

建研集团 (002398) 调研报告

推荐

现有业务安全边际充分，第三代减水剂提供一定想象空间

维持评级

原材料/建材

发布时间：2010 年 11 月 19 日

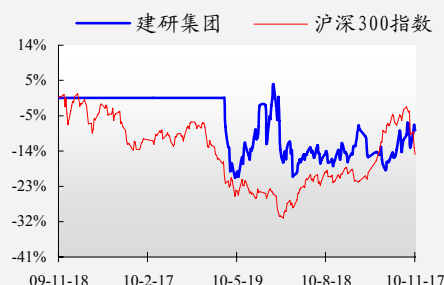
投资要点:

- 公司主要业务为建设综合技术服务、混凝土外加剂和商品混凝土。检测业务为主的技术服务和混凝土外加剂业务是公司目前的两大核心业务，也是未来公司重点发展的业务内容。我们判断公司的毛利率今年三季度是低点，今后将延续回升态势。
- 检测业务为公司优质现金流业务。公司是福建省内唯一同时具有建设和交通两系统检测资质的公司。毛利率超过 65%，净利率超过 40%，我们预计 2010 年能够达到 1.27 亿元左右收入。我们认为公司未来将在跨区域和跨领域检测方面有所作为。
- 第三代减水剂业务发展空间巨大。目前发达国家第三代减水剂占比 60%以上，国内则刚刚起步，目前占比 20%不到，未来存在第三代对第二代的替代过程，市场空间极其广阔。公司是国内少数几家掌握第三代羧酸系减水剂的合成和应用技术的企业，随着募投项目的逐步达产，将对公司的毛利率和盈利能力产生显著提升。
- 我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年每股收益为 0.41 元、0.83 元和 1.40 元，相应 PE 为 71.2X、35.2X 和 20.8X。与市场一般观点不同的是，我们认为可以按照专业技术服务和新材料制造企业来看待公司，同时考虑到公司未来盈利增速，我们认为可以给予公司 2011 年每股收益 45 倍 PE 的估值，对应目标价为 37.35 元，给予公司“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	36,383	-5.0	6,867	22.9	0.76	26	38.4	-
2010E	50,391	38.5	4,919	-28.4	0.41	4	71.2	-
2001E	72,390	43.7	9,991	103.1	0.83	8	35.2	-
2012E	105,645	45.9	16,756	67.7	1.40	12	20.8	-

走势图



市场数据

2010-11-18

收盘价:	29.23 元
52 周最高价:	31.50 元
52 周最低价:	22.40 元
平均持仓成本:	26.60 元

基本数据

2010Q3

总股本 (万股):	12,000
流通 A 股 (万股):	3,000
每股收益 (元):	0.30
每股净资产 (元):	9.17
每股经营现金流 (元):	0.12
市净率:	3.18

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、 公司目前经营现状

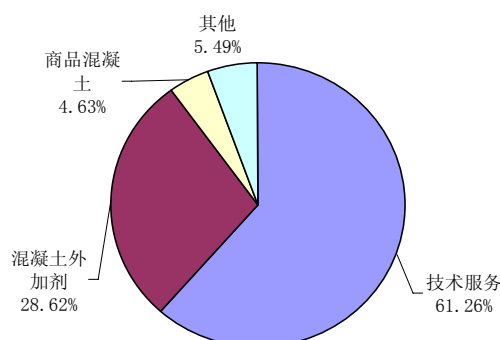
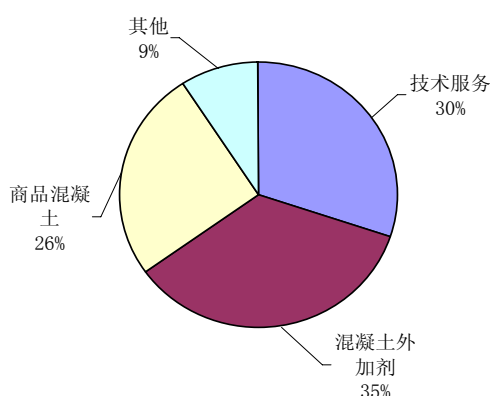
1.1、 公司业务现状——业务分三块，利润则两出

