

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022

联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

技术突出的全方位服务工业水处理专家

事件描述

中电环保（300172）拟首次在深圳创业板公开发行人民币普通股 2500 万股，占发行后总股本的 25%

事件评论

- 公司主要为火电、核电、石化、煤化工、冶金等行业的大型工业项目提供工业水处理系统解决方案、水处理设备系统集成及工程承包业务。主要核心产品为凝结水精处理、给水处理、废污水处理及中水回用等工业水处理系统设备。
- 由于工业污染事件频繁发生，工业废水排放量占全国污水总排放量 40%以上，这一部分污水处理不好将直接影响到人民群众的生命安全，因此近年来备受国家关注。目前我国最主要的工业污水排放的大户集中在化工，电力和造纸等行业，工业污水门类多，下游空间巨大，同时对于参与其中的公司的技术要求高。
- 公司主要集中在工业水处理行业中的火电、核电领域，同时涉及石油煤化工，海水淡化等多个领域，产品线丰富，具备提供一体化服务优势，公司主要客户包括国内五大发电集团、华润电力、中核总、中广核、中石化、中石油、神华集团、宝钢等众多行业龙头企业。公司获得多项成功的设备系统集成和工程承包业绩，并与国内各大总包商合作为巴基斯坦恰希玛核电 C2 项目、印度 JHARSUGUDA 电厂、土耳其 EREN 电厂、越南海防电厂境外工程项目提供了水处理系统成套设备，在工业水处理市场形成了较高的品牌影响力。
- 本次拟公开发行人民币普通股（A 股）2,500 万股，占发行后总股本的 25%，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需要的营运资金。本次发行募集资金扣除发行费用后，分别用于本公司“水处理设备系统集成中心”项目、“水处理管控一体化中心”项目、“设计研发中心”项目和“其他与主营业务相关的营运资金”项目。
- 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.47/0.69/0.87 元。公司作为国内从事工业水处理公司，存在更高的进入壁垒和技术要求，应该享有一定的溢价，同时考虑创业板 2011 年一致预期 PE 的平均值为 37 倍，我们给予公司 2011 年 37-40 倍 PE，对应股价分别为 25.5-27.6 元/股。

公司概况

工业水处理专家

公司是专业从事工业给水处理、冷凝水回收处理、废污水处理及水网自动化的高科技环保设备总成套及工程总承包公司，其前身为南京中电联电力集团有限公司。

公司目前主要为火电、核电、石化、煤化工、冶金等行业的大型工业项目提供工业水处理系统解决方案、水处理设备系统集成及工程承包业务。主要核心产品为凝结水精处理、给水处理、废污水处理及中水回用等工业水处理系统设备，占公司业务量的 90% 左右。

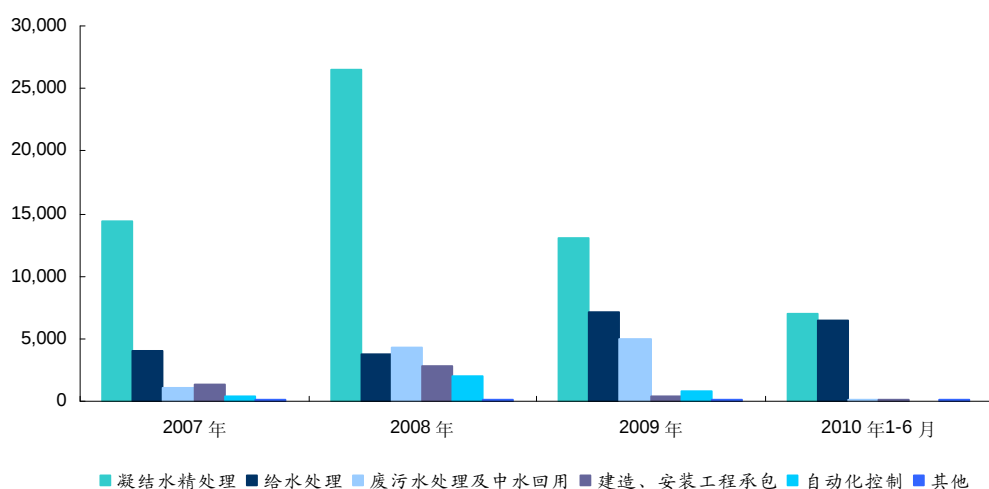
在火电、核电水处理领域，公司具有明显的竞争优势，具有较强的市场竞争力，位居市场的第一梯队行列。

