

2011年07月20日

电气设备

证券研究报告--公司评级报告

收盘价(元): 49.96

目标价(元): 72.80

龙源技术(300105)

技术优势明显 业绩爆发可期

投资评级: A--买入(首评)

新能源组: 陈亮

执业证书编号: S0890510120003

电话: 021-50122150

邮箱: chenliang@cnhbstock.com

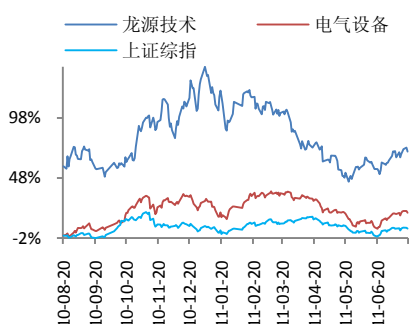
联系人: 赵伟

电话: 021-50122430

公司基本数据

总股本(万股)	15840.00
流通 A 股/B 股(万股)	3960.00/0.00
资产负债率(%)	16.72
每股净资产(元)	17.07
市净率(倍)	2.93
净资产收益率(加权)	0.16
12 个月内最高/最低价	129.5/42.02

股价走势图



相关研究报告

◎投资要点:

◆《火电厂污染物排放标准》定稿，史上最严厉脱硝标准预计年内公布。火电厂脱硝是“十二五”大气污染物减排的重中之重，《标准》的主要看点在火电厂脱硝，规定燃煤锅炉大气污染物中氮氧化物浓度限值将下调。与 2009 年《标准》相比，脱硝标准提高一倍，完成时间表提前一年，调整力度空前。

◆站在巨人的肩膀上，强大的股东背景。公司的大股东是国电集团，国电集团占五大电力集团火电业务的 20% 左右。强大的大股东背景为公司提供了得天独厚的制胜法宝。国电为了支持龙源技术开发新产品，专门为其提供了一座火电厂作为实验和研发使用，为公司保持技术领先提供便利。

◆低氮燃烧技术达世界先进水平，1-2 年内脱硝业务全面爆发。作为前端脱硝的低氮燃烧技术和后端脱硝的 SCR 技术将成为电厂的普选方案。公司作为前端脱硝低氮燃烧技术的市场领导者和唯一此类上市公司，无疑具有巨大的市场占有能力和业绩爆发潜力。公司的低氮燃烧产品 2010 年实现营业收入 1.29 亿元，贡献 26.56% 的营业份额，预计 2011 年低氮燃烧器项目将成为公司业绩的主要增长点。

◆循环水余热利用项目取得突破性进展。公司与国电电力大同电厂签订热泵改造工程，这是国电集团首个电厂低温余热示范项目，订单金额 1.6 亿元，这意味着公司开展了新的业务领域。热泵业务节能效益显著，市场空间极为广阔，将成为公司新的利润增长点。随着国内电厂低温余热改造市场的启动，我们预计公司 2011 年在这一块的业务将会有较大增长。

◆我们预计公司 2011-2013 年营业收入分别为 10.93 亿元、17.30 亿元、21.18 亿元，归属母公司的净利润分别为 2.02 亿元、3.29 亿元、4.28 亿元，对应 EPS 分别为 1.28 元、2.08 元、2.70 元。根据对公司业绩的测算，我们认为公司目标价位为 72.80 元。

◎关键假设:

- ◆脱硝电价近期推出，政策层面对无油电厂推广的支持。
- ◆火电厂按照《标准》即时进行脱硝工程的改造。

	2009A	2010A	2011Q1	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	435.17	487.47	40.73	1093.00	1729.95	2117.74
同比增速(%)	17.13	12.02	-81.88	124.22	58.28	22.42
净利润(百万)	87.70	105.02	2.45	202.37	329.13	427.63
同比增速(%)	22.32	19.76	-95.57	92.69	62.63	29.93
毛利率(%)	44.55	43.37	45.19	39.22	36.56	35.98
每股盈利(元)	1.33	1.19	0.02	1.28	2.08	2.70
ROE(%)	30.67	7.00	0.16	11.96	16.45	17.86
PE(倍)				38.27	23.53	18.11

