

马踏飞燕，汽车名企商誉推广者

前言：

小公司会有大智慧。该公司给我们一个很好的启示：寻找公司更要寻找打破固有预期的企业。

研究结论

- **公司经营模式独特：借国际知名车企百年商誉为其产品服务。**公司已获得世界著名车企授权 21 个，2010 年预计新获得 3 个授权品牌，新增不小于 15 款车模，公司直接使用这些著名车企商标附加在自身车模产品上，一方面推广了客户企业的产品形象，也在国内汽车工业大幅发展的背景下提振了自身产品需求，我们认为随着国内汽车文化的逐步普及，公司未来产品的需求位于爆发的起步点上。
- **盈利模式可复制，具有高壁垒，引领需求无限。**我们更为看重公司的盈利模式可复制性和高壁垒，由于汽车产业链相当长，因此公司未来可以制作的产品不会局限于车模，如公司新上婴童车项目，也是利用客户的产品品牌附着在婴童用车上来为自身扩大销路，未来我们可以预计到公司仍有可能利用其手中授权生产其他类型的产品，复制贴牌销售模式，引领无限需求；此外，由于授权需要车企提供产品的设计图纸并进行重新研发设计，因此基于保密的考虑，客户不会大规模铺开自己的车模供应商，一般合作超过三年出于信任和保密需要也不会轻易更换供应商，这使得公司无形间树立了一个较高的进入壁垒。
- **高成长和类传媒特性，估值水平有发挥空间。**国内汽车去年销量尽管创下新高，但按照户均汽车保有量计算，仍处于起步阶段，我们判断公司产品围绕汽车需求空间广大，并且投资期间较短，估算公司未来三年盈利复合增长率为接近 60%，高增长给予高估值。并且公司产品具有广告效应，类传媒属性使得公司产品具有文化溢出特点，因此我们也可以大胆提升估值水平。
- **首次给予买入评级，目标价 67 元。**我们按照新建项目未来 2011 年下半年将达产的预测，公司未来两年产能将大幅增长，成长性将有保障，此外，由于公司利用他人商誉为自身产品服务的独特盈利模式未来可复制，我们预计公司三年后仍将有望保持较快发展，2010 和 2011 年 EPS 预测为 1.19、1.52 元，我们按照公司未来三年复合增长率 56%，和 2010 年 1.19 元的盈利预测，给予公司 2010 年 56PE，目标价格 67 元，我们看好公司盈利模式和成长轨迹，首次给予买入评级。
- **主要风险：**公司新增产能达产慢于预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

轻工造纸行业高级分析师

63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2010 年 4 月 2 日) 46.35 元

目标价格 (12 个月) 67 元

总股本/A 股 (万股) 5280 / 5280

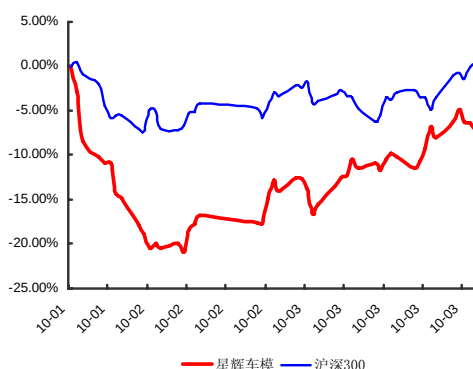
A 股市值 (亿元) 25

国家/地区 中国

行业 轻工造纸

报告日期 2010 年 4 月 6 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-1.1%		
相对表现 (%)	-3.0%		

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	233.29	346.50	549.76	912.89
同比%	36.60%	48.53%	58.66%	66.05%
归属母公司净利润	39.07	62.76	80.57	147.57
同比%	53.90%	60.65%	28.37%	83.17%
毛利率%	31.26%	32.08%	27.84%	31.94%
ROE%	16.75%	18.11%	14.65%	16.17%
EPS	0.74	1.19	1.53	2.79
PE	63.36	39.44	30.72	16.77