公司是以建设科技为核心，集建设工程质量检测为主的建设综合技术服务和以混凝土外加剂、商品混凝土为主的新型建筑材料研发、生产、销售和服务为一体的建筑类科技产业化集团公司。

公司目前主营业务分为三块：以检测为主的综合技术服务、混凝土外加剂和混凝土业务，分别由三个旗下品牌实体承担，天润匠心主要负责建设综合技术服务，科之杰主要负责混凝土外加剂业务，天润锦龙主要负责商品混凝土业务。

根据 2009 年年报，三块业务所占的收入比例为：技术服务 30%、混凝土外加剂 35%、商品混凝土 26%；毛利比例为：技术服务 61%、混凝土外加剂 28%、商品混凝土-4%。我们可以看到公司的利润来源主要由技术服务和混凝土外加剂组成。应该来说，以检测业务为主的技术服务和混凝土外加剂业务是公司目前的两大核心业务，也是未来公司要重点发展的业务内容。

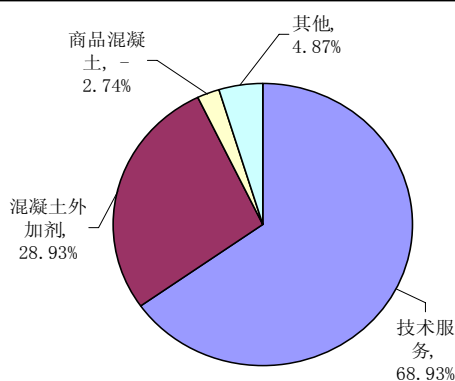
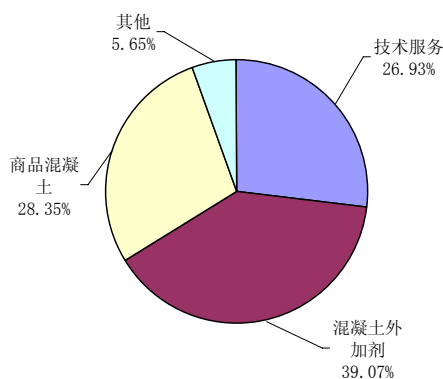
图 1：公司分产品营业收入占比（2009 年年报） 图 2：公司分产品毛利占比（2009 年年报）