正文目录

1. 公司简介	3
1.1. 公司概况	3
1.2. 雄厚的大股东背景	3
1.3. 公司主导产品分析	4
2. 等离子点火和微油点火奠定公司业绩基础	5
2.1. 无油电厂改造是大势所趋	5
2.2. 等离子体点火原理和应用	5
3. 脱硝政策近期出台，助推公司低氮燃烧技术推广	6
3.1. 国家脱硝政策进程	6
3.2. 脱硝产品技术优势和市场机遇	6
3.2.1. 等离子体双尺度低 NOx 燃烧技术	6
3.2.2. 公司脱硝产品面临的市场机遇	7
4. 公司创新动力明显，循环水余热利用项目取得进展	8
5. 盈利预测与估值	9
6. 同类公司估值水平	10
7. 公司投资评级	11

图表目录

图 1 龙源技术公司股权结构图	3
图 2 公司主导产品营业收入占比（2010 年）	4
图 3 等离子体点火器	5
图 4 等离子双尺度低氮燃烧技术原理	7
图 5 热泵回收电厂循环水余热示意图	9
图 6 预计 2011 年脱硝业务占本公司收入比重	11
表 1 五大电力集团火电业务对比	4
表 2 国家脱硝政策进程	6
表 3 2011-2013 年脱硝市场容量	8
表 4 公司收入成本预测（百万）	10
表 5 脱硝细分领域股票	10
表 6 A 股环保设备类上市公司估值及指标对比	10

（本报告共有图 6 张，表 6 张）

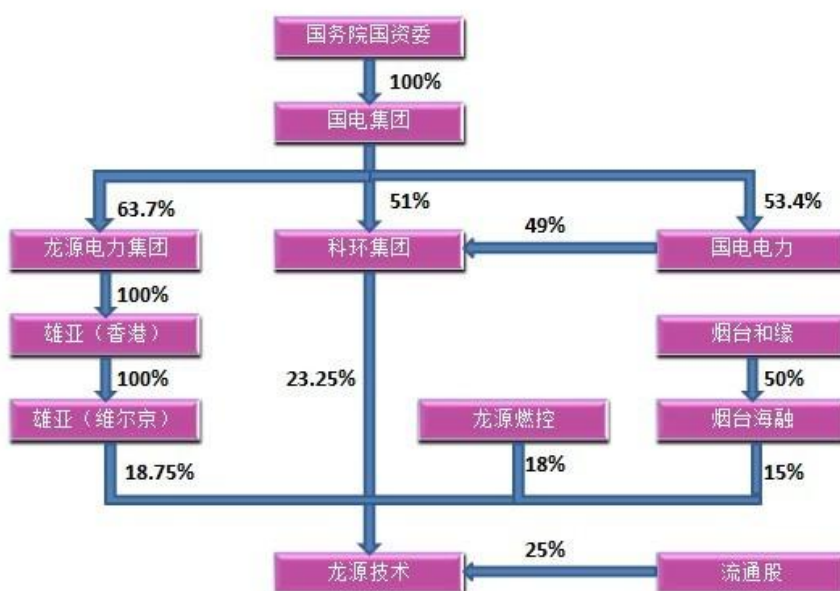
1. 公司简介

1.1. 公司概况

龙源技术（全称烟台龙源电力技术股份有限公司），成立于 1998 年，是国电科技环保集团旗下从事火力发电厂节能和环保产品的生产、研发、销售和安装的公司，注册资本 8800 万，是国电科技环保集团控股的中外合资企业。

公司于 2010 年 8 月 20 日挂牌上市，发行总股本为 8800 万股，2010 年年报 10 送 8 后总股本变为 15840 万股。目前公司流通股为 3960 万股，流通比例为 25%。公司第一大股东为国电科技环保集团有限公司，持股数占总股本的 23.25%，占非流通股的 31%。公司的实际控制人为中国国电集团公司，持有国电科技环保集团有限公司 51% 的股权。

图 1 龙源技术公司股权结构图



资料来源：华宝证券研究所

1.2. 雄厚的大股东背景

公司的实际控制人为中国国电集团公司，依托于强大的股东背景，为公司在火电厂节能减排这一块的业务提供了强有力的支撑，中国国电集团公司是在原国家电力公司部分企事业单位基础上组建的国有企业，是电力体制改革后国务院批准成立的五大全国性发电企业集团之一。从国电集团的装机容量来看，截至 2011 年 4 月底，国电集团以 9698 万千瓦占据了全国市场份额的 10% 左右，这为龙源技术的业务的长期持续性提供了强大的支持。