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

一 车模具有车文化传承和收藏功能，国内外消费均处成长阶段	3
1.1 车模消费欧美仍在成长期，国内处于起步的爆发点上	3
1.2 车模具备文化传承价值和收藏价值	5
1.3 结论：车模是差异化玩具，具有文化内涵的载体	6
二 星辉车模是业内最具发展潜力的车模生产企业	6
2.1 公司获得授权最多，而名车授权具备高壁垒	7
2.2 高成长：产能快速扩张，带来盈利高增长	8
2.2.1 公司募集项目 2011 年投产，解除未来两年发展瓶颈	8
2.2.2 另辟蹊径，婴童用车具有广阔市场需求	9
2.2.3 礼品市场大有可为，品牌授权催生衍生品需求	10
2.3 结论：估值具备发挥空间，且高成长抹平高估值	10
三 盈利预测与估值	10
3.1 类传媒公司，估值与国际同类企业相比处于低位	10
3.2 高成长给予高估值	11
3.3 盈利预测，未来三年保持 56%复合增长率	11

一 车模具有车文化传承和收藏功能，国内外消费均处成长阶段

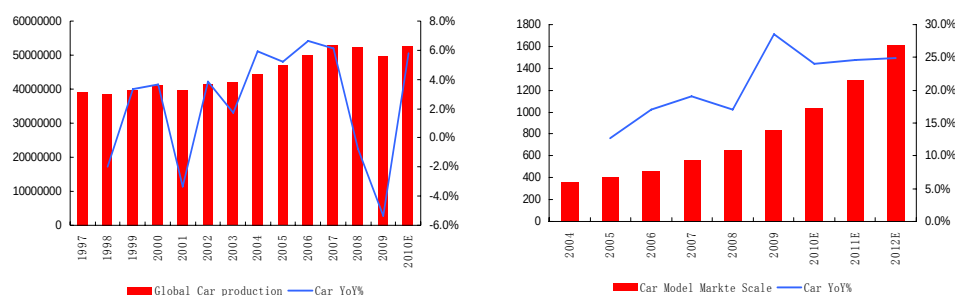
车模是一种严格依照真车的形状、主要结构、色彩，甚至内饰部件，按比例缩小而制作的工艺玩具产品，一般按汽车图纸照 1: 12、1: 18、1: 24、1: 43、1: 76 和 1: 87 比例严格缩小制造，其生产工艺如冲压、涂装等也大都参考原厂工艺生产，因此可以不夸张的说，车模不仅仅是一个玩具产品，更是一种汽车文化的衍生品和传承品。

车模的出世仅仅滞后汽车制造 10 余年，自 1886 年汽车诞生后，1914 年，美国福特汽车在第一款新车面世时，推出了世界上第一批汽车模型，当时汽车模型仅是作为一种新奇的推销手段。但没想到的是，车模一经问世便方即风靡全球，成为全球汽车生产商钟爱的推销方式。1920 年，别克牌迷你车诞生，从此英、法等欧洲国家的玩具店里，短短的几年内，陆续出现了大批这种小汽车车模，也自从那时起，慢慢滋生出收藏车模的兴趣萌芽。

但 1935 年以后，德国的“大众”与“宝马”等名牌车，相继出现在汽车模型的行列中。20 世纪 50 年代开始，汽车模型的制造有了突破性的发展，生产商推出新款轿车同时，也向市场推广严格按照比例缩小的车模型，时至今日“宝马”、“奔驰”、“法拉利”等享誉世界的汽车生产厂，在新车面世的时候，均同步推出汽车模型，而车模所用的图纸往往就是汽车的设计图纸，从整车造型到细小的如转向灯等，都严格按比例缩小，仿真精造。因此欣赏车模的时候，不仅能感受到惟妙惟肖的真车神韵，还能从中领略到不同国家在各个时代背景的科技、文化及审美观念的变化。在收藏车模的过程中，不仅了解到历史、美学及社会文化的演变，甚至还陶冶了性情，开发了智慧。

