

## 江铃汽车 (000550)

# 另眼看江铃：增长模式之变

### 买入 / 维持评级

股价：RMB25.61

#### 分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:S1000208110159

+755-82492723 yaohg@lhzq.com

#### 分析师

黄未樵

SAC 执业证书编号:S1000210050049

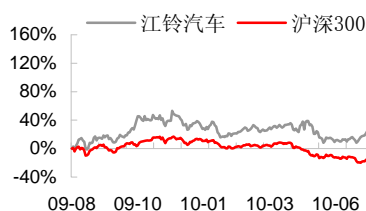
+755-82366964 huangwq@lhzq.com

### 相关研究

### 基础数据

总股本 (百万股)	863
流通 A 股 (百万股)	516
流通 B 股 (百万股)	344.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	13214

### 最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

- 公司在 2000~2005 年间谨慎的投资策略使江铃过去长期依靠三款老产品，收入增长较慢，依靠出色的成本控制从而逐步提升净利率成为公司成长主要的驱动因素。这种“挖潜式增长”在保障公司业绩增长稳定性的同时，却令市场对其增长持续性和增长空间的预期产生了“天花板”，造成了公司估值水平逐年下降。
- 但当前市场应引起重视的是，公司自 2006 年开始了新一轮投资周期，09 年起公司将逐步进入收获期，公司近两年前所未有的新产品数量与推出节奏也印证了我们的这一判断。未来公司增长的主要驱动力将从过去的净利率提升转变为收入增长。这种由“挖潜式增长”向“要素投入式增长”的转变，尽管其成长的不确定性较过去有所上升，但其成长空间及速度却远非前者可比，加之公司过往表现出的优异的经营管理能力与成本控制力，令我们相信公司的成长曲线将较之前明显陡峭，江铃的成长有较大概率将呈现为“U”型曲线，而当前正处于曲线右侧的起点。
- 依据我们对于公司的判断，未来江铃的规模扩张（收入增长）亦或是资本投入都将集中于两大领域：传统轻型商用车细分市场的两端拓展及跨入中低端 SUV 市场。
- 我们相信市场对于公司的成长预期将逐步发生变化，公司估值长期低于行业平均水平的时代已经过去，凭借其出色的管理能力和业绩的稳定性，反而应当享受一定的估值溢价。预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 2.00 元、2.53 元，对应 PE 为 12.3 倍和 9.7 倍，维持“买入”评级。

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E
营业收入(百万元)	10433.2	3565.7	14701.3	19444.3
(+/-%)	21.5	65.2	40.9	32.3
归属母公司净利润(百万元)	1056.1	494.6	1723.5	2186.5
(+/-%)	34.7	170.6	63.2	26.9
EPS(元)	1.22	0.57	2.00	2.53
P/E(倍)	20.9	44.7	12.3	9.7

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 另眼看江铃：增长模式之变

公司在 2000~2005 年间谨慎的投资策略使江铃过去长期依靠三款老产品，收入增长较慢，依靠出色的成本控制从而逐步提升净利率成为公司成长主要的驱动因素。这种“挖潜式增长”在保障公司业绩增长稳定性的同时，却令市场对其增长持续性和增长空间的预期产生了“天花板”，造成了公司估值水平逐年下降。

但当前市场应引起重视的是，公司自 2006 年开始了新一轮投资周期，09 年起公司将逐步进入收获期，公司近两年前所未有的新产品数量与推出节奏也印证了我们的这一判断。未来公司增长的主要驱动力将从过去的净利率提升转变为收入增长。这种由“挖潜式增长”向“要素投入式增长”的转变，尽管其成长的不确定性较过去有所上升，但其成长空间及速度却远非前者可比，加之公司过往表现出的优异的经营管理能力与成本控制力，令我们相信公司的成长曲线将较之前明显陡峭，江铃的成长有较大几率将呈现为“U”型曲线，而当前正处于曲线右侧的起点。

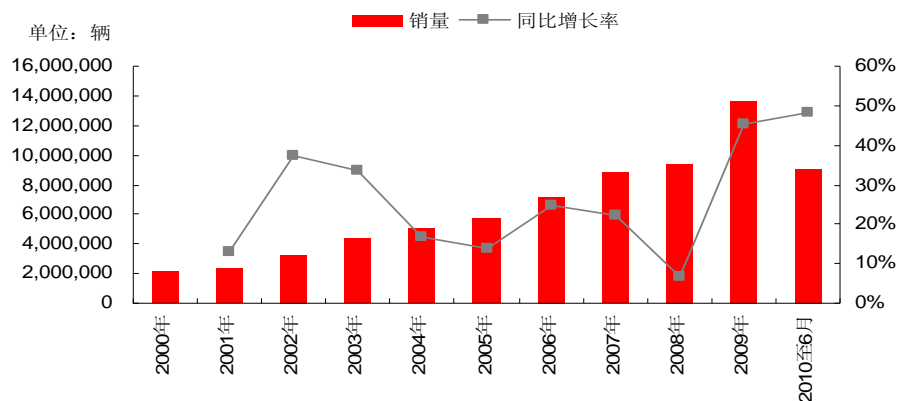
依据我们对于公司的判断，未来江铃的规模扩张（收入增长）亦或是资本投入都将集中于两大领域：传统轻型商用车细分市场的两端拓展及跨入中低端 SUV 市场。