优势主要体现在两方面，第一：国电集团旗下的火电企业全部成为公司的潜在客户，这在和同行竞争这块市场时的优势不言而喻，同时也为公司拓展外部渠道打下了坚实的基础。第二：国电为了支持龙源技术开发新产品，专门为其提供了一座火电厂作为实验和研发使用，为公司保持技术领先提供便利，这一条件也是让同行望尘莫及的。

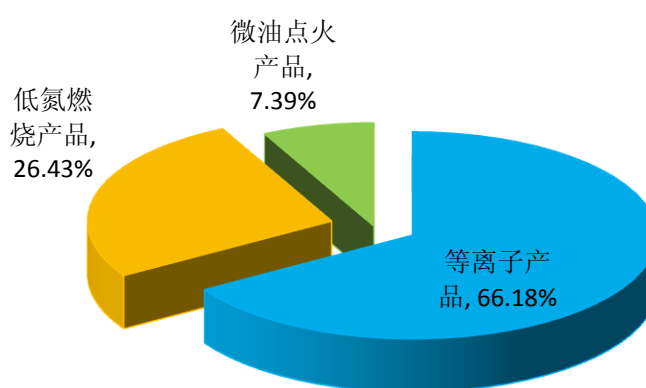
表 1 五大电力集团火电业务对比

名 称	火电装机容量（万千瓦）	占比	说明
国电集团	6267	19.31%	此表格的数据采用 2008 年底的数据，五大电力集团火电装机容量约为 32470 万千瓦，占全国火电装机总量的 54%。
华电集团	5988	18.44%	
大唐集团	8496	26.16%	
华能集团	7608	23.43%	
中电投	4112	12.66%	

资料来源：华宝证券研究所

1.3.公司主导产品分析

图 2 公司主导产品营业收入占比（2010 年）



资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究所

等离子产品：公司研发的火电厂等离子点火及稳燃技术可以代替燃油，直接点燃煤粉，可大量节约燃油，具有显著的经济效益和环保效益，符合国家“十二五”环保政策的规划，公司此类产品国内市场占有率达 90%，2010 年实现营业收入 3.22 亿元，国内处于垄断地位，并积极拓展国际市场。

低氮燃烧产品：低氮燃烧器是公司 10 年业绩新的增长点，实现营业收入 1.29 亿元，贡献 26.56% 的营业份额，全部为新贡献的份额。表明公司主营业务趋于多元化，产品结构日趋合理。随着国家将氮氧化物排放作为“十二五”期间新的约束性指标，《火电厂大气污染物排放标准》预期将在三季度公布，我们预计公司的前端脱硝产品在 2011~2013 年将有爆发式的增长。

微油点火产品：微油点火作为等离子点火的有效补充，是公司主营业务的有效构成，2010 年营业收入为 0.36 亿元，不到公司总收入的 10%，但在火电厂把无油化和少油化作为改造方向的今天，此业务将会保持持续稳定的增长，由于等离子点火技术有些缺点，如：煤质适应范围窄，比较适用于烟煤等挥发份较高容易着火的煤种；造价高，运行维护费用大等不足。这就需要微油点火作为有效且必要的配合和补充。

