

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

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

横跨通信与电力操作行业的电源系统提供商

事件描述

杭州中恒电气股份有限公司首次公开发行：

- 发行前公司总股本 5000 万股，本次拟发行不超过 1680 万股，占本次发行后总股本的比例不超过 25.15%。发行前公司每股净资产 3.77 元。本次发行采用网下向股票配售对象询价配售和网上向社会公众投资者定价发行相结合的方式。其中网下发行不超过 336 万股，占本次发行数量的 20%，网上发行数量为发行总量减去网下最终发行量。
- 本次募集资金主要投资于两个项目，分别为智能高频开关电源系统升级换代及一体化电源建设项目（投资 1.025 亿）和通信基站运营维护增值项目（投资 3745 千万）。

投资要点

- 中恒电气的营业收入主要来自通信电源系统和电力操作电源系统，公司是国内唯一横跨这 2 个行业的电源服务商。
- 我们认为，在中恒电气成为伊顿施威特克国内唯一生产和销售商之后，公司可以 1) 快速扩大其在国内市场的份额，2) 由经销改为自主生产、销售后，提高盈利能力提高。
- 公司有望利用 HVDC 替代 UPS 的契机来扩大自身销售规模，进而提高其在通信电源系统行业的市场份额。
- 我们预测公司 2010 年到 2012 年的 EPS 分别为 0.86 元、1.12 元和 1.32 元，考虑二级市场上通信电源和电力操作电源可比公司的估值水平，我们给予公司 2010 年 30 倍到 35 倍的市盈率，对应公司股价的合理区间为 25.8 元 -30.1 元。

主要财务数据及预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（百万元）	258	340	419	503
增长率（%）	7%	32%	23%	20%
净利润（百万元）	41	57	75	88
增长率（%）	29%	40%	30%	17%
每股收益（元）	0.82	0.86	1.12	1.32
净资产收益率（%）	21.8%	8.6%	10.1%	10.6%
每股经营现金流（元）	-0.22	0.25	0.52	0.75

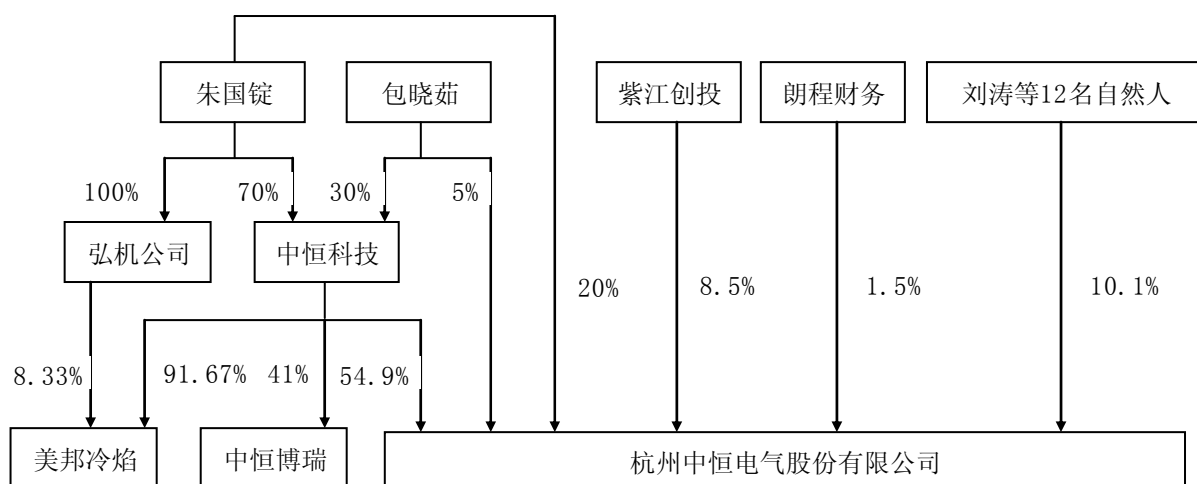
资料来源：长江证券研究部

公司简介

公司股权结构及股本情况

杭州中恒电气股份有限公司（以下简称“中恒电气”）是中恒科技投资有限公司和朱国锭、过福兴等10名自然人于2001年3月共同发起设立的股份有限公司。公司的控股股东为中恒科技，发行前持有公司2745万股股份，占发行前总股本的54.90%，实际控制人为朱国锭先生。

图 1：中恒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：公司发行前后股本变化情况

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
中恒科技	27,450,000	54.90%	27,450,000	41.09%
朱国锭	10,000,000	20.00%	10,000,000	14.97%
紫江创投	4,250,000	8.50%	4,250,000	6.36%
包晓茹	2,500,000	5.00%	2,500,000	3.74%
朗程财务	750,000	1.50%	750,000	1.12%
刘涛等其他 12 名自然人股东	5,050,000	10.10%	5,050,000	7.56%
本次发行流通股	-	-	16,800,000	25.15%
合计	50,000,000	100.00%	66,800,000	100.00%

