

长高集团 (002452.SZ)

电力开关制造业二线龙头

评级: 持有

前次:

目标价(元):

23.87-25.41

分析师

联系人

刘江啸

赵大陆

S0740210070003

021-58208341

021-58208344

liujx@qlzq.com.cn

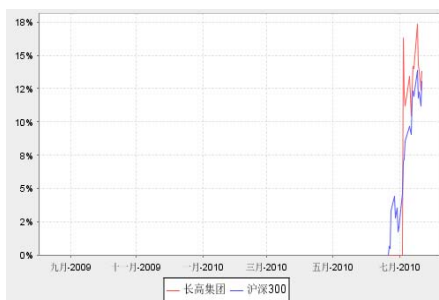
zhaodl@qlzq.com.cn

2010年8月8日

基本状况

总股本(百万股)	100.00
流通股本(百万股)	20.00
市价(元)	29.08
市值(百万元)	2908.00
流通市值(百万元)	581.60

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	399.09	393.43	429.80	463.18	509.25
营业收入增速	16.72%	-1.42%	9.24%	7.77%	9.95%
净利润增长率	42.86%	4.81%	3.87%	7.09%	7.11%
摊薄每股收益(元)	0.95	0.99	0.77	0.83	0.89
前次预测每股收益(元)	NA	NA	NA	NA	NA
市场预测每股收益(元)	NA	NA	NA	NA	NA
偏差率(本次-市场/市场)	NA	NA	NA	NA	NA
市盈率(倍)	0.00	0.00	32.30	30.16	28.16
PEG	0.00	0.00	8.35	4.25	3.96
每股净资产(元)	3.30	4.23	9.70	10.28	10.92
每股现金流量	0.95	0.95	0.78	0.90	0.98
净资产收益率	28.70%	23.50%	7.98%	8.06%	8.13%
市净率	0.00	0.00	2.58	2.43	2.29
总股本(百万股)	75.00	75.00	100.00	100.00	100.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 高压开关行业竞争态势渐趋成型。以平高、沈高、西开为第一梯队，泰开、长高、如高等为第二梯队的产业格局已然稳定。252KV 及以上高压开关产业壁垒较高，竞争态势比较缓和，而 126KV 及以下则竞争较为激烈。
- 组合电器开关 GIS 是高压开关产品今后的发展方向。GIS 因其具备较高集成度，同时可以置于室内并做到免维护，因此具备高可靠性并节约大量设备占地，是综合自动化变电站开关设备的首选。
- 分析近年来高压开关产量数据，用 GIS 取代分立断路器、隔离开关的趋势十分明显，且电压等级越高，替代进度越快。
- 在高压开关行业，公司处于第二梯队领先地位，主要生产高压隔离开关及接地开关，产品覆盖 12~1100kV 各电压等级，公司是目前国内规模最大的高压隔离开关生产企业之一。
- 2007-2009 年公司在国家电网公司和南方电网隔离开关(含接地开关)招标中一直名列第一，252KV 及以上高压隔离开关市场占有率平均达到 25.08%，优势地位显著。但是在 126KV 及以下高压隔离开关由于竞争激烈公司市场占有率仅为 10.5% (2008 年数据)。
- 募集资金投入高压隔离开关和接地开关异地改扩建项目、高压电器公司迁扩建项目以及有色金属特种铸造三个项目，拟以募集资金分别投入 2.4 亿、0.54 亿和 0.51 亿，总计投入 3.46 亿。
- 我们预计公司 2010-2012 年收入分别为 4.3 亿、4.63 亿、5.09 亿元，EPS 分别为 0.77 元、0.83 元、0.89 元。
- 公司是高压开关行业第二梯队首家上市公司，我们选取 wind 分类的电气部件与设备子行业作为估值基准。根据 2010 年 8 月 6 日收盘价，该行业 2010 年均值为 29.64 倍 PE，中值为 38.45 倍 PE。我们认为给予公司同步于行业平均估值的 31-33 倍估值是合理的，对应公司中远期目标股价区间为 23.87-25.41 元。
- 风险因素：原材料价格波动、同业竞争加剧。

