

代工业务逐步好转，智能电表加速驱动

报告要点

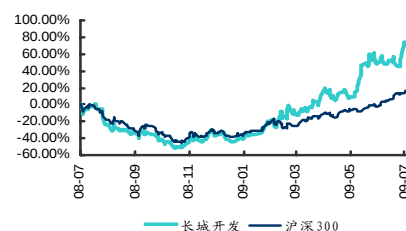
- 长城开发 08 年主营利润仍然保持 30% 以上增速，这与台湾代工企业业绩大幅下滑形成了鲜明对比，长城开发表现出的抗风险能力则归源于电子产品制造产能向其转移以及智能电表的加速驱动，我们认为这一趋势仍在延续。
- 电子厂商毛利率的下滑加快了其制造加工等非核心业务向低成本厂商转移的趋势，这从近期金斯顿与长城开发新建 4 条生产线、希捷磁头生产线下半年的转移中得到佐证。而长城开发凭借在该领域的低成本、高良品率以及规模优势将直接受益。而硬盘板卡产品在度过上半年的低迷期后，随着经济的逐步复苏，其产量有望逐步好转。
- 与富士康通过开拓新产品和新客户实现迅速腾飞一样，长城开发通过开拓中兴通讯、夏新等新客户，其产品线将进一步得到完善。随着 3G 数据卡、笔记本板卡及医疗呼吸机的量产，长城开发新的利润增长点雏形已现。
- 长城开发作为国内最大的智能电表生产商，将直接受益于全球智能电网改造的加速，通过与 IBM、意大利电力公司、法国电力公司的合作，智能电表 2010 年有望迎来爆发增长，而在中国 2020 年建成“坚强智能电网”的背景下，国内智能电表的高速增长也已悄然启动。
- 在电子厂商制造产能转移和智能电表加速驱动的背景下，我们保守预计公司 2009、2010 年 EPS 为 0.32、0.44 元，若考虑磁头转移和智能电表的爆发增长，乐观预计 2010 年 EPS 为 0.68 元，我们认为公司 2009 年后将进入高速成长期，其长期发展前景较为明朗，维持对其“推荐”评级。

当前股价: 12.88
 信息技术行业评级 看好

公司基本数据 2009.7.14

总股本(万股)	87952
流通 A 股/B 股(万股)	87860/0
资产负债率	18.62%
每股净资产(元)	3.98
市盈率(当前)	70.2
市净率(当前)	3.24
12 个月内最高/最低价	13.20/3.55

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

《计算机行业 09 年下半年投资策略—信息化加速驱动，行业景气仍将延续》2009-6-24

分析师:
 陈志坚
 027-65799506
 chenzj@cjsc.com.cn

联系人:
 马先文
 027-65799506
 maxw@cjsc.com.cn

主要财务指标

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	13947	12279	16770	20138
增长率(%)	6.52%	-11.96%	36.58%	20.08%
归属母公司所有者净利润(百万元)	316.5	280.3	391.2	480.3
增长率(%)	-55.38%	-11.43%	39.57%	22.77%
每股收益(元)	0.36	0.32	0.44	0.55
净资产收益率(%)	9.1%	7.6%	9.7%	10.8%
每股经营现金流(元)	0.38	0.75	0.70	0.83

正文目录

长城开发已表现出较强的抗风险能力	4
传统业务正逐步转好.....	5
硬盘磁头、内存受益产能转移.....	5
硬盘板卡一静待恢复	7
新客户、新产品成为新的利润增长点	8
智能电表具备爆发潜力	9
海外市场明年有望爆发.....	9
国内市场已悄然启动	11
风险分析.....	12
盈利预测与估值.....	12

图表目录

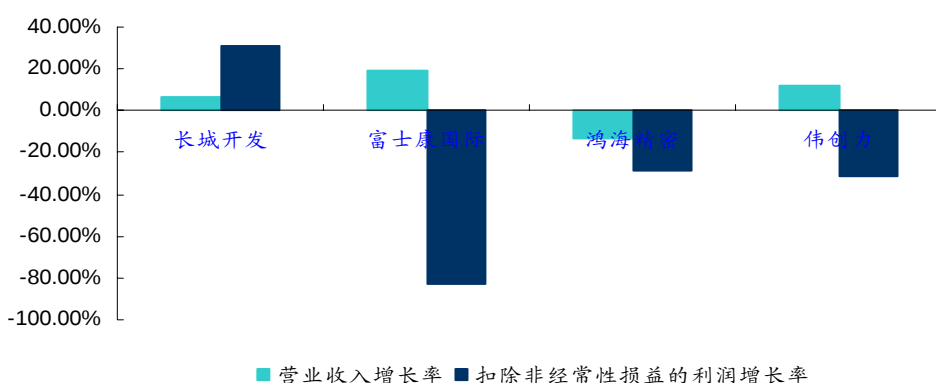
图 1: 长城开发与其他电子产品代工企业 08 年收入及利润增速比较	4
图 2: 长城开发与其他电子产品代工企业收入、利润增速比较	4
图 3: 长城开发不同产品毛利率	5
图 4: 长城开发智能电表业务营业利润占比	5
图 5: 全球硬盘出货量	5
图 6: 希捷市场份额	6
图 7: 希捷毛利率变化	6
图 8: 内存价格走势	6
图 9: 长城开发硬盘板卡出货量	7
图 10: 全球 PC 出货量	7
图 11: 富士康历年营业收入	8
图 12: 富士康历年营业收入	9
图 13: 长城开发近三年智能电表收入	10
图 14: 长城开发与长城科美关联交易额	12
图 15: 长城科美历年销售额	12
图 16: 长城开发毛利率变化趋势	12
表 1: 富士康新产品拓展历程	8
表 2: 欧美智能电网发展历程	9
表 3: 海外市场潜在空间	10
表 4: 中国智能电网发展初步规划	11
表 5: 长城开发收入与毛利率假设（最为保守预计）	13
表 6: 2010 年磁头及智能电表收入增速与 EPS 情景分析	13

