

环保 III



王雪峰

新能源、电力设备研究员

021-38565949

wangxuefeng@xyzq.com.cn

龙净环保 (600388)

紧抓环保产业机遇阔步前行

推荐 (首次)

市场数据

报告日期	2009-2-25
收盘价(元)	19.26
52周最高/最低(元)	25.26/9.83
总股本(百万股)	167.00
流通股本(百万股)	128.54
总市值(百万元)	3216.42
流通市值(百万元)	2475.64
每股净资产(元)	6.81

主要财务指标

会计年度	2007A	2008E	2009E	2010E	2009 中报
营业收入(百万元)	2290.00	2917.00	3253.00	3598.00	
同比增长		0.27	0.12	0.11	
净利润(百万元)	124.00	174.00	233.00	277.00	
同比增长		0.40	0.33	0.19	
毛利率(%)	0.17	0.16	0.17	0.18	
净利率(%)	0.05	0.06	0.07	0.08	
每股收益(元)	0.74	1.04	1.39	1.66	
每股经营现金流(元)	-0.73	4.02	1.63	2.02	

股价走势



相关报告

投资要点

- 国内脱硫市场仍有很大发展空间，2009 年至 2011 年市场需求大约为 83 亿元、141 亿元、175 亿元。虽然电力行业脱硫需求在 2009 年步入相对低谷，但 2010 年进入平稳增长期；另外国家二氧化硫减排引入钢铁行业使烧结机脱硫存量市场迅速启动，预计 2009 年至 2011 年总投资 210 亿元，整个脱硫行业未来三年市场需求约 83 亿元、141 亿元、175 亿元；其他行业脱硫可能逐渐引入，脱硫行业仍有很大发展空间。
- 公司的竞争力在于其精细化管理与技术不断创新，虽然没有强大背景资源，脱硫市场份额仍迅速增长。公司 2008 年新增订单已跻身行业第二位，公司具有强大的市场化竞争优势，技术不断创新和精细化管理成本费用，最大可能降低设计方案的实施成本，产品具有很强的竞争力。
- 公司将实现第二次突破实现业绩稳定增长：海外分包业务向总包升级、更高利润的 BOT 脱硫业务、争取非电力行业脱硫市场。海外火电工程业务已有初步进展，发展前景巨大；BOT 脱硫业务将使公司获得更高利润；在烧结机脱硫方面公司也有望占据 15% 的市场。
- 考虑增发 5740 万股，公司 2009 年到 2011 年摊薄后 EPS 为 1.04 元、1.24 元、1.50 元，给予 25 元目标价和“推荐”评级。公司手上充足的订单已能确保 2009 年业绩稳步增长，2010 年也有所保证，是较好的防御型品种。公司是节能环保行业稀缺的优质上市公司，参考电力设备行业 2009 年、2010 年平均估值水平约 29 倍、21 倍，09 年 23 倍、2010 年 20 倍的估值水平是稳健合理的，给予 25 元目标价和“推荐”评级。