我们相信市场对于公司的成长预期将逐步发生变化，公司估值长期低于行业平均水平的时代已经过去，凭借其出色的管理能力和业绩的稳定性，反而应当享受一定的估值溢价。预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 2.00 元、2.53 元，对应 PE 为 12.3 倍和 9.7 倍，维持“买入”评级。

### “挖潜式增长”稳步提升公司业绩，但抑制估值水平

中国汽车销量自 2002 年起一直维持了快速增长的态势。

图 1 2002-2009 年中国汽车销量



数据来源：CAAM，华泰联合证券研究所

需求的快速增长使得多数汽车企业从 02 年开始纷纷加大投资力度，扩大产品线及产能，扩张无疑是过去 10 年中国汽车企业的核心战略。以部分代表性上市公司为例，可以看到本轮投资直至 08 年才告一段落。值得注意的是，江铃在 00-05 年间逆行业地采取了收缩战略，直至 06 年才逐步开始扩大投资。

**表 1 2000-2009 年上市公司的资本开支/折旧和摊销**

	一轿	长安	福田	宇通	江淮	江铃
2000	1.18	0.88	3.92	1.68	2.44	0.89
2001	0.70	1.08	3.24	1.43	7.05	0.51
2002	3.20	2.15	4.35	1.67	9.83	0.57
2003	2.25	4.04	5.84	2.61	1.72	0.84
2004	3.20	4.25	5.24	1.36	3.85	0.65
2005	1.49	3.57	2.79	0.84	5.22	1.17
2006	1.07	1.01	1.72	2.12	5.16	1.92
2007	0.60	0.87	2.31	2.80	2.34	2.57
2008	3.10	1.90	1.65	4.42	2.21	2.51
2009	1.88	3.06	1.97	1.32	0.89	1.67

数据来源: Wind、华泰联合证券研究所

产品线及产能的扩张,使得车企在过去数年的收入规模迅速放大,成为了多数企业盈利增长的主要驱动因素。我们遴选上市公司中投资收益占比较小的部分企业比较发现,江铃的收入增长贡献较其他的整车公司明显偏小,仅有宇通与其类似。事实上,过去 10 年仅凭老三款产品的江铃能够实现约 150% 的收入增长规模已属不易。

**表 2 部分整车上市公司财务指标 (2009 年较 2002 年增长率)**

	收入增长率	净利率增长率	净利润增长率 (未扣除少数股东权益)
一轿	483.41%	13.40%	561.58%
福田	491.57%	38.14%	717.20%
宇通	227.06%	66.74%	445.34%
江淮	483.55%	-55.72%	158.40%
江铃	144.29%	42.35%	247.74%

数据来源: Wind、华泰联合证券研究所

在多数年份,宇通依然是收入增长贡献较大,而江铃更依赖净利率增长。

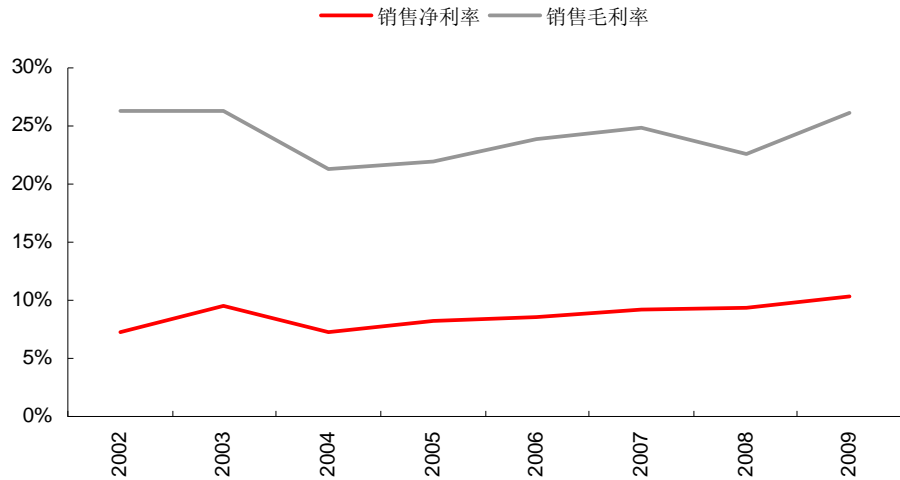
**表 3 2002-2009 宇通、江铃增长率比较**

	江铃		宇通	
	收入增速	净利率增速	收入增速	净利率增速
2002	26.39%	126.63%	69.99%	-37.81%
2003	19.29%	31.48%	21.18%	1.65%
2004	13.26%	-24.56%	21.37%	-7.75%
2005	8.84%	14.05%	15.89%	9.41%
2006	21.88%	4.19%	15.50%	8.05%
2007	10.46%	6.99%	49.09%	28.73%
2008	1.56%	1.25%	5.77%	13.68%
2009	21.50%	11.49%	5.35%	2.78%

