

深度报告

科林环保(002499)

合理价位: 20.00-25.00 元 发行价: 25.00 元

2010 年 11 月 9 日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	75.0/15.2
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
上证综指/深圳成指	3,129.50/13,733.36
发行价格(元)	25.00
发行股本(百万股)	19.00

财务数据

净资产值(百万元)	140.32
每股净资产(元)	1.87
资产负债率	55.01%

相关研究报告:

分析师: 徐颖真

电话: 021-60875162

E-mail: xuyz@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209080429

分析师: 谢达成

电话: 021-60933161

E-mail: xiedc@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210040032

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

新股分析

袋式除尘设备领先企业

●国内最大的袋式除尘设备专业制造企业之一

公司有 30 多年从事袋式除尘设备的生产历史, 技术水平在行业内领先, 现拥有的专利包括二十八项实用新型专利、一项发明专利。但目前我国袋式除尘器主机制造行业的集中度不高, 行业内主要骨干企业市场份额差距不大。公司目前市场份额约为 4.88%

●袋式除尘设备行业的市场规模和前景

袋式除尘器相比电除尘器有显著优势, 同时随着国家排放标准的日益严格, 袋式取代电除尘器具有必然性, 目前袋式除尘器已经广泛运用于钢铁、有色、电力、建材、粮食、垃圾焚烧等, 2005 至 2008 年袋式除尘器主机制造销售从 22.96 亿增长到 61.85 亿, 年复合增长率达 39%, 根据行业协会的预测十二五期间袋式除尘器的年增长率不会低于 20%

●产品盈利能力分析

公司目前产能是 65 万平方米/年, 基本满负荷生产, 销售率也接近 100%, 体现产能存在瓶颈; 钢材和滤料占成本的 40%, 钢材价格的波动造成利润率波动; 公司毛利率、销售利润率显著高于同业, 与公司产品外销比例较高有关

●募投项目及盈利预测

实际募集资金约 4.55 亿, 拟投资于现有产能的增加及企业技术中心建设, 预计 2012 年年底项目建成投产, 至少要到 2012 年四季度甚至 2013 年募投资金项目才能开始逐步贡献收入, 2013 年公司产能增加 31%, 2014 年产能将继续增加 24%。由于目前公司产能接近瓶颈, 在募投项目达产前公司收入、利润难以大幅增长, 我们对公司 2010-2012 年净利润的预测分别是 3900 万、4700 万和 5300 万, 按发行后股本计算 EPS 分别是 0.52/0.63/0.71 元

●上市合理定价区间 20-25 元

我们认为发行价即在合理区间的上限

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	301.81	313.38	360	414	497
(+/-%)	45.61%	3.83%	15.0%	15.0%	20.0%
净利润(百万元)	18.46	33.45	39	47	53
(+/-%)	-25.06%	81.17%	16.1%	21.4%	12.3%
每股收益(元)	0.33	0.60	0.52	0.63	0.71
EBIT Margin			9.7%	9.8%	9.8%
净资产收益率(ROE)	17.31%	25.39%	6.1%	7.0%	7.4%
市盈率(PE)	75.83	41.85	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA			4.3	4.1	3.8
市净率(PB)	13.13	10.63	0.00	0.00	0.00

内容目录

国内最大的袋式除尘设备专业制造企业之一	4
历史最悠久的袋式除尘设备企业，约占 5% 的市场份额	4
发行前后股权结构变化	4
隶属于环境污染防治专用设备制造下的袋式除尘器制造业	5
袋式除尘设备行业市场规模与前景	5
广泛运用于：钢铁、有色、电力、建材、粮食、垃圾焚烧等	5
袋式除尘器将逐步替代电除尘器，扩大市场占有率	5
产品盈利能力分析	6
原材料为钢材、滤料，钢材价格波动大影响利润率	6
公司产能、产量、销量、销售收入情况	7
2007-2010Q3 主要财务指标分析	7
公司毛利率、利润率大幅高于龙净环保、菲达环保	8
募投项目前景	9
募投资金及项目情况	9
募投项目预期盈利	9
盈利预测与合理估值区间	9
附表 1：财务预测与估值	10
国信证券投资评级	11
免责条款	11

图表目录

图 1: 股权结构（发行前）	4
表 1: 电除尘器与袋式除尘器的比较	6
表 2: 钢材、滤料在公司营业成本的比重	7
表 3: 钢材、滤料价格波动情况	7
表 4: 公司袋式除尘器的产能、产量、销量	7
表 5: 公司产品的分行业销售情况	7
表 7: 前 5 大客户在总销售收入中占比	8
表 8: 收入的地区分布	9
表 9: 募集资金投入项目（单位：万元）	9