长城开发已表现出较强的抗风险能力

作为一家代工企业，经过多年的积累，长城开发在电子产品代工领域已初露锋芒，其生产的硬盘磁头占全球市场份额的 10% 以上，位居全球第二位。此外，硬盘板卡、内存条代工等已成为希捷、金斯顿等国际知名企业的重要供货商。

受 08 年金融危机影响，全球电子产品代工企业遭受重创，鸿海集团旗下代工企业富士康国际、鸿海精密业绩均出现下滑，全球第二大 EMS 厂商伟创力经常性利润也出现下滑。与之不同的是，长城开发作为国内最大的电子产品代工厂，08 年扣除非经常性损益后净利润仍保持 30% 以上增长。这与国际知名 EMS 企业的业绩下滑形成了鲜明对比。

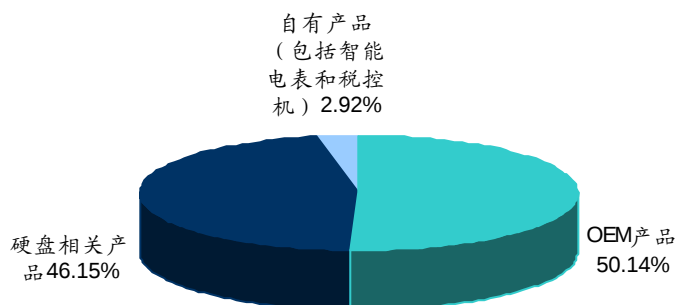
图 1：长城开发与其他电子产品代工企业 08 年收入及利润增速比较



资料来源：bloomberg，长江证券研究部

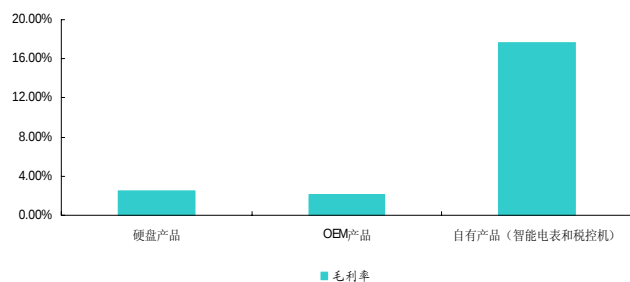
我们认为，与其他电子代工企业相比，长城开发已表现出较强的抗风险能力，而这种抗风险能力主要来自电子产品制造产能转移和智能电网带动智能电表需求的加速。从公司产品收入构成来看，代工产品（包括硬盘相关产品）占比超过 97%，但由于代工产品毛利率较低，其营业利润占比为 84%，而另一大业务智能电表收入占比仅为 3%，但由于智能电表毛利率较代工高很多，虽然收入占比较少，但营业利润占比已达 16%，成为公司利润的另一重要来源。