数据来源: Wind、华泰联合证券研究所

更进一步地可以发现，对成本费用率的成功控制使其在毛利率经常性波动的状态下实现了销售净利率的稳步提升。

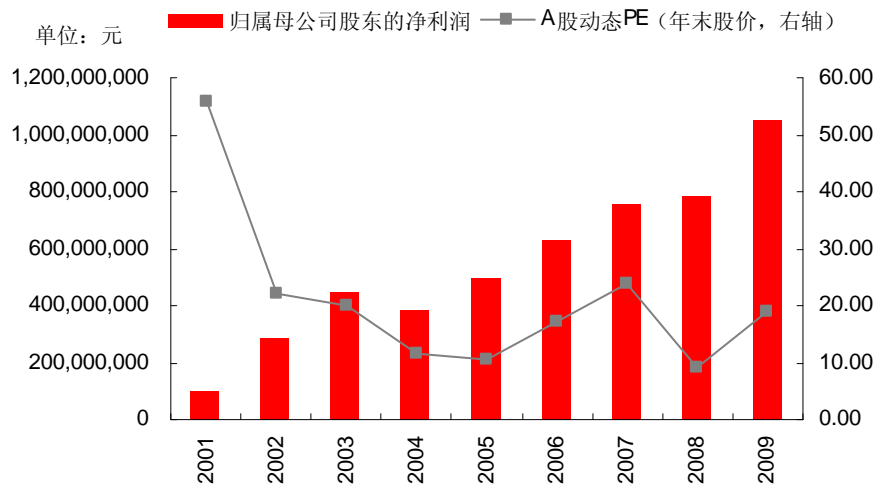
图 2 销售净利润与销售毛利率



数据来源: Wind, 华泰联合证券研究所

江铃过往的业绩一方面表现彰显了其优异的经营管理能力和成本控制力，但另一方面这种“挖潜式增长”却令市场对其增长持续性和增长空间的预期产生了“天花板”，尤其是当前其净利率水平已超 10%，其提升幅度已很难有所期待。因此，伴随公司盈利不断增长的是估值水平的持续下降（06-07 年 A 股整体估值水平上行）。

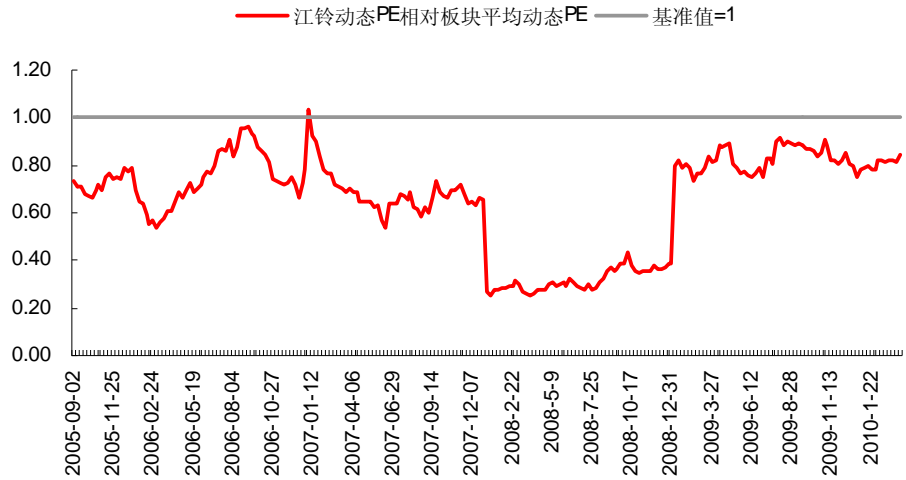
图 3 归属母公司净利润与估值水平



数据来源: Wind, 华泰联合证券研究所

在汽车行业内，江铃的估值水平常年明显落后于平均水平也是由于上述原因。（以 2005 年 3 季度至 2010 年 1 季度为观察周期）

图 4 江铃动态 PE 相对于行业平均动态 PE



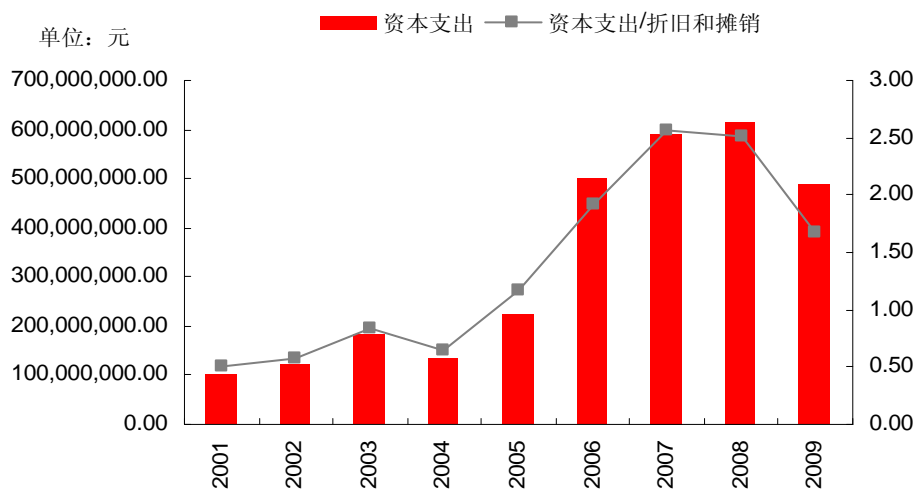
数据来源: Wind, 华泰联合证券研究所

注: 取长安、东风、江淮、江铃、金龙、上汽、一汽、宇通、重汽、福耀、威孚、潍柴动态 PE 算术平均为行业平均动态 PE

### “要素投入式增长”促使公司盈利与估值双重提升

我们已经注意到公司自 2006 年开始了新一轮投资周期, 由于多用于新产品的开发和项目建设, 见效周期一般为 3 年左右, 因此从 09 年起应逐步进入收获期。而从公司经营层面, 2008 年推出搭载全新福特 Puma 发动机的全新全顺 V348, 2009 年底推出宽体轻卡 N900, 2010 年年底将推出中低端 SUV 兼皮卡 N350, 预计 2011 年推出的新型轻卡 N800, 前所未有的新产品数量与推出节奏也印证了这一判断。

