

2013年03月04日

尤洛卡 (300099.SZ)

公司动态分析

证券研究报告

矿山冶金机械

投资评级 **增持-A**

维持评级

6个月目标价 **24.21元**

股价(2013-03-01) **22.80元**

交易数据

总市值(百万元) 2,356.38

流通市值(百万元) 785.26

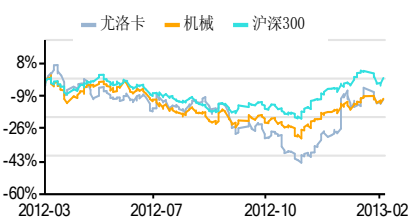
总股本(百万股) 103.35

流通股本(百万股) 34.44

12个月价格区间 14.02/27.27元

十大股东(%) 73.58%

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	7.79	33.60	-10.55
绝对收益	5.07	58.33	-9.20

张斌

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511080006

zhangdan@essence.com.cn

021-68765905

报告联系人

原丁

010-66581841

yuanding1@essence.com.cn

相关报告

尤洛卡: 业绩增速下滑, 2012-10-25

新业务有望放量: 尤洛卡

三季报点评

尤洛卡: 新业务大幅增长, 2012-08-08

下半年或超预期: 尤洛卡

半年报点评

尤洛卡: 主要产品稳定增 2012-02-28

长, 新产品增长较快: 2011

年报点评

## 业绩稳定增长, 新产品持续发酵

■煤炭行业迎来并购时代, 打开顶板监测系统市场。根据“十二五”规划, 中国煤炭企业数将从8000减到4000家, 煤矿数减少到1万处以下, 并最终形成20个特大煤炭企业, 其产量占到总量的60%以上。按照此比例, 顶板监测系统中高端市场空间估计有24-36亿元(9600-14000套), 而预估市场上已有中高端系统仅2000套左右, 成长空间巨大。

■顶板安全监测系统的领军者。依靠山东科大技术背景, 公司产品技术壁垒较高。而由于行业特殊性, 煤矿企业对安全设备的品牌忠诚度很高, 容易形成合作粘性。受益于2013年煤矿企业的兼并步伐加快, 预估部分中转大型企业将严格完成顶板监控行为, 预计该业务小幅回升, 同比增长18%左右。

■新产品充填材料持续发酵。根据“十二五”规划, 中国将改变煤炭行业传统开采方式, 大力推广绿色充填开采技术, 由此充填材料应运而生。公司拥有充填材料六大系列16个型号, 已覆盖井下防水、防固及支柱等领域。虽然目前销售量较少, 但该业务可依靠监测系统已有大客户资源, 如大煤矿神华、兖州以及开滦集团等。伴随着国家政策对井下绿色开采方式的推动, 该业务前景十分良好。

■投资建议: 预计2013-2015年, 销售收入为234、286.6、358.3亿元, 分别同比增长为20%、22.5%、25%; 净利润为1.11、1.28、1.52亿元, 分别同比增长为14.54%、14.84%、18.89%。预计2013-2015年, EPS为1.08、1.24、1.47元, 对应PE为21、18、16倍。6个月目标价为24.21元, 对应PE为22.5倍, 维持“增持-A”投资评级。

■风险提示: 销售经营风险; 下游煤炭行业景气度下滑风险。

摘要(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	113.3	173.9	195.0	234.0	286.6
净利润	62.2	86.3	97.1	111.2	127.7
每股收益(元)	0.60	0.83	0.94	1.08	1.24
每股净资产(元)	6.36	6.77	7.24	7.78	8.40
盈利和估值	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市盈率(倍)	37.9	27.3	24.3	21.2	18.4
市净率(倍)	3.6	3.4	3.1	2.9	2.7
净利润率	54.9%	49.6%	49.8%	47.5%	44.6%
净资产收益率	9.5%	12.3%	13.0%	13.8%	14.7%
股息收益率	0.5%	3.5%	2.1%	2.4%	2.7%
ROIC	40.0%	39.4%	16.1%	22.6%	25.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

