

分析师： 虞亚新 (8621) 68751072 hanyichao@gmail.com

联系人： 韩轶超 (8621) 68751072 hanyichao@gmail.com

聚焦开关业的区域性龙头

事件描述

河南森源电气股份有限公司首次公开发行：

- 发行前公司总股本 6400 万股，本次拟发行不超过 2200 万股，占本次发行后总股本的比例不超过 25.58%。发行前公司每股净资产 3.25 元。本次发行采用网下向询价对象询价配售与网上向社会公众投资者定价发行相结合的方式同时进行。其中网下发行不超过 440 万股，占本次发行数量的 20%，网上发行数量为本次发行总量减去网下最终发行量。
- 本次募集资金主要投资于 SAPF 有源滤波成套设备产业化、KYN 系列金属铠装高压开关柜产业升级与改造、GN 系列隔离开关产能扩大三个项目。

投资要点

- 公司的主营业务为高低压配电成套设备、高压电器元器件系列产品的开发、生产和销售，近 3 年 60%以上的收入都来自于华中地区，华中地区的中压开关设备竞争厂商数量少、整体竞争力不强，公司属于地区性龙头。
- 未来推动开关行业发展的因素主要有 4 点：城市化发展进程加快、铁路电气化建设、地铁建设和大型工程建设。
- 公司产品定位于中高端市场，采用替代进口的竞争策略，与各上市公司的开关产品基本享受同等的毛利率水平。
- 我们预测公司 2009 年到 2011 年的 EPS 分别为 0.92 元、0.91 元和 1.16 元，考虑到市场上主营开关设备的公司估值水平，我们给予公司 2010 年 25 倍到 30 倍的市盈率，对应公司股价的合理区间为 22.75 元-27.3 元。

主要财务数据及预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入（百万元）	332	391	509	706
增长率（%）	15.6%	17.8%	30.0%	38.7%
净利润（百万元）	50	59	78	100
增长率（%）	51.0%	17.1%	33.3%	27.6%
每股收益（元）	0.78	0.92	0.91	1.16
净资产收益率（%）	27.0%	24.0%	10.3%	11.6%
每股经营现金流（元）	0.65	0.57	0.51	0.39