图 2：长城开发与其他电子产品代工企业收入、利润增速比较



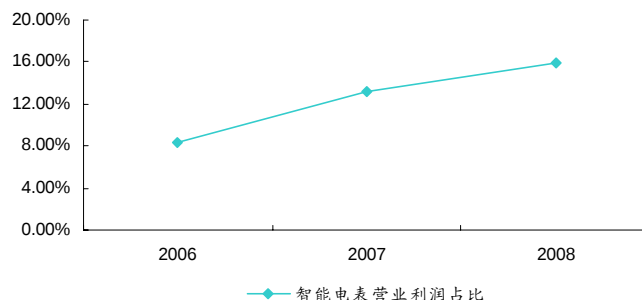
资料来源：bloomberg，长江证券研究部

图 3：长城开发不同产品毛利率



资料来源：长江证券研究所

图 4：长城开发智能电表业务营业利润占比



资料来源：长江证券研究所

我们认为，长城开发未来将受益于电子产品制造产能的转移和智能电表的加速，这也是我们推荐长城开发的主要原因。我们下文也将围绕产能转移和智能电表两大主线予以展开分析。

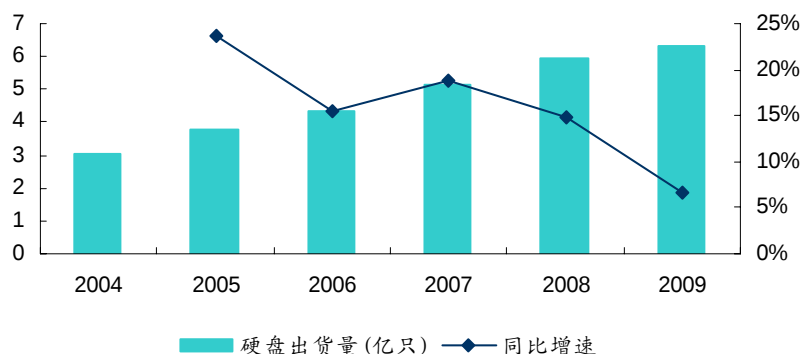
传统业务正逐步转好

长城开发传统业务主要为希捷、金斯顿、三星等国际知名厂商提供产品的加工制造，也即代工业务。其代工产品包括内存条、电子产品加工、超级电容模块组装等，目前已拓展至手机、U 盘、通信设备板卡等领域，并有望拓展至国内其他厂商手机组装领域。从收入占比来看，硬盘磁头、硬盘板卡、内存条占据公司收入的绝大部分，因此这三大产品对公司业绩影响较为明显。

硬盘磁头、内存受益产能转移

公司的硬盘磁头主要向希捷供货，作为公司传统的优势产品，其磁头市场份额已占全球份额的 10%以上。但由于金融危机导致 PC 销量的下滑，进而导致硬盘磁头增速出现下滑。据电子时报最新预测，09 年硬盘出货量同比增速约为 6.75%，远低于 08 年 14.92%增幅，这对公司磁头产品销售产生一定的负面影响。

图 5：全球硬盘出货量

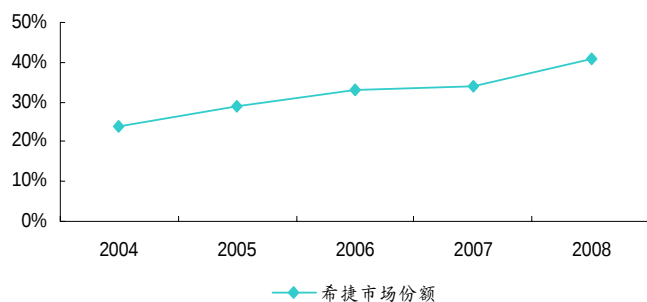


资料来源：Digitimes, 长江证券研究部

然而值得我们关注的是，长城开发主要为希捷供货，而希捷在 05 年收购迈拓之后，市场份

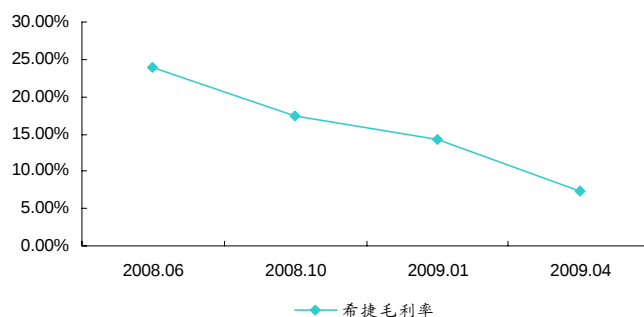
额逐年提升，这对长城开发而言较为有利。同时，金融危机致使硬盘厂商产品毛利率急剧下滑。以希捷为例，其毛利率从 08 年 6 月至今年 4 月已由 23.84% 下滑至 7.3%，而希捷出于成本考虑，将非核心业务磁头制造向外转移，而国内只有长城开发具备接收能力。公司目前已与希捷洽谈磁头生产线转移事宜，预计下半年将完成。由于公司目前每年磁头出货量为 2000 多万只，其占有率不到希捷的 20%，在希捷生产线转移完成后，公司磁头产能将大幅提升，预计为目前的 3-4 倍。我们认为，由于去年希捷 PCBA 板卡生产线转移进展较为顺利，双方已形成较好的合作关系，故磁头生产线的转移预计不存在较大障碍，因此我们认为 2010 年公司磁头业务将会引来高速增长。

