

永清环保(300187)深度研究报告

——立足脱硫的环保综合服务提供商

谨慎推荐

首次评级

节能环保

发布时间：2011 年 12 月 22 日

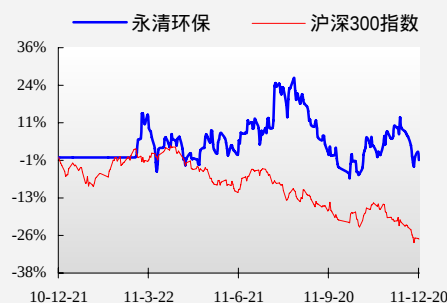
投资要点：

- 永清环保是由永清集团发起设立，从事环保工程总承包类企业，公司主要业务集中在与烟气排放相关的环保工程的总承包和运营业务上，实施的环保工程大多附属于业主火电锅炉、钢铁烧结锅炉、有色冶炼窑炉等主体设施之上。
- 节能环保是我国 7 大战略新兴产业之首，十二五期间的总投资额有可能达到 3 万亿元，整个节能环保行业未来爆发性增长是非常值得期待的。永清环保作为一家具备自主创新能力的环保企业，可以在行业增长的过程中，取得优于行业平均水平的可观收益。
- 总体看来，永清环保的突出特点是在既有业务上过硬的技术优势和良好口碑，劣势主要受各业务的整体环境和规模限制。我们认为公司最近两年主营业务的主要支柱是火电脱硫、钢铁烧结脱硫和火电脱硝，环评业务爆发性强，但具有一定不确定性。
- 我们认为公司近两年在外部扩张过程中难免要损失一部分毛利率，因此在盈利预测上较为保守。预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.68 元、1.14 元和 2.02 元，对应的动态市盈率分别为 70 倍、42 倍和 24 倍。公司由于其在后端减排领域的技术优势和 EMC 服务带来的创新服务溢价，可以享受较高的估值水平。但是考虑到目前公司估值水平在环保板块明显高于平均水平，股价已对公司的业务优势有所反应，暂时给予公司“谨慎推荐”评级。
- 未来公司业绩增长的触发点：脱硝业务订单量增加、取得甲级环评资质。
- 风险提示：火电企业脱硝意愿持续降低；公司外延式扩张受阻。

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	288.69	14	41.75	18	0.63		76.2	
2011E	386.84	34	45.59	9	0.68		70.6	
2012E	560.92	45	75.89	66	1.14		42.1	
2013E	796.51	0.42	134.96	78	2.02		23.8	

走势图



市场数据

2011/12/21

收盘价：	48.00 元
52 周最高价：	62.99 元
52 周最低价：	44.10 元
平均持仓成本：	51.87 元

基本数据

2011Q3

总股本（万股）：	6,678
流通 A 股（万股）：	6,678
每股收益（元）：	0.43
每股净资产（元）：	11.21
每股经营现金流（元）：	-1.35
市净率：	4.28

分析师：王师

执业证书编号：S0550511030001

TEL: (8621)6336 7000-248

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangs@nescn.cn

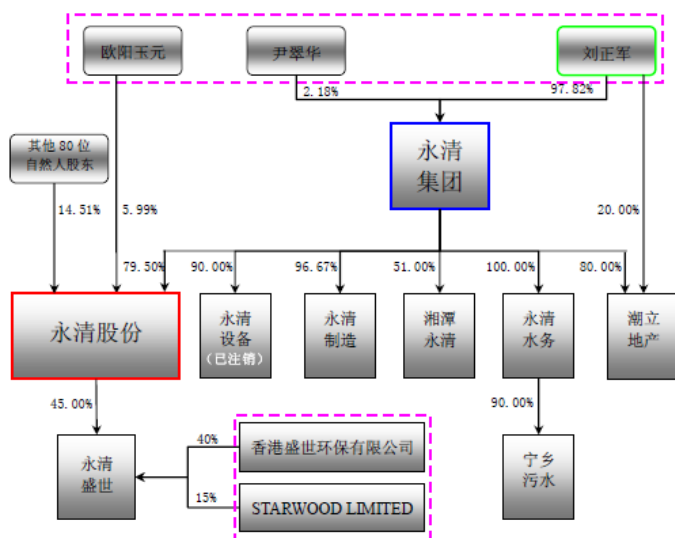
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

