

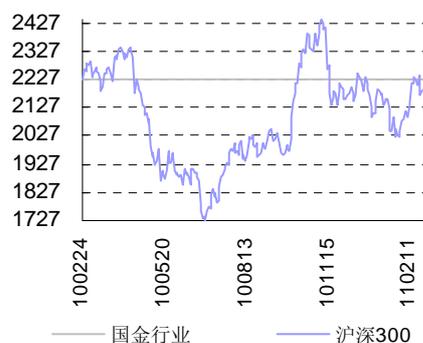
上市定价(人民币): 24.12-27.56元

## 延伸油气设备产业链, 面临快速发展机遇

长期竞争力评级: 等于行业均值

### 市场数据(人民币)

发行价(元)	26.00
发行A股数量(百万股)	35.00
总股本(百万股)	135.00
国金油气勘探开采指数	2229.43
沪深300指数	3190.94
中小板指数	7307.78



### 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	N/A	0.394	0.472	0.689	1.068
每股净资产(元)	2.09	2.09	2.78	9.43	10.58
每股经营性现金流(元)	-0.15	0.44	0.48	0.49	0.68
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	13.78	13.78	13.78	13.78	13.78
净利润增长率(%)	72.23%	25.00%	19.98%	45.73%	55.11%
净资产收益率(%)	27.10%	25.42%	22.98%	7.30%	10.10%
总股本(百万股)	N/A	100.00	100.00	135.00	135.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 基本结论、价值评估与投资建议

- **采油技术与高端油气设备发展, 受益于对油气开采的刚性需求以及提高采收率的需要。**

油气田地面装备行业投资约占石油公司上游资本性支出的 10%。据 IEA 预测, 2015 年前世界每年新增油气产能 1.56 亿吨左右, 相应油气处理系统装备需求约 200 亿元。按目前情况, 若维持我国原油产量 2 亿吨不变, 每年针对油气水处理装备新增需求 23 亿元、油气分离系统更新改造 12 亿元; 世界油田大多处于高峰稳产的后期, 为阻止油田产量下滑, 或提高采收率, 目前 3% 的油田已运用三次采油, 其中采用 CO<sub>2</sub> 驱技术的占 50%, 而在我国不足 2%, 公司拥有自主研发的 CO<sub>2</sub> 驱三次采油技术, 发展前景广阔。

- **公司的优势体现在相对完善的产业链与稳健的营销渠道。**

公司具有一体化的“产业链”优势: 在单一产品分离器领域, 与兰州石油机械所媲美, 但公司涉足毛利率更高的油气开采设备、油气环保设备和油田工程技术服务领域, 一体化产业链相对完善, 过去三年综合毛利率分别达到 37.77%、44.52%、45.69%, 高于行业平均 2-4 个百分点, 并在国内高端油气处理市场拥有 50% 以上的份额;

稳健的营销渠道优势: 公司 80% 的收入来自三大石油及其下属企业。近三年, 公司在三大石油公司海外业务相关设备招标中的份额达到 80%, 相应海外收入年增 40% 以上, 超过公司整体 1/2 的营收水平。随着三大石油海外业务的不断拓展, 公司海外项目有望继续快速增长。

- **油田环保领域的突破性增长带来新的发展机遇。** 目前全球油田环保市场年需求近 30 亿美元, 国内每年需 40 亿元, 预计未来几年复合增长率 35%。在此背景下, 公司生产的含油污泥处理装备和储油罐自动机械清洗设备, 市场空间有望分别达到 3.4 与 20 亿元, 发展潜力较大。
- 公司 IPO 募集资金主要应用于油气田开发装备产研基地建设, 我们预计完全达产后, 可实现销售收入 5.5-6 亿元, 利润 1.5-2 亿元, 将大幅增强公司产品核心部件自主加工的能力。

### 估值及风险提示

- 预计公司 2010-2012 年营收分别为 2.75、3.57、4.74 亿元, 归属母公司净利润 0.64、0.93、1.44 亿元, 对应 EPS 为: 0.47、0.69、1.07 元。结合相关情况, 给予公司 35-40 倍 PE, 估值区间 24.12-27.56 元。
- 风险提示。石油公司资本性开支减少, 订单季节变化, 竞争环境恶化。

刘波

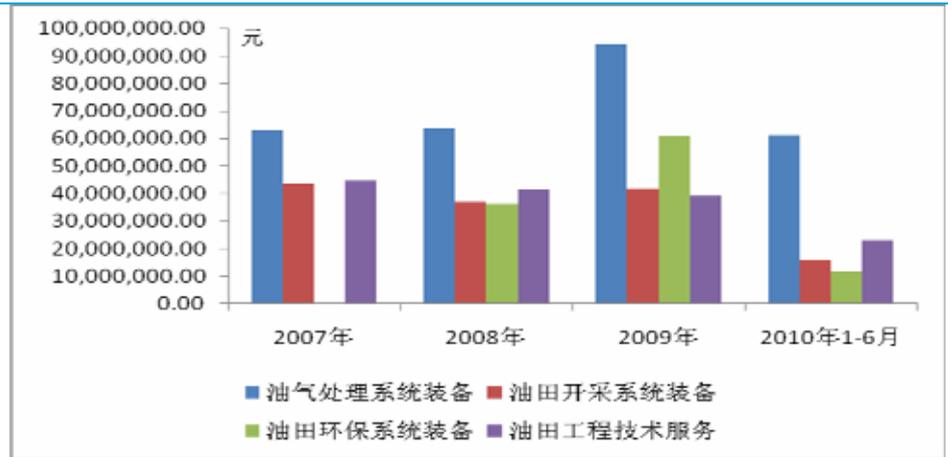
分析师 SAC 执业编号: S1130206110211  
(8621)61038283  
liubo@gjzq.com.cn