内容目录

高压开关行业的历史沿革及现状	- 3 -
高压开关的概念、在输变电系统中的作用及产品发展	- 3 -
国内高压开关的发展历史	- 3 -
国内高压开关行业目前竞争格局	- 3 -
组合电器开关 GIS 是高压开关产品今后的发展方向	- 4 -
公司概况	- 5 -
财务分析	- 6 -
募投项目	- 7 -
高压隔离开关和接地开关项目	- 7 -
中低压隔离开关及断路器迁扩建项目	- 7 -
有色金属特种铸造项目	- 8 -
盈利预测	- 8 -
主要假设:	- 8 -
估值定价	- 10 -
风险因素	- 10 -

图表目录

图表 1: 高压开关行业竞争格局	- 4 -
图表 2: 126KV 断路器/GIS 产量	- 4 -
图表 3: 252KV 断路器/GIS 产量	- 4 -
图表 4: 股权结构及组织结构	- 5 -
图表 5: 公司产品分电压等级构成	- 6 -
图表 6: 盈利能力较强	- 6 -
图表 7: 高压隔离开关及接地开关产能释放情况	- 7 -
图表 8: 中低压隔离开关及接地开关产能释放情况	- 7 -
图表 9: 分产品销售预测	- 8 -
图表 10: 盈利预测简表	- 9 -

高压开关行业的历史沿革及现状

高压开关的概念、在输变电系统中的作用及产品发展

- 高压开关在电力系统发电、输电、配电、电能传输、转换和消耗中起通断、控制或保护等作用；一般高压开关电压等级在 1kV 以上，主要包括高压断路器、高压隔离开关与接地开关、高压负荷开关及配套设施和各种组合开关电器等。在电网中，高压开关设备起控制和保护作用，随着高压开关设备的开闭，强大的电流有序流向用户，而当线路发生故障（如短路）时，开关则在数十秒内切除故障，保障线路及重大设备的安全。因此，高压开关设备对电力线路和设备的安全运行至关重要。
- 输配电网电压等级的升高导致高压开关设备体积和占地面积却越来越大，同时对高压开关设备运行安全性和可靠性的要求越来越高。基于安全运行和经济性考虑，气体绝缘金属封闭开关设备（GIS）便应运而生，并且取得了飞速的发展。
- 随着开关技术的不断发展，小型化、智能化开关越来越受到用户的青睐。近年来，各开关制造厂也纷纷把小型化、智能化开关作为发展方向。在这种发展方向的指引下，GIS 技术与开关柜技术相结合产生出气体绝缘开关柜 C-GIS。

国内高压开关的发展历史

- 从绝缘介质上来看，我国高压开关设备的制造经历了多油-少油-无油（绝缘介质为 SF6 或真空）的阶段。
- 从电压等级上来看，高压开关设备电压等级的发展是随着国家交流主干网的发展而发展的。
- 从产品类别看，随着经济的发展，为应对土地资源稀缺和开关电压等级提升带来的设备占地面积扩大之间的矛盾，同时兼顾开关设备的安全运行，线路中大量运用 GIS 成为趋势；加之近年来 H-GIS 的发展成熟，国内主力开关制造厂家将致力于提升 GIS、H-GIS 的制造与供货能力。

国内高压开关行业目前竞争格局

- 经过多年技术沉淀和产业发展，国内电力开关制造形成以平高集团平高电气股份公司、西电集团西开股份公司、新沈阳高压开关股份公司为第一梯队，山东泰开、湖南长高、思源电气为第二梯队的产业格局。
- 在国内企业孜孜不倦寻求在组合电器开关 GIS 上获得突破的同时，国际电工巨头 ABB、东芝、恩翼帕瓦依仗技术领先优势，先后通过合资等方式在中国建立本土工厂从事 GIS 制造；先后有厦门 ABB 华电高压开关、平高东芝、山东鲁能 AE 帕瓦、上海中发 AE 帕瓦、AE 帕瓦苏州超高压等企业在中国形成高压 GIS 组合电器开关制造与供应能力。
- 以思源电气为代表的本土开关制造企业通过引进吸收，也正在逐步形成高压组合电器开关制造能力；其中思源电气、山东泰开 126kV/145kV 组合电器开关产品已经通过 KEMA 试验认证。
- 近年来经过各个国内企业的不断努力，在 126kV~256kV 组合电器开关上，国内企业已经具备完整制造能力，正在取代进口和合资企业产品。国内企业强大的竞争压力已经迫使 ABB 等国际巨头准备退出中国高压组合电器开关市场。
- 在超高压/特高压组合电器开关制造上，由于关乎整个电网安全，发改委明令禁止国外企业进入，只能转让技术和部分进口核心零部件。由此