图 6：希捷市场份额



资料来源：bloomberg, 长江证券研究所

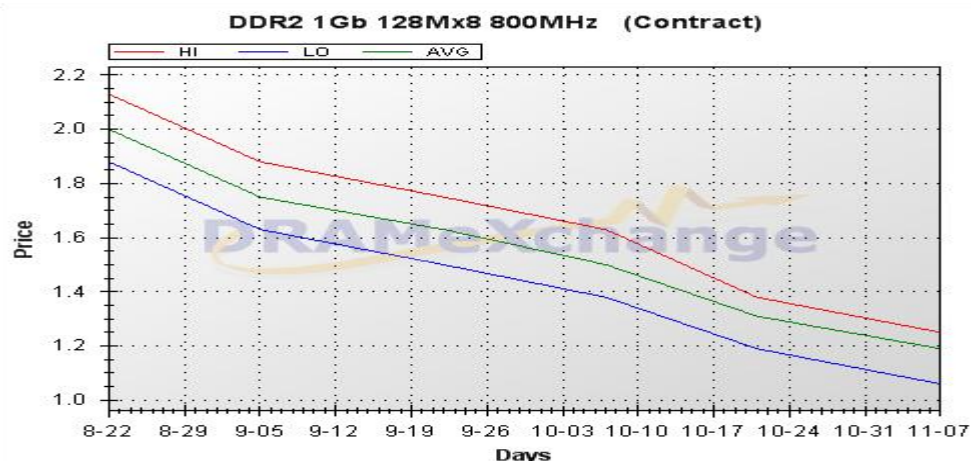
图 7：希捷毛利率变化



资料来源：bloomberg, 长江证券研究所

另一大受益于产能转移的产品为内存条，公司内存条主要为金斯顿提供制造加工，金斯顿出于成本和整核供货商的考虑，将加大向公司的采购力度，近期金斯顿与公司合作，新建 4 条生产线，其产能将由 300 万条/年提升到 400 万条/年。实际上，公司内存条上半年供应量同比增速仍然较快，而收入下降主要因为内存条价格下滑，而价格下滑导致金斯顿成本压力剧增，这也是金斯顿产能转移的主要原因。

图 8：内存价格走势



资料来源：佐思网, 长江证券研究部

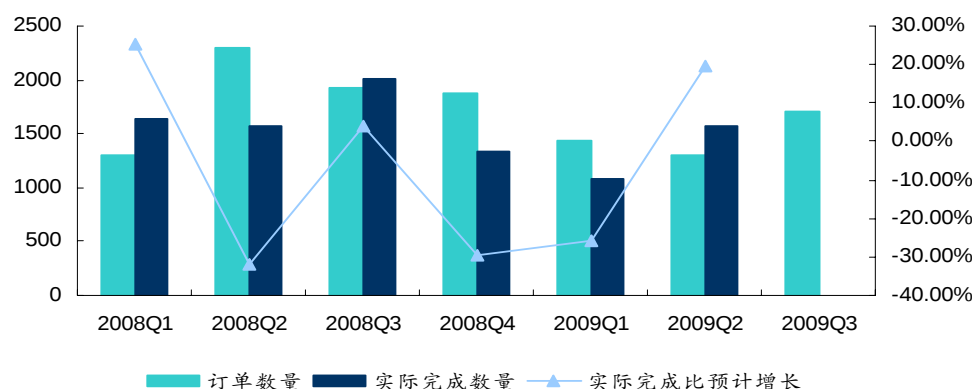
实际上，内存条、磁头等产品制造产能的转移一方面在于节约成本，另一方面，由于国际知名 PC 厂商纷纷在中国投资建厂，如惠普去年底宣布计划在重庆投资兴建 2 万平米工厂，产

能为 500 万至 1000 万台。因此硬盘、内存等厂商将其制造产能向中国转移能更好地与 PC 厂商形成配套。

硬盘板卡—静待恢复

受益于 08 年硬盘板卡生产线的转移，公司硬盘板卡去年出货量增速达 137%。但从单季预计订单数量和实际完成量来看，08 年二季度开始，实际完成量低于预计订单数量，这也反映了 PC 增速下滑带来的负面影响。在 09 年一季度达到最低点后，从二季度开始，硬盘板卡实际完成量已超过当期订单量，且环比也开始回升，这在一定程度上表明公司硬盘板卡最坏时候已经过去。

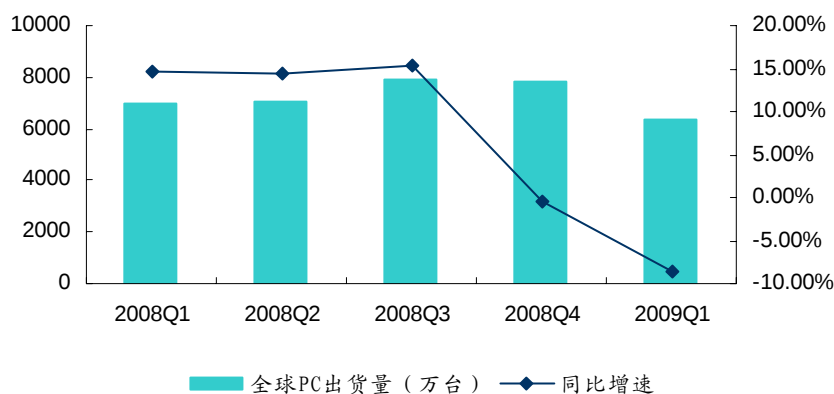
图 9：长城开发硬盘板卡出货量



资料来源：公司公告，长江证券研究部

实际上，我们从全球 PC 出货量可看出，08 年四季度开始，近 7 年来首次出现同比下滑，09 年一季度 PC 出货量为近几年最低谷，IDC、Gartner 几大咨询机构均预测 PC 出货量 09 年仍将下滑 5% 左右，但随着下半年经济开始逐步回暖，预计 PC 出货量从四季度开始回升，2010 年恢复增长。我们认为，随着 PC 行业 2010 年出现复苏，硬盘板卡需求也将开始增长，但 09 年公司硬盘板卡出货量出现下滑已成定局，硬盘板卡目前处于经济复苏的等待期。

