

三维工程 (002469.SZ)
能源化工行业硫回收与工程设计的专家
评级:
前次:
目标价 (元):
26.07-29.80

联系人

分析师

李璇

孙国东

021-58207774

S0740207010008

lixuan@qlzq.com.cn

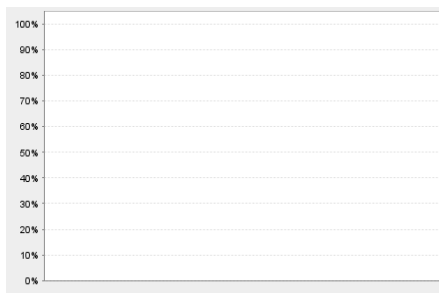
0531-81776391

sungd@qlzq.com.cn

2010年8月20日

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 49.64 |
| 流通股本(百万股) | 0.00 |
| 市价(元) | 0.00 |
| 市值(百万元) | 0.00 |
| 流通市值(百万元) | 0.00 |

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

| 指标 | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 197.24 | 146.85 | 229.26 | 357.31 | 556.40 |
| 营业收入增速 | 106.29% | -25.55% | 56.12% | 55.85% | 55.72% |
| 净利润增长率 | 19.32% | 22.27% | 49.00% | 42.05% | 32.62% |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.61 | 0.74 | 0.83 | 1.18 | 1.56 |
| 前次预测每股收益 (元) | — | — | — | — | — |
| 市场预测每股收益 (元) | — | — | — | — | — |
| 偏差率 (本次-市场/市场) | — | — | — | — | — |
| 市盈率 (倍) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| PEG | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股净资产 (元) | 1.84 | 2.58 | 8.72 | 9.90 | 11.46 |
| 每股现金流量 | 0.84 | 0.05 | 0.97 | 0.64 | 0.80 |
| 净资产收益率 | 33.03% | 28.77% | 9.49% | 11.88% | 13.61% |
| 市净率 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 总股本 (百万股) | 49.64 | 49.64 | 66.24 | 66.24 | 66.24 |

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

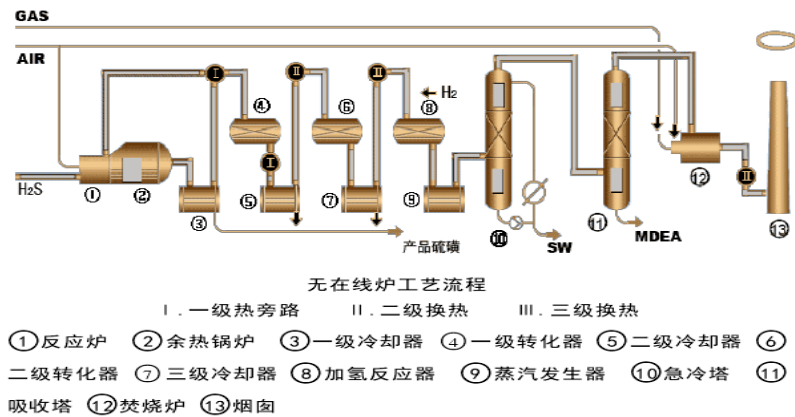
- **国内硫磺回收装置的设计专家。**公司是服务于石油化工和煤化工行业的工程设计与总承包业务的提供商。凭借自主开发的无在线炉硫磺回收工艺技术, 公司已成为国内设计硫磺回收装置数量最多的工程公司。
- **能源化工行业高速发展与国家环保标准提高为硫磺回收行业提供广阔空间。**未来 5-10 年, 规划中的石化和煤化工项目的投资额已超过 1.4 万亿元, 对应硫磺回收市场规模就将达到 280-420 亿元。国家环保标准与污染物排放控制的硬指标, 对硫磺回收业务提出了更高的要求, 同时保证行业的市场前景更明朗。
- **未来市场竞争将进一步加剧。**公司将面临国内外竞争对手的强大竞争压力, 尤其在煤化工硫磺回收业务方面的竞争将非常激烈。公司与神华集团等成功合作的多个煤化工项目起到了很好的示范效应, 扩大了公司在煤化工领域的影响力, 有利于开拓市场使之尽快成为公司新的利润增长点。
- **构建工程设计与总承包业务同步发展的盈利模式。**设计业务稳定增长且毛利率高, 是公司业绩的稳定器。总承包业务毛利率相对较低但毛利总额高, 而且新建化工项目中多以总承包业务为主, 未来将快速增长, 是公司整体收入迅速增长的核心推动器。
- **募集资金主要用于研发中心建设和补充流动资金用于扩大工程总承包业务。**节能减排工程研发中心建立后, 可以开发具有自主知识产权的工艺包, 提高业务承接的中标率和项目的收费水平; 补充的流动资金不仅能够扩大总承包业务的规模, 还能带动公司其他业务的扩张, 进一步扩大公司的经营规模和实力。
- **公司 2010 年到 2012 年预计全面摊薄 EPS 为 0.83、1.18 元和 1.56 元。**考虑到公司与东华科技的行业地位与估值具有一定的可比性 (10PE=33 倍)。预计公司合理估值区间为相对 2010 年 35-40 倍 PE, 即 28.97-33.11 元。考虑到 10% 的申购收益, 建议询价区间为 26.07-29.80 元。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