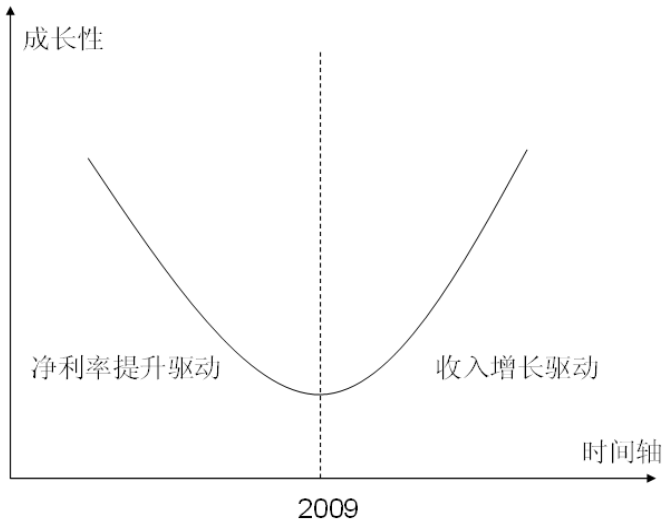
图 5 2001-2009 江铃资本支出



数据来源: Wind, 华泰联合证券研究所

诸多新产品的快速投放将有望使公司销售规模迅速扩大，未来公司增长的主要驱动力将从过去的净利率提升转变为收入增长。这种由“挖潜式增长”向“要素投入式增长”的转变，尽管其成长的不确定性较过去有所上升，但其成长空间及速度却远非前者可比，加之公司过往表现出的优异的经营管理能力与成本控制力，令我们相信公司的成长曲线将较之前明显陡峭，江铃的成长有较大概率将呈现为“U”型曲线，而当前正处于曲线右侧的起点。

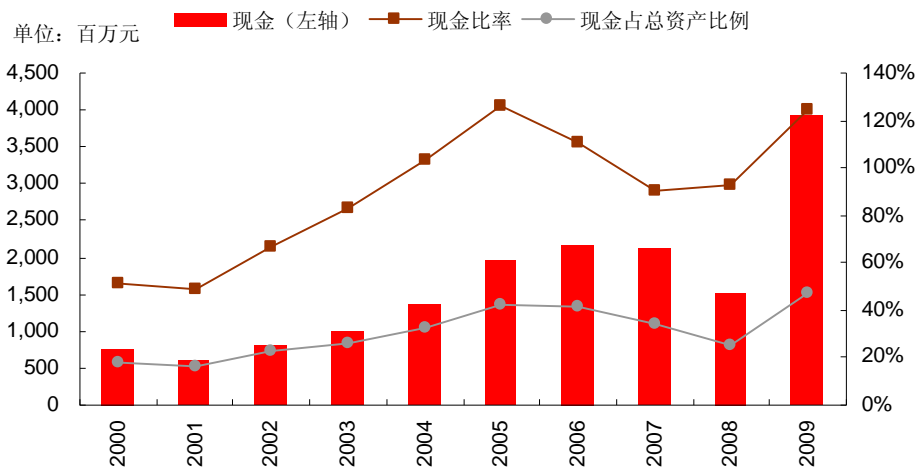
图 6 江铃成长曲线



数据来源：华泰联合证券研究所

过去十年间谨慎的财务政策和稳健的成长使得公司积累了大量的现金，尽管这大幅提升了公司的安全性，但我们认为时至今日中国汽车市场仍然处于机会远大于风险，成长性远高于周期性的时段，因此过高的现金比例和过于谨慎的战略并不利于江铃的发展，适度地进行积极的投资更为有效。

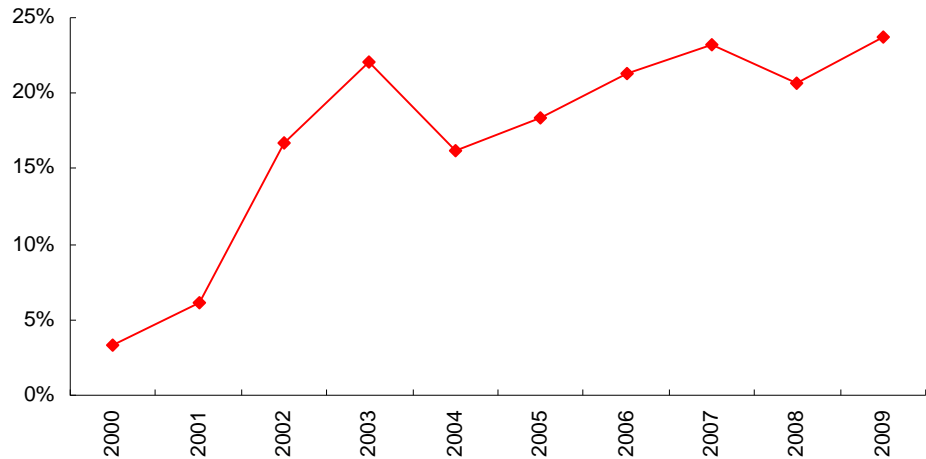
图 7 现金比率与现金占总资产比例



数据来源：Wind, 华泰联合证券研究所

未来三年，我们预计投资 21.3 亿的小蓝基地建设和持续的新产品研发投入等将消耗公司约 30-40 亿的现金，尽管大规模的投入短期内将使公司的安全性有所下降，但却保证了公司长期发展的持续性和空间，现金转换为更有效率的资产将使得公司 ROE 有了稳步提升的基础。因此，我们认为公司“要素投入式增长”的战略是必要而有效的，有助于改善市场对于公司成长曲线的预期，未来公司或将进入一轮盈利和估值双重提升的周期。