其他产品：公司除上述三大业务组成外，在其他业务方面也有较大突破，如在循环水余热利用系统方面，公司 2010 年承接了国电集团首个电厂低温余热示范项目，订单金额

1.6 亿元。随着国内电厂低温余热改造市场的启动，我们预计公司 2011 年在这一块的业务将会有较大增长，同时会成为新的利润增长点。

综上，我们认为 2011 年公司在低氮燃烧产品和余热利用系统都将成为主要的业绩增长点。

2. 等离子点火和微油点火奠定公司业绩基础

2.1. 无油电厂改造是大势所趋

公司力推“无油电厂”概念，得到发改委的大力支持。在高油价低能耗的大环境下，无油电厂将来是电厂发展的大势所趋。无燃油电厂实际上是取消了火电厂的燃油系统，将电厂的油罐、油管道、油泵房、油枪这些油系统全部取消。从而解决了油的运输、占地、消防安全、运行维护等问题。由常见的火电厂繁杂的炉前燃油系统变为改造后的简洁安全的无燃油等离子体点火系统，并且运行维护十分方便。公司的无燃油电厂获得“中国电力科学技术奖”一等奖，这标志着公司的无燃油技术已经获得权威部门的认可，为在市场上的进一步推广奠定了基础。公司在推广“无油电厂”概念方面做了很多努力，一旦无油电厂在全国范围得到推广，公司的等离子点火装置在火电新增市场存在爆发式增长的可能。

国电集团出台规定要求集团内部新建电厂不建设油库，大力支持无燃油电厂的发展。按照“十二五”国内年均新增火电装机 5000 万千瓦来计算，国电集团占总的新增装机 16%~20% 的市场份额，因此无油电厂仅就国电集团内部新增机组，每年就可为公司带来 1.7~2.1 亿的收入。

国电大同发电有限责任公司 8 号炉应用情况介绍，8 号锅炉为 600MW，从 2005 年 3 月 30 日开始点火，到 2005 年 7 月 23 日完成“168”试运（即通过 168 小时的试运行）为止，等离子点火系统累计运行 350 小时，节省轻柴油 4000 多吨。

2.2. 等离子体点火原理和应用

图 3 等离子体点火器



资料来源： 公司网站，华宝证券研究所

如上图，为等离子体点火原理，其中前端为等离子体燃烧器，后端为等离子体发生器。此技术现在为比较成熟的技术，主要是由等离子体发生器，通过高能热源，将可燃煤粉点燃，替代传统的油枪，进而实现无油点火的一种技术。

公司此项技术应用业绩已经十分广泛和成熟，应用于基建和改造锅炉 500 多台，从 125MW~1000MW 都有不同的业绩，公司推出的 III 型等离子体燃烧器技术，具有节约占地，

操作简便，维护简单等优点，最大的优点在于除了烟煤褐煤等煤种之外，实现了贫煤的无油点火，III型等离子体燃烧器技术在目前 80% 的新建电厂可建成无燃油电厂，这无疑促进了无油电厂的推广和建设。

3.脱硝政策近期出台，助推公司低氮燃烧技术推广

3.1.国家脱硝政策进程

我国对氮氧化物对空气污染的控制是逐步加强的，由于以前国家对 NOx 尚未出台强制性措施，以及能源消费的快速增长，以至于对氮氧化物排放控制的效果甚微。《火电厂大气污染物排放标准》，定稿预计年内推出，重点在于火电厂脱硝电价补贴额度。

表 2 国家脱硝政策进程

时间	政策	标准	说明
2004 年 1 月	《火电厂大气污染物排放标准》	要求新建及改造火电燃煤机组达到 450-500 毫克/立方米。	由于此政策对 NOx 的规定过于宽松（发达国家基本可以达到 200 毫克/立方米以下），并且企业可以通过改善煤质和补交罚款来应对，所以无法形成有效的控制。
2009 年 7 月	《火电厂大气污染物排放标准》（征求意见稿）	规定在 2015 年 1 月 1 日起，火电厂氮氧化物排放标准需要达到重点地区须达到 200 毫克/立方米，非重点地区须达到 400 毫克/立方米。	此标准相对于之前的标准有了很大的提升。
2011 年 1 月	《火电厂大气污染物排放标准》（二次征求意见稿）	规定，从 2012 年 1 月 1 日开始，要求所有新建火电机组 NOx 排放量达到 100 毫克/立方米。从 2014 年 1 月 1 日开始，要求重点地区所有火电投运机组 NOx 排放量达到 100 毫克/立方米，而非重点地区 2003 年以前投产的机组达到 200 毫克/立方米。	脱硝的标准大幅提高，该标准要比欧盟标准更高，可以达到世界上最严厉的排放标准，预计定稿年内推出，重点在于火电厂脱硝电价补贴额度。

