

2010年04月26日

中大股份 (600704)

走向成功的多元化控股公司

评级：买入（首次）

投资要点：

- **多元化控股公司**：目前的主营业务为汽车贸易与服务、房地产业、国际贸易、期货经纪和投资业务。
- **物产元通是最大亮点**：物产元通以汽车销售及后服务为主，公司经营规模和综合实力已连续 14 年在全国同行业中名列前茅。我们预计毛利率高达 30% 以上的汽车后服务业务收入在未来 4 年的复合增长率至少将达到 34%。
- **中大地产将是公司短期的主要利润来源**：根据公司对于地产业务的规划，2012 年和 2015 年公司地产销售目标将分别达到 50 亿元和 100 亿元。相对于 2009 年 12 亿元的销售规模，未来 5 年中大地产将实现翻三番的高速增长。
- **中大期货将受益于行业的景气提升**：2005 年至 2009 年，全国商品期货市场成交额增长了近 10 倍。2010 年期待已久的股指期货也正式推出，预示着中国金融产品期货交易的大门被打开，期货市场的繁荣将持续。而中大期货作为行业内连续 8 年的十强之一，自然将受益菲浅。
- **盈利预测与估值**：我们将其业务进行分拆预测及估值，并考虑增发后的股本摊薄，预计 2010 年至 2011 年的 EPS 分别为 0.94 元和 1.15 元。未来 12 个月的合理价值区间为 22.31 ~ 27.71 元。

	2009	2010	2011	2012
营业收入（百万 元）	24297.60	28539.94	32255.92	37506.84
同比（%）	477.35%	17.46%	13.02%	16.28%
净利润（百万元）	276.34	483.12	588.82	858.24
同比（%）	30.37%	-509.77%	21.88%	45.76%
毛利率（%）	5.95%	8.15%	8.35%	9.14%
ROE（%）	5.49%	13.80%	13.56%	15.41%
每股收益（元）	0.63	0.94	1.15	1.67
P/E	35.02	25.75	21.12	14.49
P/B	3.39	3.55	2.86	2.23

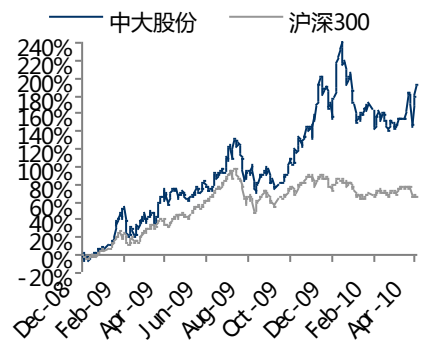
李寅康

执业证书号：S0600209100122

0512-62938653

liyik@gsjq.com.cn

中大股份与沪深 300 指数走势比较图



市场数据 2010年04月27日

总股本（万股）	43917.54
流通A股（万股）	37475.21
收盘价（元）	22.29
6个月换手率（%）	388.59

财务数据

2009Q1

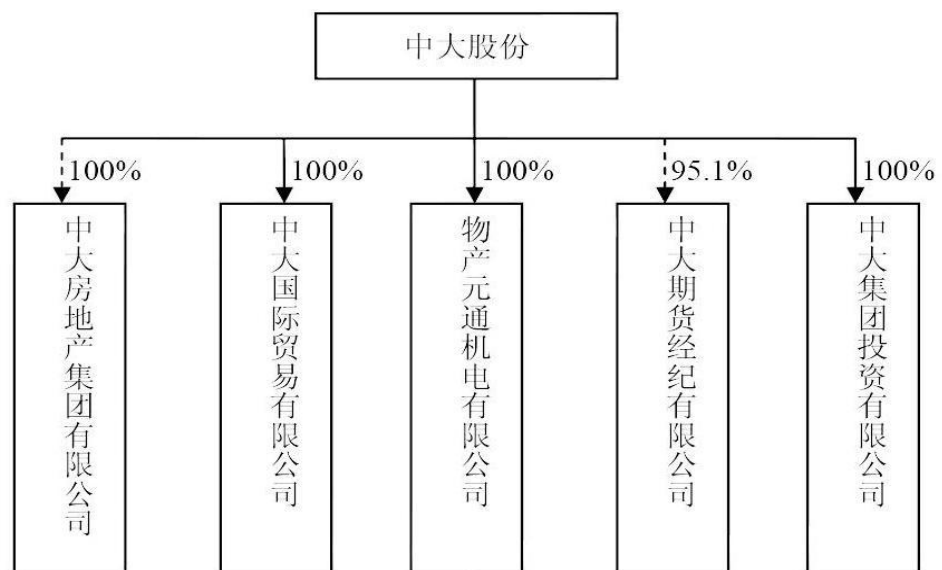
主营收入（亿元）	163.02
净利润（亿元）	2.52
摊薄每股收益（元）	0.31
每股净资产（元）	5.83

1. 公司简介

浙江中大集团股份有限公司是国家外经贸部（现商务部）推荐的首家上市公司，目前的主营业务为汽车贸易与服务、房地产业、国际贸易、期货经纪和投资业务。下辖的子公司主要有：浙江物产元通机电（集团）有限公司、中大房地产集团有限公司、浙江中大国际贸易有限公司、浙江中大期货经纪有限公司、浙江中大集团投资有限公司等。

