

通信储能动力，一个都不能少

南都电源 (300068) 评级: 增持 (首次)

股价: 33.46 元

目标价位: 37.38 元

深度报告

2010 年 12 月 18 日 星期五

新能源小组

分析师: 桂方晓

021-50586660-8622

gfox@longone.com.cn

执业证书编号: S0630209050126

联系人: 朱晓明

021-50586660-8615

zxm@longone.com.cn

机构销售: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

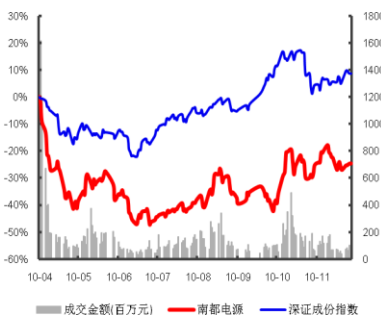
重要数据

总股本(亿股)	2.48
流通股本(亿股)	0.62
总市值(亿元)	84.34
流通市值(亿元)	21.08

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	5.69	0.95
3 个月	17.52	2.90
6 个月	4.00	-20.96

个股相对深圳成指走势图



投资要点

- **通信行业景气回暖，公司业务稳定增长。**受益于移动用户渗透率增长，3G 网络建设深入，移动数据业务量井喷及光缆通信的高速成长等因素，我们预计通信行业景气程度将在未来 1-2 年中回暖，作为提供通信后备电源的龙头企业之一，公司将充分享受行业景气的回归。公司目前有通信用阀控密封蓄电池产能 210 万 KVAh，2012 年产能将为 560KVAh。
- **新能源爆发增长带动储能电池发展，公司开始布局产业链。**风电和光伏等可再生能源发展势头迅猛。通过大规模可再生能源发的电上电网需要通过电池储能装置，据预测，到 2015 年全球储能市场容量大约为 500 亿美元，我国到 2020 年，储能市场容量约为 200 亿元。公司着手布局 400MWh/年储能锂电池生产线和 2000MWh/年储能用阀控电池生产线，储能领域将是公司业务未来新的增长点。
- **进军动力电池领域。**据 IIT 预测，动力锂电池到 2015 年将达到大约为 992 亿元，从 2009 到 2015 年，年复合增长率为 127%。公司已投资开发磷酸亚铁锂正极材料。利用超募资金新建 600MWh/年产能的动力电池生产线一期将于 2013 年投产。未来将形成材料和动力锂电池制造较完备的产业链。有助于公司估值提升。
- **盈利预测及评级。**我们预计 10 年、11 年、12 年的 EPS 分别为 0.40、0.89、1.35。考虑到公司在储能和动力电池领域广阔的发展前景及参考可比公司估值，我们给予公司 11 年综合 42 倍的市盈率，目标价 37.38，升值空间 12%，首次给予“增持”评级。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1304.26	1379.21	1860.94	2976.63
同比 (%)	-16.77%	5.75%	34.93%	59.95%
归属母公司净利润	160.79	98.47	221.21	335.69
同比 (%)	38.17%	-38.76%	124.66%	51.75%
毛利率 (%)	27.87%	18.90%	22.88%	23.32%
每股收益 (元)	0.86	0.40	0.89	1.35
PE	22.33	83.95	37.37	24.62

目录

1. 公司概况：通信行业龙头之一	3
2. 通信市场景气将回归，未来稳定增长	4
2.1 我国通信行业将复苏，固定投资会保持增长	4
2.2 海外通信市场规模将进一步扩张	7
2.3 公司在通信后备电源领域优势明显，将受益于行业景气回归	7
3. 储能产品将开启公司的新纪元	8
4. 动力电池-皇冠上的明珠	10
5. 盈利预测	11
6. 风险提示	12

图形目录

图 1.公司 2009 年销售收入构成	3
图 2.公司国内国外销售收入构成	4
图 3.公司主营业务收入和毛利率变化（单位：百万元）	4
图 4.我国通信行业固定资产投资趋缓，但仍有较大空间	5
图 5.我国移动电话用户快速增长	5
图 6.我国移动电话普及率	5
图 7.我国 3G 用户数量增长迅猛	6
图 8.我国通信光缆线路总长度	6
图 9.我国移动通信设备产量保持持续增长	6
图 10.我国新建通信基站规模预测	7
图 11.全球移动电话用户增速维持在 20%以上	7
图 12.全球移动通信设备市场规模及预测	7
图 13.我国风电装机容量增长趋势	8
图 14.我国光伏装机容量增长趋势	9
图 15. 蓄电池在风力发电机组中的使用	9
图 16. 全球先进充电电池市场容量预测（单位：十亿日元）	11

表格目录

表 1. 公司主要产品	3
表 2. 公司主要客户类型	8
表 3. 各国可再生能源规划	8
表 4. 普通独立光伏或风力电站储能方式比较（5*24h=120h）	10
表 5. 公司主要产品收入预测	12
表 6. 可比公司估值表（2010-12-17）	12

1. 公司概况：通信行业龙头之一

南都电源是一家专业从事通信电源、绿色环保储能产品研究、开发、制造和销售，并为后备电源、动力电源及特殊电源领域提供完整解决方案和服务的业内龙头企业之一。主导产品为阀控密封蓄电池和锂离子电池，主要用于通信、电力、铁路、军用装备等系统的后备电源；太阳能、风能等储能系统；电动车动力系统；移动终端、便携式电子设备等领域。公司主要产品阀控式密封蓄电池（VRLA）克服了传统铅酸电池排放酸雾的环境污染问题，具有绿色环保的特性。