我们可以清晰判明，在未来国内特高压交流线路建设中，平高电气、西电西开股份、新沈阳高压开关公司将是唯一直接受益群体。

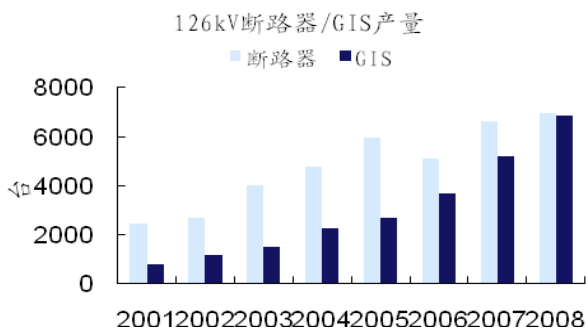
图表 1: 高压开关行业竞争格局

分类	企业名称	产品范围
国际巨头	ABB	126kV~1100kV
	东芝	126kV~1100kV
	AE 帕瓦	126kV~1100kV
本土第一梯队	平高电气	126kV~252kV, 800kV, 1100kV
	西电西开	126kV~1100kV
	新沈阳高压开关股份	126kV~1100kV
本土第二梯队及新进入者	山东泰开	126kV~252kV
	长高集团	126kV~550kV
	思源电气	126kV, 145kV
合资企业	厦门 ABB 华电高压开关	126kV~550kV
	平高东芝	126kV~550kV
	山东鲁能 AE 帕瓦	126kV~252kV
	上海中发 AE 帕瓦	126kV~252kV
	AE 帕瓦苏州超高压	69kV~1100kV

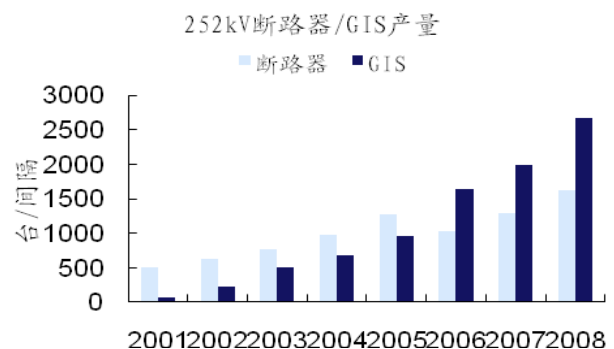
来源：齐鲁证券研究所

组合电器开关 GIS 是高压开关产品今后的发展方向

- 按照类型不同，高压开关可以分为隔离/接地开关、断路器和组合开关（包括中低压开关柜、高压 GIS 和 H-GIS）。
- 组合电器开关 GIS 是电力开关元件未来的发展方向，其中超特高压 GIS 研制对材料、设计、精加工和精密装配提出很高要求，因此制造难度大，同时因其是电力传输中的核心关键设备，对运行可靠性和安全性的要求近乎苛刻，因此在研制上务求精益求精。

图表 2: 126KV 断路器/GIS 产量


来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 252KV 断路器/GIS 产量


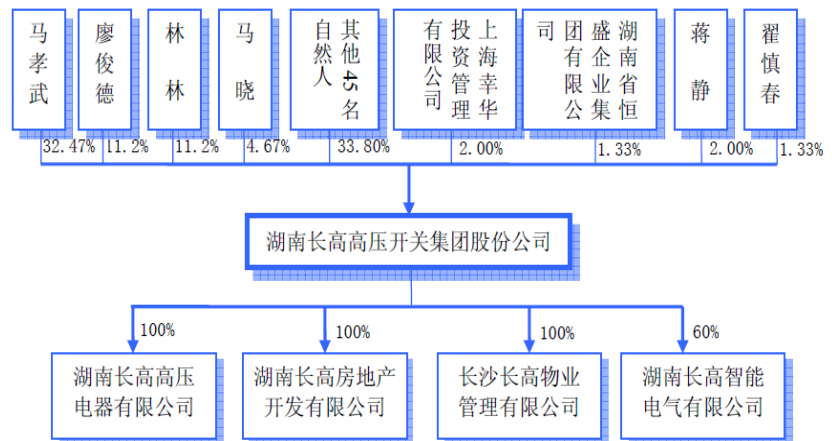
来源：齐鲁证券研究所

- 组合电器开关 GIS 因其具备较高集成度，同时可以置于室内并做到免维护，因此具备高可靠性并节约大量设备占地，是综合自动化变电站开关设备的首选。
- 近年来，由于经济的发展和城市化进程的加快，用电负荷增加导致电网快速扩张，开关用量激增。出于用电安全的考虑，采用 GIS 取代传统断路器、开关的趋势日益明显。尤其是在大中型城市，集约化小型化变电站节省土地资源，同时提高供用电效率和安全保供率。
- 分析近年来高压开关产量数据，用 GIS 取代分立断路器、开关的趋势十分明显，且电压等级越高，替代进度越快。

