

鲁阳股份(002088)调研报告

三大转型即将完成, 未来将步入收获期

原材料/其他建材

推荐

首次评级

发布时间: 2010 年 11 月 11 日

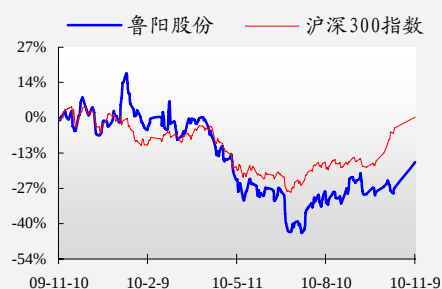
投资要点:

- 相比传统绝热产品陶瓷纤维具有重量轻、耐高温、热稳定性好、导热率低、比热容小及耐机械震动等优点。未来在节能环保趋势下, 市场空间极其广阔。公司是亚洲最大的陶瓷纤维制造商, 2010 年产能达到 15 万吨, 占国内市场份额约 35% 左右。
- 前三季度, 公司业绩不理想主要是公司主动进行产品结构调整, 停掉低端产品生产, 中端产品降低价格填补低端市场需求, 整体产量(下降 7%-8%)和价格下降(中级产品价格下降 10%左右)所致。预计随着结构调整逐步完成, 明年收入和毛利率有望进一步回升。
- 我们认为这两年公司处于转型期, 主要经历了: 1、产品结构调整(停止低端产品, 逐步向中高端集中), 2、生产基地、产能布局调整(内蒙古基地成本优势将显著影响成本结构), 3、下游需求客户转型(适应结构调整, 加强非传统工业领域和民用领域扩张力度)。目前, 产品结构调整已基本完成, 我们相信, 随着公司三大转型的逐步完成, 公司即将进入业绩的收获期。另外 2009 年研制的硅酸镁纤维制品为国内首家, 性能优异, 对于未来开拓建筑民用防火市场、船舶防火等具有重要意义, 目前在下游应用需求良好。
- 我们预计 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.55 元、0.73 元、0.95 元, 相对于目前股价, 对应得 PE 分别为 35.9X、27.09X、20.8X。考虑国内陶瓷纤维行业在未来节能环保趋势下的广阔发展空间, 公司作为行业龙头应能分享估值溢价, 另外公司这两年完成战略转型, 未来将逐步进入收获期, 首次给予“推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	77,601	-4.2	11,672	-20.61	0.50	10	39.5	-
2010E	91,405	17.8	12,909	10.6	0.55	10	35.9	-
2011E	109,937	20.3	17,100	32.5	0.73	11	27.1	-
2012E	132,252	20.3	22,261	30.2	0.95	13	20.8	-

走势图



市场数据

2010-11-11

收盘价:	19.75 元
52 周最高价:	28.00 元
52 周最低价:	12.80 元
平均持仓成本:	18.15 元

基本数据

2010Q3

总股本(万股):	23,398
流通 A 股(万股):	23,398
每股收益(元):	0.39
每股净资产(元):	5.44
每股经营现金流(元):	0.27
市净率:	3.63