**图 8 公司净资产收益率**



数据来源: Wind, 华泰联合证券研究所

## 规模扩张：两条腿走路

依据我们对于公司的判断，未来江铃的规模扩张（收入增长）亦或是资本投入都将集中于两大领域：传统轻型商用车细分市场的两端拓展及跨入中低端 SUV 市场。因此，我们关心的是在这两个领域的要素投入究竟能否成功，特别是跨入乘用车市场会否“重蹈”江淮汽车曾经的不利局面（由于跨入乘用车市场，庞大的资本支出和短期难见盈利使得 06-08 年间盈利持续下降）。

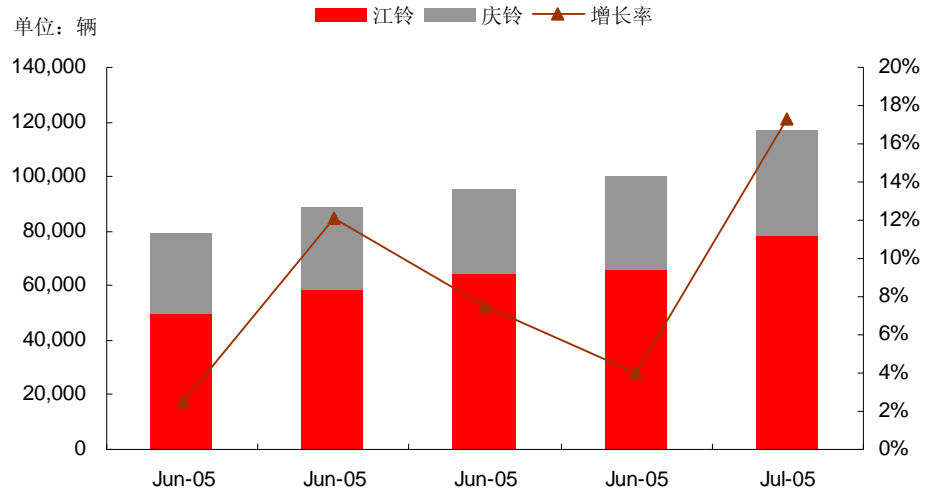
### 轻型商用车细分市场两端拓展的战略

江铃传统业务仅局限于轻型商用车的高端市场，尽管高端市场利润率高且较为稳定，但其总体容量有限，增长略显平稳。细分市场的两端拓展成为了目前江铃在轻型商用车市场推出新产品的战略定位。

### 轻卡市场

在高端轻卡市场，源自五十铃技术的庆铃、江铃一直以来占据绝对垄断地位。近年来，北汽福田、东风汽车、江淮等企业虽也推出了如福田欧马可、江淮帅铃、东风之星等高端产品，都没有达到占据高端轻卡市场主体地位的目标，最终不得不降低定价和价格同庆铃、江铃区分。

图 9 江铃、庆铃轻卡销量

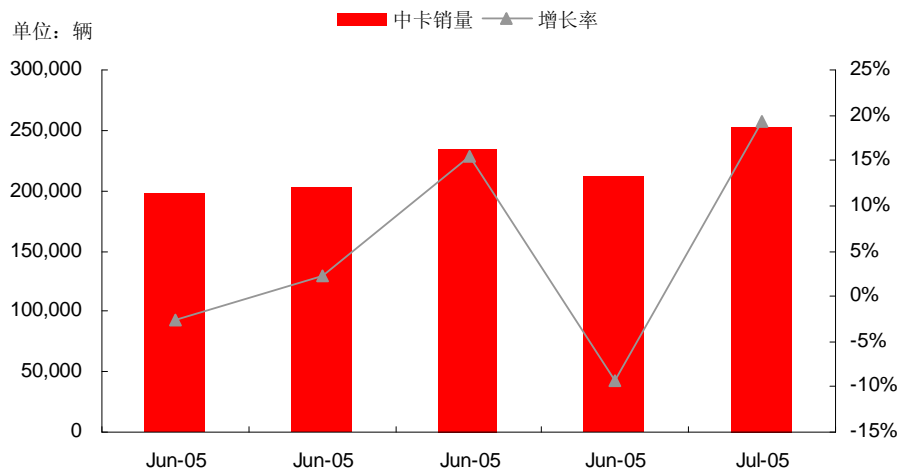


数据来源：CAAM，华泰联合证券研究所

高端轻卡两端延伸的战略，向上是在中卡市场面临逐渐萎缩的情况下，凭借趋向宽驾驶室长车身、大动力高时速和加强型底盘的高端轻卡开始抢占准中卡市场；向下则是借轻卡国III标准实施，中高端轻卡价格差距收窄，抢占中端轻卡市场份额。