图 10：全球 PC 出货量

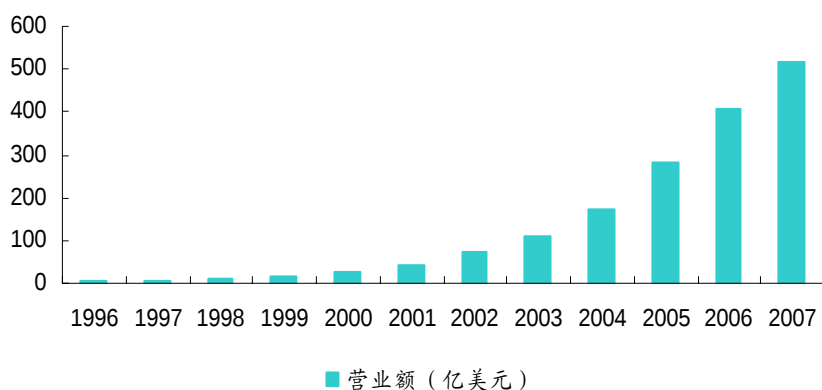


资料来源：金融电子信息网，长江证券研究部

新客户、新产品成为新的利润增长点

新客户、新产品的拓展一直都是代工企业发展壮大的主要途径，全球 3C 代工龙头富士康正是通过不断拓展新客户和新产品，其营业额实现了跨越增长，从 96 年起每年超过 50% 以上速度增长，直至 07 年增速开始放缓。

图 11：富士康历年营业收入



资料来源：，长江证券研究部

表 1：富士康新产品拓展历程

时间	进入领域
1983	电脑连接器
1995	计算机机壳
1996	准系统
2000	手机
2001	笔记本
2005	汽车电子
2006	数码相机

资料来源：公司公告，长江证券研究部

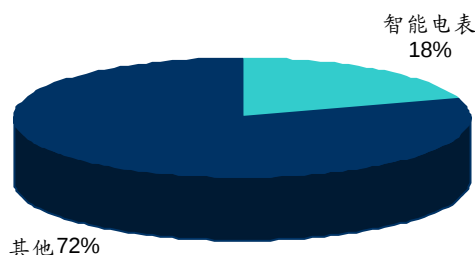
从富士康的发展历程中可看出，新产品和新客户的拓展对代工企业至关重要，富士康在电脑连接器领域做成台湾第一，亚洲第六的时候，其营业额也不过 5.7 亿元。但后续新产品计算机机壳、准系统、手机等产品使其发展迅速腾飞。虽然长城开发与富士康相比规模较小，仅相当于富士康 10 年前水平，但未来新产品和新客户的拓展有望使公司进入快速增长期。如除传统的硬盘磁头、硬盘板卡、内存条外，公司拓展了中兴通讯的 3G 数据卡和通信设备板卡、夏新手机等新的产品，而三星的笔记本板卡、与印度合作的医疗仪器（呼吸机）也将于下半年开始量产，新产品和新客户的开拓有望成为公司新的利润增长点。

总结以上几点，我们认为，长城开发传统业务正在逐步转好，其硬盘磁头、内存条等产品将受益于产能转移，硬盘板卡目前仍处于恢复期。同时，新产品和新客户的拓展已初见成效，未来将成为新的利润增长点。对于长城开发而言，客户产能向其转移和新产品的拓展主要得益于两方面：其一，客户出于成本考虑以及公司的低成本竞争优势。其二，公司在某些产品具备规模优势，且良品率较高，如硬盘磁头良品率比希捷自身高 1-2 个百分点，手机良品率较富士康高。对于代工企业而言，成本、良品率以及规模作为其竞争的重要因素，长城开发无疑抢得了先机。

智能电表具备爆发潜力

长城开发作为国内最大的智能电表生产商，虽然目前收入占比较少，但由于其毛利率较代工业务高出很多，净利润率为14%左右，目前智能电表净利润占比约为15-20%之间。公司智能电表主要用于出口，国内市场主要通过参股35%股权公司长城科美运作。

图 12：富士康历年营业收入



资料来源：，长江证券研究部

海外市场明年有望爆发

我们认为，长城开发智能电表出口的爆发增长源自欧美智能电网改造的加速。所谓智能电网，简而言之，就是用户和电网、用户和终端之间形成即时高速的双向连接，以达到对电网的有效管理、有效调度以及用户对用电自由支配的目的。同时，智能电网可将风能、太阳能等新兴能源接入电网，从而达到对新兴能源的有效利用和节能环保。我们认为，智能电网作为一种全新的互动运转和服务模式，在当前全球传统能源紧缺的背景下，其加速发展势在必行。尤其在奥巴马上台后，智能电网的发展已成为其短期最为重要的战略之一。今年1月份，美国就宣布将铺设或更新3000英里输电线路，并未来3年为4000万美国家庭安装智能电表。实际上，除美国外，法国、英国、德国等欧洲国家也纷纷加入到智能电网的改造中来，其中，法国电力公司已拟定一项庞大的电表更换计划，即投资30亿欧元在未来几年将2700万普通电表更换为智能电表，08年已完成20万户的电表更换。目前全球已掀起一股智能电网改造的热潮。