资料来源：东北证券

资料来源：东北证券

图 3：公司分产品营业收入占比（2010 年中报） 图 4：公司分产品毛利占比（2010 年中报）



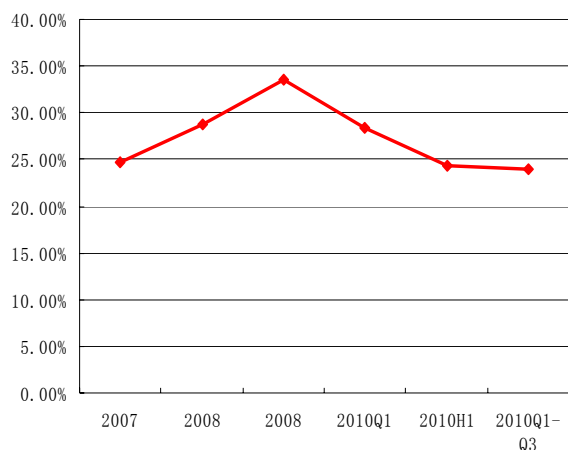
资料来源：东北证券

资料来源：东北证券

1.2、 我们判断公司毛利率低点已经过去，未来将延续回升格局

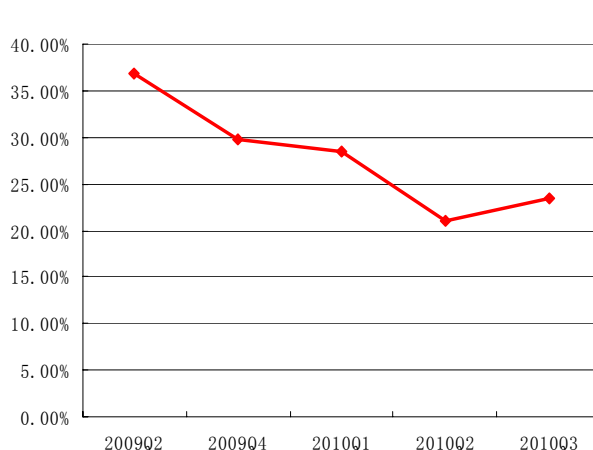
今年以来，在工业萘（二代减水剂主要原料）、水泥、砂石等原材料大幅上涨的影响下，公司的销售毛利率不断下滑，公司三季报显示前三季度毛利率为 24.01%，但是我们判断公司全年的毛利率将会有所回升，主要是我们观察季度毛利率指标在三季度开始出现反弹格局，二季度达到阶段性低点，三季度单季的毛利率已经开始反弹向上。

