

需求仍低迷，预期不乐观

增持首次

投资要点:

- 公司整体业务受地产调控影响大，下半年和明年业绩预期不乐观；
- 受益轨道交通计划，但全国多处中标难度大；
- 旧楼改造装电梯进展缓慢，公司业务开展不多；

报告摘要:

- 公司业务整体受地产调控影响大，下半年和明年业绩预期不乐观。公司整机占比 70%，其中整机中 80% 是垂直梯，商品房用又占其中 80%。下游需求主要是地产，预计下半年和明年形势不容乐观。公司订单式生产，接单后先预收定金，预收款项大幅减少也表明了后期销售不好。
- 受益轨道交通规划，但全国多处中标难度大。轨道交通电梯是公司积极开拓的新领域，但需要公司自身关系网和品牌技术营销实力综合竞争，公司目前取得苏州轻轨合同，在苏州江苏片区的关系和实力较强，在全国其他地方未必如此，我们预计可以分到 3 亿。
- 旧楼改造装电梯进展缓慢，公司业务开展不多。上海目前仍然是试点阶段，问题较多。全部户主都同意，费用安装、规划问题等都比较麻烦。如老房改造市场放开的话，将比现在的市场规模还大。容积率增加、配置率增加，但公司目前改装业务不多。
- 生产布局全国化、销售网络搭建、品牌度提升有助于市场份额扩大。公司借助上市极大提高了公司内资品牌形象，计划明年底完成 30 家销售分公司布局，完善销售网络；同时公司已经完成广东、成都生产基地的全国战略布局。以上三点有助于公司未来市场份额的提升。
- 投资建议。预测公司 2012 年、2013 年和 2014 年可实现每股收益基 0.49 元、0.57 元和 0.64 元，对应动态 PE 17 倍、14 倍和 13 倍，首次给予“中性”评级。

单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1602.74	1891.34	2221.70	2565.46
增长率 (%)	47.05%	18.01%	17.47%	15.47%
净利润	151.10	187.27	216.09	245.16
增长率 (%)	26.05%	23.93%	15.39%	13.45%
每股收益 (EPS)	0.40	0.49	0.57	0.64

机械研究组

分析师:

庞琳琳 (S1250209110200)

电话: 010-88085971

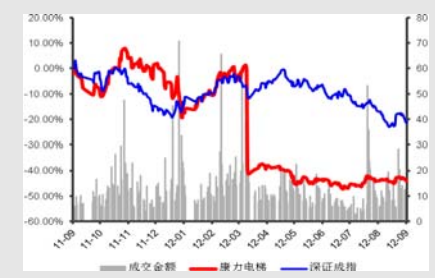
Email: panglinlin@hysec.com

研究助理:

朱颖

Email: zhuying@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (亿股)	3.81
流通股 (亿股)	1.71
当前股价	8.23
52 周最高/最低价 (元)	16.34/7.03
总市值 (亿元)	31.33

相关研究

宏源证券*行业报告*需求环境改善，板块整体可操作性提升

06.12

宏源证券*行业报告*关注结构性机会，高举个股大旗

04.12

宏源证券*行业报告*结构性机会 & 选股，整体性机会 & 择时

12.11

本次我们参观了汾湖经济开发区电梯产业基地及公司厂房,对公司及行业最新情况进行了深入沟通。

我们的判断:

短期来看,公司的业务结构使其今年下半年和明年受地产影响严重,业绩预期不乐观;近期轨道交通项目全国订单公司取得难度高,不确定性大;旧楼加装改造电梯工程进展缓慢;中长期来看,公司生产布局全国化、销售网络加速搭建、内资品牌影响力的提升有助于市场份额扩大;此外,生产销售及售后维保一体化将是长期趋势,安装维保市场巨大。公司与其他内资企业相比,直销比重较大(60%)(江南嘉捷不超过30%,博林特直销比超70%),符合产销+售后维保一体化的长期趋势。

