

雷鸣科化：整装待发

- 跨地区民爆产业集团初现雏形 09 年或将进入整合收获期

报告关键点：

- 08 年四季度盈利能力大幅改善，预计 09 年仍将保持较高毛利率
- 预计安徽省基础设施建设力度加大将有利公司 09 年民爆产品销量保持稳定
- 高岭土资产转让有利于突出主营业务 提升整体盈利能力
- 跨地区民爆产业集团初现雏形 09 年或将进入整合收获期

报告摘要：

- 产品提价与原材料价格回落提升公司四季度盈利能力：**自 8 月 20 日起，国家民爆器材产品基准价提高 30%，上下浮动区间扩大为 15%，公司相应各类民爆器材产品价格在新基准价基础上再提价 10%，同时由于主要原材料硝酸铵的价格自 10 月以来已经回落约 30%，因此公司 08 年四季度盈利能力将大幅回升，我们预计公司 08 年整体毛利率将达到 32% 以上。
- 预计 09 年民爆产品仍将保持较高毛利率：**目前主要原材料硝酸铵市场价格在 1700-1900 元/吨，我们预计 09 年硝酸铵均价将显著低于 08 年的均价 2570 元/吨，而民爆产品 09 年价格预计将围绕国家基准价附近小幅波动，因此公司 09 年毛利率有望较 08 年进一步提升。
- 预计公司 09 年民爆产品销量保持稳定：**公司产品下游需求主要分布在煤矿、非煤矿和基础设施建设，根据我们的估算煤矿需求占比约 50%，非煤矿占比约 20%，基础设施建设约 30%。我们预计 09 年煤矿需求将保持稳定，非煤矿需求下降 20%，基础设施建设需求增加 10%，公司整体民爆产品产销量同比将保持稳定。
- 转让高岭土资产 主营业务聚焦民爆产业结构优化升级：**根据公司公告，公司于 08 年 12 月 26 日召开董事会，审议并通过将公司持有的金岩公司的 19.16% 的股权全部转让给公司控股股东淮北矿业（集团）有限责任公司，股权转让的价格以净资产评估值为依据，以 2008 年 6 月 30 日为基准日，确定为人民币 766.92 万元，矿业集团以现金方式支付转让款；金岩公司主营业务为高岭土系列产品生产，由于高岭土行业成本高、价格低、竞争激烈，该公司近几年一直处于亏损，转让该资产后，有利于公司突出主营业务，集中资源聚焦民爆产业结构优化升级，提升整体盈利能力。
- 跨地区民爆产业集团初现雏形 09 年或将进入整合收获期：**公司通过产业链整合实行“生产、流通、爆破工程服务”一体化经营模式，08 年下半年对徐矿化工的收购意味着公司向跨地区民爆产业集团的方向迈开了脚步；根据我们的测算，公司对徐矿化工和淮南舜泰的整合一旦完成，整体规模将增加 90% 以上，归属于母公司所有者的权益产能将增加 50% 以上，我们预计盈利能力也将跟随大幅增长，我们判断公司 09 年将进入整合收获期，迎来增长高峰。
- 近期股价催化剂：**公司的高新技术企业资格认定已经通过公示期，一旦拿到正式批文，公司 08 - 10 年将按 15% 缴纳所得税。
- 盈利预测与投资评级：**基于公司目前的主营业务，我们预计公司 08、09、10 年 EPS 分别为 0.33、0.62、0.69 元，再考虑到公司对徐矿化工和淮南舜泰的整合预期比较确定，综合我们的估值模型，给予买入-A 评级，6 个月目标价 9.3 元
- 风险提示：**09 年需求低于预期，原材料价格波动对公司盈利有较大影响

评级：

买入-A

上次评级：

目标价格：9.30 元

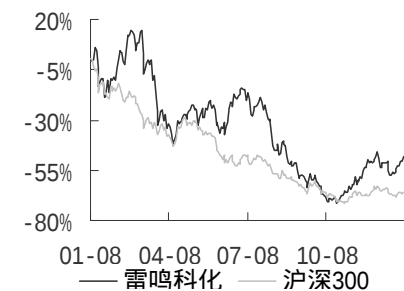
期限：6 个月 上次预测：现价：7.74 元

报告日期：2009-01-12

市场数据

总市值(百万元)	696.60
流通市值(百万元)	426.77
总股本(百万股)	90.00
流通股本(百万股)	55.14
12 个月最高/最低	4.21/18.71 元
十大流通股东(%)	9.12%
股东户数	14,764