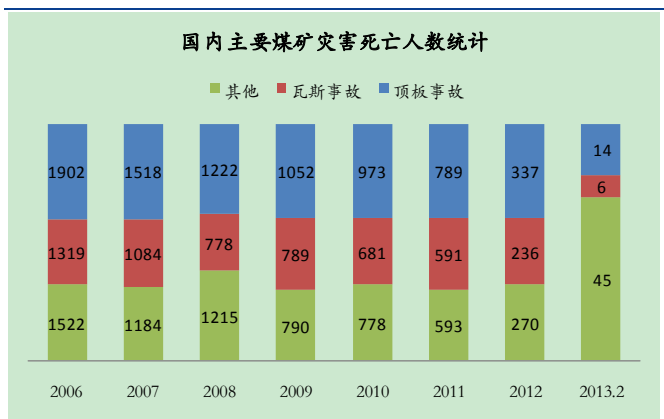
## 1. 煤矿顶板安全监测系统的市场空间

顶板事故，是指在地下采煤过程中，顶板意外冒落造成人员伤亡、设备损坏、生产终止等事故。事故率常年保持在 40%左右，属于煤矿第一大事故，高于瓦斯 28%的事故率。但由于单次伤亡人数较少，所以过往受重视和曝光的程度远低于瓦斯事故。

国家日益重视煤矿安全，持续加大安全费用投入。目前，随着我国煤矿开采难度的加大以及机械化率的提升，煤矿顶板安全监控需求不断加大。根据《企业安全生产费用提取和使用管理办法》规定，煤炭生产企业依据开采的原煤产量按月提取安全费用，其中煤（岩）与瓦斯（二氧化碳）突出矿井、高瓦斯矿井吨煤 30 元；其他井工矿吨煤 15 元；露天矿吨煤 5 元。

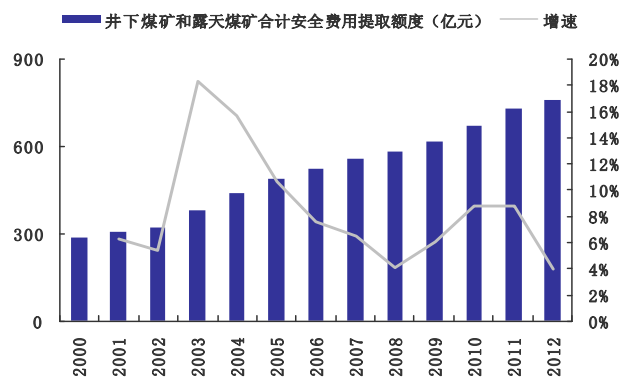
由于我国井下矿与露天煤矿的比例约为 9:1,按照 2012 年煤炭产量 36.6 亿吨进行预估，2012 年煤矿企业井下采掘需要支付的安全生产费用大约为 740 亿元（取均值 22.5 元计算），露天煤矿采掘需要支付的安全生产费用大约为 18 亿元。未来，随着煤矿资源的整合，小型煤矿将被大型企业兼并或关闭，国内大中型煤矿日趋规范化的管理将有利于安全设备的发展，从而带来煤矿顶板安全设备市场需求的增长。

图 1：国内主要煤矿灾害死亡人数情况



数据来源：中国安全生产网，安信证券研究中心

图 2：井下及露天煤矿合计安全费用提取额度情况



数据来源：百度文库，wind，安信证券研究中心

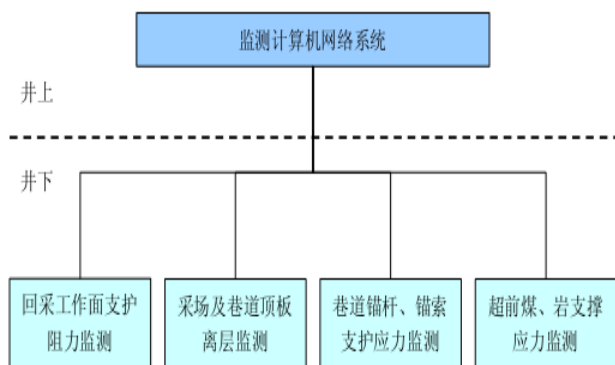
煤炭行业兼并重组加快，大型煤矿提升监测系统空间。根据中国煤炭工业协会数显示，目前我国煤矿数量约为 1.4 万处，平均单井生产规模由 9.6 万吨提高到 20 万吨。其中，年产 120 万吨及以上的大型煤矿 661 处；1000 万吨及以上的特大型煤矿 37 处；千万吨以上的企业有 45 家，5000 万吨-1 亿吨有 10 家、1 亿吨以上有 5 家。并且，“十二五”规划还指出，中国煤炭产业规模化生产还将进一步提高，力争将全国煤矿企业数从 8000 家锐减到 4000 家，煤矿数量减少到 1 万处以下，全国煤矿平均单井产量提高到 40 万吨以上；同时，建设国家规划的 14 个大型煤炭生产基地，最终形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级的特大煤炭企业，要求其产量占到全国煤炭产量的 60% 以上。