表 1: 公司主营业务构成情况一览

项目	2007 年度		2008 年度		2009 年度		2010 年 1-6 月	
	金额	比例(%)	金额	比例(%)	金额	比例(%)	金额	比例(%)
水处理系统设备销售	193,723	91	18,948	79	25,167	95	13,627	98
其中：凝结水精处理	14,349	67	10,758	45	13,090	50	7,013	50
给水处理	3,975	19	3,832	16	7,151	27	6,471	47
废污水处理及中水回用	1,048	5	4,358	18	4,927	19	142	1
自动化控制	449	2	2,044	8	774	3	42	0.3
建造、安装工程承包业务	1,290	6	2,835	12	376	1.4	153	1.1
其他业务	152	0.7	104	0.4	129	0.5	81	0.6
合 计	21,265	100	23,931	100	26,446	100	13,903	100

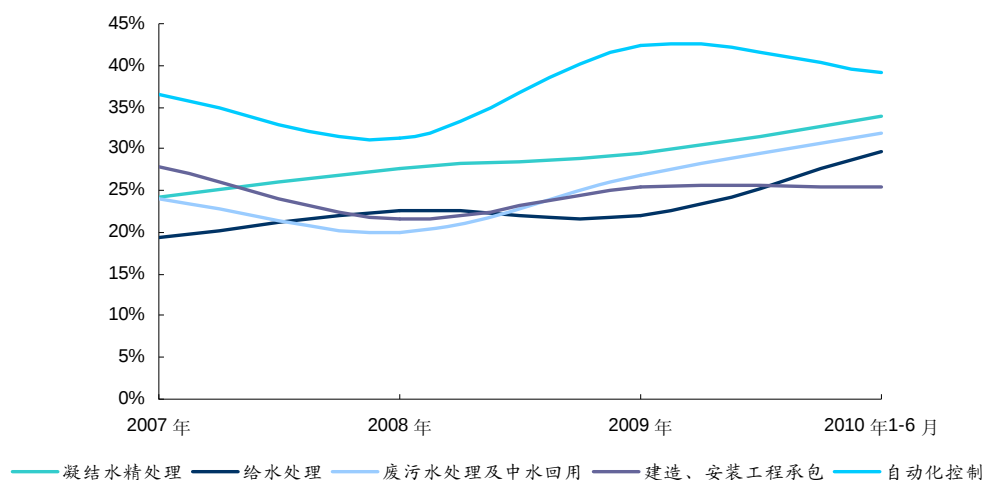
资料来源：招股书，长江证券研究所

图 1: 公司主营业务收入变化情况



资料来源：招股书，长江证券研究所

图 2：公司主营业务毛利率变化情况

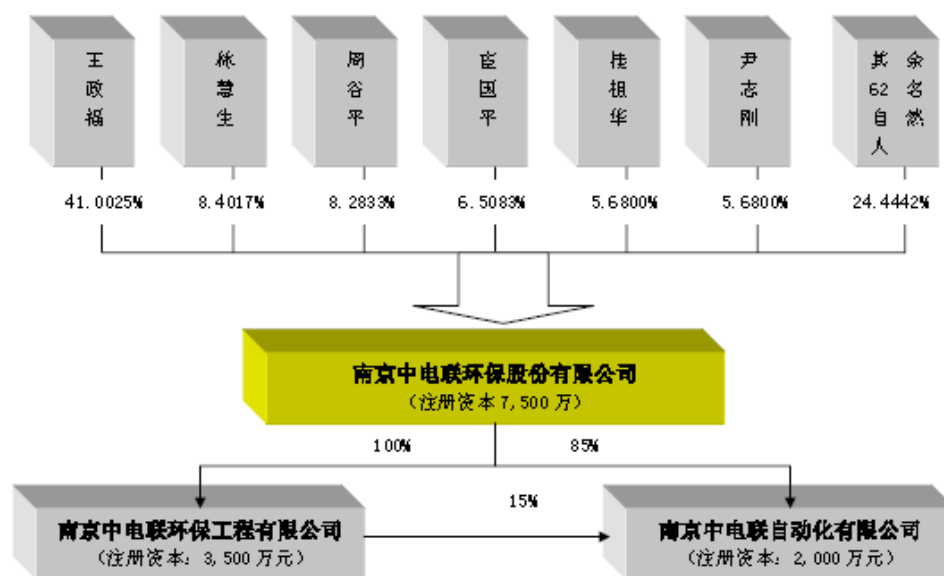


资料来源：招股书，长江证券研究所

技术高管为公司未来发展提供保障

公司高管多是行业中技术顶级专家，且管理经验丰富。其中创始人王政福先生长期致力于企业经营管理、环保科技研发、成果转化及产业化，是多项专利的主要发明人之一，主持并完成环保治理项目数十项。