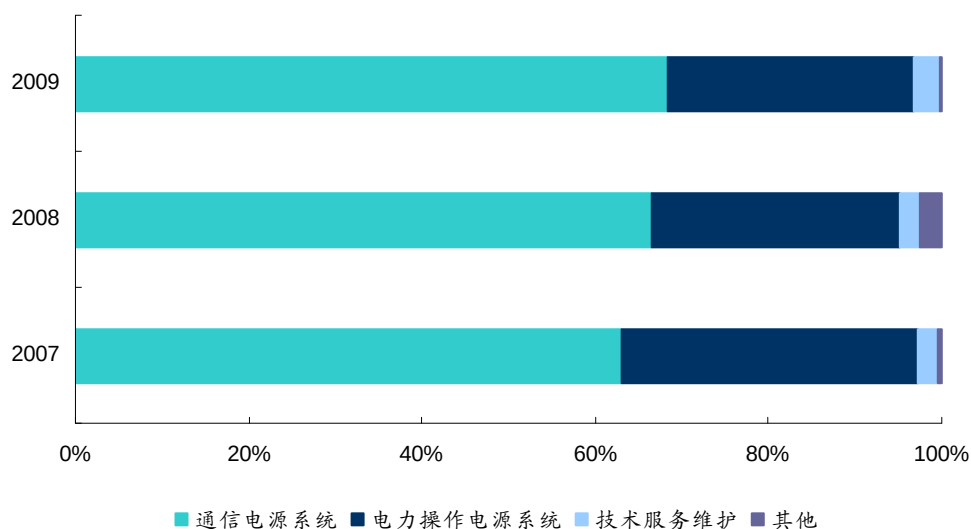
资料来源：公司公告，长江证券研究部

横跨通信电源系统和电力操作电源系统行业的巨人

中恒电气主要从事高频开关电源系统的研发、生产、销售和服务。目前，公司的营业收入主要来自通信电源系统、电

力操作电源系统这2大类产品，2009年度分别占公司营业收入的68.45%和28.55%。

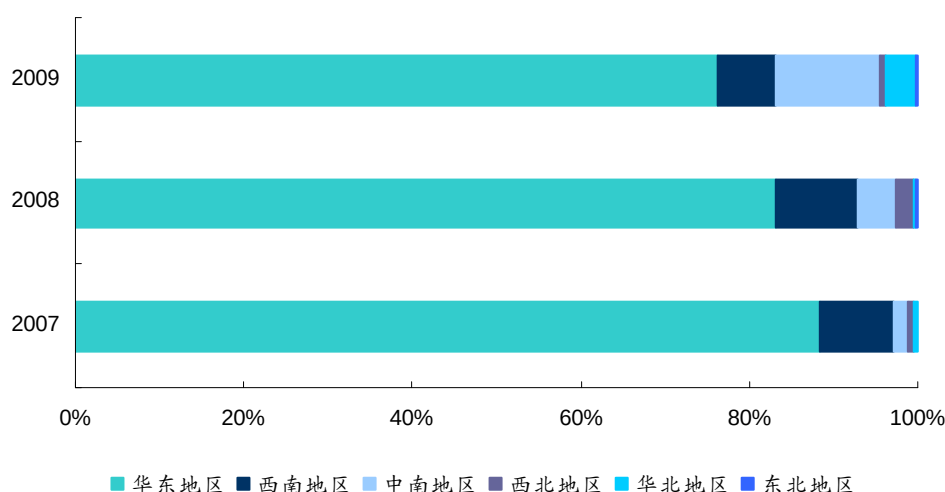
图 2：中恒电气产品收入结构



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75%以上的收入都来自于华东地区，主要原因有个：1）华东地区是我国高频开关电源系统最主要的消费区域，华东地区2007年、2008年通信电源系统消费量占全国消费量的分别为28.12%、29.01%，电力操作电源系统消费量占全国消费总额分别为29.69%、28.13%；2）公司所在地浙江杭州可以辐射整个华东地区，上接江苏、上海，下临福建，地理优势进一步增强了其在华东地区的销售网络。同时，公司在华东地区的收入占比近3年呈现下降趋势，我们认为，主要原因在于公司在华东市场的销售进入饱和状态，收入持续维持在1.9亿-2亿之间，而在中南地区和华北地区销售增速较快，09年分别同比增长194%和903%。