分析师: 解文杰

执业证书编号: S0550210100003

TEL: (8621)6336 7000 - 266

FAX: (8621)6337 3209

Email: xiewj@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

一、国内陶瓷纤维行业及公司概况

1.1、陶瓷纤维行业概况

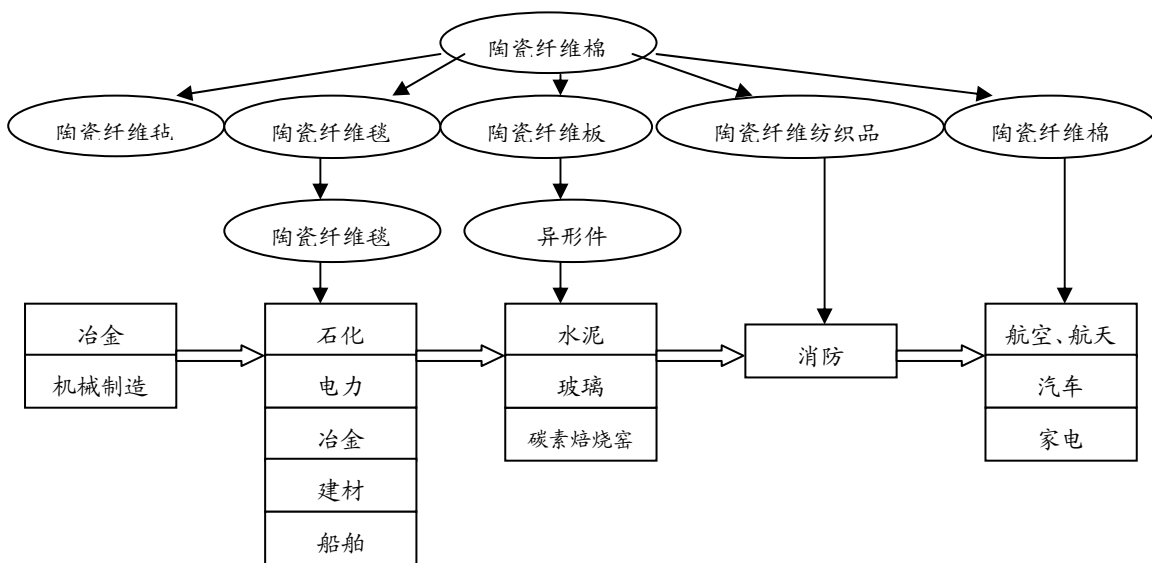
1.1.1、陶瓷纤维概念、分类、性能及下游应用领域

陶瓷纤维是国际上对硅酸铝纤维的一种习惯性称谓，是一种新型绝热节能材料，属于耐火材料的一种，使用温度在 800℃ 以上，相比传统的绝热产品如耐火砖、不定型材料、石棉制品、硅酸钙板、岩棉等，陶瓷纤维具有重量轻、耐高温、热稳定性好、导热率低、比热容小及耐机械震动等优点。（耐火材料是指使用温度在 650℃ 以上的无机非金属材料，目前已形成陶瓷纤维、岩棉、玻璃棉、硬质绝热材料等七个系列。）

陶瓷纤维从产品极限使用温度可以分为 1050、1260、1400、1600 系列，对于的使用温度范围分别为：800~950℃、1000~1100℃、1200~1350℃、1400~1550℃。

陶瓷纤维属从形态上，目前已经形成了从传统的棉、毡、毡产品到纤维模块、板、异型件、纸、纤维纺织品；从纤维棉到纤维喷涂、可塑料、浇注料等多种形态的二次加工或深加工产品，完全满足各行业不同工业炉对耐火陶瓷纤维制品的使用要求。因此不同领域得到广泛的应用，并对传统的耐火材料形成良好的替代作用。

图 1：主要产品及下游应用领域



注：→ 表示均指新增行业或领域

资料来源：东北证券整理

1.1.2、未来行业发展空间广阔（节能环保+横向替代+纵向拓展）

陶瓷纤维作为一种新型节能材料，应用领域广泛、节能效果明显，该行业在未来发展中将得到国家产业政策的大力支持。

1、节能方面的优势。根据相关部门和机构测算，使用每吨陶瓷纤维每年节约相当

于 200 吨标准煤产生的热能,按照目前 700 元/吨标准煤价格和 7700 元/吨陶瓷纤维制品价格计算,年节约能量价格是陶瓷纤维费用的 18 倍以上,经济效果非常显著。在冶金行业节能效果更为明显,仅焦炉炉顶一项,全陶瓷纤维炉顶结构使热损失降低 52.3%,一台焦炉年可节能 8640×10^6 千焦,折合标准煤 350 吨。年节约能量达到陶瓷纤维保温材料费用的 22 倍。

根据《节能中长期规划》的内容规定,我国的节能政策目标为,到 2010 年,每万元 GDP 的能耗要由 2002 年的 2.68 吨标准煤下降到 2.25 吨标煤,2003-2010 年年均节能率为 2.2%,形成节能能力为 4 亿吨标准煤;2020 年每万元 GDP 能耗下降到 1.54 吨标煤,所以从 2003 年到 2020 年年平均节能率大约是在 3% 左右,形成节能能力为 14 亿吨标准煤,相当于同期规划新增能源生产总量 12.6 亿吨标准煤的 111%。在国家日益严格的节能政策标准下,预计未来高温保温材料市场将继续高速增长。