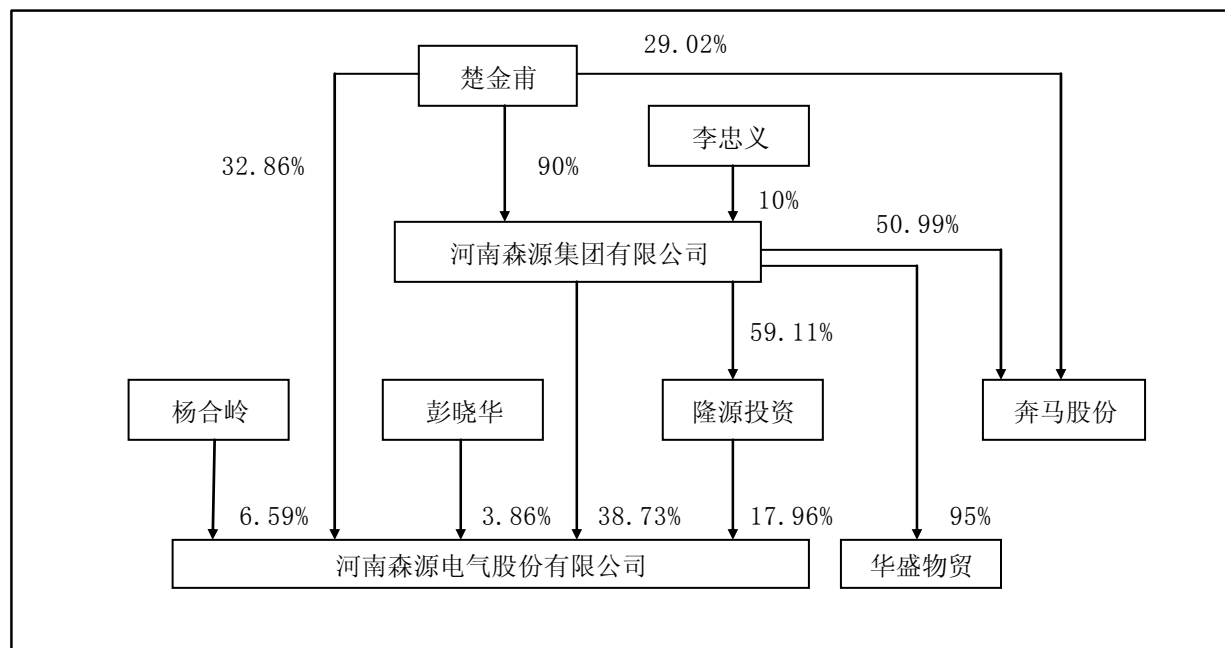
资料来源：长江证券研究部

公司简介

公司股权结构及股本情况

河南森源电气股份有限公司（以下简称“森源电气”）是楚金甫、周保臣、杨合岭、隆源投资和隆昌物资于 2000 年 10 月共同发起设立的股份有限公司。公司的控股股东为森源集团，发行前持有公司 2479 万股股份，占发行前总股本的 38.73%，实际控制人为楚金甫先生。

图 1: 森源电气发行前股权结构



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

表 1: 本次发行前后公司股本变动情况

序号	股东	本次发行前		本次发行后	
		股份数（股）	持股比例（%）	股份数（股）	持股比例（%）
1	森源集团	24,786,880	38.73	24,786,880	28.82
2	楚金甫	21,030,032	32.86	21,030,032	24.45
3	隆源投资	11,491,200	17.96	11,491,200	13.36
4	杨合岭	4,220,512	6.59	4,220,512	4.91
5	彭晓华	2,471,376	3.86	2,471,376	2.87
6	社会公众股股东	—	—	22,000,000	25.58
合计		64,000,000	100	86,000,000	100

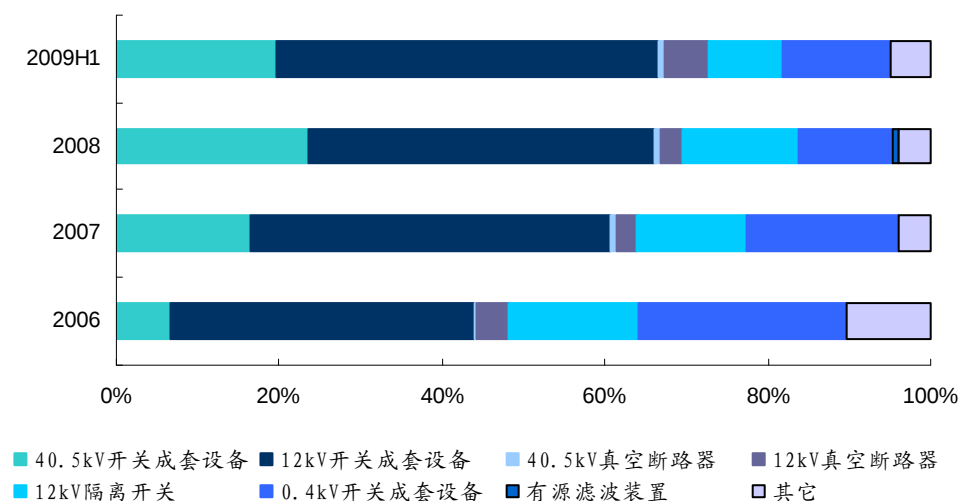
资料来源：招股意向书，长江证券研究部

聚焦中压开关设备的区域性龙头

森源电气的主营业务为高低压配电成套设备、高压电器元器件系列产品的开发、生产和销售，并从事货物及技术进出

口业务。目前,公司的营业收入主要来自于 40.5kV 开关成套设备、12.5kV 开关成套设备、0.4kV 开关成套设备和 12kV 隔离开关这 4 项产品,2008 年和 2009 年上半年它们合计占到当期营业收入的 91.91%和 88.90%。

