

# 哈空调

600202

增持/ 维持评级

| 股 价             | 2010-01-17 |
|-----------------|------------|
| <b>RMB21.61</b> |            |

## 基础数据

|               |      |
|---------------|------|
| 总股本（百万股）      | 383  |
| 流通 A 股（百万股）   | 383  |
| 流通 B 股（百万股）   | 0.00 |
| 可转债（百万元）      | N/A  |
| 流通 A 股市值（百万元） | 8284 |

## 财务数据

|                  |       |
|------------------|-------|
| 市净率 (X)          | 7.12  |
| TRACING P/E (X)* | 23.96 |
| EPS (元)          | 0.62  |
| 股息率 (%)          | 0.23  |

\*最近四季盈利计算。

## 相关研究

《瑕不掩瑜，明天会更好》

发表日期（2009/05/04）

《卸掉包袱，轻装前进》

发表日期（2009/08/02）

《转让变压器项目，关注海外市场》

发表日期（2009/11/29）

分 析 师  
 唐晓斌  
 +755-82364440  
 tangxb@lhq.com

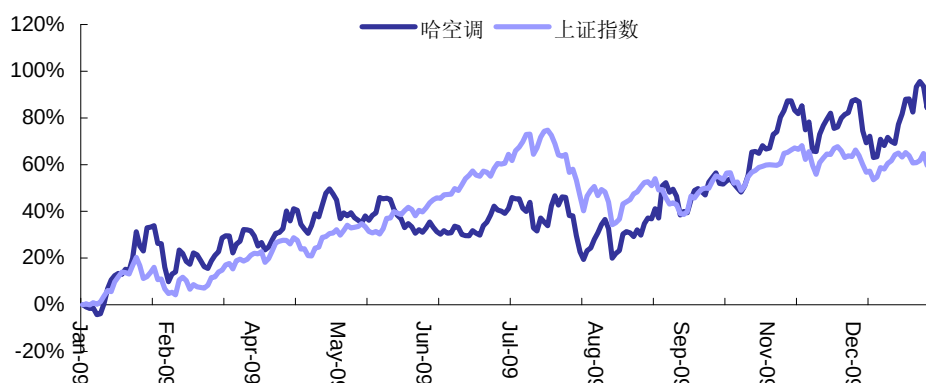
# 科技承载未来

## ——公司获得首批 16 个国家能源研发中心点评

| 经营预测与估值       | 2008A  | 20091-3Q | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|---------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 1504.4 | 1006.5   | 1559.5 | 1875.1 | 2673.8 |
| (+/-%)        | 22.4   | 0.3      | 3.7    | 21.7   | 44.9   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 318.7  | 237.1    | 349.2  | 409.9  | 550.2  |
| (+/-%)        | 35.3   | 12.9     | 9.5    | 21.9   | 39.3   |
| EPS(元)        | 0.83   | 0.62     | 0.91   | 1.07   | 1.44   |
| P/E(倍)        | 26.0   | 34.9     | 24.0   | 20.2   | 15.0   |

- 09 年 11 月，国家能源局发出通知，公布了首批设立的 16 个国家能源研发中心名单，其中哈空调承接《国家能源电站空冷系统研发中心》项目。
- 授牌仪式于 2010 年 1 月 6 日正式召开。此次授牌的国家能源研发（实验）中心涉及传统能源、先进核能、海上风电、智能电网、重大能源装备及关键材料等领域。
- 哈空调此次能够位列其中，首先，肯定了公司在电站空冷领域强大的技术实力，这为公司巩固国内电站空冷龙头地位，进而大规模进入海外市场提供了保证。其次，国家电站空冷研发中心的成立有利于公司继续获得国家专项补贴，使得补贴长期化。最后，电站空冷与风电、核电等新能源一同入选，表明了国家对水资源的重视；随着“节能减排”力度的不断加深，电站空冷应用区域有望大规模推广。
- 公司海外市场蕴藏机遇，在经济危机的环境下，公司有望一跃成为全球电站空冷提供商。同时，2010 年电站空冷有望获得电价优惠补贴。这样电站空冷无论从环境保护角度，还是经济性考虑，都具备了大规模推广的条件。
- 我们暂时维持公司 09~11 年净利润 3.5、4.1、5.5 亿元的判断。但考虑到公司海外市场面临拐点，所以我们将视实际情况随时调整公司未来的盈利预测。预计 09~11 年，公司分别实现 EPS 0.90、1.07、1.44 元，目前股价 21.6 元，分别对应动态市盈率 24.0、20.2、15.0 倍，维持“增持评级”。