资料来源：华宝证券研究所

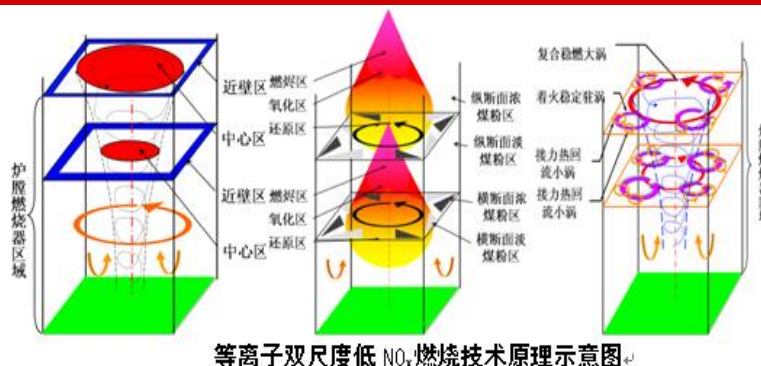
3.2.脱硝产品技术优势和市场机遇

3.2.1.等离子体双尺度低 NOx 燃烧技术

煤粉锅炉控制 NOx 排放主要分为两类：一种为炉内的低氮燃烧技术；另一种为烟气脱氮技术，主要为 SCR（选择性催化还原技术）、SNCR（选择性非催化还原技术）。对于烟气脱氮技术，这种技术现在主要掌控在国外手中，由于使用催化剂，故运行成本很高，如 SCR 所使用的催化剂 1 立方米售价在 3-5 万元，每 2-3 年需要更换一次。另外由于有储液罐的原因存在安全隐患，如果使用液氨的话也存在着安全问题。故在最新的征求意见稿中，国家推荐在降低氮氧化物排放的措施时，应首选低氮燃烧技术，如低氮燃烧技术达不到最新的排放标准时，须配合使用 SCR 技术，这时也可以大大减低 SCR 的初投资和运行成本。

以 600MW 为例，前后端配合脱硝虽然比 SCR 初始成本增加 2000 万元，但每年可以节省运营费用 700 万元，三年即可收回增加的初始投资，随着前端脱硝技术的改进，前端脱硝的作用将越来越大。因为，前端脱硝的初始成本仅为后端的一半，且运营费用仅为后端脱硝的 1/20。

图 4 等离子双尺度低氮燃烧技术原理



资料来源：公司网站，华宝证券研究所

等离子体双尺度低氮燃烧技术，将等离子体煤粉点火技术有机地融入到低氮燃烧技术中，在燃料进入炉膛之前即开始对 NO_x 进行还原，同时可防止低氮燃烧造成锅炉燃烧效率降低的现象，进一步加强炉内深度脱氮效果，仅通过炉内低 NO_x 燃烧改造，即可达到国家环保最新的排放标准。

等离子体双尺度低氮燃烧技术是两种技术的有机结合，具体为炉内双尺度低氮燃烧技术和等离子体燃烧器内燃技术。其中炉内双尺度低氮燃烧技术应用很早，开始于 20 世纪 90 年代初期。公司最新工程项目为深圳妈湾发电厂的 300MW 机组改造工程，电厂改造的目标值为 330 毫克/立方米，改造后达到了一个实践项目改造上的突破， NO_x 排放浓度达到 128~181 毫克/立方米，并且在深圳妈湾电厂二号机组上有望突破 100 毫克/立方米。并且解决了炉膛内的结渣问题，可以 100% 利用神华煤，飞灰含碳量也由 7.0% 降低为 2.63%~2.99%。

公司的等离子点火及稳燃技术，先后取得国际和国内 15 项专利，涵盖了全部关键技术，具有完全的自主知识产权，已列入国家环保部的科技发展计划，其中获得 2003 年度中国电力科学技术一等奖。

3.2.2. 公司脱硝产品面临的市场机遇

公司的低氮燃烧技术水平达到了世界先进水平，2010 年市场推广成效显著，已经先后在上海宝钢自备电厂、深圳妈湾电厂等十几台锅炉实现成功应用，并且完成了在京津唐、长三角、珠三角重点地区的布局，抓住“十二五”期间脱硝减排的市场机遇，抢占市场先机。