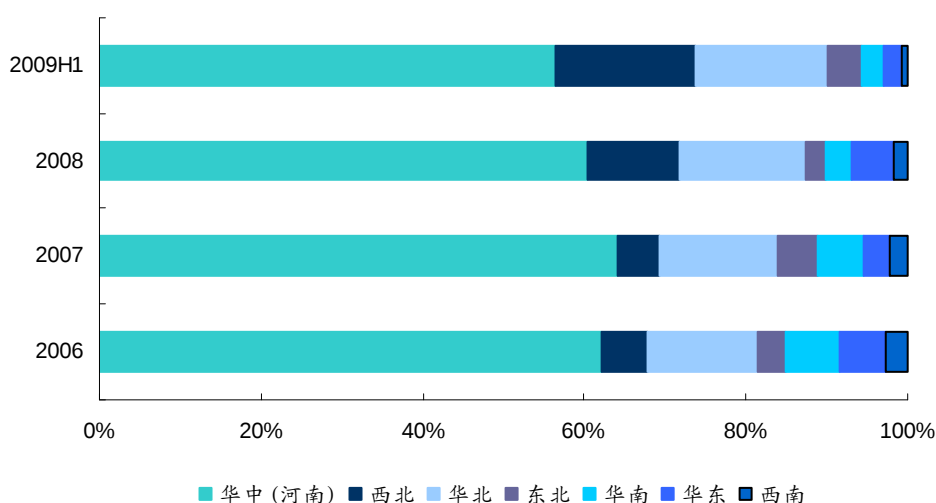
图 2: 森源电气产品收入结构



资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

而从收入的地区结构来看,公司近 3 年 60%以上的收入都来自于华中地区的河南省,一方面由于公司产品本身技术领先、质量可靠,定位于中高端市场,另一方面华中地区的中压开关设备竞争厂商数量少、整体竞争力不强,公司在技术和规模方面都处于龙头地位。

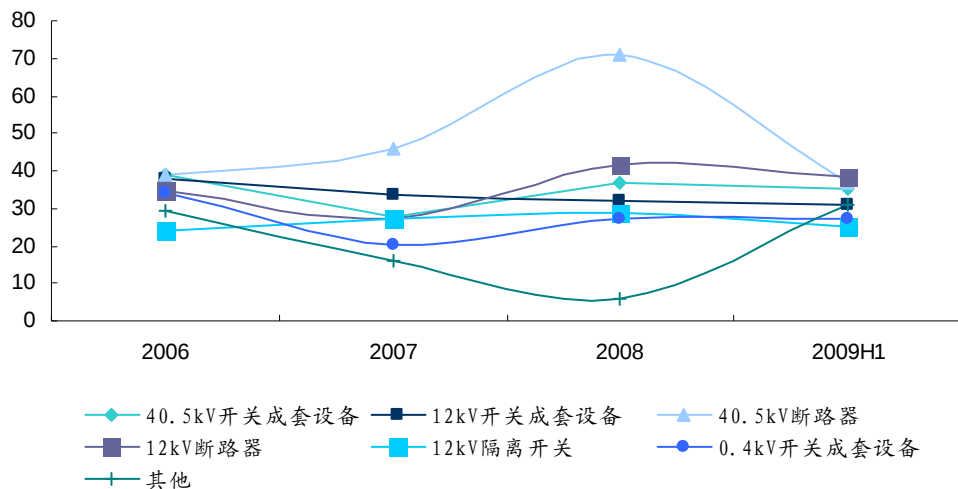
图 3: 森源电气地区收入结构



资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

公司收入占比最大的两类产品 40.5kV 开关成套设备和 12.5kV 开关成套设备近 3 年毛利率基本均高于 30%, 其中 40.5kV KYN 系列高压开关成套设备中柜宽 1.68 米产品为填补国内空白, 目前国内市场唯一满足《国家电网公司十八项电网重大反事故措施》要求的最新产品。公司的高压真空断路器, 为国内最为先进的 VS++、VSV 系列产品, 在智能化、小型化方面与国外进口产品相一致, 能够在销售规模大幅增加时维持较高的毛利率水平。

图 4：森源电气各产品毛利率



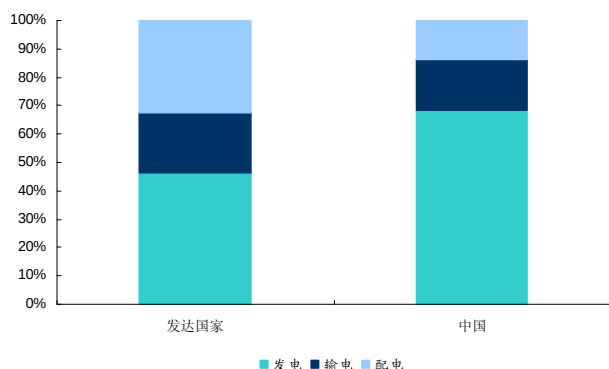
资料来源：招股意向书，长江证券研究部

行业竞争性分析

电力投资增长平稳，投资结构向电网倾斜

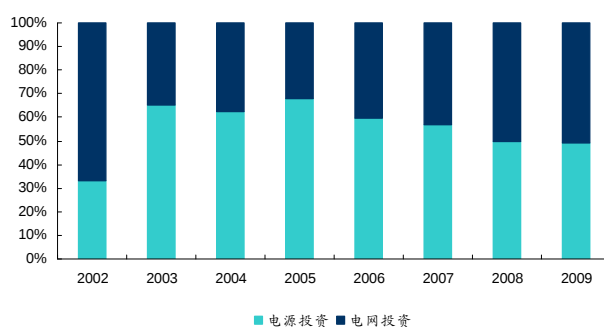
我国电力建设一直存在着“重发电、轻供电、不管用电”的问题，导致了电网建设、配电能力大幅滞后于电力供应的局面。根据《高压开关行业通讯》相关资料表明，发电、输电和配电应有的合理投资比例，发达国家三者比例一般为1:0.45:0.7，输电和配电之和高于发电，我国投资比例为1:0.26:0.2，远低于发达国家。在投资结构方面，我国电网投资与电源投资比例已由40:60，逐步调整到45:55，正向发达国家比例接近。

