

东华科技 (002140)

化工工程/建筑建材

发布时间: 2012-09-28

报告类型 / 公司深度报告

推荐

首次评级:

受益于煤化工发展及上下游产业位置优势

报告摘要:

公司作为一家设计咨询及工程总承包公司,核心技术包括了甲乙酮生产装置的工艺技术、磷复肥的工业技术、传统煤化工、新型煤化工、钛白工业中的工艺技术、工业及城市污水处理的工艺技术、化工装置关键设备生产技术等。技术储备、技术研发拓展为公司适应客户多元化需求做好准备,亦为公司保持持续增长奠定基础。

在经济下行的背景下,下游需求变化、政策波动、新技术等因素给化工品(包括中间产品)生产企业带来更大的不确定性。但作为实力雄厚的化学工程(特别是煤化工)设计咨询、工程总承包企业,公司资产较轻,人力资源调整迅速,能够把握新技术、新工艺、新需求所带来的新的业务及利润增长点,平滑了老业务下降带来的负面影响,经营保持相对稳健。因此,在一定程度上,公司受益于所处上下游产业位置的优势。

从竞争格局来看,公司脱胎于原化工部化三院,在煤化工、污水处理领域具备较强优势。在工程实践中,多数省级化工设计院在大型、新型化工(煤化工)招标中的竞争力相对有限,所以,未来煤化工领域有较强竞争实力的公司数量还是有限,竞争格局在一定时间内能够保持相对稳定。

除了在技术上不断适应市场需要,在经营理念上公司也有所创新。保证了海外市场拓展有所成效及国内获取订单的良好势头得以持续。预测2012年-2014年EPS为:0.78元、1.06元、1.54元,对应PE分别为29.81、21.92、15.13。首次给予“推荐”评级。

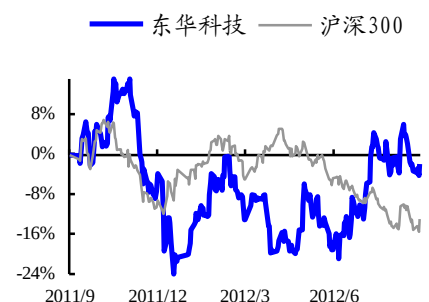
风险因素:煤化工项目启动低于市场预期;新工艺的推进低于预期;化工下游需求放缓。

股票数据

2012-9-27

收盘价(元)	23.30
12个月股价区间(元)	17.88~28.10
总市值(百万元)	10,393
总股本(百万股)	446
A股(百万股)	446
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	2%	19%	-6%
相对收益	1%	27%	8%

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	1836	2346	3180	4625	6447
(+/-)%	3.70%	27.82%	35.51%	45.44%	39.41%
归属母公司净利润	197	277	349	474	687
(+/-)%	51.54%	40.78%	25.71%	36.02%	44.88%
每股收益(元)	0.71	0.62	0.78	1.06	1.54
市盈率	52.76	37.48	29.81	21.92	15.13
市净率	11.94	9.40	7.42	5.71	4.23
净资产收益率(%)	22.64%	25.08%	24.89%	26.03%	27.99%
股息收益率(%)	0.36%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%
总股本(百万股)	279	446	446	446	446

目 录

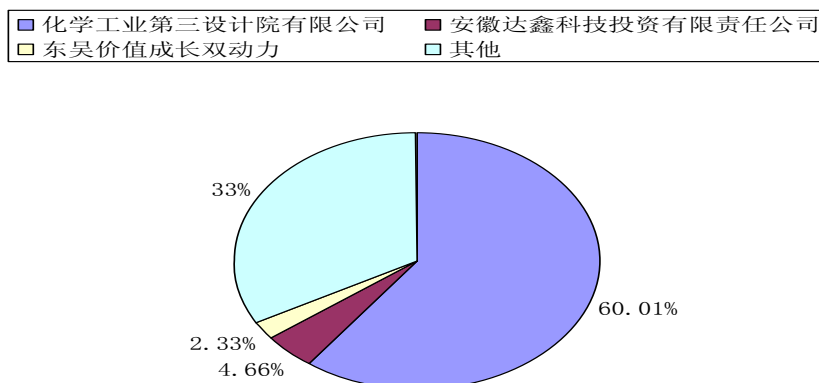
1. 公司概况	3
1.1 公司股权结构及控股参股公司	3
1.2 公司业务	4
1.3 公司主要财务数据	4
2. 公司抗风险的行业灵活优势	6
2.1 公司所处上下游产业位置优势	6
2.2 从事大型、新型化工（煤化工）项目的竞争格局相对稳定	7
3. 《煤炭深加工示范项目规划》的推出对公司长期增长起到保证作用..	9
3.1 化学原料及化学制品制造业固定资产投资增速年内处于高位	9
3.2 《煤炭深加工示范项目规划》有望近期推出	9
4. 深化经营理念带来新的增长点	11
4.1 参股煤炭集团企业模式	11
4.2 海外市场拓展适宜技术路线项目	11
5. 公司投资建议及盈利预测	12

