

稳健、创新推动公司稳稳立于烟气治理的潮头

报告摘要:

公司作为全国环保除尘行业首家上市公司,专业致力于大气污染治理装备研究开发已有三十余年。在引进、消化国外先进技术的基础上,公司加大自主创新力度,开发多层次适合客户需求的产品,确立了在国内烟气治理领域的领先地位。

相关环保政策的陆续出台,对高烟气污染行业(电力、钢铁、水泥、化工等)的治理标准、治理时间进度都提出了明确、严格要求。在经济下滑、各行业产能普遍过剩的大背景下,投资不乏仍是拉动经济的重要手段,环保行业增加投资契合了满足减排、保护环境、带动经济的多目标性,大气污染物治理标准的贯彻执行还是存在较大概率,脱硫脱硝新规的出台倒逼脱硝进程加快启动。

降息、煤价下跌带来火电盈利改善和火电审批有所加快对主要客户为电力企业的公司来说,无疑改善了其经营环境。

目前除尘器业务收入在公司总收入中的占比超过半壁江山,其中又是以电除尘器总包为主。结合业务订单周期来看,钢材价格近期的快速下行对公司除尘器及配套设备业务的盈利能力短期有较大提升作用,进而提高公司整体毛利水平。

对内“西部挺进、东部整固”、对外大力开拓新兴经济体市场的战略提供了公司长期稳健发展的保证,同时也为公司涉足新的运营模式提供了契机。估值优势及稳定的分红都使得公司具备一定的投资价值。

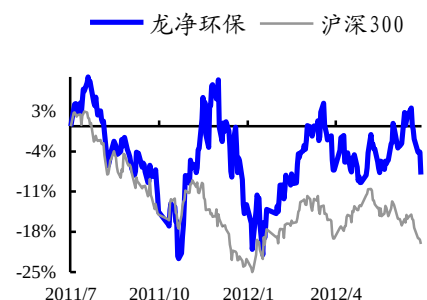
风险提示:脱硝推动进程远低于市场预期;脱硝业务实质启动后引入过多进入者进而导致过度竞争。

股票数据

2012-6-29

收盘价(元)	24.74
12个月股价区间(元)	19.88~29.95
总市值(百万元)	5,290
总股本(百万股)	214
A股(百万股)	214
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-5%	0%	-6%
相对收益	3%	0%	12%

相关报告

证券分析师: 吴江涛

执业证书编号: S0550512030001
(021)20361069 wujt@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,345	3,515	4,518	5,377	5,717
(+/-)%	-2%	5%	29%	19%	6%
净利润	231	254	332	386	422
(+/-)%	-11%	10%	30%	17%	9%
每股收益(元)	1.10	1.18	1.53	1.78	1.95
市盈率	22.5	21.0	16.2	13.9	12.7
市净率	2.51	2.31	2.10	1.89	1.69
净资产收益率(%)	11.1%	11.0%	13.0%	13.6%	13.3%
股息收益率(%)	0.8%	0.8%	1.8%	1.8%	1.8%
总股本(百万股)	208	214	214	214	214

目 录

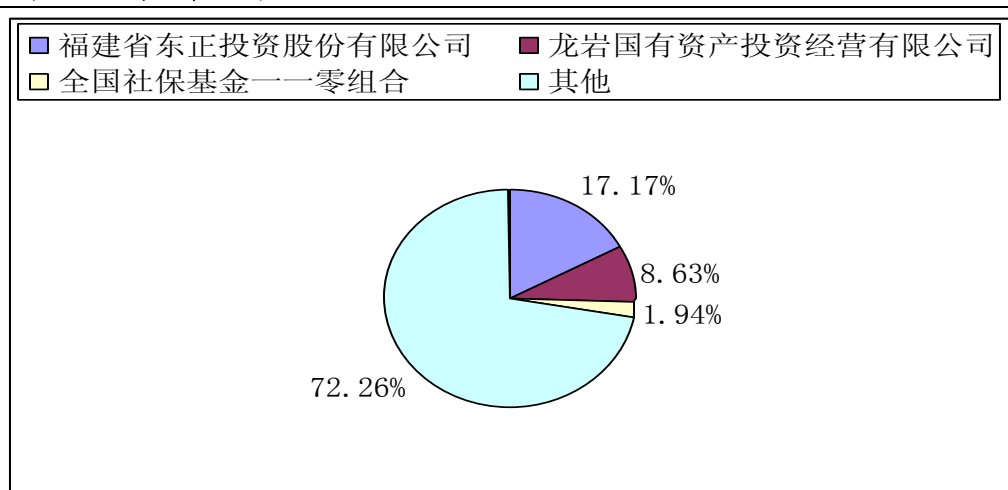
1. 公司概况	3
1.1 股权结构	3
1.2 公司业务	4
1.3 公司主要财务数据	7
2. 相关政策、法规、规划的出台对公司发展起到积极推动作用	9
2.1 环保政策出台推动除尘力度增强、范围扩大	9
2.2 脱硫脱硝新规出台倒逼脱硝进程加快启动	9
3. 钢材等原材料价格下跌提升公司毛利水平	11
4. 新的发展战略（契机）给公司带来新的发展机遇	12
4.1 “西北挺进、东部整固”战略助推公司业务发展	12
4.2 生产支撑职能得到强化	12
4.3 加大海外市场拓展	13
5. 公司投资建议及盈利预测	13