发行人概况

- 三维石化主要服务于石油化工、煤化工行业，从事工程设计和总承包业务。公司先后完成 200 多套硫磺回收、常减压、催化裂化、加氢、延迟焦化等各类装置的工程设计和总承包服务。
- 其中公司凭借自主开发的无在线炉硫磺回收工艺技术，硫磺回收装置 78 套，是国内设计硫磺回收装置数量最多的公司，具有较强的市场竞争力。

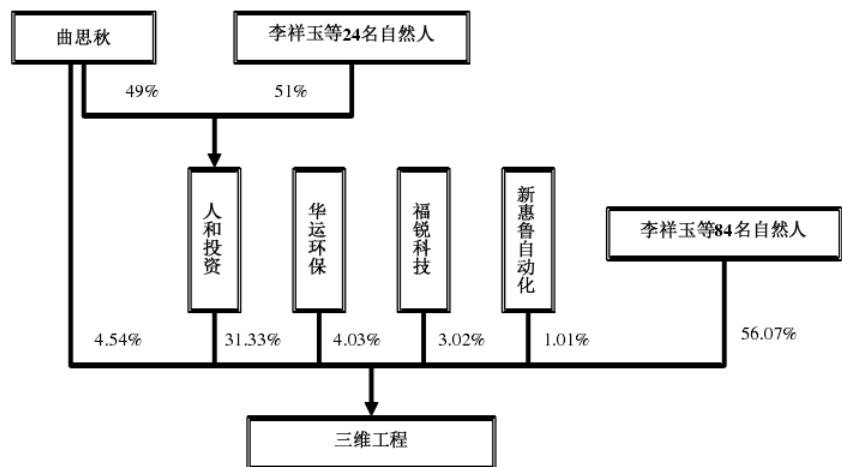
图表 1: 公司自主开发的硫磺回收技术工艺路线



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 本次发行人首次公开发行 1660 万股人民币普通股，发行后总股本 6624 万股。发行后的实际控制人为曲思秋，直接并通过人和和投资控制公司股份的比例为 26.88%。

图表 2: 公司股权结构

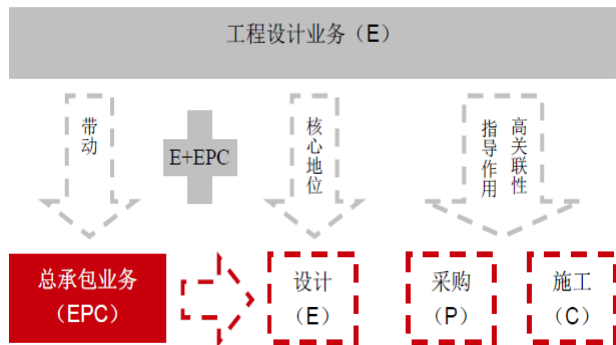


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

公司是国内能源化工工程行业 E+EPC 的龙头企业

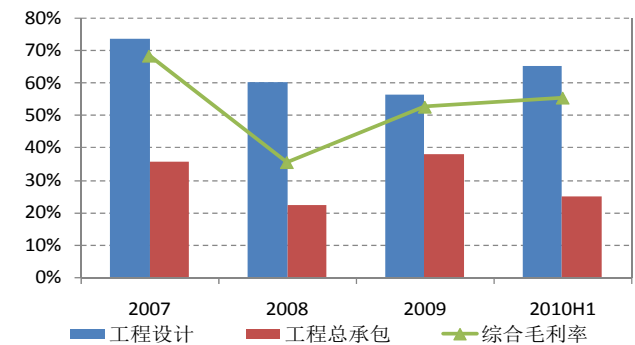
- 目前公司的设计业务处于稳定增长阶段，毛利率也保持较高的水平，是公司业绩的主要来源，在公司 E+EPC 盈利模式中起决定作用。而总包业务是公司整体收入规模迅速增长的核心推动力，是公司发展的引擎。
- 公司凭借工程设计优势，抓住设计与后续采购和施工的高关联性以及设计在整个产业链中具有核心地位的特点，来带动总包业务发展的 E+EPC 盈利模式已然形成。