## 最近 52 周股价表现



## 成立国家电站空冷研发中心：电站空冷提升到国家战略

09年11月19日，国家能源局公布了首批设立的16个国家能源研发（实验）中心名单，其中哈空调承接《国家能源电站空冷系统研发中心》项目。

2010年1月6日，中共中央政治局常委、国务院副总理李克强出席了首批16个国家能源研发（实验）中心授牌仪式。此次授牌的国家能源研发中心涉及传统能源、先进核能、海上风电、智能电网、重大能源装备及关键材料等领域。

**表 1、首批 16 个国家能源研发(实验)中心成立**

| 国家能源研发(实验)中心名称            | 承接单位                     |
|---------------------------|--------------------------|
| 国家能源重大装备材料研发中心            | 中国第一重型机械集团公司             |
| 国家能源核级锆材研发中心              | 国家核电技术公司国核钛铝业股份公司        |
| 国家能源核电站核级设备研发中心           | 中国广东核电集团公司中科华核电技术研究院有限公司 |
| 国家能源核电站数字化仪控系统研发中心        | 北京广利核系统工程有限公司            |
| 国家能源风电叶片研发(实验)中心          | 中国科学院工程热物理研究所            |
| 国家能源大型风电并网系统研发(实验)中心      | 中国电力科学研究院                |
| 国家能源海上风电技术装备研发中心          | 华锐风电科技有限公司               |
| 国家能源大型清洁高效发电设备研发中心        | 中国东方电气集团公司               |
| <b>国家能源电站空冷系统研发中心</b>     | <b>哈尔滨空调股份有限公司</b>       |
| 国家能源大型涡轮叶片研发中心            | 无锡透平叶片有限公司               |
| 国家能源特高压直流输电工程成套设计研发(实验)中心 | 国家电网公司国网直流工程建设有限公司       |
| 国家能源大电网技术研发(实验)中心         | 中国南方电网有限责任公司南方电网技术研究中心   |
| 国家能源输配电设备研发(实验)中心         | 中国西电集团公司西安高压电器研究院        |
| 国家能源快堆工程研发(实验)中心          | 中国原子能科学研究院               |
| 国家能源智能电网(上海)研发中心          | 上海交通大学                   |
| 国家能源海洋工程装备研发中心            | 中船重工船舶设计研究中心有限责任公司       |

数据来源：国家能源局

此次承接首批16个国家能源研发（实验）中心的单位来自于国家重点能源企业、能源装备企业、中科院系统重点院所和高等院校。

哈空调此次能够位列其中，首先，肯定了公司电站空冷领域强大的技术实力，这为公司巩固国内电站空冷龙头地位，进而大举进入海外市场提供了保证。其次，国家电站空冷研发中心的成立有利于公司持续获得国家专项补贴，使得补贴长期化。最后，电站空冷与风电、核电等新能源一起入选，表明了国家对水资源的重视；随着“节能减排”力度的不断加深，电站空冷应用区域有望大规模推广。

## 巩固国内龙头地位，觊觎海外市场

国家能源局批准哈空调承建《国家能源电站空冷系统研发中心》，肯定了公司在电站空冷方面的技术实力，以及自主创新能力。公司08年获得全球首个百万千瓦超超临界空冷发电机组项目——灵武II期工程，也表明了公司的技术实力已经与SPX、GEA两大国外巨头并驾齐驱。

### 国内市场：厚积薄发，产能瓶颈得以解决

公司受制于产能瓶颈，09年一直在消化在手订单（公司原有电站空冷产值7亿元，08年底在手订单约10亿元），所以新拿订单的意愿并不强烈。具体表现在，09年由于火电项目的审批变得严格，各企业为了获得订单都调整了产品的价格，但哈空调却一直维持原有的价格水平不变。