1. 公司概况

1.1 股权结构

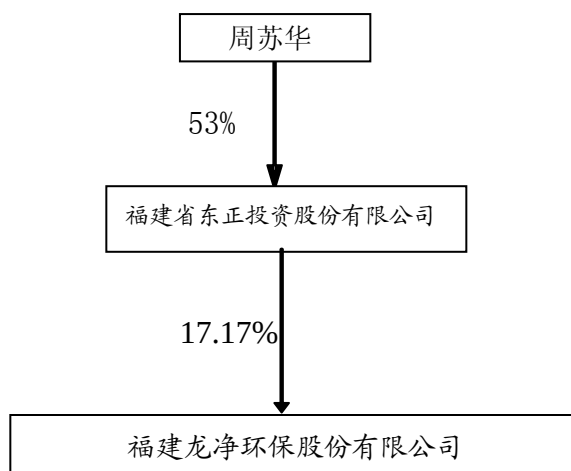
公司始建于 1971 年，并于 1998 年由龙岩市国有资产管理局作为主要发起人，联合龙岩市电力建设发展公司、中国电能成套设备总公司等其他十家法人单位共同发起设立的股份有限公司，是我国最大的专业从事烟气除尘、脱硫脱硝装置等大气污染治理设备机电一体化的研发制造基地。2000 年 12 月 29 日，公司登陆上海证券交易所，成为全国环保除尘行业首家上市公司。目前公司的母公司为福建省东正投资股份有限公司，实际控制人为周苏华。

图 1：公司股本结构



数据来源：东北证券，公司年报

图 2：公司与实际控制人产权及控制关系



数据来源：东北证券，公司年报

1.2 公司业务

公司的经营范围包括：环境污染防治设备（烟气脱硫治理、除尘设备等）、工业自动化控制系统装置；环保专用仪器、仪表；输送机械设计、制造、销售、安装；对外贸易；环境污染治理设施运营；环境工程（废气）专项工程设计甲级；房地产开发；室内装饰装修；对水利水电行业的投资。

公司主营业务来自于除尘器及配套设备、脱硫脱硝工程项目、环保设备安装、环保设备运输服务、BOT 项目等。主导产品涵盖了电除尘器、袋式除尘器、电袋复合式除尘器、除尘用高低压电控设备和计算机集控系统、湿法烟气脱硫装置、干法烟气脱硫装置、烟气脱硝装置、干式排渣机等大气环保系列产品。

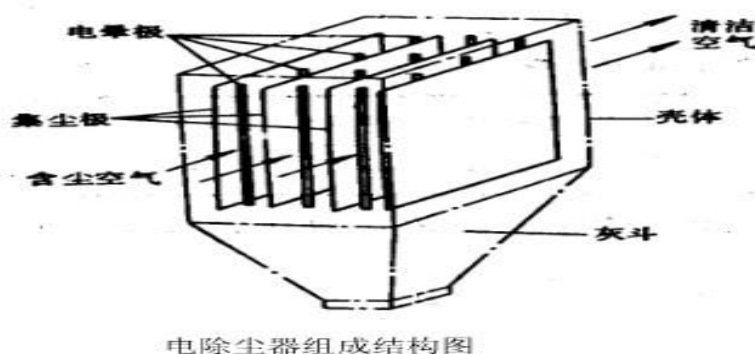
■ 除尘器

公司引进吸收消化美国 GE 公司全套电除尘器技术、德国鲁奇公司电除尘、布袋除尘技术等，在国内烟气除尘领域确立了领先地位。

电除尘器内部主要有电晕极（阴极）、收尘极（阳极）及振打系统组成，当电除尘器通电后，电晕极与收尘极间形成电场，烟气粉尘进入除尘器后在电场作用下发生电离，带电后的粉尘奔向尘极和电晕极并附着其上，通过对这两极的振打，粉尘落入灰斗达到收尘目的。电除尘器的主体结构是钢结构，全部由型钢焊接而成，外表面覆盖薄钢板和保温材料，钢材在总成本的比例相对较高。

图 3：电除尘器工作原理

电除尘器的工作原理



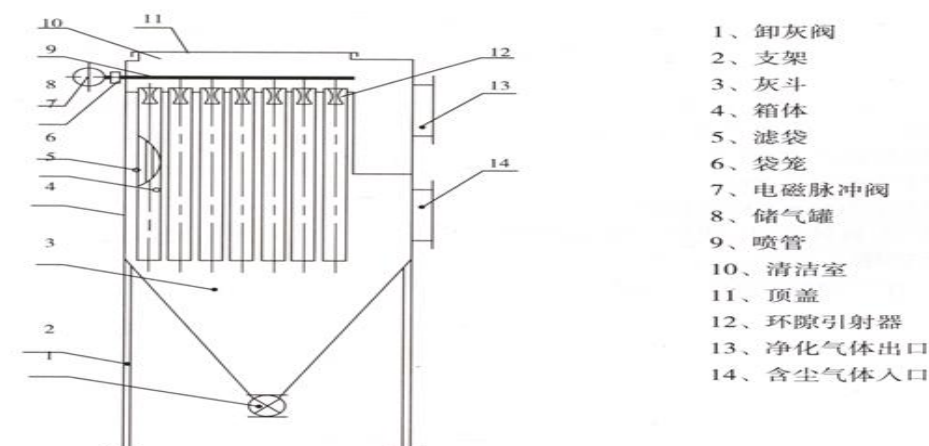
数据来源：东北证券整理

从图 3 看出，电除尘器中含尘烟气进入后不与其他物体碰撞，加之流速较低，气体阻力较小，相应电源耗能较少；从工作原理来看，电除尘器的除尘效率效率可以达到 99% 以上，且效率衰减很小，后期更换维护成本相对较低；从捕捉粉尘颗粒大小来看，电除尘器甚至捕获 $0.1\mu\text{m}$ 的颗粒粉尘，同时能适应高浓度粉尘的烟气；电除尘器能适应 400°C 以下的高温烟气；从烟气处理量来看，高炉、发电机组排出的烟气量达到 $1000000\text{m}^3/\text{h}$ 以上，电除尘器比较容易大型化，在火电及钢铁行业有一定的适用性。