图表 3: 三维工程的 E+EPC 的盈利模式



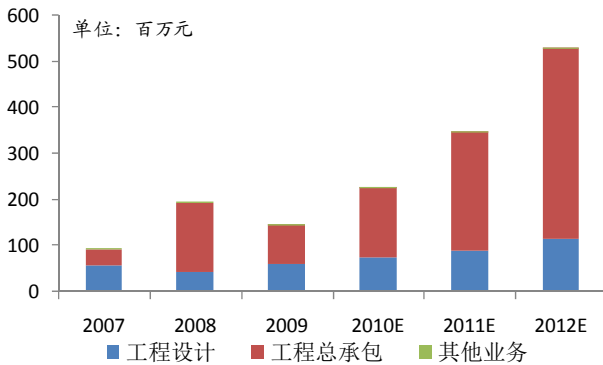
来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 先进的硫磺回收技术保证公司较高的毛利率



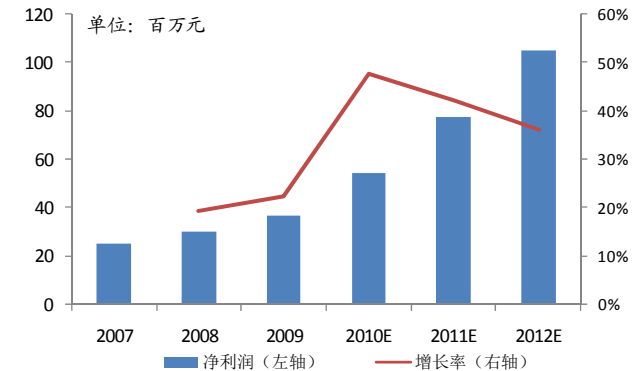
来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 总承包业务是整体收入增长的核心推动力



来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 2007-2012 年净利润增长显著

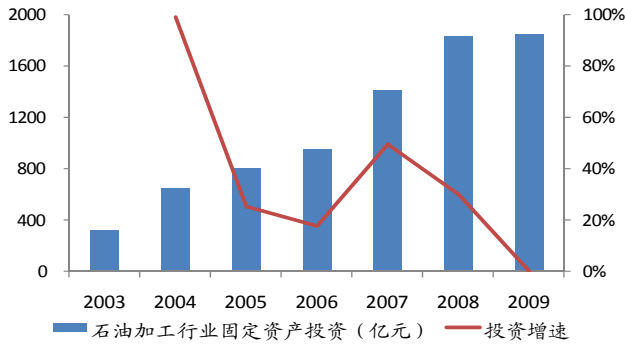


来源: 齐鲁证券研究所

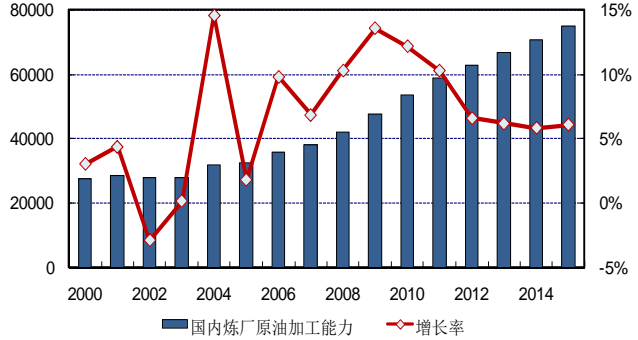
能源化工行业高速发展提供广阔发展空间

- 近年来国民经济的高速发展增加了对石油化工产品的需求，推动了石油化工行业的高速发展。
- 2003~2008 年石油加工行业固定资产投资平均年增长率在 30% 以上，一直保持高比例增长态势。
- 2000-2009 年国内原油一次加工能力由 2.74 亿吨增长至 4.77 亿吨，平

均年增长率在 8% 以上。2010 年上半年原油加工量同比增长 17.9%，汽油产量增 6%，柴油产量增 28.1%；成品油表观消费量同比增长 12.5%。预计到 2015 年，国内原油加工能力将增至 7.5 亿吨。

图表 7: 近年来石油加工行业固定资产投资增长迅速


来源: 齐鲁证券研究所

图表 8: 2000-2015 年国内原油加工能力将大幅增长


来源: 齐鲁证券研究所

- 未来 5-10 年，规划中的石化和煤化工项目的投资额已经超过 1.4 万亿元，按照现有的硫磺回收装置系统投资额占石化工程总投资额 2%-3% 的经验数据测算，仅石化和煤化工行业的硫磺回收市场规模就将达到 280-420 亿元。

图表 9: 未来国内部分大型煤化工基地项目汇总 (单位: 亿元)

