

专业工程

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

6-12个月目标价: 28.04元

当前股价: 25.50元

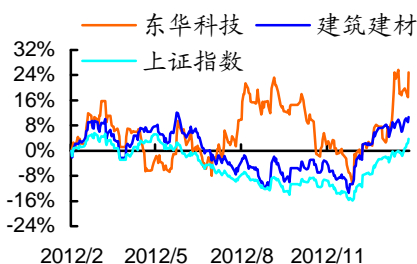
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2419.02
总股本(百万)	446
流通股本(百万)	433
流通市值(亿)	110
EPS	0.41
每股净资产(元)	2.77
资产负债率	72.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
东华科技	16.01%	20.51%	20.00%
建筑建材	3.27%	15.10%	17.16%
上证指数	6.61%	14.95%	13.92%



相关报告

东华科技

002140

推荐

储备技术进入孵化期, 预计未来三年订单放量上升

2013年1月15日公司公告称其承建的陕西华电甲醇制芳烃中试成功,这是全球首套甲醇制芳烃技术工业化装置的成功,标志着甲醇制芳烃正式进入工业化阶段。在此利好的带动下公司股价有较大涨幅。我们认为煤制气会是公司未来三年最具增长性的业务,煤/电石炉气制乙二醇、甲醇制芳烃等众多技术也进入项目孵化期,未来三年订单有望放量上升。

投资要点:

- 我国“十二五”煤制天然气投资有望较“十一五”期间增长4倍以上!受益于“十二五”后三年行业的快速增长,预计煤制天然气是公司未来三年订单增长最快的一块核心业务,目前公司承接的伊犁新天煤制气项目EPC总包以及中电投的煤制气设计订单进展良好,为获取新订单起了良好的开端。
- 煤/电石炉气制乙二醇行业近期多个项目重大突破,有望加速新项目投资。公司承接的新疆天业乙二醇项目一期已进入试车尾声,暂时运行良好,如果运行持续稳定、产品优质,那么将为公司打开更大的市场份额。目前公司市占率20%以上,预计市场仍有650亿投资空间。
- 公司承建的全球首套FMTA甲醇制芳烃工业化装置中试成功,标志着甲醇制芳烃进入工业化阶段,由于FMTA对应产物二甲苯的缺口较大且甲醇制芳烃具有一定成本优势,预计不久将会有较大规模的工业化项目,而作为首套FMTA工业化实验装置的总承包商,东华科技获得相关项目EPC订单的可能性非常大。
- 公司经营状况良好。1.目前在手订单100亿元,保证了较高的安全边际。按照工程进度,保守估计70%以上会在未来两年结算。2.市场低迷下现金回笼能力出众,无垫资困扰。
- 首次覆盖,给予公司“推荐”评级。预测2012-2014年EPS分别为0.78、1.04和1.40元,同比增速分别为26%、33%和35%。在目前25.5元的股价下,对应PE为33、24和18倍。给予公司2013年27X估值,6-12个月目标价28元,给予公司“推荐”评级,建议逢低纳入。

风险提示:

- 煤制天然气项目审批慢于预期、工程结算进度慢于预期、新技术中试不达预期

主要财务指标

单位:百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2346	3285	4435	5987
收入同比(%)	28%	40%	35%	35%
归属母公司净利润	277	346	466	625
净利润同比(%)	41%	25%	34%	34%
毛利率(%)	23.6%	21.0%	20.0%	19.0%
ROE(%)	25.1%	24.8%	25.9%	26.8%
每股收益(元)	0.62	0.78	1.04	1.40
P/E	41.02	32.83	24.41	18.20
P/B	10.29	8.13	6.32	4.88
EV/EBITDA	30	30	24	20