表 1: 陶瓷纤维节能效果测算表

项目	节约标准煤(吨)	节约的标准煤可发电量(度)	生产耗电量(度)	节能效果(倍)
每吨陶瓷纤维	1000	2364000	3410	693

资料来源:东北证券整理

2、陶瓷纤维取代其他耐火材料的市场份额,横向扩大市场空间

传统耐火材料主要包括石棉制品、耐火砖、硅酸钙板、岩(矿)棉产品及其他材料。石棉制品和岩(矿)棉产品的缺点是对人体有害,在发达国家已经普遍禁用,我国也逐步开始进行限制和淘汰。硅酸钙板原来被主要用于电力行业,主要是价格非常低廉,但缺点是产品脆性大、易粉化、使用寿命短,目前很多电力企业开始用陶瓷纤维产品替代硅酸钙产品。耐火砖方面,在高温窑炉的下体炉墙等领域,抗风蚀和抗侵蚀性能优于陶瓷纤维,但重量大,窑炉轻型化要求高的会选择陶瓷纤维。

陶瓷纤维由于显著的节能效果及良好的性能价格比,其应用领域逐步扩大并替代部分其他耐火、绝热材料。陶瓷纤维产品对其他耐火绝热材料的替代性,使其市场空间横向扩展。

3、纵向拓展,新领域的延伸,下游需求的扩大

除了传统的冶金、化工领域外,目前在建材、消防、家电、汽车、船舶、军工等领域也进一步拓宽应用,而且在一些如核电、航空航天领域也取得突破性进展,如连云港田湾核电站、西安飞机制造厂、中国空间技术研究院均有使用陶瓷纤维产品。

1.2、公司概况

公司是国内最大的陶瓷纤维生产商与推广商,2009 年产能超过 10 万吨,2010 年产能将达到 15 万吨以上,占据国内 35% 以上的市场份额。公司下设北京中耐联、上海鲁阳、新疆鲁阳等七家子公司,并在全中国设有 50 多个办事处,是国家重点高新技术企业。

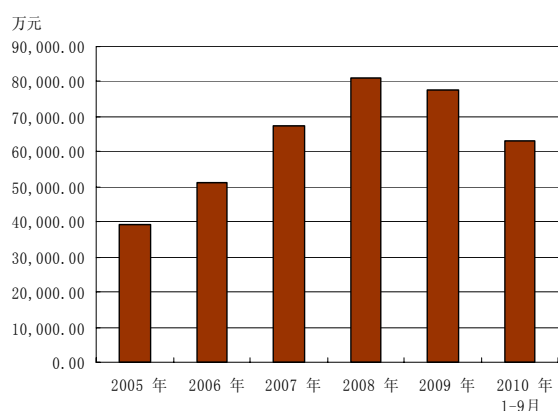
公司主要生产各类陶瓷纤维制品,是国内陶瓷纤维行业的领军企业,目前在全球仅次于英国摩根坭坭和美国联合纤维,为全球第三大陶瓷纤维生产制造企业。

公司目前已经形成了 1050、1260、1400、1600 等四大系列,包括陶瓷纤维棉、陶瓷纤维毯、陶瓷纤维毡、陶瓷纤维板、陶瓷纤维模块、陶瓷纤维异型件、陶瓷纤维纸和陶瓷纤维纺织品等 100 多个品种产品和可塑料、喷涂料、轻钢、光学材料等其他产品。

二、公司前三季度毛利率处于下滑，但收入状况已开始好转，显示产品结构调整初见成效

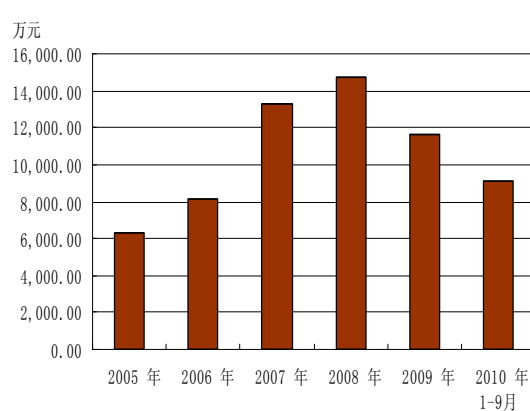
公司前三季度实现营业收入 6.32 亿元，同比增长 17.28%，其中三季度实现 2.4 亿元，同比增长 31.17%；前三季度实现归属于上市公司股东的净利润为 9104.61 万元，同比增长 7.49%，其中三季度实现 3347.79 万元，同比增长 39.32%。应该说，三季度经营情况有好转，但利润增速还是显著低于收入增速，主要还是毛利率在下滑的原因。实现每股收益 0.39 元，基本和上年同期持平。