电除尘器也存在一定短处，其主体结构是钢结构，需要钢材较多，初次投资费用较大，安装、维护管理水平要求比较高；此外，电除尘器应用受到粉尘比电阻的限制，相关研究表明， $10^4 - 10^{10} \Omega \cdot \text{cm}$ 范围以内最适宜于电气除尘，过高或过低对使用电除尘的经济性或效率性提出挑战。

袋式除尘器是种干式滤尘装置，适合捕捉细小、干燥、非纤维性粉尘，其结构如图 4 所示，主体包括上部箱体、中部箱体、下部箱体、清灰系统及排灰机构等部分组成。袋式除尘器的性能取决于滤袋材料、清灰系统等性能，滤料所用的纤维有棉纤维、毛纤维、合成纤维、玻璃纤维等，常用的滤料有涤纶绒布等。

图 4：袋式除尘器结构图



数据来源：东北证券，互联网

袋式除尘器相对电除尘器而言，结构简单，同样除尘效率情况下造价要低，同时不受粉尘比电阻的限制，耐腐蚀性较强，但袋式除尘器运营维护成本较高，目前只能做到 280°C 以下应用较广。

袋式除尘器其初次投资成本较低及其他的优势使得袋式除尘器的市场选择率有所上升，但短期电除尘为主的格局难以发生根本变化。从使用周期来看，电除尘寿命周期可达 30 余年，而滤袋寿命一般在 3 年左右，使用过程中出现异常情况往往使得其使用寿命进一步缩短，加之废弃的滤袋处理问题（不当会引起二次污染），火电行业袋式除尘器所占比例还很低。就是利用袋式除尘器比例很高的水泥行业来看，许多专家观点仍是袋式除尘器在水泥行业替代电除尘器不可能，电除尘器改进及自身优点会使其在水泥行业存有用武之地。在实际运行中，就拿环保做的比较好的欧洲来看，电除尘器仍占绝对地位（六到七成的市场占有率）也在一定程度说明了问题。所以公司的除尘业务仍以电除尘总包为主。

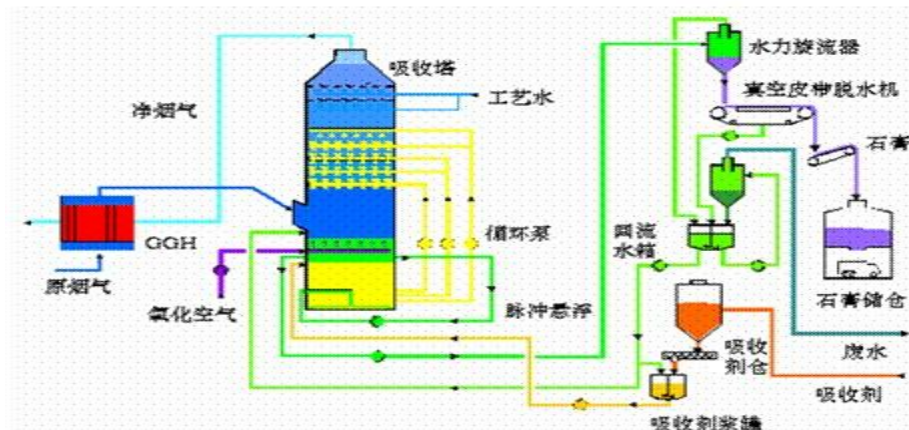
■ 脱硫脱硝

公司脱硫脱硝技术主要引进于德国鲁奇公司、潘特公司，经过多年吸收消化，公司具备强大的脱硫技术实力和丰富的成功案例，脱硝业务公司也积极介入。公司继续加大相关课题研究，如脱硫脱硝一体化研究、干法脱硫灰综合利用等，为进一步做好做强脱硫脱硝业务打下坚实基础。

石灰石-石膏湿法烟气脱硫系统

公司石灰石-石膏湿法烟气脱硫系统采用的是鲁奇公司 FGD 技术，具备脱硫效率高、可靠性强、脱硫副产品可综合利用、对锅炉燃煤煤质变化适应性好及锅炉负荷变化良好适应性等特点。

图 5：石灰石-石膏湿法烟气脱硫系统工艺流程



数据来源：东北证券，公司网站

烟气干法脱硫及多组分污染物协同净化系统

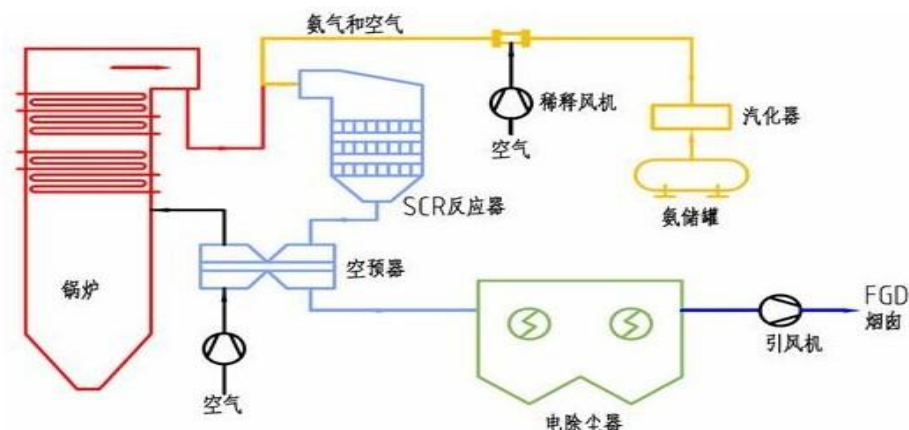
公司自 1998 年以来，成功开发一系列具备自主知识产权的干法脱硫技术和装置（LJD、LJS、LJG、LGF），获得国家环保部技术进步奖等，并在电力、烧结、焦化、垃圾、工业炉窑等领域获得成功应用。该系统具备：SO₃、HCl、HF 完全脱除，系统无需防腐；脱硫、除尘、除灰三位一体，大大降低投资与运行费用；节水、节能工艺，吸收剂和副产物干态，无废水排放等特点。