图 5：公司毛利率图：累计



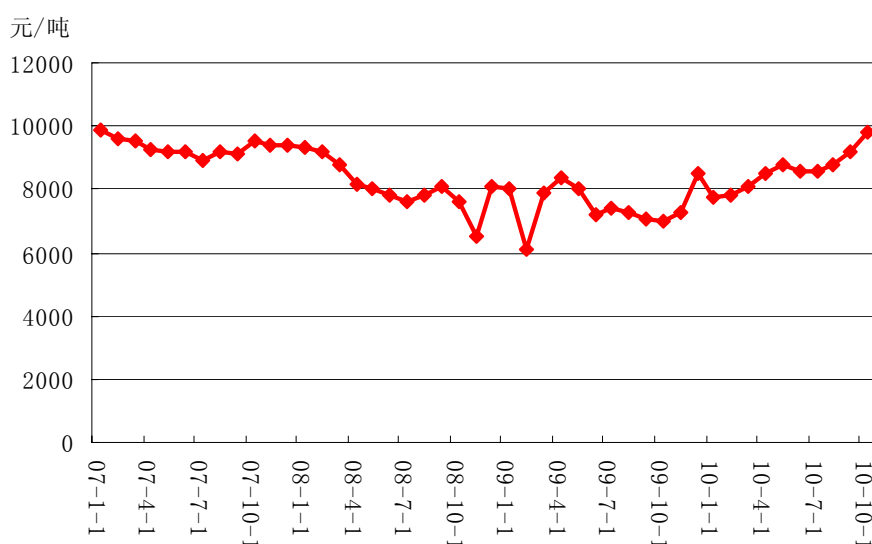
资料来源：东北证券

图 6：公司毛利率图：单季度



资料来源：东北证券

图 7：工业萘（≥90%）平均价格变化



资料来源：东北证券

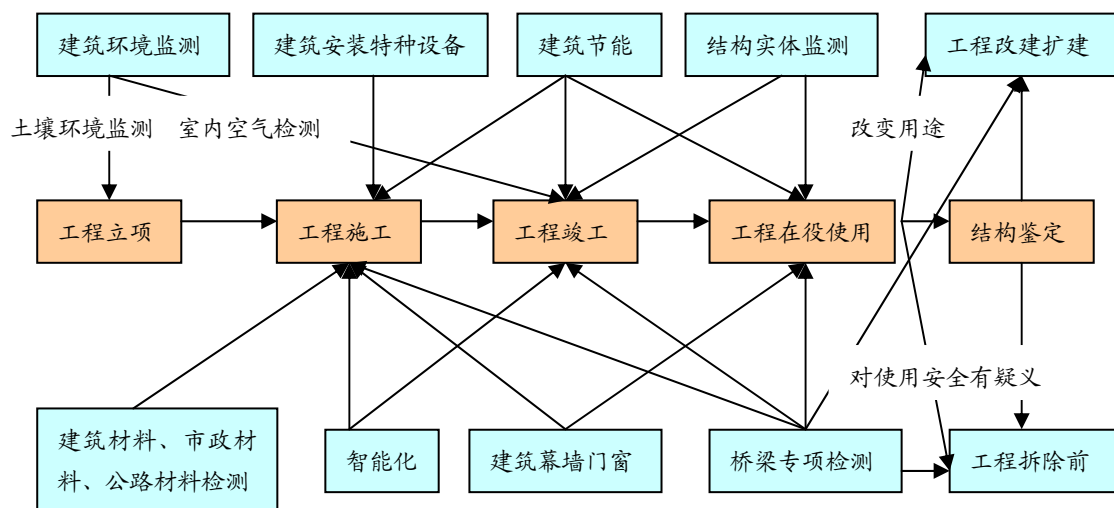
二、核心业务之一——检测技术服务为优质现金流业务

2.1、检测业务应用范围极其广阔

建设综合技术服务大概包括以下四个方面：1、工程项目开工前的工程勘察、建筑设计等；2、工程项目开工后的工程质量监控，包括工程质量检测和工程质量监理；3、建筑物附加增值体系技术服务及建设技术咨询与培训；4、建筑物改建、扩建及使用寿命鉴定技术服务。

应该说，建设工程质量检测与鉴定服务始终贯穿、伴随建筑工程的建设全过程（包括工程立项、施工、竣工、验收交付使用）、使用全过程（包括改建、扩建、过程安全性、可靠性和使用寿命鉴定）和拆除全过程。

图 8：建设检测覆盖建筑工程建设全过程



资料来源：东北证券整理

2.2、公司目前检测以建设为主、交通为辅，高毛利率，提供充裕现金流

公司目前在建设检测方面已经非常成熟，具有全部 14 项建筑工程质量检测专项资质证书（福建省两家，公司是其中一家），除建筑业务外，交通业务也是目前重点发展方向，交通检测方面目前拥有公路乙级资质证书和桥梁乙级资质证书（属于交通厅下属机构审批，公司已争取到资质），是福建省内唯一同时具有建设和交通两系统检测资质的公司。目前福建省内虽然有 140 多家检测机构，但公司规模属于最大，客户合作时间长，具有一定的粘性。

公司 2009 年建设综合技术服务收入为 10992.62 万元，其中建设工程质量检测业务收入为 10268.10 万元。整体收入占比中还是以建设检测业务为主，2009 年交通方面业务量占到公司检测业务量的 20% 左右，交通业务的特点是单个标的体量大，如高速公路、高铁等。2010 年 1-9 月份，以检测业务为主的综合技术服务实现营业收入 8000 多万，我们预计全年能够达到 1.27 亿元左右，同比大约增长 16%。

综合技术服务毛利率很高，以往三年分别为 66.77%、66.39%和 67.99%，均超过 65% 以上，净利率可以达到 40%以上，高毛利率的原因主要是检测业务对提供方检测人才、检测技术、检测设备和检测研发能力等有较高要求，技术壁垒较高，一般企业很难获得和获全资质证书，另外检测的成本主要在于人工和检测设备的折旧成本，成本较低。交通这块的毛利率会比建筑检测业务的稍微低一些，交通的毛利率估计在 50%左右，因为需要野外作业，设备投入比较大。极高的毛利率，相对简洁的收款机制，使得检测业务成为公司优质的现金流业务，一方面为公司提供充裕的现金流，改善公司财务状况，另一方面能够为公司的业务扩张提供资金保障。

2.3、上市后，公司跨区域、扩领域检测开始逐步发力，未来年检测业务收入有望保持稳定持续增长

应该来说，公司检测业务的成长性还是比较明显，从 2004 年的 3000 多万收入规模到 2009 年的 1 亿元规模，增长较为迅速。2008、2009 年受到金融危机影响，增速有望放缓，但目前影响在逐步褪去，未来增速有望进一步提升。

公司的检测业务的收入增长一直来源于区域扩张和领域扩张带来的累计效应。长期以来，公司的检测业务主要集中在福建本地区域，到目前，福建也是检测业务收入的主要来源地，但是近年来，随着公司的逐步发展，通过异地扩张来改变福建业务高集中度的愿望也十分强烈。2008 年，公司通过设立重庆天润匠心，进军西南市场，目前运行平稳。2010 年 7 月，通过收购上海中浦勘查技术研究所，又开始进军华东市场，尽管目前上海所得检测资质还是以地基、测绘为主，年收入也仅在 500 万左右，对整体赢利作用不大，但是随着资质的逐步扩充和经营机制的改善，有望逐步成长壮大。一系列的新设和收购活动显示了公司并不局限目前业务发展的战略雄心，公司方面也表示，后续也会关注合适的区域和收购目标来拓展检测业务。对于未来检测业务的区域扩张选择方面，一个是要看扩张区域的地区建设总量是否够大和有发展潜力，二要看区域市场是否相对规范。