图 5：发电、输电、配电比例对比



资料来源：长江证券研究所

图 6：我国电力投资结构



资料来源：长江证券研究所

国家电网和南方电网上调投资计划后，明后两年电网投资的力度将大幅提高。根据国网公司规划，在2020年前的三

个阶段中电网总投资预计超过4万亿。其中第一阶段(2009年-2010年)预计投资6600亿元,第二阶段(2011年-2015年)预计投资2万亿元,第三阶段(2016年-2020年)预计投资1.7万亿元。国网公司06至08年共完成电网投资6877亿元,而09、10两年计划投资额达到9300亿,相比原来的计划上调超过40%。2011年到2015年年均投资4000亿元。南方电网计划两年新增600亿,全网年投资额达到900亿,比原规划年投资600亿上调50%。

表 2: “两网”电网投资规划对比

电网投资规划 (亿元)		2006	2007	2008	2009E	2010E
原规划	国家电网	1983	2254	2520	2700	2800
	南方电网	373	419	450	500	600
	合计	2266	2673	2970	3200	3400
新增投资	国家电网			120	1000	1100
	南方电网			40.5	300	300
	合计			160.5	1300	1400
新规划	国家电网	1983	2254	2640	3700	3900
	南方电网	373	419	490.5	800	900
	合计	2266	2673	3130.5	4500	4800
	较原规划增幅			5.40%	40.63%	41.18%

资料来源: 国家电网, 南方电网, 长江证券研究部

中压开关行业量大面广，以区域性竞争为主

按电压等级分, 高压开关行业分为三大阵营, 其市场竞争基本表现为电压等级越高, 竞争相对越平缓, 电压等级越低, 竞争相对越激烈。

- 1) 126kV 及以上电压等级, 此领域的代表企业为平高集团有限公司、西安西开高压电气股份有限公司、新东北电气(沈阳)高压开关有限公司等, 此电压等级参与厂商少、进入有一定壁垒, 目前该领域市场竞争较为平缓。
- 2) 3.6kV~72.5kV 电压等级, 在该电压等级领域中, 主导产品为 12kV 和 40.5kV 电压等级的开关设备和控制设备, 广泛应用在城乡电网、终端用户等各个领域, 该电压等级产品一直是我国开关行业中“量大面广”的产品, 在行业中占有重要地位。随着国内电力体制改革的深入和电力企业“主辅分离”的逐步实施, 市场竞争机制的进一步规范, 行业竞争格局将会发生变化, 具有技术优势和质量优势的企业有可能在竞争中进一步扩大优势, 从而加速行业的整合。
- 3) 0.4kV 电压等级, 主导产品为 0.4kV 电压等级的开关设备, 由于国内低压成套设备和控制设备企业众多, 市场容量非常巨大。在该领域中, 整体竞争相对较为激烈, 尤其在低端市场处于激烈竞争状态。

表 3: 不同电压等级开关设备竞争情况

电压等级	进入壁垒	竞争程度	代表厂商
126kV 及以上	高	平缓	3 家
3.6kV~72.5kV	较高	一般	39 家
0.4kV	较低	激烈	众多

资料来源: 长江证券研究部

在 3.6kV~72.5kV 电压等级领域中, 行业竞争表现出明显的区域性特点。即全国根据电网情况分为七大区域, 在各区域内的公司生产和销售主要集中在所在区域, 区域外销售收入比重较少, 只有厦门 ABB 等少数实力较强的企业在全国范围内具有较强的竞争力。按区域分, 实力较强的企业有华东区 17 家、华中区 4 家、华南区 5 家、华北区 4 家、东北区 3 家、西南区有 3 家、西北区有 3 家。