华能邯峰电厂 2×660MW 机组 LJD 干法脱硫除尘一体化装置的成功投运打破 600MW 等级机组采用单一湿法工艺的传统局面，为大型机组提供比湿法工艺更节水、节电、高性价比的新型干法脱硫工艺。宝钢股份梅钢公司 400m² 大型烧结机 LJS 全烟气干法脱硫装置于 09 年 7 月底投运标志 LJS 烧结干法烟气脱硫工艺技术取得长足进步。

SCR 烟气脱硝系统

公司与丹麦 TOPSOE 公司、美国 GE、德国 BALCKE-DURR 进行相关技术合作，参与国内多个脱硝示范工程及福建地区多个水泥行业脱硝工程，具备较全面的催化剂选型经验。目前公司建设的工程具备脱硝率较高、SO₂ 氧化率和 NH₃ 逃逸率低、模块化设计的蜂窝式或板式催化剂活性好、失活率低、寿命长、更换与再生方便等特点。

图 6：SCR 烟气脱硝系统工艺流程

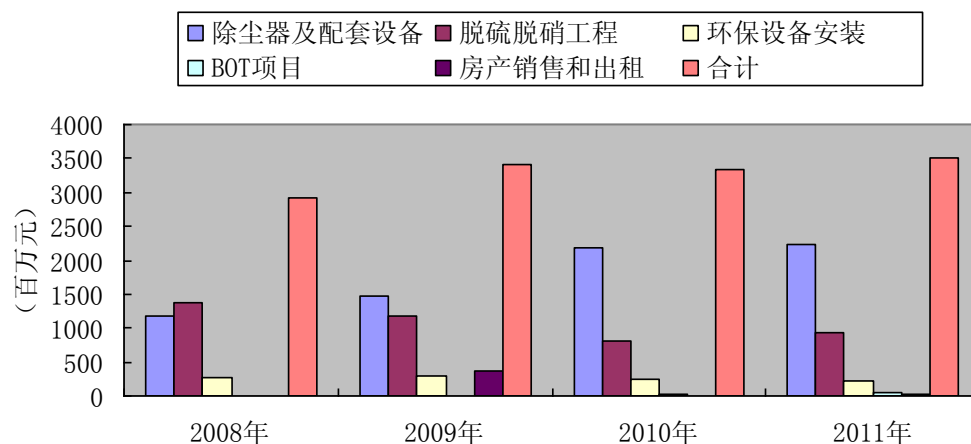


数据来源：东北证券，公司网站

1.3 公司主要财务数据

公司主要业务收入变化情况

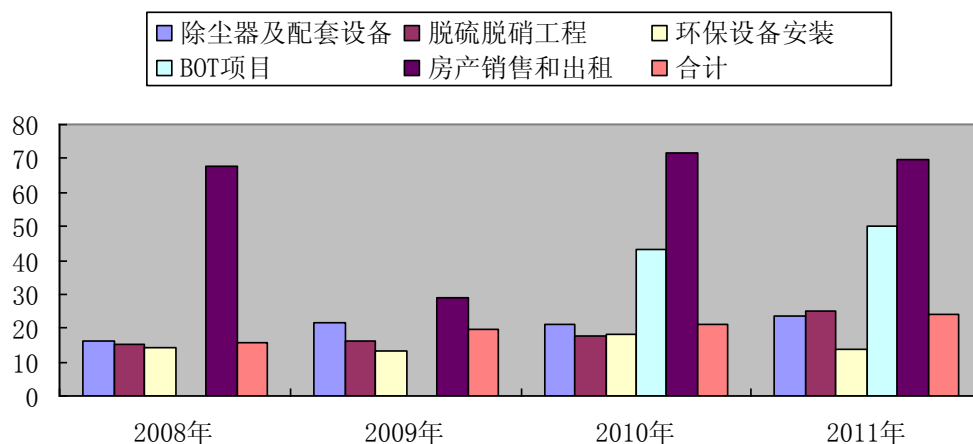
图 7：公司主要业务近几年收入变化



数据来源：东北证券，公司年报

公司主要业务毛利率变化情况

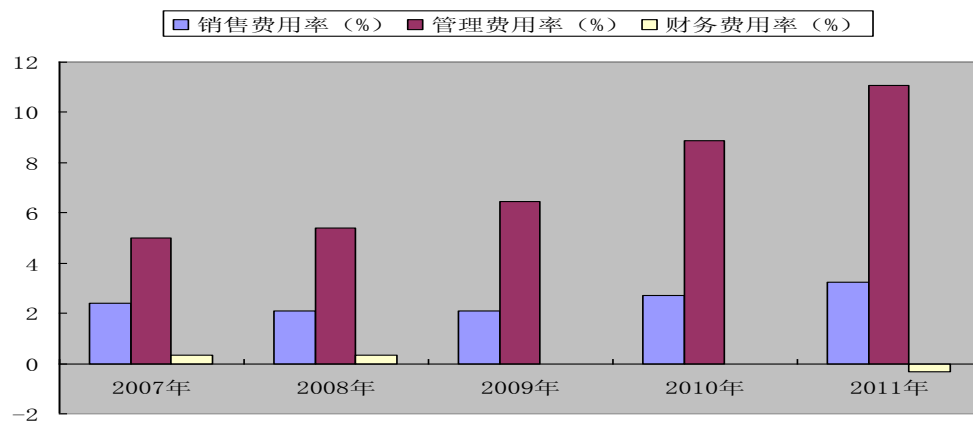
图 8: 公司主要业务毛利率近几年变化情况



数据来源：东北证券，公司网站

公司期间费用率变化情况

图 9: 公司期间费用率



数据来源：东北证券，公司网站

2011 年管理费用率较上年增长较大，主要是股权激励成本摊销、研发投入所致，2010 年管理费率增长的原因由研发费用、职工薪酬增加，考虑到职工薪酬、研发投入等开支仍较大，公司期间费用率维持在相对高位概率较大。

2. 相关政策、法规、规划的出台对公司发展起到积极推动作用

2.1. 环保政策出台推动除尘力度增强、范围扩大

《国家环境保护“十二五”规划》指出：深化颗粒物污染控制，加强工业烟粉尘控制，**推进燃煤电厂、水泥厂除尘设施改造**，钢铁行业现役烧团（球团）设备要全部采用高效除尘器，20 蒸吨（含）以上燃煤锅炉要安装高效除尘器；推进城市大气污染防治，2015 年主要污染物排放量显著减少，在京津冀、长三角、珠三角等区域开展臭氧、颗粒物（PM_{2.5}）等污染物监测（2012 年已开始），开展区域联合执法检查，到 2015 年上述区域复合型大气污染得到控制，所有城市空气环境质量达到或好于国家二级标准，酸雨、灰霾和光化学烟雾污染明显减少。

2011 版的《火电厂大气污染物排放标准》对新建、改建、扩建锅炉机组执行 30mg/m³ 烟尘排放限值。工信部发布的《关于水泥工业节能减排的指导意见》要求，“十二五”末，全国水泥颗粒物排放在 2009 年基础上再降低 50%。