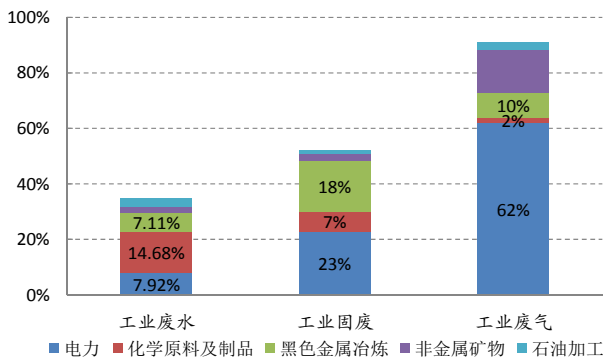
| 地区 | 公司 | 项目 | 总体规模 | 目前规划 | 项目规划 |
|------|-----|------------|------|------|---------------------------------------|
| 陕西榆林 | 神华 | 煤制烯烃 (MTO) | 2400 | | |
| 鄂尔多斯 | 神华 | 煤制天然气 | | 140 | 年产 20 亿立方米 |
| 鄂尔多斯 | 神华 | 煤直接液化 | | 245 | |
| 包头 | 神华 | 煤制烯烃二期 | 500 | | 一期 120 亿已建成 |
| 宁夏 | 神华 | 宁东基地二期 | 1200 | | |
| 宁夏 | 神华 | 宁东基地三期 | 1500 | 478 | 320 万吨煤炭间接液化石油 |
| 新疆 | 中电投 | 煤制天然气 | | 533 | 察布查尔锡伯自治县 60 亿立方米，霍城县 60 亿立方米 |
| 全国 | 中煤 | 煤炭产业基地 | 400 | | 山西、江苏、黑龙江、内蒙古、新疆，2015 年完成 |
| 鄂尔多斯 | 汇能 | 煤制天然气 | | 89 | 年产 16 亿立方米，已获批 |
| 鄂尔多斯 | 伊东 | 煤化工 | | 95 | 120 万吨甲醇，40 万吨醋酸，2009 年开工，预计 2013 年投产 |
| 合计 | | | 6000 | 1580 | |

来源: 齐鲁证券研究所

国家环保标准的提高推动硫磺回收行业的发展

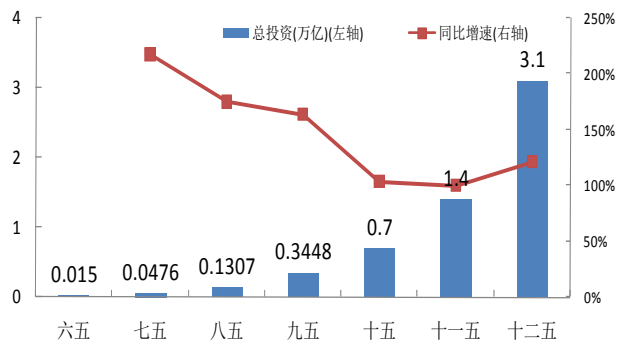
- 公司从事硫磺回收工程设计和总承包业务，属于国家政策支持节能减排产业。
- 石油和化工是废弃物排放量较高的产业，环境对行业发展的制约越来越突出。目前，石化产业的废水、废气、废固等污染物排放，在全国工业领域分别居第1、第4和第5位。
- 国家硫化氢、二氧化硫排放标准日趋严格，将促进硫磺回收行业发展。2007年6月3日，国务院印发《国务院关于印发节能减排综合性工作方案的通知》，规定“十一五”期间，主要污染物排放总量减少10%，到2010年，SO₂排放量由2005年的25.49Mt减少到22.95Mt，化学需氧量（COD）由14.14Mt减少到12.73Mt，同时要求硫排放指标分配到各省去落实。
- 按此标准，炼油厂和天然气净化厂硫磺回收加尾气处理装置的总硫回收率要达到99.7%~99.9%，只有采用还原吸收法的装置才能达标，而采用其它工艺的硫磺回收装置均需进行改造，这对我国的硫磺回收业务提出了更高的要求。
- 国家已将硫化物的排放限制纳入金融、政策、环评、法律等多项措施并重的综合治理体系中，硫化物的回收利用不仅仅是企业是否达标的问题，而且是直接关系行业存废的重要问题。此外，硫磺回收具有一定的经济意义。因此，环保法规的要求、金融信贷政策的支持、国家行政力量的推动，加之市场需求的刺激预示着硫磺回收产业广阔的发展前景。