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.29	55.19	18.12
绝对收益	12.15	55.79	(48.22)

研究员

方峻

行业分析师

021-68765357 fangjun@essences.com.cn

前期研究成果

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	159.1	218.3	283.8	298.0	327.7
Growth(%)	11.5%	37.2%	30.0%	5.0%	10.0%
净利润	14.5	16.4	37.1	63.5	70.3
Growth(%)	60.2%	17.0%	77.8%	84.4%	12.2%
毛利率(%)	33.3%	26.3%	32.0%	40.0%	40.0%
净利润率(%)	9.1%	7.8%	10.6%	18.6%	19.0%
每股收益(元)	0.16	0.19	0.33	0.62	0.69
每股净资产(元)	3.31	3.83	4.14	4.66	5.23
市盈率	48.1	41.1	23.1	12.5	11.2
市净率	2.3	2.0	1.9	1.7	1.5
净资产收益率(%)	4.9%	4.8%	10.0%	15.2%	14.9%

1. 08 年四季度盈利能力大幅改善，预计 09 年需求稳定、毛利率较高

1.1. 产品价格上涨与原材料价格回落共推 08 年四季度盈利能力大幅改善

1.1.1. 产品价格 8 月份上调

自 8 月 20 日起,国家民爆器材产品基准价提高 30%,上下浮动区间扩大为 15%。公司相应各类民爆器材产品定价为在国家基准价基础上再上调 10%，整体比国家上调基准价之前上调约 30%。

表 1 民爆产品国家基准价

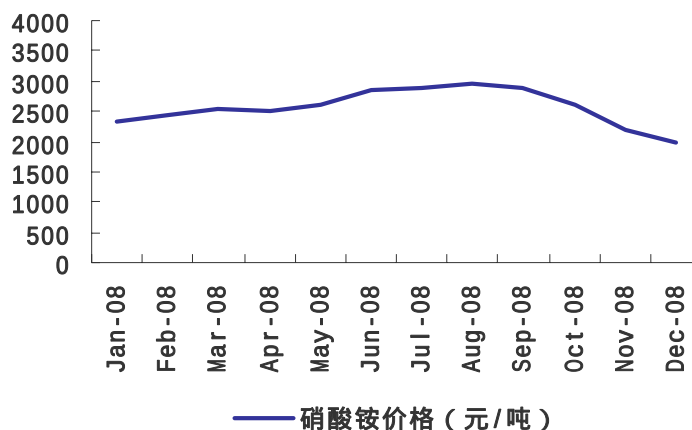
与公司相关的民爆产品种类	规格	计价单位	提价时间		提价幅度
			2005	2008.8	
1 号岩石水胶炸药	直径 35 × 200—500	吨	6660	8610	29.28%
2 号煤矿水胶炸药	直径 35 × 200—500	吨	5790	7480	29.19%
3 号煤矿水胶炸药	直径 35 × 200—500	吨	5140	6640	29.18%
粉状乳化炸药	每卷 100—200 克	吨	5040	6510	29.17%
	每包 1—9 公斤	吨	4640	6000	29.31%
	每包 10—40 公斤	吨	4410	5700	29.25%
	每卷 150—250 克	吨	4830	6610	36.85%
岩石膨化硝铵炸药	每卷 100—200 克	吨	4210	5670	34.68%
	每包 1—9 公斤	吨	4150	5550	33.73%
	每包 10—40 公斤	吨	4020	5370	33.58%
一级煤矿许用膨化硝铵炸药	每卷 100—200 克	吨	4320	5600	29.63%
一级抗水煤矿许用膨化硝铵炸药	每卷 100—200 克	吨	4460		29.37%
				5770	
8 号煤矿许用瞬发电雷管	金属铁壳、铁脚线 2 米	万发	8010	10350	29.21%
8 号煤矿许用毫秒延期电雷管(1—5 段)	金属铁壳、铁脚线 2 米	万发	10380	13420	29.29%
6 号煤矿许用毫秒电雷管(1—5 段)	金属铁壳、铁脚线 2 米	万发	10220	13210	29.26%

数据来源：国家发改委

1.1.2. 原材料价格四季度大幅回落

生产各类炸药所需的主要原材料硝酸铵的价格自 10 月以来已经大幅回落约 30%，目前市场主流价格约为 1700 - 1800 元/吨，其它辅助材料石蜡、柴油、乳化剂以及燃料煤价格也有显著回落，因此我们预计公司 08 年四季度原材料成本环比下降约 20%左右。