表 4: 3.6kV ~ 72.5kV 电压开关设备区域划分与代表厂商

区域	厂 家
华东区	ABB、西门子、GE、阿海珐、东源、华仪、泰开、大全、正泰、德力西、天安、天灵、天宇、耐吉、飞洲、柘中、鑫龙
华中区	森源、索凌、祥和、永鼎
华南区	白云、正超、明阳、顺开、银河
华北区	北开、福斯特、科锐、北京华东
东北区	沈阳成套、华利、锦开
西南区	川开、云开、博森
西北区	长城、宝光、陕开

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

四因素推动中压开关行业发展

未来推动中压开关行业发展的因素主要有 4 点：

1) 城市化发展进程加快。

中压开关设备 80% 以上产量是为国民经济各部门提供的，随着小城镇建设的兴起和城市化建设与改造的进行，中高压开关设备的需求将继续上升。

2) 铁路电气化建设。国家“十一五”规划，铁路营运里程到 2010 年将达到 9 万公里，2020 年达到 10 万公里。2010 年前新建 7000 公里客运专线，2020 年前建成 12000 公里客运专线，实现主干线的客货分离。根据国务院最新调整后的《中长期铁路网规划》目标，到 2020 年我国铁路营业里程将由原来规划的 10 万公里提高到 12 万公里，总投资规模由原来的 2 万亿元增加至 5 万亿元。电路建设的供电电配套需要大量的 12kV ~ 126kV 等级中高压开关设备。

表 5: 青藏铁路招标中开关设备目录

设备大类	物资设备名称	单位	数量
高频开关电源设备	格尔木电调、驼峰，拉萨机辆基地 48V 电源柜	架	3
	直放站 48V 电源柜 50A	架	4
	车站、基站 48V 电源柜 150A	架	61
	无线交换机 48V 电源柜 1000A	架	2
	基站 48V 电源柜 150A-	架	69
	基站 48V 电源柜 150A	架	71
	35KV 气体绝缘开关柜（带断路器）	面	198
	35KV 气体绝缘开关柜（不带断路器）	面	48
	固定式开关柜 35KV（电容器、互感器）	面	10
	10KV 气体绝缘开关柜（带断路器）	面	13
电力设备	10KV 气体绝缘开关柜（不带断路器）	面	5
	35KV 负荷开关	套	90

资料来源：长江证券研究部

3) 地铁建设。上海、北京、天津、广州、深圳、南京、重庆、郑州等十几个城市已经或即将启动地铁和轻轨建设，作为配套设施，将造成对 12kV ~ 126kV 等级中高压开关设备的需求。

4) 大型工程建设。一些大的工程，如三峡特大水电站发电、西电东送、西气东输、南水北调、上海举办世博会等，都将有效启动输电网建设，推动我国输配电设备行业的进一步发展。

未来 10 年，中压开关设备各等级产品的复合增长率在 2.26%~8.77%之间，竞争较特高压等级的产品更为激烈，但比低压等级产品平稳。

表 6：中压开关需求预测

电压等级 (kV)	产品名称 (台)	2005 年	2010 年	2020 年	2010-2020 年复合增长率
126	断路器	6500	8000	14000	5.76%
	断路器	22400	26500	42000	4.71%
40.5	其中 SF ₆	8400	8000	10000	2.26%
	真空	14000	18500	32000	5.63%
40.5	开关柜	12400	18000	25000	3.34%
	断路器	208000	245000	316000	2.58%
12	负荷开关	96000	126000	202000	4.83%
	开关柜	218000	311000	483000	4.50%
12	其中 断路器柜	142000	170000	243000	3.64%
	环网柜	55000	100000	155000	4.48%
	箱变	21000	41000	95000	8.77%