随着百万千瓦空冷项目的竣工，公司电站空冷的产值将提高 50%以上，产能瓶颈的问题也将迎刃而解。同时，由于公司可自行生产电站空冷核心部件，无需外协，所以产品毛利率水平一直保持在行业高位。在产能瓶颈消除的情况下，公司有望利用自身的成本优势，重新抢占市场。

在电站空冷国产化进程日益明朗的今天，我们预计公司未来新增订单将出现大幅增长，技术、成本优势是公司的核心竞争力。

预计未来五年，国内电站空冷需求复合增长率约为 9%。考虑到公司作为国内行业龙头，国产化替代优势明显，预计公司未来五年收入复合增长率达到 15%。

| 表 2、国内电站空冷机组行业市场规模预测 |         |         |         |         | 万千瓦、万元  |         |         |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                      | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   | 2013E   | 2014E   | 2015E   |
| 火电新增装机容量             | 6,076   | 5,700   | 5,400   | 5,000   | 4,400   | 4,200   | 4,000   |
| 新增坑口电站比重             | 35%     | 40%     | 45%     | 50%     | 60%     | 70%     | 80%     |
| 坑口电站采用空冷的比重          | 65%     | 70%     | 75%     | 80%     | 80%     | 80%     | 80%     |
| 空冷占新增火电装机的比重         | 23%     | 28%     | 34%     | 40%     | 48%     | 56%     | 64%     |
| 空冷装机容量合计             | 1,382   | 1,596   | 1,823   | 2,000   | 2,112   | 2,352   | 2,560   |
| 空冷单价(元/千瓦)           | 210     | 205     | 200     | 195     | 190     | 185     | 180     |
| 北方地区行业总需求            | 290,281 | 327,180 | 364,500 | 390,000 | 401,280 | 435,120 | 460,800 |
| 增长率                  |         | 12.7%   | 11.4%   | 7.0%    | 2.9%    | 8.4%    | 5.9%    |
| 哈空调市场占有率             | 23%     | 25%     | 28%     | 32%     | 35%     | 38%     | 40%     |
| 哈空调 30 万千瓦以上空冷收入     | 66,765  | 81,795  | 102,060 | 124,800 | 140,448 | 165,346 | 184,320 |
| 哈空调小型电站空冷收入          | 18,000  | 15,000  | 12,000  | 10,000  | 8,000   | 8,000   | 8,000   |
| 哈空调电站收入合计            | 84,765  | 96,795  | 114,060 | 134,800 | 148,448 | 173,346 | 192,320 |
| 增长率                  |         | 14.2%   | 17.8%   | 18.2%   | 10.1%   | 16.8%   | 10.9%   |

数据来源：联合证券研究所

## 海外市场：意料之外的“必然”

公司 09 年获得意大利安塞尔多订单，出乎所有人的意料。但仔细分析我们可以发现，哈空调获得海外订单是意外之中的“必然”。经济危机给公司的海外业务带来了转机，我们预计未来海外市场将是公司重点的发展方向。

哈空调从九十年代末期，进军海外市场，主攻伊朗。而从 04 年开始，随着国内市场的兴起，哈空调将主要精力转向国内。8 月份获得意大利安塞尔多 1,700 万欧元订单，可以算是公司第二次“出海”。

哈空调再次“出海”的第一站落脚点在欧洲，意义非凡。由于欧美对资质要求最为严格，所以在历史上从来没有欧美企业以外的公司获得大型电站空冷的招标资格，全球市场也一直被 SPX、GEA 所垄断。意大利安塞尔多能源公司 1,700 万欧元电站空冷订单，从一个侧面反映出公司已经拿到了全球最严格的电站空冷认证资格。意大利订单的示范效应是显而易见的，这也为哈空调成为全球顶级电站空冷供应商提供了前提条件。