由此，我们按照我国煤矿数据 1 万处为准进行预测，若以每个煤矿 2 个工作面进行测算，顶板监测系统理论上将有 2 万套的市场空间；若以每套顶板监测系统 20-30 万元进行售卖，那顶板监测系统将有 40-60 亿元的市场空间。如果再按照大型企业煤炭产量占 60% 的比例来细分，那中高端市场空间估计有 24-36 亿元（9600-14000 套），而目前初步预估市场上存量中高端顶板监测系统仅 2000 套左右，成长空间巨大。

## 2. 煤矿顶板安全监测系统的领军者

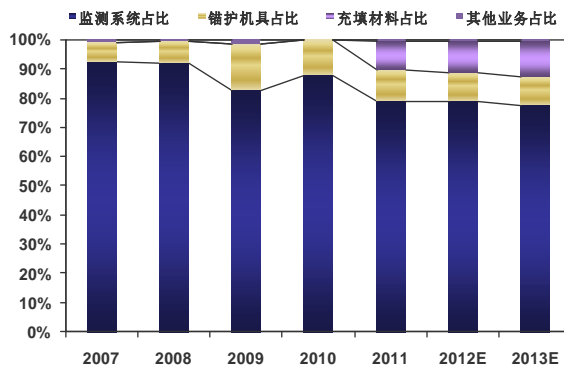
尤洛卡，公司主要从事自动化仪器仪表、计算机软硬件、电子电气设备集成系统的研发和生产销售。主要生产煤矿顶板安全监测系统（KJ216）及相关仪器仪表，煤矿巷道锚护机具，以及煤矿填充材料等。其中，顶板安全监测系统及相关仪器仪表是公司重点产品，销售收入过去6年平均占到主营业务收入的85%左右，复合增速约为25%。

图 3：顶板安全监测系统功能组成示意图



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 4：公司主营业务占比情况

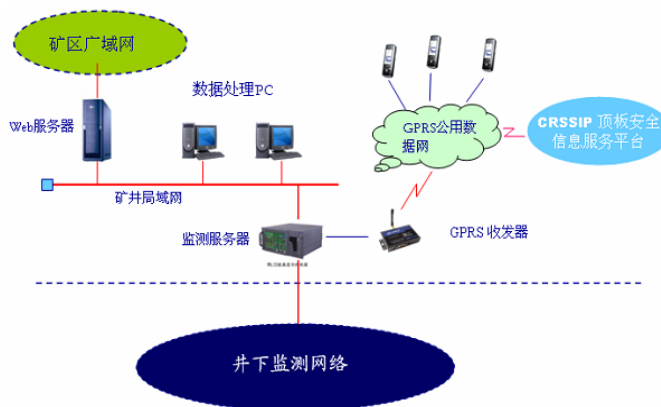


数据来源：wind，安信证券研究中心

### 2.1. 顶板安全监测系统，市场占有率第一

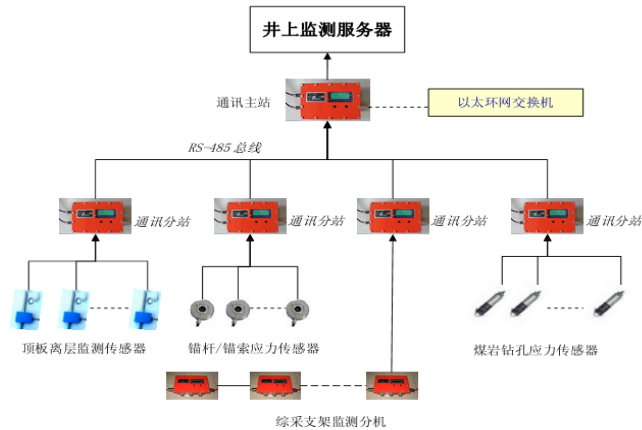
顶板安全监测系统，是利用矿区或矿井建立通讯网路和计算机网路平台，将煤矿井下顶板动态参数传输到井上的计算机监测网路，借助监测分析软件实现在线监测和报警。通过矿区局域网组成矿务局级监测网路，实现顶板安全监测的自动化和信息化。