在扩领域方面，除了目前传统的建筑材料检测、地基基础检测、混凝土结构检测等基于结构安全目的的传统检测项目外，近几年还新兴出现了钢结构检测、建筑起重机械设备检测、建筑智能设备检测、建筑电器设备检测及建筑节能检测（目前已开始做，长远看，建筑环保节能检测领域需求巨大）等各类新型检测需求，由于公司具有完备的检测资质业务和长期的检测技术积累、检测人才储备，公司能够较竞争对手容易进入这些新型领域并获得订单。另外在交通领域，目前只有公路工程乙级、桥梁乙级检测资质，但是交通业务的其他细分市场也很大。

三、核心业务之二——第三代减水剂业务替代空间巨大，市场前景广阔

3.1、减水剂描述（概念、分类、功能、发展历程）

混凝土外加剂是在混凝土、砂浆、净浆拌合时或在额外增加的拌合操作中掺和量等于或少于水泥质量 5%，而使混凝土的正常性能得以按要求改性的一种产品。目前混凝土外加剂产品可分为 14 类产品，500 多种细分产品，主要分为以下 4 大类：1、改善混凝土

拌合物流变性能的外加剂（包括普通减水剂和高效减水剂、引气剂和泵送剂等）；2、调节混凝土凝结时间、硬化性能的外加剂（包括缓凝剂、早强剂和速凝剂等）；3、改善混凝土耐久性的外加剂（包括引气剂、防水剂和阻锈剂等）；4、改善混凝土其他性能的外加剂（包括膨胀剂、防冻剂、着色剂等）。

其中以减水剂用途最广、用量最大，其他种类外加剂一般作为附属添加剂与减水剂一起复配使用。

减水剂的主要功能：节约水泥、降低成本、缩短工期、改善混凝土施工性，提高建筑物的质量和使用寿命。

发展历程：第一代普通减水剂（以木钙为代表）、第二代高效减水剂（以萘系为代表，主要有磺磺萘磺酸盐系、磺化三聚氰胺系、脂肪族系、氨基磺酸盐系等）和第三代高性能减水剂（以羧酸系为代表）

3.2、目前国内第三代减水剂刚起步，存在第三代对第二代的替代过程，未来市场空间极其广阔

目前使用的混凝土减水剂以第二代萘系减水剂和第三代羧酸系减水剂为主。羧酸系减水剂折固掺量一般为水泥用量的 0.1%-0.4%，减水率高于 30%，可使混凝土的水灰比降低到 0.3 以下，同时使混凝土的坍落度保持在 200mm 以上。萘系减水剂属于阴离子表面活性剂，其减水率高低与其掺量有直接关系。萘系减水剂的折固掺量为水泥用量的 0.7%-1.1%，减水率为 15%-25%。显然，羧酸系减水剂具有低掺量、高减水增强率、和水泥的适应性好、混凝土坍落度损失小等优点，较少量的羧酸系减水剂能够达到和较多量萘系减水剂起到对混凝土减水同样的效果，因此从产品自身特性和经济效益来讲，未来更多企业也愿意用第三代减水剂来逐步替代第二代减水剂，而且目前由于原料价格的推升，使得第二代减水剂的价格相比第三代减水剂优势已经不是很明显了。

另外，从上游来看，二代减水剂的源头是工业萘，工业萘从炼钢剩余焦炭、焦油产品线过来，而三代减水剂的源头是环氧乙烷，环氧乙烷从石化乙烯产品线过来，应该说，三代产品的原材料来源更加广阔。三代减水剂的合成路径调整可以到分子结构，操作和改进空间很大，而二代调整空间则相对较小。公司目前羧酸系减水剂的合成路径有 5 条，而且还存在可以改进的空间，每一种合成路径使得产品能够适合更多地质条件和材料情况下的区域环境。并且从节能环保的角度来看，第三代减水剂也要相对环保。