1. 公司概况

1.1 公司股权结构及控股参股公司

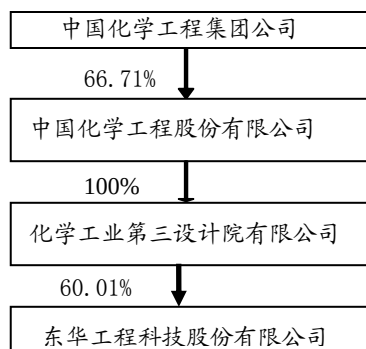
东华工程科技股份有限公司是经国家经贸委批准，由化工部第三设计院、中成进出口股份有限公司、中国环境科学研究院、安徽省经贸投资集团有限责任公司、安徽淮化集团有限公司作为发起人于 2001 年共同发起设立的股份有限公司。2005 年 12 月，中成股份、安徽环境科学研究院分别与公司 42 名管理和技术骨干签订股权转让协议，分别将其持有公司的 650 万股和 250 万股股份全部转让给上述自然人。2006 年 6 月，30 名自然人与安徽达鑫科技投资有限责任公司签订股权转让协议，将其持有公司的 550 万股股份转让给达鑫科技。根据公司股东大会决议批准及中国证监会核准，2007 年 7 月公司向社会公开发行人民币普通股 1680 万股，并于当月 12 日在深圳证券交易所挂牌交易。

图 1: 公司股本结构



数据来源：东北证券，公司半年报

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，公司半年报

1.2 公司业务

公司经营范围包括：化工工程、石油化工工程、建筑工程、市政工程设计、监理和工程总承包；承包境外化工、市政及环境治理工程和境内国际招标工程；上述工程所需设备、材料进出口；外派实施上述工程劳务人员；自营和代理各类商品及技术的进出口业务（未取得专项审批项目、国家限定公司经营或禁止进出口的商品或技术除外）；在国（境）外举办各类企业；环保设施运营；技术开发、技术转让等。

公司主营业务以服务化工、石化行业为主的设计咨询与工程总承包为主，服务的具体行业集中于化肥、无机化学品、涂料以及精细化工等领域。业务模式包括EPC、D-B（设计施工总承包）、带有融资功能的工程总承包。

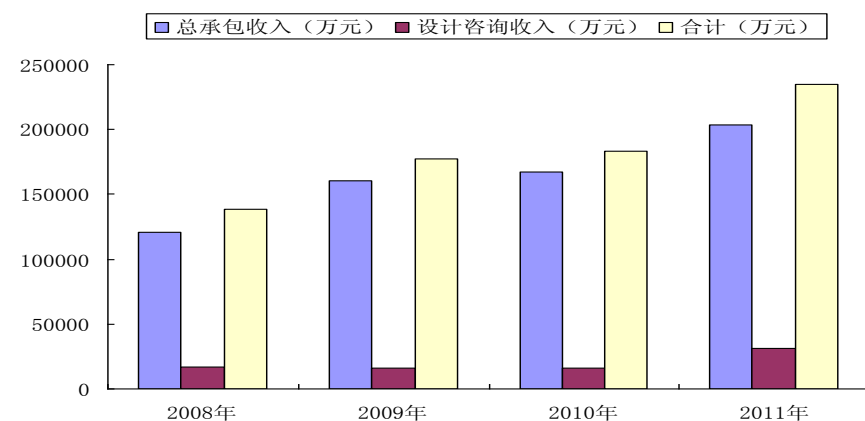
公司目前拥有化工、石油化工、医药、市政、建筑、环境污染防治等十多项甲级设计资质；各类压力容器、压力管道设计资质；工程总承包甲级资质。同时具备对外工程总承包权和进出口经营权。

从工程经验来看，自化工部第三设计院成立以来（1963年），先后承担国内外工程千余项，并与全球100多家公司保持良好的经济技术合作关系，上世纪八十年代以来共获得国家、部、省级优秀工程设计、科技进步等奖励170余项。