图 5：顶板安全监测系统井上部分组成图



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 6：顶板安全监测系统井下部分组成示意图



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

根据公告披露，公司顶板监测系统在业内市场占有率始终排在第一，我们认为高居不下的原因是以下三点：

一，**技术壁垒高**。顶板监测行业属于技术密集型产业，一方面需要熟悉地质工程、禁行工程、岩石力学、现代监测技术、人工智能理论等多学科交叉；另一方面需要实际操作经验，能对多方位参数监测、阻力监测等综合性数据有总结和软件研发支持。

二，**品牌壁垒高**。由于行业特殊性，煤矿企业对安全设备的可靠性要求很高，所以对品牌的忠诚度较高，一般不会冒着安全风险去尝试其他产品。特别是针对安全系统的设备，客户需要销售方提供安装、调试、培训等服务，所以煤矿企业一旦购买就要组织人力和时间进行产品系统熟悉，由此转换成本相对较高。

三，**技术人才优势**。依靠山东科大，核心团队无论是在理论还是实际操作中都经验丰富。

董事长黄自伟先生是中国煤炭工业劳动保护科学技术学会顶板防治专业委员会副主任，曾获得国家科技进步二等奖和国家教委科技进步三等奖等。除此以外，公司已获得专利 13 项(其中发明专利 4 项)，安标认证产品 64 个，充分显示出公司在此方面的优势地位。公司数据统计，自 2006 年研发出 KJ216 煤矿顶板安全监测系统开始，该产品共产生各类预警 3000 余次，在已安装本系统的工作面里，未有重大顶板伤亡事故发生。

## 2.2. 充填材料，新产品持续发酵

充填材料，是随着我国煤矿充填开采技术而生产的新型材料。一般情况下，由煤矸石、水泥、粉煤灰、减水剂等组成各种使用效果不同的物品，所形成的胶结充填体浓度高、流动性能好并呈固体状态，起到防治煤矿灾害作用。公司充填材料主要分为六大系列 16 个型号，分别为防火系列、防水系列、喷涂系列、支柱系列、加固系列和密封系列。

图 7：加固系列：优乐加固 I 号和 II 号



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

图 8：堵水加固系列：优乐堵水 I 号和 II 号



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

图 9：密封系列：优乐加固 I、II、III 及 IV 号



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

图 10：防火系列：优乐防火 I 号和灭火剂

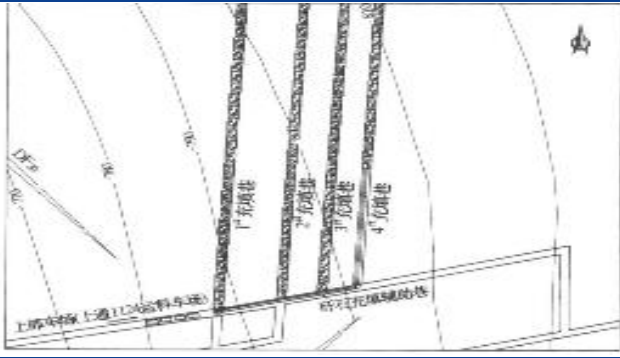


数据来源：公司网站，安信证券研究中心

**国家大力推荐煤矿充填开采技术。**根据《煤炭工业发展“十二五”规划》发布会披露，未来中国将改变煤炭行业传统的开采方式，大力推广煤矿充填绿色开采技术。目前，我国井下开采顶板控制方法主要分三类，即：**长壁垮落顶板控制法、煤柱式控制顶板法和充填式顶板控制法。**其中，长壁垮落顶板控制法使用最普遍，它可便于实现机械化和高产，且操作方便适用于各种煤层。但这个开采方式忽略了开采后岩层下沉运动对于环境、生态、建筑物等的破坏。而充填式顶板开采，通过巷柱式充填和长壁式充填充分降低开采对煤矿回采的影响，并使地表下沉在合理的范围内。