图 3：中恒电气地区收入结构

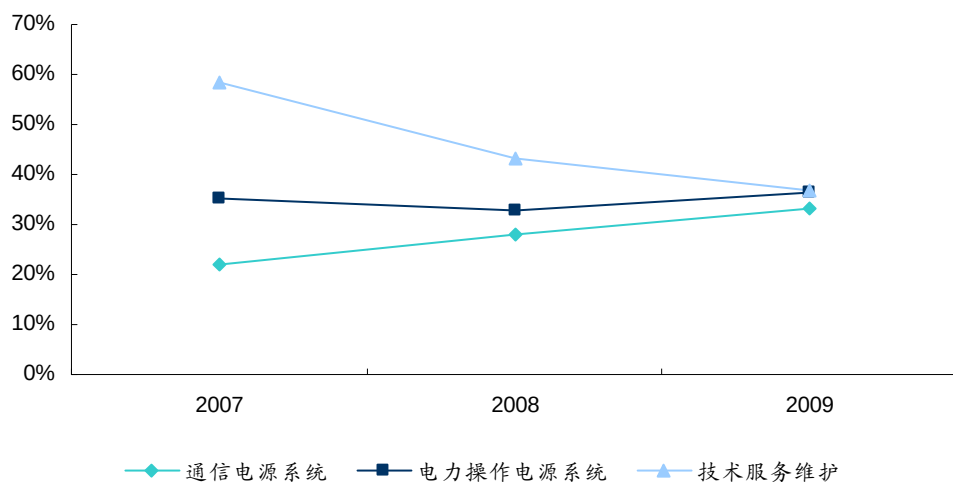


资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司的3项产品毛利率在过去3年中呈现趋同的现象，原因如下：通信电源系统的毛利率由22.06%提升至33.08%主要是因为毛利率较高的壁挂通信电源系统销售比例一直在提升；电力操作电源系统的毛利率较为平稳；技术服务维修各

年度毛利率有所差异的主要原因是公司提供技术服务维护业务时，因不同情况所消耗的维保材料有所差异。

图 4：中恒电气各产品毛利率



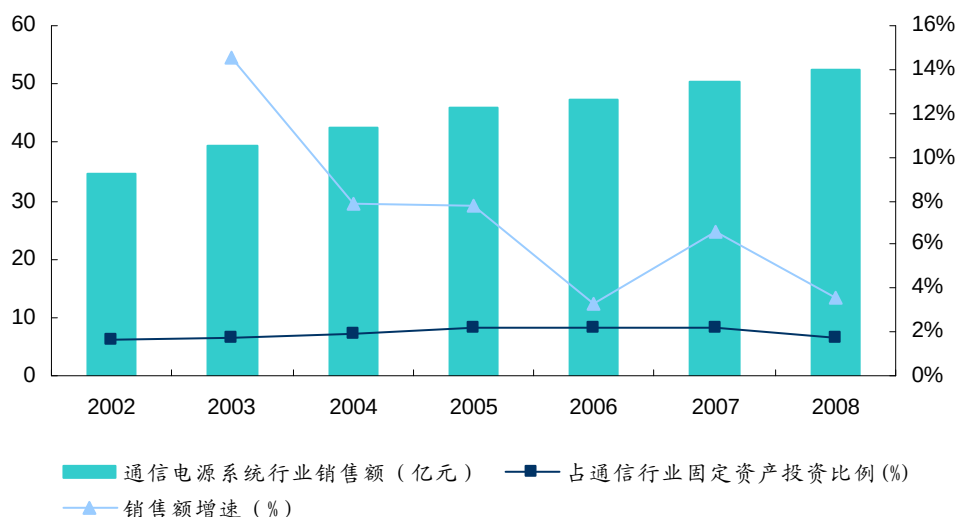
资料来源：招股意向书，长江证券研究部

行业竞争性分析——更看好通信电源系统行业

通信电源系统行业——3G 带来高增速，行业特性决定高集中度

通信电源系统是为通信主设备供电的电源设备，该行业的销售额一般占通信行业固定资产投资总额的 1.5%-2.5%，近几年行业销售额增速基本维持在 3%-8%之间。

图 5：我国通信电源系统行业销售额



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

通信行业新一轮投资期（3G、4G）的到来以及通信设备进入了持续更新周期，为通信电源系统的未来发展提供了良好的市场机遇。3G 的标准频段高于 2G，由于所使用的频段电波频率越高，传播衰减越大，因此 3G 系统中的单个基站覆盖范围将远小于 2G 的 GSM 系统，这将促进移动基站投资规模的扩大，从而增加市场对通信电源系统的需求量。

三大通信运营商 3G 建设总投资 2009 年约为 1700 亿元，未来三年预计约为 4000 亿元；未来五年内，用于网络升级和扩张的投资将达到 12000 亿元。假设投资额每年平均分摊，未来三年 3G 和网络升级扩张带来年均投资额为 3733 亿元，以 2%的比例估计，那么通信电源系统行业每年的产值将达到 74.7 亿元。

国内从事生产和经营通信电源系统的企业有 300 多家，但在企业规模、产品质量和市场份额上真正具有竞争力的企业不过十几家。主要原因在于该行业的特殊性：产品性能和售后服务是竞争的焦点，且受维护成本的限制，电信运营商不可能选择众多的厂家，只能有少数厂家中标。同时，由于通信电源系统是通信系统的“心脏”，除非出现产品质量或售后服务问题，通信运营商不会轻易更换产品供应商，这样就形成了企业与通信运营商长期稳定的合作关系。

因此，该行业集中度较高，以销售额统计的 2008 年行业集中度来看，CR3 和 CR5 分别是 46%和 57%。

表 2：我国通信电源系统行业主要厂商分类

企业性质	特点	代表企业
大型通信设备生产厂商	经营的产品范围基本上涵盖了通信领域，通信电源系统为配套产品	中兴通讯、武汉普天
专业电源厂家	拥有自主知识产权，产品直接面向市场	珠江电信、动力源、通力盛达、中恒电气、亚奥通讯
外资电源厂家	拥有先进和成熟的电源技术	艾默生、中达电通、伊顿施威特克
地方性电源厂家	规模一般比较小	-