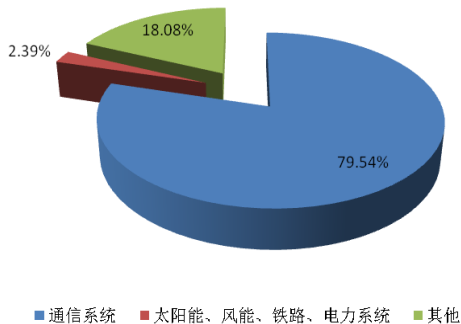
表1. 公司主要产品

铅酸电池产品系列	LSE	REX	LSJ	MP	ACME	TS
阀控式密封铅酸蓄电池（VRLA）						
应用领域	备用电源和动力系统	太阳能风能等清洁能源系统	通信、太阳能风能等储能系统	各种备用电源系统	各种备用电源系统	内燃机车启动和电力机车升弓照明电源
锂电产品系列	LT	PF（磷酸亚铁锂正极）	M（锰酸锂正极）	H	R	
锂电池						
应用领域	军事领域	通信、储能、动力、UPS	移动 DVD、矿灯、电动工具	蓝牙、手机、数码相机	航模、电动玩具	

资料来源：公司网站，东海证券研究所整理

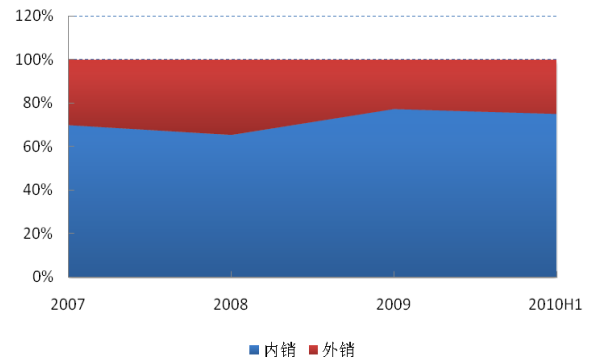
按应用领域分类，公司 2009 年年报显示，公司收入主要来源为通信领域，占主营收入的 79.54%，在太阳能、风能等储能领域的应用占 2.39%，代理及其他的收入占 18.08%。公司在保证国内市场的同时，积极拓展海外市场，海外市场的销售一直维持在 20% 以上。

图 1.公司 2009 年销售收入构成



资料来源：公司公告，东海证券研究所

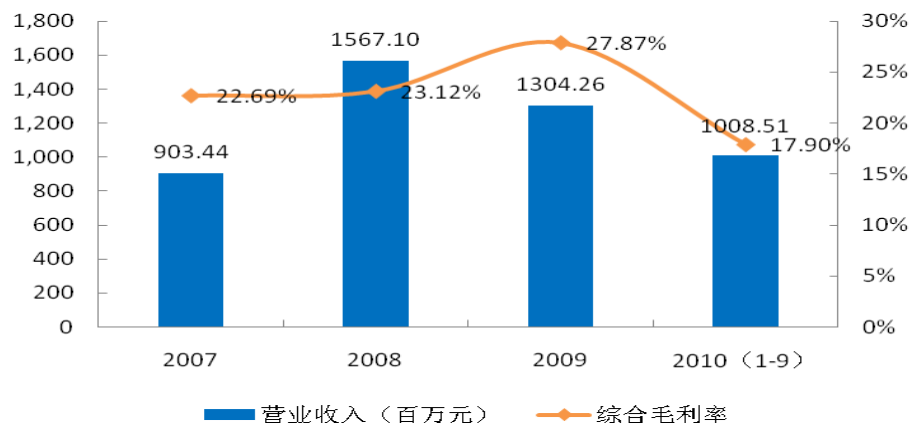
图 2.公司国内国外销售收入构成



资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司主营业务收入呈现一定的增长态势，2009 年由于经济危机的影响，盈利出现一定的下滑，但是由于原材料铅价走低，毛利率维持了一个较高的水平。今年原材料涨价明显，虽实行了铅价联动机制，但是 ABS、硫酸等其他原材料采购价格上升，导致公司毛利率下降。截止今年 3 季度，公司的毛利维持在 18% 左右，销售收入预计与去年持平或略超。

图 3.公司主营业务收入和毛利率变化（单位：百万元）



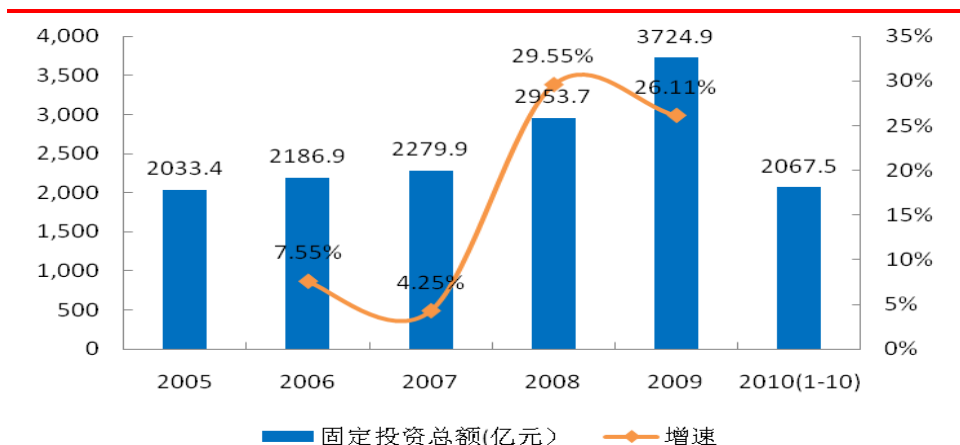
资料来源：公司公告，东海证券研究所

2. 通信市场景气将回归，未来稳定增长

2.1 我国通信行业将复苏，固定资产投资会保持增长

我国通信行业固定资产投资总额近几年均保持在 2000 亿元以上，年均增长逐渐加快，2008 年增速接近 30%。2009 年成为我国 3G 投资的元年，通信固定资产投资增速为 26.11%。随着全球和国内经济的进一步复苏，我们预计未来几年仍旧是电信业固定资产投资比较旺盛的时期。