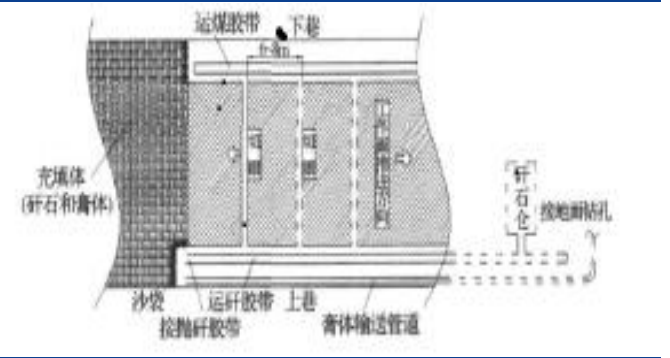
业内专家表明，充填开采是一种高效、节约和科学的采煤技术，它的出现不仅使煤炭资源得到最大化利用，而且彻底转变了煤炭工业的发展方式。该技术可使资源回收率高达 90%，提高生产年限 10 年，从而实现保护生态环境及建设和谐矿区。虽然这种方式在我国仍处于起步阶段，但我们认为，随着政府的积极引导，充填材料在未来市场上将一展身手。

图 11: 巷柱式充填顶板控制法



数据来源: 百度文库, 安信证券研究中心

图 12: 长壁式充填顶板控制法

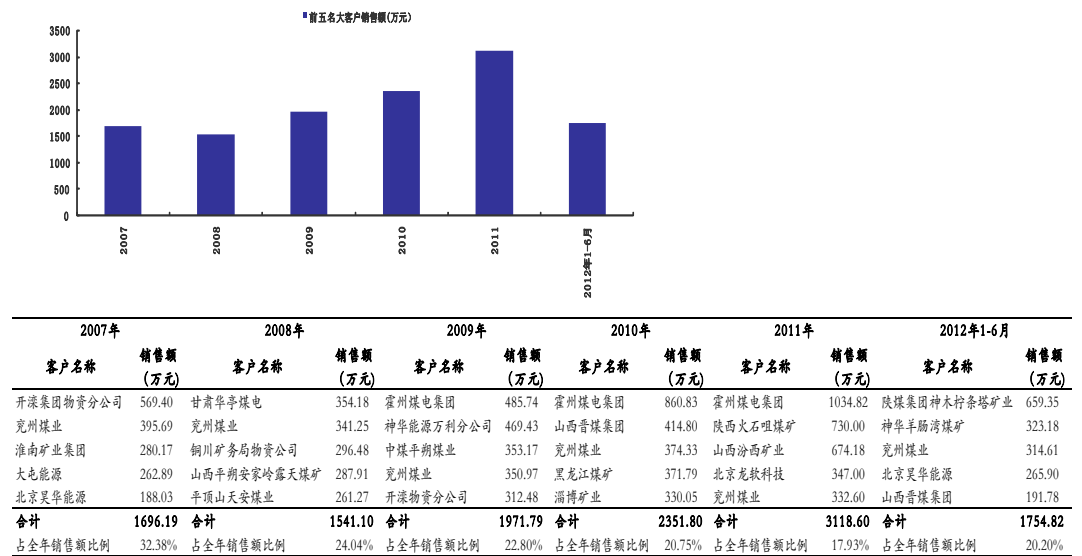


数据来源: 百度文库, 安信证券研究中心

**竞争对手: 巴斯夫浩珂矿业化学(中国)有限公司。**该企业是引进法国煤矿用高分子聚合物技术基础上成立的股份制企业, 公司现有员工 300 余人, 其中专业技术人员 137 人, 具有高级技术职称 5 人, 中级技术职称 33 人。2008 年, 企业产量达到 14000 吨, 实现产值 4.6 亿元, 是专业从事煤矿和隧道领域安全工程用聚合物产品、技术、服务一体化的综合型企业。作为中国最大的煤矿安全用非金属高分子材料开发制造服务商, 已广泛应用于神华集团、中煤能源、兖矿集团、同煤集团、阳煤集团、潞安集团、晋城煤业、淮南矿业、淮北矿业等 60 余家煤炭企业 400 余座矿井。同时, 其产品已出口到俄罗斯、澳大利亚、越南、韩国和印度等国家。

尤洛卡与其相比, 无论是技术实力还是人才都不相上下, 特别是产品链, 公司产品更加丰富已涵盖井下重要安全领域。在顶板领域, 尤洛卡不仅仅是单打独斗, 依靠监测系统所形成的产业链可不断强化与大客户的合作关系, 并且从客户资源上看, 大煤矿神华、中煤、兖州、开滦集团等都是公司重点客户, 随着煤矿企业兼并脚步的加快和开采方式的演变, 公司发展前景十分良好。