图 1 主要原材料硝酸铵 08 年月度市场价格示意图



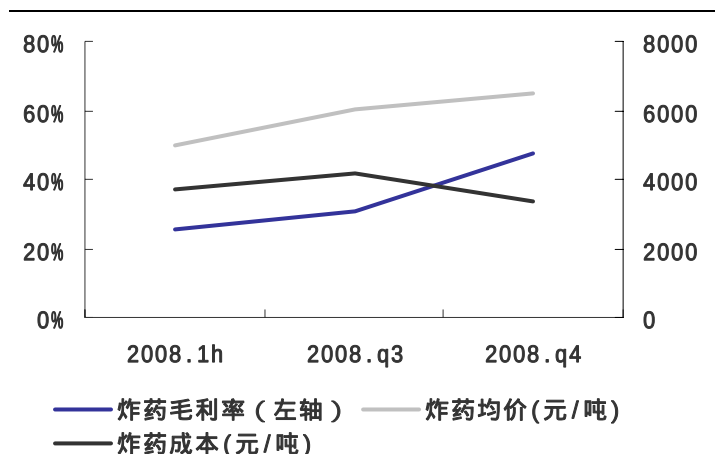
数据来源：中国石油和化工协会

1.1.3. 08 年四季度盈利能力大幅改善

在原材料价格下跌和产品价格上涨双重有力因素推动下，公司四季度盈利能力大幅改

善，根据我们的测算，四季度炸药毛利率达到 45% 以上，全年公司整体毛利率预计将回升到 32% 左右。

图 2 公司 08 年盈利能力示意图



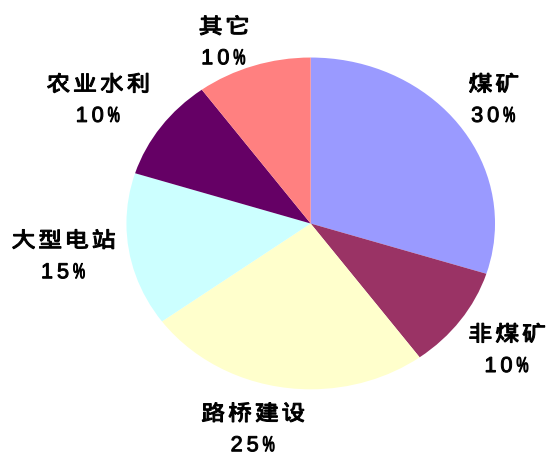
数据来源：安信证券研究中心测算

1.2. 基础设施建设是 09 年我国民爆产品总体需求的稳定器

1.2.1. 民爆产品总体需求与固定资产投资相关

民爆产品广泛应用于矿山开采和各类基础设施建设，被誉为“基础工业的基础”，与国民经济建设紧密相关。

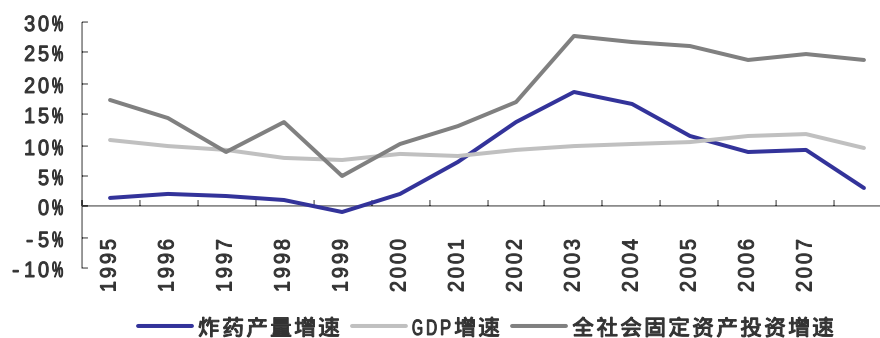
图 3 民爆行业下游需求结构示意图



资料来源：安信证券研究中心

我们利用全国炸药年产量增速和全社会固定资产投资增速作回归分析，94 - 07 年数据分析显示相关系数为 0.83，97 - 07 年数据分析显示相关系数为 0.86，经济增长放缓，固定资产投资增速下降，民爆产品需求增速放缓，反之，经济增长加速，固定资产投资增速上升，则民爆产品需求增长较快，当然，由于民爆产品具有区域销售的特征，各区域由于投资增速、地理条件、需求结构的不同而有所不同。