表 2：欧美智能电网发展历程

时间	事件
2006 年	IBM 公司与全球电力专业研究机构合作开发了“智能电网”解决方案，标志着智能电网概念的正式诞生
2007 年 10 月	2007 年 10 月，华东电网正式启动了智能电网可行性研究项目，并规划了从 2008 年至 2030 年的“三步走”战略，在 2010 年初步建成电网高级调度中心，2020 年全面建成具有初步智能特性的数字化电网，2030 年真正建成具有自愈能力的智能电网。
2008 年 9 月	Google 与通用电气联合宣布共同开发清洁能源业务，为美国打造国家智能电网。
2009 年 1 月	美国白宫最新发布的《复苏计划尺度报告》宣布：将铺设或更新 3000 英里输电线路，未来 3 年为 4000 万美国家庭安装智能电表。

2009 年 2 月

IBM 与马耳他政府达成协议，在马耳他实施智能电网解决方案，IBM 及其合作伙伴将会把马耳他 27 万个普通电表替换成智能电表。

2009 年

美国将公布一项简称为“IEEE P2030”的智能电网标准和互通原则，其核心就是推动电力工程、通讯和信息技术的互动。

资料来源：长江证券研究所

由于智能电表作为智能电网中数据采集和传输器件的终端设备，其作用不可或缺，因此智能电网的推进势必将大幅提升智能电表的市场需求，据统计，欧洲有 2.3 亿只电表更换需求，美国家庭智能电表需求 4600 万只，而全球总计约 15 亿只，其潜在市场空间巨大。当然，智能电网的改造是一项长期的工程，但从奥巴马上台后，其市场的加速启动已是不争事实。

对于长城开发而言，其智能电表已出口多年，并已与意大利电力公司 ENEL、IBM、印度 Torrent 电力公司、印度 Reliance 能源公司、印度马哈拉斯特拉邦电力局等厂商合作多年，其产品累计出口超过 1700 万只，在海外市场已形成良好的品牌效应。公司智能电表与国际厂商相比具备成本和价格优势。我们认为凭借公司于国际厂商的合作以及其产品优势，长城开发智能电表有望在海外市场需求爆发中拿到较多的市场份额。

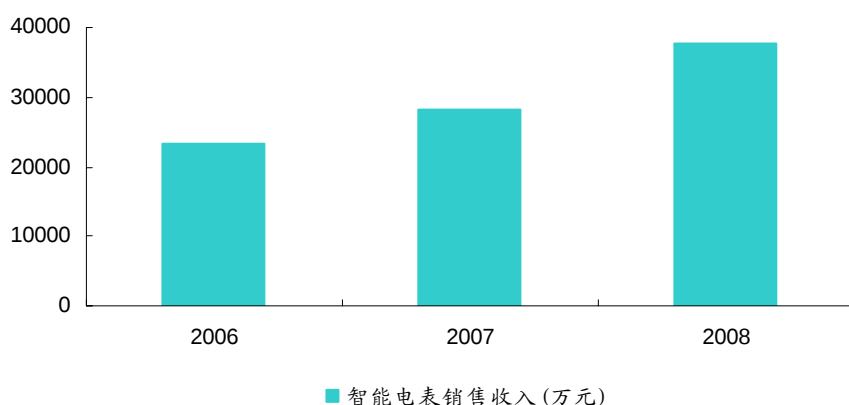
表 3：海外市场潜在空间

合作方	未来市场
IBM	与 IBM 形成了长期合作的关系，同时是国内唯一向 IBM 提供智能电表的厂商，IBM 在马耳他的第一个全球智能电网解决方案采用的正是长城开发的产品。而 IBM 在美国和欧洲智能电网市场中有望拿到较大的市场份额，从而带动公司智能电表的销量。
法国电力公司	与法国最大的电表公司形成了较好的合作意向，据悉，该公司有望拿到欧洲市场 1/4 市场份额，通过与该公司合作，长城开发智能电表产品也有望实现快速增长。
意大利电力公司	长年合作为意大利提供智能电表，意大利电力公司主导西班牙智能电网招标事宜，长城开发已中设计标，生产标年底开始招标，规模为 1200 万台，公司有望拿到较大市场份额。

资料来源：长江证券研究所

我们认为，从海外智能电网加速发展和合作方的招标情况来看，我们认为长城开发智能电表出口明年有望迎来爆发增长。事实上，公司近 3 年智能电表收入呈逐年上升趋势，08 年智能电表销售 3.78 亿元，同比增长 33.8%，在全球智能电网改造加速的背景下，其智能电表的加速成长也即顺理成章。

