

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751711 doujinhu@live.cn

执业证书编 S0490209080266

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751711 doujinhu@live.cn

海源机械：产品梯队式发展，行业龙头确保成长

事件描述

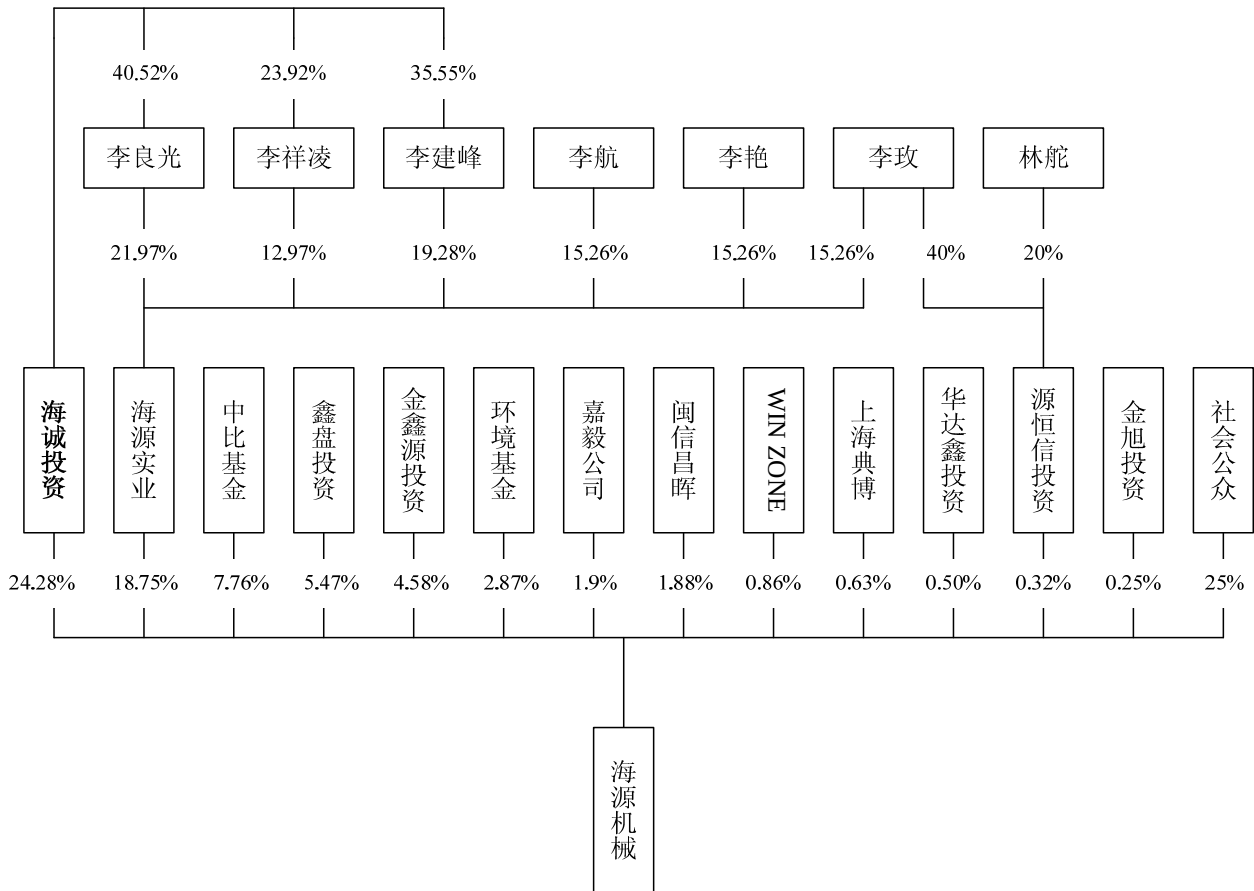
海源机械拟首次公开发行 4,000 万股，发行后总股本 16,000 万股。公司募资主要用于“全自动液压压砖机生产及研发基地建设”项目以扩大产能，项目达产后，公司 HF 压机新增产能 320 台/年、HP 压机 50 台/年（3,000 吨以上的大吨位机型）、HC 压机 50 台/年。产能瓶颈的打破有助于公司进入新一轮的增长轨道。