资料来源:中投证券研究总部

## 目 录

一、	公司经营状况.....	4
1.1.	公司经营概况.....	4
1.2.	主营业务不断拓展.....	5
二、	公司核心业务分析：煤制气潜力最大，煤/电石炉气制乙二醇、甲醇制芳烃等进入项目孵化期...5	
2.1.	受益行业高速增长，煤制气将是公司未来三年增长最快的核心领域.....	5
2.1.1.	“十二五”煤制气有望较“十一五”增长 4 倍以上! .....	5
2.1.2.	公司煤制气项目开端良好，未来 3 年订单或成倍增长 .....	7
2.2.	煤/电石气制乙二醇市场空间大，公司项目试车结果将是开拓市场的关键.....	8
2.2.1.	煤/电石炉气制乙二醇行业重大突破，有望加速新项目投资 .....	8
2.2.2.	目前煤/电石炉气制乙二醇仍有 650 亿左右市场空间 .....	9
2.2.3.	公司乙二醇项目试车结果是开拓市场的关键.....	9
2.3.	公司全球首套 FMTA 甲醇制芳烃工业化装置试车成功，获得进一步订单的可能性非常大 .....	10
三、	公司现金流分析.....	10
四、	公司未来三年的盈利预测.....	11
五、	投资建议.....	12

## 图表目录

图 1 公司盈利情况.....	4
图 2 新增订单虽锐减，在手订单仍饱满 .....	4
图 4 公司主营业务拓展模式 .....	5
图 5 “十二五”煤制天然气项目投资额将有望增长 4 倍以上! .....	7
图 6 乙二醇成本对比 .....	9
图 7 FMTA 的主要产物二甲苯国内缺口增长迅速 .....	10
表 1 公司主营业务领域 .....	4
表 2 公司近年新业务发展情况 .....	5
表 3 如果不发展新型煤化工，天然气对外依存度将进一步攀升.....	6
表 4 有望获批煤制天然气项目产能达 1029 亿立方米（包括示范项目） .....	6
表 5 2011 年以来东华科技承接的煤制天然气订单 .....	7
表 6 近期进入试车阶段的乙二醇项目捷报连连.....	8
表 7 煤制乙二醇产能 .....	9
表 8 2011 年以来东华科技承接的乙二醇订单.....	10
表 9 东华科技未来三年盈利预测 .....	11

## 一、公司经营状况

### 1.1. 公司经营概况

公司为中国化学的子公司，前身是化工部第三设计院，从事化工、石化等领域的工程设计和总承包业务。目前煤化工项目（含传统煤化工）设计与建设是公司主营业务的核心，2011 和 2012 年新签合同中煤化工订单分别为 90.6% 和 80% 左右。

表 1 公司主营业务领域

传统强项	无机化工	硫酸、电石
	化工材料	甲乙酮、三聚氰胺
	化肥	磷复肥、合成氨、尿素
	化工涂料	钛白粉
	传统煤化工	煤制焦炭/电石/合成氨等
新型煤化工	——	煤制天然气、煤制乙二醇、煤制芳烃、褐煤制柴油、煤制丙烯
其他新领域	——	甲醇制芳烃、电石炉气制乙二醇、氯化法制钛白粉

资料来源：公司公告，中投证券研究总部整理

2008-2011 年公司净利润保持年均 40% 以上高速增长，2012 年净利润增速放缓，前三季度营业收入 17.9 亿元，同增 41.3%，净利润 1.84 亿元，同增 25.56%。净利润增速同比收入增速有所放缓，主要是受到成本加成方式签订的个别总承包项目的毛利率较低所影响，预计未来公司维持目前的毛利率可能性比较大。

受国家发改委对新型煤化工项目审批收紧的影响，2012 年公司新增订单锐减，全年新签订单额估计约 20 亿元，相比 2011 年全年 75 亿元新增订单下滑明显，新增订单与营业收入的比值也下滑至 1.1 倍。

不过，公司目前在手订单充足，在手订单在 100 亿元以上，且按照合同进度 70% 以上会在未来两年结转。而且我们预计最艰难的时刻已经过去，预计今年煤化工“十二五”规划出台后，十五个国家示范项目以及部分非示范项目将陆续拿到路条，公司煤化工订单将会迎来放量上升。