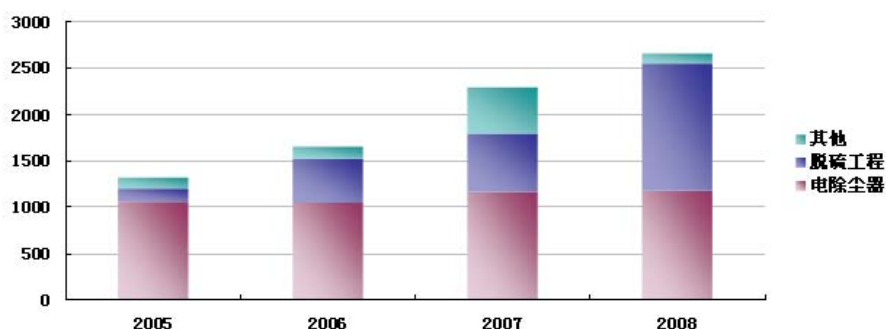
目 录

公司概况	3 -
毋须对脱硫行业发展前景过度悲观	3 -
脱硫行业的本质与营运模式分析	3 -
脱硫市场需求——火电向下，冶金向上，2010 年整体回升	4 -
脱硫行业驱动力分析	4 -
火电脱硫需求量将于 2009 年探底，2010 年回升	6 -
钢铁行业需求快速增长弥补缺口，未来三年市场 210 亿元	6 -
龙净环保将再次走出超越行业发展的道路	8 -
技术与管理铸就强大竞争优势	8 -
二次突破——海外业务、BOT、非电力脱硫全面开花	9 -
盈利预测与估值	10 -
关于订单、收入的预测	10 -
关于毛利率、费用率的预测	11 -
盈利预测结果	11 -
估值分析与投资建议	12 -
附录	13 -
图 1:公司历年业务收入构成（单位：百万元）	3 -
图 2:典型的脱硫行业产业链示意图	3 -
图 3:脱硫业务两种营运模式——EPC 与 BOT 比较	4 -
图 4:脱硫行业需求驱动因素示意图	5 -
图 5:企业脱硫选择面临的境况	5 -
图 6:BOT 运营模式下典型湿法脱硫成本结构	5 -
图 7:火电行业新增脱硫装机量预测（单位：万千瓦）	6 -
图 8:脱硫市场容量预测（考虑电力钢铁，其他未计入）（单位：亿元）	7 -
图 9:2008 年脱硫厂商新增与累计订单情况（单位：MW）	8 -
图 10:国内相关上市公司脱硫业务收入情况（单位：万元）	8 -
图 11:公司脱硫业务竞争力原因分析	9 -
表 1:火电行业脱硫市场容量估算	6 -
表 2:十一五期间二氧化硫减排任务	7 -
表 3:对公司海外火电工程总包业务的分析	9 -
表 4:龙净环保已取得的钢铁行业烧结机脱硫订单情况	10 -
表 5:龙净环保 2009 年 - 2011 年订单收入预测	10 -
表 6:龙净环保 2009 年 - 2011 年盈利预测	11 -
表 7:龙净环保 2009 年 - 2011 年盈利预测结果	11 -
表 8:估值比较	12 -
附表：部分二氧化硫减排及脱硫相关政策	13 -
附表：资产负债表、利润表和现金流量表预测	14 -

公司概况

公司主要经营产品电除尘器和脱硫工程业务。2008 年公司总收入规模为 29.2 亿元，其中电除尘器业务收入规模为 11.86 亿元，脱硫业务收入 13.69 亿元。

图 1:公司历年业务收入构成 (单位: 百万元)



数据来源: 兴业证券研发中心

注: 2008 年报分业务收入采用合并抵销后数据, 口径与之前有差别, 本图中 2007 年口径一致, 2005 年与 2006 年的合并抵销数据根据合并前数据按比例预估

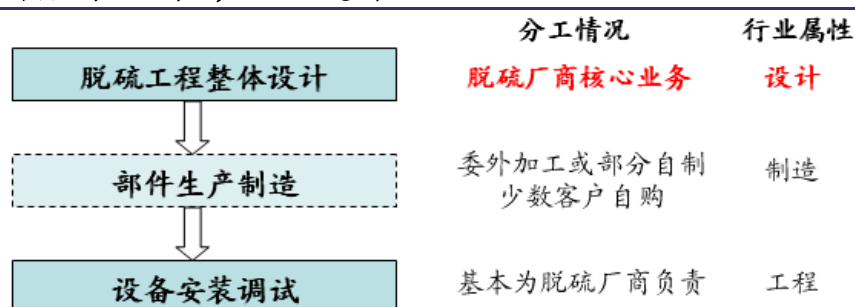
电除尘器行业发展比较成熟, 近几年收入增长不明显, 2008 年电除尘器收入增长为 1.76%, 以公司手中 24 亿元左右的电除尘器订单估算, 未来几年仍将保持平稳。脱硫业务增长较快, 从 2005 年到 2008 年脱硫业务收入比重从 11.3% 提高到 51.5%, 以目前公司所持脱硫业务订单看仍将增长, 因此本文重点分析脱硫行业。

毋须对脱硫行业发展前景过度悲观

脱硫行业的本质与营运模式分析

脱硫行业不妨视作小型化工厂 (即实现烟气脱硫功能) 的设计安装行业。脱硫厂商将根据客户实际情况, 比如规模、占地、配套等, 设计符合需求的脱硫工程方案, 再交由相关厂商生产所需部件及设备, 最后交付客户并安装调试。