1、公司简介：后端减排专家

永清环保是由永清集团发起设立，从事环保工程总承包类企业，公司主要业务集中在与烟气排放相关的环保工程的总承包和运营业务上，实施的环保工程大多附属于业主火电锅炉、钢铁烧结锅炉、有色冶炼窑炉等主体设施之上。

图1 永清环保股权结构图



资料来源：公司公告 东北证券

永清环保是我国环保行业中近年来崛起的代表性企业，公司由火电脱硫起家，目前逐步向钢铁烧结脱硫、火电脱销、余热发电利用、环境影响评价等业务大力扩展。

公司最为核心的价值是其自我研发的脱硫技术，我们认为公司未来可能由工程承包类企业转化成一个具备提供一揽子解决方案的综合环保服务提供商。

2、环保行业现状

环保行业具有明显的外部性，由于过去我国经济的长期粗放型发展，环保违规成本较低，因此高耗能产业对烟气、固体排放污染物的控制缺乏主动性。然而，随着从国家层面对节能和环保行业的重视，以及部分细分行业的明确补贴，环保行业发展迅速。

图2 全国废气排放总量 年 亿立方米

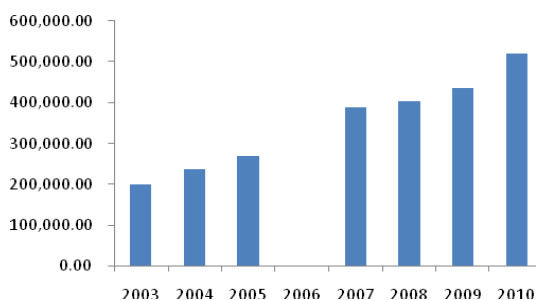
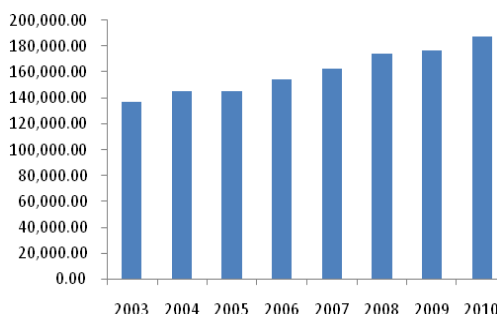


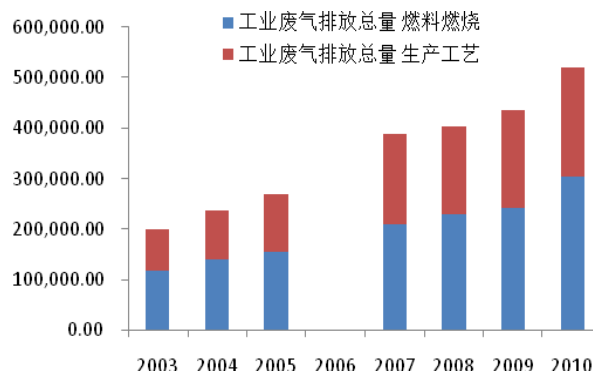
图3 全国工业废气治理设施数 套



资料来源：wind 东北证券

截至 2010 年，我国当年工业废气排放总量达到 51.9 万亿立方米，过去 7 年平均增速达到 15%，尽管近两年我国在整治废气上投入较大，但 2010 年工业废气排放总量的增长却快于前几年，“十二五”内大气整治的压力仍然非常之大。

图 4 工业废气排放来源 年 亿立方米



资料来源：wind 东北证券

过去几年间，工业废气排放结构中，燃料燃烧产生的废气增量略微高于生产工艺环节，去年这种趋势尤为明显。因此，如何在燃料燃烧过程的前端和后端减少废气排放，是目前废气处理领域的主要布局方向。

1987 年我国首次颁布《大气污染防治法》，将环境保护，尤其是大气污染的强制保护纳入上升到法律范畴。在大气污染防治过程中，控制酸雨区和二氧化硫污染是最重要的两项措施，永清环保的主营业务即围绕着清除大气污染中的硫氧化物和氮氧化物展开。