图 13: 公司前五名大客户历年来销售额情况



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

### 3. 盈利 & 估值

#### 3.1. 盈利：预计 2013 年业绩增速约为 15%

公司业务主要分为三块，分别是监测系统、锚护机具和充填业务，其中监测系统是重点。基于行业属性，三项业务订单周期时间短，并且由于技术和品牌壁垒较高，所以应收账款和预收账款较低且毛利率水平较高。2012 年，预计公司实现销售收入 1.96 亿元、同比增长 12.14%，净利润 0.97 亿元、同比增长 12.57%。增速相对前几年放缓的主要原因有三方面：一，基于下游煤炭行业，2012 年煤炭产量增速同比下滑；二，公司自身营销模式相对欠缺，大客户的开拓能力还没有完全体现；三，新充填顶板开采方式还在推广中，需要国家政策的积极推动，公司充填材料业务发展受到限制影响上量速度。

我们预计 2013 年整体情况略好于 2012 年，一是下游煤炭行业产量投放平稳；二是公司管理层通过几年发展以看到销售弊端，目前正在积极转变营销方式，例如放宽部分大客户付款比例、优化监测系统的服务方式等；三是充填材料的新研究力度加大，一项产品较难形成规模效应，而公司产品链的拓展可在合适的时机对业绩形成快速推动。

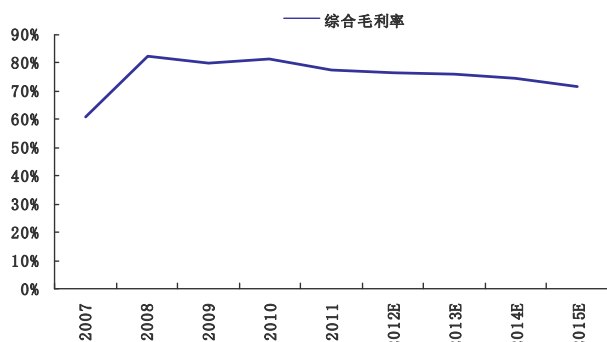
**细分三项业务，预计监测系统仍然占据总销售收入的较高比例，约为 78%左右。**受益于 2013 年煤矿企业的兼并步伐加快，预估将有部分中转大企业进行严格的顶板监控行为，所以预计监测系统业务收入增速略有小幅回升，同比增长 18%左右，实现销售收入 1.82 亿元，毛利率 82%保持平稳。

**预计充填材料业务无论占比还是增速均小幅上升，**一是公司加大推广力度；二是治理环境污染是大趋势，新开采方式虽然还未大幅推广开，但是新的试点已敲定，政府的步伐已十分明显。预计 2013 年实现销售收入 0.29 亿元、同比增长 36.36%，毛利率 41%保持平稳。

**锚护机具，主要是一套将钻孔、锚固剂安装、锚索向钻孔内自动推进、锚固剂搅拌、锚索张紧等一系列动作集合于一体的机械化设备，**为监测系统起辅助作用。目前国内市场该产品竞争激励，主要以小企业生产为主，技术含量较低。预计该业务 2013 年随监测系统平稳增长，实现销售收入 0.22 亿元、同比增长 14%，毛利率 74.5%保持平稳。

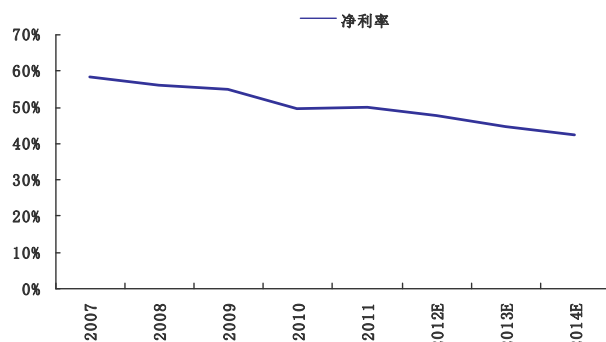
综合以上，预计 2013-2015 年销售收入为 2.34 亿元、2.87 亿元和 3.58 亿元，分别同比增长 20%、22.5%和 25%；净利润为 1.11 亿元、1.28 亿元和 1.52 亿元，分别同比增长 14.54%、14.84%和 18.89%。2013-2015 年综合毛利率为 76.17%、74.32%和 71.44%，毛利率小幅下滑除了因为原料和工人成本上升以外，我们预测主要是基于销售价格的趋稳，以及产品占比变动所导致。而期间两项费用率，随着企业规模的上升呈逐步下滑趋势。