图 2:典型的脱硫行业产业链示意图

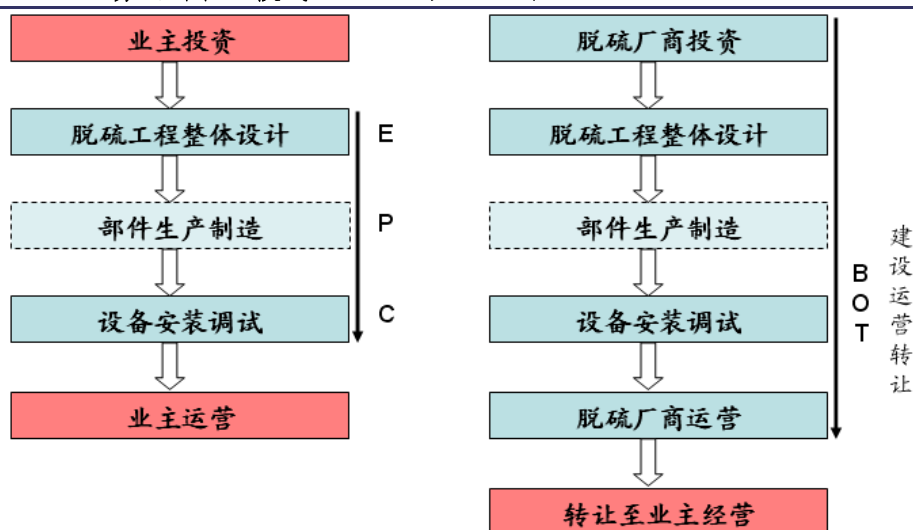


数据来源: 兴业证券研发中心

既然脱硫是有较高壁垒的工业设计行业，为何毛利率仅有十几个点？主要是因为脱硫行业多采用EPC的经营模式，其中包括了制造环节（协助客户采购）的成本，实际上设计环节是具有较高壁垒和盈利能力的。

提到脱硫行业的营运模式，下面做简单解释，脱硫业务的营运模式分为两类：EPC和BOT。EPC即设计（Engineering）、采购（Procurement）、施工（Construction），相当于工程总承包；BOT即建设（Build）、经营（Operate）、转让（Transfer），即脱硫厂商全盘负责脱硫项目的投资建设并负责运营，经营到期后将所有权转让给原业主，如下图所示。

图 3: 脱硫业务两种营运模式——EPC 与 BOT 比较



数据来源：兴业证券研发中心

比较两者，采用EPC模式的脱硫厂商不参与项目投资，由业主承担风险；而近年来逐渐兴起的BOT模式，投资风险转移至脱硫厂商，同时脱硫产生的收益（后面详细说明）完全归属脱硫厂商，这种将风险收益与脱硫厂商实力直接挂钩的方式，有望逐渐成为主流营运模式。

脱硫市场需求——火电向下，冶金向上，2010 年整体回升

● 脱硫行业驱动力分析

脱硫行业需求的四个驱动因素：环保政策法规、法规执行力度、下游相关行业发展状况、因脱硫设备老旧及技术升级带来的更新需求。

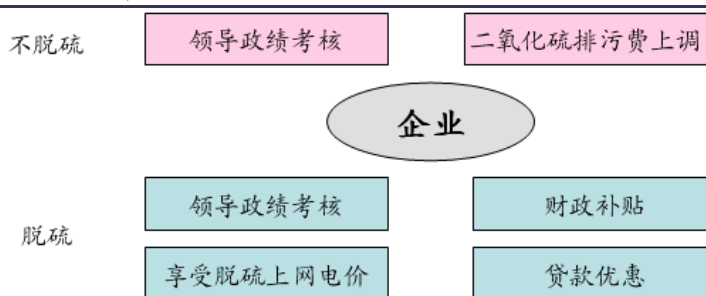
图 4: 脱硫行业需求驱动因素示意图



数据来源：兴业证券研发中心

这里我们重点探讨政策层面，相关产业发展后面做单独分析。国家制定了二氧化硫减排的阶段性目标和排放标准（请参考附表 1），一方面制定了惩罚措施，增加二氧化硫排放成本，附加为政绩考核项目；另一方面给予脱硫企业财政补贴、贷款优惠、享受脱硫上网电价等优惠政策。综合来说，目前的脱硫政策环境下，脱硫对企业不再是负担，甚至有利可图。