3、主营业务分析——立足脱硫 多管齐下

永清环保主营业务涉及节能、减排中多个领域，专注于后端减排。火电脱硫、钢铁脱硫是现阶段主要业务。随着脱硝电价补贴的逐渐铺开，公司脱硝业务有望在未来几年迅速发展。

除提供设备新建和改造外，未来公司有希望在环保评价上做大做强，成为集设备设计、建造、维护，环评服务为一体的综合性环保企业。

表 1：永清环保主营业务发展

所属行业	涉及业务	2004——	2007——	2009——	2010——
火电	脱硫	●	●	●	●
	脱销		●	●	●
钢铁	烧结脱硫		●	●	●
	热电联产			●	●
有色金属	脱硫		●	●	●
石油石化	脱硫除尘			●	●
环境咨询	环评				●

资料来源：东北证券

3.1 火电脱硫业务

火电脱硫行业具有明显的外部性，由于过去我国经济的长期粗放型发展，环保违规成本较低，因此高耗能产业对烟气排放污染物的控制缺乏主动性。然而，随着从国家层面对节能和环保行业的重视，以及明确的脱硫补贴，脱硫行业在过去几年间迅速发展。

图 5 工业二氧化硫排放量

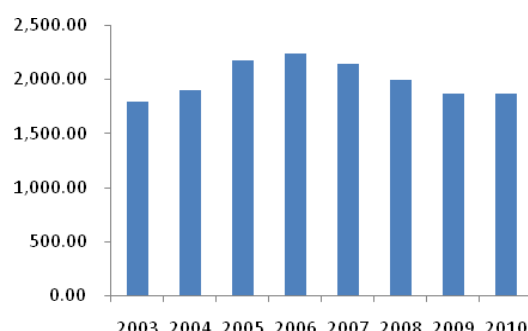
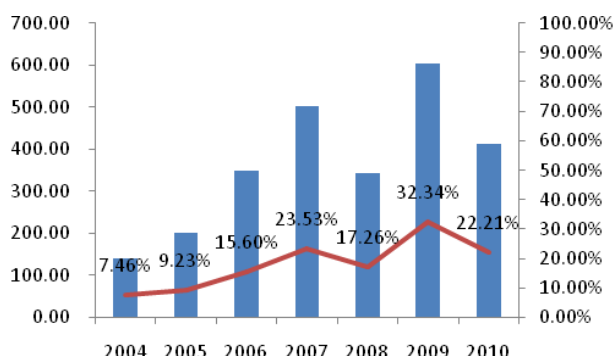


图 6 工业二氧化硫去除量及占比



资料来源：wind 东北证券

表 2：全国火电装机容量与脱硫机组装机容量变动趋势

	2006	2007	2008	2009	2010
火电装机容量 亿千瓦	4.84	5.54	6.01	6.51	7.066
增长率		14.5%	8.5%	8.3%	8.5%
新增火电装机容量 亿千瓦	0.93	0.7	0.47	0.5	0.55
增长率		-24.7%	-32.9%	6.4%	10.0%
火电脱硫装机容量 亿千瓦	1.6	2.7	3.79	4.7	5.46
增长率		68.8%	40.4%	24.0%	16.2%
新增火电脱硫装机容量	1.07	1.1	1.09	0.91	0.76
火电脱硫装机容量占火电装机容量比例	33.06%	48.74%	63.06%	72.20%	77.27%

资料来源：东北证券

十一五前期是国内火电脱硫行业迅速发展期，2006 至 2010 年，每千瓦时 0.15 分的脱硫补贴使得国内火电厂对配备脱硫装置的积极性大大提高。脱硫装机容量年均增长率达到 37.3%，

目前火电脱硫市场的发展空间来自两部分：1、增量机组的配套设施建设；2、存量机组的设备改造。火电脱硫市场尽管在十一五期间发展较快，但目前面临瓶颈。近几年火电装机总量虽然仍在上升，但增速放缓明显。另一方面，脱硫行业在过去 5 年间的迅速发展也已经把存量市场基本覆盖。截至 2010 年底，全国火电脱硫装机容量已占火电装机总量 77%。在未来的几年中，火电脱硫市场总体规模增速会放缓。按照脱硫设备改造费用约为 75 元/千瓦时、新建成本为 150 元/千瓦时的标准进行测算，结合现有存量和增量机组规模，预计每年市场容量约 80 亿元。

