

方正证券研究所证券研究报告

高级研究员：张远德

执业证书编号：S1220511030004

E-mail: zhangyuande@foundersc.com

联系人：彭民（机械行业）

TEL: 010-68584886

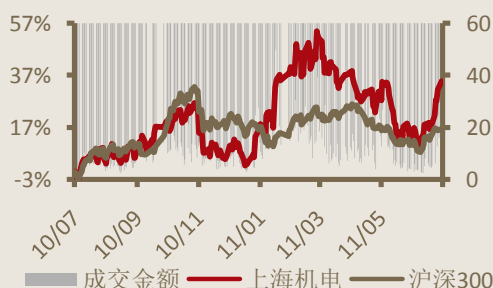
Email: pengmin@foundersc.com

联系人：周娅（机械行业）

TEL: 010-68584820

Email: zhouya@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	13260	15168	19385	23063
(+/-)	20.70%	14.39%	27.80%	18.97%
净利润	665.72	951.26	1224.54	1486.63
(+/-)	42.94%	42.89%	28.73%	21.40%
EPS (元)	0.65	0.93	1.20	1.45
P/E	20.25	14.17	11.01	9.07

相关研究

现有业务整合稳步推进，新业务拓展有望加速；

毛利率保持高位，业绩符合预期；

2010年业绩符合预期，保障房建设加速，2011电梯业务或超预期；

受益川崎精机地震困局，液压件业务投资收益有望超预期；

低估值、高成长、前景广阔的装备制造明星；

业务整合提升增长潜力，低估值机电明星蓄势待发；

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

上海机电(600835)

公司深度报告
2011.07.12 买入

专用设备行业

投资要点

※我们有别于市场的观点：

1、受益于保障房拉动与我国房屋单位面积电梯需求台数的提高，电梯行业景气上行，未来3年行业增速有望超26.5%；2、短期受益于奥的斯逆行事件，公司电梯业务将明显受益，市场份额有望加速提升；3、电梯业务新接订单超预期，上调公司2012年电梯业务增速预测。4、公司不良业务剥离稳步进行，液压件等其它业务发展良好，估值修复可期。

※电梯行业景气高涨、2011年增速有望超34%，未来3年将保持稳健

受益2010年房屋新开工40.68%的高增速，2011年电梯行业景气高涨，全年增速有望超过34%。从中长期来看，我国人均电梯保有量仅世界平均水平的60%，房屋新开工单位面积电梯需求台数仅为3.14台/万平米，未来提升空间巨大。预计2013年房屋新开工单位面积电梯需求台数能达到3.3台/万平米，未来3年电梯行业增速将高达26.5%，电梯行业中短期高成长性明确，值得看好。

※奥的斯频现逆行事故加大质量重视力度，上海机电受益最大

我们认为奥的斯逆行事故主要因为过去几年在中国扩张迅速，并购企业参差不齐，产品质量控制不到位所致。目前电梯行业第一梯队除奥的斯外，上海三菱市场占有率18%屈居第二，但仍远高于广州日立（7%）；据权威机构市场调研显示三菱电梯综合满意度81.01%、品牌形象77.93%，均稳居行业第一，我们认为奥的斯逆行事故将加速上海三菱电梯业务发展。

※新接电梯订单充裕，公司今明2年业绩高速增长无忧

今年1-5月，公司新接订单高达3.5万台，是去年全年销量（4万台）的87.5%。我们预计随着保障房进一步落实，今年全年新接订单有望超过7万台，其中大部分将在2012年交付，预计占公司收入80%的电梯业务2012年增速将超过26%。

※电梯业务受益行业景气与竞争契机有望超预期，维持买入评级

我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.93、1.2、1.45元；对应动态PE分别为14、11、9倍。考虑到未来3年电梯行业的持续高景气，主要竞争对手面临逆行危机后给公司带来千载难逢的市场机会，目前公司电梯新接订单饱满、液压件子公司增长良好、不良业务剥离稳步进行、业务结构更趋合理，我们认为给予公司2011年20-22倍估值水平较为合理，对应股价区间18.6-20.46元，继续维持公司“买入”评级，建议积极关注。

※风险提示：房地产调控风险；业务整合扩张风险；宏观经济波动风险；

目 录

一、电梯行业景气高涨、2011 年增速有望超 30%，未来 3 年将保持稳健.....	3
二、全球第一大品牌奥的斯频现逆行事故，粗放型扩张模式招质疑	7
三、行业竞争格局重新洗牌，上海机电受益最大	7
四、电梯订单充裕，今明 2 年业绩高增长无忧.....	11
五、电梯业务受益行业景气与竞争契机有望超预期，维持买入评级	12
六、风险提示	12