图 1 公司盈利情况

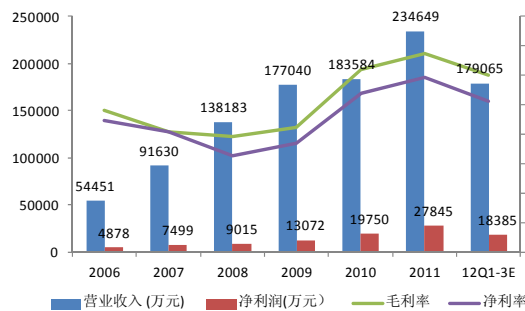
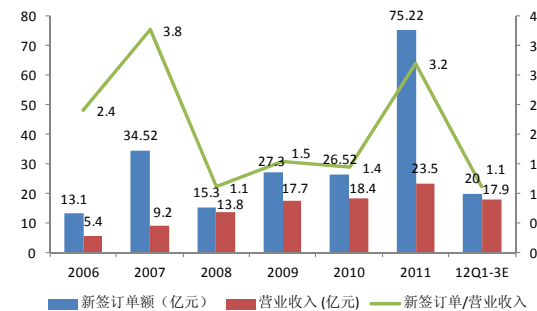


图 2 新增订单虽锐减，在手订单仍饱满

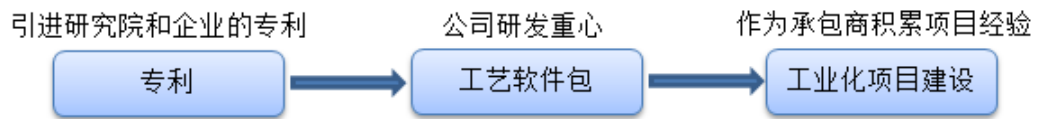


资料来源：公司年报、季报

## 1.2. 主营业务不断拓展

从 2010 年的中报至今，公司一直在倡导“技术制胜”。意思是通过研发形成能够进行工业化生产的新技术和新产品，进而开拓新的产品市场。公司通过是联合研究院和企业，在既有专利技术基础上开展工业化实验，形成工程化的工艺软件包，进而推进技术的产业化应用和推广。同时，公司通过研发过程中作为实验装置的承包商获取工程建设经验和业绩，进而拓展公司主营业务市场。

图 3 公司主营业务拓展模式



资料来源：公司公告，中投证券研究总部整理

表 2 公司近年新业务发展情况

项目类型	11-12 年订单占比	发展情况
煤制天然气	16%	引进 GSP、SHELL 和 TEXCO 成熟技术，设计和总包项目进行中
煤制乙二醇	33%	引进宇部成熟技术，总包项目进行中
电石炉气制乙二醇	—	引进宇部技术，中试进入尾声
FMTA 甲醇制芳烃	—	承建的世界首套工业化装置中试成功
FMTF 煤制丙烯	—	中试完毕，缺乏项目经验
氯化法制钛白粉	—	进展良好，进入试车尾声

资料来源：公司公告，中投证券研究总部整理

## 二、公司核心业务分析：煤制气潜力最大，煤/电石炉

### 气制乙二醇、甲醇制芳烃等进入项目孵化期

#### 2.1. 受益行业高速增长，煤制气将是公司未来三年增长最快的核心领域

##### 2.1.1. “十二五”煤制气有望较“十一五”增长 4 倍以上！

随着我国天然气消费量的快速增长(CAGR 达到 20%)，供需缺口日益扩大，对外依存度将不可避免的上升。根据初步的规划目标，到“十二五”末，我国天然气消费总量有望达到 2300 亿-2600 亿方，其中净进口 900 亿立方米，国产气 1700 亿立方米，与我们的预测基本相符。**2015 年天然气缺口将达到 1021 亿立方米。**

重要能源对外依存度的提高会让我们更大程度的受制于人，从国家安全角度考虑这是不可忽视的潜在隐患。发展煤制天然气可以实现部分的进口替代，并且在非常时期可以将我国丰富的煤炭资源转化为天然气战略储备，从国家战略角度来讲意义深远。

**表 3 如果不发展新型煤化工，天然气对外依存度将进一步攀升**

产品名称	2010 年缺口	对外依存度	2015 年缺口	对外依存度
天然气	131 亿立方米	12%	1012 亿立方米	38%

资料来源：wind,中投证券研究总部

2011 年中，国家发改委在《煤炭深加工示范规划》（征求意见稿）中确定了十五个煤化工示范项目，其中 9 个涉及煤制气项目，经过我们统计和估算，这 9 个示范项目总投资额在 2283-3273 亿元，较“十一五”期间总投资额有 4-6 倍的增长！