资料来源：《电力设备特刊》，长江证券研究部

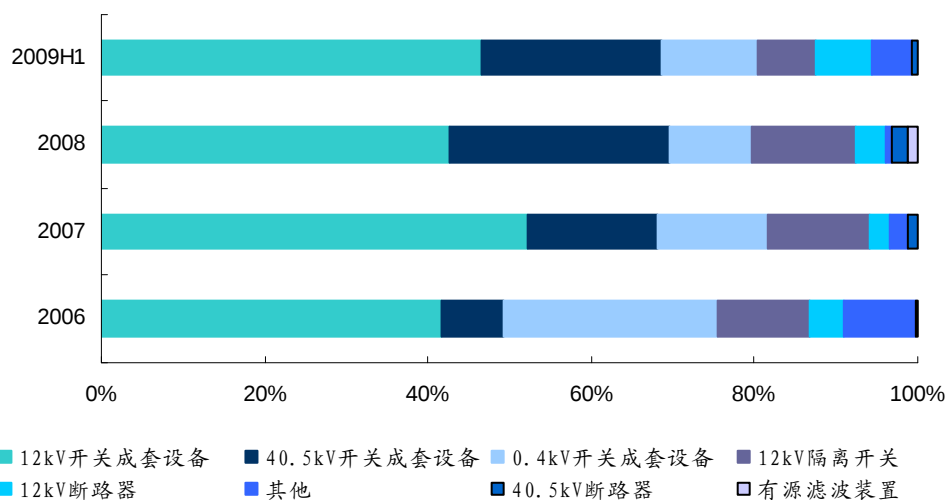
公司竞争力分析

产品技术具有优势

公司在中压开关行业具有一定的技术优势，目前共获得 139 项专利技术，另有 12 项专利申请已通过国家知识产权局的审查。

这里我们主要分析占公司毛利比重较大的 3 类产品，40.5kV 开关成套设备、12.5kV 开关成套设备和 12kV 隔离开关，公司在这 3 项产品方面都具有一定的技术优势。

图 7：森源电气各产品毛利结构



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司的 40.5kV KYN 系列高压开关成套设备在电气绝缘和机械寿命两方面填补国内空白。柜宽 1.2 米产品，为完全替代进口的小型智能化开关柜，国内只有公司和厦门 ABB 能够生产；柜宽 1.4 米产品处于国内领先水平；柜宽 1.68 米产品为填补国内空白，国内市场唯一满足《国家电网公司十八项电网重大反事故措施》要求的最新产品。

表 7：公司 40.5kV KYN 系列高压开关成套设备技术参数对比

项 目	国内一般厂家(KYN□-40.5)	国外厂家	河南森源 (KYN80-40.5)
额定电压(kV)	40.5	40.5	40.5
额定电流(A)	1250、1600、2000	1250、1600、2000、2500	1250、1600、2000、2500
额定短路开断电流(kA)	25、31.5	25、31.5	25、31.5
额定短时耐受电流(kA)	25、31.5	25、31.5	25、31.5
额定峰值耐受电流(kA)	63、80	63、80	63、80
配用断路器	ZN85-40.5 真空断路器	VD4 真空断路器	ZN72-40.5 真空断路器
断路器机械寿命	10000	20000	20000
国家电网“十八项反措”	无	无	符合

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司 KYN28 系列开关柜其主要技术优势在于机械寿命高。机械寿命是衡量高压开关成套设备性能的主要参数。公司采用 VSV 系列断路器，机械寿命达到 30000 次。而国内普通厂家大部分采用 VS1 系列断路器，机械寿命最高能达到 20000 次。

公司隔离开关产品电压等级以 12kV 为主，根据《高压开关行业年鉴》按年产量排序，公司连续 7 年隔离开关年产量全国排名第一。主要竞争优势体现在 3 点：1) 设计技术先进。公司在传动、结构、电器绝缘及外观等方面拥有 45 项专利技术，处于全国领先。2) 产品容量大、品种全。公司隔离开关拥有十几种型号，三百多个品种规格，是全国额定电流能达到 10kA 的少数厂家之一，是全国种类最多，产品最全的厂家之一。3) 加工设备先进，产品工艺精湛。

定位中高端市场，毛利率处于行业平均水平

公司产品定位于中高端市场，采用替代进口的竞争策略，与国内同行业企业的竞争中处于技术领先地位，尤其与华中区的其他几家高压开关成套设备公司相比，公司在技术和规模方面都处于龙头地位，产品在河南省市场占有率居于前列，在全国范围内具有一定市场份额。

表 8：公司主要产品产量

40.5kV 金属封闭开关设备			12kV 金属封闭开关设备		
公司	2007 年产量 (台)	排名	公司	2007 年产量 (台)	排名
厦门 ABB	2294	4	厦门 ABB	12273	1
大全集团	939	12	天水长城	11173	3
河南森源	584		大全集团	10869	5
天水长城	462	28	上海西门子	7266	12
沈阳高压	421	30	河南索凌	3650	26
河南索凌	366	36	沈阳高压	3467	30
			河南森源	2822	
40.5kV 真空断路器			12.5kV 真空断路器		
公司	2007 年产量 (台)	排名	公司	2007 年产量 (台)	排名
厦门 ABB	2141	4	厦门 ABB	34592	1
大全集团	495	16	天水长城	8694	12
河南森源	233		上海西门子	4622	26
沈阳高压	201	39	大全集团	4053	32