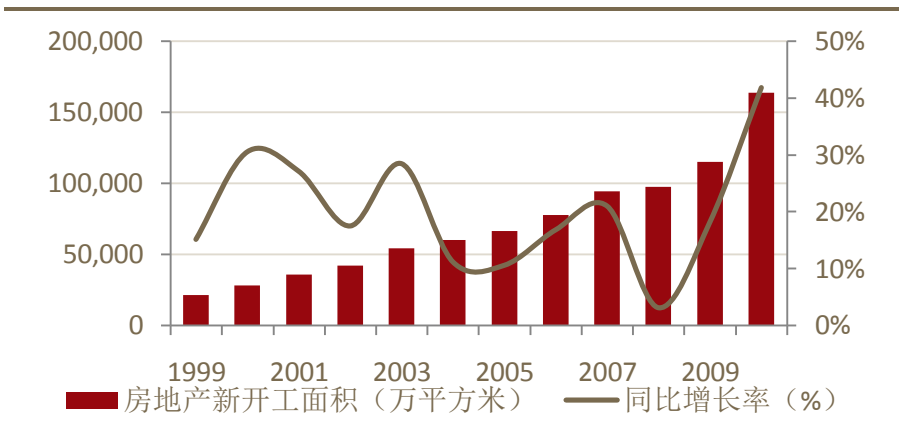
图表目录

图表 1 2010 年房屋新开工增速 40.68%，创近历史最高水平.....	3
图表 2 2011.1-5 电梯行业同比增长 40%，创近 5 年新高	3
图表 3 2011 年 1-5 月房屋新开工仍保持 23%以上增速	4
图表 4 电梯行业滞后房屋新开工 1 年左右.....	4
图表 5 房屋新开工单位面积电梯需求台数稳步增加	5
图表 6 我国与国外电梯人均保有量比较（2008）	5
图表 7 考虑保障房投资拉动，2011-2013 年电梯需求预测.....	6
图表 8 我国电梯销售市场金字塔竞争格局.....	8
图表 9 上海三菱市场占有率 18%，远高于广州日立	9
图表 10 品牌形象和知名度成为客户选择电梯的首要因素.....	9
图表 11 上海三菱品牌形象和知名度高达 77.53 分，居行业首位	10
图表 12 上海三菱综合满意度 81.01%，遥居行业首位	10
图表 13 公司预收账款同比增速保持 40%左右的高水平	11
图表 14 电梯行业可比公司估值水平比较，上海机电明显被低估	12
图表 15 2011-2013 年分项业务预测	13

一、电梯行业景气高涨、2011 年增速有望超 30%，未来 3 年将保持稳健

受益 2010 年房屋新开工 40.68% 高增速，2011 年电梯行业景气高涨，1-5 月电梯行业同比增速高达 40%，创近 5 年来新高。受金融危机和国家调控房地产政策影响，房屋新开工增速自 2008 年初开始快速下滑，到 2009 年中筑底（-16.2%），随后受益宽松货币财政政策及 4 万亿投资拉动，房屋新开工增速触底回升，2010 年全年增速高达 40.68%，创下历史最高水平。

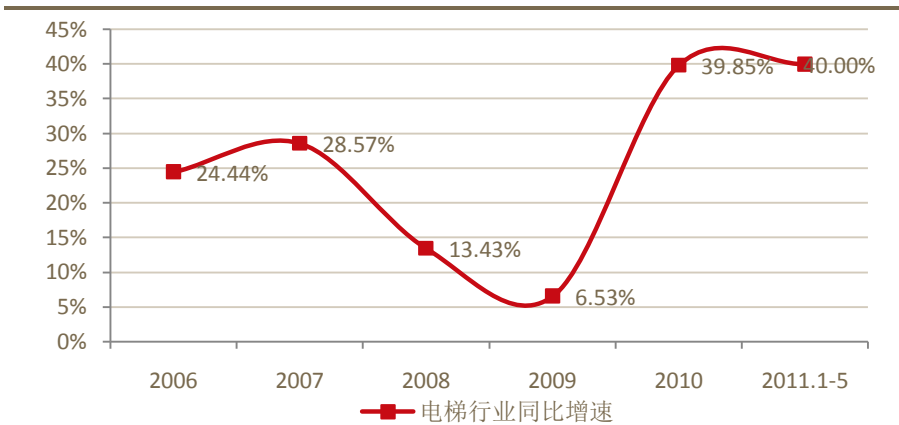
图表 1 2010 年房屋新开工增速 40.68%，创近历史最高水平



资料来源: Wind 方正证券研究所

受益 2010 年房屋新开工的高速增长，电梯行业景气快速上涨，前 1-5 月，全行业增速高达 40%，创下了近五年的新高。

图表 2 2011.1-5 电梯行业同比增长 40%，创近 5 年新高

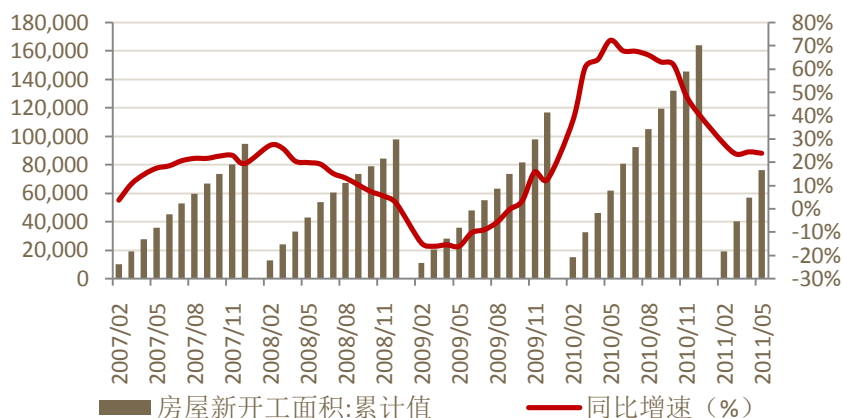


资料来源: 电梯行业协会 方正证券研究所

2011 年前 5 月，房屋新开工依然保持 23% 以上增速，下半年受益保障房落实开工的拉动。受“国十条”等房地产调控政策，以及货币政策收紧等影响，2010 年，房屋新开工增速回落，但目前仍保持了 23% 以上的较快增速。在保障房建设方面，今年的目标是 1000 万套，但由于受资金没到

位等影响，上半年开工率较低，截止 5 月底全国保障房开工率约 30%，随着建设任务的进一步落实和融资问题的解决，下半年保障房建设将明显加速，届时将拉动房屋新开工增速，预计全年有望保持在 24% 左右。