09年底推出的N900宽体轻卡是公司轻卡向上延伸战略的主要产品，它是受大车厢重卡和长车身微客的成功市场竞争实例而开发的。主要特点是车厢比较宽，能装载更多的货物，而依靠江铃出色的发动机，动力性能影响不大。由于定价在7万左右，仅高于窄体轻卡20%，但性能趋近于中卡，在中卡市场面临逐渐萎缩的情况下，有望争夺部分中卡市场。

图 10 中卡销量



数据来源：CAAM，华泰联合证券研究所



由于国III升级后发动机及整车造价将显著提升，因此中端轻卡在排放升级后价格将有较大幅度上涨。而江铃的轻卡早以自发执行，目前依靠推出超值版等手段进行适度降价，中高端轻卡价格差距已明显收窄。随着轻卡国III标准执行的逐步深化，江铃的轻卡产品有望向下延伸至中端市场，这意味着其市场容量较过去的10万辆左右有了数倍的提升。

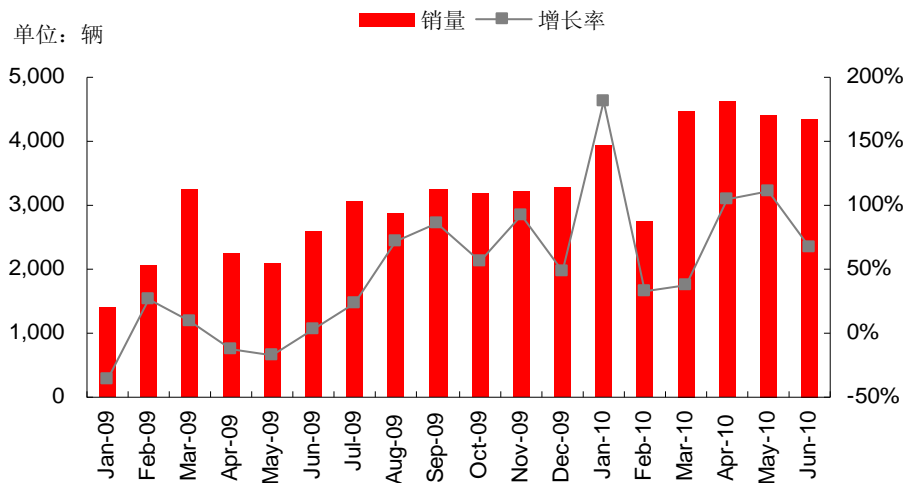
### 轻客市场

国内轻客市场过去数年由于随着大型微客上攻、低端MPV产品下延，传统日韩系轻客前后受敌，整体规模不断缩小，仅有欧系依维柯和全顺“一枝独秀”，牢牢占据高端市场，增长较为客观。

搭载福特Puma发动机的新全顺V348原型车是福特欧洲全顺系列的最新车型，是目前欧洲轻客的主流车型，整体设计及配置上均有明显的轿车化趋势，其重要目标市场之一即是商务接待用车，在过去数年间低端MPV下延至轻客市场后，以全顺为代表的高端轻客开始反击MPV市场。新全顺销量由08年3,248辆，09年6,000辆，至2010年确定地超过10,000辆，市场已经给予了充分肯定。

同轻卡市场类似地，09年7月开始轻客也同样面临国III标准升级，由于轻客执行情况较好，因此全顺向下延伸的竞争力更为明显，2010年江铃轻客销量的大幅增长有相当部分源自超值版全顺的推出。

图 11 江铃轻客月度销量与增长率



数据来源：CAAM，华泰联合证券研究所

### 介入中低端 SUV 正当时

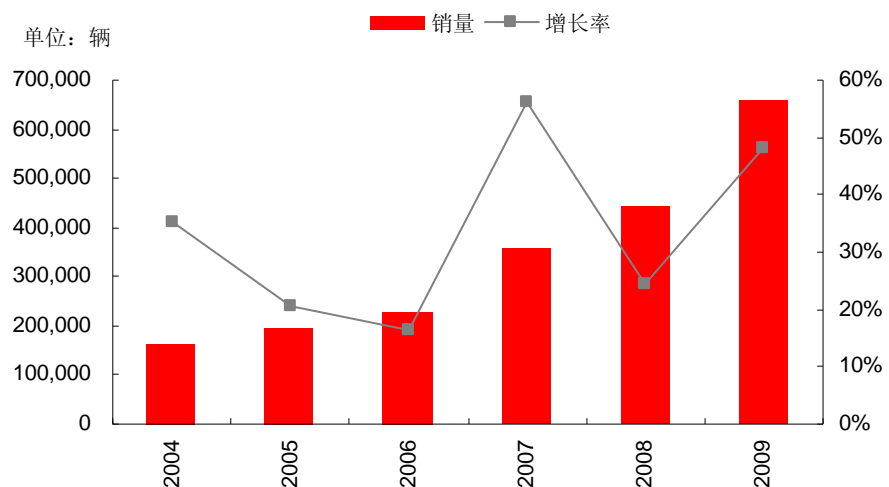
介入 SUV 市场对于江铃来说是风险与机遇并存的一大步跨越。依据我们的判断，有竞争力产品的匮乏造成了当前中低端 SUV 市场的低迷，这意味着只要江铃能够提供真正的优秀产品，需求将不足为虑。依靠 N350 优异的性能和独到的定价，我们预计 N350 将在短时间内形成一定规模，从而使江铃能够充分地培育自己的客户群体和有效地建立营销渠道。未来 2~3 年内，福特有较大可能将自己的 SUV 产品通过江铃