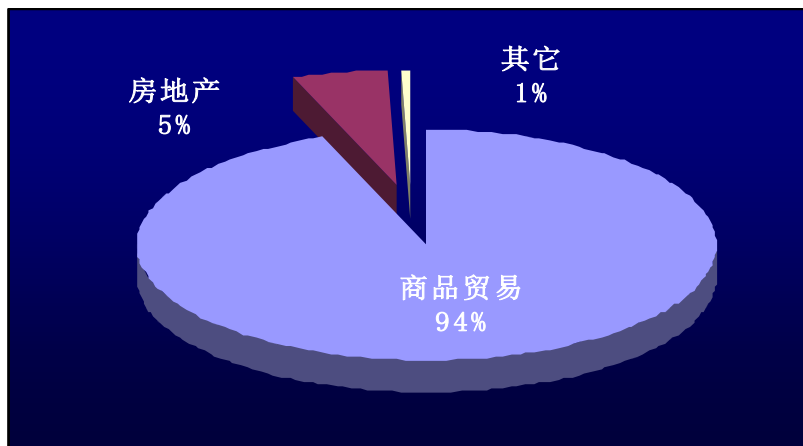
“元通”是“浙江省知名商号”和“浙江服务名牌”，连续四届蝉联“全国十佳汽车营销集团”，荣获“中国汽车销售服务十大企业集团”，拥有43个主流汽车品牌系列的代理权，全省有135家汽车销售服务专营店，汽车经营规模全省第一，国内前茅；“中大地产”是国家一级资质开发企业，是“中国房地产企业100强”之一，在杭州、富阳、宁波、嵊州、无锡、南昌、上海、武汉、成都等城市设有区域子公司；“中大国际”控股的具体从事进出口业务的公司共15家，年出口总值为4亿多美元；“中大期货”已连续八年荣列全国期货公司交易总额排名前10位，是一家稳健规范有发展潜力的企业；“中大投资”是一家专业化投资管理公司，也是“浙江省本土十佳创投公司”，目前管理着广东发展银行有限公司、国泰君安证券有限公司、浙江三花股份有限公司、浙江大东南包装股份有限公司等多个投资项目。

图 1：控股情况



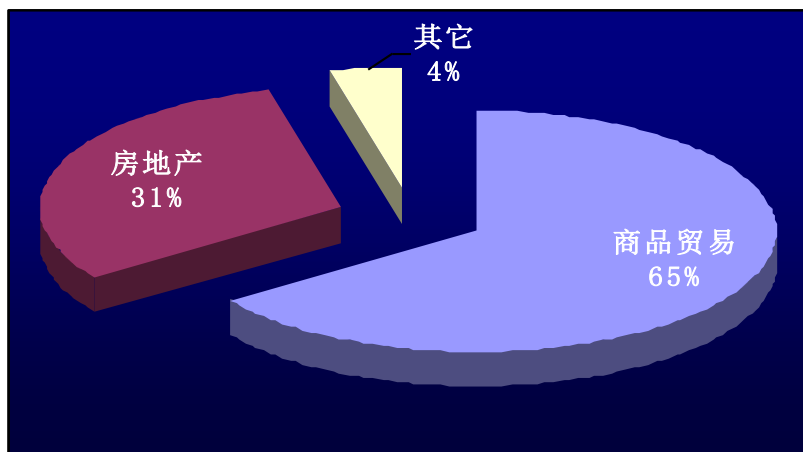
来源：公司报告，东吴证券研究所整理

图 2：收入占比



来源：东吴证券研究所

图 3：利润占比



来源：东吴证券研究所

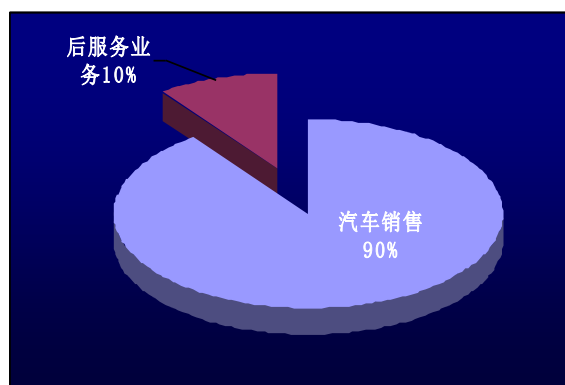
2. 物产元通——公司目前最大看点

物产元通集团是一家拥有总资产近 67 亿元、120 多家成员公司的现代企业集团；2009 年 8 月完成了整体注入中大股份的相关工作，成为浙江物产中大股份有限公司的全资子公司，注册资本 4.65 亿元，公司经营规模和综合实力已连续 14 年在全国同行业中名列前茅。