事件评论

1、公司是“绿色”建材成型设备行业领航者

公司是国内领先的液压成型装备专业制造商，是“绿色”建材解决方案的提供商。目前产品主要包括墙体材料全自动液压压砖机（HF 系列）、耐火材料全自动液压压砖机（HC 系列）和陶瓷砖全自动液压压砖机（HP 系列）。公司是典型的福建民营企业，其前身是创建于 2003 年的福建海源自动化机械设备有限公司，目前实际控制人为李良光、李祥凌和李建峰三兄弟。公司专注于建液压成型设备 20 多年，凭借持续的技术创新和快速反应的市场意识，公司已经成长为国内建材液压成型设备的绝对龙头，并持续的引领中国“绿色”建材行业的发展。

图 1: 发行后公司股本结构



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司产品主要用于墙体材料、耐火砖和陶瓷砖加工，墙体材料自动液压机（HF 系列）是公司目前的核心产品，耐火材料液压机（HC 系列）则有望迎来爆发式增长。作为国内“绿色”建材成型设备行业的领航者，公司产品类型齐全，目前主要有墙体材料液压机、耐火材料液压机和陶瓷砖液压机三大系列；其中 HF 系列为主打产品，2009 年收入和毛利贡献分别为 67%和 83%，HC 系列收入贡献虽然只有 6%，但行业正处于导入期，近三年复合增长率达到 144%，极有希望成为公司业务发展第二极。

图 2: 2009 年公司收入构成

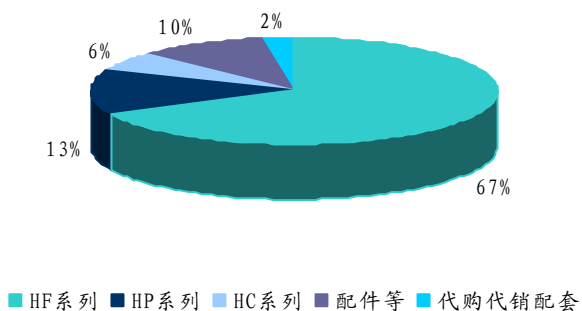
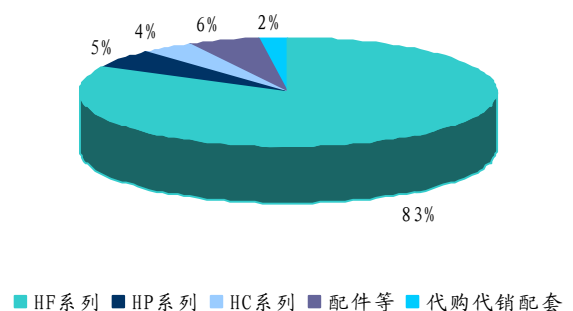


图 3: 2009 年公司毛利构成



资料来源：公司公告，长江证券研究部

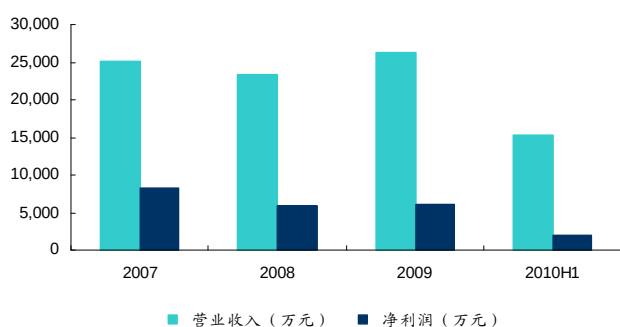
资料来源：公司公告，长江证券研究部

此次募资有助打破公司产能瓶颈，再次实现跨越式发展。之所以说公司是国内建材成型液压设备的领航者，是因为公司能够敏锐的觉察市场需求，通过新型设备的研发开辟新型建材市场。公司传统优势产品 HP 系列陶瓷砖液压成型机填补国内空白引领了中国陶瓷砖行业的高速增长，目前已经进入成熟期；HF 系列墙材液压成型机同样开启了中国粉煤灰制砖的大幕，目前行业正处于成长期；最新研制的 HC 系列耐火材料液压成型机目前正处于导入期，有望迎来爆发式增长。此次募资扩产，公司有望借助节能减排政策刺激，再次实现跨越式发展。