永清进入火电脱硫领域时，全国脱硫行业已经进入高度竞争的状态，远达环保、国电龙源、大唐科技等公司背靠五大发电集团占有技术优势和客户优势。

表 3：国内火电脱硫主要企业

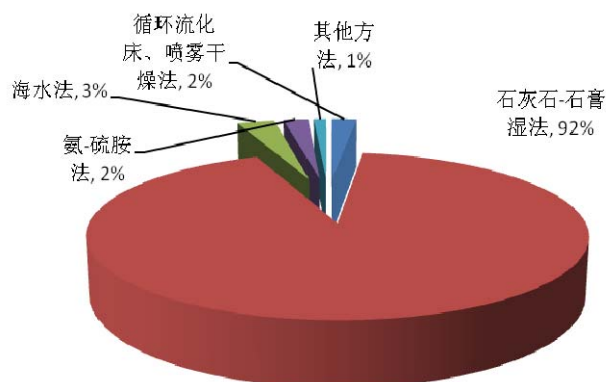
公司名称	公司简介
中电投远达环保工程有限公司	从属于中电投集团，是上市公司九龙电力的子公司，主要从事脱硫、脱硝、催化剂制造、水务等产业。
北京国电龙源环保工程有限公司	从属于国电集团，是国电科技环保集团有限公司的子公司。该公司是国内最早从事电力环境污染治理的企业，目前主要承接大型火电厂燃煤机组烟气脱硫工程、脱硝工程、布袋除尘等业务。
中国大唐集团科技工程有限责任公司	从属于大唐集团，公司涉足领域包括电站工程总承包、环保、冷却技术、电力设计、水务、投资运营等六大产业板块，涉及节能环保、电力建设、再生能源开发等领域。
中国华电工程（集团）有限公司	从属于华电集团，主要从事重工装备、环保水务、新能源及总承包、电力技术研究与服务四大板块业务。产品和服务涵盖电力、化工、港口、冶金、市政、新能源等领域。
福建龙净环保股份有限公司	业务包括除尘、脱硫、脱硝、物料输送、小型水电站、安装工程、技术服务、材料销售、房地产销售、物业管理等，其中除尘和脱硫是公司的主要业务。
武汉凯迪电力环保有限公司	主营业务为大气污染控制设备、装置和设施的设计、工程应用、建造和其他相关服务等。
北京博奇电力科技有限公司	主要从事烟气脱硫、污水处理、垃圾焚烧发电、污泥处理等业务。
山东三融环保工程有限公司	主要从事火电厂烟气脱硫、脱硝、电力、气力输灰、电力除尘、市政及工业废水处理工程的设计、采购、加工、安装及调试，提供系统集成总承包一条龙服务，同时进行系统部分配套设备布袋除尘器和真空皮带脱水机的加工和制造