目前国内占比较低，未来市场空间广阔。目前，在日本、欧美等发达国家第三代羧酸系减水剂已占到混凝土减水剂市场的 60%，传统的萘系第二代减水剂已经处于市场的衰减期。而我国目前仍以萘系减水剂为主，约占减水剂使用量的 80%，羧酸系减水剂还处于起步阶段。

根据国外混凝土减水剂行业的发展经验，羧酸系减水剂将以其优越的产品性能，以高于减水剂行业平均水平的速度快速增长，羧酸系减水剂占减水剂总量的比例将持续提升。根据中国混凝土网不完全统计，2006 年商品混凝土产品为 4.76 亿立方米，2007 年 5.9 亿立方米（同比增速 23.9%），2008 年 6.9 亿立方米（同比增速 16.9%），2009 年 7.9 亿立方米（同比增速 12.9%），我们假设 2009-2012 年我们商品混凝土产品年均增速为 10% 左右，那么到 2012 年我国商品混凝土将达到 10.5 亿立方米，按照平均每立方米掺 6 公斤高效减水剂计算，约需高效减水剂 630 万吨，如果到 2012 年，国内萘系减水剂的市场占有率将降到 50% 以下，羧酸系减水剂市场占比将达到 30% 以上，那么总产量将达到 200 万吨左右，考虑到铁路、公路、水利水电等大型单体工程和混凝土预构件厂商领域的需求，市场潜力更为巨大。

3.3、公司未来第三代羧酸系减水剂即将成倍放量

公司是国内少数几家（不超过 10 家）掌握第三代羧酸系减水剂的合成和应用技术的企业，并独立开发了 5 条合成路线，可以根据工程的实际需要对产品性能进行有针对性的调整。

另外，公司解决了全标号水泥羧酸系减水剂的应用问题。之前由于羧酸系减水剂具有较高的减水率，在 C40 以下低标号混凝土中使用无法充分发挥其高减水率优势，在低标号混凝土中应用时易产生过度减水而导致的和易性不良，因此一直以来商品混凝土行业都将羧酸系产品的使用限制在高级高性能混凝土的领域，羧酸系减水剂占总减水剂用量的比例不足 20%。为解决此难题，公司自行开发了低温酯化及一步共聚工艺，而且在产品的后续工艺改进上储备了专有共聚技术，保证产品的技术性能指标领先于国内同业水平。通过共聚改性工艺，公司羧酸系减水剂产品成功实现了全标号混凝土的应用，解决了传统羧酸系产品在低标号混凝土中应用时和易性不良的技术难题，标志着羧酸系减水剂产品在低标号混凝土中应用的突破，扩大了羧酸系减水剂产品的适用范围。

目前公司减水剂合成产能 4.06 万吨，基本还是以二代为主，其中 0.86 万吨羧酸系减水剂产能。2009 年公司减水剂销量 6.42 万吨。

募投项目方面，漳州项目 5 万吨羧酸系减水剂（2009 年下半年开始建设），包括 2 条 1.5 万吨，1 条 2 万吨，计划于 2011 年 5、6 月份开始投产，预计分两年达产，第一年达产比例 50%，第二年全部达产，但估计会比计划要快。目前已经有 1 条 1.5 万吨的已经投产。

另外，上市后，随着资金实力的增强，公司也通过收购的方法来扩充产能，2010 年 6 月，公司收购重庆建研科技有限责任公司 76.23% 的股权，重庆生产基地主要是以二代减水剂，主要是氨基和脂肪族，目前产能 2 万多吨左右，目前处于投产前准备阶段。我们了解到重庆当地由于砂石非常细，是那种很细的河沙，不是非常适合羧酸系产品。

2010 年 10 月，公司收购贵州建工建材有限责任公司 100% 股权，贵州建工建材有限责任公司生产三代减水剂，目前没有投产，1 万吨左右的产能。贵州具有发展第三代减水剂的天然优势，当地的砂石非常适合做三代减水剂。