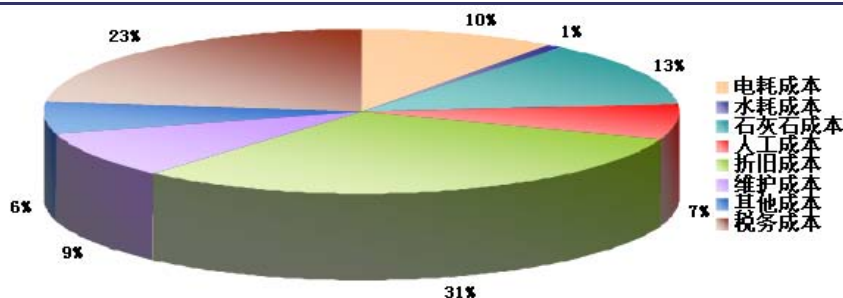
图 5: 企业脱硫选择面临的境况



数据来源：兴业证券研发中心

前文提到的 BOT 运营模式实际上就是在此政策环境下的典型案例。脱硫厂商负责投资、建设脱硫工程，并运营维护十年到二十年，期间享受 1.5 分/度的脱硫电价收益，如果脱硫厂商设计实力强且年发电小时波动不大，完全成本在 1.2 分/度附近；运营期结束转让给业主，将继续享受 1.5 分/度脱硫电价收益。

图 6: BOT 运营模式下典型湿法脱硫成本结构



数据来源：兴业证券研发中心

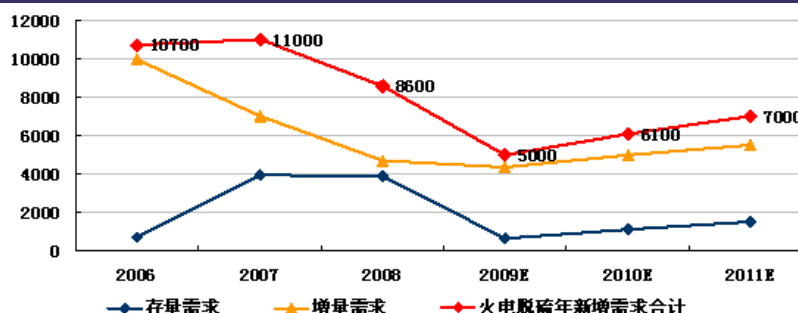
● 火电脱硫需求量将于 2009 年探底，2010 年回升

我们判断火电行业的脱硫需求将在 2009 年步入相对低谷，年需求 5000 万千瓦，2010 年进入平稳增长期，年均增长 10%。

火电行业脱硫需求可分为新建项目需求和旧厂改造需求，其中增量需求与火电景气周期同步，从 2008 年开始回落，2009 年将进入谷底，2010 年回升；存量需求在 2007 年、2008 年保持在较高水平，2009 年受火电企业盈利状况影响，预计下降到不到 1000 万千瓦，预计 2010 年开始回升，截止到 2008 年底，存量需求尚有 2.5 亿瓦，每年保持 2000 万千瓦左右的需求规模。

根据国家能源局最新披露信息，2009 年将新增脱硫装机容量 5000 万千瓦，结合“十一五”规划计算，2010 年新增脱硫装机容量达到 6100 万千瓦，火电行业脱硫装机需求预测如下图。

图 7:火电行业新增脱硫装机量预测（单位：万千瓦）



数据来源：兴业证券研发中心

表 1:火电行业脱硫市场容量估算

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
火电装机容量（万千瓦）	48405	55442	60132	64500	70000	75500
火电装机年增量（万千瓦）	9992	7037	4690	4368	5500	5500
脱硫装机年增量（万千瓦）	10700	11000	8600	5000	6100	7000
火电行业脱硫市场容量（亿元）	160.5	165	129	75	91.5	105

数据来源：兴业证券研发中心

● 钢铁行业需求快速增长弥补缺口，未来三年市场 210 亿元

非电力行业二氧化硫减排中淘汰落后产能是重要方式之一，如关闭小型火电厂、钢铁厂、炼焦厂、水泥厂、有色冶炼厂；钢铁行业的烧结机脱硫也是二氧化硫减排的重要部分。

表 2: 十一五期间二氧化硫减排任务

项目	二氧化硫减排量 (万吨)
电厂脱硫	530
烧结机脱硫	10
关闭小火电	160
关闭小钢铁	40
关闭小炼焦	20
关闭小水泥	8
关闭小有色	12
合计	780

数据来源: 兴业证券研发中心

烧结机脱硫就是对铁矿石烧结进行烟气脱硫, 值得注意的是, 烧结机脱硫与电力行业不同, 存量市场刚刚启动, 将进入高速增长期, 预计 2009 年至 2011 年投资 210 亿元, 并带动整个脱硫行业保持增长。

到 2008 年底, 全国烧结机存量约 65000 平米, 而 2008 年 8 月底实现脱硫的仅 746 平米, 仅占总存量需求的 1.1%, 需求空间非常巨大。