从历史看，当汽车消费慢慢进入到普及阶段初期，车模的消费增长远远快于汽车销量增长，这一方面出于购车者或已购车者收藏的个人爱好和心理需要，另一方面和汽车厂商之间广告宣传的作用有关。从下图看，尽管全球汽车消费已经基本趋于稳定，但车模全球销量仍表现为极快的成长速度。

图 1：全球轿车 2010 年增幅在 5.5%左右 但车模未来三年全球保持在 24%左右增长



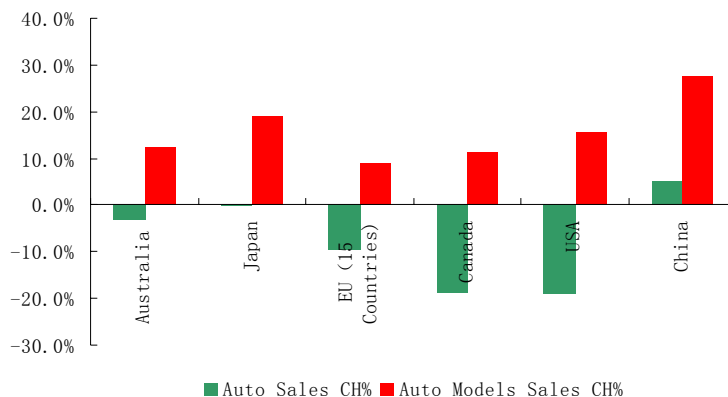
资料来源：东方证券研究所

1.1 车模消费欧美仍在成长期，国内处于起步的爆发点上

我们注意到国外车模消费已经是时尚的标志，欧美地区车模仍处于成长阶段，按照相关统计资料数据，国际上发达国家人均消费量为 4.62 具。2008 年，尽管受到金融危机冲击，导致大部分发达国

家汽车销量有所下滑，但美国、欧盟地区、日本、加拿大和澳大利亚车模市场却依然分别同比增长 15.6%、9%、19.2%、11.4%和 12.4%，大大快于当年汽车总体销售量水平（见图 2）。

图 2：分市场看 2008 年尽管大多数国家汽车销量下滑，但车模依然具有成长性



资料来源：东方证券研究所

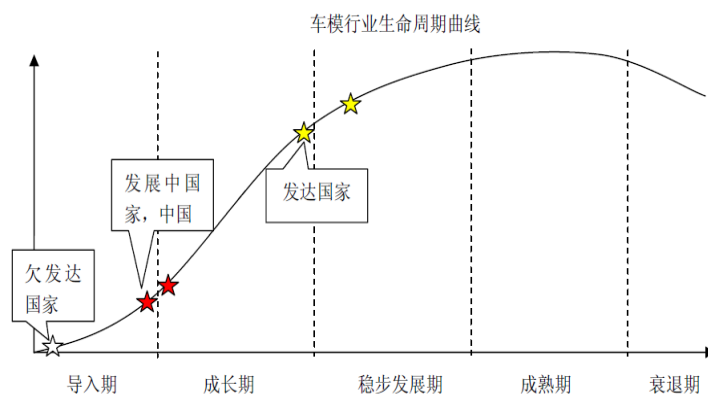
表 1：国外车模平均消费水平在 3~7 部之间

国别	车模消费总量(百万具)	人口(百万人)	人均消费量(具)
美国	1,940	290	6.68
日本	585	127	4.60
欧盟	1,667	380	4.38
加拿大	122	32	3.80
澳洲	72	20	3.65
中国	260	1335	0.19
除中国外平均			4.62

资料来源：东方证券研究所

从上文的分析可以得出这样的结论，在我国 2009 年汽车消费再次大幅增长的背景下，我们认为民间对于汽车知识的普及需求有了大幅的增强，而车模作为汽车文化最好的载体之一，有望在未来三年中对国内市场进入快速渗透阶段，我们乐观认为车模的消费国内处于起步的爆发点上，未来市场的扩张将大幅远超我们预期。