2、产品结构已成梯队，引领潮流锁定成长

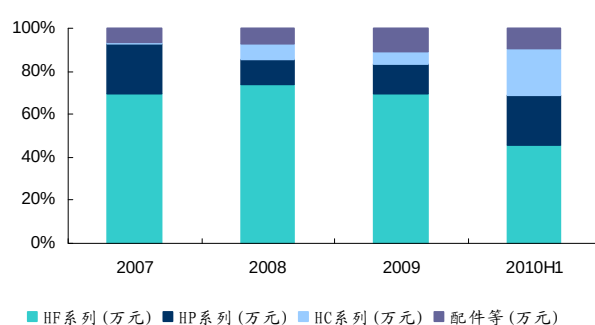
公司主营墙体材料、耐火砖和陶瓷砖液压成型加工设备，根据行业前景不断调整产品结构。06、07 年经历了高速增长后，公司受金融危机影响 08 年业绩出现短暂负增长，公司抓住机遇加大研发投入，开发出 HC 系列耐火材料液压机等一系列新产品。目前已经做到生产一代、储备一代、研发一代的产品结构。

图 4：公司主营业务收入与净利润变动



资料来源：Wind，长江证券研究部

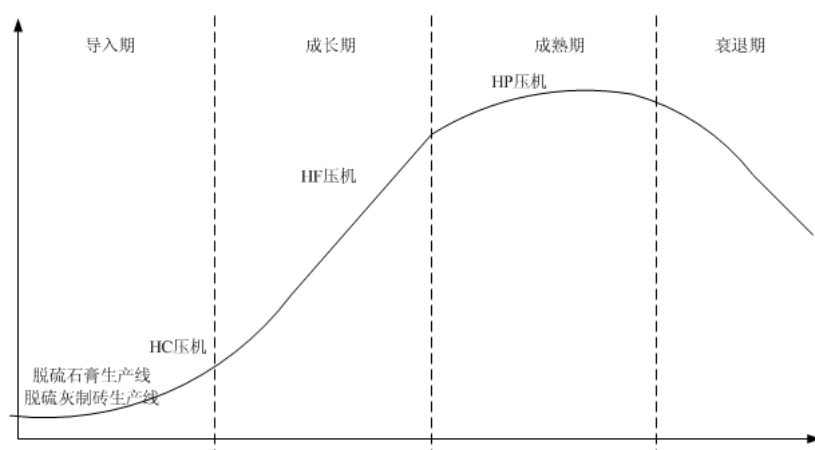
图 5：公司主营业务构成变动



资料来源：Wind，长江证券研究部

公司产品结构已经形成梯队，未来增长可期。公司主营产品包括 HF 系列墙体材料全自动液压压砖机、HP 系列陶瓷砖全自动液压压砖机、HC 系列耐火材料全自动液压压砖机。其中，墙材液压压砖机行业处于成长期，行业发展受益于国家“禁实限粘”和发展新型墙材的墙材革新政策；耐火材料液压压砖机处于导入期，行业发展受益于对手动双盘摩擦压机的产品替代；陶瓷砖液压压砖机行业虽然已经处于成熟期，但仍受益于下游建筑陶瓷业产业结构调整稳定增长。良好的产品结构和持续的研发能力将确保公司未来的成长。

图 6：公司产品已经形成梯队化

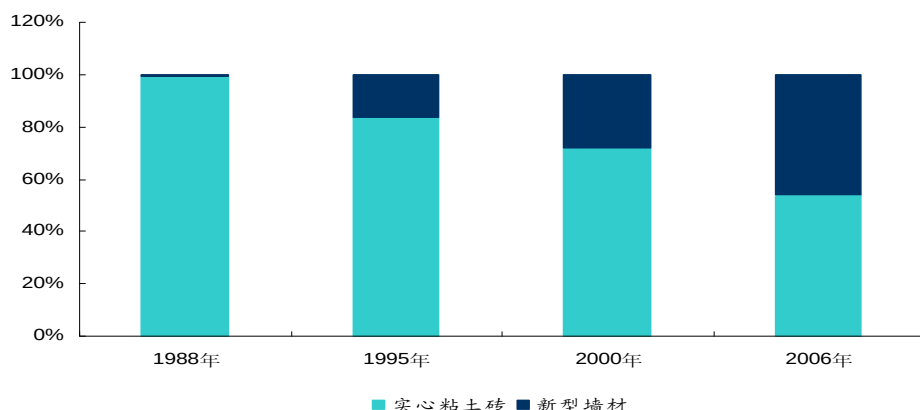


资料来源：长江证券研究部

2.1 墙材液压压砖机，政策助力替代，行业高速增长

“禁实限粘”，政策支持，红砖替代愈演愈烈。公司的 HF 系列墙材液压压砖机是一种用于生产新型墙体材料的专业墙材机械设备，产品需求来自新型墙体材料对红砖的需求。2005 年我国墙体材料市场总量约为 1.2 万亿块标准砖，其中红砖（传统实心粘土砖）占 56.25%。实心粘土砖制造过程需要大量损坏耕地且耗用能源，出于保证粮食安全和节能减排的考虑，政府近来来出台了一系列严厉的法律法规强制“禁实限粘”，同时还推出了一系列鼓励新型墙体材料的生产使用的政策。