由于公司是全球唯一三家研制出单排管技术的企业，特别是其直接空冷核心部件大扁管可完全自主生产，所以已经跨过了进入海外市场的技术门槛。而国内其它电站空冷企业，目前只具备配套设备的生产能力，核心部件仍需进口，或者缺乏大型空冷机组运行资质，可以说技术壁垒是这些企业海外出口最大的屏障。

同时，哈空调依靠国内低廉的劳动力和建设成本，在成本方面也具有明显的优势。虽然电站空冷技术难度很高，但在整个电站的建设成本中占比仍较小。这使得花钱大手大脚的承包商更看重质量。而此次经济危机的突然来袭，却令中国设备制造业看到了希望，也使得哈空调进军欧美空冷市场成为了可能。经过测算，国内 60 万千瓦空冷机组的造价约为海外企业的 60%，巨大的成本优势令公司一跃成为海外市场的“抢手货”。

**全球电站空冷也有望从“两强争霸”转变成“三足鼎立”的竞争格局。**

经过测算，海外电站空冷市场至少是国内市场规模的 2~3 倍，如果公司能够顺利进军海外市场，那么公司未来的发展必将令所有人艳羡。同时，考虑到海外订单会有 14% 的出口退税，这也使得海外订单的盈利性大大提高，我们预计海外订单的净利率会超过 30%，甚至有望达到 35%。

## 增强研发实力，专项补贴趋于长期化

国家能源局批准哈空调承建《国家能源电站空冷系统研发中心》，还可以明显增强公司的研发实力，使得电站空冷专项补贴“固化”。

未来超超临界百万千瓦火电机组将成为主流，公司由于承接了全球首台百万千瓦空冷机组的建设任务，所以已经站在了电站空冷的制高点。国家能源电站空冷系统研发中心的成立，将使得这个优势更加明显，电站空冷国产化进程也将加快进行。

公司每年都会从发改委、地方政府获得电站空冷专项补贴，金额约在 3,000~5,000 万元。市场普遍担心一旦补贴金额减小或停止，将会影响公司的盈利水平。但国家研发中心的成立，将使得电站空冷专项补贴长期化，市场的担心也将消除。

国家能源局能源节约和科技装备司副司长黄鹂表示，国家能源局成立以来，利用中央预算内资金支持部分能源企业、科研院所和大学的研究实验能力建设，其中有 5~6 亿的预算用以支持这 16 家单位的研发工作。

我们预计，公司每年获得补贴的金额将一直维持在 3,500~5,000 之间。

## “节能减排”时代的必然选择

国家电站空冷研发中心的成立，表明了国家对水资源的重视，随着“节能减排”力度的不断加深，电站空冷应用区域有望大规模推广。

### 火电湿冷耗水惊人，电站空冷势在必行

06 年 5 月，国家正式批准全国 13 个大型煤炭生产基地。随着 13 个大型煤炭基地的逐步形成，燃煤电厂的布局必然做出重大调整。这 13 个大型煤炭基地主要由陕北、山西、鲁西、两淮、冀中、河南、云贵、蒙东（东北）、宁东组成，而且基本都位于我国中部和西部普遍缺水地区。



为了冷却汽轮机所排放出的大量高温乏气，每年电厂的耗水量惊人，居工业之首。目前  $2 \times 60$  万千瓦火电机组每年的耗水量达到 2,000 万吨，相当于 100 万城镇居民一年的用水量。

众所周知，我国水资源非常贫乏，人均淡水资源量仅 2,300 立方米，只相当于世界人均的四分之一。并且我国水资源分布极不均衡，北方多年平均水资源总量仅占全国的 12%。有关专家分析，再过 10 年，我国将进入严重缺水时期。

在全国“节能减排”的大背景下，电站空冷以其出色的节水特性，已广泛应用到火电，特别是北方缺水地区。发改委已经明确提出“在北方缺水地区，新建、扩建电厂禁止取用地下水，严格控制使用地表水，原则上应建设大型空冷机组”。所以，空冷系统已经成为北方缺水地区唯一的冷却方式。而且，随着全国工业用水价格的不断提高，空冷系统也有望在中部、东北地区得到延伸。