国内最大的袋式除尘设备专业制造企业之一

历史最悠久的袋式除尘设备企业，约占 5% 的市场份额

公司前身是创立于 1979 年的八坼除尘设备厂，经过 30 年发展，在燃煤锅炉、垃圾焚烧、焦炉、烧结、高炉干法除尘等烟气治理技术领域取得重大突破。公司“高炉煤气干法净化袋式除尘器”被列为国家级火炬计划重点项目、“燃煤锅炉用脉冲袋式除尘器”被列为国家级火炬计划项目、“LGM/KE 型系列燃煤锅炉布袋除尘器”获得国家环保科技三等奖及中国机械工业科技三等奖。同时公司主持制定《袋式除尘器安装技术要求与验收规范》、《内滤分室反吹类袋式除尘器》、参与修订《袋式除尘器技术要求》、《粮食加工、储运系统粉尘防爆安全规程》等行业规程、规范，目前正在主持制定《袋式除尘工程通用技术规范》国家标准。

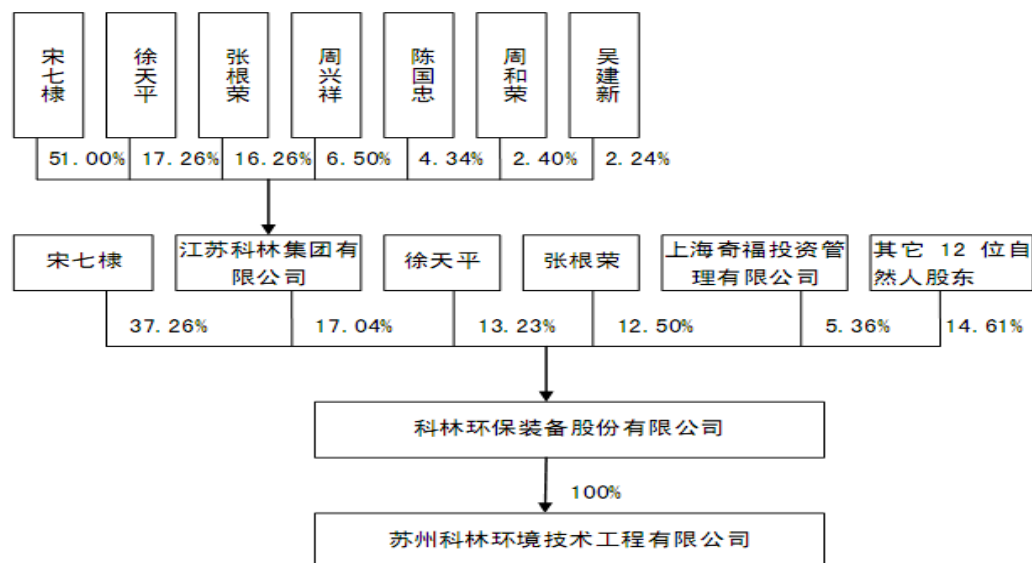
公司的技术水平在行业内处于领先地位，产品技术含量高，综合技术实力强，具有较强的自主创新能力。公司的高效清灰技术，能在相同耗气量情况下，实现最大的清灰能力；公司的低阻均流气流分布技术，可以有效节能及延长滤袋的使用寿命；针对高温烟气等特殊环境烟气治理开发了高效的除尘技术等。发行人现拥有的专利包括二十八项实用新型专利、一项发明专利。

我国袋式除尘器主机制造行业的集中度不高，行业内主要骨干企业市场份额差距不大。本公司市场份额约为 4.88%。

发行前后股权结构变化

公司实际控制人宋七棣直接持有公司发行前 37.26% 股权，通过持有 51% 的科林集团间接持有公司 17.04% 股权，发行前股本 5600 万股，本次发行 1900 万股。

图 1：股权结构（发行前）



资料来源：招股说明书

隶属于环境污染防治专用设备制造下的袋式除尘器制造业

行业主管部门为发改委、环保部、工信部及省、市各级相关部门，主要负责行业发展规划及相关法律法规的制定。中国环境保护产业协会、中国环境保护机械行业协会是环保行业自律性管理组织。