物产元通以汽车销售及后服务为主，兼营不锈钢销售、机电产品贸易等业务。公司拥有汽车 4S 店 80 家，43 个国内外汽车品牌系列的代理权，覆盖国内外大部分汽车品牌；具有新车销售、汽车金融、汽车维修、汽车俱乐部、二手车交易、汽车用品、汽车救援、汽车租赁、汽车回收等一整套完善的汽车服务体系，具备了国内屈指可数的贯穿汽车生命周期的全方位服务产业链。2009 年，公司汽车经营规模 140 亿元，销售各类汽车 12.7 万辆，占同期浙江省新上牌汽车总量的 15% 左右，维修汽车 95 万辆次；公司已累计销售新车超过 100 万辆、二手车 20 万辆、维修汽车 500 万辆次；汽车经营规模在全国同行业名列前茅。

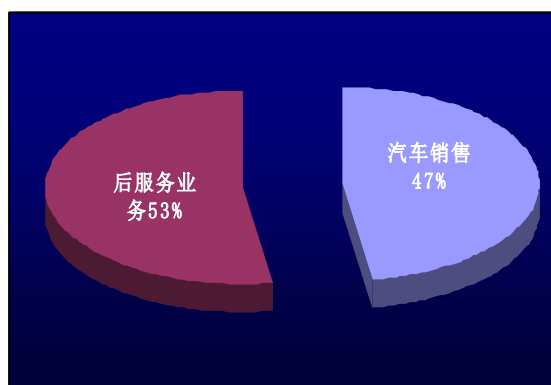
2009 年物产元通汽车业务的收入构成中，90% 来自于汽车销售，仅有 10% 来自于汽车后服务业务。但是由于汽车销售环节主要是赚取销售差价，同时受到同一地区同品牌 4S 店的无差别竞争，使其盈利空间极其微薄，综合毛利率仅 3% 左右，相反后服务业务的毛利率却高达 30% 以上，因此导致了利润占比中两项业务几乎平分秋色，而长期来看，随着客户保有量的不断积累，后服务业务增速远远超过销售收入的增速，至 2009 年底，后服务业务的利润贡献度已超过汽车销售业务。

图 4：收入占比



来源：东吴证券研究所

图 5：利润占比

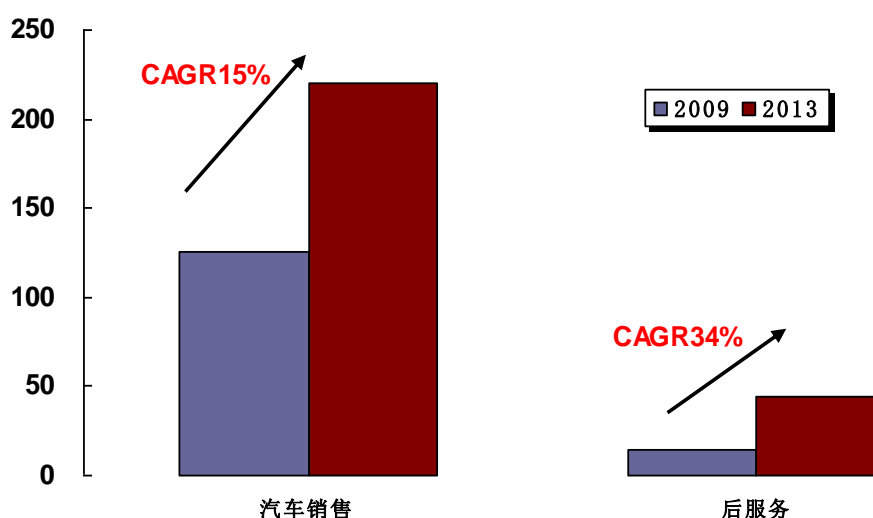


来源：东吴证券研究所

物产元通后服务业务收入复合增速在 30% 以上。根据物产元通对于后服务市场长期跟踪的数据显示，一辆新车在使用 6 年后的总费用（主要包括汽油、保险以及维修等后服务业务）相当于其初始购买价格，我们粗略地计算一辆车 6 年中的维修等后服务支出大约为新车价格的

30%-40%之间。物产元通目前拥有约 100 万的客户保有量，汽车销售单价在 15 万元左右，按此计算，该 100 万客户将为公司提供 450 亿元的后服务收入，若以 8-10 年平均计算的话，每年的后服务收入可在 45-56 亿元。而新车一般在使用三年后维修次数开始上升，因此我们预计该收入规模大约在 2013 年左右可达到，相比 2009 年不足 14 亿元的收入，元通后服务业务收入未来 4 年的复合增长率至少将达到 34%。