1.3 公司主要财务数据

公司主要业务收入变化情况

图 3：公司主要业务近几年收入变化



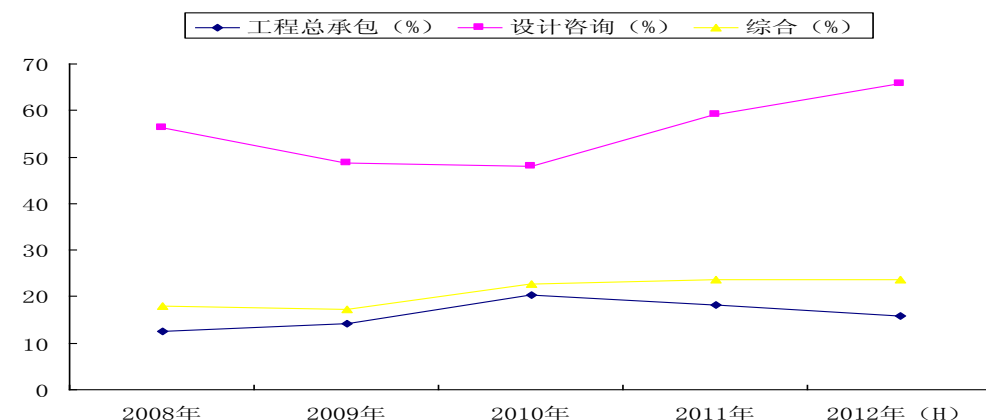
数据来源：东北证券，公司年报

公司营业收入从行业角度来看主要源自化工行业，煤化工项目的推进带动公司营收保持了较快的增长，2008年以来年复合增长率近20%。2011年公司合同签约额达到75.22亿元，其中煤化工项目合同签约额为68.15亿元，考虑到项目的建设周期，2011年的订单保证了公司未来两年营收的平稳增长。

2011年公司设计咨询收入为3.1亿元，同比增长92.74%，设计咨询收入的大幅增长一定程度上说明后续潜在总承包项目增长。

公司业务毛利率变化情况

图 4：公司业务毛利率近几年变化情况



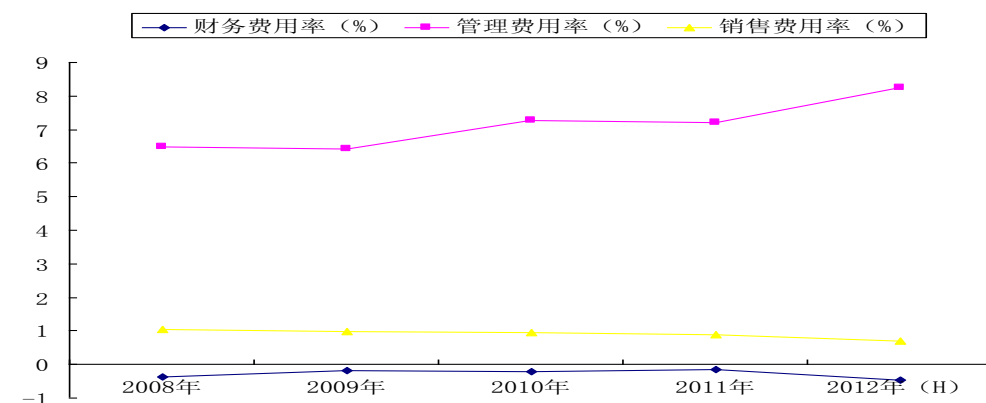
数据来源：东北证券，公司年报、半年报

公司工程总承包业务毛利率与签约项目、项目收入结算周期、设备材料采购价格的变化等因素相关；设计咨询业务属于技术密集型行业，人力成本是设计咨询项目的主要成本支出，所以，设计咨询业务的毛利率与人力成本的变化有很大关系，同时，部分设计项目的定价还与签约时业主对相关技术掌握程度带来的议价能力有关。2011年、2012年上半年设计咨询业务的毛利率出现较大提升，与公司项目管理水平提升、人员设计效率提升等相关。

公司综合毛利率相对平稳，近几年都保持在 23%左右。《煤炭深加工示范项目规划》、《煤炭深加工产业发展政策》的审批加速，公司综合毛利率出现大幅波动的概率相对较小。

公司期间费用率变化情况

图 5：公司期间费用率



数据来源：东北证券，同花顺

公司期间费用率相对比较平稳，管理费用率 2010 年有所提升，主要在于当年执行年金制度、FMTP 专有技术摊销费增加、新投入办公楼带来的固定资产折旧及 2010 年营业收入同比增速放缓所致。