除了确定性的十五个示范项目外，我们认为煤制天然气项目具有较高的超预期获批可能性。理由有 3 条：

- 1.从目前一效两耗指标来看，煤制天然气指标最优。
- 2.同时，在多种煤化工示范项目类型中煤制天然气技术目前较为成熟。

3.此外，中石化正在规划新粤浙以及新鲁两条煤制天然气输气管道建设，设计输气规模合计 600 亿立方米；按照中讯化工的预测，中石油规划建设输气管道中用于煤制天然气输送规模将达 1130 亿立方米/年。12 月 3 日《天然气发展“十二五”规划》发布，规划中明确打造多条煤制气管网建设。

我们按照《煤炭深加工产业发展政策》（2011 年底，征集意见稿）中对规模及建设地的要求甄选了 26 个有望获批的煤制天然气项目（其中包括示范项目），合计产能 1029 亿立方米/年。合计“十二五”煤制天然气项目投资额达到 5660 亿元，较“十一五”有 11 倍的增长！

**表 4 有望获批煤制天然气项目产能达 1029 亿立方米（包括示范项目）**

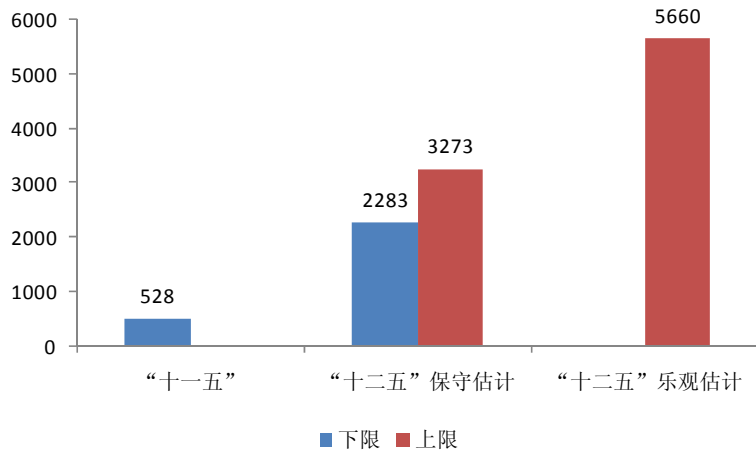
项目名称	产能（亿立方米）
北京控股集团 40 亿方煤制天然气	40
大唐国际 40 亿方煤制天然气	40
国电 40 亿方煤制天然气	40
国电平煤尼勒克化工年产 40 亿立方米煤制天然气项目	40
华电集团 40 亿方煤制天然气	40
华电新疆发电有限公司 60 亿立方米煤制天然气项目	60
华能新疆能源准东 40 亿立方米煤制天然气项目	40
潞安新疆煤化工年产 40 亿立方米煤制天然气项目	40
陕西煤化工集团 34 亿立方米天然气项目	34
神华集团 20 亿方煤制天然气	20
特变电工新疆能源准东 40 亿立方米/年煤制天然气项目	40
同煤集团与中海油合作 40 亿方煤制天然气项目	40
皖能集团、国投新集 40 亿立方米的煤制天然气项目	40



新疆富蕴广汇新能源 40 亿立方米煤制天然气项目	40
新疆华宏矿业 20 亿立方米煤制天然气项目	20
新疆开滦能源投资公司 40 亿立方米煤制天然气项目	40
新疆龙宇能源 40 亿立方米煤制天然气项目	40
新疆庆华煤化有限公司 55 亿方煤制天然气项目	55
新汶矿业 20 亿立方米煤制天然气项目	20
徐矿新疆公司 40 亿立方米煤制天然气	40
兖矿新疆能化准东 40 亿立方米煤制天然气项目	40
中电投霍城 60 亿方煤制天然气项目	60
中电投伊南 60 亿方煤制天然气项目	60
中煤集团 20 亿方煤制天然气	20
中煤能源新疆准东 40 亿立方米煤制天然气项目	40
中石化贵州毕节 40 亿立方米煤制天然气项目	40
<b>合计产能</b>	<b>1029</b>