图 6：汽车销售与后服务业务收入增速预测



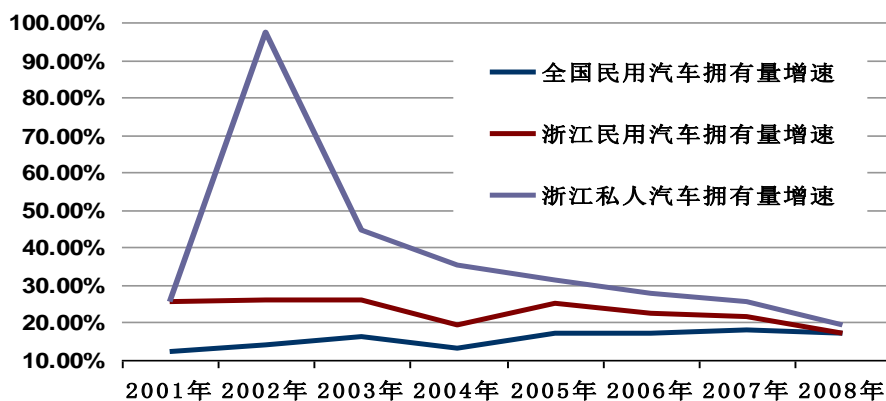
来源：东吴证券研究所

2009 年末，全国民用汽车保有量达到 7619 万辆（包括三轮汽车和低速货车 1331 万辆），比上年末增长 17.8%，其中民用轿车保有量 3136 万辆，增长 28.6%。国家统计局 2 月份的数据显示，2009 年末全国私人轿车保有量为 2605 万辆，比上年末增长 33.8%。与发达国家相比，我国机动车人均保有量仍处于很低的水平，按照国外发展经验，未来数年内，我国汽车行业将保持快速发展，汽车消费需求将持续释放。同时随着保有量的快速增加以及消费者需求的升级，汽车后服务市场需求将明显扩张，为公司汽车业务带来更多的发展机会。

物产元通是浙江省涉足汽车 4S 店业务的第一家公司，至今已有 16 年的销售管理经验，主要布局在浙江省市场，浙江省的汽车消费增量和保有量一直位于全国各省的前列，保有量增速以及私人汽车保有量的增

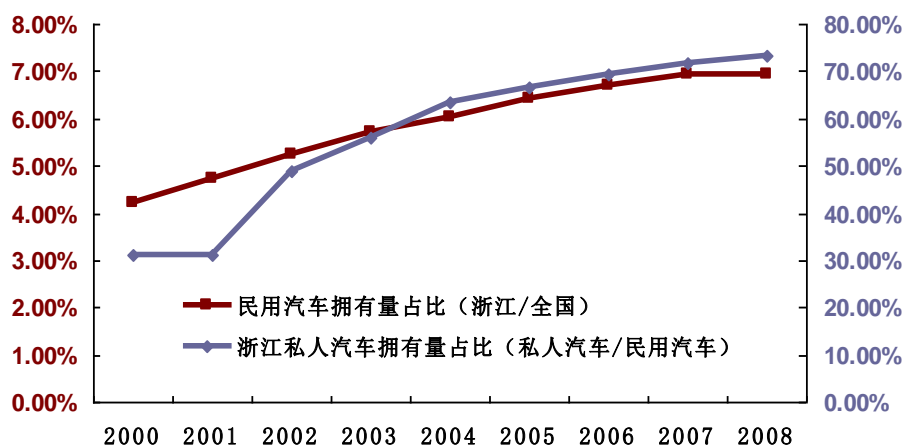
速一直高于全国的平均水平。而元通作为省内市场占有率遥遥领先的汽车经销商，未来将继续受益于省内汽车保有量的快速增长。