图 7：实心粘土砖市场份额加速下滑



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 1：过去十年国家出台“禁实限粘”和鼓励新型墙材政策一览

生效时间	政策目标	颁布机构	细节内容
2000 年 6 月	“禁实限粘”	国务院办公厅	沿海城市和其他土地资源稀缺的城市，禁止使用实心粘土砖
2003 年 6 月	“禁实限粘”	国家经贸委办公厅	全国人均耕地不足 0.8 亩以下的 170 个城市禁止使用实心粘土砖
	“禁实限粘”	国家发改委等	禁止砖瓦 18 们以下轮窑以及立窑、无顶轮窑马蹄窑等土窑；限制年产量小于 3,000 万标砖的煤矸石、页岩烧结实心砖生产线
2005 年	“禁实限粘”	国家发改委	淘汰 100 以下盘式压砖机。
	“禁实限粘”	国务院办公厅	禁止新建、改建、扩建实心粘土砖生产项目供地，限制向空心粘土制品生产项目供地。
2008 年底	“禁实限粘”	国家发改委等	全国 256 个城市列入第二批禁止使用实心粘土砖城市
2010 年底	“禁实限粘”	国家发改委等	全国 151 个城市列入第三批禁止使用实心粘土砖城市
	鼓励新型墙材	能源部	排渣单位不准以任何名义对生产新型墙体材料的废渣收费或变相收费，对利用废渣生产新型墙材的企业，排渣单位应积极给予支持，有条件的还可给予适当补贴。
	鼓励新型墙材	国务院	大中城市对节能建筑和新型墙材建筑，可根据当地情况适当减免城市设施配套费用。
	鼓励新型墙材	财政部、税务总局	凡企业利用本企业外的大宗煤矸石、粉煤灰、炉渣作主要原料，生产建材产品的所得，自生产经营之日起，免征所得税 5 年。
	鼓励新型墙材	财政部、税务总局	对企业生产的原料中掺有不少于 30% 的煤矸石、粉煤灰、炉渣等废渣的建材产品，免征增值税。
	鼓励新型墙材	建设部	凡属财政补贴或拨款的建筑应全部率先执行建筑节能设计标准
	鼓励新型墙材	国务院办公厅	凡财政拨款或补贴的行政机关办公用房、公共建筑、经济适用房、

	示范建筑小区和国家投资的生产性项目等，都要执行节能设计标准，选用和采购新型墙体材料
鼓励新型墙材	财政部、税务总局等 对利用粉煤灰等工业废渣生产砖、砌块、墙板类产品的资源利用企业实施企业所得税优惠，相关产品收入在计算应纳税所得额时减按 90%计入当年收入总额
鼓励新型墙材	财政部 对企业生产销售蒸压粉煤灰砖、蒸压灰沙空心砖等新型墙体材料产品实行增值税即征即退 50%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

实心粘土砖产销下降已成定局，以公司为代表的墙体材料全自动液压压砖机所生产的蒸压砖替代潜力最大。政策推动和替代效应双重推动下，实心粘土砖产销量不断下滑，新型墙材则异军突起。我国新型墙材市场产品众多，竞争激烈，但公司 HF 系列产品生产的蒸压砖依靠优异的产品性能和经济性能，在众多实心粘土砖的替代品中脱颖而出，最具潜力成为下一代墙材霸主，下游的旺盛需求将带动液压压砖机销量的持续快速增长。

表 2：粉煤灰砖是大面积替代粘土砖的最佳选择

比较方向	粉煤灰砖优于其他新型墙材的替代性能
制品性能	公司 HF 压机投产后，大幅度提升了粉煤灰蒸压砖的制品质量，综合性能指标远远超过其他新型墙材并接近甚至个别超过实心粘土砖
制造成本	政策支持下，粉煤灰采购成本低廉甚至反向收取治理费用。公司 HF 压机为代表的粉煤灰砖机大规模投入市场后形成规模效应，单位制造成本正在逼近粘土砖
原材料的分布	墙体材料存在销售半径，局部主流品种墙材在原材料资源方面需具有丰富性和广泛性。我国煤炭资源丰富且发电厂大多采用燃煤发电，每年新增加上前期堆放尚未处理的粉煤灰保证了原材料的大量供应。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 3：蒸砖机节能优越