PM_{2.5} 的监测无疑对除尘行业的发展起到推动作用。考虑到监测成本等系列问题，其从一线城市向二三线城市的推进需要一个时间问题，此外，还存在其他企业利益诉求问题，一旦监测标准提升，必然引起电力、钢铁、化工等高排尘企业除尘设备的改造和更新，在私家车控制可行性不大的情况下，对火电厂等的治理力度会有所增强，我们判断这是个渐进的过程，随着 PM_{2.5} 监测发布在二、三线城市的逐步推进（地方政府对高排尘企业进行治理的压力加大），改造更新市场会逐步释放出来。

公司作为除尘行业龙头企业，受益于市场扩容带来的机会。

2.2 脱硫脱硝新规出台倒逼脱硝进程加快启动

在脱硫脱硝专题报告，对比了 2003 版与 2011 版《火电厂大气污染物排放标准》二氧化硫、氮氧化物最高允许排放浓度，相对 2003 版数据而言，2011 版的排放极限值大大缩小，对脱硫脱硝的技术要求大大提升，具体而言，2011 版的《火电厂大气污染物排放标准》对新建火电机组二氧化硫排放限值为 100 毫克/立方米（部分地区 200 毫克/立方米），执行时间为 2012 年 1 月 1 日，现有机组排放极限为 200 毫克/立方米（部分地区 400 毫克/立方米），执行时间为 2014 年 7 月 1 日；对新建火电机组氮氧化物排放极限为 100 毫克/立方米（部分机组 200 毫克/立方米），执行时间为 2012 年 1 月 1 日，现有机组排放极限为 100 毫克/立方米（部分机组 200 毫克/立方米），执行时间为 2014 年 7 月 1 日。

在经济下滑、出口疲软、消费难大幅超预期的背景下，投资仍是拉动经济的重要手段。考虑到钢铁、水泥等诸多行业产能过剩，环保行业增加投资契合了满足减排、保护环境、带动经济的多目标性，有理由判断，电力机组大气污染物治理标准的贯彻执行还是存在较大概率。2011 年 12 月份，脱硝电价（0.8 分/千瓦时）落地，虽然低于市场预期，但在很大程度上还是提升了火电企业建设脱硝装置的积极性，在脱硫脱硝专题中，我们做出了决策层提升脱硝电价概率增大判断，对企业实施脱

硝的经济动力有所增强。借鉴脱硫市场发展历程（参见脱硫脱硝报告），加之工程建设周期考虑，2013 年上半年存在订单高峰。近期从各家公司回馈的信息来看，脱硝订单开始出现较快增长，在一定程度印证了判断的合理性。

表一 《国家环境保护“十二五”规划》减排主要目标

“十二五”环境保护主要目标				
序号	指标	2010 年	2015 年	2015 年比 2010 年增长
1	化学需氧量排放总量（万吨）	2551.7	2347.6	-8%
2	氨氮排放总量（万吨）	264.4	238	-10%
3	二氧化硫排放总量（万吨）	2267.8	2086.4	-8%
4	氮氧化物排放总量（万吨）	2273.6	2046.2	-10%
5	地表水国控断面劣 V 类水质的比例（%）	17.7	< 15	下降 2.7 个百分点
6	七大水系国控断面水质好于 III 类的比例（%）	55	> 60	上升 5 个百分点
7	地级以上城市空气质量达到二级标准以上比例（%）	72	≥ 80	上升 8 个百分点