图 2：公司收入变化



资料来源：东北证券

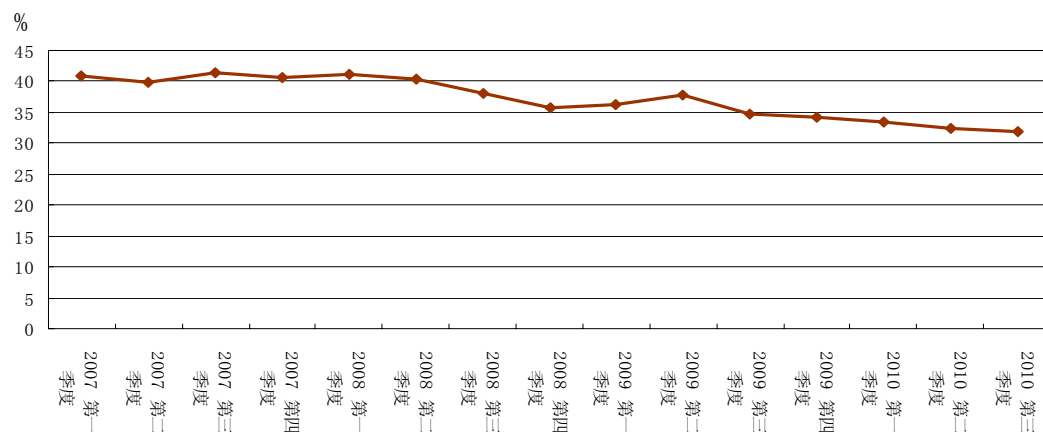
图 3：公司净利润变化



资料来源：东北证券

从毛利率变动来看，公司前三季度毛利率水平为 32.59%，同比下滑 3.77 个百分点；三季度毛利率为 31.94%，同比下滑 2.9 个百分点，环比下滑 0.49 个百分点，为近三年来毛利率季度最低。主要原因是目前低端产品线竞争激烈，公司正在逐步停产，并通过降低中端产品价格来满足低端市场需求，使得整体毛利率有所下滑。

图 4：公司季度毛利率水平



资料来源：东北证券

今年业绩不理想的原因：1 产品销售结构调整的影响，目前还没有完全达到预期效果，成本差别不大，中、低级价格差别 700-1000 元左右，但中级产品的量还没有上去，有个适应结构的过程。三、四季度订单不错，整体下降 7%-8%，中级产品价格比之前下降 10%左右，明年维持在今年的水平。2、防火门业务低于预期。

作为建材行业中具有新兴材料特质的上市公司，质地非常优良，我们一直也在关注公司经营状况。客观来讲，经历过过去几十年的快速发展，这两年公司的经营规模在原地徘徊，业绩表现也经常低于市场预期，似乎步入了一个低潮期。我们认为对于企业经营来讲，这是正常的。毕竟企业从一个小作坊成为世界前三强，成就已经辉煌，短期的波动也属正常，而未来之路依然漫长。我们认为公司属于掌握新型技术，并符合未来节能环保方面，未来巨大广阔市场空间的企业。对于企业来讲，在有些时间点，需要冷静的思考和面对市场环境和公司自身的发展优势，进而制定公司下一步的发展战略，这个通常会成为企业发展的转折期，我们认为这两年公司正是处于这样一个思考和转型的节点，而且从我们实际调研来看，公司在转型方面已经做出了探索和实践，并在下游市场方面找了新的突破点，如果战略执行顺利的话，公司未来将逐步进入一个收获期，相应业绩方面也将逐步得到回升。