公司概况

- 在高压开关行业，公司处于第二集团军领先地位。公司主要生产高压隔离开关及接地开关，产品覆盖 12~110kV 各电压等级，主要是 126kV 及 252KV 高压隔离开关。公司是目前国内规模最大的高压隔离开关生产企业之一。
- 公司产品主要用于输配电领域，主要用户包括电网企业、发电企业及工矿企业。
- 2009 年公司在国家电网公司总部集中招标和南方电网及其下属省份的隔离开关（含接地开关）招标中一直名列第一，252KV 及以上高压隔离开关近三年按中标数量计算的市场占有率平均达到 25.08%，优势地位显著。但是在 126KV 及以下高压隔离开关由于竞争激烈公司市场占有率仅为 10.5%（2008 年数据）。
- 公司实际控制人是马孝武先生。公司发行前总股本 7500 万股，马孝武先生是公司第一大股东，持有 2,435.37 万股，占发行前总股本的 32.47%。公司此次发行 2500 万股，发行后总股本 10000 万股。

图表 4：股权结构及组织结构

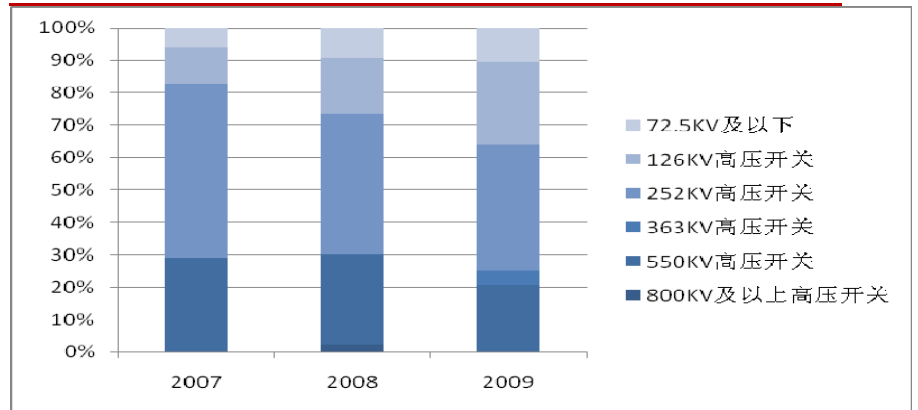


来源：齐鲁证券研究所

财务分析

- 公司 2007~2009 年度实现的主营业务收入（高压开关）分别为 3.41 亿元、3.98 亿元和 3.92 亿元，同比增长 16.72%、-1.42%。2009 年较 2008 年出现小幅下降，主要是由于原材料价格下降以及市场竞争加剧，产品价格有所下降所致。
- 公司的销售具有比较明显的季节性，第三、第四季度是公司生产销售的旺季，2007-2009 年，下半年销售收入占全年销售收入的比例平均为 62.66%。
- 由于产能限制，公司产品结构略有往低电压等级转移，550KV 和 252KV 开关占比从 2007 年 82.62% 下降到 2009 年的 59.58%。

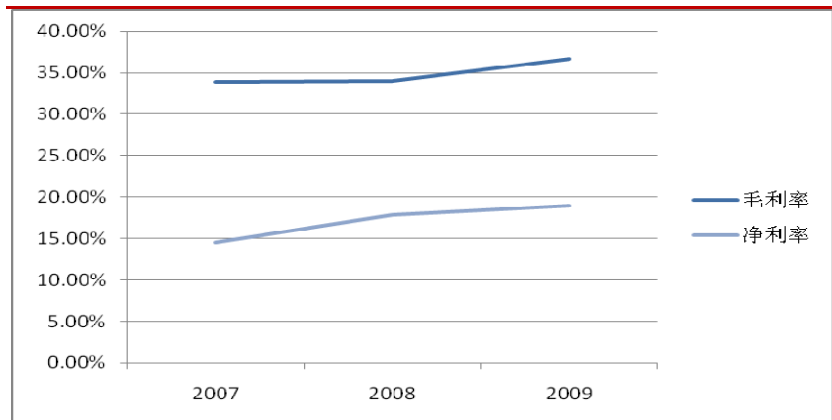
图表 5: 公司产品分电压等级构成



来源：齐鲁证券研究所

- 公司综合毛利率水平保持稳中有升，2007~2009 年分别为 33.88%、34.05%和 36.62%。净利率亦维持在较高水平，三年分别为 14.56%、17.82%、18.92%。