资料来源：中投证券研究总部

**图 4 “十二五”煤制天然气项目投资额（单位：亿元）将有望增长 4 倍以上！**



资料来源：中投证券研究总部

### 2.1.2. 公司煤制气项目开端良好，未来 3 年订单或成倍增长

2011 年以来公司承接的煤制天然气订单主要为伊犁新天煤制气项目 EPC 总包订单以及中电投的煤制气设计订单，订单合计 15 亿左右，为获取新订单起了良好的开端。

**表 5 2011 年以来东华科技承接的煤制天然气订单**

公告日期	业主	项目	类型	合同额 (亿元)
2011.1.28	伊犁新天	煤制气	EPC	14.15
2011.7.26	中电投	煤制气	E	0.33

资料来源：公司公告

具体来看，伊犁新天项目中，公司获得的是污水处理、空分装置和回用装置的 EPC 总包，核心部分是污水处理。公司前身是化工部第三设计院。早在改

革开放初期，公司就作为化工系统污水处理技术的支撑部门，负责国家给排水领域的行业指导和归口设计，在化工污水处理方面具有较大的优势。

在中电投的项目上，公司作为主体院、总体院，在煤气化技术上采用的是德国西门子的 GSP 技术，项目进展顺利。煤气化是煤制天然气最核心的技术，而公司是唯一引进了市面上应用最广的三种技术（GSP、SHELL 和 TEXCO）的公司，即便三种不同技术以后出现分化也较难影响公司订单。

中国化学在国内煤制天然气项目上有垄断性的地位，作为其子公司，东华科技有望在未来三年煤制气项目加速投资的环境下获得更多的专业分包工程；再加上公司本身在污水处理和煤气化方面的特长，我们有理由相信公司在“十二五”期间的煤化工方面订单会有较大突破。

## 2.2. 煤/电石气制乙二醇市场空间大，公司项目试车结果将是开拓市场的关键

### 2.2.1. 煤/电石炉气制乙二醇行业重大突破，有望加速新项目投资

煤制乙二醇在“十一五”期间有 20 万吨的通辽金煤化工示范项目，由于当时唯一的示范项目工艺和配套技术上存在一些不足，项目一直在技改和调整，进度远不达预期。估计这也是“十二五”的示范项目中剔除了煤制乙二醇示范的主要原因。项目进度缓慢使得许多潜在业主从乐观的投资情绪转向观望。

不过此项目近期已取得重大突破，获得了最终试车成功。而近期东华科技承接的新疆天业电石炉气制乙二醇项目也接近试车尾声，目前运行良好；安阳永金化的项目也已产出乙二醇产品。乙二醇项目捷报连连，有望提振潜在业主的信心，加快新项目的投资。

**表 6 近期进入试车阶段的乙二醇项目捷报连连**

项目名称	项目进展
通辽金煤化工 20 万吨煤制乙二醇项目	据丹化科技 2013 年 1 月 13 日的公告，产品各项指标均已达到国家【GB/T 4649-2008 工业用乙二醇】规定的优等品标准。目前生产装置运转正常，生产负荷基本稳定在设计产能的 85%以上，乙二醇优等品产出率稳定在 90%以上。
河南安阳的安阳永金化 20 万吨煤制乙二醇项目	自 2010 年 9 月开工建设，于 2012 年 10 月实现机械竣工。近期，该项目已打通全流程工艺，并试产出乙二醇产品。
东华科技承接的新疆天业电石炉气制乙二醇一期 5 万吨项目	2013 年 1 月已一次性成功产出优质品乙二醇，目前正在运行观察中。