数据来源：东北证券整理

针对脱硫市场，经过多年努力，目前火电脱硫装机相对较高，达到八成多，因此，钢铁、石油化工、非金属矿物制品脱硫推进成为实现“十二五”减排规划目标的重要举措。因此，非电行业的脱硫市场一定程度填补了火电脱硫市场需求的萎缩。粗略测算下来，“十二五”期间（具体参见脱硫脱硝专题报告）火电脱硫装置改造、新建市场容量近 700 亿元，钢铁烧结脱硫市场容量达到 240 亿左右。

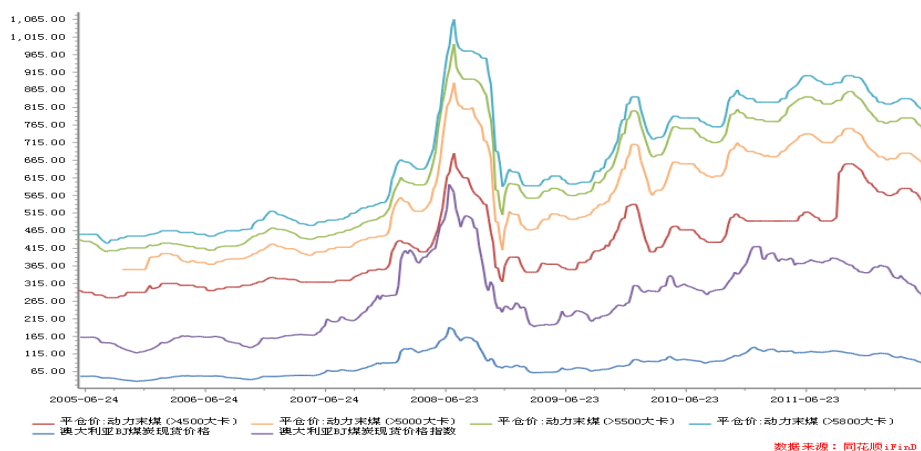
2.3 降息、煤价下跌带来火电盈利改善及火电审批有所加快带来行业机会

在电源建设方面，“十二五”期间虽然加大水电开发力度，但重点发展火电，特别是加快西部煤炭资源丰富地区煤电基地建设，推行煤电一体化建设，预计期间近 2 亿千瓦装机容量都来自煤电一体化基地，公司早已实施“西进”战略审时度势把握了规划机遇。考虑前期对火电审批节奏较慢，国家发改委、国家能源局有关负责人近期称，将加快火电项目审批节奏，加之之前由于煤价高企带来火力发电亏损导致一批火电项目推迟开工，预计未来两三年火电机组对脱硫脱硝设备出现较旺需求。

目前整个火电行业的负债水平较高（70%以上），央行降息（甚至是降息周期）给火电行业带来较大利好，加之煤炭价格快速下跌引致火电企业盈利能力快速上升。因此，电力企业投资建厂动力及环保设备投资增加，同时对上游企业回款的情况有很大改善。

因此，在经济面临下滑背景下，公司经营环境却呈现一定的抗周期性。

图 10: 秦皇岛、澳大利亚 BJ 煤炭现货价格（价格指数）变化情况

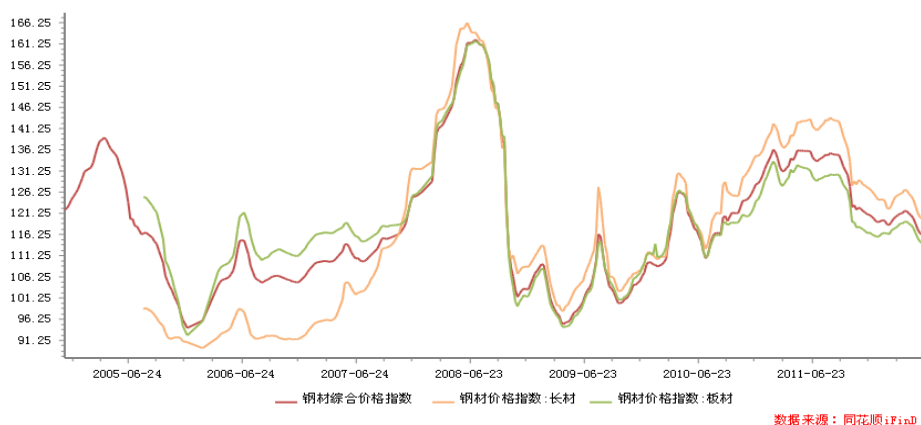


数据来源：东北证券，同花顺

3. 钢材等原材料价格下跌提升公司毛利水平

危机影响国内实体经济后，钢材的价格指数出现快速下滑，虽然后期在经济刺激政策的作用下，钢材价格指数有所反弹，但自 2011 年中后钢材价格指数出现持续下滑。

图 11: 国内钢材价格指数变化情况



数据来源：东北证券，同花顺

从近期来看，国内粗钢月产量仍保持在六千万吨之上，维持在较高的产量水平，在投资有所放缓的背景下，进一步加剧供需失衡矛盾。与此同时，全国钢材社会库存量仍处于高位，压制了钢材价格上涨的动力，特别是冷轧库存及中厚板目前库存量较一季度末未出现明显回落。