资料来源：公司公告，长江证券研究部

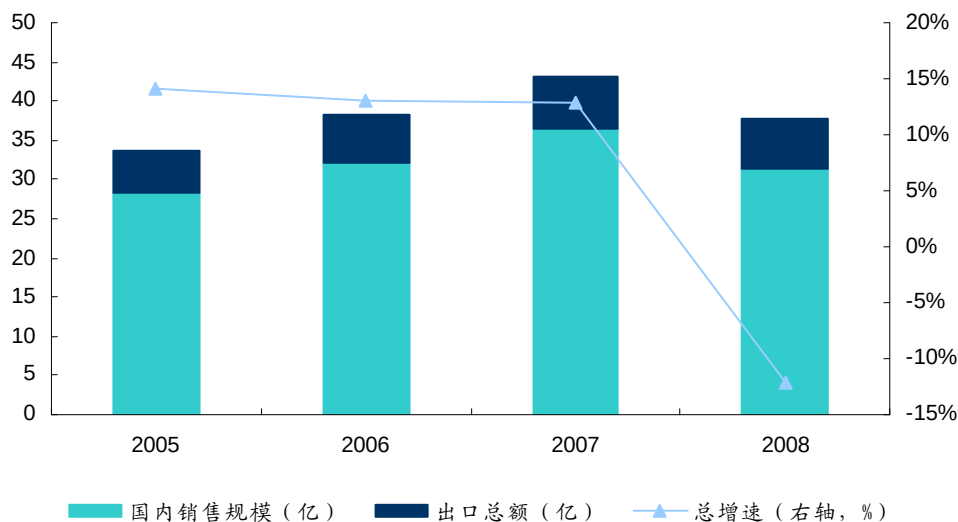
我们认为，随着 3G 投资和“三网融合”的推进，通信电源系统行业市场竞争将更加激烈，市场资源的整合将进一步加剧，产品和服务的供应将向少数具有一定规模和实力的企业集中，行业集中度会进一步提高。

电力操作电源系统行业——增长依赖电力投资，市场集中度低

电力操作电源系统广泛应用于发电、输变电、配电的各个环节，还广泛应用于铁路、轨道交通、采矿、冶金、石化等非电力行业的用电系统。

从 2005 年到 2008 年的情况来看，我国电力操作电源系统行业的总产值增速基本维持在 10%以上（除了 08 年因金融危机因素同比下降 12.22%），其中国内销售占比一般在 83%-85%左右，出口占 15%-17%左右。