三、公司目前处于转型期，即将进入收获期——三大转型+两大亮点

3.1、三大转型

3.1.1、产品结构转型——停止低端产品、逐步向中高端产品集中

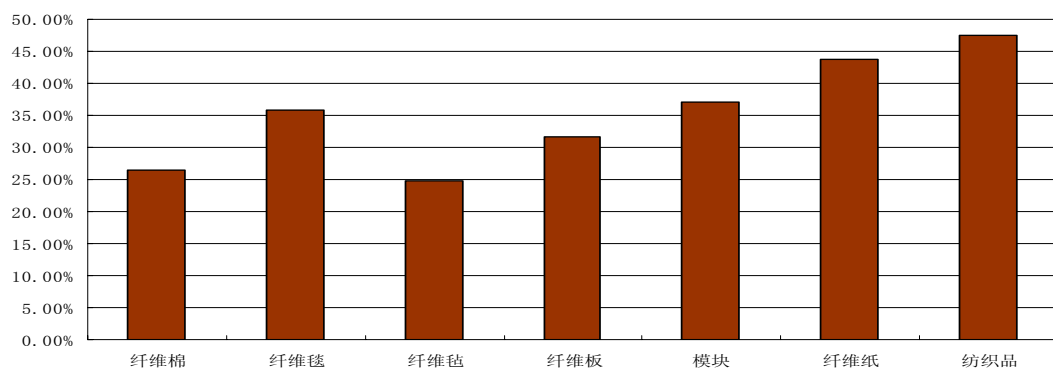
今年，在产品结构方面，公司痛下决心，对销售战略和销售品种做出重大调整。主要是针对那些产品等级相对低端、盈利能力较差、主要依靠价格竞争手段的品种，如普通低端的、保温等级比较低的纤维毯之类的产品，公司停止了销售。因为对于这些产品，在外部公司有很大竞争对手，公司的盈利效应也在逐步减弱，但是又会占用很多资源，不利于公司发挥自身的技术优势和龙头地位。这部分低端产品占到公司收入的 40%-50%左右，为了弥补低端产品生产的停止，公司对中级产品进行了降价替代部分低端产品客户的需求（降价后的价格介于原来中端产品和低端产品之间），部分客户通过选择使用中端产品，但部分对价格比较敏感、质量要求不是很高的客户则选择选用其他厂商的低端产品。从财务上来讲，这个过程则体现销售价格的下降，毛利率下降，使得今年的业绩整体不是非常理想。但我们也观察到，公司第三季度收入增速开始加快，说明这个替代和转型已经取得一定的成功。

同时为了扭转销售下滑，毛利下滑，下一步调整销售模式，产品销售为主的模式转向服务为主，带动产品销售的模式，对 2011-2012 年会有推动，盈利模式会有改善。

应该来说这次调整，公司是采取主动调整的战略，而并非由于市场的压力。尽管从短期来看，不可避免的会对公司的业绩产生波动和影响，甚至导致部分客户流失和部分产品市场占有率的变化。但是我们认为此次产品结构调整对公司来说意义非凡，未来公司将集中公司资源，立足于中、高端陶瓷纤维产品的生产和销售，避免占用过多的资源消耗在低端、盈利不高的市场中，这样才能体现公司的技术强项。我们也判断公司的毛

利率在今年估计已经达到一个低点，随着产品结构转型的完成和内蒙古基地的达产，毛利率会有个见底回升的过程。

图 5：公司陶瓷纤维各品种毛利率水平（以 2009 年中报为例）



资料来源：东北证券

3.1.2、生产基地、产能布局转型——内蒙古基地成本优势将逐步体现

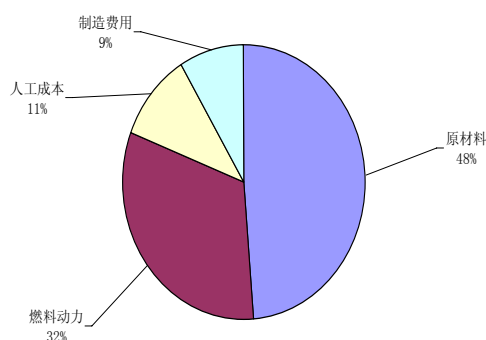
公司目前产能为 15-16 万吨左右，其中山东本部产能在 6 万吨左右，

目前内蒙古基地已经形成 4 万吨的生产能力，能够生产 3 万吨左右的产量。明年内蒙生产基地可达到 6 万吨，现在每吨大概有 400-500 元的利润，基本没有库存；目前公司的产品成本结构中，30%-40%是电力、天然气，成本中煤矸石在内蒙古是废弃材料，价格大约为 300-400 元/吨，比山东的便宜 1/3 左右。另外电力价格也比山东本部低，内蒙古电力价格 0.45 元/度，山东本部 0.62 元/度。整体来看，内蒙古基地的成本比山东本部降低 1/3 左右。