图表 10: 石油与化工行业是重要的三废排放部门



来源：齐鲁证券研究所

图表 11: 我国环保产业投资总量增长迅速



来源：齐鲁证券研究所

募集资金项目分析

- 本次募集资金主要用于节能减排工程技术研发与应用中心建设项目和补充流动资金用于扩大工程总承包业务，预计总投资 17,690 万元。
- 募集资金项目与公司的主营业务密切相关，能够对公司经营状况起到良好的推动作用。
- 节能减排工程研发中心建立后，可以开发具有自主知识产权的工艺包，提高业务承接的中标率和项目的收费水平，从而直接提高公司收入和盈利水平；补充的流动资金不仅能够扩大总承包业务的规模，而且能够有效带动公司从事的工程设计、咨询、项目管理等业务的扩张，进一步扩大公司的经营规模和实力。

图表 12: 募集资金投向项目

| 序号 | 项目名称 | 投资金额 (万元) | 项目备案情况 |
|----|---------------------|-----------|-----------|
| 1 | 节能减排工程技术研发与应用中心建设项目 | 5,915 | 淄博市临淄区发改局 |
| 2 | 补充流动资金用于扩大工程总承包业务 | 11,775 | -- |
| 合计 | | 17,690 | -- |

来源：齐鲁证券研究所

- 募集资金中将有 5915 万元用于节能减排工程技术研发与应用中心建设项目。公司属知识密集型企业，人力资源是公司的核心资源。目前公司现有人员 181 人，而未来中心拟配备 116 人。
- 第 1~5 项研发课题，是公司现有业务的优势所在，目的在于加快技术更新，在研发的同时可开展设计和服务，近期经济效益明显；
- 第 6~8 项研发课题是利用已有技术基础和行业优势，进行前沿性的技术储备，以形成具有可产业化、配套完整的系列化工艺技术基础上的工艺包，在此基础上利用公司整体实力推向市场，形成良性循环。

图表 13: 节能减排工程技术研发与应用中心主要研发内容

| 项目技术名称 | 项目内容 |
|---------------------------------|---|
| 1)适用于石化行业 15 万吨/年以上的超大型硫磺回收成套技术 | 超大型硫磺回收工艺：在现有的无在线炉硫磺回收工艺基础上，开发适应 15 万吨/年以上规模的硫磺回收工艺包 超大型硫磺回收装置的关键配套专用设备：制硫余热锅炉、冷式高温掺合阀、制硫烧氨火嘴、超大型硫磺回收装置平面布置优化 安全仪表系统（SIS）和程序软件 系列专用催化剂 |
| 2)适用于煤化工行业的硫磺回收技术 | 根据酸性气的不同浓度以及其中烃类物质的多少，开发不同工艺路线的硫磺回收工艺包。 结合煤化工酸性气 H ₂ S 浓度低的特点，开发采用伴烧、原料气加热、富氧等技术的组合工艺，提高炉膛温度，以保证转化率 开发适用于煤化工硫磺回收的制硫炉和尾气炉火嘴，提高燃烧效果 针对酸性气低浓度、CO ₂ 含量高的特点，开发出对 CO ₂ 共吸收率更低的溶剂，以降低能耗、节省投资 |

针对产生 HCN 的煤气化工艺，开发在制硫炉内分解 HCN 的专用催化剂

3)石化行业低压瓦斯回收系统
技术

地面火炬

系列化橡胶膜干式气柜

4)石化污水深度处理与污水回
用技术

适应原油加工品种多样化和复杂化带来的污水中 COD_{Cr} 难以降低深度处理技术

石化企业周围地下水源污染防治及处理技术

石油化工企业污水处理场产生的剩余活性污泥、浮渣、油泥深度处理及应用方法

石油化工装置节水减排项目：加工吨原油耗新鲜水量由目前的 0.70 吨降低至 0.40 吨，加工吨原油外排废水量由目前的 0.70 吨降低至 0.15 吨

5)污水汽提、硫磺回收、胺液再
生组合工艺技术

开发联合装置的组合工艺包，针对不同工况，优化设备结构和材质选择，根据蒸汽资源的情况采取不同的热源，开发更适合硫磺回收装置要求的胺液再生工艺、保证胺液质量稳定，开发酸性水汽提装置连锁控制系统