导入中国市场，从而使江铃形成完善的 SUV 产品序列。若我们的判断能够成立，通过 3-5 年时间，江铃实现当前长城 SUV 10 万辆左右的销量规模是可以期待的。

### 中低端 SUV 低迷源自有竞争力产品的匮乏

SUV 市场是过去几年间中国汽车市场增长最为迅速的细分市场。但其中，中高端品牌为合资品牌垄断，价格区间在 20 万以上；自主品牌则集中在中低端市场，同部分国产日韩系产品竞争，价格区间在 15 万以下。相较于中高端 SUV 的快速增长，中低端 SUV 增长缓慢，仅长城“一枝独秀”。

图 12 国内 SUV 销量



数据来源：CAAM，华泰联合证券研究所

相比当前中低端 SUV 的低迷，中国 SUV 市场却是在 2003 年从低端经济型 SUV 起步的，曾经辉煌一时。但与厂家的蜂拥而至形成反差的是，真正有竞争力的产品屈指可数，多数厂家的产品均来自轻卡、皮卡的简单改型，各家产品外观类似、内饰和配置雷同。但中国 SUV 市场在启动后，呈现出明显的城市化、轿车化、舒适化特征，轻型商用车改型的缺点迅速被放大，多数中低端 SUV 难以适应及跟随这一变化，逐步被市场所淘汰。04 年时曾有多达 15 个品牌集中于 10 万以下的中低端 SUV 市场，长城、万丰、陆风、超赛、华美、曙光、大迪、新凯、天马、扬子、福田、中兴、君达、金杯、双环、美亚奇兵，多数均已消亡。当前市场上主流的低端 SUV 产品包括长城、奥丁、中兴、旗胜、奇瑞、瑞鹰、陆风等，但真正有竞争力的仍仅长城系列，这意味着过去 6-7 年间，低端 SUV 市场仅靠长城一家独撑大局。反观中高端 SUV 市场，自本田 CRV 开始，包括狮跑、逍客、RAV4、途观等一系列适应中国市场的出色产品的陆续问世才支撑起了中高端 SUV 市场的高速成长。因此，中低端 SUV 市场的低迷不是由于需求不旺，更多的是由于缺少有竞争力的产品。

### N350 起点高，成功概率大

尽管江铃之前一直生产宝威 SUV，但由于其是在宝典皮卡基础上改型而来，因此 N350 是真正意义上江铃的首款 SUV 产品。

N350 将有 SUV、单、双排皮卡车型，属于全新平台。自 2006 年 12 月正式启动，开发周期已达 4 年，严格按照福特的开发程序和技术标准，性能指标比对外车型和品牌，其质量、工艺应明显高于目前市场上的中低端 SUV 整体水平。整体配置上，非承载式车身，英国莲花公司调教的底盘，德国 Bosch 的制动系统，当然 Puma 发动机仍将是其最大的亮点，以新全顺 V348 上 Puma 表现出的性能，在目前市场上难觅对手。

设计上，外形设计来自法国设计师马克·德尚，曾担当世界著名博通汽车设计公司首席设计师，现为意大利 TESCO TS 汽车设计有限公司首席设计师，主要作品多为 VOLVO、SCANNIA 等多款车型；内饰设计来自日本 MAZDA 汽车公司首席设计师，现为 ARRK 集团 SIVAX 首席设计师，主要作品为 MAZDA 6。

定价上，预计公司将充分参考主要竞争对手长城哈弗，以及体系内江铃控股陆风的定价，价格中枢应在 13~15 万间，略高于当前主流产品价格，但明显低于合资品牌。

总体上，我们判断 N350 的产品定位和策略比较类似于上汽荣威 550，与合资品牌相比凸显其价格优势，而与多数自主品牌相比又依靠出色的性价比避开价格竞争。

江铃进军乘用车最大的疑问在于其如何从商用车营销模式中走出来，建立一个适应乘用车市场和公司自身特点的营销渠道网络。我们预计期间江铃将能够得到来自于福特的大力支持，长安福特在中国市场浸溺多年，福克斯、嘉年华在中低端市场也颇为成功，对中低端客户需求的把握有充足经验，相信可给予江铃较大帮助。

我们对于江铃介入 SUV 市场能够成功持乐观预期的另一大原因在于，包括 Puma 发动机在内的相当部分关键零部件与原有产品具有共通性。以当前经销商的反馈信息来看，我们预计明年 N350 可实现销售 20,000 台，以此规模 N350 毛利率或将接近现有轻卡产品 24%~25% 的水平。因此，介入 SUV 业务不仅不会令公司出现当年江淮介入轿车业务面临的短期业绩下滑的局面，反而将为公司盈利提供不小的增长。

### 后续引入福特 SUV 产品的想象空间巨大

福特与江铃多年来的合作使双方实现了共同发展，我们判断江铃优异的表现正促使福特谋求进一步加强与江铃合作。

中国 SUV 市场的高景气度吸引了全球大型汽车企业的目光，本田、丰田、日产、大众均已实现其产品国产化，并获取了丰厚的回报，相信福特也正加快相应步伐。考虑到福特的两个中方合作伙伴——长安和江铃的背景，我们预计未来更有可能在江铃引入 SUV，主要是由于：