图 7：全国及浙江省内汽车保有量增速对比



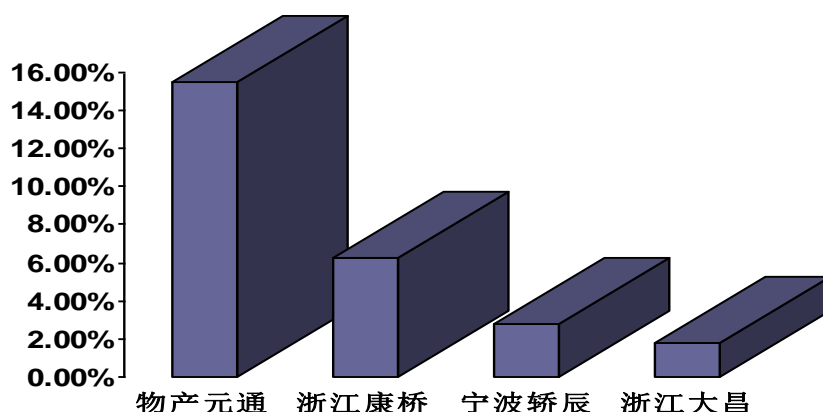
来源：东吴证券研究所

图 8：浙江省汽车保有量全国占比情况



来源：东吴证券研究所

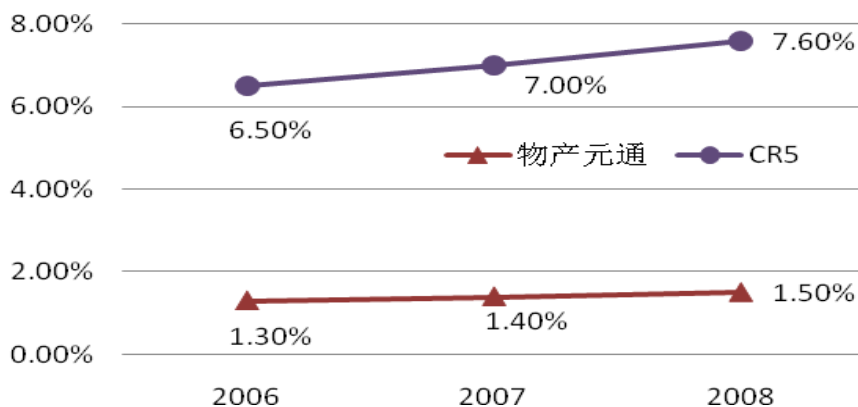
图 9：浙江主要汽车经销商省内市场占有率



来源：东吴证券研究所

汽车销售行业目前正呈现集中度快速提升的趋势，在这一过程中，我们认为已具有网络优势、强大集团背景以及良好品牌认可度的物产元通将成为主要受益者。根据《汽车品牌销售管理实施办法》的规定，汽车经销商一定要获得汽车供应商的授权才能开展汽车销售业务，而在这一过程中，汽车制造商的话语权明显强于经销商，而为了能够最大限度地完善销售网络，汽车 4S 店遍地开花，数量急剧膨胀，造成了不少品牌车型在同一城市拥有多家 4S 店的情况，这不仅造成了行业集中度过低，同时也造成了恶性竞争的局面，在这样的背景之下，规模较小、单一依靠销售的汽车经销商的盈利状况每况愈下，而大型经销商却迈开了扩张的步伐。以物产元通为例，公司近 3 年来全国的市场占有率由 1.3% 提升至 1.5% 左右，而行业前五大经销商 (包括元通) 的整体市场份额由 2006 年底的 6.5% 提高至 2008 年底的 7.6% 左右。

图 10：行业 CR5 及元通全国市占率变化情况



来源：东吴证券研究所

中大股份目前正在筹划增发以扩大其销售网络。预计募集资金约 15 亿元，其 12 亿元将用于投资物产元通汽车经销及后服务网络建设项目。预计新开 4S 店为 23 家左右，主要是布局浙江省内市场，市占率将快速上升。同时公司将依靠强大的集团优势迈开并购步伐，目前正筹划拟向香港华菱公司收购其持有的 Gain Gate 投资有限公司 100% 股权，从而间接持有香港龙华汽车有限公司 30% 股权。香港龙华在国内拥有 4 家雷克萨斯特许授权店、5 家一汽丰田特许授权店、1 家广汽丰田特许授权店和 1 家日产英菲尼迪特许授权店等，该公司去年盈利达 8000 万以上。中大股份预计在今年上半年可完成收购事宜。在完成增发与收购之后，公司将直接或间接拥有各类汽车 4S 店 114 家，门店数量增幅达 42.5%。

3. 中大地产——近期利润的主要贡献者

中大房地产集团，始建于 1992 年，注册资金 3 亿元，具有房地产综合开发一级资质，为 ISO9001：2008 认证企业。集团下设上海、杭州、无锡、南昌、武汉、成都、宁波、嵊州、富阳等区域公司。中大地产以“品质、品位、品格”为核心理念，在项目开发中注重传承城市文脉、弘扬区域景观特征，形成了自身的开发特色。上世纪 90 年代，在处于房地产市场发端之初的杭州，中大地产建设了中大广场、中大·吴庄等著名公建和住宅，在区域市场打下了坚实的品牌基础。中大地产率先在业内提出“集团化、市场化、走出去”战略，并在此后短短数年内构建了有中大特色的长江布局，打开了梯度成长的市场空间。

公司拿地成本极低，即使房地产价格在政策的打压下出现松动，公司仍然有利可图。公司目前正在开发的项目均是 2008 年前所拍下的土地，其成本十分低廉按照最新的均价计算，大部分楼面价格仅占到其结算均价不到 20%。2010 年公司新拿地——杭州下城区原机床厂地块，其楼面均价有不少的上涨，达到 5277 元/平米，但是周边新楼盘的销售价格已经达到了 23000 元/平米，占比仍仅 22%。低成本将成为公司房地产业务抵御政策风险的最有利条件。

表 1：地产相关项目楼面价格及结算均价对比

	楼面价	结算均价	占比
上海九里德	1431	14000	10.22%
无锡诺卡小镇	858	6200	13.84%
南昌青山湖花园	700	5800	12.07%
南昌中大紫都	1192	6500	18.34%
武汉长江紫都	449	6200	7.24%
武汉水墨兰轩	1505	6800	22.13%
成都君悦金沙	515	7400	6.96%

来源：东吴证券研究所

2010 年起地产业务将进入集中结算期和快速开发期。中大股份将地产业务作为其双主业之一，公司将着力提升项目开发能力，缩短开发周期，结合现有土地储备修订加快开发节奏。根据公司对于地产业务的规划，2012 年和 2015 年公司地产销售目标将分别达到 50 亿元和 100 亿元。相对于 2009 年 12 亿元的销售规模，未来 5 年中大地产将实现翻三番的增长。中大地产目前的土地大部分为 2008 年之前的开发项目，2010 年至 2011 年将进入到集中的结算期，根据各项目的进度以及结算面积，预计 2010 年地产销售收入将达到 25 至 30 亿元。