图 4 炸药产量增速与 GDP 及固定资产投资增速

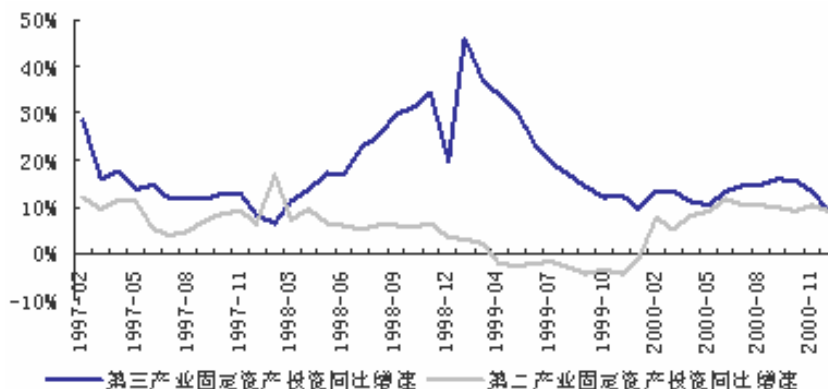


资料来源：安信证券研究中心

1.2.2 经济下行期 民爆需求受益于基础设施建设

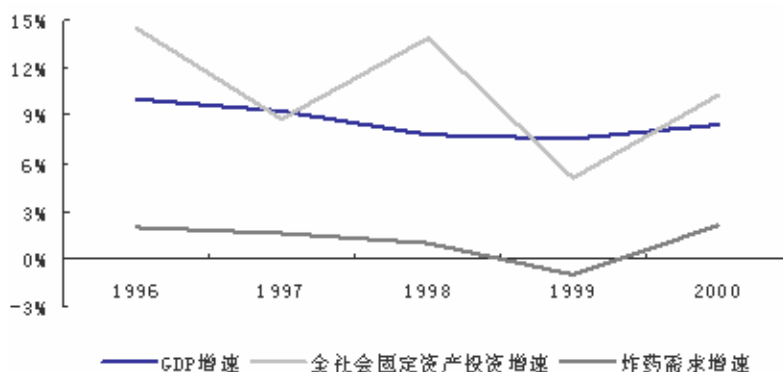
在 98 - 99 年的经济下行期，第二产业固定资产投资增速大幅下滑，国家加大了基础设施建设投资力度，第三产业投资增速大幅上升，在此背景下，民爆行业整体需求比较稳定，由于 98 - 99 年基础设施建设投资规模不大，尤其是 99 年新开工项目较少，因此炸药产量同比略有下滑（-1%）。

图 5 第二、三产业固定资产投资增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 6 1996 - 2000 年炸药需求增速与 GDP 增速、固定资产投资增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

08 年底政府宣布的 4 万亿投资中，50% 以上的投资与民爆产品需求相关，预计将大幅拉动对民爆产品的需求。

表 2 国家 4 万亿投资一览表 单位：亿元

	投资额	比例
铁路、公路、机场和城乡电网建设	18000	46.15%
灾区重建	10000	25.64%
农村民生工程 and 农村基础设施建设	3700	9.49%
保障性安居工程	2800	7.18%
生态环境	2500	6.41%
自主创新	1600	4.10%
医疗卫生、文教	400	1.03%
合计	39000	100.00%

数据来源：安信证券研究中心整理

1.3. 煤矿需求稳定以及安徽加强基础设施建设将稳定公司产品 09 年需求

雷鸣科化主要民爆产品包括水胶炸药、膨化硝铵、乳化炸药及雷管等起爆器材，目前总体炸药产能为 36000 吨，其中归属于母公司所有者的权益产能为 31800 吨，水胶炸药主要用于高瓦斯煤矿的井下采煤，膨化硝铵和乳化炸药主要用于地面和矿山爆破。