图 3：车模消费市场国外均处于成长期，中国处于快速起步的爆发点上



资料来源：东方证券研究所

1.2 车模具备文化传承价值和收藏价值

我们认为车模不是简单的玩具，仿真车模按照原车模型按比例缩小，这使得其具备了一定传媒功能，此外，部分绝版车型制造的车模还具有收藏价值。

汽车模型因其生产过程利用了原厂的生产设计图纸，并集中了当今很多先进工艺技术，如低熔点合金精密压铸，负离子表面喷涂，彩色曲面移印等科技含量较高的工艺加工过程，并依赖大量的人力精细打磨、装拼等手工劳动，精细亮泽，其内部结构，如底盘、发动机、仪表板、座椅、刮水器、大小灯等零件仿造得相当精致，有些上等作品甚至连车的重量和发动机、传动机构的运作也按比例缩小表达出来，其质感、结构、油漆工艺等仿真程度使得消费者完全可以感知到原车的品质和文化内涵，这使得车模在兼顾娱乐性的同时，被赋予了宣传品牌汽车的市场功能。

图 4：BMW 车模栩栩如生

内部结构一并如原样仿制



资料来源：东方证券研究所

此外，车模除了具备原样复制汽车，让消费者近距离感知汽车文化的功能外，部分车模由于其复制的汽车已经不再生产，成为绝版，这使得其模型具备了稀缺性，此外，由于当时量产规模有限，也使得这类模型具有收藏的价值，如邓小平阅兵时期乘坐的红旗牌 CA770TJ 检阅车模型，由于当初

生产量有限，对外发售仅 8888 辆，目前已经升值到 16000 元以上的水平，正因为汽车模型具有历史价值、工艺美术价值和文化、纪念价值等因素，因此注定了其具备一定的增值潜力和空间。

图 5：东风轿车绝版车型市场价格攀升到 8000 元

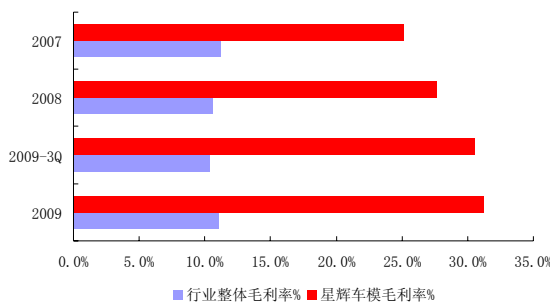


资料来源：东方证券研究所

1.3 结论：车模是差异化玩具，具有文化内涵的载体

单纯的玩具由于劳动力密集型生产，采用 OEM 或者 ODM 方式，产品同质化严重，附加值往往很低，对于成本的上涨也很少具有转嫁能力，而车模玩具由于厂家授予了品牌使用权，购买者往往根据自身对于品牌的喜好进行选择，无形中衍生出对于其他玩具，甚至于同一类别车模玩具的差异性，这使得公司产品具有极强的议价能力。

图 6：星辉车模较玩具行业平均毛利率高出 3 倍，且随着毛利率提升，差异越来越大



资料来源：东方证券研究所

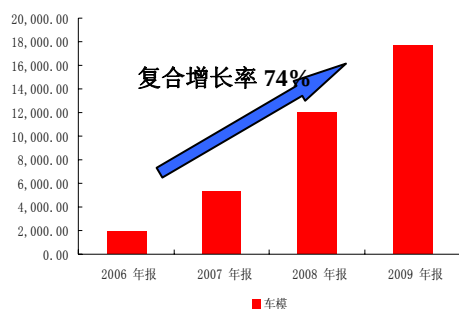
此外，从传媒的角度看，车模更不是普通的玩具，它们更具有汽车文化的载体功能，加以观赏和保护。车模不仅对于真车，从体型、材料，科技，艺术，文化等方面的忠实模仿，更作为一种越来越重要的宣传手段，起到进一步品牌推广、维护和传承的功能，从这一点上，也可以解释为什么汽车模型往往较一般玩具模型具有溢溢价的原因。