资料来源：公司公告

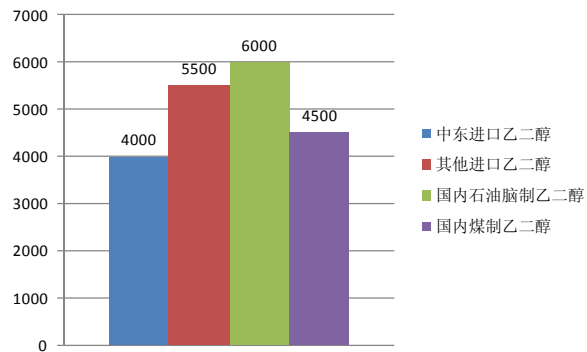


### 2.2.2. 目前煤/电石炉气制乙二醇仍有 650 亿左右市场空间

从需求上看，我国 2011 年乙二醇消费量为 1040 万吨，占全球产量 50%，对外依存度达到 70%。国内供给基本上通过石油脑制乙二醇实现。

从成本上看，电石气制乙二醇和煤制乙二醇成本相近，都仅高于中东乙二醇，相对于其他地区进口乙二醇以及国内石油脑制乙二醇都有成本优势。中东乙二醇在我国乙二醇消费量中占比为 35%，照此估算，煤制乙二醇有 700 万吨左右市场空间，除去目前已投产产能 20 万吨以及在在建产能 165 万吨，未来仍有 515 万吨的空间，订单空间在 650 亿左右。

图 5 乙二醇成本对比



资料来源：中投证券研究总部

表 7 煤制乙二醇产能

投产产能	20 万吨
在建产能	165 万吨
<b>合计产能</b>	<b>185 万吨</b>

资料来源：中投证券研究总部

### 2.2.3. 公司乙二醇项目试车结果是开拓市场的关键

公司承接的新疆天业电石炉气制乙二醇项目一期属于尾气综合利用和节能减排项目。工程进度如前文所述已进入试车最后阶段，目前运行稳定，预计很快会有试车结果，如果结果良好将为公司打开更大的市场份额。

煤制乙二醇方面，目前应用的技术主要有 5 条线路，东华科技引进的是日本宇部和高化学的技术——拥有全球最早的万吨级煤制乙二醇工业化装置，从实验结果看技术较为领先，具有较高负载能力以及产品合格率。公司承接的黔希化工煤制乙二醇项目预计明年投产。

目前公司在煤/电石炉气制乙二醇的市场份额在 20% 以上，如果试车结果理想，预计公司的市占率会有进一步提升；市场上多个乙二醇项目进展的突破也有望加速新项目的投资。

表 8 2011 年以来东华科技承接的乙二醇订单

公告日期	业主	项目	类型	合同额 (亿元)
2011.1.14	黔希化工	煤制乙二醇	EPC	30.47
2011.5.18	山西襄矿	煤制乙二醇	E	0.5
2011.5.24	锡林郭勒苏尼特碱业	煤制乙二醇	E	0.27
2011	新疆天业	电石炉气制乙二醇	EP	-

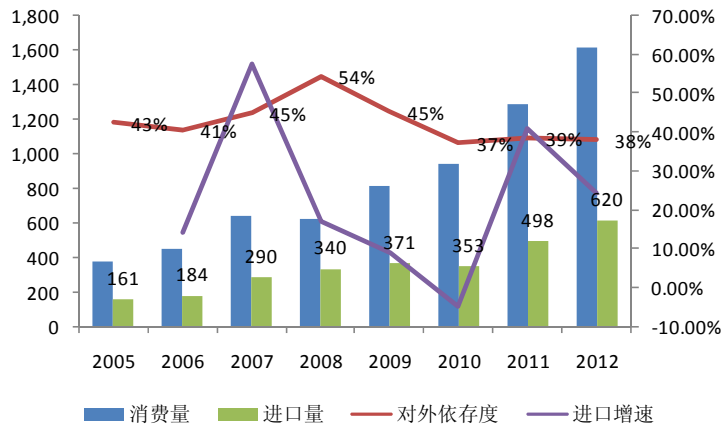
资料来源：公司公告

### 2.3. 公司全球首套 FMTA 甲醇制芳烃工业化装置试车成功, 获得进一步订单的可能性非常大

2013 年 1 月 15 日公司公告称陕西华电甲醇制芳烃中试成功, 这是全球首套甲醇制芳烃技术工业化装置的成功, 标志着甲醇制芳烃正式进入工业化阶段。

芳烃主要包括苯、甲苯、二甲苯, 缺口较大。以 FMTA 的主要产物二甲苯为例, 2012 年我国消费量约为 1621 万吨, 进口量为 620 万吨, 进口依存度 38%。尽管近三年对外依存度较 2008-2009 年有所下降, 保持在 38% 左右, 但消费量的迅速增长使缺口快速增大 (2005-2012 年缺口 CAGR 为 21%)。