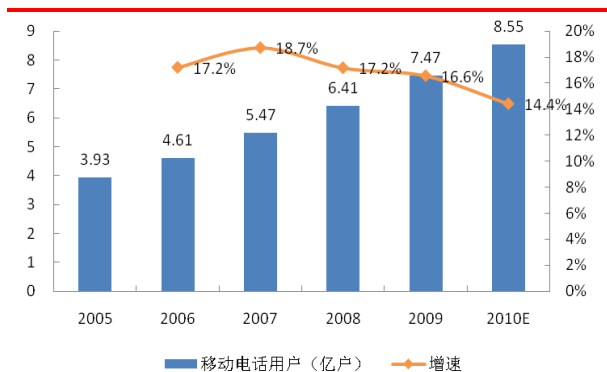
图 4.我国通信行业固定资产投资趋缓，但仍有较大空间



资料来源：工信部，东海证券研究所

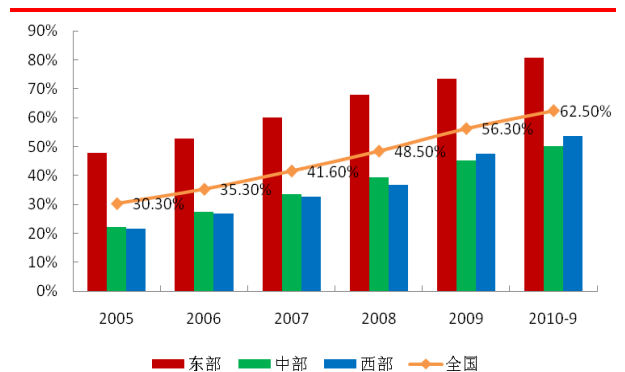
- ◆ 我国移动电话用户数截止 2009 年已经达到 7.47 亿户，但是移动用户的普及率却仅为 56.3%，低于世界平均水平 7 个百分点左右，为日本和美国的 55%左右，说明我国移动通信行业还存在巨大的潜在增长空间。特别是我国的中西部地区，网络覆盖率低，和东部 80%的移动电话普及率相比，相差近 30 个百分点，未来将是重点普及方向。

图 5.我国移动电话用户快速增长



资料来源：wind，东海证券研究所

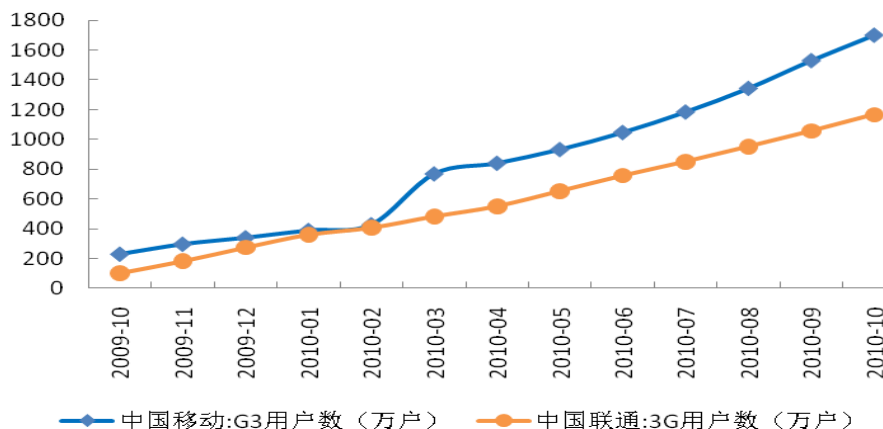
图 6.我国移动电话普及率



资料来源：wind，东海证券研究所

- ◆ 根据三大运行商的 3G 网络规划，2009-2011 年，3G 建设总投资为 4000 亿元，3G 基站超过 40 万个，目标用户为 1.5 亿户。我国 3G 用户数量增长迅猛，但基数仍旧偏低，中移动和联通 3G 网络用户大约为 2600 万左右，中国电信 3G 用户约为 1000 万，3G 网络的进一步普及会刺激通信固定资产投资。