二 星辉车模是业内最具发展潜力的车模生产企业

星辉车模自 2001 年成立以来，逐渐开始专注于授权车模的生产，我们认为公司产品竞争力非常独特，一句话概括：公司善用他人商誉为自己产品服务。公司一直活用下游优质客户的知名度拓展了

自己产品的销路。正因为如此，自从 2005 年进入这一市场以来，公司在车模方面体现的成长性非常突出，过去 3 年时间，车模收入保持了 74% 的复合增长率，随着产能的扩张，未来预计仍将保持在 50% 以上的增长速度。

图 7：公司车模收入自 2006 年以来保持 74% 增长速度



资料来源：东方证券研究所

图 8：公司 2009 年 75% 收入来自车模

2009 年车模贡献了绝大部分盈利



资料来源：东方证券研究所

2.1 公司获得授权最多，而名车授权具备高壁垒

公司的车模生产需要获得汽车厂商的授权，为了生产车模而不触犯汽车生产企业的知识产权，通过缴纳授权费获得车企授权是目前行业内广泛存在的形式。公司至今已获得 21 个汽车品牌的车模授权，其中 18 个汽车品牌为有限期授权，3 个汽车品牌为无限期授权。

尽管大多数的授权将于 2011 和 2012 年到期，但我们对于公司重新获得授权充满信心。这是由于一方面公司生产车模品质优良，星辉研发中心通过 4 个月时间就能最大程度保留原车外观和内饰特征的情况下，完成新车模的设计和建模，并严格按照国家和国际通行的质量标准，保证产品安全性和无害化，这有利于车企扩大产品品牌影响力；此外，由于车模的生产需要获得汽车生产企业该款车型的图纸，通过图纸重新设计，并按比例缩小其形状，这导致汽车生产企业实际上必须将自己最具有核心竞争力的设计交予车模生产企业，如果没有长时间的合作，合作方之间不会如此信任，并且合作期间如果没有过多争议，重新续约也可以期待；并且这种长期的信任关系一旦形成就成为

较为严实的壁垒，阻止其他公司获得竞争的机会。这也是我们相信行业在今后新进入者并不会太多的原因。

图 9：公司采用激光制模提升产品精度



齐备检测工艺和工序确保产品安全



资料来源：东方证券研究所

图 10：星辉车模获得的授权数量最多，且不乏国际知名品牌

奔驰	宝马	福特	MiniCooper	沃尔沃	本田	悍马
凯迪拉克	路虎	林肯	三菱	兰博基尼	大众	奥迪
丰田	日产	英菲尼迪	克莱斯勒	标致	捷豹	雷克萨斯

资料来源：东方证券研究所

2.2 高成长：产能快速扩张，带来盈利高增长

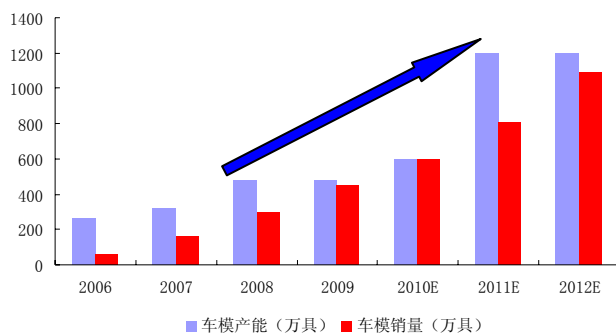
除了公司产品具备较强壁垒外，我们也判断公司未来三年将表现出非常快速的成长性，除了产能大幅度的扩张以满足未来激增的消费需求外，礼品包装和利用车企授权生产的衍生产品也值得我们期待。

