

预计业绩低点已过, 未来有望逐步复苏回升

报告摘要:

公司拥有立面装饰、工业保护、城市服务搪瓷材料三大系列产品, 广泛应用于地铁、隧道等地下空间内饰景观、地上建筑内外立面装饰, 脱硫脱硝、节能设施, 城市公共服务设施等领域。

未来我国城市轨道交通建设将引来高峰期, 我们预计将对公司立面装饰搪瓷材料需求带来快速而确定性的增长需求。今年以来, 国内轨交建设加快推进, 9月和11月相继有多个城市轨交建设规划获批, 投资规模近万亿元。2010-2020年已规划新增运营里程为3749公里, 至到2050年将达到8704公里。公司是首家进入国内地铁内饰搪瓷钢板领域的内资企业, 截止2010年, 在公开招投标的国内地铁内饰景观工程用搪瓷钢板市场中, 产品累计市场占有率达到60%左右。受宏观调控影响, 去年下半年城市轨交很多项目被推缓, 整体供货、结算周期都有所放缓。但今年二季度以来, 随着政策逐步调整放松, 基建投资开始复苏, 轨交项目也加快推进, 公司出货量在二季度后期开始好转, 三季度改善更为明显, 三季度收入增速也出现触底回升。我们判断2012年是公司的业绩低点, 明年业绩将显著回升。

工业保护搪瓷材料将成为公司新的赢利增长点。“十二五”环保规划提出要“加大二氧化硫和氮氧化物减排力度”, 我们预计国内脱硝市场有望逐步启动且规模庞大。搪瓷波纹板传热元件属于火电脱硫脱硝设备和节能设施的耗损件, 该业务2008-2011年收入复合增速107.50%, 2012年上半年通过承接浙能乐清发电厂脱硝工程空气预热器项目, 标志公司从材料提供商到集成商的转变。鉴于目前良好的需求, 公司增资扩产合肥翰林项目由5000吨扩大到10000吨, 预计年底就能投产, 将显著增强公司脱硫脱硝业务订单承接能力。

赢利预测及投资评级。我们预计公司2012年、2013年、2014年每股收益0.29元、0.38元、0.51元, 目前估值对应30.6x、23.4x、17.4x, 考虑到目前估值还是略高, 我们给予“谨慎推荐”评级。

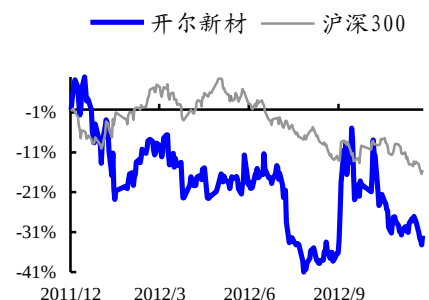
风险提示: 宏观调控收紧; 轨交项目建设低于预期; 现金回款。

股票数据

2012/11/30

收盘价(元)	8.90
12个月股价区间(元)	7.61~21.68
总市值(百万元)	1,068
总股本(百万股)	120
A股(百万股)	120
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	-5%	10%	-37%
相对收益	0%	14%	-22%

相关报告

证券分析师: 解文杰

执业证书编号: S0550511020012
(021)20361170 xiewj@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	152	183	178	268	374
(+/-)%	39.09%	20.30%	-2.54%	50.59%	39.56%
归属母公司净利润	33	44	34	45	62
(+/-)%	103.42%	34.14%	-21.37%	32.37%	35.67%
每股收益(元)	0.54	0.55	0.29	0.38	0.51
市盈率	16	16	30	23	17
市净率	4	2	2	2	2
净资产收益率(%)	27.30%	11.76%	7.70%	9.25%	11.16%
股息收益率(%)	—	1.05%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	60	80	120	120	120

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	现金流量表（百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	211	1455	723	202	净利润	44	34	45	62
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	2	3	3	3
应收款项	80	65	100	122	折旧及摊销	7	8	10	12
存货	41	43	61	78	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	84	89	96	财务费用	1	27	62	75
流动资产合计	345	1686	992	517	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-21	656	-19	-8
长期投资净额	0	9	20	33	其他	0	198	5	13
固定资产	55	65	80	95	经营活动净现金流量	33	657	143	233
无形资产	13	12	12	11	投资活动净现金流量	-15	-137	-91	-53
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	183	1494	-17	77
非流动资产合计	72	196	273	311	企业自由现金流	16	-382	-729	-636
资产总计	417	2623	2694	2905					
短期借款	0	571	917	819	财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
应付款项	8	14	19	26	每股指标				
预收款项	16	7	11	15	每股收益（元）	0.55	0.29	0.38	0.51
一年内到期的非流动负债	0	750	350	500	每股净资产（元）	4.65	3.72	4.10	4.61
流动负债合计	32	1629	1598	1686	每股经营性现金流量（元）	0.41	5.47	1.19	1.94
长期借款	0	200	300	400	成长性指标				
其他长期负债	13	13	13	13	营业收入增长率	20.30%	-2.54%	50.59%	39.56%
长期负债合计	13	219	317	420	净利润增长率	34.14%	-21.37%	32.37%	35.67%
负债合计	45	1848	1915	2105	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	372	446	492	553	毛利率	47.46%	42.90%	42.91%	42.02%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	23.92%	19.30%	16.96%	16.49%
负债和股东权益总计	417	2294	2407	2659	运营效率指标				
					应收账款周转率（次）	134.43	128.13	128.00	110.00
					存货周转率（次）	141.62	155.00	145.00	130.00
					偿债能力指标				
					资产负债率	10.80%	80.55%	79.57%	79.19%
					流动比率	10.64	1.03	0.62	0.30
					速动比率	9.15	1.00	0.57	0.25
					费用率指标				
					销售费用率	6.21%	6.20%	6.20%	6.20%
					管理费用率	14.90%	17.00%	16.00%	15.00%
					财务费用率	-1.08%	-2.72%	0.37%	0.80%
					分红指标				
					分红比例				
					股息收益率	1.05%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E（倍）	16	30	23	17
					P/B（倍）	2	2	2	2
					P/S（倍）	4	6	4	3
					净资产收益率	11.76%	7.70%	9.25%	11.16%

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