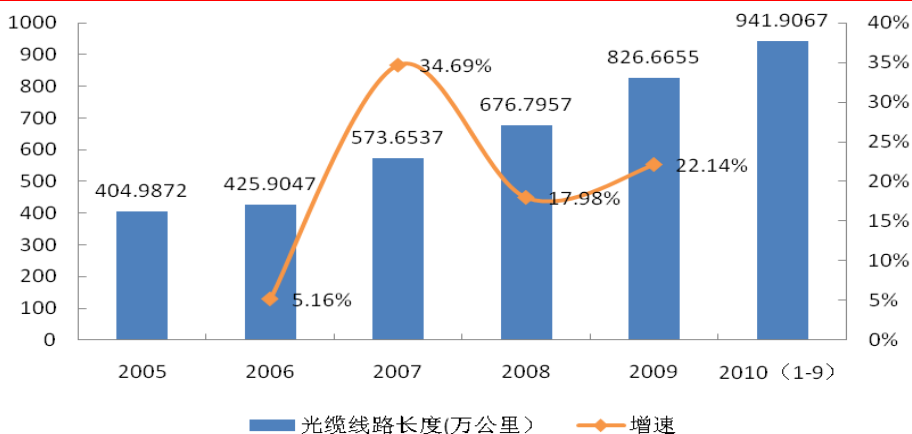
图 7.我国 3G 用户数量增长迅猛



资料来源: wind, 东海证券研究所

- ◆ 随着移动终端的不断升级 (iphone 等), 数据流量业务的迅速增加也将促使电信运营商加大通信基站的建设。据华为预测, 我国的移动数据流量在未来的 10 年内, 至少增长 2000 倍。
- ◆ 光纤通信每年以平均 20% 左右的速度快速增长, 经历着高速发展的时期, 2010 年 1-9 月全国光缆总长度已经超过去年全年, 预计未来我国光缆长度仍将持续攀升。

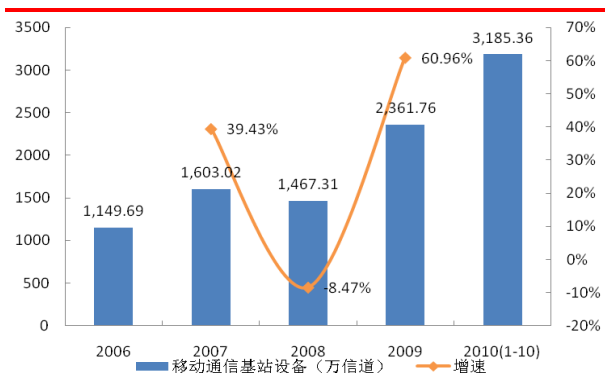
图 8. 我国通信光缆线路总长度



资料来源: wind, 东海证券研究所

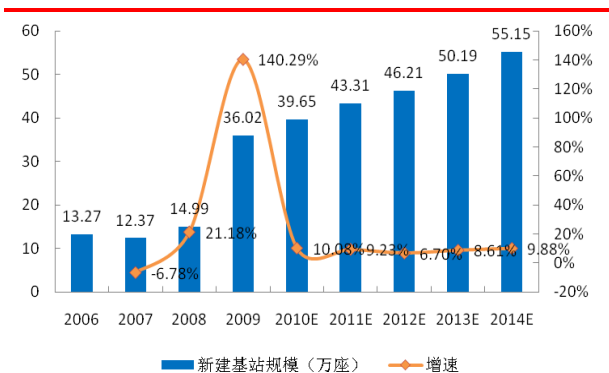
综上, 我们可以得出我国通信行业正在从经济危机中走出, 将会迎来下一轮景气的时期, 我国的通信设备产量以及基站建设会持续增加, 这会对公司的通信用后备电源产生巨大的需求拉动。据国内三大运行商公布数据显示, 目前国内通信基站约为 120 万, 新增基站预测如图 10 所示, 假设新增的基站中 80% 使用 2V500Ah2 组电池, 每组 24 个, 为 48KVAh, 20%用 1 组电池, 为 24KVAh, 那么 2011,2012 年我国新增基站需要电池约为 1870 万 KVAh、1996 万 KVAh。

图 9.我国移动通信设备产量保持持续增长



资料来源: wind, 东海证券研究所

图 10.我国新建通信基站规模预测



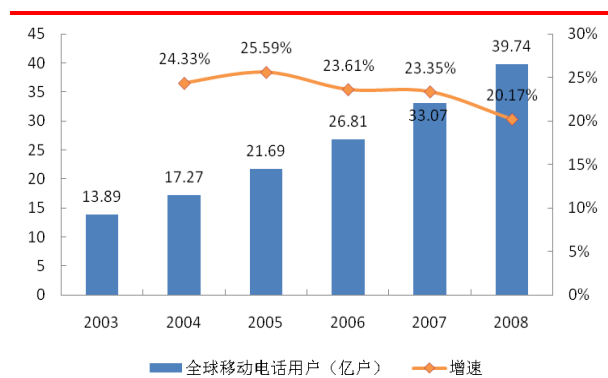
资料来源: 北京欣源科技

2.2 海外通信市场规模将进一步扩张

从全球通信市场来看, 自 2003 年以来, 全球通信行业经历了重大的发展, 截止 2008 年底, 全球移动电话用户达到了 39.74 亿户, 移动电话普及率为 61%。全球移动用户数量的持续增长是促使全球通信设备市场规模不断扩大的源动力, 2008 年全球移动通信市场规模达到了 513.7 亿美元。随着全球逐步从经济危机中复苏, 3G 网络建设的深入, 印度、南亚非洲等新兴市场对网络基础设施的投资步伐回升。预计全球通信设备市场规模将进一步扩展, 2006 年之 2012 年的复合增长率为 9.4%。