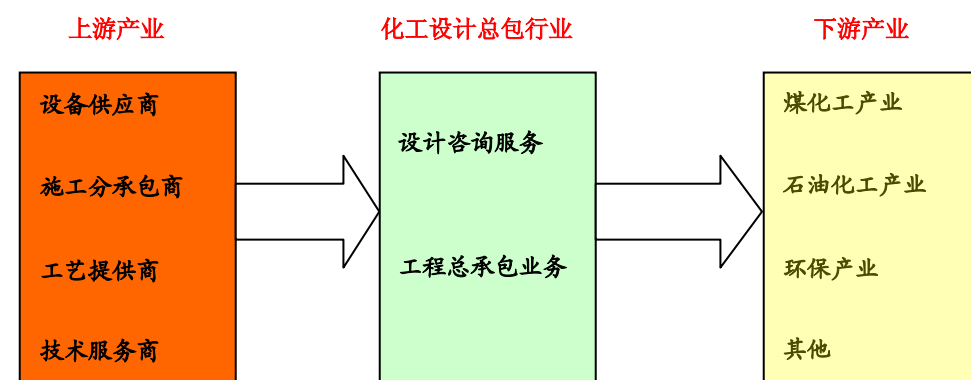
2. 公司抗风险的行业灵活优势

2.1 公司所处上下游产业位置优势

公司作为一家设计咨询及工程总承包公司，核心技术包括了甲乙酮生产装置的工艺技术、磷复肥工业中的工业技术、传统煤化工（大型煤制甲醇、煤制甲乙酮、煤制三聚氰胺、煤制合成氨等）、新型煤化工（煤制乙二醇、煤制天然气、FMTA 等）、钛白工业中的工艺技术、工业及城市污水处理的工艺技术、化工装置关键设备生产技术等。技术储备、技术研发拓展为公司适应客户多元化需求做好准备，亦为公司持续增长奠定基础。

从上下游产业的关系来看，设计咨询、工程总承包企业的上游产业包括设备材料的供应商（设备材料占到工程总承包成本的 40-50%左右）、施工分承包商、技术提供机构等；下游产业是指设计咨询、工程总承包企业业务的相关化工行业，如甲醇、乙二醇、二甲醚、合成氨、尿素、三聚氰胺、污水处理等。

图 6: 公司业务上下游产业关系



数据来源：东北证券整理

上游设备市场是个相对竞争充分的市场；公司在煤化工领域（技术、市场）有一定影响力，对施工分包商甚至技术服务商都有较强话语权。

下游产业作为投资实体，直接面对经济周期波动、供需结构失衡、政策变化等因素带来经营性风险时调整的空间较小。以甲醇为例，近几年国内甲醇工业产能扩张较快，截止到 2011 年 10 月底，甲醇产能已经达到 4300 万吨，前三季度国内甲醇新投产装置达 615 万吨，产能过快扩张导致产能利用率处于低位，2006 年~2010 年国内甲醇产能平均利用率在 51%左右，其中 2010 年的产能利用率仅 46%。预计 2012 年国内新增装置仍将有 717 万吨，但甲醇传统下游二甲醚、醋酸、甲醛等的投产情况远不及甲醇的扩能速度，因此，无论煤制甲醇还是天然气制甲醇产能过剩的矛盾

都很突出。

而直接对接石油化工产业、煤化工产业等投资巨大行业的化工设计、工程总承包行业在很大程度上具备灵活性，其一，作为轻资产行业，人力资源的调整相对容易；其二，新技术、新工艺、新需求的出现带来新的业务、利润增长点，一定程度上平滑老业务下降带来的负面影响。

对于甲醇产能过剩情况，甲醇制烯烃项目近期发展较快。作为一种危险化学品和基础化工原料中间体，国家对烯烃的生产、经营、进出口都有严格的限制，多年来国内烯烃的生产、经营、进出口业务几乎由中石油、中石化所控制，加之其炼化能力的局限性，使得国内烯烃供不应求，2010 年聚丙烯的自给率不到 70%。因此，国家发改委在甲醇制烯烃项目审批上也给予较大支持，据有关机构预测，甲醇制烯烃的占比有望从 2010 年的 1.4% 提升到 2015 年的 26% 左右，在国家政策放开情况下，各地根据水资源、环境容量、市场供需情况等规划建设烯烃项目，“十三五”期间甲醇制烯烃产能甚至超过石油路线产量。当然，其他化工产品亦存在类似的情况。

公司作为一家技术实力雄厚的设计咨询及工程总承包企业，继承了原化工部化三院科研实力，公司注重研发，储备多项领先技术，在新型煤化工等领域不断有所建树，煤制乙二醇、甲醇制烯烃、煤制天然气、FMTA（流化床甲醇制芳烃）等不断突破，从而为公司适应需求变化获取更大发展机会奠定基础。