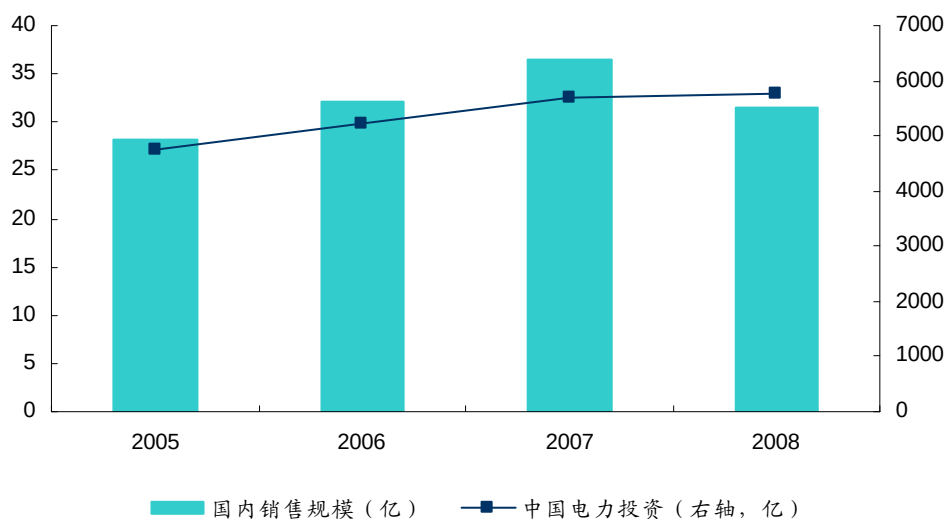
图 6：我国电力操作电源系统行业产值



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

而由于发、输、变、配、电是电力操作电源的主要需求来源，因此该行业的国内销售额一般和我国的电力投资额呈现高相关性，比例上基本保持在 0.55%-0.65% 之间。

图 7：我国电力操作电源系统国内销售额与我国电力投资关系



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

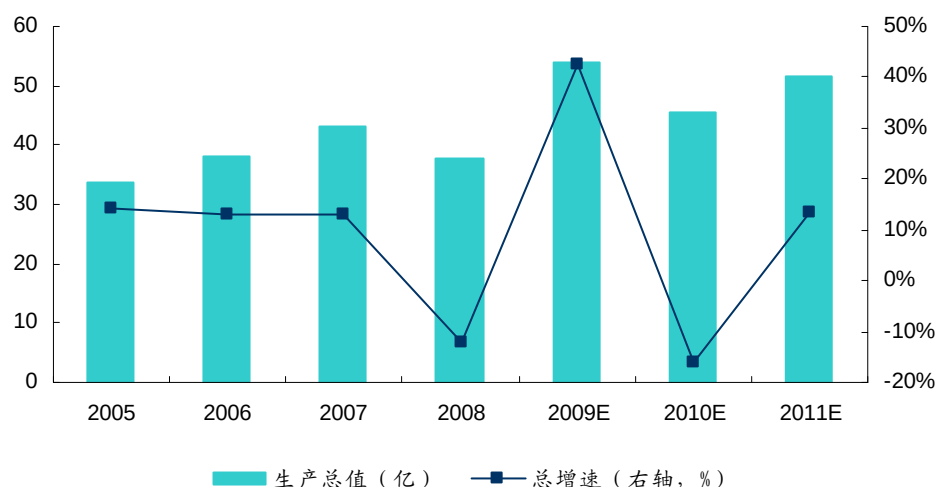
我们根据以下假设，估计了电力操作电源系统行业 09-11 年的总产值及其增速：

- 2010 年和 2011 年我国电网投资额分别为 3174 亿和 3600 亿，占电力投资总额的 50%；
- 电力操作电源系统行业的国内销售额占我国每年电力投资总额的 0.6%；
- 电力操作电源系统行业的出口额占总产值的 16%，即总产值结构中出口额：国内销售额比例在 1：5 左右；

可以看到，如果国网公司按照其计划的 2274 亿投资额进行电网投资，那么 2010 年电力操作电源系统的总产值将会迎

来一个低谷，行业总产值下降 16%至 45.34 亿，这种情况要到 2011 年才能得到缓解。

图 8：我国电力操作电源系统总产值与增速预测



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

我国电力操作电源系统生产企业众多，市场集中度相对较低。据统计，我国目前从事电力操作电源系统生产和经营的企业有 1000 多家，2008 年的以销售收入统计的行业集中度 CR3 和 CR5 分别为 9.96%和 14.21%。

但从生产模式来看，掌握系统全面核心技术即具有系统设计能力、整流模块和监控单元自主设计与生产能力的厂家只有 100 多家，其他均为外购模块、自主生产型企业。目前我国有实力参与 500 千伏及以上变电站、超超临界 1000MW 机组等重大项目竞争的电力操作电源系统生产企业仅 5-6 家。

该行业主要以招投标方式获取订单，要求入围厂家具有一定的生产规模、经营业绩和资金实力，随着电力操作电源系统行业市场竞争的加剧，市场资源将进一步整合，产品的供应将向少数具有一定规模的企业集中。

公司竞争力分析——成长性主要来自于通信电源系统业务

成为伊顿施威特克国内唯一生产和销售商，迅速扩大国内市场份额

杭州伊顿施威特克电源有限公司是隶属于世界 500 强企业——伊顿（集团）公司（Eaton Corporation）的一家专业从事设计、生产、销售通信高频开关电源系统的知名厂商。其产品分为两大类：通信电源系统整流模块、监控单元和室内通信电源系统。

2009 年 1 月 20 日，公司与伊顿施威特克签订协议，约定由公司全面接收伊顿施威特克在中国大陆室内通信电源系统的生产、销售和服务业务，公司成为其室内通信电源系统在中国大陆的唯一指定生产、销售厂商与产品售后和质保服务的独家提供者。伊顿施威特克成为公司室内通信电源系统整流模块和监控单元的指定供应商。

我们认为，在中恒电气成为伊顿施威特克国内唯一生产和销售商之后，至少给公司带来了以下 2 点影响：

1) 公司可以快速扩大其在国内市场的份额

公司接收了伊顿施威特克原有的 42 家代理商，代理销售模式成为公司直销模式的补充方式，同时，公司在 09 年 7 月

和 10 月分别中标了中国电信和中国移动的通信电源集采项目。

表 3：中国移动 2009 年集采中标结果

产品类别	中标厂家数	中标厂商
48V 组合开关电源	8 家	中兴通讯、艾默生、中达电通、珠江电信、动力源、通力盛达（原北京通力环）、中恒电气、武汉普天
24V 组合开关电源	6 家	艾默生、中达电通、珠江电信、动力源、通力盛达（原北京通力环）、中恒电气
分立式开关电源	5 家	艾默生、中达电通、珠江电信、中恒电气、武汉普天

资料来源：公司公告，长江证券研究部

截至 2009 年末，公司新接收的市场上通信电源系统产品累计获得订单 4262 万元，其中已实现销售收入 3386 万元，未完成订单 875.01 万元。新接收市场 2009 年度的销售收入约占公司同期通信电源系统销售收入的 19.24%。

2) 由经销改为自主生产、销售后，盈利能力提高

公司接收伊顿施威特克室内通信电源系统业务后，已不再向伊顿施威特克采购室内通信电源系统整机产品，而是采购通信电源整流模块和监控单元自主生产整机产品，公司因此获得了生产环节的利润，有利于提升公司盈利能力。2009 年度，公司自主生产并销售的集采范围内的室内通信电源系统的毛利率为 20.71%，较 2008 年度经销整机产品 16.68% 的毛利率有较大幅度提高。