表 2：地产相关项目楼面价格及结算均价对比

项目名称	权益	未结算面积 万平方米	结算均价 元	开发周期	结算面积 (万平 方米)		结算收入 (万元)	
					2010	2011	2010	2011 年
上海九里德	85%	14.87	14000	2008-2012	4.5	5	63000	77000
无锡诺卡小镇	90%	22.24	6200	2008-2012	7.5	8	46500	54560
南昌青山湖花园	90%	8.61	5800	2007-2011	6.5	2.7	37700	17226
南昌中大紫都	46%	9.35	6500	2007-2010	4.5	4.5	29250	32175
武汉长江紫都	45%	39.11	6200	2007-2012	8	10	49600	68200
武汉水墨兰轩	100%	2.30	6800	2008-2010	2.3		15640	
武汉十里城中村	73%	22.50		2009-2013				
成都君悦金沙	78%	40.00	7400	2008-2010	8.5	7.4	62900	60236
嵊州剡溪花园	85%	12.30		2010-2012				
杭州富阳西郊半岛	60%	52.00		2009-2015		3.2		48000
杭州下城区原机床厂	100%	18.93						
总计							304590	357397

来源：东吴证券研究所

4. 中大期货——享受行业的繁荣

中大期货经纪有限公司成立于 1993 年，注册资本金 1 亿元人民币，是上海期货交易所理事单位，大连商品交易所、郑州商品交易所和中国金融交易所会员单位。公司总部设在杭州，营业场地 2700 多平方米，目前在北京、上海、重庆、福州、永康、温岭、温州、海宁、义乌等地设有 11 家营业部。公司 2010 年业务网点将继续扩张，预计将达到 15 家左右。

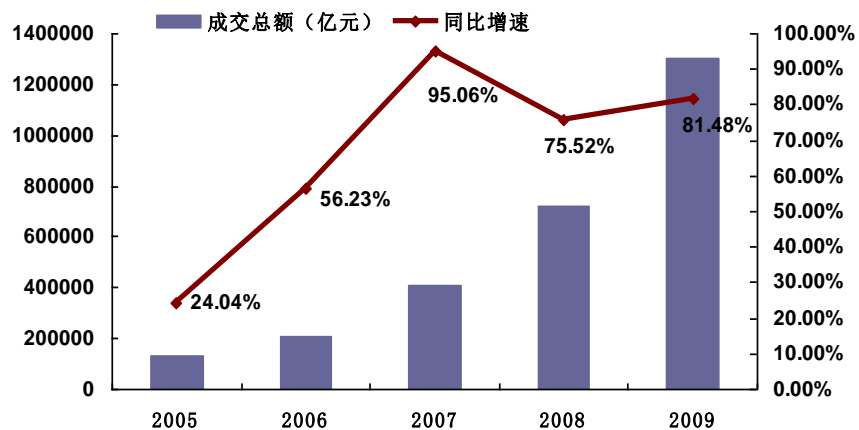
根据 2008 年全国期货公司按代理金额排名，中大期货以 12616 亿元的代理金额位于第 4 位，连续 8 年进入代理金额全国十强。在股指期货上，中大期货获中金所交易结算会员资格。

受益于大宗商品市场的活跃以及期货品种的不断增长，我国期货市场进入快速发展期。2005 年至 2009 年的 5 年间，全国商品期货市场成交额增长了近 10 倍。2010 年期待已久的股指期货也正式推出，预示着中国金融产品期货交易的大门被打开，期货市场的繁荣将持续。而中大期货作为行业内的十强之一，自然是受益菲浅。

随着各大券商纷纷介入期货经纪市场，期货公司在经纪业务上同质化竞争进一步加剧，手续费竞争将直接降低期货经纪行业的整体盈利水平。随着期货公司分类监管标准实施（包括分类标准再评估），未来期货经纪业务竞争重点将从通道服务能力，转向研发能力和产业链服务能力。在这一过程中，手续费的下降以及成本的上升将是必然趋势。