2.2 从事大型、新型化工（煤化工）项目的竞争格局相对稳定

从事设计咨询和工程总承包业务存在资质、技术人才、工程业绩、资金实力等方面的门槛。化工行业项目考虑到其危险性、复杂性，对相关要求会更高。

从化工设计行业发展的历史沿革来看，早在上世纪六、七十年代就开始起步，其中重化工业的代表公司就是公司的实际控制人中国化学工程集团公司的前身-国家重工业部 1953 年成立的重工业设计院和建设公司。1984 年以中国化学工程总公司的名义注册，2005 年更名为中国化学工程集团公司。集团公司主要从事化工、石油化工、电力、市政、建筑、环保等工程建设、服务及相关业务，半个多世纪以来，承建了国内绝大部分化工、部分石油化工和炼油项目及一大批电力、建筑、市政、环保、医药、机械、轻工、纺织等领域的工程项目，在工艺技术、工程技术和项目管理技术等方面保持了国内领先水平。因此，在考虑相关竞争格局时，从集团公司附属企业（与公司存在相似业务）对比还是有一定的参考意义。

目前集团公司内部与公司业务相类似还有 6 家，分别为：中国天辰化学工程公司、化学工业第二设计院、中国五环化学工程公司（原化四院）、中国华陆工程公司、中国成达工程公司、中国化学工业桂林工程公司，上述六家工程公司与东华科技既存在业务上的相似性，又有各自不同的核心竞争力。此外，化学工业岩土工程有限公司等亦属于集团公司的设计板块。

表一 中国化学工程集团公司所属设计业务相似公司对比

公司	主要核心技术	服务的主要细分领域
天辰公司	电石气烧石灰窑国产化技术、丙烯酸及脂生产技术、氨碱法纯碱技术、离子膜烧碱技术、环己酮生产技术、丁烷丙烷球罐生产技术	电石、丙烯酸及脂、纯碱、烧碱、合成纤维及单体、制药工程及储罐设计及安装
化二院	异丙苯法苯酚丙酮生产工艺技术、甲苯二异氰酸酯（TDI）生产技术、双压法硝酸装置工艺技术、硝铵生产工艺技术、二氧化碳和纯氧气化焦炭生产高纯度一氧化碳工艺技术	苯酚、丙酮、异氰酸酯、硝酸、硝铵、焦化和城市煤气工业工程
五环公司	甲醇液相氧化羧基合成碳酸二甲脂、一氧化碳气相催化合成草酸脂水解制草酸、BT 生物农药、新型尿素合成塔塔盘技术、尿素深度水解技术、磷肥复合肥生产技术	碳酸二甲脂、草酸、尿素、合成氨、硝酸工业工程
华陆公司	有机胺（包括一、二、三甲胺）、无水氟化氢、千吨级四氟乙烯和聚四氟乙烯、邻二甲苯法制苯酐、有机硅和甲烷氯化物的工业生产技术	重水、液氢、有机氟、有机硅、有机胺、胶片、薄膜、苯酐、顺酐、工程塑料、丁二醇、异氰酸酯、甲烷氯化物
成达公司	联碱法和氨碱法纯碱装置技术、离子膜烧碱技术、钾盐离子膜法制钾碱及碳酸钾、换热式转化造气制合成氨、乙炔法氯丁橡胶、一步法三聚氯氰、硫化钠法聚苯硫醚技术	纯碱、烧碱、钾碱、碳酸钾、乙烯、丙烯、甲醇、聚氯乙烯、三聚氯氰、乙炔工业工程
桂林公司	橡胶机械及其制品的制造技术	橡胶、轮胎工业工程
东华科技	甲乙酮生产装置的工业技术、磷复肥工业中的工业技术、煤制乙二醇、钛白工业中的工艺技术、大型甲醇装置的工艺技术、煤化工（包括现代煤化工）技术、污水处理工艺技术、化工装置关键设备生产技术	甲乙酮、三聚氰胺、钛白、硫酸、磷复肥、合成氨、甲醇、二甲醚、煤制甲醇（芳烃、烯烃）、污水处理工业工程、化工装置关键设备生产