未来三年的发展情况: 2009 年底将完成 10 套烧结机脱硫示范装置并完成评估, 投资 16 亿元, 实现脱硫烧结机面积 3000 多平米, 实现二氧化硫减排 10 万吨; 2010 年全面铺开, 2012 年底前投资 210 亿元, 实现脱硫烧结机面积约 7 万平米, 实现二氧化硫减排 75 万吨。

需要指出, 国家前期二氧化硫减排的重点在电力行业, 2008 年引入钢铁行业, 其他行业的脱硫均可能在未来某一时刻提上日程, 脱硫行业仍有很大发展空间。综合以上分析, 不考虑其他行业的脱硫需求, 2009 年市场出现短暂回落后仍将快速回升, 三年复合增长率约 20%。

图 8: 脱硫市场容量预测 (考虑电力钢铁, 其他未计入) (单位: 亿元)



数据来源: 兴业证券研发中心

龙净环保将再次走出超越行业发展的道路

技术与管理铸就强大竞争优势

国内脱硫厂商可分为两类：1、具备电力企业背景资源的，如国电旗下龙源环保、中电投下属的远达环保、大唐集团下的科技工程；2、无电力企业背景资源的，如龙净环保、凯迪电力、浙大网新、山东三融、菲达环保等；

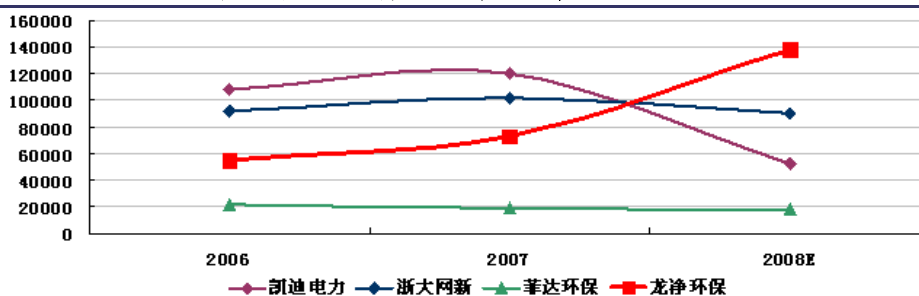
图 9:2008 年脱硫厂商新增与累计订单情况（单位：MW）



数据来源：兴业证券研发中心

虽然龙净环保没有强大的背景资源，但是近年来新增订单量快速增长，2008 年已上升至行业第二位，累计订单量排到行业第四位，超越了资源相对丰富的远达、博奇；根据从事脱硫业务上市公司财报，凯迪电力、浙大网新、菲达环保 2008 年增长放缓甚至出现下滑。

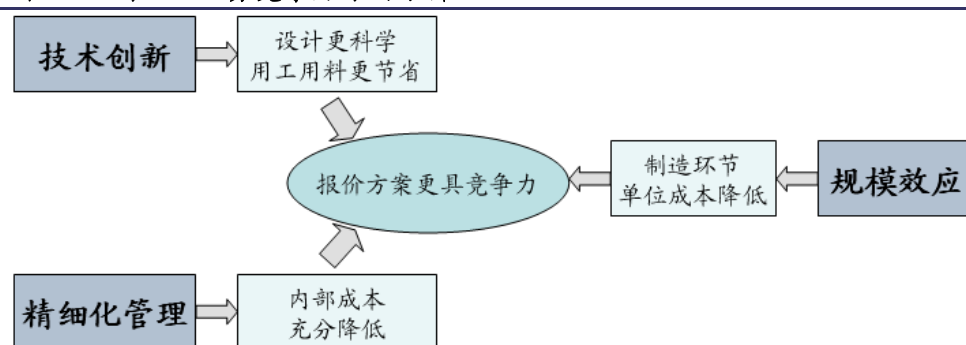
图 10:国内相关上市公司脱硫业务收入情况（单位：万元）



数据来源：兴业证券研发中心

是什么原因使公司在缺乏强大背景资源以及行业整体增速平缓的情况下，订单收入仍大幅增长？精细化管理与技术不断创新是关键。公司拥有强大的技术团队，吸收先进技术，尽最大可能降低设计方案的实施成本，而公司本身也非常重视成本和费用控制，使报价更具竞争力，同时还有盈利空间。

图 11:公司脱硫业务竞争力原因分析



数据来源：兴业证券研发中心

二次突破——海外业务、BOT、非电力脱硫全面开花

公司的第一次突破是 2005 年切入脱硫行业，2009 年公司将从以下三个方面寻求第二次突破来实现业绩稳定增长：海外分包业务向总包升级、更高利润的 BOT 脱硫业务、处于发展初期的非电力行业脱硫。