新疆、贵阳基地有 3 万吨的产能（其中新疆 1.1 万吨、贵阳 2 万吨）。

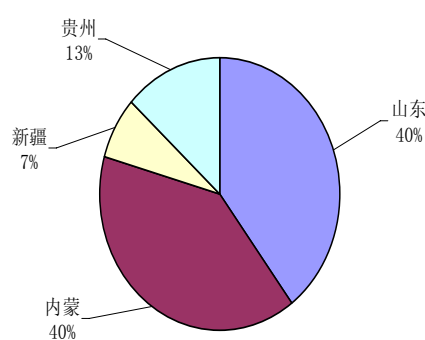
在产能扩张考虑上，明年除了做好内蒙 6 万吨达产工作外，基本不新扩产能了。如果要扩的话，就增加纤维板材产能，纤维毯和纤维棉就不扩了。

图 6：产品成本结构



资料来源：东北证券

7：2011 年产能区域分布



料来源：东北证券

3.1.3、下游需求客户转型——适应结构调整，加强非传统工业领域和民用领域扩张力度

目前，陶瓷纤维行业的下游主要集中在冶金、石化和电力等需要进行热加工和热处理的行业。未来工业领域除了传统行业外，还要在水泥、有色金属、防火、汽车、煤化工、船舶、建筑等拓展领域。未来将以耐火、绝热、保温、防火是未来的四大发展方向。

传统行业，经过金融危机，也在慢慢复苏，并通过自身改造来寻求技术进步，获得行业自身的发展水平。但另一方面，在目前结构调整的大背景下，传统行业的新增投资和产能扩张将会受到一定的限制，钢铁行业相对萎靡，石化行业也进入瓶颈阶段。去年冶金这块收入份额约为 5% 左右，今年估计占到 10%-15% 左右，不可能恢复到原先 30%-40% 的比例，石油石化行业占到 30% 左右，未来公司必须要在下游的需求方面做出一定的开拓和调整，完成从“重工业化”到“工业+民用”的转变过程，未来在建筑防火、建筑保温等民用防火、保温市场的拓展有利于公司的业务转型。

3.2、两大亮点

3.2.1、建筑防火和保温市场

近年来，随着央视大楼火灾等一系列重大建筑火灾事故的发生，社会对建筑防火的重视程度在不断加强，在对火灾原因也在进行不断深思和总结。

对于目前高层建筑火灾的一个重要原因是很多高层建筑在设计阶段内装修材料和耐火设计不符合要求，违反《高层民用建筑防火规范》的要求。特别是对目前正在逐步推广的钢结构建筑来讲，钢材作为建筑材料在防火方面存在一些难以避免的缺陷，在未进行防火处理的情况下，钢材虽然不会起火燃烧，但其机械性能如屈服点、弹性模量、抗压强度、荷载能力等都会随温度的升高而急剧下降，当钢构件温度达到 350℃、500℃、600℃ 时，强度分别下降 1/3、1/2、2/3。据理论计算，在全负荷情况下，钢结构失去静态平衡稳定性的临界温度大概为 540℃ 左右，而一般火场温度达到 800~1000℃，在高温下，裸露的钢结构会很快出现塑性变形，产生局部破坏，甚至造成钢结构整体倒塌失效（裸露钢构的耐火时间仅 15 分钟左右），很多火灾也往往是在高温时对钢架熔融导致事故的，因此钢结构的防火材料配套使得在万一在火灾高温时提高熔点就显得尤其重要。目前国外主要通过喷涂材料进行钢结构防火保护，公司通过陶瓷纤维板材进行防火处理，具有性能优异和性价比高的特点，公司参与的莱钢大厦钢结构的防火处理工作已经基本完工，并取得良好效果。

目前据我们了解到国家关于钢结构建筑的防火标准正在制定中，而公司也是作为成员参与其中。相对于一般的产品层次的竞争，公司有实力能够参与标准的制定，本身也说明行业对其竞争实力的认可。前期公司组织召开了钢结构防火研讨会，国内相关机构都参与其中，对公司产品表示普遍认可。