2.2.1 公司募集项目 2011 年投产，解除未来两年发展瓶颈

公司上市募集资金项目主要用于资金投资拟扩大现有车模产品的产能，2010 年公司新租用了厂房，从 2009 年公司车模产能规模 450 万左右扩大到 600 万部，而募集资金项目建成投产后，公司每年将新增 500 万件动态车模和 220 万件静态车模的生产能力，该生产线达产在 2011 年下半年，

由于汽车模型生产技术并不复杂，达产当年应该可以贡献盈利。新产能的上马为公司提供了未来两年的发展动力。

图 11：星辉车模 2011 年募集资金项目建造产能基本达产



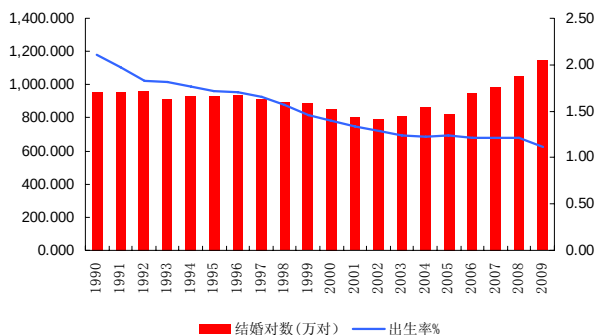
资料来源：东方证券研究所

2.2.2 另辟蹊径，婴童用车具有广阔市场需求

除了正常募集的扩产项目外，公司还利用超募资金补充流动资金需求、购买实际控制人厂房并在福建诏安工业园区建立童车产销区，项目规划年产婴童电动用车 56 万台套，婴童学步车 38 万台套，鉴于当前结婚人数创下记录新高，未来婴童用品需求将出现快速增长。

更为重要的是，我们认为公司新上项目充分考虑到了公司的核心优势：名企相关的品牌衍生产品，利用这一壁垒将衍生出了婴童产品需求：公司避免和好孩子等国内知名婴童用车在同一水平上重复建设和竞争，而是利用了儿童家长对于汽车品牌的忠诚度，在婴童用车上附着宝马、沃尔沃等知名企业品牌，这样不仅从孩子开始宣传了这类名企汽车产品，也为自己的产品拓展了销路，错位竞争将在未来激烈的儿童用品市场竞争中确立自身优势。

图 12：新结婚对数未来 2 年仍将维持在高位，出生率将反弹



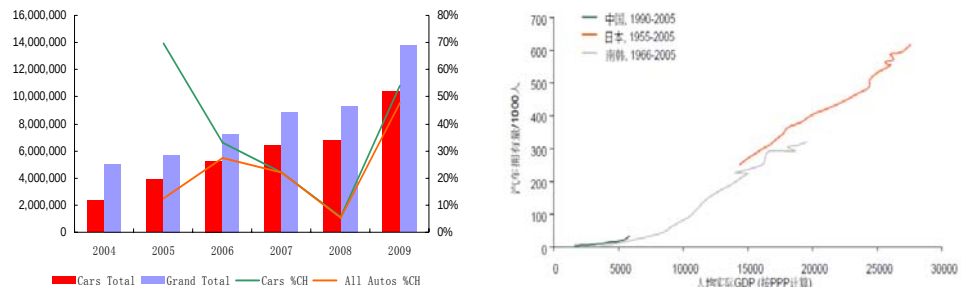
资料来源：东方证券研究所

2.2.3 礼品市场大有可为，品牌授权催生衍生品需求

我们认为公司产品的衍生需求还体现在礼品市场上，当前购车顾客就是最大的礼品受众。我们了解到公司产品在销售终端价格基本上在 200 元左右，这个符合普及类消费品的价格水平，未来随着汽车保有量的快速增长，已有的购车民众将成为车模礼品市场的最大接纳团体，而汽车文化的进一步普及，未来非汽车购买人群也将逐渐接纳车模作为时尚的礼品。