表3 2011-2013 年脱硝市场容量

统计范围	容量	单价	年市场份额（以 2011-2013 年计）
全国已存在但未建脱硝装置的机组	每年改造机组 2.0 亿千瓦	22 元/千瓦	44.00 亿元
全国每年新建机组	每年新建机组 0.68 亿千瓦	33 元/千瓦	22.44 亿元
合计（年）	2.68 亿千瓦	--	66.44 亿元

资料来源：华宝证券研究所

由上图可以看出，前端脱硝的市场份额十分广阔。截止 2011 年 4 月，国电集团占全国火电机组约 10% 的市场份额，如果仅仅计算国电集团这一块的业务，每年也会为公司创造 6 亿多元的市场，因此我们判断公司的这块业务会有爆发性的增长。

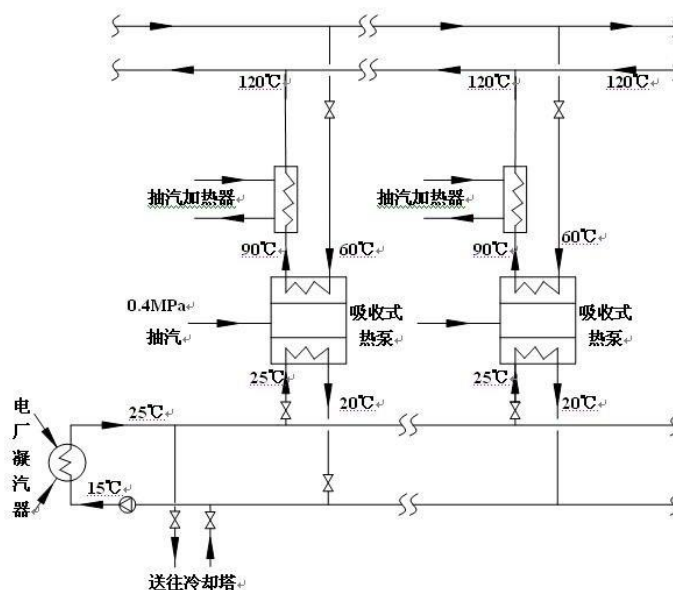
公司的低氮燃烧系统在降低燃煤锅炉 NOx 排放方面效果显著。传统的锅炉一般采用前端+后端脱硝同时进行的方式来降低 NOx 的排放，但是目前龙源技术的低氮燃烧技术可以将燃煤锅炉的 NOx 排放控制在 200 毫克/立方米，甚至更低。公司低氮燃烧系统技术优势明显，存在部分“解放”SCR 的可能，如果一部分机组不需要安装后端 SCR 就可达标，那么公司的低氮燃烧系统在市场启动时的爆发性无疑会大大增强。

在“十二五”减排指标中，火电厂脱硝改造是重中之重，低氮燃烧技术和 SCR 技术将成为电厂的首选，预计在“十二五”期间全国将有数千台锅炉需要进行改造，公司的低氮燃烧产品将迎来高速增长。

4. 公司创新动力明显，循环水余热利用项目取得进展

根据专业资料，火电厂燃料总热量的 35% 左右可以转变为电能，而 60% 以上的热能主要通过锅炉排烟和汽轮机凝汽器的循环水散失到环境中。由于锅炉的排烟温度较高，利用起来相对容易，所以高温余热利用一直是业内关注的焦点。但对于低温循环水由于温度一般只比环境温度高 10℃ 左右，品位不是很高，目前都是直接排放到大气中，造成能源的浪费和环境的热污染。若以电厂循环水为热源，利用热泵技术回收其余热，能够达到显著的节能效果。

图 5 热泵回收电厂循环水余热示意图



资料来源： 华宝证券研究所

上图为热泵机组供热系统，回收利用电厂机组凝汽器循环水冷却水系统 25℃左右的低温余热，将 60℃左右的城市热网回水加热到 90℃，在极寒冷期再利用厂内现有热网中的汽水换热器（即图中抽汽加热器）将 90℃左右的热水进一步提高到 120℃左右，向市区供热。