数据来源：东北证券、公司招股说明书

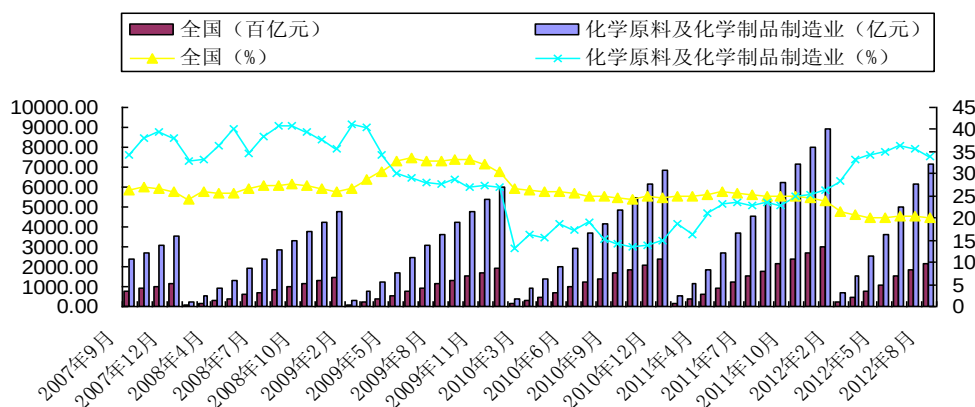
从表中看出，公司在煤化工、污水处理领域具备较强优势，在工程实践中，多数省级化工设计院在大型、新型化工（煤化工）招标中的竞争力相对有限，因此，未来煤化工领域有较强竞争实力的公司还是有限（十余家左右），竞争格局在一定时间内相对稳定。

3. 《煤炭深加工示范项目规划》的推出对公司长期增长起到保证作用

3.1 化学原料及化学制品制造业固定资产投资增速年内处于高位

化学工业主要包括化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造、橡胶制品业、塑料制品业，其中化学原料及化学制品制造业固定资产投资额占据了化学工业固定资产投资额大半江山。

图 7：全国、化学原料及化学制品业固定资产投资年度累计额及同比增速



数据来源：东北证券，同花顺

从 2011 年底以来，化学原料及化学制品制造业固定资产年度累计投资额同比增速就超过了全国固定资产年度累计额的同比增速。截止到 2012 年 8 月，化学原料及化学制品业累计同比增速达到了 33.86%，远高于全国固定资产 20.25% 的累计同比增速。

对于橡胶制品业、塑料制品业的固定资产投资额，2011 年底两者的累计同比增速分别为 33.9%、35.6%，同样远高于全国 23.8% 的水平。

总的看来，化学工业较高的固定资产投资增速为化工设计咨询、工程总承包企业带来市场需求要好于许多其他行业的企业，因此，公司 2011 年获取 75.22 亿元的订单也就有所理解。

3.2 《煤炭深加工示范项目规划》有望近期推出

煤炭行业“十二五”规划提出大力发展洁净煤技术、促进资源高效清洁利用。其中重要一点就是稳步推进煤炭深加工示范项目建设，在内蒙古、陕西、新疆、山西、云南、贵州等地选择煤种适宜、水资源相对丰富的地区，重点支持大型企业开展煤制油、煤制天然气、煤制烯烃、煤制乙二醇等升级示范工程建设，加快先进技术产业化应用，同时完善工艺，提高能源转化效率、降低水耗、降低生产成本等。

国家发改委、国家能源局编制的《煤炭深加工示范项目规划》、《煤炭深加工产业发展政策》近期有望推出，相关文件共批复气化技术、合成技术、大型设备等 18

项重点示范内容以及 15 个煤炭深加工示范项目（其中新疆 4 个、内蒙古 3 个）。15 个示范项目中有一部分项目已近拿到路条，伊利地区由庆化集团和新汶集团主导的两个煤制天然气项目已开工建设。一旦《煤炭深加工示范规划》正式出台，煤化工审批的进程将大大加快，同时，项目融资相对更加容易。

目前对于“十二五”期间完成投资规模的判断还没有一个准确定论，多数机构对于 1~2 万亿元还是比较认可。按照行业比较认可设备投资占 50%、建设投资占 40%、工程设计 10% 的构成结构，公司在煤化工领域具备较强技术实力，“十二五”期间面临的发展空间还是比较可观。