华电灵武一期  $2 \times 60$  万千瓦直接空冷机组实际运行数据表明，电站空冷每年可节约用水 1,700 万吨，厂节水率达到 80%。

### 全国水价上调，电站空冷长期利好

水资源作为稀缺性资源，已成为国家战略性资源。目前，多个城市已经召开听证会，全国水价上调预期强烈。同时，水资源市场化定价趋势已经非常明显。

水价上调预期加强对空冷行业具有重大推动作用，长期看好。但由于空冷机组使得厂用电率下降，所以我们预计，在工业用水价格不高于 5.1 元/吨时，空冷的经济性仍不如传统火电。

由于电站空冷节水性能显著，在全国水资源匮乏，以及“节能减排”的大背景下，国家有望在 2010 年通过电价优惠补贴促使电站空冷大规模推广。

其实，电站空冷电价补贴由来已久，只不过由于只涉及部分示范工程，并且补贴金额较少，所以并没有引起市场的关注。以华电灵武一期  $2 \times 60$  万千瓦空冷机组为例，从 07 年投产以来，享受国家每度电 1.5 厘的电价补贴。虽然目前内部收益率仍不如传统火电，但公司认为如果补贴额度达到 5 厘（0.5 分钱），则电站空冷的经济性将超过传统火电。

| 表 3、电价补贴内部收益率 |         | 万元      |         |         |         |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|               | 传统火电    | 电站空冷    |         |         |         |
| 电价补贴金额(元/kwh) |         | 0.002   | 0.005   | 0.010   | 0.015   |
| 初始造价          | 210,000 | 230,000 | 230,000 | 230,000 | 230,000 |
| 销售收入          | 64,731  | 63,546  | 64,365  | 65,730  | 67,095  |
| 原材料成本         | 29,250  | 29,250  | 29,250  | 29,250  | 29,250  |
| 其它成本          | 6,932   | 6,932   | 6,932   | 6,932   | 6,932   |
| 工业用水价格(元/吨)   | 3.3     | 3.3     | 3.3     | 3.3     | 3.3     |
| 年耗水金额         | 3,300   | 660     | 660     | 660     | 660     |
| 年现金流入         | 25,249  | 26,704  | 27,523  | 28,888  | 30,253  |
| 回收年限          | 15      | 15      | 15      | 15      | 15      |
| 内部收益率(IRR)    | 8.40%   | 7.90%   | 8.47%   | 9.21%   | 10.01%  |

数据来源：联合证券研究所

随着全国水价的不断上涨，以及空冷电价优惠补贴政策的出台，电站空冷向中部、东北地区推广具备了条件。经过测算，当空冷电价补贴达到 5 厘的时候，工业用水价格只要超过 3.4 元，空冷的经济性将超过传统火电。

山东、东北地区有望成为第一批大规模使用空冷的“不缺水”区域。

| 表 4、临界水价测算 |       | 60 万千瓦  |         |         |       |
|------------|-------|---------|---------|---------|-------|
|            |       | 湿冷      | 空冷      | 空冷较湿冷增加 |       |
| 工程造价       | 万元    | 210,000 | 230,000 | 20,000  |       |
| 每年利用小时数    | 小时    | 5000    | 5000    |         |       |
| 年耗电量       | 亿 kwh | 30      | 30      |         |       |
| 厂用来率       |       | 6.50%   | 9.00%   |         |       |
| 年收入        |       | 64,731  | 63,000  | -1,731  |       |
| 年耗水量       | 万吨    | 1,000   | 200     | -800    |       |
| 设定使用年限     | 15    |         |         |         |       |
| 必要收益率      | 8%    |         |         |         |       |
| 电价补贴       | 元/kwh | 0.002   | 0.005   | 0.070   | 0.010 |
| 电价上调收入增加   | 万元    | 549     | 1,373   | 1,922   | 2,745 |
| 临界水价       | 元/吨   | 4.40    | 3.37    | 2.68    | 1.65  |