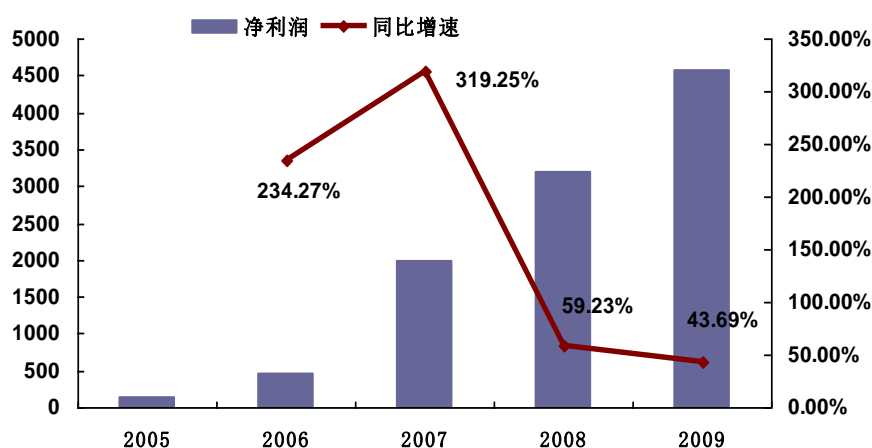
总体上看，2010 年中大期货净利润增速保持在 30% 以上应该是大概率事件。

图 11：全国期货成交总额及变化情况



来源：东吴证券研究所

图 12：中大期货净利润及同比增速情况



来源：东吴证券研究所

5. 中大国际——战略支撑业务

浙江中大集团国际贸易有限公司是以浙江中大集团股份有限公司各外贸企业为基础组建的集团公司，2008 年进出口总额达到 4.9 亿美元。公司已通过 ISO9001 质量标准认证。浙江中大集团国际贸易有限公司现有 16 家外贸经营主体，公司及所属企业出口以服装、纺织品为主，兼有茶叶、轻工业品、小机电产品、成套设备等，主要出口国家和地区为美加、欧盟、日本、非洲及东南亚等。

虽然我国的纺织服装出口产品已经占据相当的国际市场份额，在全球范围内具有较强的竞争力，但行业所面临的贸易环境却在逐步恶化：第一，发达国家出台的一系列反倾销、各类技术标准和限制性法规等中长期内对我国纺织服装出口的影响将逐步显现。技术贸易壁垒、环保技术壁垒等将成为行业发展的重要约束条件。第二，竞争对手的比较优势增强。由于劳动力、土地等经营成本的上升，纺织服装产业链上的生产环节向印度、印度尼西亚、孟加拉、越南等国等东南亚国家转移的趋势日益明显。自去年全球金融危机以来，上述国家普遍降低本币币值，对我国纺织服装产品出口造成较大压力。第三，生产环节的利润空间缩小。国家对于纺织服装产品出口的政策扶持（如出口退税）力度难以加大；而同期长绒棉、细绒棉、粘胶短纤、涤纶短纤等纺织原料价格大幅上涨，水、电、工资福利等运营成本的刚性上涨，将进一步压缩纺织服装企业

的利润空间。因此从中长期的角度看，国际贸易并不能成为公司的战略主业，更多的是作为公司主业的战略支撑，为其他业务提供稳定的现金流。

6. 中大投资

浙江中大集团投资有限公司成立于 2002 年 9 月 19 日，是一家拥有核心能力和专业人员、具备加速发展潜力的专业化投资管理公司。公司注册资本 9000 万元。

中大投资在股权投资和资本运作领域形成了独特的竞争优势，在业界树立了良好的声誉。中大投资获得浙商论坛授予的“2007 浙江本土十佳创投机构”、“2008 浙江本土十佳创投机构”等称号。迄今已成功投资了三花股份、广东发展银行、招商银行、国泰君安证券、中化国际、中成股份、大东南包装、康盛股份等多个项目，目前为中大集团管理的资产超过 10 亿元人民币。

表 3：中大股权投资明细

	持股比例	初始投资成 (万元)	账面价值 (万元)
三花股份	4.15%	4309	29033
大东南	0.75%	271	2506
中储股份	1.43%	9600	10235
国泰君安	0.17%	800	972
广发银行	0.21%	6000	6000
国泰资管	0.17%	305	305
		合计	49051
		每股价值 (元)	0.95

来源：东吴证券研究所

7. 盈利预测预估值

由于中大股份是一家典型的多元化控股公司，我们将其业务进行拆分预测及估值。

物产元通：增发的募投资项目短期内不会贡献利润，主要是因为新建 4S 店需要经历建设期和客户的导入期，预计 2 年后才能实现盈利。此外 2009 年汽车保有量的快速上升对公司后服务业务的盈利影响预计将在 2-3 年后体现（新车使用 3 年以后进店次数会显著增加），加上公司今年

的市场快速扩张，预计 3 年后汽车业务将迎来更快的高速成长期。预计汽车销售业务增速 15%，毛利率 3%，后服务业务 2010 年至 2011 年 30%，2012 年开始逐年提高，毛利率 30%。

中大地产 预计 2010 年至 2011 年结算面积为 41.8 万平方米和 40.8 万平方米，毛利率分别为 32%和 31%。

中大期货：预计 2010 年至 2011 年代理金额上升 50%，手续费率下降 10%。 净利润增速在 35%左右。

增发股本假设：如果公司以 20 元的价格增发，新增股本约 7500 万股，总股本增至 5.14 亿股。

根据公司各项业务的估测并考虑增发后的股本摊薄，预计 2010 年至 2011 年的每股收益分别为 0.94 元和 1.15 元。市盈率方面，由于公司汽车流通业务和期货业务均存在高成长性，且确定性较高，分别给予汽车贸易和期货业务 40 倍和 30 倍的 PE，而房地产业务由于受政策影响较为显著，外贸业务又受到外围经济和贸易保护等不确定因素影响，因此分别给予 15 倍的 PE。最终得到公司未来 12 个月的合理价值区间为 22.31 ~ 27.71 元。

表 4：物产元通汽车业务收入预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
汽车销售	1260000	1449000	1666350	1916302.5
增速		15%	15%	15%
毛利率	3%	3%	3%	3%
后服务业务	140000	182000	236600	319410
增速		30%	30%	35%
毛利率	30%	30%	30%	30%
总收入	1400000	1631000	1902950	2235713
增速		16.50%	16.67%	17.49%
综合毛利率	5.70%	6.01%	6.36%	6.86%