图表 6: 盈利能力较强



来源：齐鲁证券研究所

募投项目

- 募集资金投入高压隔离开关和接地开关异地改扩建项目、高压电器公司迁扩建项目以及有色金属特种铸造三个项目，拟以募集资金分别投入 2.4 亿、0.54 亿和 0.51 亿，总计投入 3.46 亿。

高压隔离开关和接地开关项目

- 高压隔离开关和接地开关项目建设周期为 18 个月，第二年开始投产，可达产 30%，第三年达产 80%，第四年完全达产；
- 正式达产后，预计年新增 550kV 及以下高压交流隔离开关及接地开关 1400 组，年新增 800-1100kV 超高压、特高压交流隔离开关及接地开关 88 组，年新增 ±500-±800kV 直流超高压、特高压隔离开关及接地开关 70 组，达产后的产能具体情况如下表：

图表 7：高压隔离开关及接地开关产能释放情况

项目	第一年	第二年	第三年	第四年
550KV 及以下高压交流 隔离开关及接地开关（组）		420	1120	1400
800-1100KV 交流 超高压、特高压隔离开关及接地开关（组）		26	70	88
500-800KV 直流 超高压、特高压隔离开关及接地开关（组）		21	56	70

来源：齐鲁证券研究所

- 本项目达产后年增营业收入 3.58 亿，税后利润 5674 万，内部收益率 24.51%，投资回收期 5.6 年。

中低压隔离开关及断路器迁扩建项目

- 中低压隔离开关及断路器迁扩建项目建设周期为 18 个月，第二年开始投产，生产负荷 30%，第三年生产负荷 80%，正式达产后，预计年产 12-40.5kV 隔离开关及接地开关 7000 组，年产 40.5kV 断路器 600 组，达产后的产能具体情况如下：

图表 8：中低压隔离开关及接地开关产能释放情况

项目	第一年	第二年	第三年	第四年
12-40.5kV 隔离开关 及接地开关（组、台）		2100	5600	7000
12kV 隔离开关 及接地开关（组、台）			600	1600
40.5kV 隔离开关 及接地开关（组、台）			1500	4000
40.5kV 断路器（组、台）			180	480

来源：齐鲁证券研究所

- 本项目达产后年增营业收入 1.11 亿，税后利润 1002 万，内部收益率 17.07%，投资回收期 6.51 年。

有色金属特种铸造项目

- 有色金属特种铸造项目建设周期为 18 个月，第二年开始投产，生产负荷 30%，第三年生产负荷 80%，第四年完全达产。正式达产后，预计年产底座、转动座、齿轮箱、连接叉、动触头、固定座等铸铝件 176,000 件，折重量约 1,740.90 吨。本项目产品拟全部用于本公司高压开关配套。
- 本项目达产后年增营业收入 7091 万元(假设外销)，新增税后利润 673 万，内部收益率 15.37%，投资回收期 7.29 年。

盈利预测

主要假设:

- 三个募投项目建设期 18 个月，预计 2012 年开始投产，当年达产 30%，2013 年达产 80%，2014 年完全达产；
- 高压隔离开关和接地开关募投项目投产产量在 550KV、252KV、126KV 分布比例为 4:4:2；
- 出于审慎性原则，我们假设公司毛利率受竞争影响呈递减态势；
- 预计公司费用率维持目前水平；
- 预计公司仍可获得高新技术企业资格，享受 15% 所得税优惠；