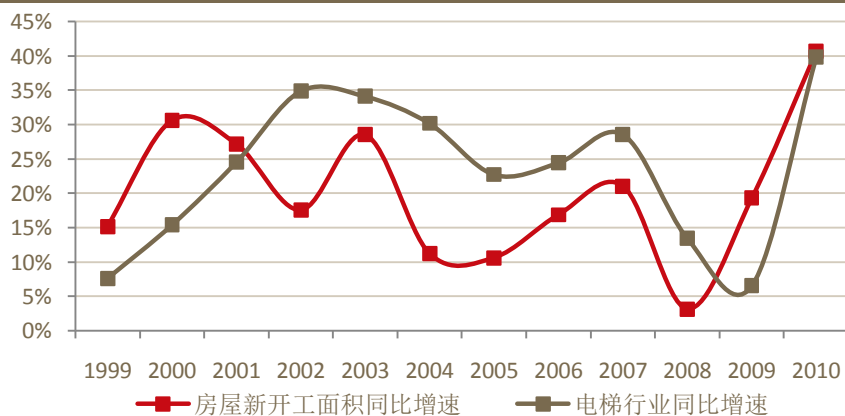
图表 3 2011 年 1-5 月房屋新开工仍保持 23% 以上增速



资料来源: Wind 方正证券研究所

电梯行业增长直接受下游房地产影响，其长期表现与房屋新开工面积增长成正比关系，从图形来看，电梯行业增速一般滞后于房屋新开工面积可比增速 1 年左右。考虑电梯需求需要等待建筑物主体结构完成后安装，逻辑上需要在房屋新开工 1 年左右。

图表 4 电梯行业滞后房屋新开工 1 年左右



资料来源: Wind 方正证券研究所

考虑电梯行业滞后房屋新开工 1 年左右时间，我们根据 x 年电梯需求除以 x-1 年房屋新开工面积计算单位面积电梯需求台数，从 2000 年至 2010 年，单位面积需求台数程稳步上升趋势，由 1.70 台/万平方米上升至 3.14 台/万平方米，年均增加 0.144 个百分点，如下表所示。考虑 2010 年我国保障房大规模开建，短期将影响房屋新开工单位面积需求台数，我们估计 2011-2013 年单位面积电梯需求台数分别为 3、3.15、3.30 台/万平方米。

图表 5 房屋新开工单位面积电梯需求台数稳步增加

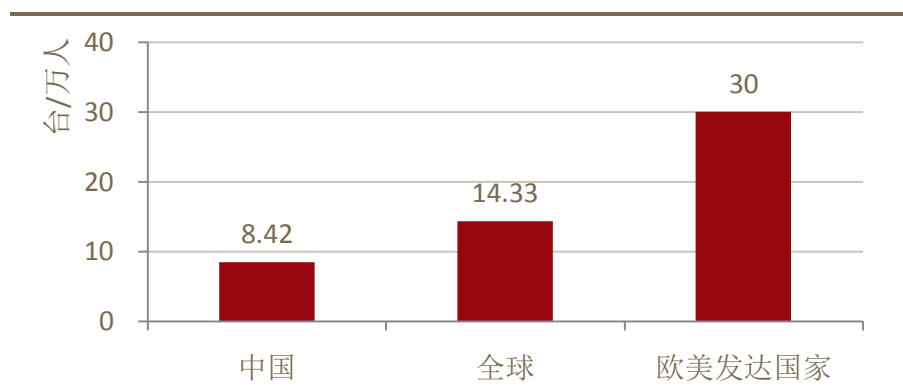
时间	电梯需求	房屋新开工面积	单位面积需求台数
2000	37500	28259.03	1.70
2001	46700	35946.03	1.65
2002	63000	42259.85	1.75
2003	84500	54319.1	2.00
2004	110000	60413.86	2.03
2005	135000	66840.04	2.23
2006	168000	78131.35	2.51
2007	215000	94590.2	2.75
2008	245000	97573.9	2.59
2009	264000	116422	2.71
2010	365000	163776.67	3.14
单位面积台数 10 年年均增加值			0.144

资料来源：电梯行业协会 Wind 方正证券研究所

注：1、电梯产量滞后房屋新开工 1 年；2、单位面积需求台数=X 年电梯产量/X-1 年新开工面积；3、过去 10 年单位面积需求台数年均增加值为 0.144；单位：台/万平方米

我们试图利用房屋新开工单位面积需求台数与国外进行横向比较以求证我们的假设，很遗憾的是我们没有找到海外相对应的指标。不过根据中国产业研究院最新研究分析：2008 年全球人均电梯保有量为 14.33 台/万人，其中欧美发达国家人均电梯保有量约为 30 台/万人，其中我国电梯保有量为 111.8 万台，人均电梯保有量为 8.42 台/万人，仅为全球人均电梯保有量的 58.74%，远远低于欧美发达国家同期的水平。由于我国人口基数较大，尽管电梯产销量飞速增长，但市场需求远未达到饱和程度，若要达到全球平均水平，约需在现有基础上翻一番，这从一定程度上证明了我国房屋新开工单位面积电梯需求还有很大提升空间，这逻辑上与我们对 2011-2013 年单位面积电梯需求台数的假设是一致的。

图表 6 我国与国外电梯人均保有量比较（2008）



资料来源：Wind 方正证券研究所

根据住建部规划，“十二五”期间，我国还将建设 3600 万套保障性住房，其中，2011 年 1000 万套，2012 年 1000 万套，2013-2015 年共建 1600 万套。考虑在地产高压政策调控下，保障房对需求具有挤出效应；我们假设保障房中经适房、棚户改造、公租房与廉租房挤出比例分别为 50%、25%、10%与 5%估算，2011-2013 年保障房建设将实际拉动 769、785、470 套，按每套 60 平米计算，保障房将新增开工面积为 4.6、4.7 与 2.8 亿平米，未来 3 年房地产新开工面积增速分别为 23.69%、10.51%与 3.39%。