6)零散高硫气体新型灵活净化
与资源化回收技术、配套催化剂
及其设备

油田偏远地区零散高硫天然气吸附催化脱硫剂及其资源化利用技术：包括多功能高效催化剂的研制、便捷式吸附催化脱硫设备的设计、综合工艺包等

车用天然气、液化气精脱硫技术的开发，包括催化剂的研制、脱硫装置的设计及其工艺包的开发等。

新型吸附催化脱硫剂的放大平台：包括脱硫剂的放大制备技术、预处理技术及其性能评价装置的建立等，这是开发自主知识产权核心技术的关键

7)硫铁矿资源综合利用新技术

以煤化工制氢、炼焦焦炉气、炼钢等工艺形成的富氢废气及 CO 废气和焦煤、石油焦等炭资源为原料，开发新的硫铁矿一体式资源化利用新技术，既提炼了铁，又对硫进行回收

8)碳一化学及替代燃料技术开
发通过技术合作、技术嫁接

在煤气化转化及净化技术、合成气生产化学品技术、清洁能源替代技术、MTO、MTP、生物燃料产业化以及相关工程化方面加强对外合作，形成可产业化的工程技术。

来源：齐鲁证券研究所

- 募集资金中将有 1.18 亿元用于补充流动资金以扩大工程总承包业务。
- 补充流动资金将改善公司运营资金不足的发展瓶颈。由于在石化和煤化工的总包业务中，整个过程都需要大量的运营资金保障，其中投标、签订合同、预付款等环节需要银行出具占项目目标的总额 25%-30% 的保函，而工程总承包过程平均垫付资金约为合同标的额的 20%~25%，过去公司因自有资金有限，放弃了一些本可以获得的合同额较大的订单项目。
- 未来随着公司募集资金的到位，运营资金不足这个困扰公司发展的最大瓶颈将得到极大的改善。目前公司正为未来发展在积极拓展新的石化和煤化工总包项目，并有了不同程度的进展。
- 通过补充流动资金，公司在同一时间可承揽和实施的项目数量增加，获得合同金额较大的项目有利于公司业绩的显著提升。另一方面，可以避免公司分项业务毛利率乃至综合毛利率受规模较大的单个项目的毛利率波动的影响，有利于公司的稳定发展，有效降低所面临的市场风险。
- 此次募集资金到位后，能够使公司在较短的时间内突破资金规模较小的发展瓶颈，公司在同一时间能够承揽和实施更多、更大的工程总承包项目，有利于公司业绩稳定增长，保证公司健康、稳定地发展。

盈利预测

- 盈利预测主要假设：
 - 国内石油化工和煤化工行业保持现有增速，能源与化工产品需求不出现大幅萎缩。
 - 公司工程总承包业务 EPC 快速增长和设计业务 E 持续增长。
 - 总承包业务 EPC 将是整体收入迅速增长的核心推动力。
 - 公司在硫磺回收等装置设计领域中的竞争优势地位不改变。
- 公司上市后，制约公司快速发展的资金瓶颈将得到极大缓解，未来几年公司的工程总承包收入将进入快速增长期。2010-2012 年将保持 60% 以上的增长率，毛利率水平维持在 15%~30% 之间。同时公司工程设计服务业务收入也将保持 20% 左右的稳定增长和 55% 左右的高毛利率。
- 2009 年公司被认定为高新技术企业，所得税率为 15%，2010~2011 年公司所得税率都将维持较低水平，2012 年以后将略有提高。
- 根据以上假设，我们预计公司 2010 年-2012 年实现每股收益分别是 0.83 元、1.18 元和 1.56 元。

风险提示

- 国内外相关企业提升技术与管理水平，市场竞争进一步加剧的风险
- 客户项目进程的不确定性带来收入确认滞后的风险
- 工程项目管理控制的风险

图表 14: 已签约的总承包业务情况

| 序号 | 项目名称 | 合同额 (万元) | 备注 |
|----|--------------------------------|----------|---------------|
| 1 | 神华集团包头煤制烯烃项目硫磺回收装置 | 9,538 | 2008 年 7 月签订 |
| 2 | 中国石油广西石化硫磺回收联合装置 | 12,000 | 2007 年 12 月签订 |
| 3 | 中化泉州石化公司 28 万吨/年硫磺回收联合装置 | 52,514 | 2009 年 7 月签订 |
| 4 | 大唐能源化工有限责任公司煤制气项目净化分厂硫磺回收装置总承包 | 3,423 | 2009 年 8 月签订 |
| 5 | 中国石化齐鲁分公司液化气及丙烯罐区安全隐患治理项目 | 4,361 | 2010 年 6 月签订 |
| 6 | 中国石化齐鲁分公司催化干气回收乙烯项目 | 4,400 | *2010 年 7 月签订 |
| 7 | 中国石化齐鲁分公司第一污水处理场含盐污水系列达标升级改造 | 900 | *2010 年 5 月签订 |
| 合计 | | 87,136 | |