资料来源：公司公告 东北证券

从历史来看，永清环保能在竞争激烈的脱硫领域脱颖而出，出要依托其早期较好的技术选择和自身的技术发展。

烟气脱硫技术按脱硫剂及脱硫反应产物的状态可分为湿法、半干法及干法三大类。目前我国应用最为广泛的烟气脱硫技术是石灰石-石膏湿法，该法在国内脱硫市场中占有绝对优势。

图 7 全国脱硫技术占比



资料来源：东北证券

表 4：烟气湿法脱硫中各个技术比较

技术种类	工艺特征	副产物	成本 元/kgSO ₂	收益性	商业应用情况	特殊性	脱硫 效率
石灰石--石膏湿法	利用石灰石中碳酸钙与二氧化硫反应去除烟气中 SO ₂ 。	石膏	1.2~1.5	吸收剂价廉易得,副产石膏可用作建材。	上世纪 80 年代开始商业应用,市场份额最大。	可应用于所有烟气脱硫领域。	95%以上
海水法	利用海水中的碳酸盐和碳酸氢盐的碱性 with 二氧化硫反应去除烟气中 SO ₂ 。	含有硫酸钠盐海水	0.6-0.8	投资小,综合运行成本低。	上世纪 90 年代投入商业应用,由于使用海水,市场份额受限。	含有硫酸钠盐溶液排入海洋是否会影响到海洋生态有待验证。	90%以上
氨-硫铵法	利用氨水吸收二氧化硫生成硫酸铵去除烟气中 SO ₂ 。	硫酸铵	1.4-1.8	吸收剂价格高,运行成本高,有氨逃逸形成二次污染。	上世纪 90 年代开始商业应用,市场份额较小。	副产物硫酸铵夹带重金属被禁止用于农业。	99%以上
钠碱法	利用烧碱或纯碱与二氧化硫反应去除烟气中 SO ₂ 。	亚硫酸钠	盐析结晶: 1.0-1.4 蒸发结晶: 1.5-1.8	投资小,盐析结晶综合运行成本低,具有显著的节能优势。	蒸发结晶工艺于上世纪中期投入商业应用,盐析结晶工艺于本世纪初投入商业应用,仍处于市场推广阶段。	副产物亚硫酸钠外售可实现较好的经济效益。	95%以上

资料来源：东北证券

上世纪 90 年代,国内引进大批脱硫技术和设备,多数为全盘照搬,缺乏自主创新和技术再创造。在火电脱硫黄金 5 年中,早期曾有 300 余家企业从事相关业务,随着时间的推移,对技术的掌握程度和市场开拓能力使各公司地产生分化。永清环保在火电脱硫领域并不算元老企业,但其技术选择正确,加上公司将国内相关技术专家吸收为核心骨干,因此在国内火电脱硫市场中极具竞争力。

由于国内多家脱硫龙头企业为大型电力集团相关公司,因此市场曾担心非电力背景环保企业的拿单能力。事实上,电力脱硫行业市场化程度较高,电厂在选择脱硫企业时并不以关联度为第一考量。主要原因是过去几年脱硫行业快速发展过程中,很多技术不成熟企业承做项目在后续使用过程中环保指标达不到国家标准,这就给永清环保这类技术上有优势的后进入者提供了机会。

比如公司负责改造的贵州大唐发耳电厂机组,当初就是因为其环保设施在排放指标上低于正常标准,转由永清环保对其进行技术改造。当时公司仅用 30 天时间即对发耳电厂脱硫设备改造完毕,迅速达到减排指标,此后该电厂 2#3#4#机组脱硫设施均由公司负责建设维护。

3.2 钢铁及有色金属烧结脱硫业务

钢铁行业二氧化硫等大气污染物排放量仅次于电力行业,占全国工业排放量 11%,烧结过程中产生了大量的粉尘、二氧化硫、二氧化碳等污染物占钢铁总排放量 40-60%。

我国钢铁行业烧结烟气成分复杂,波动性较大,二氧化硫浓度变化大,范围在 400 - 5000mg/Nm³ 之间;除含有二氧化硫、粉尘外,还含有重金属、二恶英类、氮氧化物等。这在一定程度上增加了钢铁烧结烟气二氧化硫治理的难度。

据工信部发布的《钢铁行业烧结烟气脱硫实施方案》统计,截至 2009 年 5 月底,我国已建成烧结烟气脱硫装置 35 套,实现脱硫的烧结机共 40 台,烧结机总面积 6312 平

方米，形成烧结烟气脱硫能力 8.2 万吨。钢铁烧结脱硫项目中，已投入运行的烧结烟气脱硫装置采用的工艺主要有循环流化床法、氨-硫铵法、密相干塔法、石灰石-石膏法等。

相对火电脱硫和脱硝，钢铁烧结脱硫、有色金属烧结脱硫和水泥烧结脱硫市场容量相对较小，但是永清在钢铁和有色金属烧结脱硫方面的专利技术最具排他性，目前公司已经成为钢铁烧结行业中市场占有率最高的企业。但由于钢铁烧结脱硫市场形成时间不长，行业内并未形成垄断企业，行业内市场占有率排名前五的其他公司与永清环保差距不算大。