图 6 FMTA 的主要产物二甲苯国内缺口增长迅速 (单位: 万吨)



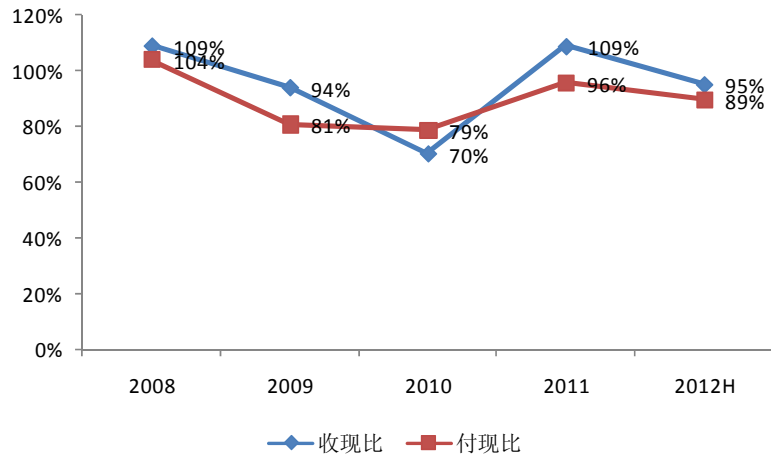
资料来源：wind、中投证券研究总部

由于中试成功, 产品优质, 且具有一定成本优势。预计不久将会有较大规模的工业化项目, 而作为首套 FMTA 工业化实验装置的总承包商, 东华科技获得更多 EPC 订单的可能性非常大。

### 三、公司现金流分析

对于建筑类企业, 收现比是衡量现金回笼能力优劣的重要指标, 在经济增速放缓, 业主资金压力较大的情况下尤为重要。我们发现在市场低迷的 2012 年上半年公司收现比仍达到 95% 的良好水平, 在建筑类企业中是非常出众的。

图 7 东华科技现金回笼能力强，赊销少



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

此外，公司并不受建筑类企业普遍存在的垫资问题困扰。公司的承包模式是以设计为主体的工程承包，其中设计施工和设备采购项目都采用对外分包，公司基本不存在垫资情况。只有在个别小型项目如河北中捷项目中提供有可靠担保的有偿垫资。

#### 四、公司未来三年的盈利预测

公司目前在手订单 100 亿元，按照工程进度，保守估计 70%以上会在未来两年结算，保证了较高的安全边际。

##### 未来三年订单估算

1.传统项目订单较稳定，其他新业务继续推进，未来三年贡献至少 30-60 亿订单。

2.“十二五”煤制天然气方面市场空间为 2283 亿以上，公司 2011 年市占率估计在 10%左右，如果公司未来三年市占率为 5%-10%，那么将带来 100-200 亿订单。

3.如果产能替代达 50%，那么乙二醇方面或有 100 亿以上订单。

4.甲醇制芳烃项目有望启动；氯化法制钛白粉先进产能替代落后产能。

综上所述，公司未来三年年均新增订单超越 2011 年 75 亿的历史最高水平为大概率事件，按照工程建设期 3 年来计算，营业收入年均增长 35%-40%。

表 9 东华科技未来三年盈利预测（单位：万元）

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2346	3285	4435	5987
营业成本	1792	2595	3548	4849
营业税金及附加	33	47	63	85
营业费用	21	28	37	49

管理费用	169	269	364	491
财务费用	-4	-71	-132	-229
资产减值损失	23	23	23	23
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	5	5	5
<b>营业利润</b>	<b>317</b>	<b>397</b>	<b>537</b>	<b>722</b>
营业外收入	7	7	7	7
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>324</b>	<b>404</b>	<b>544</b>	<b>729</b>
所得税	45	56	76	102
<b>净利润</b>	<b>278</b>	<b>348</b>	<b>468</b>	<b>627</b>
少数股东损益	1	1	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>277</b>	<b>346</b>	<b>466</b>	<b>625</b>
EBITDA	334	343	421	510
EPS (元)	0.62	0.78	1.04	1.40