数据来源：联合证券研究所

### 全球变暖，都是水蒸气惹得祸？

电站空冷能否大范围推广，除了要考虑其经济效益外，我们更应关注它的环境成本。众所周知，全球变暖主要是由排放的大量温室气体造成的。

而我们经常提到温室气体时，一般都简化看作是二氧化碳。但日常生活中，水蒸气也是重要的一种温室气体。经过专业机构测算，人类排放的温室气体中有 75% 是水蒸气。不过由于水蒸气的时空分布变化较大，因此在进行减量措施规划时，一般很难定量计算。

不断增加的水蒸气导致温度不断上升，这又让更多的水蒸气被空气所吸收，温度升高和水蒸气吸收成螺旋式增长。水蒸气可以使得其它温室气体更容易被大气吸收，增强升温效果，而由于二氧化碳所带来的温度升高又导致大气吸收更多的水蒸气。这造成的后果不仅令大气温度升高，而且也减少了降雨量，从而令全球可用水量进一步减少。

火电站每年因为冷却高温乏气而产生了大量水蒸气。水蒸气又与二氧化碳、硫化物、氮氧化物混合导致气温升高，从而使当地降雨明显减少。这也是山西、陕西等火电密集的地区水土环境明显恶化的罪魁祸首。

图 1、山西、河北火电厂附近自然环境持续恶劣



数据来源：中国电力联合会

电站空冷由于可以明显减少水蒸气排放量，不仅节约用水，而且减小水土流失，使得当地环境得以明显改善。

## 特别提示

- 09 年石化行受经济危机的影响，新增项目较少。我们预计公司 09 年石化空冷的收入同比下降 20%。随着经济的复苏，以及国家石化行业振兴规划的实施，我们预计 2010 年石化空冷收入增速同比增长 10%~15%。
- 我们暂时维持公司 09~11 年净利润 3.5、4.1、5.5 亿元的判断。**但考虑到公司海外市场面临拐点，所以我们将视实际情况随时调整公司未来的盈利预测。**预计 09~11 年，公司分别实现 EPS 0.90、1.07、1.44 元，目前股价 21.6 元，分别对应动态市盈率 24.0、20.2、15.0 倍，维持“增持评级”。

## 盈利预测

### 资产负债表

单位: 百万元

| 会计年度           | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1436 | 1570  | 1898  | 2692  |
| 现金             | 360  | 433   | 586   | 894   |
| 应收账款           | 807  | 865   | 987   | 1326  |
| 其它应收款          | 16   | 13    | 16    | 23    |
| 预付账款           | 74   | 78    | 94    | 136   |
| 存货             | 134  | 134   | 160   | 233   |
| 其他             | 45   | 47    | 55    | 80    |
| <b>非流动资产</b>   | 583  | 837   | 1042  | 1199  |
| 长期投资           | 80   | 70    | 73    | 73    |
| 固定资产           | 266  | 499   | 681   | 818   |
| 无形资产           | 94   | 137   | 188   | 240   |
| 其他             | 143  | 130   | 101   | 67    |
| <b>资产总计</b>    | 2019 | 2407  | 2940  | 3891  |
| <b>流动负债</b>    | 1073 | 1137  | 1286  | 1697  |
| 短期借款           | 260  | 300   | 300   | 300   |
| 应付账款           | 277  | 285   | 335   | 489   |
| 其他             | 536  | 552   | 651   | 908   |
| <b>非流动负债</b>   | 4    | -6    | -16   | -27   |
| 长期借款           | 4    | -7    | -17   | -27   |
| 其他             | -0   | 1     | 1     | 1     |
| <b>负债合计</b>    | 1077 | 1131  | 1270  | 1670  |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 319  | 383   | 383   | 383   |
| 资本公积           | 76   | 76    | 76    | 76    |
| 留存收益           | 547  | 816   | 1211  | 1762  |
| 归属母公司股东权益      | 942  | 1275  | 1670  | 2221  |
| <b>负债和股东权益</b> | 2019 | 2407  | 2940  | 3891  |