图表 7 考虑保障房投资拉动，2011-2013 年电梯需求预测

单位：万套/万平米		2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
保障房	棚户区改造	280	400	300	180
	挤出比例		25%	25%	25%
	挤出套数		100	75	45
	经适房和两限房	300	200	200	120
	挤出比例		50%	50%	50%
	挤出套数		100	100	60
	公租房		220	300	210
	挤出比例		10%	10%	10%
	挤出套数		22	30	21
	廉租房		180	200	90
	挤出比例		5%	5%	5%
	挤出套数		9	10	5
	新开工建设目标	590	1000	1000	600
	总挤出套数		231	215	131
	挤出效应	25%	23.10%	21.50%	21.75%
	实际需求拉动	442.5	769	785	470
	新增开工面积	26550	46140	47100	28170
商品房	新开工面积	137227	156438	176775	203292
	预计增速%	17.87%	14%	13%	15%
房地产	新开工面积	163777	202578	223875	231462
	同比增速%	40.70%	23.69%	10.51%	3.39%
电梯	单位面积台数（台/万平米）	3.15	3	3.15	3.3
	需求量（台）	365000	491330	638122	738789
	同比增速%	40.68%	34.61%	29.88%	15.78%

资料来源：Wind 方正证券研究所

注：1、考虑在地产高压政策调控下，保障房对需求具有挤出效应；2、假设保障房中经适房挤出比例 50%、棚户改造挤出比例 25%、公租房挤出比例 10%、廉租房挤出比例 5%估算；3、2010 年保障房挤出效应按 25%估算，且 2010 年商品房新开工面积为剔除保障房拉动作用后的数值；4、考虑 2011 年保障房大规模开工，电梯需求单位面积台数回落至 3；后续每年单位面积台数数值增长 0.15 估算。

总体而言，从短期来看，受益 2010 年房屋新开工 40.68% 的高增速，2011 年电梯行业景气高涨，全年增速有望超过 34%。从中长期来看，我国人均电梯保有量仅世界平均水平的 60%，房屋新开工单位面积电梯需求台数仅为 3.14 台/万平米，未来提升空间巨大。预计 2013 年房屋新开工单位面积电梯需求台数能达到 3.3 台/万平方米，未来 3 年电梯行业增速将高达 26.5%，电梯行业中短期高成长性明确，值得看好。

二、全球第一大品牌奥的斯频现逆行事故，粗放型扩张模式招质疑

全球最大、中国市场占有率最高的电梯品牌——奥的斯，半年内连出 2 次严重逆行事故，造成 1 死、55 伤，初步鉴定因电梯设计制造存在缺陷所致。奥的斯电梯公司拥有 150 多年的历史，是世界上最大的电梯公司，主营产品为电梯、自动扶梯、自动人行道等运输系统。在过去这 150 多年里，公司硕果累累，创造了无数个全球第一，在各国 20 座地标性建筑中，就有 12 座使用了奥的斯电梯。公司是全球市场占有率最高的电梯企业，在中国也是如此，市场占有率高达 25%，是电梯行业的领军企业。

而在最近的半年多时间内，奥的斯自动扶梯发生了 2 起严重的逆行事故，第一次是 2010 年 12 月，深圳地铁使用的奥的斯自动扶梯发生逆行事故，造成 25 人受伤。2011 年 7 月 7 日，北京地铁 4 号线使用的该品牌自动扶梯逆行，造成 1 人死亡、30 人受伤。而这 2 起事故使用的奥的斯同一型号 513MPE 型电梯，经北京市质监局初步判定，事故原因主要是由于 513MPE 型号扶梯存在设计制造缺陷。

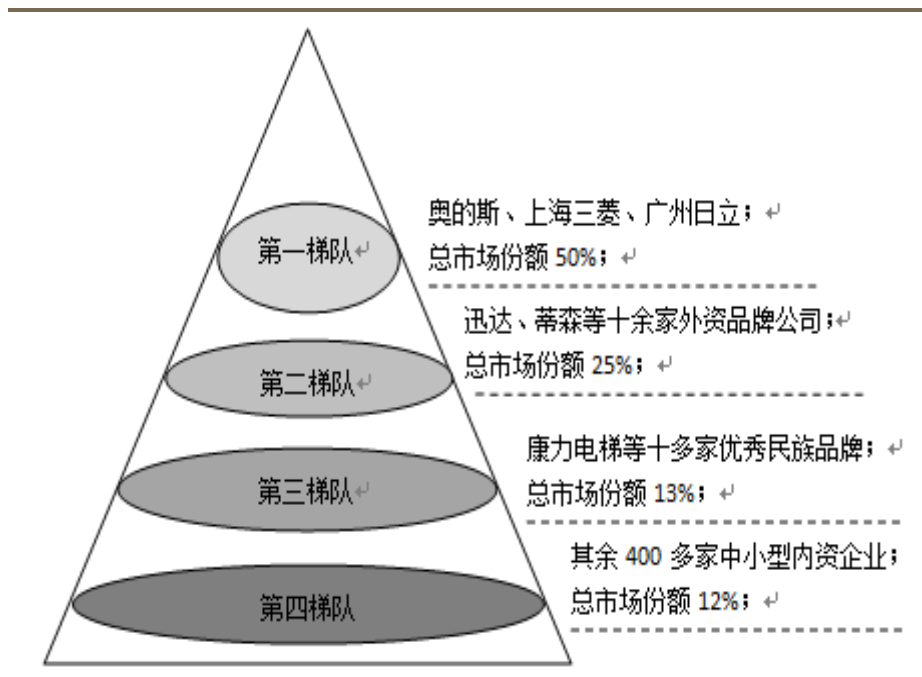
奥的斯逆行事故主要因为过去几年在中国扩张迅速，并购企业参差不齐，产品质量控制不严所致。早在 1931 年，奥的斯就在上海设立北亚区总部，1984 在天津成立其在华的第一家合资公司，从此开始了快速扩张之旅。在扩张过程中，公司采取了“多品牌战略”，截止目前，旗下经营着奥的斯电梯、西子奥的斯电梯、江南快速电梯和大连星玛电梯四大品牌。在兼并收购和合资过程中，公司追求规模的扩张，对兼并收购对象的质量把关不够严格，兼并后的磨合和技术升级过程中也存在不足，从而导致产品质量出现下降，铸就了今天频繁的扶梯逆行事故。

