以及客户资源，加大销售力度，争取更多的传统煤化工销售订单；另一方面，借助已有的技术储备和市场资源，抓住新型煤化工行业发展的新机遇，利用现有技术，采用自主投资或者合作投资的方式，在新型煤化工行业发展过程中取得一定的市场份额，实现公司经营模式的转型升级，为公司赢得新的利润增长以及稳定的现金回报。

公司目前已有煤化工项目尾气回收提纯制氢的新签订单项目，该项目以煤制甲醇尾气为原料，经过脱硫脱碳工艺，应用深冷方法将尾气中的一氧化碳、氢以及甲烷提纯，甲烷提纯后可液化制LNG，一氧化碳以及氢提纯后可用作后续乙二醇项目的原料气，最终合成高品质的乙二醇。其中

该项目提纯后的氢纯度可达 99.99%，基本符合燃料电池的标准。该项目为煤制甲醇尾气回收项目国产化应用的前沿项目，以前多为国际气体巨头所垄断，公司凭借多年的技术积累，以低能耗高效率的流程设计在众多方案中脱颖而出，不但在化工尾气回收利用领域取得突破，也为公司高纯度氢制取奠定了业绩基础。目前全球能有此业绩的仅有中泰、林德、法液空、AP 等少数几家公司。

目前，氢能提取主要有三种方式：从含烃的化石燃料中制氢、电解水制氢以及生物制氢，由于目前电解水制氢成本居高难下，生物制氢技术上尚未可以完全突破，未能实现量产，故过去以及现在采用最多的方法，就是以煤、石油或天然气等化石燃料作原料来制取氢气。

在当前技术条件下，大规模、纯净气体的提取主要采用深冷技术方法完成，公司原有的深冷技术储备将在氢能的制取提纯方面获得广泛应用，公司将借助能源化工行业积累的客户资源，顺应氢能发展的趋势，在氢能的制取提纯方面为公司业务寻求新的增长点。

5 盈利预测

图表 22 盈利预测

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	462.46	337.16	420.62	502.09	货币资金	190.05	232.61	288.34	312.78
减：营业成本	300.30	229.44	288.26	339.51	应收和预付款项	315.67	332.60	171.10	428.83
营业税金及附加	4.23	3.91	4.88	5.83	存货	110.65	124.49	123.39	168.57
营业费用	8.49	11.88	14.82	17.69	其他流动资产	172.56	191.30	310.22	135.57
管理费用	41.89	42.18	52.62	62.81	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-0.89	-0.07	-12.90	-15.52	投资性房地产	11.83	11.06	9.45	7.84
资产减值损失	14.26	-7.18	-7.18	-7.18	固定资产	83.06	79.22	72.89	66.56
投资收益	3.13	8.36	0.00	0.00	无形资产	33.87	33.00	29.01	25.02
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	9.90	15.11	8.18	8.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	927.57	1019.39	1012.57	1153.35
营业利润	97.32	65.37	80.12	98.94					
其他非经营损益	10.84	1.11	0.00	0.00	短期借款	25.00	55.00	0.00	0.00
利润总额	108.16	66.48	80.12	98.94	应付和预收款项	190.34	225.14	236.99	311.96
所得税	15.79	9.61	11.58	14.30	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	92.37	56.87	68.54	84.63	其他负债	71.69	40.19	23.23	23.23
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	负债合计	287.03	320.33	260.22	335.19
归母净利润	92.37	56.87	68.54	84.63	股本	81.60	244.80	244.80	244.80
					资本公积	281.89	136.66	136.66	136.66
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	留存收益	275.99	316.54	370.89	436.69
经营活动现金流	-61.00	50.13	241.82	-146.89	归母股东权益	640.54	699.06	752.35	818.15
投资活动现金流	-133.61	-6.03	0.00	0.00	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	241.27	12.74	-57.34	-3.32	股东权益合计	640.54	699.06	752.35	818.15
现金流量净额	46.66	56.19	184.48	-150.21	负债和股东权益	927.57	1019.39	1012.57	1153.35

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，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。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。