高压直流电源（HVDC）可提高公司市场份额

因为减少了变换环节，HVDC 自身效率提高，且采取 N+X 并联运行，其整体系统的运行效率显著提升。鉴于更低的初始成本、每年节省的电费，HVDC 大规模替代 UPS 的经济基础已经确立。如果用 10kw 的高压直流电源（HVDC）替代同样功率的 UPS，平均 2.72 年就可以收回成本。

表 4：高压直流电源（HVDC）的动态投资回收期计算

	单位	HVDC	UPS
数据设备功耗	kw	10	10
数据设备整流损耗	kw	1.36	3.33
电源损耗	kw	0.86	2.35
整体输入功耗	kw	12.22	15.68
空调功耗	kw	4.89	6.27
合计功耗	kw	17.11	21.95
利用小时数	小时	8760	8760
每年耗电量	kwh	149884	192282
电价	元/kwh	0.7	0.7
电费	元	104919	134597
电费节省	元	29679	
初始成本	万元	7	10
折现率	%	8	
用 HVDC 替代 UPS 的成本回收期	年	2.72	

资料来源：《高压直流供电系统取代 UPS 供电系统的探讨》，长江证券研究部

根据《2008-2009 年中国 UPS 市场研究年度报告》中预测的我国 2009-2011 年信息设备用中大功率 UPS 销售额，我们假设中大功率 UPS 销售额占 UPS 销售额的 86%，从 2009 年起 HVDC 替代 UPS 的比例分别为 3%、5%和 8%，那么 2009-2011 年我国信息设备用 HVDC 市场的销售额分别可以达到 1.0 亿、1.7 亿和 2.8 亿。

表 5: 中国信息设备用 HVDC 市场容量预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
中大功率 UPS 销售额 (亿元)	26.3	27.5	28.9	30.4
中大功率 UPS 比例 (%)	86.51%	86.00%	86.00%	86.00%
UPS 销售额 (亿元)	30.4	32.0	33.6	35.3
HVDC 替代 UPS 比例 (%)		3%	5%	8%
HVDC 销售额 (亿元)		1.0	1.7	2.8

资料来源:《2008-2009 年中国 UPS 市场研究年度报告》, 长江证券研究部

目前能够生产 HVDC 产品的通信企业只有艾默生、中达电通和中恒电气三家, 前两家由于目前拥有庞大的 UPS 业务, 需要一定的时间来消化, 而市场份额高于中恒电气的其他三家公司目前尚无 HVDC 应用经验, 综上, 公司有望利用 HVDC 替代 UPS 的契机来扩大自身销售规模, 进而提高其在通信电源系统行业的市场份额。

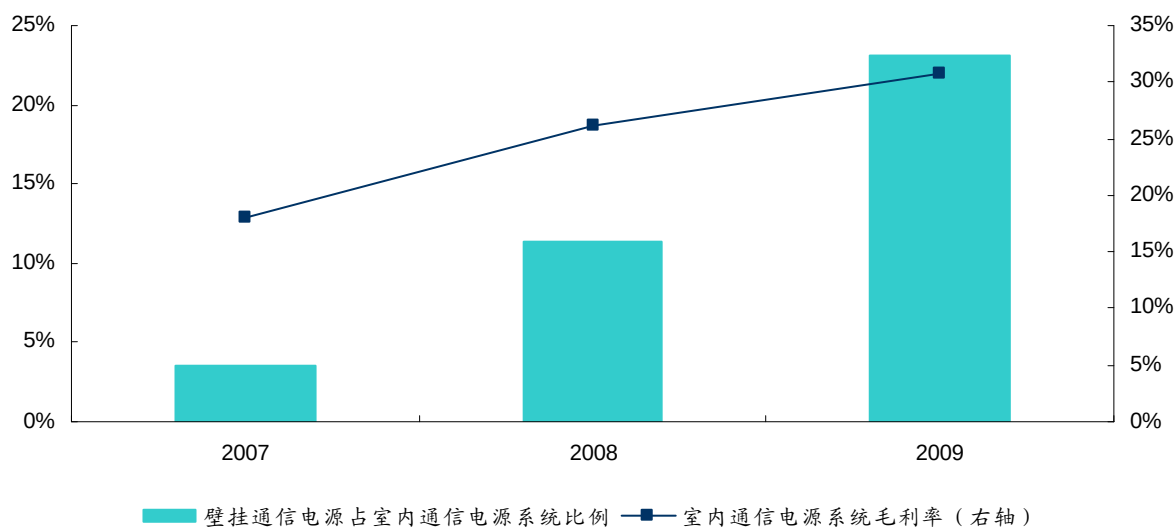
表 6: 通信电源系统行业 2008 年销售额分析

序号	公司名称	销售收入 (亿元)	市场占有率	产品结构
1	艾默生	10	22.37%	HVDC 技术成熟, UPS 电源占比较大
2	中达电通	6.6	14.76%	HVDC 技术成熟, UPS 电源占比较大
3	动力源	3.98	8.90%	尚无 HVDC 应用经验
4	中兴通讯	2.8	6.26%	尚无 HVDC 应用经验
5	武汉普天	2.25	5.03%	尚无 HVDC 应用经验
6	中恒电气	1.6	3.58%	HVDC 技术成熟, UPS 电源占比较小
7	珠江电信	1.1	2.46%	
8	亚奥通讯	0.96	2.15%	