从未来一段时间来看，供过于求的局面难以改变，加之新增产能的释放，市场竞争依然激烈，价格存在继续下探的压力。

在业务、财务数据中了解到，2011 年公司除尘器及配套设备业务收入占到总收入近 64%，公司除尘器业务主要分布在火力发电行业（包括钢铁企业自备电厂），以电除尘总包为主。而考虑到在手订单中除尘器业务占到半壁江山，预计今年公司此类业务收入占比仍将过半，在电除尘总包业务中，钢材成本的占比达到 60-70%之多，因此，结合公司业务订单周期来看，钢材价格的下行短期对公司除尘器及配套设备业务的盈利能力有较大提升作用，进而推动公司整体毛利水平提高。

4. 新的发展战略（契机）给公司带来新的发展机遇

4.1. “西北挺进、东部整固”战略助推公司业务发展

国家能源建设重心逐步移向西部地区，特别是煤电基地的建设，公司在几年前就开始了脱硫西进战略，取得一批富煤缺水地区火电大机组及钢铁烧结脱硫合同（毛利率较高的干法脱硫占比持续提升），同时，对公司脱尘器及脱硝业务带来发展契机。西部地区相对低廉煤炭价格保证了该区域火电在近几年火电行业整体盈利情况不佳的情况下取得较好盈利水平，保证了公司在该地区回款情况较好。

在西进过程中，公司综合各方面因素考虑，介入了华电新疆发电有限公司乌鲁木齐热电厂 2×330MW 热电联产工程烟气脱硫特许经营项目，采用了 BOT 模式建设，项目 2009 年完工后给公司带来不错效益。公司后续在控制好风险（煤含硫情况、项目机组的小时利用数情况等）的情况下，会坚定选择一些好的项目推进公司 BOT 业务发展。随着国内产业转移推进，西部地区建设加快，公司在西部地区选择合适项目推进的可能性更大。

在积极推行西部战略同时，公司继续整固东部市场。6 月份公司公告称参与广州控股非公开发行股票，根据地方发电集团是公司除尘、脱硫的重点及重要开发客户，这次参股用电大省、机组利用率相对较高的广东省的广州控股，表明其进一步稳固传统市场的决心，对未来脱硝业务爆发增长打下坚实基础。

4.2. 生产支撑职能得到强化

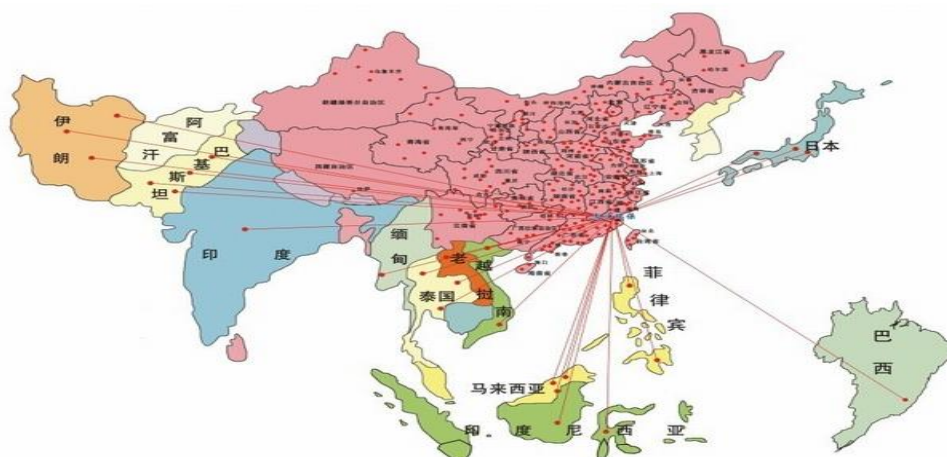
公司凭借环保领域的声誉在各地升级产业、大力发展环保产业的背景下具备一定全国生产布局的优势。2011 年公司同时在西安、天津、武汉、龙州、新疆、盐城等地生产基地的建设或征地工作，随着生产基地的陆续投产，生产支撑职能、服务支撑职能得到提升，同时原来需要外协的部分公司逐步自己生产，对产品质量把控、毛利率提升都是一件好事。

公司规模的扩大，规模效应提升，集中采购带来的效应越来越明显，进而对新进竞争对手形成一定壁垒，特别是对于除尘器、脱硫业务，未来竞争格局相对稳定。

4.3. 加大海外市场拓展

公司应对国内除尘、脱硫市场发展的放缓，公司加大海外拓展力度，以新兴国家作为突破重点，相关国家发展阶段及环保相对落后的状况为公司向外拓展提供了广阔的空间。公司在印度、印尼、老挝、越南、柬埔寨等国家获取了除尘、脱硫业务项目。2012 年公司将重点执行加里曼丹项目（合同额超过 11 亿元），树立良好的品牌效应，为后续拿更多订单铺好路。