来源：齐鲁证券研究所

图表 15: 销售收入与盈利预测

| 项目 | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | |
|-------|------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 工程设计 | 销售收入 (百万元) | 58.89 | 42.47 | 61.76 | 74.11 | 95.35 | 128.35 |
| | 增长率 (YOY) | | -27.88% | 45.42% | 20.00% | 28.66% | 34.61% |
| | 毛利率 | 73.54% | 60.28% | 56.30% | 55.00% | 55.53% | 55.51% |
| | 销售成本 (百万元) | 15.58 | 16.87 | 26.99 | 33.35 | 42.40 | 57.10 |
| | 增长率 (YOY) | | 8.28% | 59.99% | 23.56% | 27.14% | 34.67% |
| | 毛利 (万元) | 43 | 26 | 35 | 41 | 53 | 71 |
| | 增长率 (YOY) | | -40.89% | 35.82% | 17.23% | 29.91% | 34.56% |
| 工程总承包 | 销售收入 (百万元) | 34.40 | 151.80 | 84.78 | 152.60 | 259.41 | 425.50 |
| | 增长率 (YOY) | | 341.28% | -44.15% | 80.00% | 69.99% | 64.03% |
| | 毛利率 | 35.78% | 22.22% | 37.95% | 35.00% | 30.03% | 28.20% |
| | 销售成本 (百万元) | 22.09 | 118.07 | 52.61 | 99.19 | 181.50 | 305.50 |
| | 增长率 (YOY) | | 434.50% | -55.44% | 88.54% | 82.98% | 68.32% |
| | 毛利 (万元) | 12 | 34 | 32 | 53 | 78 | 120 |
| | 增长率 (YOY) | | 174.00% | -4.62% | 66.02% | 45.87% | 54.02% |
| 产品销售 | 销售收入 (百万元) | 1.78 | 2.11 | 0.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| | 增长率 (YOY) | | 18.54% | 0.00% | -- | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率 | 51.12% | 43.60% | 0.00% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| | 销售成本 (百万元) | 0.87 | 1.19 | 0.00 | 1.20 | 1.20 | 1.20 |
| | 增长率 (YOY) | | 36.78% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利 (万元) | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| | 增长率 (YOY) | | 1.10% | -- | -- | 0.00% | 0.00% |
| 公司整体 | 营业收入 (百万元) | 96 | 197 | 147 | 229 | 357 | 556 |
| | 营业成本 (百万元) | 39 | 136 | 80 | 134 | 225 | 364 |
| | 营收增长率 (%) | - | 105.95% | -25.31% | 55.86% | 55.85% | 55.72% |
| | 综合毛利率 (%) | 59.66% | 30.86% | 45.86% | 41.65% | 36.99% | 34.61% |
| | 毛利(百万元) | 57 | 61 | 67 | 95 | 132 | 193 |
| | 销售费用率 | 1.0% | 0.7% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| | 管理费用率 | 9.3% | 5.7% | 10.1% | 10.0% | 8.0% | 8.0% |
| | 财务费用率 | -0.2% | 0.0% | 0.0% | -0.2% | -0.6% | -0.5% |
| | 所得税率 | 40.34% | 25.45% | 15.53% | 16.00% | 16.00% | 20.00% |