图表 9: 分产品销售预测

项 目	2009	2010E	2011E	2012E
800kV 以上交流				
平均售价 (万元/件)	80.00	80.00	80.00	80.00
销售数量 (件)	0.00	21.00	29.00	54.00
销售收入 (百万)	0.00	16.80	23.20	43.20
增长率 (YOY)	—	—	38.10%	86.21%
毛利率	0.00%	34.50%	34.00%	33.50%
550kV 交流				
平均售价 (万元/件)	24.97	24.00	24.00	24.00
销售数量 (件)	327.00	320.00	330.00	451.00
销售收入 (百万)	81.65	76.80	79.20	108.24
增长率 (YOY)	-26.49%	-5.94%	3.13%	36.67%
毛利率	38.92%	38.50%	38.00%	37.50%
363kV 交流				
平均售价 (万元/件)	17.32	17.32	17.32	17.32
销售数量 (件)	101.00	151.00	160.00	160.00
销售收入 (百万)	17.49	26.15	27.71	27.71
增长率 (YOY)	—	49.50%	5.96%	0.00%
毛利率	38.34%	38.00%	37.50%	37.00%
252kV 交流				
平均售价 (万元/件)	7.38	7.38	7.38	7.18

销售数量 (件)	2,070.00	2,466.00	2,790.00	2,874.00
销售收入 (百万)	152.77	181.99	205.90	206.35
增长率 (YOY)	-11.55%	19.13%	13.14%	0.22%
毛利率	36.93%	36.00%	35.50%	35.00%
126kV 交流				
平均售价 (万元/件)	2.92	2.82	2.72	2.62
销售数量 (件)	3,368.00	3,172.00	3,085.00	2,895.00
销售收入 (百万)	98.35	89.45	83.91	75.85
增长率 (YOY)	-	-9.04%	-6.19%	-9.61%
毛利率	34.51%	33.50%	33.00%	32.50%
70.5kV 以下交流				
平均售价 (万元/件)	1.17	1.17	1.17	1.17
销售数量 (件)	3,575.00	3,300.00	3,150.00	3,000.00
销售收入 (百万)	41.83	38.61	36.86	35.10
增长率 (YOY)	-	-7.69%	-4.55%	-4.76%
毛利率	35.25%	34.25%	33.25%	32.25%
500kV 以上直流				
平均售价 (万元/件)	0.00	80.00	80.00	80.00
销售数量 (件)	0.00	0.00	8.00	16.00
销售收入 (百万)	0.00	0.00	6.40	12.80
增长率 (YOY)	-	-	-	100.00%
毛利率	0.00%	0.00%	25.00%	28.00%
销售收入小计 (百万)	392.08	429.80	463.18	509.25
毛利 (百万)	143.58	154.01	163.02	177.09
平均毛利率	36.62%	35.83%	35.19%	34.78%

来源: 齐鲁证券研究所

- 我们预计公司 2010-2012 年收入分别为 4.3 亿、4.63 亿、5.09 亿元, EPS 分别为 0.77 元、0.83 元、0.89 元。

图表 10: 盈利预测简表

指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	393.43	429.80	463.18	509.25
营业收入增速	-1.42%	9.24%	7.77%	9.95%
净利润增长率	4.81%	3.87%	7.09%	7.11%
每股收益 (元)	0.99	0.77	0.83	0.89

来源: 齐鲁证券研究所

估值定价

- 公司是高压开关行业第二梯队首家上市的公司，我们选取 wind 分类的电气部件与设备子行业作为估值基准。
- 根据 2010 年 8 月 6 日收盘价，该行业 2010 年均值为 29.64 倍 PE，中值为 38.45 倍 PE。
- 我们认为给予公司同步于行业平均估值的 31-33 倍估值是合理的，对应中远期目标股价区间为 23.87-25.41 元。

风险因素

- 原材料价格波动风险：高压开关受上游原材料价格波动影响较大，如果原材料价格大幅变动将侵蚀公司主业产品盈利水平。
- 同业竞争风险：虽然目前高压开关行业格局相对稳定，但 126KV 以下高压开关竞争仍较为激烈，如果这种竞争往 252KV 及以上等级高压开关传递，可能会由于竞争加剧导致未来行业毛利率呈下降态势。