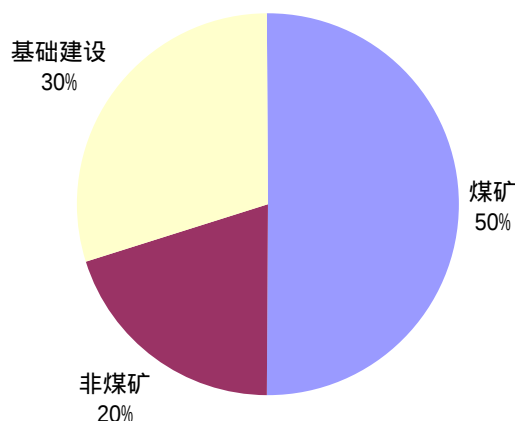
表 3 公司目前产品及核定产能一览

	母公司权益	产品	核定产能
安徽淮北本部	100%	水胶炸药（吨）	16000
		膨化硝铵（吨）	10000
		雷管（万发）	4000
铜陵雷鸣双狮	55%	乳化炸药（吨）	10000
安徽雷鸣红星	51%	雷管（万发）	2000
		塑料导爆管（万米）	4000
		岩石黑火药（吨）	600
合计炸药产能			36000
合计母公司权益炸药产能			31800

数据来源：公司公告，安信证券研究中心整理

根据我们的估算，公司民爆产品 50% 用于煤矿，20% 用于非煤矿山，30% 用于基础设施建设。

图 7 公司产品下游需求结构



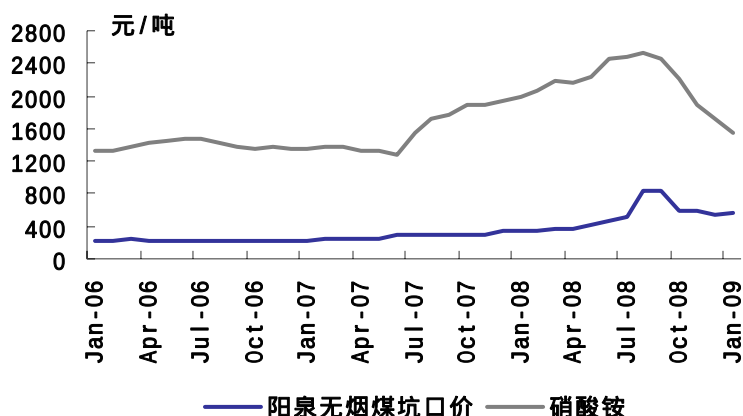
数据来源：公司公告，安信证券研究中心整理

根据最近的安徽省发展和改革委员会工作会议,09 年安徽省将有众多交通设施项目开建,例如将新开工建设阜阳至新蔡、徐州至明光、宣城至宁国、宁国至绩溪等高速公路,推进马鞍山至巢湖、岳西至武汉等高速公路及望东、池州长江公路大桥前期工作,加快宿州至泗县、绩溪至黄山、芜湖至雁翅、黄山至祁门、郑楼至郭楼等高速公路和马鞍山长江公路大桥建设;此外,还将开工建设安庆长风港区一期、铜陵横港件杂货码头、朱家桥外贸码头二期等项目;合肥机场迁建、黄山机场改扩建、新建九华山机场等项目也均已获得发改委批准;我们判断安徽省基础设施建设力度加大将对炸药的需求有明显的拉动作用。根据我们煤炭行业研究员预计 09 年煤炭产量稳中略增 3%左右,我们预计 09 年煤矿爆破对炸药的需求将保持稳定,而非煤矿山需求预计下降 20%,由于安徽基础设施建设力度的加大,基础设施建设对炸药的需求将增加 10% - 15%,因此 09 年公司产品需求将保持稳定。

1.4. 09 年民爆产品有望保持较高毛利率

目前主要原材料硝酸铵市场价格在 1700-1900 元/吨,我们预计 09 年硝酸铵均价为 2000 元/吨(不含税),将显著低于 08 年的均价 2250 元/吨(不含税),而民爆产品 09 年价格预计将围绕国家基准价附近小幅波动,因此公司 09 年毛利率将较 08 年进一步提升,有望保持 40%以上高毛利率。

图 8 原材料价格示意图



数据来源：石化协会 安信证券研究中心整理

2. 高岭土资产转让有利于突出主营业务 提升整体盈利能力

根据公司公告,公司于 08 年 12 月 26 日召开董事会,审议并通过将公司持有的金岩公司的 19.16%的股权全部转让给公司控股股东淮北矿业(集团)有限责任公司,股权转让的价格以净资产评估值为依据,以 2008 年 6 月 30 日为基准日,确定为人民币 766.92 万元,矿业集团以现金方式支付转让款;金岩公司主营业务为高岭土系列产品生产,由于高岭土行业成本高、价格低、竞争激烈,该公司近几年一直处于亏损,转让该资产后,有利于公司突出主营业务,集中资源聚焦民爆产业结构优化升级,提升整体盈利能力。