我国上世纪八十年代开始初步建立环境保护法律法规体系，近年进一步加大环保力度，针对大气污染防治，环境保护主管部门以《中华人民共和国大气污染防治法》为依托，先后制定了《大气污染物综合排放标准》（GB16297-1996）、《工业炉窑大气污染物排放标准》（GB 9078-1996）、《炼焦炉大气污染物排放标准》（GB16171-1996）、《水泥厂大气污染物排放标准》（GB4915-2004）、《锅炉大气污染物排放标准》（GB13271-2003）、《火电厂大气污染物排放标准》（GB13223-2003）、《生活垃圾焚烧污染控制标准》（GB18485-2001）等，对重污染行业空气污染物排放设置了较为严格的标准。2009年9月，发改委、工业和信息化部、财政部等十部委联合下发了《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》要求钢铁行业“吨钢粉尘排放量低于1.0千克”；2010年即将执行的新《火电厂大气污染物排放标准》中，火电厂排放标准将从原来的50毫克/标准立方米提升到30毫克/标准立方米。未来我国大气污染物排放标准将趋严。

袋式除尘设备行业市场规模与前景

广泛运用于：钢铁、有色、电力、建材、粮食、垃圾焚烧等

2005年至2008年袋式除尘器主机制造业销售从22.96亿增长到61.85亿。年复合增长率达39.14%，其中：一、钢铁行业2006年至2008年袋式除尘器主机销售收入分别为11.73亿元、15.95亿元和21.03亿元，即钢铁行业占到总量的1/3。根据中国环保机械行业协会预测，2010年起5年内该行业袋式除尘器的总需求合计100亿元左右，年均20亿规模应该还是比较保守的预测；二、火电、热电行业，2006年至2008年袋式除尘器主机分别实现销售收入7.84亿元、11.04亿元和14.64亿元，目前我国火电行业袋式除尘器的应用比例只有10%左右，据中国环保机械行业协会预测，如果按照“十二五”期间火电行业内袋式除尘器应用比例达50%计，2010年至2015年火电行业袋式除尘器主机整体需求合计150亿元左右，即年均30亿超出钢铁行业；三、有色行业2006-2008年袋式除尘器主机销售收入分别为2.04亿元、3.62亿元和4.02亿元，根据中国环保机械行业协会预测，2010年起5年内该行业袋式除尘器的总需求合计为35亿元左右，即年均7亿元；四、水泥行业，2006-2008年袋式除尘器主机销售收入分别为8.52亿元、11.33亿元和14.85亿元，根据中国环保机械行业协会预测，2010年起5年内水泥行业袋式除尘器主机需求合计约为65亿元，即年均13亿元。以上四个行业累计年均市场需求为70亿元，除了上述行业外粮食加工、垃圾焚烧等行业也将增加对袋式除尘器的需求，因此我们分析未来5年袋式除尘器的年增长率不会低于20%。

袋式除尘器将逐步替代电除尘器，扩大市场占有率

90年代以前环保排放标准较低，电除尘器因其结构简单、阻力小、能处理高温和大烟气量工况等特点被电力行业等广泛采用，而同时期的袋式除尘技术尽管除尘效率较高，但由于当时国内袋式除尘器设计及清灰装置、袋笼等关键部件制造水

平不足，且缺乏耐高温、耐腐蚀等高品质滤料等因素，未能在电力、冶金等行业得到推广发展。九十年代后我国电力、钢铁、有色金属冶炼、化工等行业步入高速发展阶段，大气污染问题愈发突出，国家开始重视从源头展开污染治理，连续修订了各行业的大气污染物排放标准并日趋严格，袋式除尘器以其高效的除尘性能逐步受到重视，陆续在钢铁、有色金属冶炼、化工等行业获得广泛运用，同时袋式除尘器在宝钢等示范项目的成功应用，加速了袋式除尘器的推广普及。目前袋式除尘器在钢铁、有色金属冶炼、水泥、化工等领域都取代电除尘器成为上述行业的主要除尘方式。原使用电除尘器较多的电力行业随着排放标准的提升，已逐步采用电改袋等高效袋式除尘技术，以满足日益严格的环保排放标准。

表 1：电除尘器与袋式除尘器的比较

比较项目		袋式除尘器	电除尘器
性能	除尘效率	除尘效率在 99.99%，烟尘排放浓度小于 50mg/Nm ³ ①	除尘效率在 99%，烟尘排放浓度较难稳定小于 50mg/Nm ³
	分级效率	对 10 微米以下的粉尘具有很好的过滤效果	对 10 微米以下的粉尘过滤效果差
	设备阻力	一般在 1500Pa 左右	200~300Pa
成本	设备投资（排放浓度小于 50mg/Nm ³ ）	略低	高于袋式除尘器
	土地投资	占地面积较小，土地投入小	占地面积较大，土地投入大
	设备及运行电耗	设备电耗低、风机电耗较高	设备高压电场电耗较高、风机电耗低
	设备维护费用	滤料更换费用	电极维修费用
	日常运行管理	在线维修不影响设备使用	维修时需停机