表 5：国内钢铁烧结主要企业

公司名称	公司简介
武汉都市环保工程技术股份有限公司	主要从事钢铁行业的脱硫工程等环境保护与资源再生利用工程的技术研究、咨询、设计、设备整套供货和工程总承包建设业务。
大连绿诺环境工程科技有限公司	主要从事环保产业、新能源、新技术、新产品的开发和应用，是专业从事废水处理、烟气脱硫脱硝、节能和资源循环利用新产品的技术开发、工程设计、产品制造、设备成套和施工、安装、调试、培训等业务的高新技术企业。

资料来源：公司公告 东北证券

公司的钠碱法脱硫技术是国际领先的有色金属脱硫技术，而公司所在地湖南为我国有色之乡，这给公司在有色金属烧结领域创造了良好先机。

从长远来看，钢铁、有色金属、水泥等高耗能行业烟气脱硫市场总量相对电力脱硫脱硝要小，这一定程度上也限制了公司钢铁、有色烧结脱硫业务的发展，但是这块业务弹性较大，短期增速还是可以期待的。

3.3 环评业务

随着国家对环保重视程度的增强和十二五期间节能减排压力逐年增加，环境影响评价已经成为各类耗能项目开工的必要条件。现在国内环评单个项目规模约为项目固定资产投资的 4%-6%，因此环评市场规模非常可观。

环境影响评价的审核单位是环保部，目前国内具备出具环评意见的多数为各省环保厅下辖的事业单位，企业非常少，永清环保是具有环评资格的民营企业主体。民营企业和事业单位尽管在环评业务上存在竞争，但民企在营销的主动性上远非事业单位可比，这是公司未来发展该业务的最主要优势。

公司现在持有乙级环评资质，如果能够取得甲级资质，则可参与全国范围内的环评项目。全国范围内，环评业务营收最大的主体环评业务年收入在 3000 万左右，公司计划在明年做到全国范围内环评业务规模最大的公司。公司 2010 年环评业务毛利率达到 76%。

3.4 脱硝业务

脱硝（也称脱氮）是指通过各种方法减少化石燃料燃烧向大气排放氮氧化物（NO_x）的过程。脱氮可以分为燃烧前脱氮、燃烧中脱氮和燃烧后脱氮三种。永清环保主要从事燃烧后脱硝。

燃烧后脱硝即烟气脱硝，即通过加装脱硝装置来对燃烧生成的氮氧化物进行处理。

目前的烟气脱硝方法有选择性催化还原法(SCR)和选择性非催化还原法(SNCR)。SCR 烟气脱硝技术是指在催化剂的作用下,利用还原剂(如 NH_3)“有选择性”地与烟气中的 NO_x 反应并生成无毒无污染的水和二氧化氮。SCR 技术对锅炉烟气氮氧化物控制效果十分显著,脱硝效率可以达到 85%以上,是目前世界上应用最广泛的一种烟气脱硝技术,

脱硝业务目前在公司主营业务中占比较小,但随着管理层对脱硝补贴政策的明朗化以及公司过去几年的项目储备,未来几年中脱硝业务成长性较好。

2011 年 11 月,发改委公布上调国内电价的同时,也对脱硝补贴进行了落实。发改委提出:为鼓励燃煤发电企业落实脱硝要求,部分试点省份安装并运行脱硝装置的燃煤发电企业,经国家或省级环保部门验收合格的,报省级价格主管部门审核后,试行脱硝电价,电价标准暂按每千瓦时 0.8 分钱执行。

我们测算目前电厂新建脱硝装置的单位成本约为 200 元/千瓦时,高于脱硫设施的新建成本,从存量市场来看,火电脱硝有将近 1500 亿的市场规模;每年也有 120 亿元/年的新增市场。

表 6: 国内脱硝主要企业

公司名称	公司简介
北京国电龙源环保工程有限公司	从属于国电集团,是国电科技环保集团有限公司的子公司。该公司是国内最早从事电力环境污染治理的企业,目前主要承接大型火电厂燃煤机组烟气脱硫工程、脱硝工程、布袋除尘等业务。
上海电气石川岛电站环保工程有限公司	主要从事电站环保工程的总承包、设计、咨询等业务,由上海电气集团股份有限公司和日本 IHI 株式会社投资组建。
中国大唐集团科技工程有限责任公司	从属于大唐集团,公司涉足领域包括电站工程总承包、环保、冷却技术、电力设计、水务、投资运营等六大产业板块,涉及节能环保、电力建设、再生能源开发等领域。