表 4 转让前金岩公司股权结构

股东	股权比例
淮北矿业集团	76.19%
雷鸣科化	19.16%
淮北矿业工程建设有限公司	0.68%
淮北百慧工贸有限公司	3.97%

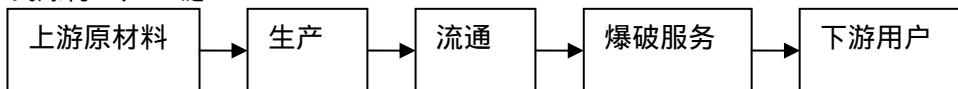
数据来源：公司公告

3. 跨地区民爆产业集团初现雏形 09 年或将进入整合收获期

3.1. 以产业链整合推进产业结构优化升级

民爆行业产业结构优化升级的核心是实行“生产、流通、爆破工程服务”一体化模式，即通过企业的重组兼并来实现产业链的延伸和内部化，减少交易费用，提高客户服务能力，扩大市场份额，实现从各个环节获得利润，从而增强总体盈利能力。

民爆行业产业链：



雷鸣科化公司分别在生产、流通、爆破服务等环节通过收购、整合构筑了完整的产业链，初步实现了产业结构优化升级：

收购生产环节企业：首先收购铜陵有色金属公司狮子山化工厂，组建雷鸣双狮公司；其次是与安徽红星机械厂签署合作协议，重组其民爆资产，组建安徽雷鸣红星化工公司；再次是重组淮南舜泰化工公司，拟成立雷鸣舜泰化工公司（有待主管部门批准）；08 年底公告重组徐矿集团化工有限公司，拟成立徐州雷鸣化工公司。

收购销售环节流通公司。先后完成了对淮北市淮化民爆公司、濉溪民爆公司、绩溪民爆公司、泾县民爆公司的收购，新组建了宿州市雷鸣民爆公司。

收购或新设爆破服务环节爆破公司：增资扩股雷鸣科化爆破工程公司，使其达到国家 A 类资质。以雷鸣科化爆破工程公司为平台收购了安庆爆破公司和明光爆破公司，新建了宿州爆破公司和萧县爆破公司。

我们认为公司通过大力发展产业链一体化经营，提高了对终端市场的控制力，总体盈利能力将逐渐得到明显提升。

3.2. 跨地区民爆产业集团出现雏形

根据公司 08 年 10 月 30 日的公告，公司将对徐矿集团化工有限公司实行重组，公司拟出资 2067 万元，获得新公司的 60% 股权，由此，公司迈出了跨省整合民爆企业的第一步，我们认为公司与徐矿化工的整合意义重大，为公司今后的跨省整合奠定了基础，我们判断公司将会继续在江苏苏北地区寻找收购对象，预计公司可能会成为江苏苏北民爆产业整合的胜出者，公司今后将发展成为跨地区民爆产业集团。

表 5 跨地区民爆产业集团已现雏形

公司	母公司所有者权益	公司类型
淮北本部	100%	炸药生产
铜陵雷鸣双狮化工有限责任公司	55.00%	炸药生产
濉溪县雷鸣民爆器材有限责任公司	100.00%	流通
宿州市雷鸣民爆器材有限公司	80.00%	流通
明光市润达爆破技术有限公司	85.00%	爆破服务
淮北市雷鸣民爆器材有限责任公司	100.00%	流通
淮北市淮化民爆器材有限责任公司	75.84%	流通
淮北雷鸣科技发展有限公司	100.00%	爆破服务
淮北雷鸣科化爆破工程器材开发有限公司	70.17%	爆破服务
安庆市雷鸣爆破工程有限责任公司	55.00%	爆破服务
安徽雷鸣红星化工有限责任公司	51.00%	起爆器材生产
江苏徐州矿务集团化工公司	60%	炸药生产
淮南舜泰化工有限公司	41%	炸药生产

资料来源：公司公告

注：淮南舜泰有待主管部门正式批文

3.3. 09 年或将进入整合收获期

根据公司 2007 年 11 月和 2008 年 10 月公告的重组方案，我们对产品和核定产能进行了测算，如果公司对徐矿化工和淮南舜泰化工的整合完成，总体产能和归属母公司所有者的权益产能都将有大幅增加，其中总体炸药产能约为 71000 吨，增幅约为 97%，归属于母公司所有者的权益产能约为 48000 吨，增幅约为 51%，总体雷管产能约为 13000 万发，权益雷管产能约为 8400 万发，增幅为 68%。