预测公司2012年、2013年和2014年可实现每股收益0.49、0.57元、0.64元,对应动态PE17倍、14倍、13倍,首次给予“增持”评级。

表 1: 3家上市电梯公司对比

公司	产能	直销比	自制率	海外市场	资金运用	保障房用电梯	营销网络搭建	安装维保业务
康力电梯	12000台	60%	人机界面已使用	出口4691w,占比6%	9亿货币资金	占比14%	现在18家,明年底建成30家	上半年33百万元,占比4%,毛利率11%
江南嘉捷	13000台	<30%	10%,曳引机自制	外销起步,出口1.4亿,占比18%	9.2亿货币资金	占比50%	12家分公司,291家代理商,国外87家一级经销商,500多专业服务网点	保有量5w台,上半年46百万元,占比5.8%,毛利率32%
博林特	7500台	>70%	70%,曳引机、门机、主控器、变频器等核心零部件都自制	出口7370w	0.9亿货币资金	---	国内14个直营分公司,销售服务机构50多个;海外6家全资子公司和1家参股子公司	保有量近2w台,上半年73百万元,占比12.7%,毛利率45%

资料来源:公司公告,宏源证券

一、调研内容:

1、公司业绩:

盈利情况:上半年公司营业收入8.2亿,净利润8kw,江南嘉捷8亿,净利润6kw,公司今年上半年首次规模超过江南嘉捷。今年上半年来看,公司是电梯行业里内资品牌最大的(康力电梯每季度的电梯销售额是平均的,大概2kw利润,江南嘉捷的电梯收入呈抛物线向上,1季度是传统淡季,最多做国外的项目多点,2季度开始好转。上半年销售:下半年销售=1:2)。

电梯行业的销售具有季节性，下半年销售收入要好于上半年，一般而言，上半年销售：下半年销售=2:3。电梯行业与房地产相关程度很高，“金九银十”，预计9、10月份交房较多，公司安装电梯数量将上升。但公司产品与工程相关较多，北方冬天不施工，这将会给公司业绩带来一定影响。公司预计今年前三季度净利润同比增加10%-30%。

利润率：产品成本主要包含原材料、人工，现在还包括折旧，其中原材料占比最大，约60-70%。受益于稀土价格和钢材价格处于低位，上半年毛利率同比提升2.3%至25.9%。

今年上半年利润增长率低，主要是政府补贴少了(59w)，此外，上半年还多摊了807w的股权激励费用。利润增速低于收入增速原因主要是2011年开始原材料价格(尤其稀土)涨价厉害，曳引机以往售价1w，今年7、8月一度涨至2w多。此外，近年来人力成本压力也增大。

短期来看，毛利率今年下半年还有一点回升空间(原材料价格较低)，但幅度不大。

净利率水平下半年有望提高，主要是鉴于费用控制上还有压缩空间，之前分公司新建较多，新建时期投入费用会较大。

现金管理：公司目前有9亿货币资金，超募资金有3-4亿元，占比不到1/2，其余都是自有资金。其中有3亿多通过股东大会可以做理财产品使用。

上半年公司资产负债率约34%，大部分都是应收账款，没有银行借款，估计未来公司可能会考虑资本投资。公司现金流会越来越多，和上海机电一样。

订单情况：公司上半年在手订单20.6亿，同比增长24.8%，其中2季度订单约7.0亿，同比增长18.3%，主要为苏州地铁2号线2.5亿元订单在2季度生效，显示公司在政府大型项目竞标中对外资品牌形成了竞争力，但部分没付定金。从电梯市场反馈来看，订单还是有，就是资金依然紧张。今年全年电梯行业行情要差于去年，但7、8月要好些。