应该说，随着募投项目和收购项目的逐步投产，公司的减水剂业务将迎来爆发式的增长，未来羧酸系减水剂将达到 6 万吨左右，第二代减水剂将达到 5-6 万吨。

三代减水剂全面达产将对公司减水剂业务的毛利率的起到显著提升作用，并影响公司的盈利水平。二代减水剂的毛利率大概为 20%，三代减水剂毛利率今年估计在 40% 左右（7、8 月刚投产），今年估计会有所降低，但应该会保持在 30% 以上，三代达产后，公司减水剂业务的毛利率整体会保持在 30%-35% 左右，比原来的 15%-20% 将有大幅提升。届时也将对公司的盈利产生重要影响。

市场竞争对手方面，目前主要分为两块，一块如浙江五龙等化工厂，也做分销，产量高，销售额低，毛利率相对较低，江西五冠也是类似情况。另一块如江苏博特，专业做减水剂厂商，是行业老大，目前减水剂产能为 28 万吨，做大型工程，10 个亿的产值，是公司以往产值的 10 倍，今年减水剂产值的 5 倍左右，应该说，公司规模比博特要小，但技术、专利上一点也不比博特差。特别是上市后，公司人才团队、资金实力得到加强。目前外加剂业务 200 多人，营销人员 40-50 人，支撑现在 2 个亿左右的减水剂业务没什么问题，未来会继续扩大业务队伍。

四、 盈利预测及估值——现有业务提供足够安全边际、第三代减

水剂业务给市场一定想象空间，给予“推荐”评级

4.1、分业务盈利预测

我们根据公司的现有业务情况，以及募投项目的具体内容和进程判断，大体做了公司分业务的盈利预测：

表 1：公司分业务盈利预测表：

建研集团各项业务预测					单位：万元
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营项目销售					
技术服务	10,774	10,993	12,751	14,664	16,864
增长率		2.03%	16.00%	15.00%	15.00%
混凝土外加剂	12,823	12,615	20,184	32,295	51,672
增长率		-1.62%	60.00%	60.00%	60.00%
商品混凝土	12,715	9,445	13,695	20,542	30,813
增长率		-25.72%	45.00%	50.00%	50.00%
工程施工	937	1,139	911	1,185	1,481
增长率		21.56%	-20.00%	30.00%	25.00%
其他	1,031	2,190	2,847	3,702	4,812
增长率		112.45%	30.00%	30.00%	30.00%
销售合计	38,280	36,382	50,389	72,388	105,642
增长率		-4.96%	38.50%	43.66%	45.94%
主营项目毛利					
技术服务	7,153	7,474	7,906	9,092	10,624
毛利率	66.39%	67.99%	62.00%	62.00%	63.00%
混凝土外加剂	2,571	3,492	4,037	9,043	17,569
毛利率	20.05%	27.68%	20.00%	28.00%	34.00%
商品混凝土	908	565	(274)	1,027	1,541
毛利率	7.14%	5.98%	-2.00%	5.00%	5.00%
工程施工	89	121	109	142	178
毛利率	9.52%	10.58%	12.00%	12.00%	12.00%
其他	302	548	712	925	1,203
毛利率	29.29%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利合计	11,023	12,199	12,490	20,229	31,114
毛利率	28.80%	33.53%	24.79%	27.95%	29.45%

资料来源：东北证券

4.2、公司盈利预测及估值

根据上述分业务盈利预测，并结合公司经营状况，我们给出公司未来几年整体盈利预测，我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年每股收益为 0.41 元、0.83 元和 1.40 元，对应目前股价，相应 PE 为 71.2X、35.2X 和 20.8X。

尽管对于今年的业绩来看，目前的股价对应估值偏高，但是考虑到公司现有业务的稳定和持续性，以及第三代减水剂逐步投产对公司毛利率和盈利带来的较大提升，目前的高估值有望逐步被平抑。