表 6 公司目前产品、产能情况以及重组后情况的比较

目前产品、产能情况	母公司权益	产品	核定产能
淮北本部	100%	水胶炸药（吨）	16000
		膨化硝铵（吨）	10000
		雷管（万发）	4000
铜陵雷鸣双狮	55%	乳化炸药（吨）	10000
安徽雷鸣红星	51%	雷管（万发）	2000
		塑料导爆管（万米）	4000
		岩石黑火药（吨）	600
合计炸药产能（吨）			36000
合计母公司权益炸药产能（吨）			31800
待整合产品、产能情况	母公司权益	产品	核定产能
徐矿化工	60%	乳化炸药（吨）	5000
		粉状硝铵（吨）	5000
		雷管（万发）	3000
淮南舜泰	41%	乳化炸药（吨）	8000
		改性铵油炸药（吨）	5000
		水胶炸药（吨）	12000
		雷管（万发）	4000
		塑料导爆管（万米）	5000
合计炸药产能（吨）			35000
合计母公司权益炸药产能（吨）			16250
整合后合计炸药产能（吨）			71000
整合后合计母公司权益炸药产能（吨）			48000
整合后合计雷管产能（万发）			13000
整合后合计母公司权益雷管产能（万发）			8400
整合后总体炸药产能增加幅度			97.22%
整合后权益炸药产能增加幅度			51.10%
整合后权益雷管产能增加幅度			68%

数据来源：公司公告

我们认为公司对徐矿化工和淮南舜泰化工的整合符合民爆行业产业发展政策，有利于民爆产业结构的优化升级，我们预计整合方案将在 09 年内获得主管部门的正式批文，整合完成后，根据我们的测算，公司对徐矿化工和淮南舜泰的整合一旦完成，整体规模将增加 90% 以上，归属于母公司所有者的权益产能将增加 50% 以上，我们预计盈利能力也将跟随大幅增长，公司 09 年将进入整合收获期，迎来增长的高峰期。

4. 盈利预测与投资评级

基于公司目前的主营业务结构，我们预计公司 08、09、10 年 EPS 分别为 0.33、0.62、0.69 元，再考虑到公司对徐矿化工和淮南舜泰的整合预期比较确定，综合我们的估值模型，给予买入-A 评级，6 个月目标价 9.3 元