图 3：公司股权结构图



资料来源：招股书

表 2：公司发行前后股本结构

股份性质	股东	发行前	发行后
------	----	-----	-----

	股数 (万股)	比例 (%)	股数 (万股)	比例 (%)
王政福	3075	41	3075	41
林慧生	630	8.4	630	8.4
周谷平	621	8.3	621	8.3
宦国平	484	6.5	484	6.5
有限售条件的股份	桂祖华	426	426	5.7
	尹志刚	426	426	5.7
	其他股东	1833	1833	24
	小计	7500	7500	100
社会公众股股东			2500	25
合计	7500	100	10000	100

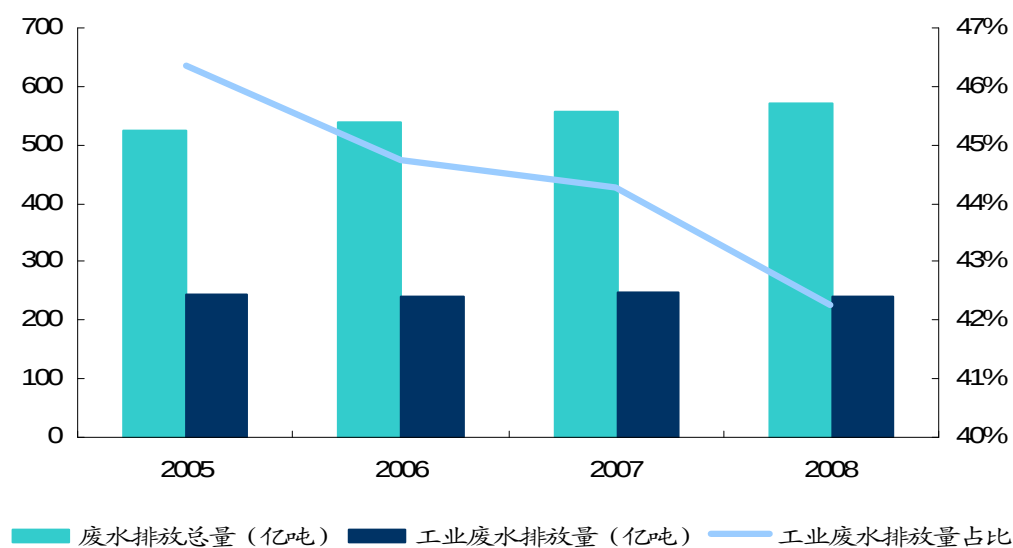
资料来源：招股书，长江证券研究所

工业污水处理市场前景广阔

政策支持工业污水行业发展

目前在我国工业废水的排放量仍占总排放量的40%以上，由于工业废水具有高污染性，直接危害人民群众的生命安全，因此国家近年来在政策上和资金上加大对工业污水处理行业的支持。经过多年的发展，我国的工业水处理行业整体技术水平和行业收入规模有了较大程度的提高。随着经济的发展及环境保护力度的进一步加强，可以预期未来5年在“节水、减排”的大战略背景下，水处理行业将迎来一个高速发展的时期。