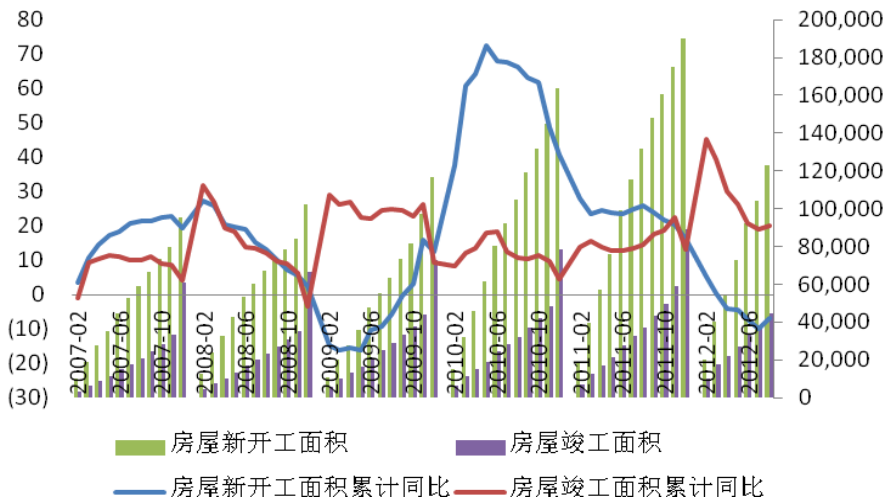
业务结构：零部件占比30%(零部件销售按照项目走，公司产品覆盖面宽)，整机占比70%(其中，整机销售中20%是扶梯，主要应用于商场、轨道交通、过街天桥等，80%是垂直梯，其中保障用房又占比20%，其余都是商品房用)。由业务结构可以看出，公司业务整体受房地产调控影响巨大。

下游房地产影响：从总量上看，房地产增速下滑对公司影响不大，但增量上对公司影响很大。当前，在房地产调控的背景下，房价下行，房产商毛利率下滑，房产商对成本要求更高，会控制价格，公司性价比优势凸出。市占率目前2-3%，往后做到10%并不难。这个市场今年在调控情况下依然在增长，公司增速超过行业增速。

2010年下半年以来，我国新开工面积增速不断下行，新开工面积增速是领先指标，因此预计下半年和明年销售形势不容乐观。公司产品都是非标产品，以销定产，接到订单后先预收部分定金，其预收款项大幅减少(降低18.5%)也表明了这一趋势。

公司增长好于行业：公司从电梯零配件起家，借助2010年上市，公司产品获得了市场高度认可，07年净利润3kw，11年净利润15kw，5年实现4倍增长，复合增速超30%，高于行业增速(20%)，市场占有率上升趋势明显。2012年公司的增长目标依然是30%，但考虑股权激励费用增加完成有一定难度，但今年电梯行业增速下滑，公司增长好于行业必然可实现。

图 1: 近 5 年我国房屋新开工面积及房屋竣工面积



资料来源: wind, 宏源证券

2、区域拓展情况:

公司区域市场开拓目前主要关注国内市场。上半年重庆、广西、黑龙江等地开拓成果不错,北京、上海、山西也有进入,其中北京包容性更大些(北京没有自身电梯品牌)。今年江苏、浙江两地增长不错。上半年华东地区收入增长较多(59%),主要是江苏的业绩贡献,苏州 1 号线的订单确认,这个是一个特殊情况,不具备可持续性。今年沈阳项目的确立,东北区业绩增长较快。

海外市场方面,公司目标是保证稳定增长,海外主要销售的是电梯整机。江南嘉捷与公司相比,海外业务要更多(2012 年上半年江南嘉捷 17.82%,康力电梯(5.72%))。但公司的定位是把中国市场当成国际市场来做(中国电梯市场占全球 50%),从投入产出比上来讲,国内市场的收益带动更大。公司专门成立国际贸易部负责海外市场,每年海外增长保持 20-30%速度。

与竞争对手相比,博林特在华东地区增长更快(80%),主要原因是基数低。博林特背靠大股东,有海外项目。博林特海外市场主要在欧洲,欧洲销售业绩很好。但今年上半年减少 41%。海外销售毛利率高,但净利不一定高。