2010 年 12 月，公司与国电电力大同电厂签订余热回收集中供应技术改造工程，即热泵改造工程，这是国电集团首个电厂低温余热示范项目，订单金额 1.6 亿元，余热利用项目具有单个项目收入数额大的特点。通过这一技改工程，大同热电可增加 1000 万平方米的供热能力，提升了热电厂收入和降低单位成本。随着国电集团内部电厂低温余热改造市场的启动，预计公司未来低温余热业务将处于快速增长阶段。同时这意味着公司在等离子产品和低氮燃烧产品之外开展了新的业务，热泵业务节能效益显著，市场空间广阔，将成为新的利润增长点。

5.盈利预测与估值

根据对公司各块业务的分析，我们预期公司 2011-2013 年营业收入分别为 10.93 亿元、17.30 亿元、21.18 亿元，净利润分别为 1.51 亿元、2.72 亿元、2.67 亿元。对应 EPS 分别为 1.61 元、2.08 元、2.70 元。根据对公司经营产品的爆发性和业绩的看好，我们给予公司 2012 年以 35 倍的 PE，认为公司目标价位为 72.80 元。

表 4 公司收入成本预测（百万）

营业收入	2010	2011E	2012E	2013E
等离子产品	321.76	339.00	355.95	373.74
低氮燃烧产品	129.47	550.00	880.00	1100.00
微油点火系统产品	36.18	44.00	44.00	44.00
循环水余热利用项目	0.00	160.00	450.00	600.00
合计	487.40	1093.00	1729.95	2117.74
营业成本	2010	2011E	2012E	2013E
等离子产品	168.62	177.98	186.87	196.21
低氮燃烧产品	81.47	330.00	528.00	660.00
微油点火系统产品	25.96	31.35	31.35	31.35
循环水余热利用项目	0.00	124.80	351.00	468.00
合计	276.05	664.32	1097.42	1355.76

资料来源：华宝证券研究所

6. 同类公司估值水平

为了说明公司目前的估值水平，我们选取了 A 股市场上以脱硝细分领域为重点业务的上市公司九龙电力、安纳达作为对比。

表 5 脱硝细分领域股票

分 类	名 称
进行炉内脱硝的低氮燃烧企业	龙源技术（300105）
进行 SCR 脱硝的企业	九龙电力（600292）
	安纳达（002136）

资料来源：华宝证券研究所

表 6 A 股环保设备类上市公司估值及指标对比

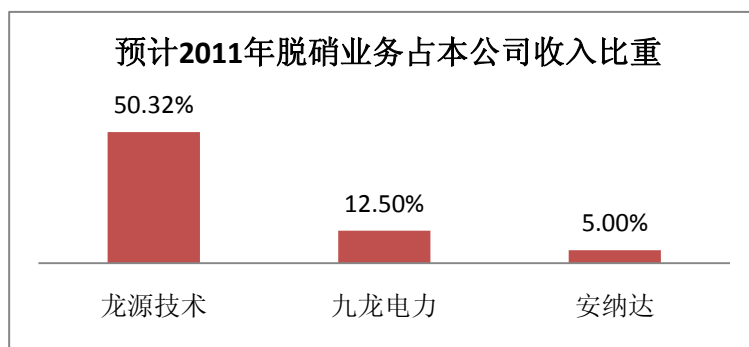
	公司名	股价（元）	总市值（亿元）	PE(11E)	PB（mrq）	ROE（10）	毛利率（10）
300105	龙源技术	49.96	80.78	54.69	6.55	7.00	39.22
600292	九龙电力	15.88	53.12	66.30	5.76	2.83	8.20
002136	安纳达	32.40	34.83	30.10	6.27	12.10	11.43

资料来源：华宝证券研究所

从盈利能力上看，龙源技术毛利率为 39% 左右，较九龙电力和安纳达都明显高出，这表明公司虽然业务组成具有复合型和多样化，但与同类公司相比具有更强的盈利能力，显示了公司具备良好的成本控制和技术优势。

从主营业务之一的低氮燃烧产品的盈利能力来看，由于此产品具有很高的毛利率 40%，随着低氮燃烧产品在营业收入中比重的提升，公司的营业能力会进一步得到增强。

图 6 预计 2011 年脱硝业务占本公司收入比重



资料来源： 华宝证券研究所

从估值比较可以看出，虽然龙源技术的估值水平并不是很低，但龙源技术脱硝业务预计在 2011 年营业收入占比远远大于同类公司。公司脱硝业务相比同类公司其他业务具有高毛利率，并且在脱硝业务领域由于产品的技术优势具有相对的垄断性，由于国家针对“十二五”期间脱硝政策的即将出台，公司无论在行业地位和成长性来看均具有大大强于同类公司的优势，鉴于以上，我们认为公司的目标价位合理。