资料来源：招股说明书

产品盈利能力分析

原材料为钢材、滤料，钢材价格波动大影响利润率

公司主要原材料为钢材和滤料，主要客户群体为钢铁、火电、有色金属、垃圾焚烧、粮食、化工、建材等产生粉尘污染企业。因此钢铁及滤料行业→袋式除尘行业→钢铁、火电、有色金属等行业构成了袋式除尘器行业的产业链。钢铁及滤料价格波动直接影响公司的生产成本，钢铁、火电、有色金属等行业的发展决定了公司除尘器产品的需求。近年国内钢材价格波动对行业整体利润波动有较大影响。国内滤料行业属充分竞争行业，供应充足，价格较为稳定。2007 年、2008 年、2009 年及 2010 年 1 至 6 月，钢材占公司同期营业成本的比重分别为 33.80%、38.50%、34.96%和 30.27%。钢材的价格变动直接影响公司毛利率。其间公司钢材年均采购价格分别较上年上涨 24.61%、下降 25.16%和上涨 11.11%。

表 2: 钢材、滤料在公司营业成本的比重

原材料	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额 (元)	比重 (%)	金额 (元)	比重 (%)	金额 (元)	比重 (%)	金额 (元)	比重 (%)
钢材	35,452,712.91	30.27	81,000,735.56	34.96	90,468,672.14	38.50	50,195,114.27	33.80
滤料	11,538,369.25	9.85	19,473,651.40	8.41	14,705,295.92	6.26	14,746,541.38	9.93

资料来源：招股说明书

表 3: 钢材、滤料价格波动情况

原材料	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
钢材(元/公斤)	4.00	3.60	4.81	3.86
滤料(元/平方米)	59.79	61.57	69.07	70.67

资料来源：招股说明书

公司产能、产量、销量、销售收入情况

公司目前产能是 65 万平方米/年, 过去 3 年基本上是满负荷生产, 且销售率也基本上是 100%, 体现公司产能存在瓶颈。

从分行业销售情况看, 冶金行业占绝对优势, 2010 年后开始冶金类份额开始小幅下降, 但仍接近 50%, 这和公司长期与钢铁行业的合作有关, 同时看到电力行业占比有所提高, 冶金+电力合计占到 80-90%, 比袋式除尘器行业整体在冶金+电力的集中度要高。因此这两个行业需求的波动对公司影响将非常大。

表 4: 公司袋式除尘器的产能、产量、销量

类别	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
产能(过滤面积 m ²)	325,000	650,000	650,000	600,000
产量(过滤面积 m ²)	303,323.92	566,742.53	773,052.79	435,621.37
销量(过滤面积 m ²)	317,526.94	611,565.7	697,384.90	486,746.40

资料来源：招股说明书

表 5: 公司产品的分行业销售情况

业务类别	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	营业收入(元)	比例	营业收入(元)	比例	营业收入(元)	比例	营业收入(元)	比例
冶金类	79,756,382.76	48.99%	172,919,691.63	55.18%	194,604,175.31	64.48%	105,146,892.66	50.73%
电力类	55,774,597.77	34.26%	115,540,258.14	36.87%	71,010,960.33	23.53%	60,758,835.64	29.31%
粮食加工类	14,292,089.83	8.78%	19,135,223.26	6.10%	22,633,560.20	7.50%	25,406,200.57	12.26%
其他	12,971,835.65	7.97%	5,789,736.44	1.85%	13,562,508.61	4.49%	15,962,514.03	7.70%
合计	162,794,906.01	100.00%	313,384,909.47	100%	301,811,204.45	100%	207,274,442.90	100%

资料来源：招股说明书

2007-2010Q3 主要财务指标分析

公司 2010Q3 总资产 2.93 亿, 净资产 1.51 亿, 负债率 48%, 有息债约占负债的 1/3, 财务稳健, 而本次上市融资高达 4.45 亿。08/09 年收入增幅分别 46%/4%, 收入增长的波动非常大, 分析主要是由于 08 年经济危机造成 09 年下游需求锐减, 毛利率的波动主要来自钢材价格波动(见上文分析), 净利润率都在 10-13% 之间(08 年例外仅 6%), 公司年销售收入与总资产相当, 体现高资产周转率, 且固定资产+在建工程+无形资产占总资产的 28%, 占比不高。