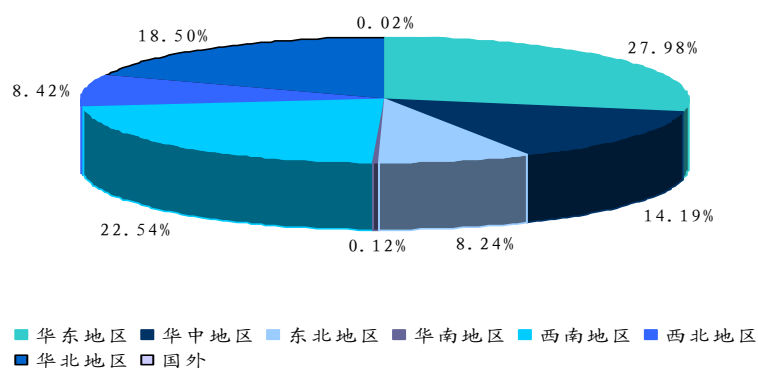
墙材品种	生产能耗 (吨标煤/万块)	节能率 (%)	节土量/节土率 (t/万块: %)
实心粘土砖	1.32	0	0
粘土空心砖	0.69-0.96	27.0-48.0	0
煤矸石空心砖	0.60	54.55	90
粉煤灰烧结砖	0.60	54.55	40
粉煤灰蒸压砖	0.42	68.18	70
灰沙蒸压砖	0.42	68.18	0
混凝土砌块	0.40	69.70	0
加气混凝土	0.90	31.28	30

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

潜在市场空间巨大，扩产后高增长可期。按我国每年新增排放粉煤灰量 25,000 万吨计算，处理新增粉煤灰对墙材压机的市场需求即为 3,250 台；另外，从替代红砖的角度，中国下游砌筑墙材的市场总容量约为 8,000 亿块标砖，假设 50%下游砌筑墙材均由墙材压机生产，以公司 HF1100 压机年产 0.5 亿块标砖的理论产能计算，市场墙材压机的总需求量达 8,000 台；由此可见空间广阔。

受益于国家“禁实限粘”和鼓励新型墙材的产业政策，预计未来几年公司 HF 系列产品需求依然旺盛。受制于产能瓶颈，公司目前 HF 系列产品呈现供不应求的局面。公司目前并没有做大规模的市场推广，产品销售主要集中在贵州、山东、河南、江苏等地。募集资金投资项目达产后，公司将突破产能瓶颈，实现全国范围的推广。

图 8: 公司 HF 系列产品区域销售分部



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

公司是国内墙材液压压砖机行业的绝对龙头, 技术与先发优势明显。公司 2003 年解决以粉煤灰为原材料的工艺难题, 填补了国内墙材液压压机的空白, 加速了该产品的推广。包括欧洲在内的发达国家液压压机产品所采用的原材料以河沙及尾矿为主, 并不适合中国煤灰原材料丰富的国情, 且产品单价过高, 不能得到国内市场的认可。2005 年至 2010 年 6 月底, 公司累计销售 366 台 (套), 市场占有率达 80% 以上。

表 5: 国内墙材液压压砖机市场竞争情况

公司名称	产品系列	市场占有情况
海源机械	HF300-HF1380 系列墙材全自动液压压砖机	2005 年推出以来, 截止 2009 年已累计销售 329 台 (套)
科达机电	KDQ1300 型墙体砖全自动液压机	2008 年推出以来, 累计销售 5 台以内
洛阳中冶	ZY1200 系列全自动新型墙体砖液压成型机	2006 年推出以来, 累计销售约 50 台
德国莱斯公司	SIGMA、MEGA 系列 600、1200、1500 吨压机	2004 年进入中国, 累计销售 5 台以内
德国拉斯科公司	KSE1250、800、400 吨压砖机	2000 年进入中国以来, 累计销售 10 台以内

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

2.2 前车可鉴, 耐材压机爆发式增长在即

我国是全球耐火材料生产基地, 耐火材料需求依然旺盛。我国耐火材料产量占世界总产量的 3/4, 是全球最大的耐火材料生产基地。耐火材料下游包括钢铁、水泥、玻璃、有色金属等行业, 我国目前仍处于工业化、城市化交叠的阶段, 耐火材料下游需求旺盛。虽 08 年经济危机导致国内耐材产量下滑, 但随着我国经济率先企稳回升, 耐材产量强劲复苏。预计未来几年我国宏观经济将保持较高增速, 世界经济也将缓慢复苏, 耐材需求将保持较高增长。