海外小型火电工程总包：以往公司只能做海外脱硫分包业务，现在已开始向总包过渡，有望取得实质性进展，对于此业务的发展前景，我们的分析如下表所示。

表 3:对公司海外火电工程总包业务的分析

	具体看法
优势	1、很多技术骨干来自电力设计院，具备设计火电工程项目的能力及潜力； 2、脱硫业务经营中积累的项目统筹和现场管理经验； 3、现金流状况良好，具备承接现金流相对紧张的业主项目的能力；
劣势	1、缺乏项目经验； 2、客户资源不丰富，开拓市场有难度；
前景	东南亚地区小型火电站市场空间很大，以每千瓦 1000 美元计，1 个五万千瓦项目合同约 3.5 亿元，相当于一个小型脱硫项目十倍。
综合	初期市场开拓难度较大，若有所突破，公司将取得快速发展契机。

数据来源：兴业证券研发中心

火电脱硫 BOT：采用 BOT 模式后，公司可以充分挖掘潜力，利用设计和管理优势，争取更高的利润。目前公司已在运营华电新疆乌鲁木齐热电厂的脱硫特许经营项目，该项目投资规模约 1 亿元，正常运营平均每年可获得 1600 万元到 1700 万元的净利润，远高于传统 EPC 模式的收益。公司还在跟踪多个脱硫 BOT 项目，未来有望形成 3 至 4 个稳定回报的 BOT 收入来源，每年增加 6000 万到 7000 万稳定利润。

非电力脱硫业务：从技术上看，烧结机脱硫需要采用干法脱硫技术，这恰是公司的强项（龙源等公司只做湿法脱硫），而且这块需求的市场化程度较高，2008 年公司已取得多个订单，特别是公司中标的国内最大单台烧结机脱硫项目——宝山

钢铁 400 平米烧结机脱硫工程具有代表性意义,证明了公司的强大实力和竞争力。我们判断公司有望取得 15% 的市场份额,根据前文的烧结机脱硫市场分析, 预计公司 2009 年到 2011 年在烧结机脱硫市场分别取得 1.2 亿元、7.5 亿元、13.5 亿元订单。

表 4: 龙净环保已取得的钢铁行业烧结机脱硫订单情况

客户	烧结机面积	合同金额	完工时间
三钢闽光	180 平米	2100 万元	2007.07
三钢闽光	330 平米	4550 万元	2008.11
三安钢铁	360 平米	3250 万元	2008.12
宝山钢铁 (中标)	400 平米	约 7000 万元	2009.07

数据来源: 兴业证券研发中心

此外 公司在 2008 年切入另一经营模式——脱硫调试运营服务。具体情况是业主出钱、公司出人出力,取得稳定的经营利润。这一模式最大的好处就是维护运营对脱硫厂商轻车熟路,但大部分业主对这种类似化工行业的业务很不熟悉,希望将其外包出去,而公司资源丰富,对此类业务发展前景很看好,目前已经初显成效,拿到 3 个合同,每个合同每年大约带来 1000 万元左右收入和 150 万元利润。

盈利预测与估值

● 关于订单、收入的预测

假设:

- 1、公司在火电脱硫市场的占有率不会下滑,未来三年每年上升 1 个百分点;
- 2、同前文,公司在烧结机脱硫市场取得 15% 的市场占有率;
- 3、海外电站总包项目在 2009 年取得 5 亿元订单,2011 年确认收入 2 亿元;
- 4、脱硫业务收入确认于取得订单后一年半;
- 5、BOT 脱硫业务于 2010 年新建项目一个,规模与目前新疆项目相当,2011 年贡献脱硫电价收入;
- 6、其他业务如电除尘器收入基本保持 2008 年水平或略有增长。
- 7、2008 年底脱硫业务在手合同 30 多亿元,电除尘器合同 24 亿元,2009 年收入基本确定。

表 5: 龙净环保 2009 年 - 2011 年订单收入预测

新增订单	2009E	2010E	2011E
火电脱硫	10 亿元	13.5 亿元	16.5 亿元
烧结机脱硫	1.2 亿元	7.5 亿元	13.5 亿元
脱硫业务	11.2 亿元	21 亿元	30 亿元
海外电站项目	5 亿元	6 亿元	7 亿元
电除尘器等	13.5 亿元	13.5 亿元	13.5 亿元
总计	28.7 亿元	39.5 亿元	49.5 亿元