河南森源	2054
沈阳高压	491

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

而在同与可比公司的对比中，我们发现，除了思源电气经营的高压开关因电压等级高而带来的高毛利率外，公司与各上市公司的开关产品基本享受同等的毛利率水平。

表 9：各主要公司开关设备毛利率对比

公司	产品名称	2006	2007	2008	2009H1
森源电气	开关成套设备	36.58	29.31	32.76	31.32
东源电器	开关系列、开关柜系列	29.67	30.31	28.48	30.54
鑫龙电器	高低压成套开关设备	34.08	32.85	32.09	31.11
思源电气	高压开关	37.54	37.91	38.48	43.91

资料来源：Wind，长江证券研究部

本次募集资金项目

本次募集资金主要投资于 SAPF 有源滤波成套设备产业化、KYN 系列金属铠装高压开关柜产业升级与改造、GN 系列隔离开关产能扩大三个项目。

表 10：公司本次募集资金投资项目

序号	投资项目	投资总额（万元）	建设期（年）	税后利润（万/年）
1	SAPF 有源滤波成套设备产业化	9,600	2	5707
2	KYN 系列金属铠装高压开关柜产业升级与改造	7,100	2	5874
3	GN 系列隔离开关产能扩大项目	4,300	2	2432
	合计	21,000	-	14013

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司拟投资 9600 万元用于 SAPF 有源滤波成套装置及 IGBT 模块等核心元器件的生产和测试设备，若每年有 800 万 KVA 的谐波采用有源滤波器进行治理，以 1200 元/KVA 的价格计算，则该类产品的市场将达到 100 亿元/年。该项目达产后，公司将实现销售收入 3.96 亿元，约占整个市场需求量的 3.96%。

公司 08 年销售的有源滤波装置毛利率为 76.65%，未来随着产量增长，毛利率将有一定下滑，但公司的 SAPF 有源滤波成套装置售价较竞争对手有一定优势，我们认为该产品毛利率未来可以保持在 40%以上。

表 11：公司 SAPF 有源滤波成套装置售价与竞争对手比较

容量	公司名称	产品型号	结构特点	销售价(万元)
400kVA	ABB	DVR	并联	120
	诺基亚		串联	100
	施耐德	Accusine	并联	80
	河南森源电气股份有限公司	SAPF	并联	56

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司募投的高压开关柜项目将增加 5000 套 KYN 系列技术铠装高压开关成套设备产能（其中 KYN28 系列 4000 套，KYN80 系列 1000 套），隔离开关项目将增加 6 万组 GN 系列隔离开关产能。根据项目性质，生产期内第 1 年达产 50%，第 2 年达产 100%，以后均为 100%。我们以此为依据，预测了公司未来 2 年的产能。

表 12: 公司扩产项目产能释放情况

	2009	2010E	2011E
40.5kV 高压成套设备（套）	580	1080	1580
12kV 高压成套设备（套）	3000	5000	7000
12kV 高压隔离开关（组）	32000	62000	92000

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

风险提示

市场集中的风险

尽管公司在河南省市场具有很强的竞争优势，能保证公司快速发展所需的市场空间，但是，高低压输配电设备行业市场竞争激烈，河南省内市场容量的大小以及公司对河南省外市场的开拓程度将在一定程度上影响本公司的经济效益。因此，公司存在市场相对集中的风险。

产能扩大带来的设备闲置风险

尽管公司为募投项目的实施做了各项准备，但如果公司原有市场、原有客户的需求增长较慢，而新的市场、新的客户开发不足，将可能造成部分生产设备闲置，进而导致募集资金投资项目投产后达不到预期效益的风险。

原材料价格风险

公司产品主要原材料为铜材、钢材及断路器、真空灭弧室、互感器等元器件。由于原材料价格的变动将直接影响到产品成本，在原材料价格急剧变化的情况下，仍可能导致公司利润产生波动。

公司估值

我们对的公司业绩预测基于如下假设：

- 2010 和 2011 年，KYN 系列技术铠装高压开关成套设备中，40.5kV 高压成套设备和 12.5kV 高压成套设备的产能利用率分别为 85%和 95%，产销率为 100%；GN 系列隔离开关的产能利用率为 75%，产销率为 100%。
- 除了有源滤波装置外，公司其他产品的毛利率基本保持稳定。
- 公司 2009 年和 2010 年所得税税率为 15%，2011 年开始为 25%。

表 13: 公司主要产品销售预测

		2008	2009E	2010E	2011E
40.5kV 开关成套设备	收入（千元）	77858.5	87590.83	120424.9	181048
	成本（千元）	49300	56933.73	77546.37	116675.4
	毛利率	36.68%	35.00%	35.61%	35.56%
12kV 开关成套设备	收入（千元）	140503.1	172410.7	213756.2	299258.6
	成本（千元）	95458	118962	147254.2	206155.9
	毛利率	32.06%	31.00%	31.11%	31.11%
40.5kV 真空断路器	收入（千元）	2904.3	4747.47	5491.2	6040.32
	成本（千元）	841	2990.832	3432	3775.2
	毛利率	71.06%	37.00%	37.50%	37.50%