图 13：长城开发近三年智能电表收入



资料来源：公司公告，长江证券研究部

国内市场已悄然启动

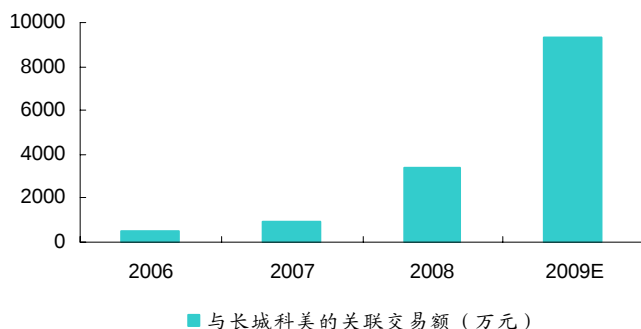
在海外智能电网发展计划如火如荼之时，中国已于5月底召开的特高压大会上明确提出智能电网的发展方向，据初步规划，中国智能电网建设将分三步走，到2020年建设成为坚强智能电网。届时，电网优化配置资源能力将大幅提升，清洁能源装机比例达到35%，智能电表将得到普及应用。

表 4：中国智能电网发展初步规划

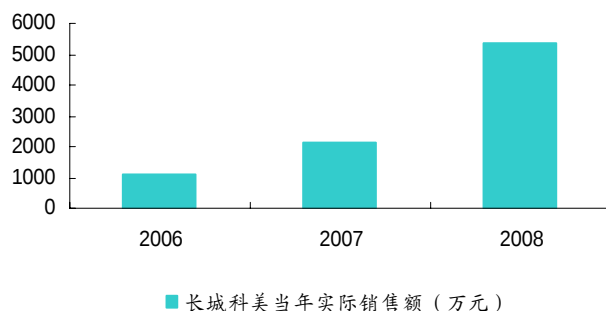
时间	具体目标
2009—2010	规划试点阶段，重点开展“坚强智能电网”发展规划工作，制定技术和管理标准，开展关键技术研发和设备研制，及各环节试点工作
2011—2015	全面建设阶段，加快特高压电网和城乡配电网建设，初步形成智能电网运行控制和互动服务体系，关键技术和装备实现重大突破和广泛应用
2016—2020	引领提升阶段，全面建成统一的“坚强智能电网”，技术和装备全面达到国际先进水平。

资料来源：长江证券研究所

我们认为，中国智能电网规划的出台将为智能电表提供广阔的市场空间，据统计，中国智能电表的潜在市场空间为2.9亿只，而长城开发作为国内最大的智能电表供应商，必将成为最大的受益者。值得关注的是，由于智能电网经后将由总部统一招标，由于长城开发与国内厂商相比具有规模和品牌优势，总部统一招标将有利于公司拿到更多的订单。公司去年已在湖南长沙、株洲进行住宅区试点，而近期在广州地区中标十几万台，国内发展势头良好。由于国内市场主要通过长城科美为平台运作，我们从公司与长城科美的关联交易额中即可看出其国内市场智能电表销售情况。而09年年初公司制定与长城科美关联交易额的大幅提升也表明其对国内市场的看好。

图 14: 长城开发与长城科美关联交易额


资料来源: 长江证券研究所

图 15: 长城科美历年销售额


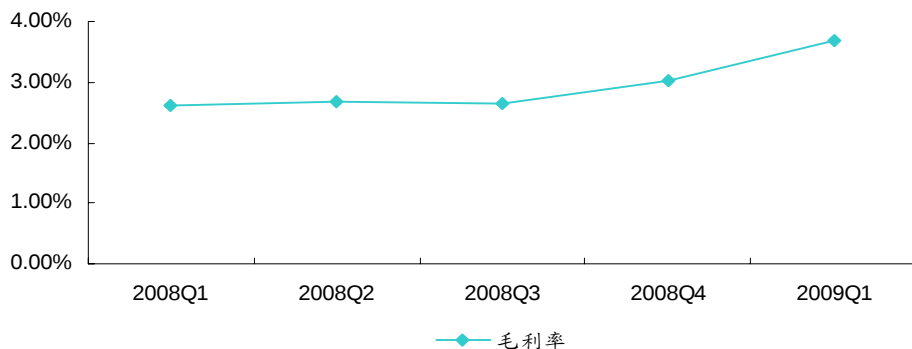
资料来源: 长江证券研究所

风险分析

我们认为公司的风险来自两方面: 第一, 硬盘磁头、硬盘板卡及其他电子产品需求与宏观经济密切相关, 若全球经济 2010 年仍然不能复苏, 将对公司经营产生一定的负面影响。第二, 智能电表受国家政策影响较大, 其市场需求并非公司能够左右, 若国家政策推广延后, 公司智能电表销售将受到影响。

盈利预测与估值

对于长城开发而言, 毛利率对其业绩影响较大, 由于公司采取来料加工或进料加工的模式, 不承担原材料价格变动的风险, 我们认为, 随着 OEM 产品采取来料加工模式结算比例的扩大, 毛利率将有所提升, 从而将提升公司整体盈利水平。这一点可从公司近几个季度的毛利率变化中得到佐证。