三、行业竞争格局重新洗牌，上海机电受益最大

目前，国内电梯市场形成了四大梯队，奥的斯、上海三菱和广州日立三足鼎立的金字塔竞争格局。目前，国内电梯销售市场呈现出金字塔形竞争格局，形成了四大梯队：第一梯队，奥的斯、上海三菱、广州日立等三家公司，市场占有率约为 50%；第二梯队，迅达、蒂森、东芝、通力、富

士达等十余家外资品牌公司，市场占有率约为 25%；第三梯队，康力电梯、苏州申龙、江南嘉捷、京城中奥、山东百斯特、沈阳三洋、博林特、辽宁富士、许继电梯等十多家优秀的民族品牌，市场占有率约为 13%；第四梯队，其余 400 多家中小型内资企业，市场占有率约为 12%。其中，第一梯队中的本公司、奥的斯和日立共占据 50% 以上的市场份额，形成三足鼎立的局面。

图表 8 我国电梯销售市场金字塔竞争格局



资料来源：方正证券研究所

奥的斯逆行事故将对其市场销售产生重大不利影响，却为与其同处第一梯队的上海三菱和广州日立创造了抢占市场份额的良机，其中上海三菱有望成最大受益者。

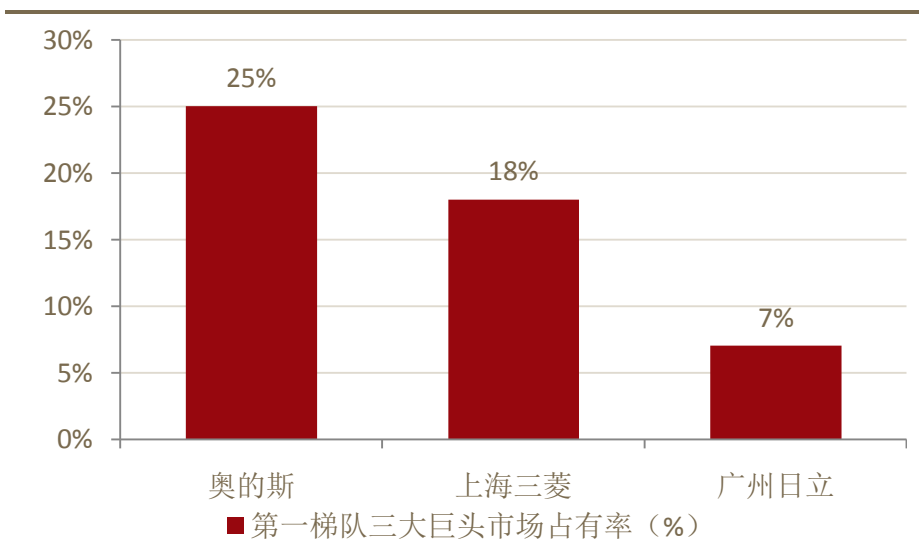
半年内连续两次严重逆行事故导致社会各界对奥的斯电梯质量产生怀疑，将对奥的斯的品牌形象产生重大不利影响。而且，北京地铁的逆行事故发生后，国家质检总局专门发出紧急通知，要求全国立即停止使用奥的斯 513MPE 型号自动扶梯；北京市运输管理局明确要求，北京市轨道交通建设单位在调查处理期间暂停采购奥的斯扶梯。

国家质检总局对奥的斯的“暂停使用”和北京市的“暂停采购”政策，将为奥的斯的主要竞争对手提供了抢占市场份额的良机。目前，国内的民族品牌电梯主要以中低端产品为主，与奥的斯不构成直接竞争，而奥的斯的主要竞争对手是与其同处第一梯队的上海三菱和广州日立。

上海三菱市场占有率 18%，远高于广州日立（7%）；综合满意度 81.01%、品牌形象 77.93%，均稳居行业第一位，是奥的斯市场份额最有力的抢夺者，

将在奥的斯逆行事故中受益最大。国内电梯市场第一梯队中，市场占有率最高的是奥的斯，高达 25%，其次是上海三菱 18%，广州日立约为 7%。

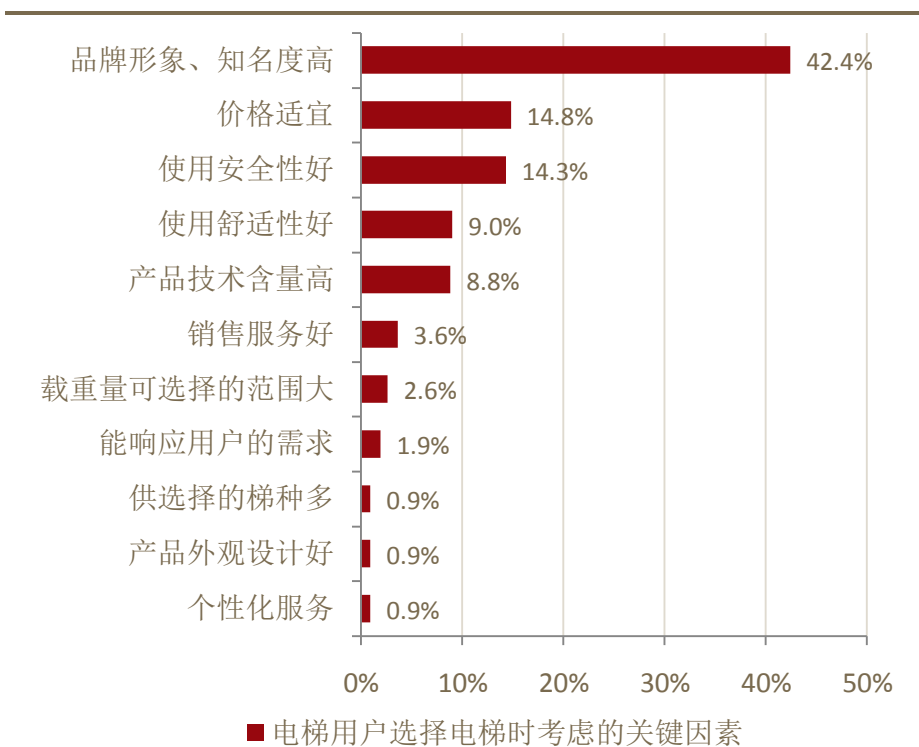
图表 9 上海三菱市场占有率 18%，远高于广州日立



资料来源：方正证券研究所

目前，品牌形象和知名度已成为客户选择电梯的首要因素，重要程度达到 42.4%。根据上海市质量协会的调查显示，42.4%的被访电梯用户表示，品牌形象和知名度是其选择电梯所考虑的关键因素。