3、下游轨道交通项目:

轨道交通用电梯是公司积极开拓的新领域,专门成立重大项目部、轨道交通部做轻轨项目。9 月 5 日发改委共批准了全国 19 个城市 25 个轨道交通建设规划项目,已公布总投资情况的 23 个项目共需要投资 8418.15 亿元。

轨交项目每条线不是一家单位,而是多家均分,博弈。北京现明文规定一条线一家承担,而沈阳是 3 家在分。

公司中标了苏州地铁 1、2 号线,总金额约 4 亿,且随着今年苏州 1 号线开通,预计大部分订单在今年可以确认,和 2 号线部分订单合计可贡献约 1.5 亿收入,预计政府采购电梯毛利率相对较高。苏州 3、4 号线还没有招标。此次轻轨项目苏州轨交暂无新项目。

但轨交项目需要公司自身关系网和品牌技术营销实力综合竞争,公司在苏州江苏这片区域关系和实力较强,在全国其他地方未必如此,预计可以分到3亿收入。

4、下游保障房情况:

政府大力扶持保障房建设,但公司保障房方面电梯销售占收入比仅约为14%,相对于其他上市公司如江南嘉捷来说较少(约50%)。保障房市场竞争也比较激烈,上海三菱、上海永大、富士达、康力、广日、江南嘉捷、上海爱登堡等电梯品牌均推出了相应的产品迎战保障房市场。但公司产品比国外同类产品价格低10-20%,具有一定的性价比优势。

5、旧楼加装电梯工程情况:

上海市近期多层住宅加装电梯试点工作正式启动,才刚刚开始选浦东新区、杨浦、长宁、虹口、静安、徐汇的7栋楼开始试点。目前仍然是试点,问题比较多。需要全部户主都同意,费用安装、规划问题等都比较麻烦。牵扯到规划的问题(扯到7个部门来做,规划,土地,房管等部门介入涉及调和)国外2层楼都要做电梯。

如老房改造市场放开的话,将比现在的市场规模还大。容积率增加、配置率增加,即市场容量计算,不仅仅看施工面积,也要考虑到配备密度增长的问题,(1梯1户,最多2梯3户),这个是刺激因素。但公司目前改装业务不多。

从中标概率来看,公司一直与江浙地区政府关系较好,并且其主打电梯价格均低于上海三菱,且也中标过南昌安置房和经适房项目,因此如果以后竞标,中标部分项目的概率较大。

6、募投项目进展:

中高速电梯柔性生产线项目已于11年9月底投产,目前已经开始产生效益,今年上半年贡献收益4kw;大高度、公交型扶梯生产线项目已经达到预定可使用状态,下半年可实现收益,今年边改造边生产,今年年底肯定完成。电梯、扶梯关键部件生产线项目部分设备已开始试生产,预计8月份可全线投产;控制系统生产线项目也实现全线投产,今年上半年贡献收益30w。同时公司通过强管理和成本控制,大高度、公交型扶梯生产线项目与控制系统生产线项目分别节余3455万元和542万元,并用于补充流动资金,提高了资金的使用效率。

超募资金项目,主要用于生产基地的全国战略布局,今年上半年中山项目贡献收益92w,成都项目今年3月份刚刚开工,预计厂房12月或明年1月建成。

7、营销网络的搭建:

营销中心的项目现在成立18家(2010年7家,2011年11家),今年上半年没有新增。公司目标是今年下半年还要成立5家,明年再成立7家,明年底建成30家。分公司主要是负责销售和安装维保服务,但需要拿到安装许可证,因此分公司的建立需要逐步的推进。

8、安装维保业务:

目前安装维保收入仅占总收入4%左右,毛利率仅10.8%,远低于同业水平。随着营销网络的完善,未来预计收入将实现较快增长,形成规模后毛利率也会提升。

安装维保很核心的一点在于现在市场还处于不规范的阶段,客户没有专业化维护的理念。维保是防患于未然,而不是抢修发现问题亡羊补牢。小区物业,电梯维修不专业花费很少,且目前都是新房,这个问题目前还没有爆发,而老小区没有电梯。“大众消费,小众决策”使得电梯维修不专业,需要国家政策规定。这块市场的放开跟市场的规范有关,发展是早晚的事情。政府不出政策,很难发展。

国内主要电梯厂商自维保比例仅为 15-20%,其余由社会上零散的、技术参差不齐的约 6000 家商家维护和保养,市场比较混乱。外资电梯品牌 70-80%的盈利来源于安装维保。目前维保做的最好的是三菱,自己做 20%的自身电梯的维保,其余均交给维保企业做。

国内电梯市场没有形成国外专业分工的理念。电梯企业未来必将由“生产企业”向“制造—服务”型企业转变,目前北京基于其地铁事故已经要求每条线建议只用一个品牌,终身维修由品牌负责。

国内目前也有向好的方向发展的趋势。电梯安全不仅与产品质量有关,且与安装和维保有很大关联。国家质检总局 2011 年 12 月召集国内主要电梯生产厂家开会,包括 16 家整梯企业和一家电梯配件厂,欲推进电梯厂家为电梯安全终身负责。目前如东莞、广州都开始进行电梯安全监管改革试点,明确权责。

生产销售及售后维保一体化将长期趋势,维保市场空间巨大。随着这些推进,电梯维保有望进入良性发展的轨道,对于厂家维保人员配置、技术水平和资质将提出更高的要求,而整机厂在售后网络、资质、客户资源和资金等方面都占有优势,未来维保有望成为一个重要的收入来源。

8、应收账款、存货与预收账款分析:

预收款项降低 18.5%。2011 年底资金开始紧张,对大项目及政府采购项目付款条件放宽,以及受国家房地产调控的影响,开发商的资金相对较为紧张,对公司订单预付款比例有所降低,6 月底在手订单虽较年初增长 9%,但预收款项下降了 18.5%。以前签合同定金最少 20%,但现在不急着提货,现在只付 5%,比率降低。预收账款影响最大的就是这个比例降低。预收款项降低了约 1 亿,有效订单(付款在 25%以上),订单付款比率降低,现在是 5%。

应收账款增长很快(16.7%),存货降低约 13%。应收账款增长,是因为公司第三大客户的财年是在 9 月,9 月进行年报结算,客户要求之前账期长,延期结算。存货降低是因为公司不断提高存货周转率,下半年公司直销合同会多些。**公司直销在电梯整机里占比超 60%**。直销合同是验收完再发货,公司未来销售模式是以直销方向(鉴于直销可以使服务、保修一体化)。

9、股权激励费用:

公司于 2011 年推出限制性股权激励计划,实际授予数量 1218 万股,授予价格 10.34 元/股,自 2011 年 9 月 26 日起 12 个月为锁定期,锁定期后 36 个月为解锁期,解锁期内,在满足规定的解锁条件时,可分三次申请解锁,自授予日起 12 个月后、24 个月后、36 个月后,分别申请解锁获授限制性股票总量的 30%、30%、40%。申请解锁需满足的业绩条件为:2011 年-2013 年的三个年度中,每年净利润分别较 2010 年净利润的增长率不低于 24.37%、61.68%、110.18%;每年的加权平均净资产收益率不低于 10%、11%、12%。股票激励成本在 2011-2015 年内分摊成本分别为 403.92 万元、1615.68 万元、1442.57 万元、

807.84 万元、346.22 万元，总计 4616.22 万元。

10、高端市场开拓:

7M/S 超高速电梯成功应用和苏州轨道交通车站自动扶梯的中标，5 月中标张家界天门山风景区超高重载自动扶梯项目，这些为公司打开了电扶梯高端市场之门。但这仅仅代表了公司的技术实力，而不是代表公司的发展方向，为公司塑造了行业影响力。整个电梯市场“大众消费，小众决策”，其实高端市场的产品销售占比很小。