图 4：工业废水排放量占比仍维持在 40%以上



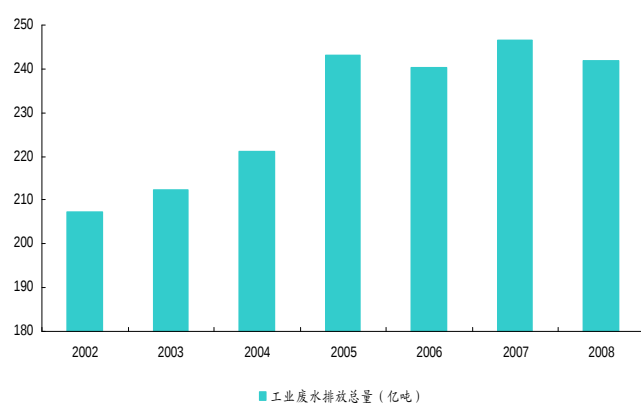
资料来源：全国环境统计公报，长江证券研究所

表 3: 国家政策大力推行工业节水和污水处理

主要政策	内容
《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》	明确提出突出抓好钢铁、有色、煤炭、电力、化工、建材等行业和耗能大户的节能减排工作，重点推进火电、冶金等高耗水行业节水技术改造，提高水的利用效率，扩大再生水利用，积极开展海水淡化、海水直接利用和矿井水利用。
《节水型社会建设“十一五”规划》及《关于做好建设节约型社会近期工作的通知》	工业节水重点是抓好火力发电、石油石化、钢铁、纺织、造纸、化工、食品等高用水行业的节水工作。沿海地区的火力发电、石油石化、钢铁等行业积极采用海水淡化、海水冷却技术，鼓励使用海水、矿井水、再生水等非常规水源，大力推广污水深度处理回用技术等
《中国节水技术政策大纲》	大力发展和推广工业用水重复利用技术，大力发展循环用水系统、串联用水系统和回用水系统，发展和推广蒸汽冷凝水回收再利用技术，发展外排废水回用和“零排放”技术。
《海水利用专项规划》	“十一五”期间，沿海地区在建的电力、石化、钢铁等重点行业，必须配套建设海水淡化水作为工业冷却水；已有的电力、石化、钢铁等重点行业必须对现有的供水设备进行改造，以海水淡化水代替工业用水；在沿海城市及其海岛建设一批生活用的大型海水淡化项目。按此规划，到 2020 年，我国海水淡化总量将达到 250-300 万吨/日。
《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	根据战略性新兴产业的特征，立足我国国情和科技、产业基础，现阶段重点培育和发展节能环保等产业。到 2015 年，战略性新兴产业形成健康发展、协调推进的基本格局，对产业结构升级的推动作用显著增强，增加值占国内生产总值的比重力争达到 8% 左右。到 2020 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 15% 左右，吸纳、带动就业能力显著提高。节能环保等产业成为国民经济的支柱产业。

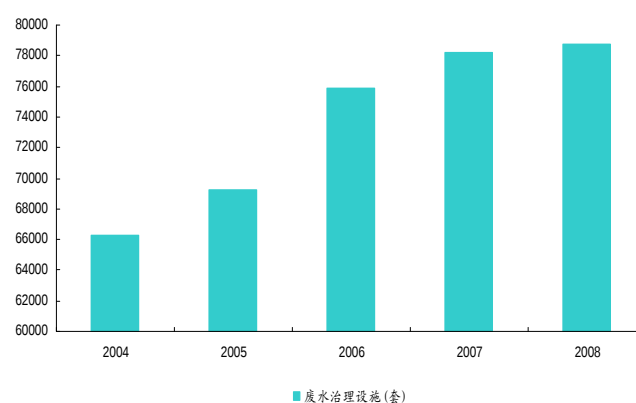
资料来源：长江证券研究所

图 4: 工业废水排放量逐年上升



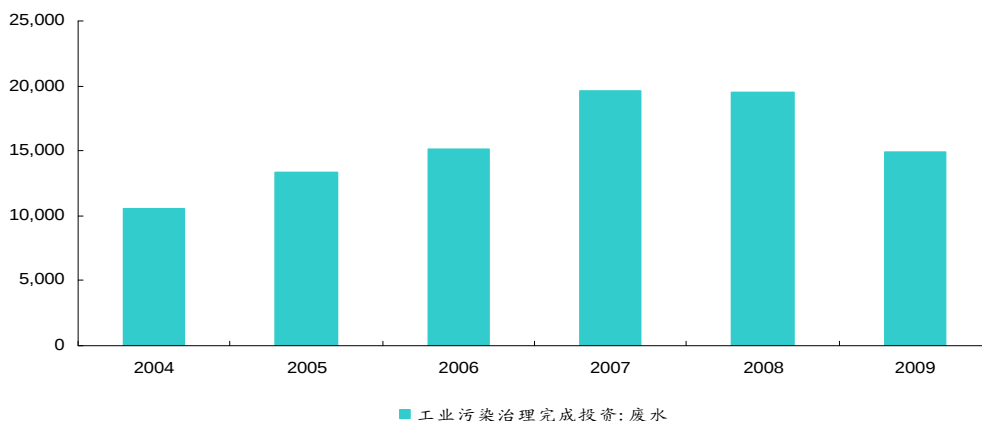
资料来源：国家统计局，长江研究所

图 5: 废水处理设备数量稳步增加



资料来源：国家统计局，长江研究所

图 5：工业废水治理投资逐年增大



资料来源：CEIC，长江证券研究所

工业污水门类多壁垒高，下游空间大

目前我国最主要的工业污水排放的大户集中在化工，电力和造纸等行业，工业污水门类多，下游空间巨大，同时对于参与其中的公司的技术要求高。

➤ 技术壁垒

工业水处理的应用领域宽泛，涉及产品众多，目前大部分企业仅能对其中一项或者部分生产领域提供水处理服务，行业内能够掌握完整水处理技术的企业较少，行业外的企业要掌握相关技术体系有较大的困难。