图 9：耐火材料历史产量增长情况



资料来源：WIND，长江证券研究部

前车可鉴，全自动液压机将替代手动摩擦压机。目前国内耐材压机存量市场以手动摩擦压机为主，但液压压机正在凭借强大的性能和成本优势，大规模崛起。在大吨位耐材压机市场，公司推出的 HC 系列产品已经占据了国内新增市场份额的 50%。目前已经成熟的陶瓷压机市场，也经历了从摩擦式压砖机、机械式压砖机到摩擦加液压压砖机再到全自动液压压砖机的过程。前车可鉴，全自动液压压机替代手动摩擦压机将是不可逆转的趋势。

表 6：手动摩擦压机和全自动液压压机性能比较

对比项目	全自动液压压机	摩擦压机
控制力	计算机全自动化控制；灵活控制压力	以手工操作为控制基础，依赖熟练工
成形效果	不存在品质波动问题：耐火砖密度均匀、质量稳定	存在品质的波动问题：耐火砖质量的稳定性与可靠性较差
生产效率	6 倍于手动摩擦压机的生产效率	
成品率	约 95%	约 80%
安全性	好	安全性差，因为要人工手动操作，生产中会发生安全事故
人工投入	工人仅需要自动化操作技术培训即可上岗	工人必须熟练掌握压制技巧，具备丰富的经验
维修费用	维修费用较低	使用时会对主要部件产生巨大的消耗，维修费用高
粉尘排放	自动投料，避免了工人与粉料接触，最大限度减少粉尘对工人健康的影响	采用人工投料，粉尘排放量大，且无法避免工人与粉料接触，对工人健康产生威胁

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

高性能带来的极大成本优势是耐材液压机替代手动摩擦压机的关键动力。得益于高科技带来的高性能优势，耐材液压压机相对手动摩擦压机具有极大的成本优势，在同等目标利润的前提下，液压压机可以接受低得多的合同价格，手动摩擦压机的使用者将面临无单可接的困境。

表 7：公司 HC 压机与传统摩擦压机生产镁碳砖经济效益对比

对比项目	HC2500 压机	传统摩擦压机
包钢耐火材料合同收入（元/吨钢）	15	15
每吨耐火材料出钢量（吨）	325	308
折：每吨耐火材料合同收入（元/吨）	4875	4620
每吨耐火材料耗用原材料成本（元/吨）	3557	3642
每吨耐火材料耗用人工成本（元/吨）	210	560
每吨耐火材料耗用设备折旧（元/吨）	65	5
每吨耐火材料耗用能源成本（元/吨）	97	150

每吨耐火材料耗用维修费用（元/吨）	36	13
每吨耐火材料取得利润（元/吨）	910	250

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司是目前国内唯一一家量产耐火材料成型机的企业，竞争优势明显，畅享巨大替代空间。依据 2007 年耐火砖产量和公司 HC2100 产品的生产效率测算，我国国内整个耐材压机市场容量应超过 2,000 台；从存量替代的角度看，国内现有处于使用状态的主要机型 630 吨摩擦压机约在 2,000 台以上，总的摩擦压机数量约在 5,000 台以上；按照 1 台公司 HC1250 产品生产效率高 2 台 630 吨摩擦压机，预计仅 630 吨摩擦压机的替代市场容量即不低于 1,000 台。公司 09 年仅销售 3 台，今年至今已销售 20 台，呈爆发式增长态势，目前公司已经占据新增销量的 50%。即使不考虑未来几年耐火材料增长，仅从液压机替代传统摩擦压机存量市场的角度看，液压压机销售将如当年陶瓷液压压砖机实现爆发式增长。

2.3 陶瓷液压压砖机，成熟市场稳定增长

替代摩擦压机已经完成，陶瓷液压压砖机行业进入稳定增长期。陶瓷液压压砖机主要用于生产建筑陶瓷，经过二十多年的发展，我国陶瓷砖生产工艺已经相当成熟，全自动液压压砖机已经完成了对摩擦压机的替代成为业内普遍接受的生产设备。在过去几年，建筑陶瓷业受益于我国房地产市场的繁荣，经历了高速增长。未来几年，在我国城市化进程不会放缓的前提下，建筑陶瓷业仍将保持较高的增速，从而带动陶瓷压砖机销量稳定增长。