11、收购提高自配套率:

公司打算专业设计和生产电梯控制系统这一核心电气部件，包括一体式操纵盘、无底盒召唤指示器、电梯控制柜和控制柜主板共 4 个产品，均用于垂直梯。公司收购上海的 2 家电气相关公司，没有买公司，买的是技术，买的是人员。上海今日拥有电梯无底盒召唤指示器和电梯轿厢一体化操纵盘产品设计和制造能力，上海新里程公司拥有电梯控制柜及控制柜主板设计和制造能力。

收购去年开始正式生产，去年还是亏损的，今年 5、6 月份大规模生产，6 月开始扭亏为盈、今年应该会有 150 万的利润。其中，人机界面已经开始用了，控制系统和变频器尚不能生产。7、8、9、10 月份是公司传统旺季。

12、未来资本动作:

资本收购公司可能会考虑。公司生产模式是订单生产，以销定产，收购公司的话，要么是品牌对公司有提升，要么是有完整的营销网络，可以考虑收购。公司目标是从生产向服务转化，我们猜测有可能会收购当地的安装维保公司，或者收购生产配套零部件的公司。

13、与国内外竞争对手对比:

2005 年后中国成为最大的电梯消费市场（占全球 40-50%），世界 8 大电梯巨头都在中国设厂。常用电梯的技术是趋同的，工程产品历史的沉淀需要内资品牌一步步的改善。

江南嘉捷历史长，地理位置好，员工好招聘。曾经与奥蒂斯合资过，员工管理方面要优于公司。项目两家公司碰到的不太多，但也有部分。江南嘉捷原先业务重点在海外市场，出口比例要大于公司。

此外，江南嘉捷的外协多，代理多。两家销售模式不同，公司目前 60%是直签。而江南嘉捷 70%是代理的。博林特背靠的是远大集团，与代理商没有什么关系。与外资品牌三菱比起还有一定的差距，三菱要求 100%直签，目前做到的是 95%签的直销合同，但直销里面 90%都是代理商谈成的项目（95%*90%）。

公司性价比高是民族特有，不是公司独特的（比外资品牌便宜 20-30%）。质量上，与三菱、奥蒂斯等外资品牌相比主要是细节上差距。

13、公司发展思路:

公司的发展思路是保持每年 30%稳定增长即可，不需成长的太快。卖一台电梯就需要

一个总装车间配套，管理很重要。销售收入增长太快的话，风险会变大。

公司在宏观经济下行的背景下，未来要更加着重塑造公司在行业内的品牌影响力：

(1) 公司上市对品牌提升很有作用，也利好于管理、团队能力的提升。营销网络服务体系，电梯要就近服务，快速响应，明年底建立 30 个分公司。上市以来流水生产线、各地分公司负责安装维保售后服务（三菱 60 多个分公司 200 多个网点）。

(2) 区域战略布局安排，华东总部苏州新达 3 期生产整机，新里程生产厂房建设进展顺利；广东中山建立基地，华南地区去年底开始产生效益；成都设立基地，大的布局已经做好，北方基地今年因为形势不好放缓。区域上来看，东部增速虽然放缓但基数大，需求还是比较大的，同时公司欲开拓中西部市场。

(3) 加大产品覆盖面，不断推出新产品，从扶梯、电梯、部件，高速低速都覆盖。

(4) 零部件谋求自己生产（控制系统自己在生产），向上游延伸。不可能往下游房产延伸，但从上游延伸，区域拓展销售。

(5) 借助上市机会实施股权激励计划，聘请更多高素质人员。

14、5 年规划，突破百亿产值：

公司制定了 2012-2016 年的战略目标：用五年时间，通过实施五大战略，建成三大体系，实现两大转型，至 2016 年突破一百亿产值，概括为“55321”工程。考虑到产值与收入口径的不一致，产值不是财务数据上的指标，要实现这一目标，公司未来五年的复合增长率要在 40% 左右的水平。但公司方面承诺一定会尽力做到。公司认为未来三年翻一番的可能性很大。为实现这一目标，公司尤其将进一步加强资本战略，为公司的快速增长增加动力。