此外，公司盈利模式具备可复制性。一旦拥有了名企授权这一超级武器，公司还可以开发出与其他与童车类似的汽车衍生产品，这些产品如果与品牌车配套，将进一步创造出巨大的消费市场，我们对此相当乐观。

图 13：车销量增长带动车模消费群体扩张 国内汽车消费刚起步，车用产品消费潜力巨大



资料来源：东方证券研究所

2.3 结论：估值具备发挥空间，且高成长抹平高估值

基于上述论述，我们认为公司产品具备高增长、高壁垒和类传媒的属性，因此估值水平上具有较大的发挥空间，且高成长将抹平公司当前的较高估值水平。

三 盈利预测与估值

我们预计公司 2011 年下半年新增车模产能和福建项目将逐渐达产，而由于产品的特殊性，其毛利率将稳定保持在 30%左右的水平上，基于上文的基本分析的判断，我们预计公司未来 3 年仍将保持 56%左右的高增长，首次给予买入投资评级。

3.1 类传媒公司，估值与国际同类企业相比处于低位

我们重申公司估值水平具有发挥的空间，由于公司产品具备收藏和宣传市场功能，因此本质上和传媒企业有一定的相似特点，估值水平上有向传媒企业靠近的倾向，在当前股价水平下，按照我们的盈利预测，公司估值在 35PE 水平，远低于我们挑选的传媒企业当前估值。

此外，即使和国际上同类车模企业相比，公司当前估值也处于较低水平，如台湾雷虎（台湾上市代码 8033），该企业主要生产竞技性车模，产品还包括航海、航空模型等，由于金融危机，2009 年 1~3Q 均属于亏损，而 2008 年盈利为 0.3 元（新台币），但不妨碍其股价维持在 15.35 元的高位，也从另一方面反映了车模行业的盈利模式在国际股票市场的高估值溢价。

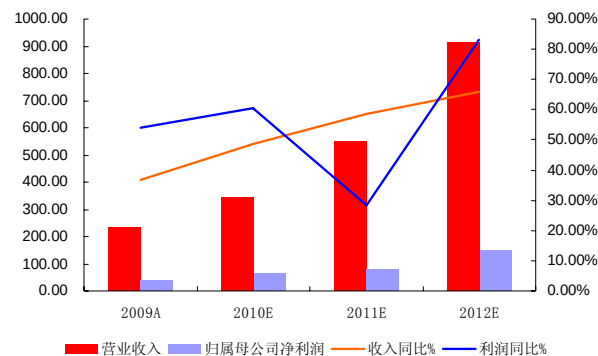
表 3：公司估值水平与传媒企业相距较大

	PE2009	PE2010
赛迪传媒	-179.34	
华闻传媒	61.70	57.34
粤传媒	323.81	198.72
鑫新股份	-27.32	
北巴传媒	45.52	25.77
时代出版	36.01	30.81
新华传媒	54.35	42.35
博瑞传播	44.04	32.74
皖新传媒		49.12
出版传媒	92.06	61.54
电广传媒	273.76	70.29
天威视讯	95.61	72.52
华谊兄弟	216.89	66.17
中视传媒	108.19	47.20
东方明珠	94.29	72.85
中位数	76.88	57.34

资料来源：东方证券研究所

3.2 高成长给予高估值

此外，我们认为估值提升的动力也来自于公司的高成长性，从我们对公司未来需求的乐观预计以及公司产品投放市场的速度来看，我们预期公司将来 3 年盈利将保持在 56% 以上的快速增长，这将有效抹平公司的高估值溢价水平。

图 14：公司未来三年收入和盈利将保持快速增长


资料来源：东方证券研究所

3.3 盈利预测，未来三年保持 56% 复合增长率

我们按照新建项目未来 2011 年下半年将达产的预测，公司未来两年产能将大幅增长，成长性将有所保障，此外，由于公司利用他人商誉为自身产品服务的独特盈利模式未来可复制，我们预计公司三年后仍将有望保持较快发展，我们按照公司未来三年复合增长率 56%，和 2010 年 1.19 元的盈利预测，给予公司 2010 年 56PE，目标价格 67 元，我们看好公司盈利模式和成长轨迹，首次给予买入评级。