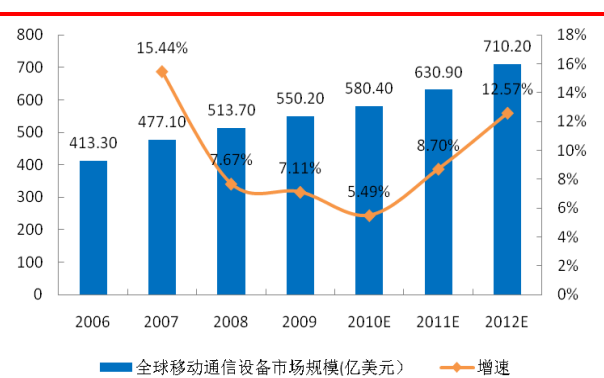
在发达国家方面, 由于通信网络已经比较健全, 电信行业固定投资增速缓慢, 一般来说, 通信后备电源 (阀控密封蓄电池) 3-5 年内需要更换, 通信后备电源的存量维护和更换需求亦十分庞大。

图 11.全球移动电话用户增速维持在 20%以上



资料来源: 汉鼎咨询

图 12.全球移动通信设备市场规模及预测



资料来源: 东海证券研究所整理

2.3 公司在通信后备电源领域优势明显, 将受益于行业景气回归

公司在通信后备电源领域耕耘十载, 已经成为业内前三的制造企业, 主要竞争对手为江苏双登和哈尔滨光宇, 三者合计占有国内通信后备电源市场的 50%, 其中公司占据 10% 份额左右。双登和光宇分别在伦敦和香港上市, 随着

南都上市，募投产能的扩张所带来的业绩增长将改变竞争格局，公司计划在 2012 年将市场份额提升到 16%。目前公司主要客户有：

表2. 公司主要客户类型

客户类型	主要客户
电信运营商	中国移动、中国电信、中国联通、沃达丰、美国 Sprint Nextel、美国 T-Mobile、新加坡电信
电信设备集成商	华为技术、爱立信、诺西公司、阿尔卡特-朗讯、摩托罗拉
电源系统集成商	艾默生、Eltek ASA、Saft Groupe S.A.、Delta Electronics

资料来源：招股说明书

公司客户均为大型企业，产品需求旺盛，信誉好，能充分保证公司资金的流动性。目前国内三大运营商占据公司全部收入的 50%-60%。

海外通信市场一直是公司的着力点，目前公司在海外市场的拓展占据国内厂商的第一地位，通过多个海外销售的认证（认证周期为 2 年左右），主要有西门子，阿尔卡特朗讯沃达丰，新加坡电信，俄罗斯电信，芬兰电信的认证。公司成立了南都亚太、南都英国、南美办事处，在俄罗斯、北美、中东、非洲等已或得当地的进入许可，具有明显的渠道优势。海外市场毛利不一定高，但是订单稳定，费用低。

公司目前通信用阀控密封电池现有产能 210KVAh，募投产能 350 KVAh，募投产能在 2011 年底正式投产。公司锂电技术改造项目产能 120MWh，主要是通信用磷酸亚铁锂电池。公司利用一部分超募资金用于建设 300MWh 通信用锂电池，2013 年第一期项目投产。目前公司的产销率基本维持在 90%以上。

3. 储能产品将开启公司的新纪元

在日益严峻的能源压力下，世界各国都积极发展风能和太阳能等可再生能源。

表3. 各国可再生能源规划

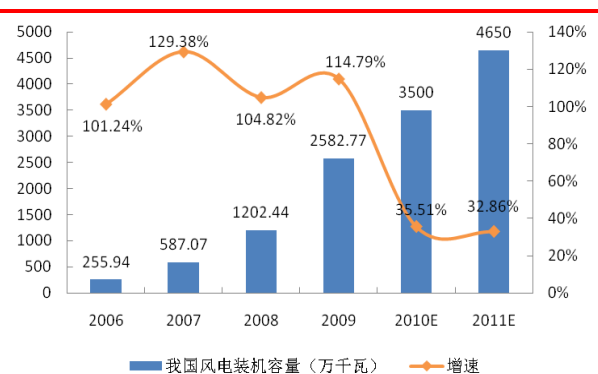
国家	可再生能源比例
中国	2020 年前后，可再生能源占到能源消费比例 15%，2030 年达到 25%
日本	到 2050 年，可再生能源等替代能源占其能源供应的 50%
美国	到 2030 年，风力发电占全部电力装机的 20%
欧盟	到 2020 年，可再生能源占其能源消费比例的 20%，到 2050 年达到 50%

资料来源：招股说明书

可再生能源发电中，主要技术是风力发电和太阳能发电。我国风电和光伏机组容量增长迅速，2009 年，风电装机容量为 2580.53 万千瓦，每年增速均保持在 100%以上，未来 2 年由于基数太大，增速会有所放缓，预测 2010 年和 2011 年增速为 35%、32%，仍远超发电设备整体增速。光伏装机容量 2009 年达到