二、公司基本情况：

公司专业从事电梯设计、开发、制造、销售、安装和维护等，是国内最大的电扶梯生产基地之一。公司产品种类丰富，有乘客电梯、住宅电梯、高速客梯、医用电梯、观光电梯、自动扶梯、倾斜自动人行道等。拥有 25 万平方米的大型电梯生产基地和一座高达 80 米、被誉为中国电梯的“第一高度”的电梯专用试验塔；拥有世界先进水平的数控激光切割机、多工位数控冲床、数控折板机、加工中心等全套现代化制造装备，可年产 8000 台自动扶梯、自动人行道及各类电梯产品。

附表：盈利预测

单位:百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1602.74	1891.34	2221.70	2565.46
增长率(%)	47.05%	18.01%	17.47%	15.47%
归属母公司股东净利润	151.10	187.27	216.09	245.16
增长率(%)	26.05%	23.93%	15.39%	13.45%
每股收益(BPS)	0.40	0.49	0.57	0.64
每股经营现金流	0.29	0.96	0.18	1.06
销售毛利率	23.36%	23.30%	23.31%	23.32%
销售净利率	9.43%	9.90%	9.73%	9.56%
净资产收益率(ROE)	10.10%	11.12%	11.37%	11.43%
投入资本回报率(ROIC)	31.75%	18.96%	27.14%	24.18%
市盈率(P/E)	21	17	14	13
市净率(P/B)	2	2	2	1

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1602.74	1891.34	2221.70	2565.46
减: 营业成本	1228.33	1450.60	1703.75	1967.12
营业税金及附加	7.78	9.18	10.78	12.45
营业费用	106.99	128.61	155.52	184.71
管理费用	104.40	124.83	148.85	174.45
财务费用	-17.29	-42.19	-51.43	-61.70
资产减值损失	5.98	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.08	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	166.65	220.31	254.22	288.42
加: 其他非经营损益	12.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	178.72	220.31	254.22	288.42
减: 所得税	27.61	33.05	38.13	43.26
净利润	151.10	187.27	216.09	245.16
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	151.10	187.27	216.09	245.16

资料来源: 宏源证券研究所

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1021.34	1428.94	1549.54	2015.71
应收和预付款项	317.60	301.78	425.76	414.32
存货	531.99	670.26	741.80	888.54
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	396.92	348.00	299.08	250.15
无形资产和开发支出	90.54	88.56	86.58	84.60
其他非流动资产	0.52	0.26	0.00	0.00
资产总计	2358.91	2837.80	3102.75	3653.33
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	844.13	1135.75	1184.61	1490.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	18.46	18.46	18.46	18.46
负债合计	862.59	1154.21	1203.08	1508.49
股本	252.48	252.48	252.48	252.48
资本公积	891.82	891.82	891.82	891.82
留存收益	352.02	539.29	755.38	1000.54
归属母公司股东权益	1496.32	1683.59	1899.68	2144.84
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1496.32	1683.59	1899.68	2144.84
负债和股东权益合计	2358.91	2837.80	3102.75	3653.33

现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	109.15	364.72	68.48	403.78
投资性现金净流量	-229.07	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	77.88	42.88	52.12	62.39
现金流量净额	-42.37	407.60	120.60	466.17

分析师简介:

庞琳琳: 中国人民大学企业管理专业硕士, 北京航空航天大学自动化专业学士, 2011 年加盟宏源证券研究所。从事证券研究工作 5 年。

主要研究覆盖公司: 新研股份、天立环保、森远股份、航空动力、长荣股份、天地科技等。

机构销售团队

机构销售团队					
华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18682185141 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。