图 14：公司毛利率变动情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 15：公司净利率变动情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 16: 公司主营业务经营情况

单位: 百万元

项目	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	
监测系统	收入	48.60	59.22	71.74	99.54	137.73	153.95	182.40	213.41	252.42
	成本	19.07	9.97	12.56	16.85	25.27	27.71	32.83	39.48	50.48
	毛利率	60.76%	83.16%	82.49%	83.07%	81.65%	82.00%	82.00%	81.50%	80.00%
锚护机具	收入	3.46	4.77	13.56	13.81	18.56	19.50	22.23	25.80	30.46
	成本	1.46	1.28	3.68	4.07	4.95	4.97	5.67	6.71	8.22
	毛利率	57.79%	73.23%	72.91%	70.53%	73.31%	74.50%	74.50%	74.00%	73.00%
充填材料	收入	0.00	0.00	0.00	0.00	17.47	21.45	29.25	47.30	75.24
	成本	0.00	0.00	0.00	0.00	9.12	12.87	17.26	27.43	43.64
	毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	47.81%	40.00%	41.00%	42.00%	42.00%
合计	收入	52.38	64.10	86.48	113.35	173.88	195.00	233.99	286.64	358.30
	成本	20.67	11.27	17.16	20.92	39.35	45.55	55.76	73.62	102.35
	综合毛利率	60.55%	82.42%	80.16%	81.54%	77.37%	76.64%	76.17%	74.32%	71.44%
销售费用率	5.52%	11.30%	12.98%	15.18%	17.17%	20.51%	19.23%	18.14%	16.19%	
管理费用率	12.06%	16.44%	17.19%	14.60%	14.01%	15.39%	14.53%	13.26%	11.72%	

数据来源: wind, 安信证券研究中心

### 3.2. 估值: 6 个月合理目标价 24.21 元

基于上述分析, 预计 2013-2015 年 EPS 分别为 1.076 元、1.236 元及 1.469 元, 对应 PE 为 21、18、16 倍。由于公司不属于传统煤机领域, 在安全和环境方面将进一步受益于国家政策的推动, 因此给予 6 个月目标价为 24.21 元, 对应 2013 年 PE 为 22.5 倍, 维持“增持-A”投资评级。