防火门方面，公司 10 月份拿到批文，明年有望批量销售。

另外，2009 年，公司成功开发新型的碱土硅酸盐纤维制品——硅酸镁纤维毯（国内首家，打破国外纤维制造商垄断意图），产品的分类温度为 1000℃，适用于中低温环境的隔热、保温以及人类生活密切相关的外墙外保温领域，用于替代传统的岩（矿）棉等保温材料。硅酸镁纤维毯主要应用在电力设备及管线的保温；石油、冶金、炼油及化工行业的管网、余热利用设备的保温；建材（水泥等）行业的余热锅炉、除湿器、输送

管网的保温；陶瓷行业背衬保温材料；造船行业的保温防火；建筑行业外墙外保温防火；其他民用保温防火等。目前来看，硅酸镁纤维产品在下游工业防火、民用防火和建筑保温市场应用良好。

3.2.2、船舶防火市场

船舶防火等级根据不同船舶类型、不同船舶部位可以分为 A、B、C 三个耐火等级，A 级分为四等，B 级分为二等，C 级不分等。A 级可以分为 A60、A30、A15、A0，指其结构应在一小时的标准耐火试验至结束能防止烟和火焰通过，并且应用的不同的不燃材料隔热，使在 60 分钟、30 分钟、15 分钟、0 分钟内，其背火一面温度，较原温度增高不超过 139 度，且在任何一点，包括任何接头在内的温度较原不超过 180 度。

传统上船舶耐火材料一般使用岩矿棉，陶瓷纤维用的少，主要是成本方面的考虑。但是岩矿棉一个是耐火时间不够，另外是不可溶的（可溶不可溶的区别就是吸入人体能否被人体溶解），长期使用对人体健康有影响，而公司的硅酸镁产品物美价廉，而且是可溶的。汽车行业已经禁用岩矿棉了，而陶瓷纤维作为船舶替代产品则是刚刚放开。

从去年开始，船舶耐火方面接了不少订单，但受金融危机影响，造船行业不景气，履行的比较少，今年船舶防火方面估计有 1000 多万的销售收入，明年据公司估计会有翻番的变化。根据《船舶工业中长期发展规划（2006-2015）》，到 2010 年，我国自主开发、建造的主力船舶达到国际先进水平，年造船能力达到 2300 万载重吨，年产量 1700 万载重吨，到 2015 年，年造船能力达到 2800 万载重吨，年产量 2200 万载重吨。市场空间非常广阔。

公司 5-6 年前介入这个行业。进入全球其他国家的船舶耐火市场需要各国的认证，目前已经通过包括英国、挪威、德国、美国等 7、8 个全球主要造船国家认证，技术上没有任何问题。

整体来看，我们觉得未来用陶瓷纤维材料替代岩矿棉作为船舶用防火材料是大势所趋的事情，但是具体的进程要看国家推行的力度。

四、估值及投资建议

假设情况：

- 1、我们认为随着公司产品结构的调整和下游市场的逐步开拓和复苏，公司的营业收入有望逐步增加，我们预计公司 2010 年、2011 年、2012 年营业收入增速为 17.8%、20.3%、20.3%；
- 2、毛利率方面随着产品结构调整的逐步完成以及内蒙古基地完全达产后对公司整体成本方面的影响，预计 2010 年、2011 年、2012 年分别为 32.83%、33.76%、34.70%；

表 2：公司盈利预测表

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	80987	77601	91405	109937	132252
营业成本	49786	49918	61404	72819	86361
营业税金及附加	822	703	640	770	926
销售费用	7211	5991	6855	8245	9919

管理费用	4999	5995	6855	7696	8596
财务费用	1901	1255	433	450	408
投资收益	2	(10)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	785	1028	(800)	(800)	(800)
其他收入	(1570)	(2055)	0	0	(0)
营业利润	15486	12702	14417	19158	25242
营业外净收支	1449	448	800	1000	1000
利润总额	16935	13150	15217	20158	26242
所得税费用	2192	1456	2283	3024	3936
少数股东损益	42	22	26	34	44
归属于母公司净利润	14702	11672	12909	17100	22261
股本（万股）	21476	23397	23397	23397	23397
每股收益（元）	0.68	0.50	0.55	0.73	0.95