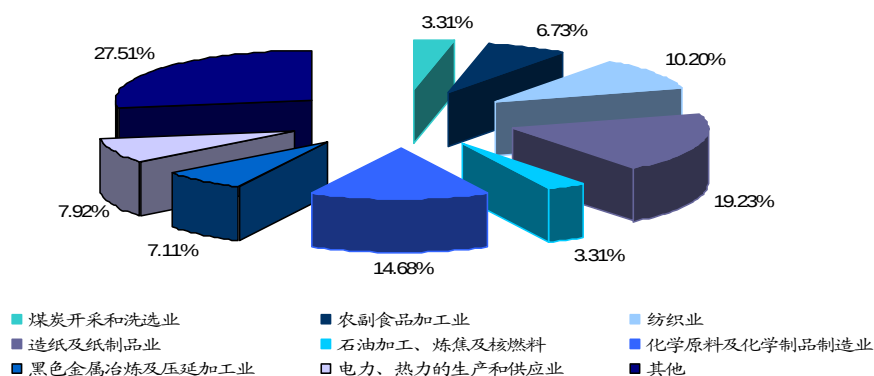
➤ 业绩壁垒

大部分行业内企业均较为看重水处理设备提供商的过往业绩状况，其所服务客户的质量高低将会在较大程度上影响到工业水处理行业内企业获得新客户的能力。是否具有同类型项目的过往业绩构成了本行业的重要壁垒。

➤ 品牌和客户关系壁垒

工业水处理企业需要通过各种形式拓展营销渠道，以良好的产品质量和企业诚信与客户建立长期合作关系。对行业的新进入者而言，这种基于长期合作而形成的客户关系和品牌效应是其进入本行业的较大障碍。

图 6：各行业污水排放占比情况



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

- 火电行业：目前虽然电力投资增速下降，但是火电上大压小技改后大机组要求更高纯度的处理水，同时老电厂也要求加大节水减排的力度，制定了严格的用水红线要求，因此未来循环水对于工业用水来说是大趋势。

表 4：国家具体制定的红线要求

类别	国家政策要求
第一根红线	2015 年总的水资源使用量是 6200 亿立方，相比 2009 年的 5900 亿立方，在 5 年时间增量控制在 290 亿之内；
第二根红线	2015 年全国农业灌溉利用系数提高到 0.52% 以上；
第三根红线	全国水功能区的达标率要在现状的基础上提高到 60%；

资料来源：长江证券研究所

- 截止到 2011 年 1 月 14 日，中国在运营核电机组达 1082 万千瓦，在建机组达 3100 万千瓦；核电规划在不断修改完善，三年修改了 3 次，2007 年《核电中长期发展规划》，到 2020 年核电运行 4000 万千瓦，在建 1800 万千瓦，核能行业协会副理事长赵成昆：到 2020 年，我国核电运行装机容量目标为 7000 万千瓦，在建规模为 3000 万千瓦；2010 亚洲能源论坛：到 2020 年我国核电装机容量有望达到 8000 万千瓦；《新兴能源产业发展规划》草案，到 2020 年，我国核电运行装机容量目标为 8600 万千瓦，核电规划不断扩展将带来核电水处理公司的发展。
- 煤化工：“十二五”期间，规划的石化、煤化工项目将超过 7000 亿，一般石油炼化煤化工工业水处理投入占总投资的 3%-5%，我们预计石油化工、煤化工水处理的规模将达到 210-350 亿元。