资料来源:公司公告 东北证券

尽管在脱硫业务中,永清环保进入时间较晚,但公司早年即把发展战略放在高耗能产业的减排治理上,因此 07 年即开始对脱硝市场进行了前期准备,去年就对广东、湖南部分电厂进行了项目洽谈。今年年末,公司拿到湖南省火电脱硝特许经营第一单。

2011 年 11 月 28 日,公司与湖南华电石门发电厂签署了烟气脱硝的特许经营协定,该协定约定永清环保负责该项目的投资、设计、建设、运营和维护,这是湖南省内首个烟气脱硝协定。在该项目中,永清环保负责华电石门电厂 2*300mw 机组的脱硝设施工程,合同总价值为 1.2 亿元。

我们认为脱硝业务未来几年增长性和确定性都比较强:相对公司的脱硫业务,脱硝增长性强;相对环评、土地污染治理等业务,脱硝的确定性强。我们建议短期内重点关注公司脱硝业务的订单储备和签订情况。

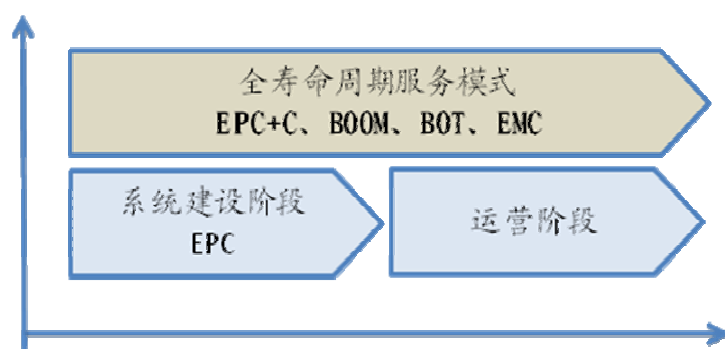
4、EMC 的积极意义

尽管脱硝业务发展的确定性和增长性强,但我们对当前火电脱硝市场产生一定疑虑。在发改委公布脱硝补贴电价之前,市场对脱硝补贴的预期为 1-1.2 分/千瓦时,部分较为乐观的预期为 1.5 分。因此实际出台的 0.8 分/千瓦时的补贴略低于市场预期。脱硝市场和脱硫市场类似,都具有明显的外部性,政府补贴是电厂愿意增加附加装置的最主

要动力。以 0.8 分/千瓦时进行测算，假设标的机组的年利用小时数为 5300 小时，那么相关电厂要 4.8 年才能通过政府补贴覆盖加装脱硝装置的成本，我们担心这一定程度上会影响电厂短期的脱硝意愿。

解决此问题的方法就是采用投融资一体的合同能源管理（EMC）模式来进行运营，这样既可一方面解决火电企业的投入意愿，又可有效扩大脱硝行业的市场。

图 8 EMC 模式覆盖项目时间较长



资料来源：东北证券

EMC 的基本模式是节能服务公司通过与客户签订节能服务合同，为客户提供一整套的节能服务，并从客户进行节能改造后获得的节能效益中收回投资和取得利润的一种商业运作模式，和传统的 EPC（工程总承包）模式相比，EMC 覆盖整个项目服务周期，不但在设备安装设计工程中全权参与，还要对项目的后期运营进行维护。我们认为 EMC 模式在脱硝领域具备至关重要的作用，如果 EMC 模式全面铺开，火电企业脱硝意愿将大大增强。

5、投资策略

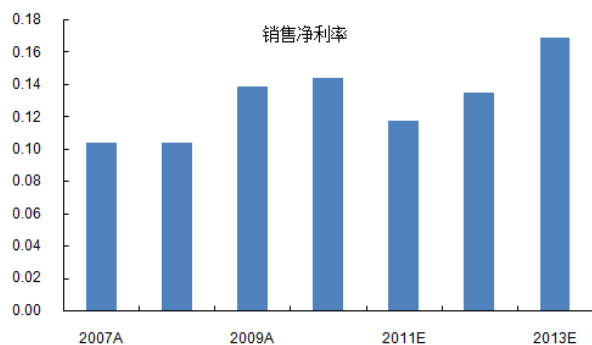
节能环保是我国 7 大战略新兴产业之首，十二五期间的总投资额有可能达到 3 万亿元，整个节能环保行业未来爆发性增长是非常值得期待的。永清环保作为一家具备自主创新能力的环保企业，可以在行业增长的过程中，取得优于行业平均水平的可观收益。