7.公司投资评级

根据对公司成长能力和成长潜力的评估，我们给予公司“买入”评级。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1642.17	2369.57	2643.47	3451.42
现金	1232.77	1116.47	1258.64	1585.76
应收账款	192.41	531.60	649.58	774.48
其它应收款	6.04	10.66	14.16	17.19
预付账款	50.88	88.89	151.85	130.40
存货	95.16	550.18	393.97	843.18
其他	64.91	71.77	175.28	100.41
非流动资产	81.27	85.81	94.32	99.52
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	53.37	51.90	49.70	46.92
无形资产	24.30	32.09	43.97	53.01
其他	3.60	1.82	0.65	-0.41
资产总计	1723.44	2455.38	2737.79	3550.95
流动负债	223.21	763.55	737.08	1155.75
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	89.42	314.08	335.75	477.25
其他	133.80	449.47	401.33	678.50
非流动负债	0.60	0.40	0.50	0.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.60	0.40	0.50	0.45
负债合计	223.81	763.95	737.58	1156.20
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1499.62	1691.43	2000.21	2394.75
负债和股东权益	1723.44	2455.38	2737.79	3550.95

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	56.44	-101.55	180.49	381.49
净利润	105.02	202.37	329.13	427.63
折旧摊销	6.81	7.03	7.99	8.83
财务费用	-8.52	-7.91	1.73	7.12
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-46.23	-303.37	-158.20	-62.16
其它	-0.65	0.32	-0.16	0.08
投资活动现金流	-27.59	-11.89	-16.34	-14.11
资本支出	20.38	5.07	8.25	5.34
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-7.21	-6.83	-8.09	-8.78
筹资活动现金流	1117.56	-2.85	-21.98	-40.26
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1117.56	-2.85	-21.98	-40.26
现金净增加额	1146.41	-116.30	142.17	327.12

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	487.47	1093.00	1729.95	2117.74
营业成本	276.06	664.32	1097.42	1355.76
营业税金及附加	0.88	5.47	8.65	10.59
营业费用	43.25	76.51	101.83	106.92
管理费用	69.34	142.09	163.24	171.41
财务费用	-8.52	-7.91	1.73	7.12
资产减值损失	4.44	8.25	14.41	16.81
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	102.01	204.27	342.67	449.13
营业外收入	17.07	25.00	30.00	35.00
营业外支出	0.25	0.29	0.27	0.28
利润总额	118.84	228.98	372.40	483.85
所得税	13.82	26.61	43.27	56.22
净利润	105.02	202.37	329.13	427.63
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	105.02	202.37	329.13	427.63
EBITDA	116.78	227.01	380.39	497.68
EPS（元）	1.19	1.28	2.08	2.70

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	12.02%	124.22%	58.28%	22.42%
营业利润	2.12%	100.24%	67.75%	31.07%
归属母公司净利润	19.76%	92.69%	62.63%	29.93%
获利能力				
毛利率	43.37%	39.22%	36.56%	35.98%
净利率	21.54%	18.52%	19.03%	20.19%
ROE	7.00%	11.96%	16.45%	17.86%
ROIC	6.48%	11.49%	16.45%	18.04%
偿债能力				
资产负债率	12.99%	31.11%	26.94%	32.56%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	7.36	3.10	3.59	2.99
速动比率	6.93	2.38	3.05	2.26
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.52	0.67	0.67
应收账款周转率	2.84	3.02	2.93	2.97
应付账款周转率	3.46	3.29	3.38	3.34
每股指标(元)				
每股收益	1.19	1.28	2.08	2.70
每股经营现金	0.36	-0.64	1.14	2.41
每股净资产	17.04	10.68	12.63	15.12
估值比率				
P/E	0.00	38.27	23.53	18.11
P/B	0.00	4.58	3.87	3.23
EV/EBITDA	-10.56	29.20	17.05	12.38

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010-6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。