表 5：七大煤化工基地情况一览

基地名称	投资额度 (亿元)	规划
苏鲁豫皖	1134.6	重点发展甲醇、烯烃、醋酸、甲醛、二甲醚、尿素、三聚氰胺、二甲基甲酰胺、芳烃等 9 大主导产品，形成 4 条煤化工产业链，建设 5 个煤化工基地
中原地区	870	100 万吨尿素、450 万吨甲醇、250 万吨聚氯乙烯、160 万吨苯和 255 万吨煤焦油的生产能力
黄河中下游	2055.66	到 2020 年，这里将形成煤制油年产 1100 万吨，二甲醚 700 万吨，即中国最大替代化石燃料生产基地
云贵		形成西部煤化工产业带，黔中煤磷化工产业区，黔北煤化工产业区三大煤化工产业基地
新疆伊犁	2400	
蒙东		在蒙东，共建锡林浩特、霍林河、呼伦贝尔三大甲醇生产基地，规划年产能 1000 万吨，按规划，这部分甲醇将运到辽东消化
黑东	200	建设 180 万吨/年甲醇、60 万吨/年烯烃大型煤化工项目及配套工程
总计	>10000	

资料来源：长江证券研究所

工业污水处理专家——中电环保

涉及污水处理门类广决定其行业地位

公司业务主要集中在工业水处理行业中的火电、核电领域。2010 年 1-6 月本公司实现销售收入 1.39 亿元，截止 2010 年 6 月 30 日，正在实施或待实施合同 6.15 亿元。在火电、核电水处理领域，公司具有明显的竞争优势，具有较强的市场竞争力，位居市场的第一梯队行列。

其中，火电领域（1000MW 以上）已投入运营机组，全国已经投入运营的 1000MW 超超临界机组共计 21 台，由本公司承接的已经投入运营的项目为 5 台；截止 2009 年末，在建 1000MW 机组共有 22 台。

经中国环境保护产业协会水污染治理委员会认定，本公司（含子公司）2008-2009 年度业务规模在工业水处理设备系统集成领域位居第一位。

表 6：公司主要产品的应用领域

产品类型	产品名称	应用领域
凝结水精处理	凝结水精处理系统	主要应用于大型火电厂锅炉、核电机组蒸汽发生器的凝结水系统，还可应用于石化、煤化工等大工业冷凝水深度处理。
	全膜法给水处理系统	广泛应用于锅炉补给水处理和各类工业纯水处理，达到锅炉用水或其他工业用水的水质标准。
给水处理	海水淡化系统	主要应用于沿海地区工业和居民生活用水处理。采用膜处理技术，去除海水中的盐及杂质，制取淡水。
	废污水处理系统	广泛应用于火电厂、核电站、石化、煤化工、冶金等行业大工业的废污水处理，包括含煤废水、酸碱废水、化工废水、生活污水的净化处理，达到排放标准。
废污水处理及中水回用	中水回用处理系统	主要应用于火电厂、石化、煤化工、冶金等行业的循环排污水回用处理，以及市政污水厂中水处理和其他工业零排放处理系统。

资料来源：招股书，长江证券研究所

高端客户及品牌奠定公司发展优势

主要客户包括国内五大发电集团、华润电力、中核总、中广核、中石化、中石油、神华集团、宝钢等众多行业龙头企业。公司获得多项成功的设备系统集成和工程承包业绩，并与国内各大总包商合作为巴基斯坦恰希玛核电 C2 项目、印度 JHARSUGUDA 电厂、土耳其 EREN 电厂、越南海防电厂境外工程项目提供了水处理系统成套设备，在工业水处理市场形成了较高的品牌影响力。

工业水处理领域一体化服务优势

公司在工业水处理方面具有完整的系统集成和全面的技术服务综合能力，能够为客户提供从给水处理、凝结水精处理到废污水处理及中水回用等系列水处理成套设备系统，并可提供技术咨询、系统设计、工艺及控制设备系统集成、运行技术服务和工程承包等一体化服务。

募投项目分析

本次拟公开发行人民币普通股（A 股）2,500 万股，占发行后总股本的 25%，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需要的营运资金。本次发行募集资金扣除发行费用后，分别用于本公司“水处理设备系统集成中心”项目、“水处理管控一体化中心”项目、“设计研发中心”项目和“其他与主营业务相关的营运资金”项目。

表 7：公司募集资金项目

序号	项目名称	项目总投资	审批、核准、备案情况
1	水处理设备系统集成中心	14,632.40	宁发改投资字【2010】17 号
2	水处理管控一体化中心	3,633.50	宁发改投资字【2010】16 号
3	设计研发中心	2,545.10	宁发改投资字【2010】19 号
4	其他与主营业务相关的营运资金	【 】	