## 4. 风险因素

销售经营风险; 下游煤炭行业景气度下滑风险; 产品安全事故风险等。

## 财务报表预测和估值数据汇总(2013年03月04日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E	(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>113.3</b>	<b>173.9</b>	<b>195.0</b>	<b>234.0</b>	<b>286.6</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	20.9	39.3	45.6	55.8	73.6	营业收入增长率	31.1%	53.4%	12.1%	20.0%	22.5%
营业税费	1.7	2.1	2.8	3.2	3.8	营业利润增长率	46.7%	44.4%	0.3%	24.1%	22.2%
销售费用	17.2	29.9	40.0	45.0	52.0	净利润增长率	29.1%	38.6%	12.6%	14.5%	14.8%
管理费用	16.6	24.4	30.0	34.0	38.0	EBITDA 增长率	36.8%	35.2%	3.0%	23.2%	22.5%
财务费用	-3.7	-11.1	-11.7	-13.3	-14.1	EBIT 增长率	36.3%	34.2%	-0.4%	25.7%	24.5%
资产减值损失	0.7	2.6	1.5	1.5	1.5	NOPLAT 增长率	26.1%	34.9%	1.3%	23.6%	24.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	37.0%	148.2%	-12.0%	12.5%	4.5%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	400.7%	6.5%	6.9%	7.4%	7.9%
<b>营业利润</b>	<b>60.0</b>	<b>86.6</b>	<b>86.9</b>	<b>107.8</b>	<b>131.8</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	12.0	12.6	22.8	20.0	15.0	毛利率	81.5%	77.4%	76.6%	76.2%	74.3%
<b>利润总额</b>	<b>72.0</b>	<b>99.2</b>	<b>109.7</b>	<b>127.8</b>	<b>146.8</b>	营业利润率	52.9%	49.8%	44.6%	46.1%	46.0%
减:所得税	9.7	13.0	12.6	16.6	19.1	净利率	54.9%	49.6%	49.8%	47.5%	44.6%
<b>净利润</b>	<b>62.2</b>	<b>86.3</b>	<b>97.1</b>	<b>111.2</b>	<b>127.7</b>	EBITDA/营业收入	53.3%	47.0%	43.1%	44.3%	44.3%
						EBIT/营业收入	49.7%	43.4%	38.6%	40.4%	41.1%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	固定资产周转天数	103	139	219	214	165
货币资金	489.6	284.8	383.7	393.8	439.2	流动营业资本周转天数	206	345	376	269	260
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,075	1,225	1,071	911	822
应收帐款	55.9	101.7	115.0	145.0	149.6	应收帐款周转天数	143	163	200	200	185
应收票据	16.5	35.2	23.5	35.0	38.3	存货周转天数	41	44	51	48	46
预付帐款	4.4	15.3	11.7	14.7	20.1	总资产周转天数	1,329	1,482	1,414	1,238	1,089
存货	15.9	26.7	28.9	33.0	40.6	投资资本周转天数	458	601	719	596	527
其他流动资产	3.3	133.6	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.5%	12.3%	13.0%	13.8%	14.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.2%	11.4%	12.5%	13.3%	14.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	40.0%	39.4%	16.1%	22.6%	25.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	40.1	94.4	143.1	135.3	127.4	销售费用率	15.2%	17.2%	20.5%	19.2%	18.1%
在建工程	24.1	7.2	7.2	7.2	7.2	管理费用率	14.6%	14.0%	15.4%	14.5%	13.3%
无形资产	25.0	52.6	58.9	65.8	74.1	财务费用率	-3.3%	-6.4%	-6.0%	-5.7%	-4.9%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	26.5%	24.8%	29.9%	28.1%	26.5%
<b>资产总额</b>	<b>675.6</b>	<b>756.0</b>	<b>775.7</b>	<b>833.4</b>	<b>900.1</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	2.8%	7.5%	3.5%	3.6%	3.6%
应付帐款	6.7	15.3	13.8	16.0	17.2	负债权益比	2.9%	8.1%	3.7%	3.7%	3.7%
应付票据	1.4	27.5	12.7	12.1	13.6	流动比率	31.19	10.60	20.46	20.99	21.18
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	30.34	10.13	19.41	19.88	19.93
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-15.15	-6.79	-6.41	-7.10	-8.34
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>18.8</b>	<b>56.3</b>	<b>27.5</b>	<b>29.6</b>	<b>32.5</b>	DPS(元)	0.12	0.80	0.47	0.54	0.62
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	分红比率	19.9%	95.9%	50.0%	50.0%	50.0%
股本	41.3	103.4	103.4	103.4	103.4	股息收益率	0.5%	3.5%	2.1%	2.4%	2.7%
留存收益	615.5	596.3	644.9	700.5	764.3						
<b>股东权益</b>	<b>656.8</b>	<b>699.7</b>	<b>748.2</b>	<b>803.8</b>	<b>867.7</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>		<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
净利润	62.2	86.3	97.1	111.2	127.7	EPS(元)	0.60	0.83	0.94	1.08	1.24
加:折旧和摊销	4.1	6.1	8.9	9.1	9.2	BVPS(元)	6.36	6.77	7.24	7.78	8.40
资产减值准备	0.7	2.6	-	-	-	PE(X)	37.9	27.3	24.3	21.2	18.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	3.4	3.1	2.9	2.7
财务费用	0.3	-	-11.7	-13.3	-14.1	P/FCF	-850.9	-14.6	16.1	35.9	21.6
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	20.8	13.6	12.1	10.1	8.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	69.1	30.0	23.5	18.9	15.1
营运资金的变动	-25.3	-181.2	105.4	-46.4	-18.0	CAGR(%)	21.4%	14.0%	26.3%	21.4%	14.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>40.8</b>	<b>42.1</b>	<b>199.7</b>	<b>60.6</b>	<b>104.8</b>	PEG	1.8	2.0	0.9	1.0	1.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-24.0</b>	<b>-203.4</b>	<b>-64.0</b>	<b>-8.2</b>	<b>-9.6</b>	ROIC/WACC	4.0	3.9	1.6	2.3	2.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>442.3</b>	<b>-69.5</b>	<b>-36.8</b>	<b>-42.3</b>	<b>-49.7</b>	REP	6.3	1.5	3.4	2.1	1.8

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张殚声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