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

## 五、投资建议

2012-2014 年 EPS 分别为 0.78、1.04 和 1.40 元，同比增速分别为 26%、33%和 35%。在目前 25.5 元的股价下，对应 PE 为 33、24 和 18 倍。给予公司 2013 年 27X 估值，6-12 个月目标价 28 元，给予公司“推荐”评级，建议逢低纳入，短期关注公司电石炉气制乙二醇以及氯化法制钛白粉项目中试情况的公布。

**附：财务预测表**

资产负债表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	3388	5390	8258	12393
现金	1161	2247	4151	6896
应收账款	181	255	380	512
其它应收款	282	187	93	93
预付账款	571	887	1197	1616
存货	1125	1635	2235	3055
其他	67	180	200	220
<b>非流动资产</b>	440	425	409	394
长期投资	84	84	85	84
固定资产	271	255	238	222
无形资产	73	73	73	73
其他	11	12	13	14
<b>资产总计</b>	3828	5815	8667	12787
<b>流动负债</b>	2714	4407	6856	10441
短期借款	0	0	0	0
应付账款	773	1116	1561	2182
其他	1941	3291	5295	8259
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	2714	4407	6856	10441
少数股东权益	9	10	11	14
股本	446	446	446	446
资本公积	90	90	90	90
留存收益	569	862	1263	1795
归属母公司股东权益	1106	1399	1799	2332
<b>负债和股东权益</b>	3828	5815	8667	12787

现金流量表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	473	1064	1833	2603
净利润	278	348	468	627
折旧摊销	21	16	16	16
财务费用	-4	-71	-132	-229
投资损失	-5	-5	-5	-5
营运资金变动	162	759	1460	2155
其它	19	16	26	38
<b>投资活动现金流</b>	-37	4	5	5
资本支出	52	0	0	0
长期投资	0	1	0	-0
其他	15	5	5	5
<b>筹资活动现金流</b>	-42	17	67	136
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	167	0	0	0
资本公积增加	-84	0	0	0
其他	-126	17	67	136
<b>现金净增加额</b>	392	1085	1905	2745

利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	2346	3285	4435	5987
营业成本	1792	2595	3548	4849
营业税金及附加	33	47	63	85
营业费用	21	28	37	49
管理费用	169	269	364	491
财务费用	-4	-71	-132	-229
资产减值损失	23	23	23	23
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	5	5	5
<b>营业利润</b>	317	397	537	722
营业外收入	7	7	7	7
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	324	404	544	729
所得税	45	56	76	102
<b>净利润</b>	278	348	468	627
少数股东损益	1	1	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	277	346	466	625
EBITDA	334	343	421	510
EPS (元)	0.62	0.78	1.04	1.40

主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	27.8%	40.0%	35.0%	35.0%
营业利润	39.1%	25.4%	35.1%	34.6%
归属于母公司净利润	40.8%	24.9%	34.5%	34.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	23.6%	21.0%	20.0%	19.0%
净利率	11.8%	10.5%	10.5%	10.4%
ROE	25.1%	24.8%	25.9%	26.8%
ROIC	-187.8	-30.0%	-14%	-9.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	70.9%	75.8%	79.1%	81.7%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.25	1.22	1.20	1.19
速动比率	0.83	0.85	0.88	0.89
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.73	0.68	0.61	0.56
应收账款周转率	12	12	11	10
应付账款周转率	2.49	2.75	2.65	2.59
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.78	1.04	1.40
每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	2.39	4.11	5.84
每股净资产(最新摊薄)	2.48	3.14	4.03	5.23
<b>估值比率</b>				
P/E	41.02	32.83	24.41	18.20
P/B	10.29	8.13	6.32	4.88
EV/EBITDA	30	30	24	20

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------



## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师,管理学硕士,4年行业从业经验,7年证券行业从业经验。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434