资料来源：招股书，长江证券研究所

水处理设备系统集成中心建设项目

本项目主要是用于建设水处理工艺设备（凝结水精处理系统、膜法水处理系统、废污水处理和中水回用系统）的系统集成中心。目前公司的水处理设备的生产集成主要利用协作厂的场地来完成，即由协作厂提供集成场地、起重设备机具、检测仪器、操作工人等，公司组织技术人员和质量控制人员到现场、提供设计图纸、各种配套设备和零部件，在协作厂协助下，进行设备系统集成，完成质量检验和性能测试。随着企业承接业务量的增大及生产规模的不断扩大，这种生产集成方式已经难以满足公司的实际需要，公司迫切需要增强自身产品系统集成能力。

从技术准备来看，本项目主要依赖于公司多年来形成的水处理技术为基础，具有成熟的生产技术和工艺流程，可确保项目的顺利实施。公司在本项目的厂房设备布局、工艺路线方面已经进行了充分优化和改进论证，使项目整体设计更加合理。从政策面来看，我国对于环境保护和水资源节约的日益重视，相关部委相继出台了《中国节水技术政策大纲》、《节水型社会建设“十一五”规划》、《国务院关于印发节能减排综合性工作方案的通知》、《海水利用专项规划》等一系列法律法规，对于工业给水、节水、海水利用、废污水治理及中水回用方面提出了具体要求，为该项目的实施提供了强有力的政策保障。

表 8：本项目设计产能

序号	产品名称	单位	数量
1	凝结水精处理工艺系统成套设备	套	18
2	膜法水处理(含海水淡化) 工艺系统成套设备	套	22
3	废污水处理和中水回用工艺系统成套设备	套	10
	合计	套	50

资料来源：招股书，长江证券研究所

表 9：项目达产后效益指标

序号	名称	单位	指标	备注
----	----	----	----	----

1	预计销售收入	万元	40,247.90	达产 100%后
2	预计利润总额	万元	6,294.10	
3	预计净利润	万元	5,350.00	按 15%税率预计

序号	名称	单位	指标		备注
			所得税前	所得税后	
1	项目投资财务内部收益率 (FIRR)	%	26.1	21.9	
2	项目投资财务净现值 (FNPV)	万元	15,985.70	11,369.00	ic=12%
3	项目投资回收期 (Pt)	年	5.6	6.3	含建设期 1 年
4	总投资收益率 (ROI)	%		21.4	

资料来源：招股书，长江证券研究所

水处理“管控一体化”中心项目

在本项目中，公司将结合自身现有成熟、先进的水处理程控技术，针对不同的水处理工艺提出相应的自动化系统解决方案、程序控制策略，以公司自有的专有技术为核心，采用自主开发软件与外购的硬件设备进行有机结合，提高在水处理系统控制的技术水平、数字化水平和信息化水平，有效提升整个生产过程的管控一体化水平。

通过本项目的实施，“管控一体化”系统的关键构件制作、设备系统集成等工作由原来在协作厂协助完成的工作，将全部由公司自行完成，从而形成水处理自动化控制系统集成能力，进一步增强公司在水处理“管控一体化”方面的技术水平和服

表 10: 产品方案表

序号	产品名称	单位	数量
1	凝结水精处理工艺系统成套设备	套	18
2	膜法水处理(含海水淡化) 工艺系统成套设备	套	22
3	废污水处理和中水回用工艺系统成套设备	套	10
	合计	套	50

资料来源：招股书，长江证券研究所

表 11: 项目达产后效益指标

序号	名称	单位	指标		备注
1	预计销售收入	万元		7,102.50	达产 100%后
2	预计利润总额	万元		1,123.50	
3	预计净利润	万元		955	按 15%税率预计

序号	名称	单位	指标		备注
			所得税前	所得税后	
1	项目投资财务内部收益率 (FIRR)	%	21.01	17.78	
2	项目投资财务净现值 (FNPV)	万元	2,358.6	1,519.2	ic=12%

3	项目投资回收期 (Pt)	年	6.20	6.97 含建设期 1 年
4	总投资收益率 (ROI)	%	18.1	

资料来源：招股书，长江证券研究所

设计研发中心项目

本项目是为了配合公司的发展战略，提高公司的研发设计环境，提升公司的整体研发能力而建立。本项目实施后，设计研发中心将承担凝结水精处理、膜法水处理、海水淡化、废污水处理及中水回用等工艺设备系统的设计和研发任务。同时，对水处理领域的新技术进行跟踪与自主研发，为公司未来的发展进行前瞻性研究工作，力争成为国内一流的水处理系统设计和新技术研发中心。