附录1 历史推荐和目标定价

日期	评级	市价	目标价
1 2010-08-06	持有	29.45	23.87 ~ 25.41

来源：齐鲁证券研究所

附录2: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	342	399	393	430	463	509
增长率	—	16.7%	-1.4%	9.2%	7.8%	9.9%
营业成本	-226	-263	-249	-276	-300	-332
%销售收入	66.1%	66.0%	63.4%	64.2%	64.8%	65.2%
毛利	116	136	144	154	163	177
%销售收入	33.9%	34.0%	36.6%	35.8%	35.2%	34.8%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-3	-3	-4
%销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-19	-19	-21	-22	-24	-26
%销售收入	5.7%	4.8%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
管理费用	-34	-29	-32	-36	-38	-42
%销售收入	9.9%	7.2%	8.2%	8.3%	8.3%	8.3%
息税前利润 (EBIT)	61	85	89	93	97	105
%销售收入	17.9%	21.3%	22.5%	21.6%	21.0%	20.6%
财务费用	-3	-4	-3	-3	-1	-2
%销售收入	0.9%	1.0%	0.6%	0.8%	0.2%	0.3%
资产减值损失	-4	-4	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	54	77	85	90	96	103
营业利润率	15.8%	19.3%	21.7%	20.9%	20.8%	20.2%
营业外收支	1	6	1	2	2	2
税前利润	55	83	87	91	98	105
利润率	16.1%	20.7%	22.1%	21.2%	21.1%	20.5%
所得税	-5	-12	-12	-14	-15	-16
所得税率	9.6%	14.0%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	50	71	74	77	83	89
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	50	71	75	77	83	89
净利率	14.6%	17.8%	18.9%	18.0%	17.9%	17.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	50	71	74	77	83	89
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	9	10	7	7	14	20
非经营收益	2	4	3	3	3	3
营运资金变动	-31	-13	-13	-9	-10	-14
经营活动现金净流	30	72	71	78	90	98
资本开支	17	43	22	72	234	59
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	3	0	0	0	0
投资活动现金净流	-17	-41	-22	-72	-234	-59
股权募资	0	28	0	601	0	0
债权募资	10	5	-5	0	0	0
其他	-9	-14	-1	-4	-29	-29
筹资活动现金净流	1	18	-6	597	-29	-29
现金净流量	14	49	44	603	-173	10

来源：齐鲁证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	67	118	159	762	589	599
应收款项	146	191	206	205	221	243
存货	41	45	52	53	58	64
其他流动资产	4	9	9	10	12	15
流动资产	258	364	425	1,029	879	920
%总资产	76.4%	76.3%	77.9%	84.6%	68.3%	67.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定投资	57	67	71	135	352	383
%总资产	16.8%	14.0%	13.0%	11.1%	27.4%	28.0%
无形资产	22	45	48	50	54	62
非流动资产	80	113	121	187	408	448
%总资产	23.6%	23.7%	22.1%	15.4%	31.7%	32.7%
资产总计	338	477	545	1,216	1,287	1,368
短期借款	55	60	55	55	55	55
应付款项	108	153	146	135	147	163
其他流动负债	14	11	11	39	40	42
流动负债	177	224	212	230	243	260
长期贷款	3	3	3	3	3	3
其他长期负债	3	2	9	9	9	9
负债	183	229	224	242	255	272
普通股股东权益	154	248	317	970	1,028	1,092
少数股东权益	0	0	4	4	4	4
负债股东权益合计	338	477	545	1,216	1,287	1,368

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益(元)	0.711	0.948	0.994	0.774	0.829	0.888
每股净资产(元)	2.201	3.304	4.228	9.705	10.284	10.922
每股经营现金净流(元)	0.434	0.954	0.947	0.780	0.896	0.977
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.250	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	32.30%	28.70%	23.50%	7.98%	8.06%	8.13%
总资产收益率	14.74%	14.91%	13.67%	6.37%	6.44%	6.49%
投入资本收益率	37.71%	37.85%	34.38%	29.16%	16.46%	16.02%
增长率						
营业总收入增长率	—	16.72%	-1.42%	9.24%	7.77%	9.95%
EBIT增长率	—	39.13%	4.35%	4.90%	4.59%	7.75%
净利润增长率	—	42.86%	4.81%	3.87%	7.09%	7.11%
总资产增长率	—	41.21%	14.32%	123.09%	5.84%	6.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	70.9	142.8	169.5	155.0	155.0	155.0
存货周转天数	33.3	60.0	71.1	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	76.1	151.0	185.9	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	29.6	51.1	52.8	67.4	134.1	171.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.79%	-22.32%	-31.29%	-72.22%	-51.40%	-49.32%
EBIT利息保障倍数	20.9	22.4	35.1	28.2	88.1	61.9
资产负债率	54.25%	48.03%	41.12%	19.87%	19.78%	19.87%

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5% - +5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双鸽
大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501