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

壁挂通信电源系统紧跟市场需求, 销量增加提升毛利率

公司 2007 年推向市场的壁挂通信电源系统 (属于通信电源系统下的室内通信电源系统子产品) 选择了一个很好的切入时间点。3G 系统中单个基站的覆盖范围远小于 2G 系统, 原有建筑限制了基站的建设空间, 因此国内电信运营商对基站小型化的需求更加强烈。该系统推向市场后, 销量由 2007 年的 343 万上升至 2009 年的 3029 万, 而由于壁挂通信电源系统毛利率高于普通的室内通信电源系统, 因此在该产品的销售额占比由 4%提升到 23%的同时, 公司室内通信电源系统的整体毛利率也由 18.07%上升到 30.80%。

图 9：公司壁挂通信电源系统销售额与室内通信电源系统整体毛利率


资料来源：招股意向书，长江证券研究部

根据公司的预测，在本次募投项目达产后，2010-2012 年公司室内通信电源系统的销量比 2009 年将分别增加 1150 套/年、1750 套/年和 2000 套/年。我们认为，如果保持目前的挂壁通信电源系统销售比例，室内通信电源系统的毛利率可以维持在 30% 以上。

本次募集资金项目

本次募集资金主要投资于两个项目，分别为智能高频开关电源系统升级换代及一体化电源建设项目（投资 1.025 亿）和通信基站运营维护增值项目（投资 3745 千万）。

表 7：募投项目投资使用情况

投资项目	投资总额 (万)	募集资金使用量 (万)			项目建设期
		第 1 年	第 2 年	合计	
智能高频开关电源 (220V/110V, 48V/24V) 系统升级换代及一体化电源建设项目	10,250	7520	2730	10,250	1 年
通信基站运营维护增值项目	3,745	3460	285	3,745	1 年
合计	13,995	10980	3015	13,995	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

项目建成达产后，公司将新增 6000 套通信电源系统（其中：室外通信电源系统 4000 套、室内通信电源系统 2000 套）、2000 套电力操作电源系统、200 套一体化电源系统的产能，形成年维护基站 20000 个的能力。

表 8：募投项目达产后产能情况（单位：套/年）

产品	2007	2008	2009	达产后	产能增速
通信电源系统	3,700	10,500	15,000	21,000	40%
其中：室外通信电源系统	2,600	3,000	3,000	7,000	133%
室内通信电源系统	1,100	7,500	12,000	14,000	17%
电力操作电源系统	1,000	1,000	1,000	3,000	200%
一体化电源系统	-	-	-	200	-

资料来源：公司公告，长江证券研究部

风险提示

供应商供货不及时的风险

2009年1月20日，公司与伊顿施威特克签订协议后，依协议不能向除伊顿施威特克以外的厂商采购室内通信电源系统的整流模块和监控单元，这是伊顿施威特克指定公司为其室内通信电源系统国内唯一生产和销售厂商的对价之一。如果伊顿施威特克因战略调整、生产能力不足等原因，无法及时满足公司的采购需求，将对公司的生产经营产生一定影响。

无法获得电信运营商集采中标的风险

2009年1月20日，与伊顿施威特克签订协议后，公司作为伊顿施威特克室内通信电源系统业务在中国大陆地区唯一的生产和销售厂商，自主参与通信运营商集采招投标并成功中标。如果未来伊顿施威特克终止与公司签订的协议，在公司自主生产的通信电源整流模块和监控单元未规模化生产或未取得其他品牌的室内通信电源系统全国唯一代理商资格前，公司存在不能持续成功获得集采中标的风险。

公司估值

我们对的公司业绩预测基于如下假设：

- 2010-2012年，公司室外通信电源系统产能利用率分别为59%、75%和88%，价格维持09年水平，毛利率在35%左右；
- 2010-2012年，公司室内通信电源系统产能利用率分别为81%、86%和87%，价格较09年水平下降5%，毛利率在由31%提升至33%左右；
- 2010-2012年，公司电力操作系统产能利用率分别为50%、72%和100%，价格分别为71000元/套、70000元/套和70000元/套，毛利率在33%的水平；
- 2010-2012年，技术维护服务的收入增长率分别为15%、20%和20%，毛利率保持在35%的水平；
- 公司所得税税率保持在15%的水平；