图 16: 长城开发毛利率变化趋势


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

对于硬盘相关产品, 由于磁头毛利率高于硬盘板卡毛利率, 随着磁头生产线的转移, 硬盘相关类产品也将略微提升。从收入情况来看, 我们认为, 伴随着经济的逐步好转, 内存条、U 盘、硬盘板卡等产品明年将进入稳定增长。而对于变数较大的硬盘磁头和智能电表, 我们给出其对业绩影响的情景假设。

表 5: 长城开发收入与毛利率假设（最为保守预计）

		2008A	2009E	2010E	2011E
OEM 产品	收入	699,288.79	489,502.15	587,402.58	704,883.10
	收入增长率		-30.00%	20.00%	20.00%
	成本	684,114.22	473,838.08	566,843.49	680,212.19
	毛利率	2.17%	3.20%	3.50%	3.50%
硬盘产品	收入	643,730.20	675,916.71	1,013,875.07	1,216,650.08
	收入增长率		5.00%	50.00%	20.00%
	成本	627,958.81	659,018.79	988,528.19	1,186,233.83
	毛利率	2.45%	2.50%	2.50%	2.50%
智能电表	收入	40,727.22	50,909.03	63,636.28	79,545.35
	收入增长率		25.00%	25.00%	25.00%
	成本	33,551.08	41,745.40	50,909.03	63,636.28
	毛利率	17.62%	18.00%	20.00%	20.00%

资料来源：长江证券研究所

表 6: 2010 年磁头及智能电表收入增速与 EPS 情景分析

智能电表收入增速	磁头收入增速（相对 2008 年）	对应 2010 年 EPS
25%	100%	0.44
	150%	0.46
	200%	0.48
	250%	0.5
	300%	0.52
50%	100%	0.46
	150%	0.48
	200%	0.5
	250%	0.52
	300%	0.54
100%	100%	0.5
	150%	0.52
	200%	0.54
	250%	0.56
	300%	0.58
200%	100%	0.57
	150%	0.59
	200%	0.61
	250%	0.63
	300%	0.65

资料来源：长江证券研究所

公司目前股价距我们 5 月 22 日首次推荐长城开发起累计涨幅已接近 50%，在最为保守的预计下，我们仍然维持公司 2010 年 EPS0.44 元的盈利预测，虽然目前股价对应 2010 年 EPS 为 29 倍，高于行业平均水平，但乐观情况下公司 2010 年 EPS 为 0.65 元，若考虑新产品如中兴通讯 3G 数据卡和通信设备板卡、笔记本板卡以及呼吸机等规模化量产，公司业绩将进一步得到提升。基于此考虑，我们认为长城开发是具有安全边际的攻击性投资品种，维持对其“推荐”评级。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	13947	12279	16770	20138	货币资金	1354	1666	1863	2123
营业成本	13527	11821	16142	19383	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	420	458	629	754	应收账款	879	720	932	1133
% 营业收入	3.0%	3.7%	3.7%	3.7%	存货	307	259	354	425
营业税金及附加	6	5	7	9	预付账款	11	12	16	19
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	24	26	30	32
销售费用	10	14	13	14	流动资产合计	2576	2682	3199	3737
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	139	160	184	201	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	1.3%	1.1%	1.0%	长期股权投资	752	802	847	897
财务费用	5	-5	-6	-7	投资性房地产	194	194	194	194
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产合计	818	876	938	980
资产减值损失	31	20	25	27	无形资产	13	12	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	67	60	50	50	递延所得税资产	42	3	4	4
营业利润	296	325	455	560	其他非流动资产	-62	-62	-62	-62
% 营业收入	2.1%	2.6%	2.7%	2.8%	资产总计	4332	4507	5131	5761
营业外收支	14	5	5	5	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	310	330	460	565	应付款项	639	550	751	902
% 营业收入	2.2%	2.7%	2.7%	2.8%	预收账款	2	0	0	0
所得税费用	-6	49	69	85	应付职工薪酬	35	35	48	58
净利润	316	280	391	480	应交税费	86	164	229	280
归属于母公司所有者的净利润	316.5	280.3	391.2	480.3	其他流动负债	41	36	49	59
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	803	786	1078	1299
EPS（元/股）	0.36	0.32	0.44	0.55	长期借款	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	46	0	0	0
经营活动现金流净额	339	661	617	726	其他非流动负债	18	18	18	18
取得投资收益收回现金	20	10	0	0	负债合计	867	804	1096	1318
					归属于母公司所有者权益	3465	3703	4035	4444

长期股权投资	0	0	0	0					
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-205	-323	-368	-401	股东权益	3465	3703	4035	4444
其他	-94	0	0	0	负债及股东权益	4332	4507	5131	5761
投资活动现金流净额	-299	-313	-368	-401	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.360	0.319	0.445	0.546
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.94	4.21	4.59	5.05
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	PE	35.79	40.41	28.96	23.59
筹资成本	352	-37	-52	-65	PEG	2.40	2.71	1.94	1.58
其他	-704	0	0	0	PB	3.27	3.06	2.81	2.55
筹资活动现金流净额	-352	-37	-52	-65	EV/EBITDA	23.53	16.53	12.53	10.09
现金净流量	-312	312	197	260	ROE	9.1%	7.6%	9.7%	10.8%

资料来源：长江证券研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。