其他与主营业务相关的营运资金

对于该项目资金的管理运营安排，公司将严格按照《募集资金管理制度》，根据业务发展的需要使用该项营运资金。公司从募集资金专用账户调用该项营运资金时，将向开户银行提供由董事会做出的最近一期调用营运资金的半年计划，且做出该计划的董事会会议召开日至向开户银行提供该计划的期限不得超过半年。

盈利预测与假设

基本假设：

- 公司目前已承接的项目能顺利完成，每年保持一定的水处理项目订单；
- 募投项目能够顺利投产；

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.47/0.69/0.87 元。公司作为国内从事工业水处理公司，存在更高的进入壁垒和技术要求，应该享有一定的溢价，同时考虑创业板 2011 年一致预期 PE 的平均值为 37 倍，我们给予公司 2011 年 37-40 倍 PE，对应股价分别为 25.5-27.6 元/股。

表 12：A 股环保上市公司估值情况

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
000826.SZ	桑德环境	31.40	0.350	0.496	0.705	89.71	63.32	44.52
300055.SZ	万邦达	122.50	1.228	1.356	2.171	99.76	90.35	56.43
300056.SZ	三维丝	36.60	0.580	0.720	1.129	63.10	50.85	32.41
300070.SZ	碧水源	112.00	0.970	1.265	2.223	115.46	88.50	50.39
300090.SZ	盛运股份	30.32	0.545	0.495	0.623	55.61	61.19	48.64
300072.SZ	三聚环保	39.02	0.710	0.735	1.094	54.96	53.11	35.67
行业中值						76.41	62.25	46.58
行业均值						79.77	67.89	44.68

资料来源：wind，长江证券研究所

表 13：A 股创业板 2010-2012 年一致预测市盈率一览

	2010	2011	2012
--	------	------	------

创业板一致预期 PE 平均值	55.94	37.49	27.02
----------------	-------	-------	-------

资料来源: wind, 长江证券研究所

风险提示

1. 市场相对集中, 使得公司对于下游客户的依赖性增强;
2. 电力投资增速下降, 核电规划速度较慢, 公司所处行业的综合因素致使公司在发展过程中难以独善其身;
3. 公司获取订单的速度低于预期。

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	264	269	405	560	货币资金	58	525	346	176
营业成本	192	193	291	405	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	73	77	113	155	应收账款	105	107	160	222
% 营业收入	27.6%	28.5%	28.0%	27.7%	存货	48	48	72	101
营业税金及附加	1	1	2	3	预付账款	18	18	27	38
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	8	9	13	18	流动资产合计	246	715	632	572
% 营业收入	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	18	18	27	38	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-1	-7	-10	-6	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.5%	-2.4%	-2.4%	-1.0%	固定资产合计	-228	-25	179	384
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	14	13	13	12
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	0	0	0
营业利润	46	55	81	102	其他非流动资产	245	245	245	245
% 营业收入	17.5%	20.4%	19.9%	18.2%	资产总计	278	948	1068	1213
营业外收支	1	1	1	1	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	46	56	82	103	应付款项	53	53	80	111
% 营业收入	17.4%	20.8%	20.2%	18.4%	预收账款	63	64	97	134
所得税费用	6	8	12	15	应付职工薪酬	1	1	1	2
净利润	40	48	70	88	应交税费	-2	0	1	1
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	1	1	2
的净利润	38.7	47.1	68.7	86.6	流动负债合计	116	119	180	249
少数股东损益	1	1	1	2	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.39	0.47	0.69	0.87	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	28	45	25	42	负债合计	120	123	184	253
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	159	824	882	956
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	1	2	4
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	159	825	885	960
固定资产投资	-6	-203	-204	-206	负债及股东权益	278	948	1068	1213
其他	-4	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-10	-203	-204	-206		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.387	0.471	0.687	0.866
股权融资	0	625	0	0	BVPS	2.11	10.98	8.82	9.56
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	PE	12.18	10.00	6.85	5.44
筹资成本	16	0	-1	-7	PEG	0.40	0.32	0.22	0.18
其他	-31	0	0	0	PB	2.23	0.43	0.53	0.49
筹资活动现金流净额	-16	625	-1	-7	EV/EBITDA	9.14	-1.11	1.74	3.05
现金净流量	3	467	-179	-170	ROE	24.4%	5.7%	7.8%	9.1%

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

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。