表 6: 近 3 年公司主要财务指标

	2010 年前三季度	2010 年中报	2009 年报	2008 年报	2007 年报
毛利率	29.01%	28.06%	26.07%	22.15%	28.36%
营业税金附加/收入	0.93%	0.93%	0.77%	0.23%	0.40%
(销售费用+管理费用)/收入	13.59%	13.69%	14.50%	14.13%	10.16%
财务费用/收入	0.51%	0.72%	-0.55%	1.12%	0.03%
财务费用/(短期借款+应付票据+长期借款)	2.72%	2.64%	-6.26%	5.52%	0.37%
投资净收益/毛利(收入-营业成本)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

资产减值损失/毛利 (收入-营业成本)	1.47%	4.85%	1.59%	-1.52%	0.45%
营业外收支净额/毛利 (收入-营业成本)	6.16%	9.32%	5.12%	3.05%	0.60%
所得税/利润总额	15.74%	12.70%	13.00%	20.27%	33.27%
归属于母公司所有者的 净利润/净利润	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
收入同比增幅			3.83%	45.61%	
营业成本同比增幅			-1.40%	58.24%	
EPS (元)	0.55	0.35	0.60	0.33	0.46
负债率	48.35%	55.01%	53.60%	66.85%	64.84%
固定资产/总资产	15.07%	13.60%	14.64%	13.30%	20.08%
有息债(短贷、长贷 等)	32%	20%	16%	27%	13%

资料来源：招股说明书

公司毛利率、利润率大幅高于龙净环保、菲达环保

与公司业务可比的上市公司有龙净环保、菲达环保、盛运股份，龙净环保从收入规模、市场占比来看要大大高于本公司，其业务除除尘器外还有脱硫等，与公司不完全可比，龙净的毛利率目前在 20-22%之间，销售利润率不到 8%，显著低于本公司；菲达环保收入规模也高于本公司，但利润率大大低于；此外年内创业板上市的盛运股份，其产品包括带式输送机和干法脱硫除尘设备，后者与公司产品可比，盛运股份目前的毛利率及销售利润率则比本公司略高。

我们分析公司毛利率及利润率较高与出口（接近 30%）占比较高有关，公司是行业内出口最多的厂商。这也是公司突出的优势之一。

表 7：前 5 大客户在总销售收入中占比

年度	客户名称	销售金额(元)	占营业收入比例(%)	年度	客户名称	销售金额(元)	占营业收入比例(%)
2010 年 1-6 月	蓝天环保设备工程有限公司	19,686,324.79	12.09%	2008 年	日本进和株式会社	60,190,921.11	19.94
	常州中发炼铁有限公司	17,200,854.70	10.57%		日铁商事株式会社	22,866,847.65	7.58
	意大利保尔沃特公司	14,319,820.84	8.80%		山东省冶金设计院有限责任公司	18,803,418.80	6.23
	日本进和株式会社	13,260,538.40	8.15%		北京保沃斯贸易有限公司	15,510,256.41	5.14
	山东省冶金设计院有限责任公司	12,188,034.19	7.49%		中冶南方工程技术有限公司	14,188,034.18	4.70
	合 计	76,655,572.92	47.09%		合 计	131,559,478.15	43.59
2009 年	葡萄牙阿尔斯通	55,583,305.31	17.74	2007 年	江苏科林集团有限公司	120,369,440.41	58.07
	莱芜钢铁集团有限公司	37,931,623.93	12.10		上海国冶工程技术有限公司	21,095,724.05	10.18
	日铁商事株式会社	26,880,949.97	8.58		无锡海澜国际贸易有限公司	14,230,283.34	6.87
	江阴兴澄特种钢铁有限公司	24,932,478.64	7.96		莱芜钢铁股份有限公司	12,859,846.16	6.20
	西门子奥钢联	15,360,025.51	4.90		杭州新世纪能源环保工程股份有限公司	11,505,616.66	5.55
	合 计	160,688,383.36	51.28		合 计	179,460,910.62	86.58