1. 江铃 SUV 业务已经起步，目前长安福特马自达、长安本部尚无产品或规划；
2. N350 有相当的福特技术背景，国产化福特产品的难度较小；
3. SUV、皮卡具有共通性，在江铃进行福特 SUV 国产化，也为其最强的皮卡产品未来进入中国市场可奠定一定的基础；
4. 江铃的财务状况、资金情况更为理想。

我们预计未来 2~3 年内，福特将有较大概率引入一款 SUV 实现国产（Escape 可能性最大，即福特翼虎），之后包括 Edge、Explorer 在内更多的车型均有可能逐步

导入中国市场。由于翼虎是中低端 SUV，若能够国产，很可能成为首款中低端合资品牌 SUV，价格或许将在 15 万左右，依靠突出的性价比我们认为其市场前景十分可观。

**表 4 福特相关车型**

大类车型	品牌	大类车型	品牌
SUV	Escape		Ranger
	Sport Trac		Transit Connect
	Explorer		F-150
	Expedition	Trucks	E-series
Crossovers	Escape Hybrid		Super Duty 250
	Edge		Super Duty 350
	Flex		Super Duty 450

数据来源：华泰联合证券研究所

## 盈利预测

我们预计公司 2010、2011 年销量为 16.49 万辆和 21.33 万辆，营业总收入分别为 147.01 亿元、19.44 亿元，归属母公司净利润为 17.23 亿元、21.86 亿元，合 EPS 2.00 元、2.53 元，对应 PE 为 12.3 倍和 9.7 倍。随着公司进入收入增长为主要驱动力的周期，成长曲线较过去明显陡峭，我们相信市场对于公司的成长预期将逐步发生变化，公司估值长期低于行业平均水平的时代已经过去，凭借其出色的管理能力和业绩的稳定性，反而应当享受一定的估值溢价，因此维持“买入”评级。

**表 5 财务报表预测**

	资产负债表			利润表			
	单位:百万元			单位:百万元			
	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
流动资产	5336	5990	8801	营业收入	10433	14701	19444
现金	3914	3896	6230	营业成本	7707	10712	14270
应收账款	67	219	290	营业税金及附加	181	252	335
其他应收款	8	7	17	营业费用	770	1029	1361
预付账款	182	236	321	管理费用	596	735	972
存货	1060	1285	1570	财务费用	-52	-90	-113
其他流动资产	105	347	373	资产减值损失	1	0	0
非流动资产	2959	3633	4249	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	17	17	17	投资净收益	5	7	6
固定资产	1987	2503	3037	营业利润	1236	2070	2625
无形资产	316	291	266	营业外收入	8	5	5
其他非流动资产	639	822	928	营业外支出	1	5	5
资产总计	8294	9623	13050	利润总额	1244	2070	2625
流动负债	3147	3223	4417	所得税	163	311	394
短期借款	25	38	38	净利润	1080	1760	2231
应付账款	2043	2246	3388	少数股东损益	24	36	45
其他流动负债	1079	939	991	归属母公司净利润	1056	1723	2186

非流动负债	200	117	118	EBITDA	1477	2242	2854
长期借款	8	8	8	EPS (元)	1.22	2.00	2.53
其他非流动负债	193	109	110				
负债合计	3347	3340	4535	主要财务比率			
少数股东权益	103	139	184		<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
股本	863	863	863	成长能力			
资本公积	839	839	839	营业收入	21.5%	40.9%	32.3%
留存收益	3141	4442	6628	营业利润	67.6%	67.5%	26.8%
归属母公司股东权益	4844	6144	8331	归属于母公司净利润	34.7%	63.2%	26.9%
负债和股东权益	8294	9623	13050	获利能力			
				毛利率(%)	26.1%	27.1%	26.6%
现金流量表				净利率(%)	1.2%	10.1%	11.7%
			单位:百万元	ROE(%)	21.8%	28.0%	26.2%
	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	ROIC(%)	112.7%	73.3%	97.7%
经营活动现金流	3114	1244	3165	偿债能力			
净利润	1080	1760	2231	资产负债率(%)	40.4%	34.7%	34.7%
折旧摊销	292	261	341	净负债比率(%)	0.99%	1.37%	1.01%
财务费用	-52	-90	-113	流动比率	1.70	1.86	1.99
投资损失	-5	-7	-6	速动比率	1.36	1.46	1.64
营运资金变动	1811	-696	718	营运能力			
其他经营现金流	-11	15	-7	总资产周转率	1.46	1.64	1.72
投资活动现金流	-416	-936	-944	应收账款周转率	89	102	76
资本支出	489	950	950	应付账款周转率	5.02	4.99	5.07
长期投资	0	0	0	每股指标(元)			
其他投资现金流	73	14	6	每股收益(最新摊薄)	1.22	2.00	2.53
筹资活动现金流	-296	-326	113	每股经营现金流(最新摊薄)	3.61	1.44	3.67
短期借款	-14	13	0	每股净资产(最新摊薄)	5.61	7.12	9.65
长期借款	-0	0	0	估值比率			
普通股增加	0	0	0	P/E	20.11	12.32	9.71
资本公积增加	0	0	0	P/B	4.38	3.46	2.55
其他筹资现金流	-282	-339	113	EV/EBITDA	12	8	6
现金净增加额	2402	-18	2334				

数据来源: 华泰联合证券研究所预测



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们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。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com