综合观察整个公司的业务情况，我们认为公司在生产经营上具备以下特点：

	优势	劣势
地域特点	湖南省内发展快速，已经创立应有知名度和市场份额	在向省外扩张时，销售费用增加，毛利率下降
火电脱硫	技术选择正确	行业进入时间较晚，市场规模增速降低
火电脱硝	布局较早，具备 EMC 能力	补贴较低，短期火电企业意愿不强
钢铁、有色金属脱硫	技术水平非常高，钠碱法脱硫技术成本、收益突出	市场容量相对不足
环境评价	高毛利率业务，公司已经取得乙级资质	行业规模不大

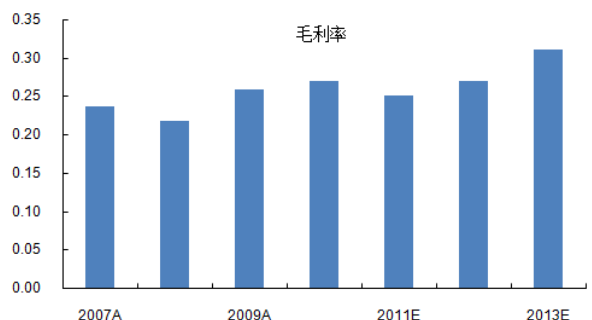
总体看来,永清环保的突出优势是在既有业务上过硬的技术优势和良好口碑,劣势主要受各业务的整体环境和规模限制。我们认为公司最近两年主营业务的主要支柱是火电脱硫、钢铁烧结脱硫和火电脱硝,环评业务爆发性强,但具有一定不确定性。

图 9 永清环保销售净利润率变动情况



资料来源：东北证券

图 10 永清环保毛利率变动情况



资料来源：东北证券

表 7 环保行业基于一致性预期的估值水平对比

证券简称	PE 2011	PE2012	PB
易世达	28.79	21.27	2.10
天立环保	32.20	20.25	2.77
维尔利	41.47	26.89	3.12
国电清新	57.12	25.08	3.14
三维丝	36.08	22.30	3.59
中电环保	45.57	32.82	3.68
富春环保	35.24	29.26	3.84
凯迪电力	21.28	20.05	4.13
巴安水务	47.15	37.92	4.28
永清环保	54.75	29.40	4.30
桑德环境	39.71	27.65	7.77
平均	39.94	26.63	3.88

资料来源：wind 东北证券

我们认为公司近两年在外部扩张过程中难免要损失一部分毛利率,因此在盈利预测上较为保守。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.68 元、1.14 元和 2.02 元,对应的动态市盈率分别为 70 倍、42 倍和 24 倍。公司由于其在后端减排领域的技术优势和 EMC 服务带来的创新服务溢价,可以享受较高的估值水平。但是考虑到目前公司估值水平在环保板块明显高于平均水平,股价已对公司的业务优势有所反应,暂时给予公司“谨慎推荐”评级。

未来公司业绩增长的触发点:脱硝业务订单量增加、取得甲级环评资质。

风险提示:火电企业脱硝意愿持续降低;公司外延式扩张受阻。

利润表(单位:百万元)

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	288.69	386.84	560.92	796.51
减:营业成本	210.99	290.13	409.47	549.59
营业税金及附加	4.11	5.51	7.99	11.34
营业费用	6.20	11.61	16.83	23.90
管理费用	20.41	27.35	39.66	56.31
财务费用	0.50	-1.39	-2.30	-3.41
资产减值损失	-0.50	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	-1.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	45.91	53.64	89.28	158.77
加:其他非经营损益	3.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	49.40	53.64	89.28	158.77
减:所得税	7.65	8.05	13.39	23.82
净利润	41.75	45.59	75.89	134.96
减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	41.75	45.59	75.89	134.96

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

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。