表 9：公司主要产品销售预测

产品	项目	2009A	2010E	2011E	2012E
室外通信电源系统	收入（万元）	4459.91	8451.53	10801.05	12637.23
	收入增长率（%）	-20.92%	89.50%	27.80%	17.00%
	销量（台）	2181	4133	5282	6180
	增长率（%）	-29.74%	89.50%	27.80%	17.00%
	平均单价（元）	20448.92	20448.92	20448.92	20448.92
	平均成本（元）	12310.25	13291.80	13291.80	13291.80
	成本（万元）	2684.87	5493.49	7020.69	8214.20
	毛利率（%）	39.80%	35.00%	35.00%	35.00%
室内通信电源系统:自主生产	收入（万元）	13143.87	13884.18	14620.04	14927.07
	收入增长率（%）	181.01%	5.63%	5.30%	2.10%
	销量（台）	10246	11394	11997	12249
	增长率（%）	228.82%	11.20%	5.30%	2.10%

电力操作电源系统	平均单价 (元)	12828.29	12186.00	12186.00	12186.00
	平均成本 (元)	8877.18	8408.34	8286.48	8164.62
	成本 (万元)	9095.56	9580.09	9941.63	10001.13
	毛利率 (%)	30.80%	31.00%	32.00%	33.00%
	收入 (万元)	7342.02	10703.10	15305.43	21351.08
	收入增长率 (%)	6.58%	45.78%	43.00%	39.50%
	销量 (台)	1007	1507	2156	3007
	增长率 (%)	8.51%	49.70%	43.00%	39.50%
技术服务维护	平均单价 (元)	72909.83	71000.00	71000.00	71000.00
	平均成本 (元)	46305.03	47570.00	47570.00	47570.00
	成本 (万元)	4662.92	7171.08	10254.64	14305.22
	毛利率 (%)	36.49%	33.00%	33.00%	33.00%
	收入 (万元)	771.12	886.79	1064.15	1276.97
	收入增长率 (%)	34.36%	15.00%	20.00%	20.00%
	成本 (万元)	488.20	576.41	691.69	830.03
	毛利率 (%)	36.69%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：长江证券研究部

我们预测公司 2010 年到 2012 年的 EPS 分别为 0.86 元、1.12 元和 1.32 元，考虑二级市场上通信电源和电力操作电源可比公司的估值水平，我们给予公司 2010 年 30 倍到 35 倍的市盈率，对应公司股价的合理区间为 25.8 元-30.1 元。

表 10：可比公司估值水平

公司	收盘价 (元)	EPS (09E)	EPS (10E)	EPS (11E)	PE (09E)	PE (10E)	PE (11E)
动力源	9.81	N.A.	0.12	N.A.	N.A.	82.22	N.A.
中兴通讯	43.00	1.30	1.70	2.09	33.06	25.35	20.57
奥特迅	28.02	0.27	0.50	0.61	102.29	56.26	45.60
许继电气	23.27	0.93	1.02	1.12	25.01	22.74	20.71
科陆电子	20.20	0.43	0.67	0.88	46.93	30.26	22.83
万力达	20.66	0.32	0.43	0.57	64.47	48.22	36.39

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）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	258	340	419	503	货币资金	56	341	377	427
营业成本	170	229	279	334	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	88	111	139	169	应收账款	116	153	189	227
% 营业收入	34.20%	32.78%	33.26%	33.59%	存货	83	112	137	164
营业税金及附加	2	2	3	3	预付账款	1	1	2	2
% 营业收入	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	其他流动资产	6	5	5	5
销售费用	16	22	27	32	流动资产合计	262	613	710	824
% 营业收入	6.36%	6.36%	6.36%	6.36%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	18	24	29	35	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.02%	7.02%	7.02%	7.02%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	2	-3	-7	-4	投资性房地产	4	4	4	4
% 营业收入	0.67%	-0.90%	-1.64%	-0.86%	固定资产合计	29	52	93	128
资产减值损失	3	0	0	0	无形资产	5	4	4	4
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	47	67	87	103	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	18.28%	19.62%	20.84%	20.39%	资产总计	303	759	855	965
营业外收支	1	1	1	1	短期贷款	45	0	0	0
利润总额	48	68	88	103	应付款项	62	83	101	121
% 营业收入	18.59%	19.87%	21.05%	20.58%	预收账款	1	1	1	1
所得税费用	7	10	13	16	应付职工薪酬	0	0	0	0
净利润	41	57	75	88	应交税费	5	6	8	9
归属于母公司所有者					其他流动负债	2	3	4	4
的净利润	41	57	75	88	流动负债合计	115	93	114	136
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.82	0.86	1.12	1.32	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
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-11	17	34	50	负债合计	115	93	114	136
取得投资收益					归属于母公司				
收回现金	0	0	0	0	所有者权益	189	666	741	829
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	189	666	741	829
固定资产投资	-5	-110	-5	-5	负债及股东权益	303	759	855	965
其他	1	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4	-110	-5	-5		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.82	0.86	1.12	1.32
股权融资	0	420	0	0	BVPS	3.8	10.0	11.1	12.4
银行贷款增加（减少）	45	-45	0	0	PE	0.0	0.0	0.0	0.0
筹资成本	2	-3	-7	-4	PEG	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-39	6	14	9	PB	0.0	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流净额	8	378	7	4	EV/EBITDA	-0.2	-5.0	-4.3	-3.9
现金净流量	-7	285	36	50	ROE	21.8%	8.6%	10.1%	10.6%

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。