资料来源：东北证券

我们把公司和耐火行业另外 3 家公司濮耐股份、瑞泰科技、北京利尔的估值情况做一对比，从目前来看，公司的整体估值还是要低于行业平均水平，未来存在估值提升的空间。

表 3：耐火行业相关公司估值比较

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	PB
濮耐股份	11.99	0.25	0.34	0.49	47.96	35.26	24.47	5.84
瑞泰科技	17.41	0.35	0.45	0.68	49.74	38.69	25.60	3.64
北京利尔	42.94	0.72	0.95	1.35	59.64	45.20	31.81	3.26
平均					52.45	39.72	27.29	4.25
鲁阳股份	19.78	0.5	0.55	0.73	39.56	35.96	27.10	3.63

资料来源：wind

我们预计 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.55 元、0.73 元、0.95 元，相对于目前的股价，对应得 PE 分别为 35.9X、27.09X、20.8X，PB 为 3.6。考虑国内陶瓷纤维行业在未来节能环保趋势下的广阔发展空间，公司作为行业龙头应能分享估值溢价，另外公司这两年完成战略转型，未来将逐步进入收获期，给予公司首次“推荐”评级。

五、风险提示

- 5.1、传统下游行业复苏低于预期
- 5.2、内蒙古基地达产对成本的节约效果低于预期
- 5.3、新领域和市场的拓展情况低于预期

公司财务报表预测:

资产负债表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	11124	32607	16178	23000	34754
应收款项	27032	35494	35059	42168	51522
存货净额	16980	13723	15295	18365	22311
其他流动资产	8522	8305	9236	10211	13429
流动资产合计	63658	90129	75769	93744	122015
固定资产	42515	56725	70790	83272	94679
无形资产及其他	8765	8547	8262	7977	7692
投资性房地产	634	919	919	919	919
长期股权投资	31	31	31	31	131
资产总计	115604	156351	155771	185943	225437
短期借款及交易性金融负债	18920	11100	0	10097	0
应付款项	7274	17977	14062	15816	19056
其他流动负债	2359	3140	4151	4851	28315
流动负债合计	28553	32217	18213	30765	47371
长期借款及应付债券	7760	3500	4000	4500	5000
其他长期负债	0	(0)	(0)	(0)	100
长期负债合计	7760	3500	4000	4500	5100
负债合计	36313	35717	22213	35265	52471
少数股东权益	132	144	160	180	207
股东权益	79159	120489	133398	150498	172759
负债和股东权益总计	115604	156351	155771	185943	225437
利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	80987	77601	91405	109937	132252
营业成本	49786	49918	61404	72819	86361
营业税金及附加	822	703	640	770	926
销售费用	7211	5991	6855	8245	9919
管理费用	4999	5995	6855	7696	8596
财务费用	1901	1255	433	450	408
投资收益	2	(10)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	785	1028	(800)	(800)	(800)
其他收入	(1570)	(2055)	0	0	(0)
营业利润	15486	12702	14417	19158	25242
营业外净收支	1449	448	800	1000	1000
利润总额	16935	13150	15217	20158	26242
所得税费用	2192	1456	2283	3024	3936
少数股东损益	42	22	26	34	44
归属于母公司净利润	14702	11672	12909	17100	22261
现金流量表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	14702	11672	12909	17100	22261
资产减值准备	379	243	(1028)	0	0
折旧摊销	3590	4037	5924	7905	10494

公允价值变动损失	(785)	(1028)	800	800	800
财务费用	1901	1255	433	450	408
营运资本变动	(20096)	6454	(6000)	(8699)	10286
其它	(338)	(221)	1043	20	27
经营活动现金流	(2547)	21158	13648	17126	43868
资本开支	(13293)	(19299)	(19477)	(20902)	(22417)
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(12655)	(19299)	(19477)	(20902)	(22517)
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	3180	(4260)	500	500	500
支付股利、利息	0	0	0	0	0
其它融资现金流	7298	28144	(11100)	10097	(10097)
融资活动现金流	13658	19624	(10600)	10597	(9597)
现金净变动	(1544)	21483	(16429)	6822	11754
货币资金的期初余额	12668	11124	32607	16178	23000
货币资金的期末余额	11124	32607	16178	23000	34754
企业自由现金流	(11025)	7052	(6931)	(5030)	20165
权益自由现金流	0	30936	(17899)	5185	10221

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。