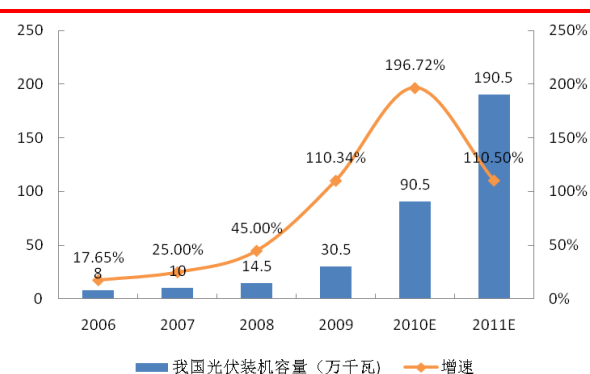
30.5 万千瓦，比 08 年增长 110.34%，未来将呈现爆发式增长趋势。

图 13.我国风电装机容量增长趋势



资料来源：中国风能协会，东海证券研究所

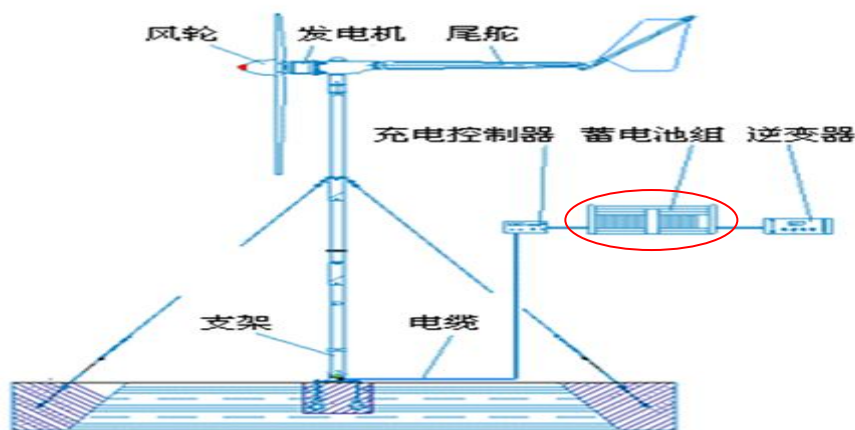
图 14.我国光伏装机容量增长趋势



资料来源：wind，东海证券研究所

由于风力和太阳能发电受自然条件影响具有间歇性等特点，造成电力输出的不稳定，据美国能源部可再生能源实验室评估研究：如果太阳能和风能发电占系统供电比例达 10% 以上时，其可靠度会对整体供电系统产生冲击。因此须通过储能系统平稳电压后再与电网结合。以风力发电为例，利用风力带动风车叶片旋转，再通过增速机将旋转的速度提升来发电，但是由于风量的不稳定，故其输出的是 13~25V 变化的交流电，须经充电器整流，再对蓄电池充电，使风机产生的电能变成化学能储存起来，然后再由化学能变成交流 220V 市电，才能保证稳定使用。故储能电池是风力发电和光伏发电的关键设备之一。尤其对于独立式的风电和光伏供电系统，多半偏远地区，储能在这类发电系统中非常重要。

图 15. 蓄电池在风力发电机组中的使用



资料来源：东海证券研究所整理

常用的储能电池主要有铅酸电池、镍镉电池、镍氢电池和锂离子电池，在研发和试用中的储能装置有超级电容器、钒电池、钠硫电池、飞轮储能等。铅

酸电池因具有成本优势，故目前铅酸电池在世界各国风电和太阳能发电系统中应用较广泛。当然，铅酸电池在循环寿命，放电功率上有所欠缺，通过引入新技术，提高铅酸电池的比能量和比功率，延长循环寿命，能够使其更好的满足储能系统的需要。

表4. 普通独立光伏或风力电站储能方式比较（5*24h=120h）

储能方式	铅酸电池	锂离子电池	钠硫电池	超级电容
功率（MW）	~0.3	~0.1	>1	~0.1
能量（MWh）	~0.6	~0.2	>10	~0.01
循环寿命（次）	1000	1000	2000	50000
选址限制	小	小	小	小
投资总成本（万元/KW120h）	12	48	27.6	480
投资净成本（万元/KW120h）	9.6	43.2	22.1	480

资料来源：东海证券研究所整理

以风电用储能铅酸蓄电池为例，2007年，我国风电储能蓄电池需求已接近240万KVAh，伴随着风电前几年的爆发增长，2009年风电铅酸蓄电池需求为500万KVAh左右，预计2010年将达到850万KVAh（国家统计局数据）。

日本富士经济预测2014年可再生能源的储能规模将达到2050MW，其中风力发电储能占59%，太阳能发电储能占41%。到2015年，全球储能市场规模将达到500亿美元。根据我国新能源产业发展规划，到2020年，我国风电装机容量将达到1.5万千瓦，太阳能发电装机容量将达到2000万千瓦。相关的储能设备容量将超过2000万千瓦，若其中50%采用化学储能，那么市场需求将为1000万千瓦，按200万/MW计算，到2020年，我国储能市场容量约为200亿元。

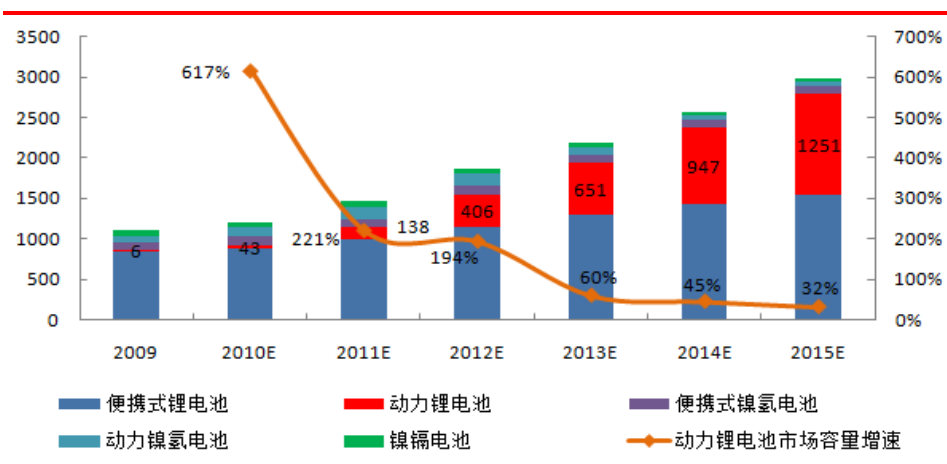
- ◆ 公司在2005年就开发了太阳能、风能系统用储能电池。产品具有工作温度范围宽，耐过放电、几乎不存在电解液分层现象，循环寿命长的显著优点。公司储能电池的项目被国家发改委和信息产业部列为信息产业企业技术进步和产业升级专项。
- ◆ 公司对储能电池技术已积累了一定的领先优势，开发高性能、长寿命、可靠性的储能用胶体电池是公司重要的研发方向。
- ◆ 公司利用超募资金投资建设400MWh/年储能用锂电池项目将于2012年底部分投产，利用超募资金投资的2000MWh/年储能用阀控密封电池也将在2013年部分投产。