尽管市场存在各地上报国家发改委的项目不乏存在圈地、圈资源之说，但在煤价持续走低、原油价格走高的背景下，企业（特别是央企）从经济性层面还是有较大的动力做一些事。

图 8：秦皇岛动力煤价格走势

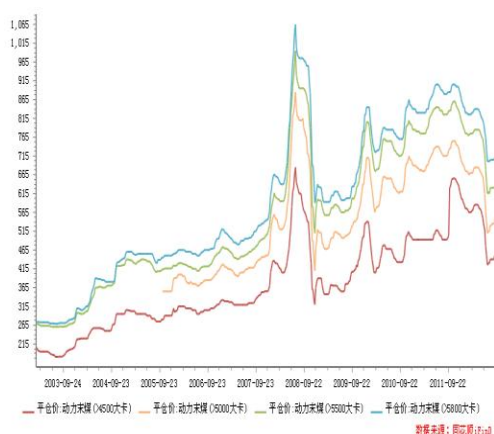
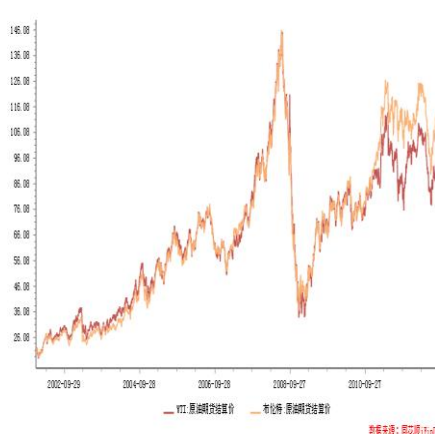


图 9：WTI、布伦特原油期货结算价



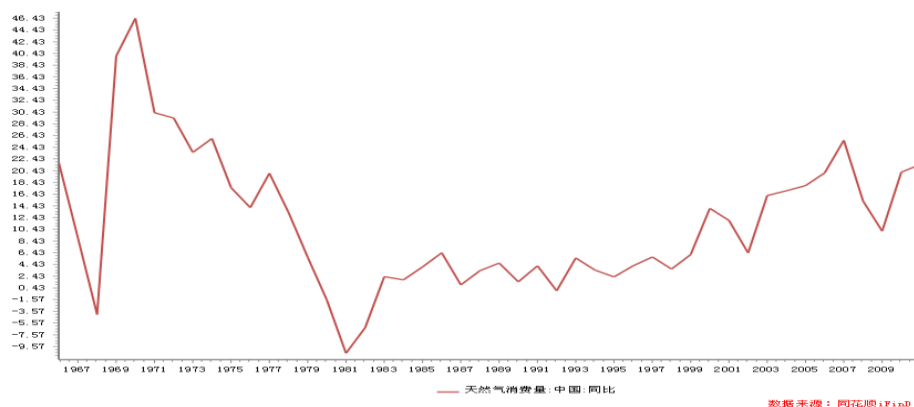
数据来源：东北证券，同花顺

截止到目前，公司年内新接订单额在 20 亿元左右，除去安庆曙光化工股份有限公司 15 亿元的煤制氢工程总承包项目（工期为 2012 年 8 月到 2014 年 3 月）以外，多是工程设计合同。我们判断包括 15 个示范项目在内多数项目在等待规划正式出台及经济下行对项目回收期影响导致的业主有所谨慎两大因素影响了公司拿单进度，随着规划正式出台，有更多项目业主会签订工程总包合同，公司会积极介入新疆等地新型煤化工项目，针对西北地区相对缺水的现状，公司化工污水处理的技术优势凸显出来。

有消息称，随着中石化新浙粤管道相关筹备工作的就绪，新疆准东煤化工基地的多个煤制天然气项目将有可能在不久后通过国家发改委审批，预计新疆煤制天然气产业将在 2015 年后大规模投产。此外，8 月 30 日，中石油旗下伊宁到霍尔果斯的煤制天然气管道正式完工（该项目总投资 9.96 亿元，年输气量 300 亿立方米，是西三线的重要支线，其将新疆庆华煤化工项目的煤制气资源通过管道输往西三线国内首站霍尔果斯，从而使得庆华集团煤化工项目成为西三线、甚至整个中亚进口天

然气的重要调峰项目)。加之三、四季度为公司产生订单旺季,相对看好后期新订单情况。

图 10: 国内天然气消费量同比增速(%)



数据来源: 东北证券, 同花顺

4. 深化经营理念带来新的增长点

4.1 参股煤炭集团企业模式

2012年5月10日公司公告投资参股贵州水城矿业(集团)有限责任公司,公司拟以人民币1.062亿元作为对水城矿业的增资(出资)额(出资比例0.83%),其中,二千万元作为本次增资后公司所占水城矿业(集团)注册资本部分,八千六百二十万元计入水城矿业的资本公积。通过参股水城矿业,一方面可以取得投资收益,另一方面可以较大概率获得水城矿业甚至周边煤炭企业煤化工的设计、工程总包业务。

未来存在煤炭企业增资扩股机会时,公司还会审时度势推广这种模式,提升公司的市场占有率和抢占市场先机。

4.2 海外市场拓展适宜技术路线项目

公司在积极抢占国内市场的同时,也瞄准了东南亚、非洲、中东等地区的煤化工市场,为此,公司成立了国际事业部和北京商务部,通过了解相关商务信息加强拓展海外市场的有效性。