12kV 真空断路器	收入 (千元)	8762.2	20137.1	22150.81	24365.89
	成本 (千元)	5098	12283.26	13511.59	14862.74
	毛利率	41.82%	39.00%	39.00%	39.00%
12kV 隔离开关	收入 (千元)	47553.6	39866.93	74118.79	110437
	成本 (千元)	33858	29900.19	56978.82	84898.44
	毛利率	28.80%	25.00%	23.13%	23.13%
0.4kV 开关成套设备	收入 (千元)	38166	40984.24	45082.66	54099.19
	成本 (千元)	27720	29918.9	32910.79	39492.95
	毛利率	27.37%	27.00%	27.00%	27.00%
有源滤波装置	收入 (千元)	1777.8	5333.4	6933.42	9013.446
	成本 (千元)	415	1577.442	2208.419	3202.207
	毛利率	76.65%	70.42%	68.15%	64.47%

资料来源：长江证券研究部

我们预测公司 2009 年到 2011 年的 EPS 分别为 0.92 元、0.91 元和 1.16 元，考虑到市场上主营开关设备的公司估值水平，我们给予公司 2010 年 25 倍到 30 倍的市盈率，对应公司股价的合理区间为 22.75 元-27.3 元。

表 14：可比公司估值情况

证券简称	收盘价 (元)	总股本 (万股)	总市值 (亿元)	EPS (10E)	PE (10E)
正泰电器	24.89	100500	250.14	0.62	39.85
思源电气	27.57	43968	121.22	1.10	25.14
鑫龙电器	25.71	11000	28.28	0.40	63.80
特锐德	38.44	13360	51.36	0.99	38.99
东源电器	13.67	14076	19.24	0.51	26.83

资料来源：Wind，长江证券研究部

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	332	391	509	706	货币资金	58	68	363	329
营业成本	226	269	351	486	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	107	123	158	220	应收账款	135	159	207	287
% 营业收入	32.11%	31.32%	31.13%	31.13%	存货	66	78	102	142
营业税金及附加	2	3	4	5	预付账款	19	22	29	40
% 营业收入	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	其他流动资产	6	6	6	6
销售费用	8	12	15	21	流动资产合计	284	334	707	804
% 营业收入	2.26%	3.00%	3.00%	3.00%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	22	31	41	56	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.74%	8.00%	8.00%	8.00%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	17	10	7	4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	5.16%	2.58%	1.32%	0.55%	固定资产合计	68	67	153	202
资产减值损失	5	0	0	0	无形资产	25	23	22	21
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	2	2	2	2
营业利润	52	67	92	133	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	15.72%	17.05%	18.11%	18.88%	资产总计	382	430	889	1038
营业外收支	9	2	0	0	短期贷款	73	88	0	0
利润总额	61	69	92	133	应付款项	72	67	88	122
% 营业收入	18.44%	17.67%	18.11%	18.88%	预收账款	5	10	17	26
所得税费用	11	10	14	33	应付职工薪酬	2	2	2	3
净利润	50	59	78	100	应交税费	6	7	9	13
归属于母公司所有者					其他流动负债	2	2	1	1
的净利润	50	59	78	100	流动负债合计	158	176	117	165
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	28.4	0	0	0
EPS (元/股)	0.78	0.92	0.91	1.16	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	9	9	9	9
经营活动现金流净额	42	37	44	33	负债合计	196	185	126	175
取得投资收益					归属于母公司				
收回现金	4	0	0	0	所有者权益	186	245	763	863
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	186	245	763	863
固定资产投资	-20	-3	-95	-63	负债及股东权益	382	430	889	1038
其他	1	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-15	-3	-95	-63		2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.78	0.92	0.91	1.16
股权融资	0	0	440	0	BVPS	2.9	3.8	8.9	10.0
银行贷款增加 (减少)	181	-13	-88	0	PE	0.0	0.0	0.0	0.0
筹资成本	17	10	7	4	PEG	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-220	-20	-13	-8	PB	0.0	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流净额	-22	-23	345	-4	EV/EBITDA	0.6	0.2	-3.4	-2.2
现金净流量	5	10	294	-34	ROE	27.0%	24.0%	10.3%	11.6%

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) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 68753198	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@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。