图 10：建筑陶瓷过去三年销售收入



资料来源：WIND，长江证券研究部

寡头垄断市场已经形成，竞争格局稳定。经过多年的竞争和整合，目前我国的陶瓷砖液压压机行业已经寡头垄断的行业格局，前三家企业恒力泰、科达机电和海源机械的市场份额多年来稳定在 80% 以上。在国家政策的支持和下游需求的推动下，陶瓷砖液压压机大吨位化趋势明显。国内目前只有这三家公司有能力生产大吨位陶瓷砖液压压机，市场份额将进一步向龙头企业偏移。另外，科达机电已经开始整合恒力泰，整合成功后行业垄断度将进一步提到。

表 8：陶瓷压机竞争格局

公司名称	产品系列	市场占有率
恒力泰	YP600-YP7200	07-09 年，年均销售 200-400 台，主要为大吨位压机
科达机电	MODULO6800 KD1300-KD7800	07-09 年，年均销售 200 台左右，主要为大吨位压机
海源机械	HP1100-HP4290	07-09 年，分别销售 67、29、37 台，主要为中小吨位压机
萨克米集团	PH2890, PH3590	07-09 年，年均销售 30 台左右
其他国内	-	07-09 年，合计年均销售 100 台左右，主要为小吨位压机

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

未来需求主要来自大吨位化和产业转移中的设备升级。建筑陶瓷业对大吨位机型的需求依旧旺盛；同时，我国建筑陶瓷业由沿海向内陆的产能转移的发展态势和建筑陶瓷企业“做大做强做精”和“在扩张中转移、在转移中扩张”，有助于陶瓷压机需求的增长。

HP 系列产品脱离战略重点，主要用于消化公司剩余产能。陶瓷砖液压机行业成熟，竞争充分，毛利率相对较低，公司将重点推广 HF 系列和 HC 系列，HP 系列主要向大型化液压机发展，另外在产能有剩余时，适当生产以提高产能利用率。

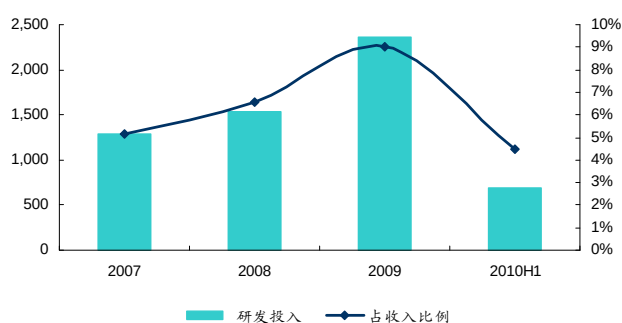
3、竞争优势：优异的市场把握能力+技术创新，国内外企业难以望其项背

公司具有优异的市场把握能力和持续的技术创新能力。纵观公司发展历程，一直以先行者的姿态抢占甚至创造新兴市场。公司的核心竞争力来自于它的技术优势和对行业发展方向的精确把握，总是在行业尚未完全发展起来就率先进入，有时甚至通过新型产品研发打造一个新市场。

3.1 技术创新，走可持续发展的道路

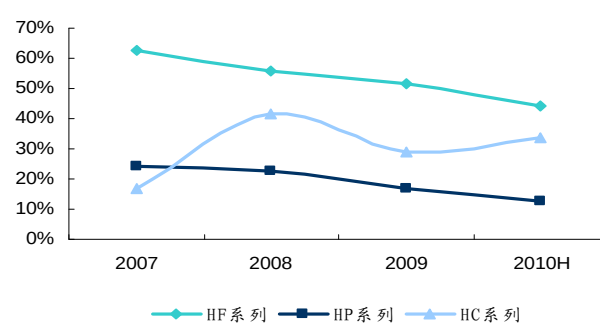
重视技术创新，企业立于不败之地。公司一直以来视技术为企业可持续发展的灵魂，公司目前有技术人员 109 人，其中专门从事研究开发的专业科研技术人员达到 68 人。即使在 2008 年金融危机，公司经历负增长的艰难时刻，公司技术强企的步伐也没有稍作停留，研发投入占营业收入比达到 6.58%，甚至超过了 07 年水平。正是持续高额度的研发投入，助力公司在多个行业领域打破进口产品的垄断，并将国内同行远远甩在了后面。

图 11：公司研发投入占营业收入比



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 12：高技术含量 HF、HC 系列产品毛利率高



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

3.2 先发优势源于优异的市场把握能力

公司领导人慧眼独具，先发制人抢占未开发市场。公司领导人眼光独到、行业经验丰富，在公司发展的关键时间点总能做出正确的战略决策，以强大的技术实力占领尚未开发的市场。目前公司三大系列产品，无一不是细分行业的佼佼者，公司作为龙头企业，对其他小型公司天然具有优势。