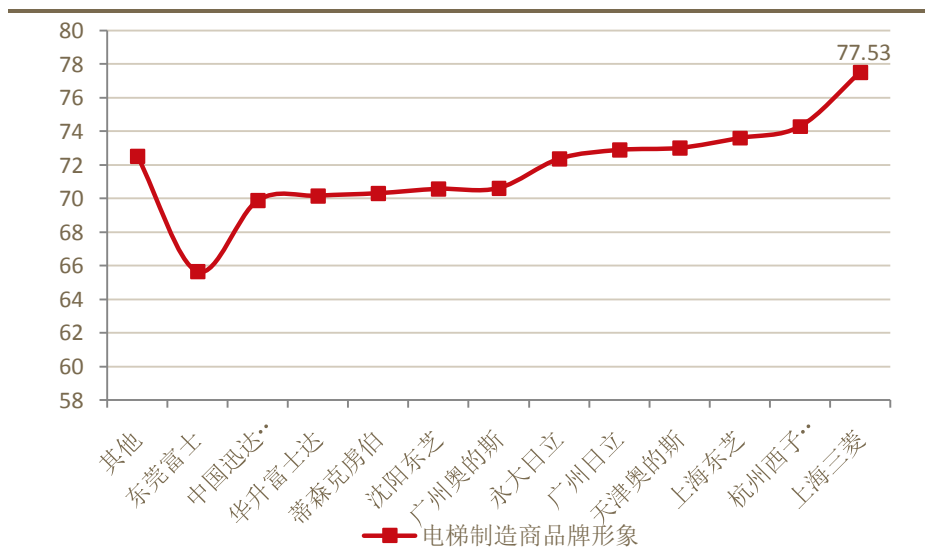
图表 10 品牌形象和知名度成为客户选择电梯的首要因素



资料来源：方正证券研究所

根据上海市质量协会调查，上海三菱品牌形象 77.53，位于行业首位。

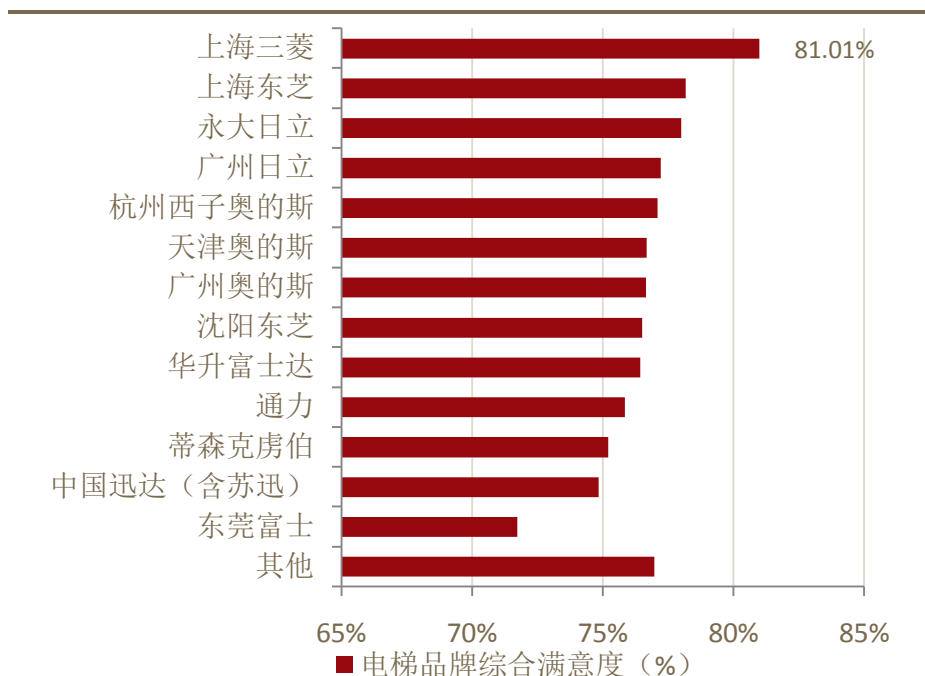
图表 11 上海三菱品牌形象和知名度高达 77.53 分，居行业首位



资料来源：方正证券研究所

同时，根据上海市质量协会从产品质量、安装服务质量、维保服务质量及销售服务质量四个方面对国内主要电梯制造企业的满意度调查结果显示，上海三菱以 81.01% 的优异成绩遥居首位。