图 12：公司营销网络



数据来源：东北证券，公司网站

5. 公司投资建议及盈利预测

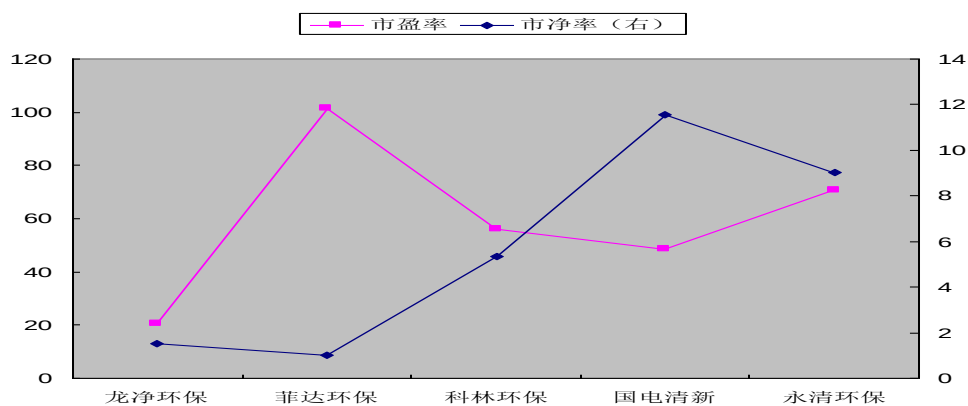
公司作为一家稳健经营的环保公司，专注于烟气污染物治理。随着环保“十二五”规划出台，环保行业投入、治理力度都会上一个新台阶。2011 版的《火电厂大气污染物排放标准》治理期限的临近，脱硝业务快速爆发期的时点将会临近，公司必然收益于此。对于公司目前主要收入来源的除尘器业务，主要原材料（钢材）价格的持续下跌必然提升了业务的毛利水平。

对内“西部挺进、东部整固”、对外大力开拓新兴经济体市场的战略提供了公司长期稳健发展的保证，同时也为公司涉足新的运营模式提供了契机。公司新盈利模式 BOT 推进的速度及海外市场开拓进展情况有比较好表现会推动公司估值溢价。

公司作为五大发电集团体系外的环保公司，近几年在火电烟气脱硫产业取得的进步还是引人注目，中电联发布的火电烟气脱硫产业信息提到，2010 年度公司投运的脱硫工程容量、签订合同订单等方面进入前三的行列。2008 年到 2010 年已投运机组容量的复合增长率达到 50% 左右，其中 2010 年当年投运的脱硫机组容量达到 803 万千瓦。在未来脱硫市场及脱硝市场公司具备保持稳健增长的态势，看好公司的长期投资价值。

2012 年、2013 年公司 PE 分别为 16.17、13.90，相对主要可比公司而言是最低的，从市销率来看，2013 年公司市销率小于 1，公司估值具备一定优势。结合公司综合情况来看，给予 2013 年 16-18 倍的市盈率较为合理，股价合理区间为 28.5-32 元。

图 13: 相关上市公司市销售、市净率（最新）



数据来源：东北证券，公司网站

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	561	770	892	1,626
交易性金融资产	0	771	892	1,626
应收款项	843	1,160	1,347	1,360
存货	2,341	2,954	3,609	3,496
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	4,787	6,000	7,283	7,954
可供出售金融资产	92	92	92	92
长期投资净额	364	365	367	368
固定资产	466	644	783	868
无形资产	191	211	221	236
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	1,190	1,370	1,444	1,453
资产总计	5,977	7,369	8,727	9,406
短期借款	143	0	0	0
应付款项	782	1,004	1,231	1,200
预收款项	2,378	3,208	3,871	4,024
一年内到期的非流动负债	150	0	0	0
流动负债合计	3,608	4,462	5,390	5,534
长期借款	1	1	1	1
其他长期负债	27	340	480	690
长期负债合计	65	340	480	690
负债合计	3,647	4,803	5,871	6,225
归属于母公司股东权益合计	2,290	2,521	2,806	3,126
少数股东权益	40	46	50	55
负债和股东权益总计	5,977	7,369	8,727	9,406

利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,515	4,518	5,377	5,717
营业成本	2,666	3,404	4,094	4,378
营业税金及附加	41	60	65	71
资产减值损失	25.29	22.75	16.48	13.07
销售费用	113	154	183	194
管理费用	390	497	575	572
财务费用	-11	-9	-17	-26
公允价值变动净收益	-1	0	0	0
投资净收益	3	2	3	3
营业利润	293	392	462	517
营业外收支净额	24.25	24.00	26.00	24.00
利润总额	317	416	488	541
所得税	64	84	103	120
净利润	254	332	386	422
归属于母公司净利润	252	327	381	417
少数股东损益	2	6	4	5

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	254	332	386	422
资产减值准备	0	0	0	0
折旧及摊销	42	61	72	84
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	-11	-9	-17	-26
投资损失	-3	-2	-3	-3
运营资本变动	-526	29	-250	194
其他	42	-12	-9	0
经营活动净现金流量	-212	433	195	686
投资活动净现金流量	-287	-235	-118	-66
融资活动净现金流量	81	11	44	114
企业自由现金流	-511	188	66	602

财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益 (元)	1.18	1.53	1.78	1.95
每股净资产 (元)	10.71	11.79	13.12	14.62
每股经营性现金流量 (元)	-0.99	2.03	0.91	3.21
成长性指标				
营业收入增长率	5.1%	28.5%	19.0%	6.3%
净利润增长率	10.3%	29.6%	16.7%	9.3%
盈利能力指标				
毛利率	24.2%	24.7%	23.8%	23.4%
净利率	7.2%	7.2%	7.1%	7.3%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	84	80	83	84
存货周转率 (次)	312	284	293	296
偿债能力指标				
资产负债率	61.0%	65.2%	67.3%	66.2%
流动比率	1.33	1.34	1.35	1.44
速动比率	0.68	0.68	0.68	0.81
费用率指标				
销售费用率	3.2%	3.4%	3.4%	3.4%
管理费用率	11.1%	11.0%	10.7%	10.0%
财务费用率	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.5%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	0.8%	1.8%	1.8%	1.8%
估值指标				
P/E (倍)	20.99	16.19	13.87	12.70
P/B (倍)	2.31	2.10	1.89	1.69
P/S (倍)	1.50	1.17	0.98	0.93
净资产收益率	11.0%	13.0%	13.6%	13.3%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760