和市场一般观点不同的是，虽然公司有混凝土业务，但是由于混凝土业务对公司的利润贡献非常小，因此我们认为公司不是一般的混凝土公司，可以按照专业技术服务和新材料制造企业来看待，同时考虑到公司未来的利润增速，我们认为可以给予公司 2011 年每股收益 45 倍 PE 的估值，对应的目标价为 37.35 元，给予公司“推荐”评级。

表 2: 公司盈利预测表:

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	38280	36383	50391	72390	105645
营业成本	27257	24184	37900	52160	74530
营业税金及附加	771	787	857	1231	1796
销售费用	791	931	2116	2534	3169
管理费用	2451	2652	3628	4705	6339
财务费用	376	272	140	(109)	(129)
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(71)	242	(500)	(500)	(500)
其他收入	143	(483)	(0)	0	0
营业利润	6705	7316	5249	11369	19440
营业外净收支	147	562	550	550	550
利润总额	6853	7878	5799	11919	19990
所得税费用	1294	997	870	1907	3198
少数股东损益	(30)	14	10	21	36
归属于母公司净利润	5588	6867	4919	9991	16756
股本(万股)					
每股收益(元)					

资料来源：东北证券

五、 风险提示

5.1、公司募投项目进展低于预期

5.2、公司原材料上涨超出预期。

公司三大盈利预测表:

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	38280	36383	50391	72390	105645
营业成本	27257	24184	37900	52160	74530
营业税金及附加	771	787	857	1231	1796
销售费用	791	931	2116	2534	3169
管理费用	2451	2652	3628	4705	6339
财务费用	376	272	140	(109)	(129)
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(71)	242	(500)	(500)	(500)
其他收入	143	(483)	(0)	0	0
营业利润	6705	7316	5249	11369	19440
营业外净收支	147	562	550	550	550
利润总额	6853	7878	5799	11919	19990
所得税费用	1294	997	870	1907	3198
少数股东损益	(30)	14	10	21	36
归属于母公司净利润	5588	6867	4919	9991	16756
资产负债表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	6285	5821	70088	57156	64936
应收款项	15629	17583	18764	28151	43652
存货净额	703	994	1562	1793	2527
其他流动资产	228	807	4535	6515	9508
流动资产合计	22845	25205	94949	93614	120623
固定资产	11762	17362	34226	51177	52412
无形资产及其他	5531	5407	5227	5047	4867
投资性房地产	244	282	282	282	282
长期股权投资	0	45	45	45	45
资产总计	40382	48301	134729	150165	178229
短期借款及交易性金融负债	6800	5700	0	0	0
应付款项	9925	12597	14176	19169	28752
其他流动负债	2118	1584	3208	3648	5251
流动负债合计	18843	19881	17384	22817	34003
长期借款及应付债券	0	2000	2000	2000	2000
其他长期负债	0	0	0	0	100
长期负债合计	0	2000	2000	2000	2100
负债合计	18843	21881	19384	24817	36103
少数股东权益	281	295	302	314	336
股东权益	21257	26125	115044	125034	141790
负债和股东权益总计	40382	48301	134729	150165	178229
现金流量表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	5588	6867	4919	9991	16756
资产减值准备	(684)	313	(242)	0	0
折旧摊销	1263	1206	1516	3515	5649

公允价值变动损失	71	(242)	500	500	500
财务费用	376	272	140	(109)	(129)
营运资本变动	(2672)	(412)	(2515)	(6165)	(7942)
其它	654	(299)	248	13	21
经营活动现金流	4221	7434	4425	7853	14984
资本开支	(4748)	(7230)	(18458)	(20786)	(7203)
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(4748)	(7275)	(18458)	(20786)	(7203)
权益性融资	0	0	84000	0	0
负债净变化	0	2000	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0	0
其它融资现金流	951	(4623)	(5700)	0	0
融资活动现金流	951	(623)	78300	0	0
现金净变动	424	(464)	64267	(12932)	7781
货币资金的期初余额	5861	6285	5821	70088	57156
货币资金的期末余额	6285	5821	70088	57156	64936
企业自由现金流	670	1473	(14877)	(13977)	6725
权益自由现金流	0	(1150)	(20696)	(13886)	6833

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。