图表 12 上海三菱综合满意度 81.01%，遥居行业首位



资料来源：方正证券研究所

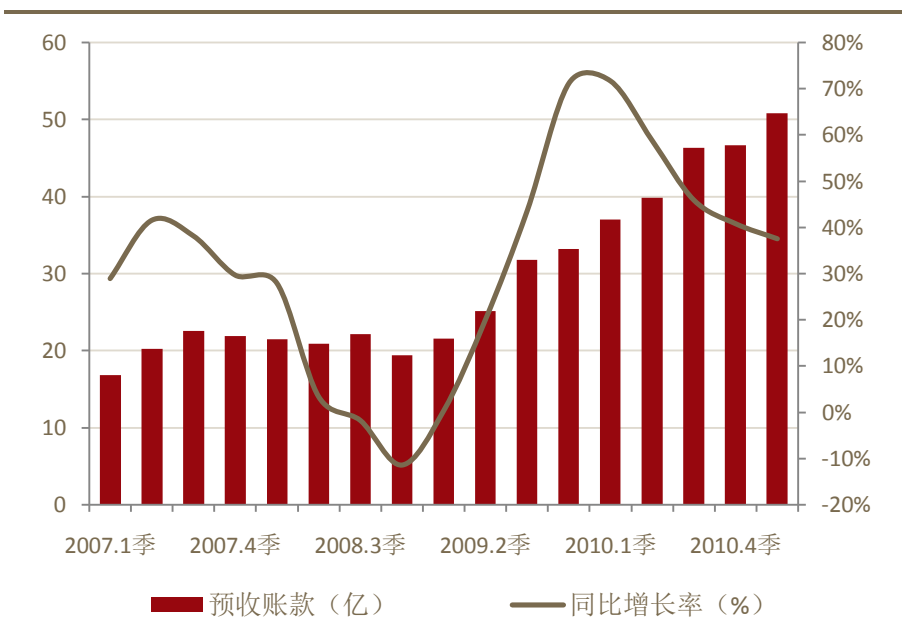
总体而言，上海三菱凭借突出的品牌形象和知名度、优良的产品品质、领先的服务满意度，将成为奥的斯市场份额的最有力争夺者。

四、电梯订单充裕，今明 2 年业绩高增长无忧

受益于 2010 年下游房地产新开工的高增速，凭借广泛的销售网络和渠道下沉策略，以及公司积极调整产品结构，通过适度去功能化，生产性价比高、适宜保障房和 2-3 线城市商品房的经济型梯种 LEGY 电梯，电梯业务销售火爆、订单非常充裕。

公司收入与预收款强烈正相关，目前，预收账款同比增速保持 40% 左右的高水平，未来业绩增长有保障。公司预收款大部分为电梯订单所收取的定金，根据历史数据研究显示，收入和预收款的增速具有强烈的正相关性。2010 年，公司预收款高达 46.64 亿元，同比增速 40.78%；2011 年 1 季度，预收款达到 50.8 亿元，同比增速 37.52%。公司预售账款总量和增速的高位运行，为未来 2 年的业绩增长提供了有力保障。

图表 13 公司预收账款同比增速保持 40% 左右的高水平



资料来源：Wind 方正证券研究所

在新接订单方面，今年 1-5 月，公司新接订单高达 3.5 万台，是去年全年销量（4 万台）的 87.5%。我们预计随着保障房的进一步落实，今年全年公司的新接订单有望超过 7 万台，根据公司的排产计划，今年新接的订单大部分将在 2012 年交付，预计占公司收入 80% 的电梯业务将保持 26% 以上增速增长。

五、电梯业务受益行业景气与竞争契机有望超预期，维持买入评级

我们预计公司 2011-2013 年归属母公司净利润分别为 9.51、12.25、14.87 亿元；EPS 分别为 0.93、1.2、1.45 元；对应动态 PE 分别为 14、11、9 倍，估值优势显著。

目前 A 股上市公司中生产电梯及配件的企业主要有康力电梯、长江润发、新时达和广钢股份，我们选择这 4 家公司作为可比上市公司，2011 年平均 PE 为 29.14 倍。公司目前的股价对应 2011 年的 PE 为 14.17 倍，远低于电梯行业可比公司的平均 PE 水平，公司估值优势相当明显。

图表 14 电梯行业可比公司估值水平比较，上海机电明显被低估

代码	简称	股价	PE				PB
			10A	11E	12E	13E	
002367	康力电梯	17.86	37.94	26.57	19.85	14.27	2.08
002527	新时达	20.99	66.64	35.38	25.1	19.1	3.29
600894	广钢股份	9.55	-	21.22	15.40	13.08	-
002435	长江润发	14.36	52.78	33.4	30.55	-	-
平均			52.45	29.14	22.73	15.48	2.68
600835	上海机电	13.18	20.25	14.17	11.01	9.07	2.09

资料来源：wind 方正证券研究所

考虑到未来 3 年电梯行业的持续高景气，主要竞争对手面临逆行危机后给上海机电带来千载难逢的市场机会，目前公司电梯新接订单饱满、液压件子公司增长良好、不良业务剥离稳步进行、业务结构更趋合理，我们认为给予公司 2011 年 20-22 倍估值水平较为合理，对应股价区间 18.6-20.46 元，继续维持公司“买入”评级，建议积极关注。

六、风险提示

房地产政策调控风险；业务整合扩张风险；宏观经济波动风险；

图表 15 2011-2013 年分项业务预测

单位：百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
电梯及自动扶梯	7734.63	8364.78	10221.77	12266.12	15455.32	18237.27
增长率		8.15%	22.20%	20.00%	26.00%	18.00%
毛利率	20.85%	20.12%	20.30%	20.00%	20.00%	19.50%
印刷包装机械	459.93	504.92	875.17	1137.72	1479.04	1848.80
增长率		9.78%	73.33%	30.00%	30.00%	25.00%
毛利率	9.72%	18.14%	22.59%	22.00%	22.00%	22.00%
液压气动产品	507.33	521.26	547.98	602.78	693.19	797.17
增长率		2.75%	5.13%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	7.81%	5.43%	5.59%	5.50%	5.50%	5.50%
工程机械	387.42	486.81	505.61	606.73	703.81	809.38
增长率		25.65%	3.86%	20.00%	16.00%	15.00%
毛利率	29.96%	32.59%	30.50%	30.50%	30.00%	30.00%
其他	1358.07	1108.47	1109.45	554.72	1053.98	1370.17
增长率		-18.38%	0.09%	-50.00%	90.00%	30.00%
毛利率	10.69%	12.35%	9.21%	11.00%	20.00%	23.00%
营业收入合计	10447.38	10986.24	13259.98	15168.08	19385.33	23062.79
增长率		5.16%	20.70%	14.39%	27.80%	18.97%
综合毛利率	18.74%	19.10%	19.30%	19.66%	20.00%	19.79%