4. 动力电池-皇冠上的明珠

动力电池是新能源汽车的核心技术之一，也是目前新能源汽车技术和成本的最大瓶颈。动力电池制造必将成为市场竞争的焦点。锂电池是未来动力电池的主要发展方向，据IIT预测，动力锂电池到2015年将达到1.25万亿日元的

市场规模,按现在汇率(1:12.6)来算,大约为 992 亿元,从 2009 到 2015 年,年复合增长率为 127%。

图 16. 全球先进充电电池市场容量预测 (单位: 十亿日元)



资料来源: IIT, 东海证券研究所

- ◆ 公司早在 1999 年就进入锂离子电池行业,十多年来在凝胶态电解质、锂离子电池正极改性材料、电池结构、批量生产工艺等方面均取得了较大成绩。公司在锂电领域已申请具有自主知识产权的专利 14 项,其中发明专利 7 项,实用新型专利 7 项。
- ◆ 公司在现有锂电技术经验积累的基础上,和北京顺成长荣公司合作开发磷酸亚铁锂材料及动力电池研究。该项目在协议签订(2010 年 10 月)后 7 个月内完成产品的小试和中试,并形成年产 300 吨电池级磷酸亚铁锂的产能。
- ◆ 公司通过技术改造完成的 120MWh 锂电池产能主要是通信用途,同时也为公司研发动力用锂电池做了前期的铺垫。公司利用超募资金投资生产 600MWh 产能动力电池生产线,锂电项目的一期将于 2013 年投产。

5. 盈利预测

公司在通信领域用阀控密封蓄电池和磷酸亚铁锂电池都将进一步扩大生产规模,超募资金投资的项目将会给公司未来腾飞注入源源不断动力。我们预计 10 年、11 年、12 年的 EPS 分别为 0.40、0.89、1.35。考虑公司在储能和动力电池领域广阔的发展前景及参考可比公司估值,给予公司 11 年 42 倍的市盈率,首次给予“增持”评级。

我们的盈利预测基于以下假设:

- ◆ 公司铅酸电池目前产能 210 万 KVAh, 2012 年产能达到 560 万 KVAh, 假设其产能陆续释放, 2010 年到 2012 年销量分别为 240 万 KVAh, 300 万

KVAh, 510 万 KVAh。

- ◆ 公司锂电池 120MWh 技改项目 2010 年底前竣工投产，明年和后年能贡献 1.5 亿以上的收入，假设 2010-2012 年锂电收入增长率为 50%、700%、80%。

表5. 公司主要产品收入预测

		2010E	2011E	2012E
铅酸电池	营业收入	1197.00	1680.00	2703.00
	增长率	20.00%	35.00%	30.00%
	营业成本	975.56	1310.40	2081.31
	增长率	-	34.32%	58.83%
	毛利率	18.50%	22.00%	23.00%
锂电池	营业收入	18.66	149.28	268.70
	增长率	50.00%	700.00%	80.00%
	营业成本	13.06	113.45	201.53
	增长率	-	768.57%	77.63%
	毛利率	30.00%	24.00%	25.00%

资料来源：东海证券研究所

- ◆ 公司通过铅价联动机制来稳定原材料成本，2010 年 ABS，硫酸等没实行联动机制的原材料价格上升较快，导致综合毛利率下降。我们假设未来公司原材料成本维持稳定，公司 2010-2012 年综合毛利率为 18.9%，22.88%，23.32%。
- ◆ 我们的预测没有考虑公司磷酸亚铁锂材料研制成功所带来的估值提升以及超募资金投资项目给公司 2012 年后业绩爆发增长所带来的预期。

表6. 可比公司估值表（2010-12-17）

证券代码	上市公司	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	流通比例 (%)	总市值 (百万元)	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	PS	PEG
							2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E			
600482	风帆股份	461.00	461.00	100.00	7809.34	16.94	0.16	0.21	0.36	103.94	82.06	47.25	6.99	2.45	1.51
000049	德赛电池	136.83	136.79	99.97	3931.10	28.73	0.54	0.87	1.42	53.13	33.40	20.40	25.41	3.56	0.17
600478	科力远	314.82	198.62	63.09	5452.74	17.32	0.20	0.56	0.77	87.47	30.66	22.38	5.17	3.96	0.40
600872	中炬高新	796.64	796.64	100.00	6412.93	8.05	0.19	0.41	0.78	41.93	19.64	10.21	3.77	5.40	0.35
002518	科士达	115.00	23.26	20.23	4810.45	41.83	0.67	0.91	1.24	62.13	45.77	33.63	4.17	8.10	2.39
平均										69.83	42.35	26.80			

资料来源：wind，东海证券研究所

6. 风险提示

国内外通信行业固定资产投资低于预期；公司募投项目进展延缓；公司锂电池材料研发工作未能实现目标；公司原材料成本涨幅高于预期。

附表：三大表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	873.48	2901.92	3285.26	3438.25	营业收入	1304.26	1379.21	1860.94	2976.63
现金	203.81	2436.21	2125.72	2040.34	营业成本	940.78	1118.49	1435.22	2282.57
应收账款	460.18	361.67	842.86	1004.18	营业税金及附加	5.84	6.85	9.24	14.30
其它应收款	9.91	10.96	15.38	25.86	营业费用	96.88	96.54	126.54	208.36
预付账款	5.04	37.13	14.25	60.53	管理费用	62.90	48.27	61.41	104.18
存货	191.69	32.83	257.11	258.40	财务费用	21.68	-7.91	-32.58	-27.79
其他	2.83	23.12	29.95	48.93	资产减值损失	-3.05	8.86	4.32	6.36
非流动资产	318.94	305.00	354.26	514.24	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	5.00	5.64	6.26	6.68	投资净收益	0.00	0.80	0.42	0.41
固定资产	231.83	223.07	255.30	369.22	营业利润	179.25	108.91	257.21	389.06
无形资产	45.95	45.86	57.90	89.21	营业外收入	11.35	12.00	8.98	10.78
其他	36.16	30.43	34.80	49.13	营业外支出	3.72	5.06	5.94	4.91
资产总计	1192.42	3206.92	3639.53	3952.49	利润总额	186.88	115.84	260.25	394.93
流动负债	529.55	431.96	669.54	657.52	所得税	26.09	17.38	39.04	59.24
短期借款	287.00	322.67	319.89	309.85	净利润	160.79	98.47	221.21	335.69
应付账款	147.47	30.45	228.27	210.20	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	95.08	78.85	121.38	137.47	归属母公司净利润	160.79	98.47	221.21	335.69
非流动负债	159.04	126.66	110.97	131.70	EBITDA	224.59	133.67	259.98	415.01
长期借款	155.00	118.09	102.72	124.74	EPS (摊薄)	0.86	0.40	0.89	1.35
其他	4.04	8.57	8.26	6.96					
负债合计	688.59	558.62	780.51	789.22	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
归属母公司股东权益	503.83	2648.29	2859.01	3163.28	成长能力				
负债和股东权益	1192.42	3206.92	3639.53	3952.49	营业收入	-16.77%	5.75%	34.93%	59.95%
					营业利润	20.54%	-39.24%	136.17%	51.26%
现金流量表					归属于母公司净利润	38.17%	-38.76%	124.66%	51.75%
					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	获利能力				
经营活动现金流	167.56	205.77	-237.70	101.14	毛利率	27.87%	18.90%	22.88%	23.32%
净利润	160.79	98.47	221.21	335.69	净利率	12.33%	7.14%	11.89%	11.28%
折旧摊销	17.61	25.74	32.31	47.87	ROE	31.91%	3.72%	7.74%	10.61%
财务费用	21.68	-7.91	-32.58	-27.79	ROIC	17.81%	2.93%	5.82%	8.54%
投资损失	0.00	-0.80	-0.42	-0.41	偿债能力				
营运资金变动	-33.25	89.71	-457.39	-254.58	资产负债率	57.75%	17.42%	21.45%	19.97%
其它	0.73	0.57	-0.83	0.36	净负债比率	97.65%	17.81%	16.00%	15.29%
投资活动现金流	-155.59	-11.58	-80.32	-207.80	流动比率	1.65	6.72	4.91	5.23
资本支出	148.59	-18.53	48.12	161.22	速动比率	1.29	6.64	4.52	4.84
长期投资	2.50	-0.64	-0.62	-0.42	营运能力				
其他	-4.49	-30.74	-32.82	-47.00	总资产周转率	1.20	0.63	0.54	0.78
筹资活动现金流	24.45	2038.21	7.53	21.28	应收账款周转率	2.82	3.36	3.09	3.22
短期借款	-63.00	35.67	-2.78	-10.04	应付账款周转率	7.57	12.57	11.09	10.41

长期借款	105.00	-36.91	-15.37	22.03	每股指标 (元)				
其他	-17.55	2039.46	25.68	9.29	每股收益(最新摊薄)	0.86	0.40	0.89	1.35
现金净增加额	36.42	2232.40	-310.50	-85.38	每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.83	-0.96	0.41
					每股净资产(最新摊薄)	2.71	10.68	11.53	12.76
估值比率									
重要财务指标	单位: 百万元				P/E	22.33	84.17	37.47	24.69
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	P/B	7.13	3.13	2.90	2.62
营业收入	1304.26	1379.21	1860.94	2976.63	EV/EBITDA	17.29	47.37	25.49	16.24
同比(%)	-16.77%	5.75%	34.93%	59.95%					
归属母公司净利润	160.79	98.47	221.21	335.69					
同比(%)	38.17%	-38.76%	124.66%	51.75%					
毛利率(%)	27.87%	18.90%	22.88%	23.32%					
ROE(%)	31.91%	3.72%	7.74%	10.61%					
每股收益(元)	0.86	0.40	0.89	1.35					
P/E	22.33	84.17	37.47	24.69					
P/B	7.13	3.13	2.90	2.62					
EV/EBITDA	17.29	47.37	25.49	16.24					

附注:**一、行业评级**

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122