确认收入	2009E	2010E	2011E
脱硫业务(不含 BOT)	16 亿元	18 亿元	20 亿元
脱硫 BOT(电费收入)	500 万元	5000 万元	9000 万元
海外电站项目	0 亿元	0	2 亿元
电除尘器	13 亿元	13.5 亿元	13.5 亿元
其他	3.5 亿元	4.0 亿元	4.5 亿元
总计	32.55 亿元	36.0 亿元	40.9 亿元

数据来源：兴业证券研发中心

● 关于毛利率、费用率的预测

假设：

- 1、脱硫业务毛利率在维持为 16%；
- 2、新疆 BOT 项目税前利润率 35%，税后利润率 25%（根据融资计划说明）；
- 3、受钢价下降和生产制造滞后订单一年半的影响，预计电除尘器毛利率 2009 年 19%，2010 年、2011 年为 17.2%、16.5%；
- 4、海外火电工程毛利率 12%；
- 5、各项费用率保持与 2008 年不变；

表 6: 龙净环保 2009 年 - 2011 年盈利预测

	2008	2009E	2010E	2011E
脱硫业务				
收入(万元)	136900	160000	180000	200000
同比增长 %	119.37%	16.90%	12.50%	11.11%
毛利率 %	15.3%	16%	16%	16%
电除尘器				
收入(万元)	118600	130000	135000	135000
同比增长 %	1.76%	9.57%	3.85%	0.00%
毛利率 %	16.22%	19.00%	17.20%	16.50%
营业费用率 %	2.09%	2.00%	2.00%	2.00%
管理费用率 %	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%
财务费用率 %	0.38%	0.16%	0.35%	0.36%
实际税率 %	15.65%	15.65%	15.65%	15.65%

数据来源：兴业证券研发中心

● 盈利预测结果

表 7: 龙净环保 2009 年 - 2011 年盈利预测结果

	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万元)	2,917	3,253	3,548	4,038
增长率 %	27.35%	11.54%	9.07%	13.81%
营业利润(百万元)	207	289	339	414
增长率 %	16.01%	39.37%	17.29%	22.15%
净利润(百万元)	174	233	273	334
增长率 %	40.33%	33.49%	17.29%	22.15%
最新摊薄每股收益(元)	1.04	1.39	1.64	2.00
每股净资产(元)	7.36	8.75	10.39	12.38

数据来源：兴业证券研发中心

● 估值分析与投资建议

不考虑到增发摊薄，预计公司 2009 年至 2011 年 EPS 分别为 1.39 元、1.66 元、2.02 元，三年复合增长率约为 25%，若考虑增发 5740 万股，摊薄股本后 EPS 为 1.04 元、1.24 元、1.50 元。

与龙净环保业务类似的上市公司菲达环保等业绩不佳，不足以作为估值水平基准；如下表所示，我们参考电力设备行业 2009 年、2010 年平均估值水平分别约 29 倍、21 倍，公司是节能环保行业稀缺的成长性与较高行业地位兼具的品种，给予 2009 年 23 倍、2010 年 20 倍估值是比较合理的，对应六个月目标价 25 元，给予“推荐”评级。

股价催化剂：1、业绩预增幅度超预期；2、海外火电工程订单签订；

表 8: 估值比较

公司	收盘价	预测 EPS 均值 2008	预测 EPS 均值 2009	预测 EPS 均值 2010	PE08	PE09	PE10
特变电工	24.84	0.79	1.11	1.43	31.3	22.3	17.4
哈空调	16.14	0.89	1.09	1.25	18.1	14.9	12.9
置信电气	22.03	0.67	1.03	1.34	32.9	21.3	16.5
泰豪科技	8.99	0.33	0.41	0.53	27.4	22.0	17.1
德豪润达	5.60	0.19	0.30	0.25	29.2	18.6	22.8
三变科技	12.45	0.36	0.47	0.53	34.2	26.3	23.3
智光电气	15.31	0.40	0.69	0.88	38.3	22.1	17.3
奥特迅	17.36	0.48	0.72	0.97	36.0	24.1	17.8
卧龙电气	9.99	0.45	0.58	0.78	22.2	17.3	12.8
思源电气	30.80	1.24	1.58	2.10	24.8	19.4	14.7
荣信股份	38.70	0.99	1.44	1.97	38.9	26.9	19.6
南洋股份	18.28	0.78	0.99	1.33	23.3	18.4	13.8
平均	18.37				29.7	21.1	17.2
菲达环保	12.16	0.08	0.08	0.10	154.5	152.2	127.2
龙净环保	19.26	0.78	1.04	1.24	24.7	18.5	15.5