表 9：公司主要系列产品技术优势及市场份额

产品系列	技术优势	市场占有情况
HF 系列墙材液压压砖机	产品性能不输国际企业，性价比优势明显	细分子行业绝对龙头，销量全国第一
HP 系列陶瓷液压压砖机	国内三具备生产大吨位液压压砖机能力的企业之一	稳居全国前三，市场份额稳定
HC 系列耐材液压压砖机	国内独此一家，技术不输给国外同行	新增全部压砖机需求占 50%左右份额

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

4、募投项目：扩大优势产品产能，拓展新领域

公司此次募资主要建设“全自动液压压砖机生产及研发基地建设”项目。项目全部达产后，公司将新增年产 HF 压机 320 台、HP 压机 50 台（3,000 吨以上的大吨位机型）、HC 压机 50 台的生产能力。公司产品加工具有柔性效应，不同产品产能可以替代。柔性加工的优势在于公司可以根据市场需求变化调整不同系列产品产能，同时也可以利用项目平台开发新型压机，规模生产后投入市场。

表 10：公司募集资金投资计划

项目	投资额（万元）	资金筹措渠道
固定资产（含土地）	65,458	公司自有资金：7,458 万元 银行贷款：8,000 万元 公开发行募集资金：50,000 万元
铺底流动资金	3,458	公司自有资金：3,458 万元

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司目前已利用前期自筹资金开始了项目投资，产能扩张成果初现。预计 2011 年将分别形成 HF 压机、HP 压机和 HC 压机 320 台(套)、50 台(套)和 50 台(套)的生产能力。项目完全达产后，将有望给公司带来 10 亿的年销售收入和 1.7 亿的年税后净利润。

表 11：公司产能扩张路线

系列产品	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 E
HF 压机	67	140	250	320
HP 压机	18	35	45	50
HC 压机	8	23	36	420

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

5、盈利预测与估值

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.43、0.62 和 0.86 元，考虑到公司产品节能、减排、利废、环保的概念和成长性，我们给予公司 2011 年 25-30 倍市盈率，对应合理股价区间为 15.5-18.6 元。

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	263	420	548	719	货币资金	92	676	512	319
营业成本	150	267	345	443	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	113	153	202	276	应收账款	70	112	146	191
% 营业收入	43.0%	36.4%	37.0%	38.4%	存货	100	178	231	296
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	46	81	105	135
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	16	34	44	58	流动资产合计	313	1054	1003	954
% 营业收入	6.2%	8.0%	8.0%	8.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	19	30	39	51	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	6	3	-2	0	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.4%	0.6%	-0.4%	0.0%	固定资产合计	243	236	427	663
资产减值损失	4	6	5	7	无形资产	31	30	28	27
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	1	1	1
营业利润	68	80	116	161	其他非流动资产	-23	-23	-23	-23
% 营业收入	25.6%	19.1%	21.2%	22.4%	资产总计	565	1298	1437	1622
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	80	0	0	0
利润总额	68	80	116	161	应付款项	71	127	164	211
% 营业收入	25.8%	19.1%	21.2%	22.4%	预收账款	20	32	41	54
所得税费用	8	12	17	24	应付职工薪酬	2	3	4	5
净利润	60	68	99	137	应交税费	9	14	20	28
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	3	3	4
的净利润	60.1	68.1	98.9	136.7	流动负债合计	184	178	233	302
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	60	60	60	60
EPS（元/股）	0.38	0.43	0.62	0.85	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	4	4	4	4
经营活动现金流净额	98	1	55	85	负债合计	248	242	297	366
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	318	1056	1140	1256
收回现金					所有者权益				
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	318	1056	1140	1256
固定资产投资	-40	-4	-205	-257	负债及股东权益	565	1298	1437	1622
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-40	-4	-205	-257		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.376	0.426	0.618	0.854
股权融资	0	680	0	0	BVPS	2.65	8.80	9.50	10.47
银行贷款增加（减少）	20	-80	0	0	PE	45.23	39.93	27.50	19.90
筹资成本	9	-13	-13	-20	PEG	1.44	1.27	0.87	0.63
其他	-33	0	0	0	PB	6.42	1.93	1.79	1.62
筹资活动现金流净额	-4	587	-13	-20	EV/EBITDA	32.33	22.04	17.46	13.40
现金净流量	54	584	-163	-193	ROE	18.9%	6.5%	8.7%	10.9%

分析师介绍

刘元瑞，目前在长江证券从事行业研究

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) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。