资料来源：招股说明书

表 8: 收入的地区分布

地区	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	收入 (元)	比例	收入 (元)	比例	收入 (元)	比例	收入 (元)	比例
国内销售	115,646,266.90	71.04%	199,292,743.28	63.59%	215,501,596.70	71.40%	207,274,442.90	100.00%
国外销售	47,148,639.11	28.96%	114,092,166.19	36.41%	86,309,607.78	28.60%	-	-
合 计	162,794,906.01	100.00%	313,384,909.47	100.00%	301,811,204.48	100.00%	207,274,442.90	100.00%

资料来源: 招股说明书

募投项目前景

募投资金及项目情况

公司拟募集资金 2 亿左右, 但实际发行价 25 元, 发行规模 1900 万股, 实际募集资金约 4.55 亿, 拟投资于现有产能的增加及企业技术中心建设。

表 9: 募集资金投入项目 (单位: 万元)

项目名称	项目说明	募集资金投资额	预计建设周期	达产后产能	预计销售收入	预测利润
1、年产 40 万平方米过滤面积大型袋式除尘设备扩建	原来产能 65 万平方米	16980	24 个月年(投产当年达产 50%, 第二年 100%)	105 万平方米/年	29900	4700
2、企业技术中心建设	技术升级、研发储备	2910	2 年	/	/	/
合计		19890				

资料来源: 招股说明书

募投项目预期盈利

至少要到 2012 年四季度甚至是 2013 年募投资金项目才能开始逐步贡献收入, 2013 年公司产能增加 31%, 2014 年产能将继续增加 24%。

盈利预测与合理估值区间

由于目前公司产能接近瓶颈, 在募投项目达产前公司收入、利润难以大幅增长, 我们对公司 2010-2012 年净利润的预测分别是 3900 万、4700 万和 5300 万, 按发行后股本计算 EPS 分别是 0.52/0.63/0.71 元。我们认为发行价即在合理区间的上限。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	68	554	533	517	营业收入	313	360	414	497
应收款项	72	83	95	114	营业成本	232	270	311	373
存货净额	61	71	82	98	营业税金及附加	2	3	3	4
其他流动资产	25	28	33	39	销售费用	17	19	22	27
流动资产合计	225	737	742	767	管理费用	29	33	38	45
固定资产	42	57	109	157	财务费用	(2)	(7)	(12)	(12)
无形资产及其他	14	13	13	12	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	4	10	10
资产总计	284	810	867	939	营业利润	34	46	63	71
短期借款及交易性金融负债	20	20	20	20	营业外净收支	4	0	0	0
应付款项	61	72	82	98	利润总额	38	46	63	71
其他流动负债	65	75	86	103	所得税费用	5	7	16	18
流动负债合计	146	167	188	221	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	5	5	5	5	归属于母公司净利润	33	39	47	53
其他长期负债	1	1	1	1					
长期负债合计	6	6	6	6	现金流量表 (百万元)				
负债合计	152	173	195	227		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	33	39	47	53
股东权益	132	636	672	712	资产减值准备	2	0	1	1
负债和股东权益总计	284	810	867	939	折旧摊销	5	5	8	11
					公允价值变动损失	1	0	0	0
					财务费用	(2)	(7)	(12)	(12)
					营运资本变动	12	(3)	(4)	(7)
					其它	(2)	(0)	(1)	(1)
					经营活动现金流	52	41	50	57
					资本开支	(5)	(20)	(60)	(60)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(5)	(20)	(60)	(60)
					权益性融资	0	475	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(8)	(9)	(11)	(13)
					其它融资现金流	(27)	0	0	0
					融资活动现金流	(43)	466	(11)	(13)
					现金净变动	4	487	(21)	(16)
					货币资金的期初余额	64	68	554	533
					货币资金的期末余额	68	554	533	517
					企业自由现金流	42	12	(27)	(20)
					权益自由现金流	15	18	(17)	(11)

资料来源：国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.60	0.52	0.63	0.71
每股红利	0.15	0.13	0.15	0.17
每股净资产	2.35	8.48	8.96	9.49
ROIC	19%	17%	15%	14%
ROE	25%	6%	7%	7%
毛利率	26%	25%	25%	25%
EBIT Margin	11%	10%	10%	10%
EBITDA Margin	12%	11%	12%	12%
收入增长	4%	15%	15%	20%
净利润增长率	81%	16%	21%	12%
资产负债率	54%	21%	22%	24%
息率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	3.9	4.3	4.1	3.8

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	闫莉	010-88005316	陈建生	0755- 82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755- 82130432
吴土金	0755-82130833-1332			高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	陈玲	0755-82130646
谈煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010- 66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755- 82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150		
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	0755-82150566
蔺晓熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755- 82150533		
数量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	010-88005326				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	