表 4：财务报表预测与比率分析

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	95.79	170.78	233.29	346.50	549.76	912.89
增长率(%)	50.61%	78.29%	36.60%	48.53%	58.66%	66.05%
归属母公司股东净利润	12.27	25.38	39.07	62.76	80.57	147.57
增长率(%)	81.84%	106.95%	53.90%	60.65%	28.37%	83.17%
每股收益(EPS)	0.232	0.481	0.740	1.189	1.526	2.795
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.095	0.119	0.305	0.838
每股经营现金流	0.064	0.467	0.907	0.754	1.231	1.976
销售毛利率	25.16%	27.64%	31.26%	32.08%	27.84%	31.94%
销售净利率	12.81%	14.86%	16.75%	18.11%	14.65%	16.17%
净资产收益率(ROE)	29.30%	37.75%	38.56%	8.89%	10.45%	16.88%
市盈率(P/E)	201.80	97.51	63.36	39.44	30.72	16.77
市净率(P/B)	59.12	36.81	24.43	3.50	3.21	2.83
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.002	0.003	0.007	0.018

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	95.79	170.78	233.29	346.50	549.76	912.89
减: 营业成本	71.69	123.57	160.36	235.35	396.71	621.29
营业税金及附加	0.33	1.15	1.28	1.91	3.03	5.03
营业费用	4.71	11.07	17.93	22.52	41.78	63.90
管理费用	3.08	4.87	7.47	10.40	16.49	27.39
财务费用	1.19	1.16	2.37	2.49	-3.04	-1.47
资产减值损失	0.32	0.01	0.59	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	14.48	28.94	43.29	73.84	94.78	196.76
加: 其他非经营损益	0.13	0.21	2.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	14.61	29.16	45.34	73.84	94.78	196.76
减: 所得税	2.35	3.77	6.28	11.08	14.22	49.19
净利润	12.27	25.38	39.07	62.76	80.57	147.57
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	12.27	25.38	39.07	62.76	80.57	147.57
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	-9.98	1.03	7.28	251.46	205.05	209.32
应收和预付款项	10.46	32.37	18.08	41.81	54.89	98.59
存货	32.55	38.80	47.46	64.61	94.08	131.85

其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	30.43	35.37	57.97	360.43	453.33	186.66
无形资产和开发支出	1.49	1.45	24.91	22.36	19.81	17.26
其他非流动资产	0.00	0.89	1.92	0.96	0.00	0.00
资产总计	64.96	109.90	157.62	741.63	827.16	643.68
短期借款	10.00	29.00	30.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	13.09	13.65	18.06	27.05	48.13	70.91
长期借款	0.00	0.00	7.80	7.80	7.80	7.80
其他负债	0.00	0.00	0.45	0.45	0.45	0.45
负债合计	23.09	42.65	56.31	35.31	56.38	79.17
股本	7.50	39.60	39.60	52.80	52.80	52.80
资本公积	15.51	2.23	2.23	537.56	537.56	537.56
留存收益	18.86	25.42	59.48	115.97	180.42	283.72
归属母公司股东权益	41.87	67.25	101.31	706.33	770.78	874.08
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	41.87	67.25	101.31	706.33	770.78	874.08
负债和股东权益合计	64.96	109.90	157.62	741.63	827.16	953.24
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	3.40	24.65	47.91	39.83	65.01	104.33
投资性现金净流量	-7.55	-24.93	-36.10	-309.57	-100.00	-60.00
筹资性现金净流量	5.65	4.52	-3.97	513.93	-11.43	-40.06
现金流量净额	1.44	3.97	7.60	244.18	-46.41	4.27

资料来源：东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn