

进军合同能源管理，勇攀节能环保高峰

研究结论

进军合同能源管理，勇攀节能环保高峰。公司决定以超募资金 6000 万元，设立全资子公司“金通灵合同能源管理工程技术有限公司”，这意味着公司在大力拓展节能环保装备的同时，开始抢夺我国“十二五”节能环保的制高点，根据公司初步规划，2011—2013 三年间贡献利润分别为 400 万、3000 万和 8650 万元。

公司定位节能环保装备，将充分受惠产业政策而实现“十二五”腾飞。公司主导产品的离心风机定位高端，其中 70% 具有突出的节能环保优势，必将充分受惠于钢铁、火电、水泥、石化等下游装备，在“十二五”期间的节能环保升级，而实现稳定增长。与此同时，公司开始大力拓展污水处理、流化床锅炉、小型高效离心空气压缩机等节能环保装备。

- ◆ **污水处理用曝气鼓风机是公司高增长的重大引擎。**公司自主研发的污水处理用曝气鼓风机成功打入广州净化珠江工程，打开了替代进口的巨大市场空间。将充分受惠于我国“十二五”期间污水处理产业链的爆发式增长。
- ◆ **拓展小型高效离心空气压缩是实现可持续增长的重要支撑。**公司（控股 51%）与美国 ETI 合资成立了金通灵意泰高效离心空气压缩机科技研发有限公司，公司开始正式介入小型高效离心空气压缩机领域，这是公司在产品链拓展上的一个重大突破，更是实现可持续高增长的重要支撑。
- ◆ **产能扩张与区域布局是实现可持续高增长的硬件保障。**公司通过 IPO 募投项目，将产能由 800 台/套标准大型离心风机扩张到 1580 台/套标准大型离心风机，奠定了未来三年高增长的基础。同时，“服务+制造+服务”经营模式下的区域布局，为公司产品拓展市场份额和实现风机系统节能改造服务与配件销售业务的高增长，提供了必要条件。

风险因素与催化剂：宏观经济波动影响的不确定性，以及钢材等原材料价格波动影响的不确定性，是公司面临的主要风险因素。“十二五”规划及其相关节能环保扶植政策的推出，是公司股价的重大催化剂。

估值与投资评级：大力拓展节能环保装备与进军合同同源管理领域是公司高增长的主要驱动因素，我们预计公司未来三年净利润复合增长率为 69.57%。我们调高公司盈利预测和目标价，给予公司股价 0.6 倍 PEG 和 41.74 倍 PE 的估值水平，对应 2011 年预测 EPS 的合理股价为 61.30 元，目前股价低估，维持公司买入评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武

机械行业首席分析师

8621-50366888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010048

联系人

胡耀文

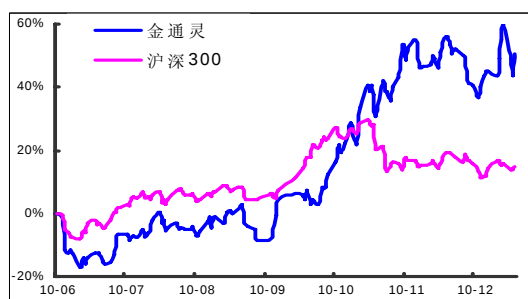
8621-50366888 × 6103

huyaowen@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持（维持）

股价（2011 年 1 月 12 日）	49.38 元
目标价格	61.30 元
总股本/A 股（万股）	2100/8360
A 股市值（亿元）	41.28
国家/地区	中国
行业	机械制造业
报告发布日期	2011 年 1 月 13 日

股价表现



财务分析	单位：百万元			
	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	599.18	629.78	772.78	1003.43
同比	4.13%	5.11%	22.71%	29.85%
归属母公司净利润	54.49	79.50	122.77	213.57
同比	54.15%	45.90%	54.43%	73.96%
毛利率	23.70%	27.77%	30.75%	34.41%
ROE	31.25%	31.37%	32.64%	36.22%
每股收益(元)	0.87	0.95	1.47	2.55
P/E(倍)	56.73	51.93	33.62	19.33
P/B(倍)	18.00	16.43	11.04	7.03

资料来源：公司公告、东方证券研究所

相关报告

时间

“掘金”产业升级，“通灵”节能环保

2010-10-11

一、进军合同能源管理，勇攀节能环保高峰

公司决定以超募资金6000万元，设立全资子公司“金通灵合同能源管理工程技术有限公司”，这意味着公司在大力拓展节能环保装备的同时，开始抢夺我国“十二五”节能环保的制高点，根据公司初步规划，2011—2013三年间贡献利润分别为400万、3000万和8650万元。

公司规划中合同能源管理项目收益分析

（万元）	摊销成本	收益	利润
2011	200	600	400
2012	1300	4300	3000
2013	3500	12150	8650
2014	3500	12400	8900
2015	3500	7900	4400
2016	3300	7500	4200
2017	2200	5000	2800

资料来源：公司公告、东方证券研究所

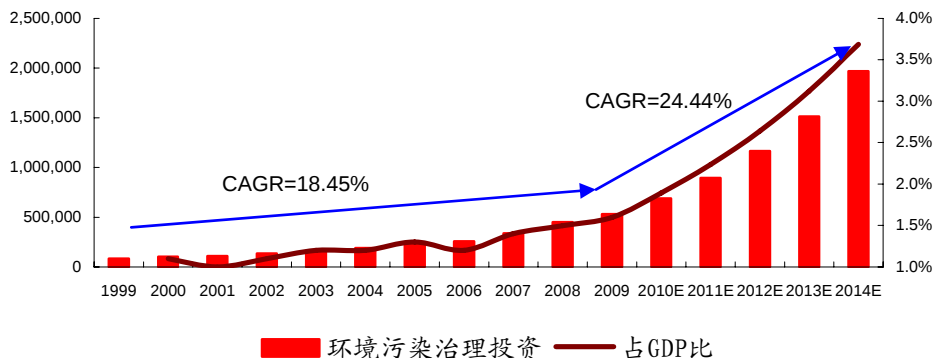
二、节能环保装备市场将在“十二五”规划中迅速膨胀

工业和信息化部副部长奚国华近日表示，将起草制定并实施《“十二五”节能环保装备专项规划》，引导节能环保装备制造业有序发展。在展望“十二五”工作时，奚国华说，将紧紧围绕“十二五”期间国家节能减排、环境治理和资源综合利用的任务和目标，起草制定并实施《“十二五”节能环保装备专项规划》，加大政策支持力度，完善标准体系，提高自主创新能力，引导节能环保装备制造业有序发展。

我们可以看出节能环保装备市场将在会在十二五规划中得到较大的政策支持力度，市场容量迅速膨胀，而具备自主创新能力的环保装备企业必将脱颖而出。

环保投资增速有望进一步提升

在2050年时实现全球碳排放量要在2005年的基础上削减50%的前提下，IEA提出惊人数字是，全球在未来40年的投入需要达到46万亿美元。具体按照时间表，到2030年，年均投入应逐年递增至7500亿美元，到2050年达到1.6万亿美元。我们认为环保政策的推行力度和标准有望成为世界各国政府之间又一政治互相的制约手段，而中国政府将有力而又恰当运用这一工具结合在国际经济贸易的唯一地位成为真正的政治强国。我们通过分析投资增速与投资总额的敏感分析得出最后的增速预测，根据IEA的投资总额和估算中国的占比，预计投资增速将在25%左右，假设未来五年GDP增速保持10%，2014年占GDP的比重将超过3.5%，超过市场此前的预期3%。

图一：环境污染治理投资力度逐年增大


资料来源：CEIC, 东方证券研究所

根据统计局的数据，截止到2009年底，全国单位国内生产总值能耗累计下降14.38%，化学需氧量排放总量下降9.66%，二氧化硫排放总量下降13.14%。2010年11月18日统计局刚刚公布的第三季度“2010年1-3季度各省自治区直辖市单位 GDP 能耗降低率”，只有一半的省市已经超过或接近完成20%的目标，因此要实现“十一五”单位国内生产总值能耗降低20%左右的目标，还需要做出很多的努力。

为了应对全球气候变化，我国政府承诺到2020年单位国内生产总值二氧化碳排放要比2005年下降40%-45%，节约能源提高能效要达到85%以上的贡献率，给节能减排带来巨大市场机会。2020年要比2010年的单位 GDP 能耗再降低30%左右，节能减排任务非常巨大，而且随着节能减排工作的深入，单位能耗降低的难度不断加大，因此节能减排的设备投入也会随之大幅度增加。

三、公司定位节能环保装备，实现“十二五”腾飞

公司风机产品具有显著的节能优势。根据国家财政部、税务总局、发改委颁布的《节能节水专用设备企业所得税优惠目录》，其中规定用于工业生产传输的节能节水、环境保护专用设备可享受税收优惠政策，离心风机产品在优惠目录内。只有效率达到节能评价要求的设备才可列入节能专用设备。按照公司 2007-2009 年销售的风机逐台配用电机功率统计，总功率合计为 3,219,851KW，以其中 70%平均节能 2%、每年全天候运行 300 天计算，每年可节约 3 亿千瓦时，节约耗煤约 10 万吨/年，减少二氧化碳排放 26 万吨/年，减少二氧化硫排放 850 吨/年。

表一：公司产品下游一览

应用领域	工艺环节	主要离心风机
钢铁冶炼	烧结工艺	烧结主抽离心鼓风机、烧结脱硫风机、烧结余热回收离心鼓风机、烧结环冷离心风机、烧结球团回热风机、机尾除尘离心风机、整粒除尘离心风机、配料除尘离心风机、溶剂除尘离心风机、原料厂除尘离心风机
	炼铁工艺	高炉助燃离心鼓风机、喷煤排烟离心鼓风机、出铁场除尘离心风机、矿焦槽除尘离心风机、炉顶除尘离心风机

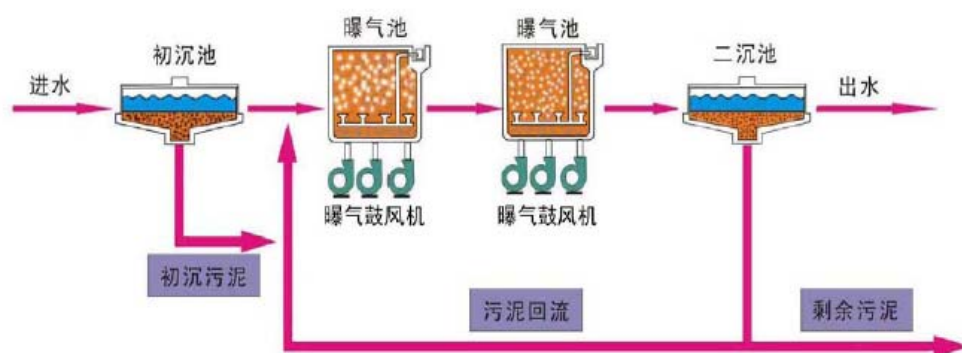
	炼钢工艺	转炉煤气一次离心鼓风机、转炉二次除尘离心风机、铁水预处理离心风机、精炼炉除尘离心风机、电炉除尘离心风机
	冷轧、热轧工艺	密封离心风机、热风炉助燃离心鼓风机、高温循环离心鼓风机、排烟离心风机
	钢铁化工工艺	二氧化硫离心鼓风机、氮气离心鼓风机
	煤气回收工艺	煤气加压风机、煤气鼓风机、煤气回收风机
	钢厂污水处理	焦化污水曝气风机
有色冶炼	氧化铝、氧化铜工艺	高温离心鼓风机、高温除尘离心风机
火力发电	循环流化床机组	锅炉一次助燃离心鼓风机、二次助燃离心鼓风机、锅炉离心引风机、高压流化离心鼓风机
	燃煤机组	冷一次离心鼓风机、煤粉离心风机
	脱硫脱硝工艺	高压排风离心鼓风机
新型干法水泥	日产 2,500 吨 - 10,000 吨生产线	高温窑尾离心鼓风机、原料磨循环离心鼓风机、窑头离心排风机、窑尾离心排风机、煤磨高温离心鼓风机、水泥磨离心排风机、水泥磨循环离心风机、蓖冷离心风机
石油化工	物料干燥工艺	供气站用离心鼓风机、硫磺回收离心鼓风机、裂解炉离心引风机
污水处理	曝气工艺	多级高压离心鼓风机、单级高速离心鼓风机
余热回收	余热回收工艺	循环工艺离心风机
干熄焦	焦炉系统增压	焦炉煤气离心鼓风机
	废气排空	出焦除尘离心风机、装煤除尘离心风机、筛焦除尘离心风机、干熄焦除尘离心风机
医药	环境净化	一般离心通风机、离心鼓风机、污水处理用高压离心鼓风机
核电	循环增压	氦气循环离心风机
水力发电	通风、换气	一般离心通风机、离心排风机、中央空调用离心风机
造纸	工艺循环、环境通	工艺循环离心风机、空调用离心风机、污水处理用高压离心鼓风机
纺织、	恒温、恒湿	中央空调用离心风机、纺织专用离心风机、污水处理用高压离心鼓风机
汽车涂	涂装环节	涂装高温离心风机、循环离心风机、中央空调用离心风机
玻璃制	制造工艺环节	高温离心风机、防腐离心风机、污水处理用高压离心鼓风机
煤炭开	排风、送风	瓦斯离心排风机、矿井离心送风机
粮食仓	粮食仓储	国家级仓储中心专用离心排风机
醋纤制	干燥、防腐	一般离心通风机、防腐离心风机
建筑行	排烟、排风、换气	排烟离心风机、排风离心风机、换气离心风机
烟草烘	烘干	一般离心通风机、烘干离心风机
军事工	通风、排风	隧道离心通风机、弹药库离心排风机
酿酒	麦芽工艺	麦芽工艺风机、中央空调用离心风机、污水处理用高压离心鼓风机
其他行	通风换气	一般离心风机

资料来源：公司公告；东方证券研究所

1. 污水处理用曝气鼓风机驱动公司高增长

高压离心鼓风机在污水处理中起曝气用途，通过曝气，将空气中的氧溶解于水中，或将水中不必要的气体及挥发性物质放逐到空气中，促进气体与液体之间物质交换，同时达到混合和搅拌作用，促进好氧微生物的生长。污水处理厂曝气池的水深一般要求达到7—8米，风机的风压须达到水下7—9米。对风机的性能要求很高，若曝气供气不足将导致污水处理效果下降，风机性能的好坏直接影响到污水处理的质量。此类风机的特点是风量小、风压高、效率高、调节范围广，一般来说，一个日处理能力50,000吨的污水处理厂需要配备3台高压离心鼓风机。

图二：污水处理系统工艺流程



单级高速离心鼓风机



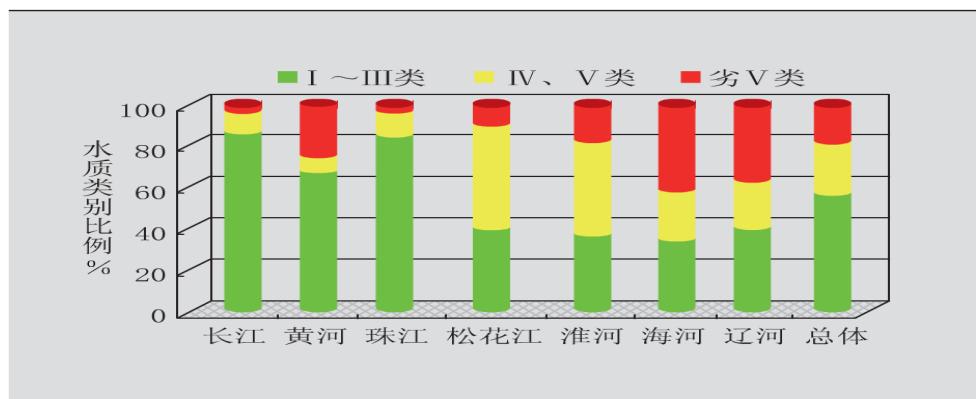
多级离心鼓风机

资料来源：公司公告；东方证券研究所

广州净化珠江工程拉开了我国大规模水污染治理的序幕，今后大型的水污染治理工程将不断涌现。而这次成功进军广州净化珠江工程，标志着公司自主研发的污水处理用曝气鼓风机已经有了较强的竞争力，打开了替代进口的巨大市场空间。

除了珠江之外，我国北方的几大河流污染严重，亟待治理，中国环境规划院已经完成包括黄河、海河、松花江等水系的调查，开始着手重点流域水污染防治“十二五”规划，为中国水环境改善带来希望的同时，也为污水处理装备企业带来了巨大的商机。

图三：我国七大水系水质类别

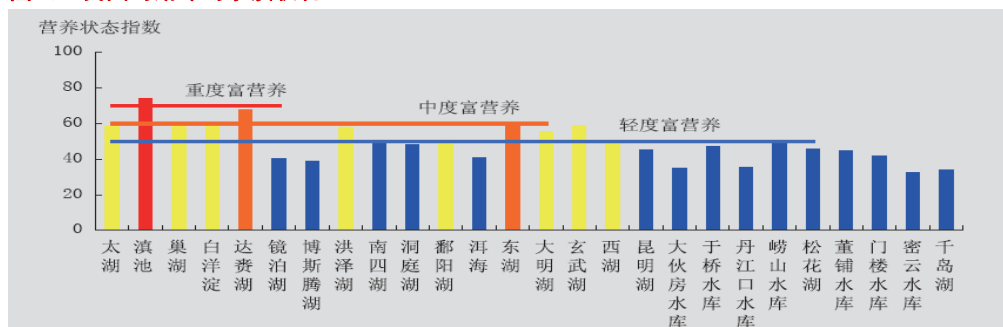


资料来源：2009 年《中国环境状况公报》东方证券研究所

湖库的水质状况亟待改善

我国水库的水质堪忧，大部分为三等标准以下，其中最差的劣五类高达 34.6%。数据预示着我国的内陆流域急切的环保需求。

图四：我国的湖库的水质状况



湖库类型	个数	I 类	II 类	III 类	IV 类	V 类	劣V类	主要污染指标
三湖*	3	0	0	0	0	1	2	总氮、总磷
大型淡水湖	9	0	0	3	2	1	3	
城市内湖	5	0	0	0	2	1	2	
大型水库	9	0	1	2	2	2	2	
总计	26	0	1	5	6	5	9	
比例 (%)		0	3.9	19.2	23.1	19.2	34.6	

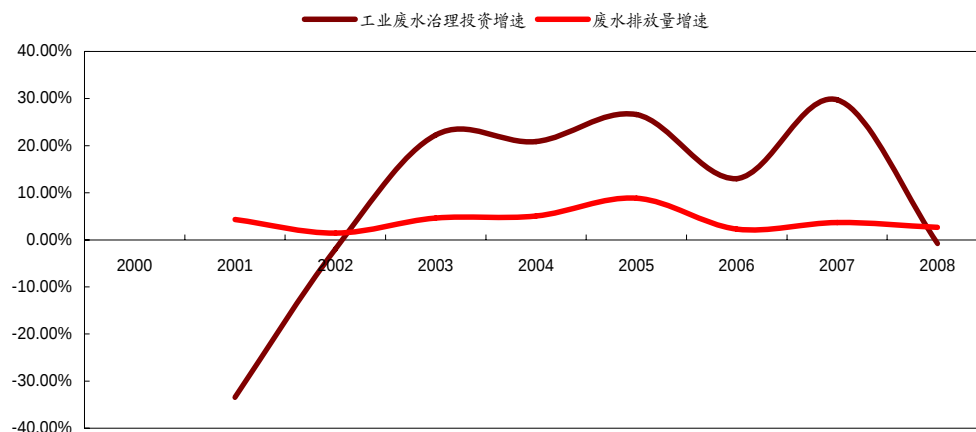
资料来源：2009 年《中国环境状况公报》东方证券研究所

工业污水治理缺口大任务紧

根据中国水网的研究，从 1999 年到 2009 年，运营的城市污水处理厂数量以年均 11.4% 的速度保持增长。随着污水处理厂数量的增多和不断投入使用，全国污水厂污水处理能力稳步上升，由 1999 年的 1767 万立方米/日增长到 2008 年的 8106 万立方米/日，年均增长 18.1%。截至 2009 年 11

月底，全国城市污水厂污水处理能力进一步上升至约 8881 万立方米/日，较 2008 年底增长 9.6%（2009 年全年超 1 亿立方米/日），但目前我国污水厂污水处理率还在 60% 以下，城市污水处理投资还有很大增长空间。我国城镇污水处理厂的发展也进入了从点到面的阶段，江苏、河南等省份已经率先实现了县县建成污水处理厂，而其他省份也将“县县建成污水处理厂”列为今后几年的重点工作目标之一。

图五：工业废水治理投资增速

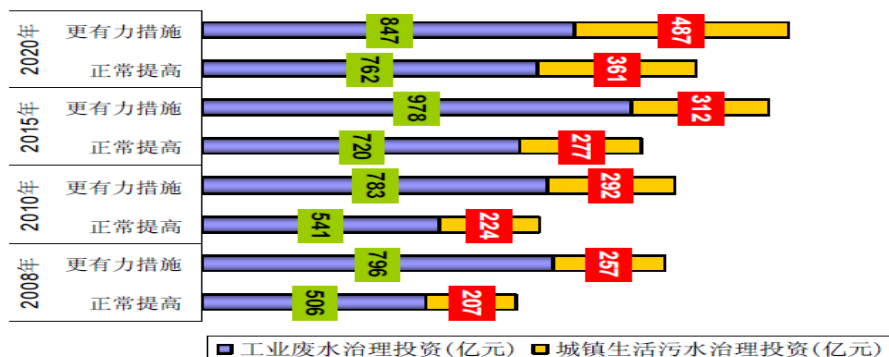


资料来源：东方证券研究所整理

未来十年是污水处理的黄金发展期

根据国家环保总局环境规划院、国家信息中心《2008—2020 年中国环境经济形势分析与预测》，在处理水平正常提高的情况下，我国“十二五”和“十三五”时期的废水治理投入（含治理投资和运行费用）将分别达到 10,583 亿元和 13,922 亿元，其中用于工业和城镇生活污水的治理投资将分别达到 4,355 亿元和 4,590 亿元；而在采取更有力措施情况下，“十二五”和“十三五”时期我国废水治理投入将分别达到 12,781 亿元和 15,603 亿元，其中用于工业和城镇生活污水的治理投资将分别达到 5,753 亿元和 5,578 亿元。“十一五”后的未来十年，用于污水处理的投资仍将保持持续增长。未来重要年份增长情况详见下图：

图六：我国未来重要年份工业及城镇生活污水治理投资增长趋势



资料来源：《2008—2020 年中国环境经济形势分析与预测》 东方证券研究所

2. 拓展小型高效离心空气压缩机，实现可持续增长

公司（控股 51%）与美国 ETI 合资成立了金通灵意泰高效离心空气压缩机科技研发有限公司，开始正式介入小型高效离心空气压缩机领域，这是公司在产品链拓展上的一个重大突破，更是实现可持续高增长的重要支撑。

小型离心空气压缩机市场分布着十多个生产厂家，外资品牌有 FSE-ELLIOTT、IHI-SULLAIR、卡麦隆-库伯、阿特拉斯·科普柯、英格索兰、三星等；自主品牌有沈鼓、陕鼓、开封黄河空分以及刚刚进军该领域的金通灵。虽然老牌的国营厂家也能生产小型离心空气压缩机，但该产品并不是他们的强项，不仅研发能力薄弱，市场开拓也缺乏手段，因此大部分市场份额被外资品牌占据。

金通灵的介入，不禁让大家期待，灵活的民企治理模式结合强大的 ETI 研发实力，完全有能力在小型离心空气压缩机领域占据一席之地，为将来的可持续发展奠定基础。

表二：中国小型离心空气压缩机行业状况

序号	中国小型离心空气压缩机主要品牌	企业性质
1	FS-ELLIOTT	外资
2	IHI-SULLAIR	外资
3	阿特拉斯·科普柯	外资
4	三星	外资
5	英格索兰	外资
6	卡麦隆-库伯	外资
7	沈鼓	国营
8	陕鼓	国营
9	开封黄河空分	国营

资料来源：东方证券研究所

钢铁、石油化学、造船、电力、汽车、纤维以及食品等行业是小型离心空气压缩机的主要应用行业，这些行业占据了小型离心空气压缩机绝大部分的需求。伴随着中国经济“十二五”期间的结构性调整，政府开始对钢铁、石油化工、电力等行业的节能环保提出了更高的要求，小型离心空气压缩机市场迎来了巨大的增长空间。“十二五”期间小型离心空气压缩机市场将有望取得20%的增长。

四、产能扩张与区域布局保障持续高增长

公司通过 IPO 募投项目，将产能由 800 台/套标准大型离心风机扩张到 1580 台/套标准大型离心风机，奠定了未来三年高增长的基础。

表三：产能瓶颈制约公司发展实现结构调整

产能（台）	2007	2008	2009
大型离心风机	520	761	797
通用离心风机	1202	777	512
高压离心鼓风机	39	53	47
风机配件	698	1183	1345
产能利用率	109%	115%	113%

资料来源：公司招股说明书 东方证券研究所

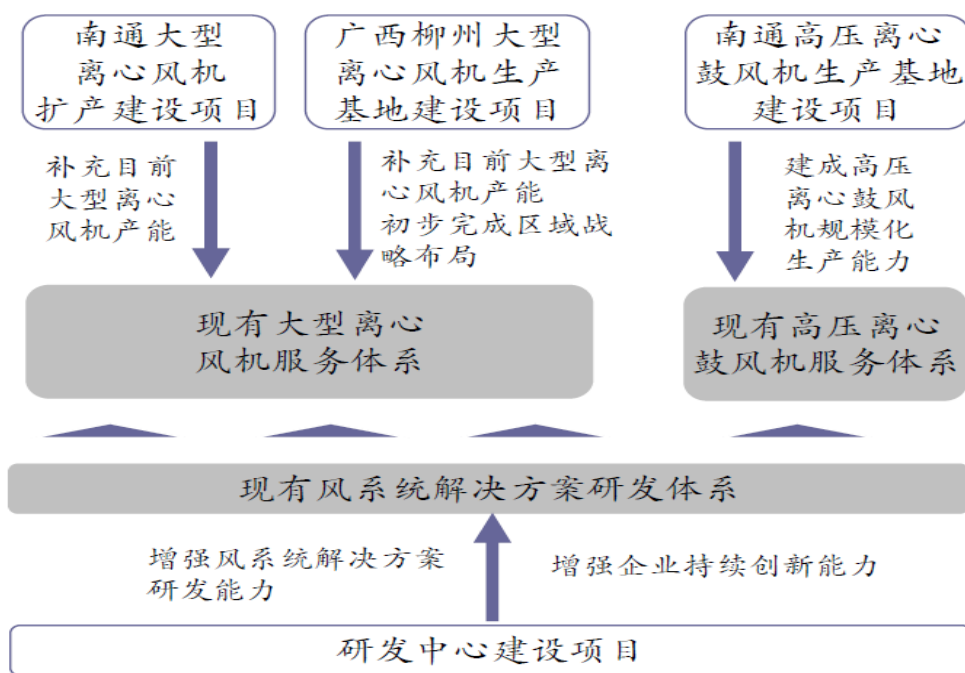
募投项目陆续达产，公司将步入收获期

南通大型离心风机扩产建设项目，主要用于弥补公司目前产能不足，改变大量订单无法承接的局面，将新增标准大型离心风机年产能 390 台，并同时为广西柳州大型离心风机生产基地建设项目提供 390 套叶轮的配套年生产能力，预计每年实现销售收入 26,910 万元，实现净利润 2,288.6 万元，有利于巩固公司在大型离心风机行业的领先地位。

南通高压离心鼓风机生产基地建设项目，进一步优化公司产品结构，增加高附加值产品的产销量，是公司未来新的利润增长点和发展方向，项目建成后将形成高压离心鼓风机规模化生产能力，年产 280 台高压离心鼓风机，其中多级高压离心鼓风机 125 台，单级高速离心鼓风机 155 台，预计每年实现销售收入 16,950.0 万元，净利润 1,896.7 万元。本项目实施后，打破公司高压离心鼓风机产能瓶颈。

广西柳州大型离心风机生产基地建设项目，扩大公司服务半径，巩固和扩大公司在华南、西南地区市场占有率，并进一步拓展东盟市场，完善公司区域布局的战略目标。项目达产后，将新增标准大型离心风机产能 390 台（配套叶轮从南通本部采购），预计每年实现销售收入 23,400 万元，净利润 1,872.5 万元。

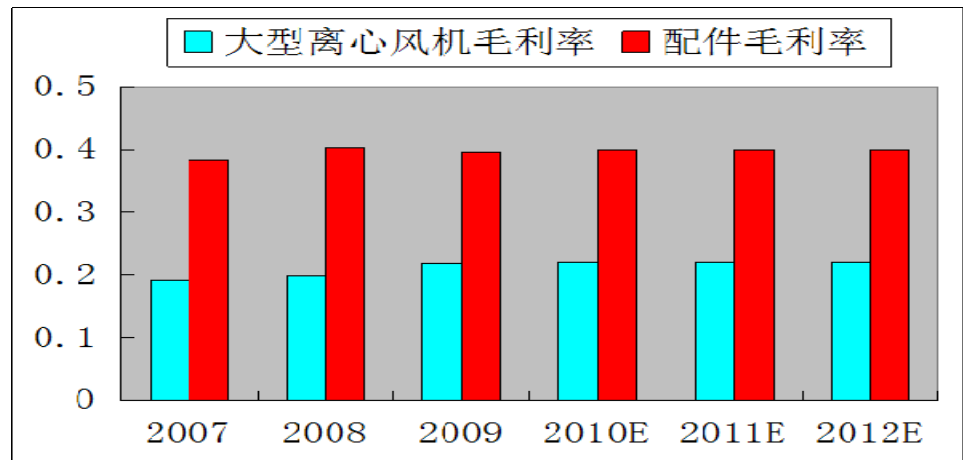
图七：募投项目对公司未来转型至关重要



资料来源：公司招股说明书 东方证券研究所

配件销售成为新的利润增长点

公司以“服务+制造+服务”的业务模式向用户提供风系统需求分析、风系统研发设计、离心风机产品制造、风系统节能改造等端到端完整的全生命周期的风系统解决方案，将企业价值链延伸到产品制造两端，形成了企业的差异化核心竞争力。售前及售后的服务支持不仅为风机的产品销售起到了良好的拓展作用，同时也促进了高毛利的风机配件的销售。随着风机存量的增长，风机服务和配件市场不断扩大，占主营业务收入比重不断上升，有望成为新的利润增长点。

图八：配件和大型离心风机毛利率对比


资料来源：东方证券研究所

四、风险因素与催化剂

宏观经济的不确定性：

宏观经济波动影响的不确定性，以及钢材等原材料价格波动影响的不确定性，是公司面临的主要风险因素。公司生产的离心风机是为相关行业提供气体动力的重要工艺设备，主要应用于钢铁冶炼、火力发电、新型干法水泥、石油化工等重化工业及余热回收、污水处理等节能环保产业，并随着工程总包项目出口亚洲、非洲、南美等发展中国家，与宏观经济关联度紧密。国内部分重化工业行业产能相对过剩，国家已制定钢铁、水泥等相关产业调整与振兴规划。如果全球经济和我国经济增速进一步下滑，将可能导致公司下游行业业绩进一步下滑，使其放缓甚至终止产业结构调整、技术升级步伐，从而减少对公司离心风机产品的需求。

经营风险可能加剧

根据行业惯例，公司产品验收合格后一般有合同金额 10% 的货款作为质保金，依据合同约定质保金一般为项目工程整体安装调试并经检验合格后 1-2 年内收回。结算周期较长的行业特点导致公司应收账款余额较大。随着公司业务拓展的不断加快，销售规模进一步扩大，公司的应收账款金额有可能进一步增加，导致发生坏账的风险有所加大。

催化剂

“十二五”规划及其相关节能环保扶植政策的推出，是公司股价的重大催化剂。

五、估值与投资评级

相对于创业板，公司估值水平偏低，具有较大的价值回归潜力。

表八：估值比照分析

（倍）	2009PE	E2010PE	E2011PE
全部 A 股	23.69	17.52	14.43
沪深 300	19.16	14.68	12.2
中小企业板	56.68	40.23	29.2
创业板	81.85	58.32	39.59
金通灵	56.73	51.93	33.62

资料来源：Wind 资讯、东方证券研究所

大力拓展节能环保装备与进军合同同源管理领域是公司高增长的主要驱动因素，我们预计公司未来三年净利润复合增长率为 69.57%。我们调高公司盈利预测和目标价，给予公司股价 0.6 倍 PEG 和 41.74 倍 PE 的估值水平，对应 2011 年预测 EPS 的合理股价为 61.30 元，目前股价低估，维持级公司买入评级。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表（人民币百万元）						现金流量表（人民币百万元）					
	2009	2010	2011	2012E	2013E		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	599.1	629.7	772.7	1003.4	1403.9	税后利润	54.49	79.50	122.77	213.57	387.64
营业成本	457.2	454.9	535.1	658.13	861.36	经常性现金支出	19.00	21.76	22.65	22.25	24.94
主营业务税金及附	4.23	4.05	5.03	6.60	9.17	非经常性现金支	(1.23)	0.64	0.96	1.09	1.36
销售费用	33.10	38.42	46.37	59.20	81.43	营运资金变动	(16.15)	(8.28)	(14.67)	(43.08)	(60.89)
管理费用	26.72	34.64	41.73	53.18	73.00	少数股东损益	0.81	1.38	2.15	3.79	6.96
财务费用	6.87	8.08	4.89	1.76	(2.27)	经营活动现金净	56.92	94.99	133.86	197.62	360.03
营业利润	71.07	89.68	139.5	224.56	381.24	资本开支	121.98	20.00	50.00	50.00	50.00
非经常性损益	3.46	2.23	4.01	28.19	83.00	其他投资	4.19	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	74.53	91.91	143.5	252.75	464.24	投资活动现金净	(117.6)	(19.92)	(49.94)	(49.97)	(49.99)
所得税	19.23	11.03	18.67	35.38	69.64	贷款增加	112.82	(30.00)	(35.00)	(10.50)	(7.35)
净利润	55.29	80.88	124.9	217.36	394.60	支付股利利息	(9.12)	(7.98)	(5.47)	(3.42)	(2.39)
少数股东损益	0.81	1.38	2.15	3.79	6.96	其他融资	99.04	6.91	(3.62)	(4.63)	(5.57)
归属母公司净利润	54.49	79.50	122.7	213.57	387.64	筹资活动现金净	89.93	(52.07)	(58.79)	(28.84)	(22.52)
EPS（元/股）	0.87	0.95	1.47	2.55	4.64	现金净流量	29.17	23.00	25.13	118.81	287.52
						现金期初余额	30.80	70.74	93.74	118.87	237.68
资产负债表（人民币百万元）						现金期末余额	59.97	93.74	118.87	237.68	525.20
	2009	2010	2011	2012E	2013E	比率分析					
货币资金	70.74	93.74	118.8	237.68	525.20		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
应收账款票据	220.1	233.5	272.0	362.11	504.84	增长能力					
存货	87.75	88.71	107.0	134.92	180.89	营收增长率(%)	4.13%	5.11%	22.71	29.85	39.91
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	34.23	25.31	46.10	52.54	64.63
流动资产合计	409.9	441.4	528.8	773.48	1260.8	EBIT 增长率(%)	36.32	25.44	47.77	56.65	67.45
长期投资	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	净利润增长率(%)	51.12	46.27	54.46	73.99	81.54
固定资产	90.10	127.0	140.3	172.39	205.46	盈利能力					
在建工程	56.58	31.32	56.26	61.25	62.25	毛利率(%)	23.70	27.77	30.75	34.41	38.65
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率(%)	9.23%	12.84	16.17	21.66	28.11
非流动资产合计	201.3	199.9	235.3	270.03	301.68	EBITDA 利润率	14.35	17.11	20.37	23.93	28.16
资产总计	611.2	641.3	764.1	1043.5	1562.5	ROA(%)	9.05%	12.61	16.35	20.83	25.25
循环借款	70.00	49.00	34.30	24.01	16.81	ROE(%)	31.25	31.37	32.64	36.22	39.67
应付账款	160.3	152.6	179.2	222.31	289.83	ROIC(%)	23.26	36.12	38.44	49.29	34.62
预收账款	81.52	85.02	104.3	135.46	189.53	偿债能力					
其他应交款	4.14	7.14	8.60	15.47	30.26	资产负债率(%)	71.06	59.81	49.92	42.49	36.34
流动负债合计	320.8	300.0	332.9	405.43	537.24	流动比率(倍)	1.28	1.47	1.59	1.91	2.35
非流动负债合计	113.4	83.49	48.49	37.99	30.64	速动比率(倍)	0.91	1.09	1.17	1.48	1.92
负债合计	434.3	383.5	381.4	443.42	567.88	价值评估					
股本	62.60	83.60	83.60	83.60	83.60	P/B(倍)	17.35	15.84	11.04	7.03	4.23
资本公积	30.12	25.02	49.58	92.29	169.82	P/E(倍)	1.15	50.04	33.62	19.33	10.65
未分配利润	71.40	131.0	223.1	383.28	674.01	EV/收入(倍)	0.27	6.36	5.28	3.93	2.59
股东权益	176.9	257.8	382.7	600.08	994.69	EV/EBITDA(倍)	1.88	37.16	25.91	16.41	9.20
负债和股东权益	611.2	641.3	764.1	1043.5	1562.5	EV/EBIT(倍)	2.08	40.95	28.23	17.40	9.60

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值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行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

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