来源：东吴证券研究所

表 5：地产业务收入预测

项目名称	权益	结算均价 (元)	结算面积 (万 平方米)			结算收入 (万元)	
			2010	2011	2010	归属母 公司 2011	归属母公 司

上海九里德	85%	14000	4.5	5	63000	53550	77000	65450
无锡诺卡小镇	90%	6200	7.5	8	46500	41850	54560	49104
南昌青山湖花园	90%	5800	6.5	2.7	37700	33930	17226	15503.4
南昌中大紫都	46%	6500	4.5	4.5	29250	13455	32175	14800.5
武汉长江紫都	45%	6200	8	10	49600	22320	68200	30690
武汉水墨兰轩	100%	6800	2.3		15640	15640		
武汉十里城中村	73%							
成都君悦金沙	78%	7400	8.5	7.4	62900	49062	60236	46984.08
嵊州剡溪花园	85%							
杭州富阳西郊半岛	60%			3.2			48000	28800
杭州下城区原机床厂	100%							
总计					41.8	40.8	304590	229807

来源：东吴证券研究所

表 6：公司各业务估值

	EPS		PE	合理价格	
	2010	2011		2010	2011
汽车贸易	0.26	0.32	40	10.36	12.95
房地产	0.55	0.57	15	8.30	8.52
期货	0.12	0.16	30	3.48	4.87
国际贸易及其他	0.01	0.09	15	0.17	1.36
	0.94	1.15		22.31	27.71

来源：东吴证券研究所

表 7：三大表预测

资产负债表				利润表			
单位:百万元				单位:百万元			
会计年度	2010	2011	2012	会计年度	2010	2011	2012
流动资产	17979.9	21164.9	25313.4	营业收入	28539.9	32255.9	37506.8
现金	5842.4	6603.1	7678.0	营业成本	26214.6	29563.3	34077.6
应收账款	469.1	530.2	616.6	营业税金及附加	205.5	232.2	270.0
其它应收款	442.6	500.2	581.7	营业费用	742.0	838.7	975.2
预付账款	2090.2	3213.6	4508.5	管理费用	428.1	483.8	562.6
存货	7182.1	8099.5	9336.3	财务费用	108.4	108.3	64.6
其他	1953.4	2218.2	2592.3	资产减值损失	6.3	11.8	16.6
非流动资产	2999.9	2867.5	2601.6	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0
长期投资	295.3	340.2	317.8	投资净收益	95.1	116.1	105.6
固定资产	1984.9	1844.9	1687.1	汇兑净收益	0.0	0.0	0.0
无形资产	537.4	477.7	418.0	营业利润	930.1	1133.8	1645.8
其他	182.3	204.7	178.8	营业外收入	22.5	30.0	26.2
资产总计	20979.8	24032.4	27915.0	营业外支出	32.4	42.2	37.3
流动负债	16161.1	18350.6	20986.3	利润总额	920.2	1121.6	1634.7
短期借款	3690.1	3279.5	2644.0	所得税	230.1	280.4	408.7
应付账款	933.7	1052.9	1213.7	净利润	690.2	841.2	1226.1
其他	11537.3	14018.1	17128.6	少数股东损益	207.0	252.4	367.8
非流动负债	1068.0	1068.0	1068.0	归属母公司净利	483.1	588.8	858.2
长期借款	1068.0	1068.0	1068.0	EBITDA	1202.8	1441.9	1927.8
其他	0.0	0.0	0.0	EPS (元)	0.94	1.15	1.67
负债合计	17229.1	19418.6	22054.3	重要财务指标	单位:百万元		
少数股东权益	901.8	1154.1	1521.9	主要财务指标	2010	2011	2012
股本	514.2	514.2	514.2	营业收入	28539.9	32255.9	37506.8
资本公积	1279.3	1279.3	1279.3	同比 (%)	17.5%	13.0%	16.3%
留存收益	806.3	1395.1	2253.3	归属母公司净利润	483.1	588.8	858.2
归属母公司股东权益	2599.7	3188.6	4046.8	同比 (%)	-509.8%	21.9%	45.8%
负债和股东权益	20730.6	23761.2	27623.1	毛利率 (%)	8.1%	8.3%	9.1%
现金流量表	单位:百万元			ROE (%)	13.8%	13.6%	15.4%
会计年度	2010	2011	2012	净利率 (%)	1.7%	1.8%	2.3%
经营活动现金流	1172.7	1234.9	1633.7	资产负债率 (%)	83.1%	81.7%	79.8%
投资活动现金流	-319.7	71.2	128.0	每股收益 (元)	0.94	1.15	1.67
筹资活动现金流	1829.8	-545.4	-686.8	P/E	25.7	21.1	14.5
现金净增加额	2682.8	760.7	1074.9	P/B	3.55	2.86	2.23

来源：东吴证券研究所

免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户内部交流使用。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。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。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，需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：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区翠园路 181 号

邮政编码：215028

传真：（0512）62938663

公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>