### 现金流量表

单位: 百万元

| 会计年度           | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 315  | 374   | 448   | 573   |
| 净利润            | 319  | 349   | 395   | 550   |
| 折旧摊销           | 30   | 43    | 61    | 79    |
| 财务费用           | 31   | 15    | 16    | 16    |
| 投资损失           | -17  | -15   | -15   | -15   |
| 营运资金变动         | -49  | -15   | -10   | -61   |
| 其它             | 2    | -4    | 1     | 3     |
| <b>投资活动现金流</b> | -193 | -300  | -268  | -238  |
| 资本支出           | 202  | 270   | 220   | 190   |
| 长期投资           | -2   | -10   | 3     | 0     |
| 其他             | 7    | -40   | -45   | -48   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -24  | -1    | -26   | -26   |
| 短期借款           | 10   | 40    | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | -11   | -10   | -10   |
| 普通股增加          | 74   | 64    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -109 | -94   | -16   | -16   |
| <b>现金净增加额</b>  | 98   | 72    | 154   | 308   |

### 利润表

单位: 百万元

| 会计年度            | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1504 | 1560  | 1875  | 2674  |
| <b>营业成本</b>     | 1113 | 1119  | 1348  | 1943  |
| <b>营业税金及附加</b>  | 10   | 11    | 13    | 19    |
| <b>营业费用</b>     | 56   | 56    | 67    | 94    |
| <b>管理费用</b>     | 45   | 45    | 53    | 76    |
| <b>财务费用</b>     | 31   | 15    | 16    | 16    |
| <b>资产减值损失</b>   | 1    | 0     | 1     | 2     |
| <b>公允价值变动收益</b> | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资净收益</b>    | 17   | 15    | 15    | 15    |
| <b>营业利润</b>     | 266  | 328   | 392   | 540   |
| <b>营业外收入</b>    | 70   | 40    | 40    | 40    |
| <b>营业外支出</b>    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 335  | 368   | 431   | 579   |
| <b>所得税</b>      | 16   | 18    | 22    | 29    |
| <b>净利润</b>      | 319  | 349   | 410   | 550   |
| <b>少数股东损益</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 319  | 349   | 410   | 550   |
| <b>EBITDA</b>   | 326  | 386   | 469   | 635   |
| <b>EPS (元)</b>  | 1.00 | 0.91  | 1.07  | 1.44  |

### 主要财务比率

| 会计年度            | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |
| 营业收入            | 22.4%  | 3.7%   | 18.3%  | 44.9%  |
| 营业利润            | 7.8%   | 23.5%  | 14.7%  | 43.4%  |
| 归属于母公司净利润       | 35.3%  | 9.6%   | 13.1%  | 39.3%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |
| 毛利率             | 26.0%  | 28.3%  | 27.6%  | 27.3%  |
| 净利率             | 5.7%   | 21.2%  | 22.4%  | 22.4%  |
| ROE             | 33.8%  | 27.4%  | 23.6%  | 24.8%  |
| ROIC            | 23.2%  | 20.6%  | 19.0%  | 21.1%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 53.3%  | 47.0%  | 43.2%  | 42.9%  |
| 净负债比率           | 25.43% | 26.86% | 23.10% | 16.94% |
| 流动比率            | 1.34   | 1.38   | 1.48   | 1.59   |
| 速动比率            | 1.21   | 1.26   | 1.35   | 1.45   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.81   | 0.70   | 0.69   | 0.78   |
| 应收账款周转率         | 2      | 2      | 2      | 2      |
| 应付账款周转率         | 4.44   | 3.98   | 4.31   | 4.72   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.83   | 0.91   | 1.03   | 1.44   |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.82   | 0.97   | 1.17   | 1.49   |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 2.46   | 3.33   | 4.36   | 5.79   |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
| P/E             | 14.61  | 16.00  | 14.15  | 10.16  |
| P/B             | 4.94   | 4.38   | 3.35   | 2.52   |
| EV/EBITDA       | 17     | 14     | 12     | 9      |



## 联合证券股票评级标准

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 增 持 | 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上         |
| 中 性 | 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间 |
| 减 持 | 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上       |

## 联合证券行业评级标准

|     |               |
|-----|---------------|
| 增 持 | 行业股票指数超越大盘    |
| 中 性 | 行业股票指数基本与大盘持平 |
| 减 持 | 行业股票指数明显弱于大盘  |

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

## 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501  
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

### ©版权所有 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。