针对东南亚、北非等地区特性,公司推动成熟工艺技术(煤制复合肥、煤制甲醇、硫磺制酸等)向发展中国家的输出。2012年上半年实施了突尼斯日产1800吨硫磺制酸及低位热能回收工程总承包项目;公司在越南实施的煤制复合肥项目等等。

5. 公司投资建议及盈利预测

在经济下行的背景下，下游需求变化、政策波动、新技术等因素给化工品（包括中间产品）生产企业带来更大的不确定性。公司作为一家实力雄厚的化学工程项目（特别是煤化工）设计咨询、工程总承包企业，资产较轻，人力资源调整迅速，因此，公司能够把握新技术、新工艺、新需求的出现带来新的业务、利润增长点，一定程度上平滑老业务下降带来的负面影响，经营保持相对稳健。

公司技术积淀主要来自于化三院，在此基础上注重研发，储备多项领先技术，特别是在新型煤化工等领域不断有所建树，煤制乙二醇、甲醇制烯烃、煤制天然气、FMTA（流化床甲醇制芳烃）等都不断突破，从而为公司适应需求变化获取更大发展机会奠定基础。从竞争格局来看，多数省级设计院的实力相对较弱，一定时期内从事大型、新型化工（煤化工）项目的竞争格局相对稳定，业务毛利率出现大幅波动的概率较小。

除去在技术上不断适应市场需要，在经营理念上公司也有所创新，以保证海外市场拓展有所成效、国内获取订单的良好势头得以持续。

预测 2012 年-2014 年 EPS 为：0.78 元、1.06 元、1.54 元，对应 PE 分别为 29.81、21.92、15.13。首次给予“推荐”评级。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1161	2003	3135	4259	净利润	278	350	476	690
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	23	24	20	32
应收款项	181	235	331	477	折旧及摊销	21	23	22	22
存货	1125	1227	1601	2013	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	-4	0	0	0
流动资产合计	3388	4507	6467	8726	投资损失	-5	-6	-5	-5
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	162	536	662	432
长期投资净额	84	188	188	188	其他	0	0	0	0
固定资产	271	270	267	267	经营活动净现金流量	473	932	1170	1165
无形资产	73	68	62	56	投资活动净现金流量	-37	-90	15	12
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-42	0	-54	-54
非流动资产合计	440	507	480	457	企业自由现金流	424	946	1189	1189
资产总计	3828	5014	6947	9183					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	773	899	1429	1824		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	1692	2293	3145	4126	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.62	0.78	1.06	1.54
流动负债合计	2714	3603	5114	6712	每股净资产 (元)	2.48	3.14	4.08	5.50
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	1.06	2.09	2.62	2.61
其他长期负债	0	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	0	0	0	0	营业收入增长率	27.82%	35.51%	45.44%	39.41%
负债合计	2714	3603	5114	6712	净利润增长率	40.78%	25.71%	36.02%	44.88%
归属于母公司股东权益合计	1106	1401	1821	2455	盈利能力指标				
少数股东权益	9	10	12	16	毛利率	23.65%	22.56%	21.83%	22.35%
负债和股东权益总计	3828	5014	6947	9183	净利率	11.82%	10.96%	10.25%	10.66%
利润表 (百万元)					运营效率指标				
	2011A	2012E	2013E	2014E	应收账款周转率 (次)	24.61	25.00	24.00	24.10
营业收入	2346	3180	4625	6447	存货周转率 (次)	181.37	181.00	160.00	145.00
营业成本	1792	2462	3615	5006	偿债能力指标				
营业税金及附加	33	48	74	98	资产负债率	70.89%	71.86%	73.61%	73.10%
资产减值损失	23	24	20	32	流动比率	1.25	1.25	1.26	1.30
销售费用	21	29	42	59	速动比率	0.62	0.70	0.76	0.79
管理费用	169	223	334	466	费用率指标				
财务费用	-4	-6	-10	-15	销售费用率	0.88%	0.92%	0.90%	0.91%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	管理费用率	7.20%	7.00%	7.22%	7.22%
投资净收益	5	6	5	5	财务费用率	-0.15%	-0.20%	-0.22%	-0.23%
营业利润	317	406	555	807	分红指标				
营业外收支净额	7	6	5	5	分红比例				
利润总额	324	412	560	812	股息收益率	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%
所得税	45	62	84	122	估值指标				
净利润	278	350	476	690	P/E (倍)	37.48	29.81	21.92	15.13
归属于母公司净利润	277	349	474	687	P/B (倍)	9.40	7.42	5.71	4.23
少数股东损益	1	2	2	3	P/S (倍)	4.43	3.27	2.25	1.61
					净资产收益率	25.08%	24.89%	26.03%	27.99%

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