数据来源：wind、兴业证券研发中心

附录

附表：部分二氧化硫减排及脱硫相关政策

政策法规	相关内容
2008.01《国家酸雨和二氧化硫污染防治“十一五”规划》	1. 到 2010 年全国二氧化硫排放总量比 2005 年减少 10%，控制在 2294.4 万吨以内； 2. 火电行业二氧化硫排放量要控制在 1000 万吨以内；
2207.06《燃煤发电机组脱硫电价及脱硫设施运行管理办法》	1. 现有燃煤机组完成脱硫改造后，上网电价上调 1.5 分； 2. 脱硫设施投产运营率 90%以上的电厂，扣减脱硫设备停运时间所发电量的脱硫电价款； 3. 80% - 90%的，扣减停运时间所发电量的脱硫电价款并处 1 倍罚款； 4. 低于 80%的，扣减停运时间所发电量的脱硫电价款并处 5 倍罚款；
2008.04《清洁生产标准钢铁行业(烧结)》	1. 一级、二级、三级烧结机头二氧化硫产生量分别小于 0.9、1.5、3.0 千克/吨。

数据来源：兴业证券研发中心

附表：资产负债表、利润表和现金流量表预测

资产负债表

单位：百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
流动资产	2986	3674	4897	5613
货币资金	411	430	1125	1390
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	452	523	624	690
其他应收款	93	104	134	148
存货	1421	2014	2208	2418
非流动资产	555	498	642	681
可供出售金融资产	160	50	160	160
长期股权投资	62	44	66	68
投资性房地产	14	14	14	14
固定资产	184	221	269	312
在建工程	49	77	65	62
油气资产	0	0	0	0
无形资产	73	73	66	63
资产总计	3541	4172	5539	6294
流动负债	2358	2966	3957	4422
短期借款	210	30	100	100
应付票据	81	0	161	177
应付账款	434	644	589	645
其他	1633	2292	3107	3500
非流动负债	98	68	70	70
长期借款	51	51	51	51
其他	47	17	19	19
负债合计	2455	3034	4027	4493
股本	167	167	167	167
资本公积	533	455	533	533
未分配利润	311	422	719	995
少数股东权益	31	42	51	64
股东权益合计	1086	1138	1512	1802
负债及权益合计	3541	4172	5539	6294

现金流量表

单位：百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
净利润	128	183	244	290
折旧和摊销	16	13	16	20
资产减值准备	16	0	0	0
无形资产摊销	5	4	4	4
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	12	10	5	13
投资损失	-19	-2	-2	-2
少数股东损益		8	11	13
营运资金的变动	-281	466	5	15
经营活动产生现金流量	-122	310	272	338
投资活动产生现金流量	16	-2	-80	-60
融资活动产生现金流量	57	-314	-5	-13
现金净变动	-48	-6	624	-450
现金的期初余额	369	321	335	979
现金的期末余额	321	315	959	529

利润表

单位：百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	2290	2917	3253	3598
营业成本	1903	2452	2686	2942
营业税金及附加	34	20	23	25
销售费用	55	61	65	72
管理费用	114	158	176	194
财务费用	7	10	5	13
资产减值损失	16	11	11	11
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	19	2	2	2
营业利润	179	207	289	343
营业外收入	4	11	0	0
营业外支出	1	2	0	0
利润总额	181	217	289	343
所得税	53	34	45	54
净利润	128	183	244	290
少数股东损益	4	8	11	13
归属母公司净利润	124	174	233	277
EPS (元)	0.74	1.04	1.39	1.66

主要财务比率

	2007A	2008E	2009E	2010E
成长性(%)				
营业收入增长率	28%	27%	12%	11%
营业利润增长率	-12%	16%	39%	19%
净利润增长率	-11%	43%	33%	19%
盈利能力(%)				
毛利率	17%	16%	17%	18%
净利率	5%	5%	6%	7%
ROE	12%	16%	16%	16%
偿债能力(%)				
资产负债率	69%	74%	73%	71%
流动比率	1.27	1.21	1.24	1.27
速动比率	0.66	0.64	0.68	0.72
营运能力(次)				
资产周转率	0.18	0.17	0.16	0.15
应收帐款周转率	1.44	2.61	1.37	1.37
每股资料(元)				
每股收益	0.74	1.04	1.39	1.66
每股经营现金	-0.73	4.02	1.63	2.02
每股净资产	6.31	7.36	8.75	10.41
估值比率(倍)				
PE	26.56	18.93	14.18	11.93
PB	3.13	2.69	2.26	1.90

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京、广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。