来源: 齐鲁证券研究所

附录：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业总收入 | 96 | 197 | 147 | 229 | 357 | 556 |
| 增长率 | — | 106.3% | -25.5% | 56.1% | 55.9% | 55.7% |
| 营业成本 | -39 | -136 | -80 | -134 | -225 | -364 |
| % 销售收入 | 40.3% | 69.0% | 54.2% | 58.3% | 63.0% | 65.4% |
| 毛利 | 57 | 61 | 67 | 95 | 132 | 193 |
| % 销售收入 | 59.7% | 31.0% | 45.8% | 41.7% | 37.0% | 34.6% |
| 营业税金及附加 | -4 | -7 | -5 | -7 | -11 | -18 |
| % 销售收入 | 4.2% | 3.7% | 3.2% | 3.2% | 3.2% | 3.2% |
| 营业费用 | -1 | -1 | -1 | -2 | -4 | -6 |
| % 销售收入 | 1.0% | 0.7% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 管理费用 | -9 | -11 | -15 | -23 | -29 | -45 |
| % 销售收入 | 9.3% | 5.7% | 10.1% | 10.0% | 8.0% | 8.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 43 | 41 | 46 | 63 | 89 | 125 |
| % 销售收入 | 45.3% | 20.8% | 31.4% | 27.4% | 24.8% | 22.4% |
| 财务费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 3 |
| % 销售收入 | -0.2% | 0.0% | 0.0% | -0.2% | -0.6% | -0.5% |
| 资产减值损失 | -1 | -1 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % 税前利润 | 0.8% | — | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 43 | 40 | 44 | 63 | 91 | 127 |
| 营业利润率 | 44.5% | 20.5% | 29.7% | 27.6% | 25.4% | 22.8% |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 2 |
| 税前利润 | 42 | 40 | 44 | 65 | 93 | 129 |
| 利润率 | 44.2% | 20.5% | 29.7% | 28.5% | 25.9% | 23.2% |
| 所得税 | -17 | -10 | -7 | -10 | -15 | -26 |
| 所得税率 | 40.3% | 25.5% | 15.5% | 16.0% | 16.0% | 20.0% |
| 净利润 | 25 | 30 | 37 | 55 | 78 | 103 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 25 | 30 | 37 | 55 | 78 | 103 |
| 净利率 | 26.4% | 15.3% | 25.1% | 23.9% | 21.8% | 18.6% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------------|------------|-----------|------------|-----------|-----------|
| 净利润 | 25 | 30 | 37 | 55 | 78 | 103 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 4 | 3 | 5 | 6 | 8 | 11 |
| 非经营收益 | 1 | 0 | 0 | -1 | -2 | -2 |
| 营运资金变动 | 8 | 9 | -39 | 4 | -41 | -59 |
| 经营活动现金净流 | 38 | 42 | 3 | 64 | 42 | 53 |
| 资本开支 | 1 | 1 | 1 | 98 | -2 | -2 |
| 投资 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -1 | 0 | -1 | -98 | 2 | 2 |
| 股权募资 | 0 | 23 | 0 | 395 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -39 | -48 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金净流 | -39 | -25 | -2 | 395 | 0 | 0 |
| 现金净流量 | -3 | 16 | 0 | 361 | 44 | 55 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 货币资金 | 25 | 41 | 41 | 402 | 447 | 502 |
| 应收款项 | 50 | 53 | 84 | 132 | 225 | 351 |
| 存货 | 4 | 5 | 11 | 22 | 43 | 80 |
| 其他流动资产 | 1 | 2 | 1 | 7 | 11 | 27 |
| 流动资产 | 79 | 101 | 138 | 563 | 726 | 960 |
| % 总资产 | 63.5% | 69.6% | 76.6% | 80.6% | 85.1% | 89.2% |
| 长期投资 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 43 | 42 | 40 | 94 | 81 | 65 |
| % 总资产 | 34.2% | 28.9% | 22.2% | 13.5% | 9.5% | 6.0% |
| 无形资产 | 1 | 1 | 1 | 41 | 46 | 51 |
| 非流动资产 | 45 | 44 | 42 | 135 | 127 | 116 |
| % 总资产 | 36.5% | 30.4% | 23.4% | 19.4% | 14.9% | 10.8% |
| 资产总计 | 125 | 145 | 180 | 698 | 854 | 1,076 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 17 | 43 | 37 | 119 | 195 | 312 |
| 其他流动负债 | 31 | 11 | 15 | 2 | 3 | 5 |
| 流动负债 | 48 | 53 | 52 | 120 | 198 | 317 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 48 | 53 | 52 | 120 | 198 | 317 |
| 普通股股东权益 | 77 | 91 | 128 | 578 | 656 | 759 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 125 | 145 | 180 | 698 | 854 | 1,076 |

比率分析

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 (元) | 0.841 | 0.606 | 0.741 | 0.828 | 1.176 | 1.559 |
| 每股净资产 (元) | 2.553 | 1.836 | 2.577 | 8.723 | 9.898 | 11.458 |
| 每股经营现金净流 (元) | 1.255 | 0.841 | 0.053 | 0.970 | 0.641 | 0.804 |
| 每股股利 (元) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 32.93% | 33.03% | 28.77% | 9.49% | 11.88% | 13.61% |
| 总资产收益率 | 20.26% | 20.82% | 20.42% | 7.85% | 9.12% | 9.60% |
| 投入资本收益率 | 50.71% | 61.34% | 44.91% | 30.12% | 35.60% | 38.80% |
| 增长率 | | | | | | |
| 营业总收入增长率 | — | 106.29% | -25.55% | 56.12% | 55.85% | 55.72% |
| EBIT增长率 | — | -5.22% | 12.46% | 36.27% | 40.75% | 40.74% |
| 净利润增长率 | — | 19.32% | 22.27% | 49.00% | 42.05% | 32.62% |
| 总资产增长率 | — | 16.10% | 24.67% | 287.41% | 22.28% | 26.01% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 93.1 | 93.0 | 165.4 | 200.0 | 220.0 | 220.0 |
| 存货周转天数 | 17.7 | 11.3 | 36.4 | 60.0 | 70.0 | 80.0 |
| 应付账款周转天数 | 39.3 | 52.7 | 146.3 | 150.0 | 150.0 | 150.0 |
| 固定资产周转天数 | 81.2 | 78.0 | 101.7 | 59.0 | 43.6 | 36.4 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -32.40% | -45.26% | -32.13% | -69.64% | -68.15% | -66.15% |
| EBIT利息保障倍数 | -234.5 | -650.2 | -2,772.7 | -166.6 | -40.4 | -49.6 |
| 资产负债率 | 38.47% | 36.96% | 29.01% | 17.23% | 23.19% | 29.44% |

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%--5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双鸽
大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501