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2009-1-11	
利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	159.1	218.3	283.8	298.0	327.7	成长性					
减: 营业成本	106.1	160.8	193.0	178.8	196.6	营业收入增长率	11.5%	37.2%	30.0%	5.0%	10.0%
营业税费	1.6	2.3	3.1	3.3	3.6	营业利润增长率	48.4%	18.8%	69.6%	67.5%	10.7%
销售费用	2.6	8.8	8.5	9.8	9.8	净利润增长率	60.2%	17.0%	77.8%	84.4%	12.2%
管理费用	25.6	24.7	34.1	34.3	36.1	EBITDA 增长率	23.8%	53.9%	20.6%	68.7%	15.0%
财务费用	-2.1	-2.6	-4.8	-5.6	-4.9	EBIT 增长率	48.9%	18.2%	68.0%	73.4%	12.4%
资产减值损失	2.8	3.7	-3.3	-0.1	0.8	NOPLAT 增长率	57.1%	12.6%	124.1%	77.7%	12.4%
加: 公允价值变动收益	0.5	1.6	-5.0	-	-	投资资本增长率	6.1%	33.5%	17.1%	16.5%	22.3%
投资和汇兑收益	-	5.0	-2.0	-	-	净资产增长率	1.9%	15.6%	8.2%	12.6%	12.3%
营业利润	23.0	27.3	46.2	77.5	85.7	利润率					
加: 营业外净收支	-0.1	-1.1	-1.0	-	-	毛利率	33.3%	26.3%	32.0%	40.0%	40.0%
利润总额	22.8	26.2	45.2	77.5	85.7	营业利润率	14.4%	12.5%	16.3%	26.0%	26.2%
减: 所得税	8.4	9.7	8.1	13.9	15.4	净利率	9.1%	7.8%	10.6%	18.6%	19.0%
净利润	14.5	16.4	37.1	63.5	70.3	EBITDA/营业收入	15.8%	17.8%	16.5%	26.5%	27.7%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	13.1%	11.3%	14.6%	24.1%	24.7%
货币资金	171.1	221.1	188.3	229.8	282.8	运营效率					
交易性金融资产	3.4	13.0	-	-	-	固定资产周转天数	161	141	110	116	137
应收帐款	23.7	37.4	44.3	46.5	51.2	流动营业资本周转天数	98	97	106	116	119
应收票据	9.6	21.1	23.3	24.5	26.9	流动资产周转天数	521	456	399	399	432
预付帐款	5.3	12.1	21.8	30.7	40.5	应收帐款周转天数	45	38	35	39	38
存货	14.5	20.7	25.9	24.5	26.9	存货周转天数	34	29	30	31	28
其他流动资产	0.0	-0.0	0.7	0.8	1.1	总资产周转天数	723	623	545	564	617
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	299	262	250	278	302
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	10.8	9.3	15.6	15.6	15.6	ROE	4.9%	4.8%	10.0%	15.2%	14.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.5%	3.8%	8.7%	12.6%	11.4%
固定资产	82.7	88.8	85.2	106.2	143.0	ROIC	10.3%	10.9%	18.3%	27.7%	26.8%
在建工程	0.0	1.6	2.8	4.7	8.8	费用率					
无形资产	0.1	0.1	9.4	9.5	9.6	销售费用率	1.6%	4.0%	3.0%	3.3%	3.0%
其他非流动资产	3.4	5.8	11.2	11.6	11.8	管理费用率	16.1%	11.3%	12.0%	11.5%	11.0%
资产总额	324.6	431.1	428.6	504.5	618.3	财务费用率	-1.3%	-1.2%	-1.7%	-1.9%	-1.5%
短期债务	-	54.0	-	28.4	82.0	三费/营业收入	16.4%	14.1%	13.3%	12.9%	12.5%
应付帐款	17.4	24.0	35.9	33.3	36.6	偿债能力					
应付票据	-	-	5.3	4.9	5.4	资产负债率	8.2%	20.1%	13.1%	16.9%	23.8%
其他流动负债	8.6	7.2	13.3	17.0	21.8	负债权益比	9.0%	25.2%	15.1%	20.3%	31.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	8.77	3.82	5.58	4.27	2.95
其他非流动负债	0.8	1.6	1.6	1.6	1.6	速动比率	8.21	3.58	5.09	3.97	2.76
负债总额	26.8	86.8	56.2	85.2	147.4	利息保障倍数	-9.98	-9.52	-8.65	-12.93	-16.39
少数股东权益	11.5	50.1	57.1	65.1	73.1	分红指标					
股本	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	DPS(元)	0.09	-	0.10	0.19	0.21
留存收益	196.3	204.2	225.3	264.2	307.8	分红比率	56.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	297.8	344.3	372.4	419.2	470.8	股息收益率	1.2%	0.0%	1.3%	2.4%	2.7%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	14.5	16.4	37.1	63.5	70.3	EPS(元)	0.16	0.19	0.33	0.62	0.69
加: 折旧和摊销	4.4	14.3	5.3	7.1	10.0	BVPS(元)	3.31	3.83	4.14	4.66	5.23
资产减值准备	2.8	3.7	-3.3	-0.1	0.8	PE(X)	48.1	41.1	23.1	12.5	11.2
公允价值变动损失	-0.5	-1.6	-5.0	-	-	PB(X)	2.3	2.0	1.9	1.7	1.5
财务费用	-1.1	-2.1	-2.6	-4.8	-5.6	P/FCF	-	27.4	-12.7	14.3	11.5
投资收益	-	-5.0	2.0	-	-	P/S	4.4	3.2	2.5	2.3	2.1
少数股东损益	0.0	-0.5	7.0	8.0	8.0	EV/EBITDA	21.7	15.0	12.7	7.5	6.6
营运资金的变动	14.6	-18.3	-3.9	-10.0	-11.3	CAGR(%)	63.7%	62.3%	27.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	30.6	11.9	34.4	63.0	72.9	PEG	0.8	0.7	0.8	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-23.8	-28.2	-7.0	-30.1	-51.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-11.2	66.4	-58.2	17.3	39.8	REP					

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

方峻，南京化工大学化学工程专业硕士，上海财经大学金融学博士

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essences.com.cn

上海联系人

ligr@essences.com.cn

北京联系人

mazn@essences.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essences.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essences.com.cn

北京联系人

lixin@essences.com.cn

深圳联系人

panlin@essences.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034