数据来源：公司公告 方正证券研究所

附录（方正证券-上海机电最近半年研究报告）：

- 1、《受益行业高景气，电梯业务加速发展有望超预期》——2011.7.12；
- 2、《现有业务整合稳步推进，新业务拓展有望加速》——2011.5.9；
- 3、《毛利率保持高位，业绩符合预期》——2011.4.28；
- 4、《2010 年业绩符合预期，保障房建设加速，2011 电梯业务或超预期》——2011.3.25；
- 5、《受益川崎精机地震困局，液压件业务投资收益有望超预期》——2011.3.17；
- 6、《低估值、高成长、前景广阔的装备制造明星》——2011.1.26；
- 7、《业务整合提升增长潜力，低估值机电明星蓄势待发》——2011.1.17；

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	11648.93	11352.34	17414.43	16926.83	经营活动现金流	1529.12	-198.34	4358.45	230.15
现金	7019.90	6633.80	10318.08	9999.30	净利润	1086.52	1463.47	1883.90	2287.12
应收账款	1138.82	1028.05	1683.18	1497.89	折旧摊销	0.00	212.32	276.48	330.78
其它应收款	184.54	343.95	291.42	399.64	财务费用	-87.60	-123.04	-146.05	-187.38
预付账款	504.20	313.74	781.56	546.53	投资损失	-358.49	-525.00	-585.00	-735.00
存货	2530.30	2814.28	3945.84	4142.29	营运资金变动	917.47	-1241.48	2929.78	-1460.68
其他	271.17	218.52	394.34	341.18	其它	-28.79	15.38	-0.66	-4.69
非流动资产	3538.72	4135.95	5140.12	6124.69	投资活动现金流	274.77	-307.59	-687.54	-578.08
长期投资	1323.24	1843.24	2423.24	3153.24	资本支出	-94.36	111.63	406.74	255.65
固定资产	1473.35	1667.07	1985.85	2166.16	长期投资	-191.74	-520.00	-580.00	-730.00
无形资产	315.43	351.69	449.45	522.93	其他	-11.33	-715.95	-860.80	-1052.43
其他	426.70	273.95	281.59	282.36	筹资活动现金流	-358.13	119.83	13.37	29.15
资产总计	15187.65	15488.28	22554.55	23051.52	短期借款	-209.42	0.00	0.00	0.00
流动负债	7683.71	6548.57	11856.86	10227.78	长期借款	-110.05	-16.33	-15.45	-16.69
短期借款	231.08	231.08	231.08	231.08	其他	-38.66	136.16	28.82	45.84
应付账款	1845.51	2022.85	3146.75	3343.77	现金净增加额	1445.75	-386.10	3684.28	-318.78
其他	5607.12	4294.64	8479.02	6652.93					
非流动负债	109.57	81.86	75.73	55.70	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	50.00	33.67	18.22	1.53	成长能力				
其他	59.57	48.19	57.51	54.16	营业收入	20.70%	14.39%	27.80%	18.97%
负债合计	7793.27	6630.44	11932.59	10283.48	营业利润	30.39%	43.79%	29.01%	21.77%
少数股东权益	1907.30	2419.51	3078.88	3879.37	归属母公司净利润	42.94%	42.89%	28.73%	21.40%
归属母公司股东权益	5487.08	6438.33	7543.09	8888.68	获利能力				
负债和股东权益	15187.65	15488.28	22554.55	23051.52	毛利率	19.30%	19.66%	20.00%	19.79%
					净利率	8.19%	9.65%	9.72%	9.92%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	14.69%	16.52%	17.74%	17.91%
营业收入	13259.98	15168.08	19385.33	23062.79	ROIC	18.61%	21.59%	23.87%	24.73%
营业成本	10700.28	12185.33	15508.82	18497.99	偿债能力				
营业税金及附加	47.05	53.09	63.97	69.19	资产负债率	51.31%	42.81%	52.91%	44.61%
营业费用	572.44	652.23	823.88	980.17	净负债比率	3.61%	4.25%	2.24%	2.44%
管理费用	1077.06	1198.28	1492.67	1729.71	流动比率	1.52	1.73	1.47	1.65
财务费用	-87.60	-123.04	-146.05	-187.38	速动比率	1.19	1.30	1.14	1.25
资产减值损失	181.91	106.18	135.70	161.44	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.94	0.99	1.02	1.01
投资净收益	358.49	525.00	585.00	735.00	应收帐款周转率	12.41	14.00	14.30	14.50
营业利润	1127.33	1621.02	2091.35	2546.67	应付帐款周转率	6.54	6.30	6.00	5.70
营业外收入	127.99	88.74	101.20	105.98	每股指标(元)				
营业外支出	7.17	14.39	10.17	10.58	每股收益	0.65	0.93	1.20	1.45
利润总额	1248.15	1695.37	2182.38	2642.07	每股经营现金	1.50	-0.19	4.26	0.23
所得税	161.63	231.90	298.48	354.96	每股净资产	5.37	6.30	7.38	8.69
净利润	1086.52	1463.47	1883.90	2287.12	估值比率				
少数股东损益	420.80	512.22	659.37	800.49	P/E	20.25	14.17	11.01	9.07
归属母公司净利润	665.72	951.26	1224.54	1486.63	P/B	0.00	2.09	1.79	1.52
EBITDA	1237.12	1896.95	2440.54	2946.83	EV/EBITDA	-3.89	5.04	2.67	2.59
EPS（元）	0.65	0.93	1.20	1.45					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资等级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资等级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com