**“产业链”优势：以油气分离为核心，逐步拓展至油气开采、油田环保装备和油田工程技术服务**

**公司的核心竞争力体现在高端油气分离设备市场领先**

- 公司主要从事油气田开发地面系统装备的研制和技术服务，其中，以分离技术为核心的油气处理系统装备是公司最主要的收入来源，10年上半年占总收入的54.64%。凭借多年积累的分离技术研发优势，公司已研制出不同应用场合的分离器系列产品，并拥有数项专利，在国内油气处理高端需求领域占有50%以上的市场份额。

**图表1：油气处理业务是公司最主要的收入来源。**



来源：公司招股书、国金证券研究所

**图表2：公司拥有多项油气分离技术专利。**

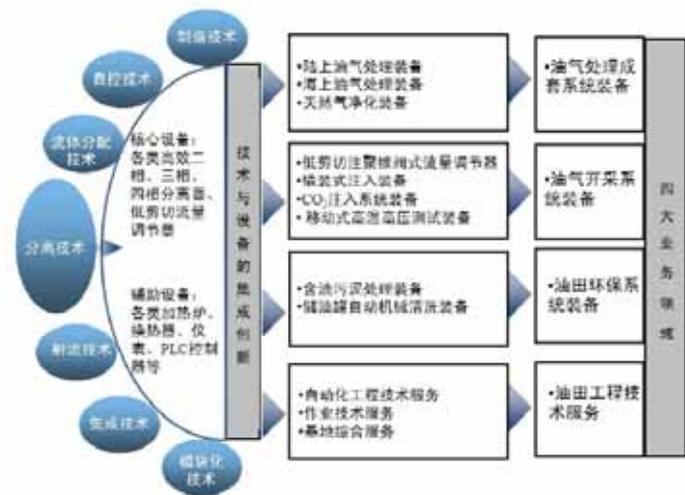
陆上油田	轻质及中质原油	板槽式布液双向流热化学分离器(专利号：ZL01208474.3)
		水平—上向流节能型油气水砂分离器(专利号：ZL02240795.2)
	中质及重质原油	压力管道除砂器(专利号：ZL00243719.8)
		发泡原油立式内旋气液分离器(专利号：ZL200420096174.4)
		发泡原油双旋—重力卧式油气水砂多相分离器(专利号 ZL200420096175.9)
稠油及特稠油	稠油及特稠油油气分离器(专利号：ZL01261038.0)	
海洋油田	FPSO 专用高效分离器	专用油气水砂分离器(专利号：ZL02257478.6)

来源：公司招股书、国金证券研究所

**积极开拓油田开采、油气环保设备，延伸产业链**

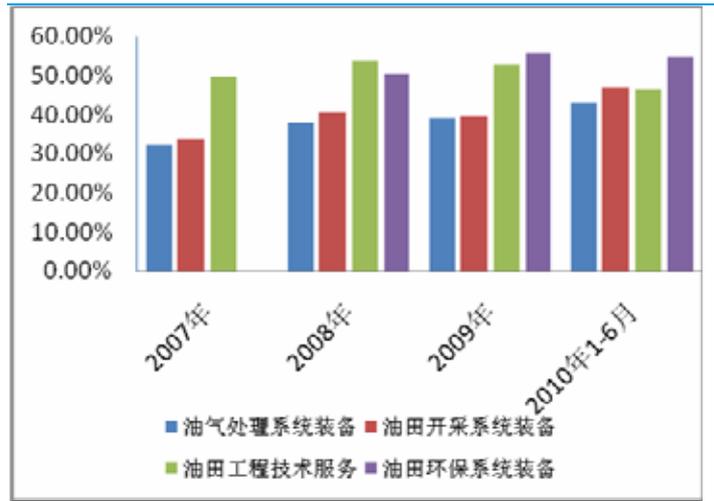
- 公司在油气处理的基础上，将业务拓展至附加值更高的上下游—油田开采、油田环保系统装备和油田工程技术服务领域。尤其是在前两个领域，数次打破国外技术垄断，研制出相关领域的核心产品。过去三年，公司油田开采装备、油田环保装备、油田工程技术的毛利率均高于油气处理业务，为公司开辟新的利润来源。

图表3: 公司四大业务领域



来源: 公司招股书、国金证券研究所

图表4: 公司分产品毛利率



图表5: 公司在油田开采、油田环保装备领域拥有先发优势

项目	新产品或新项目	市场先发优势
油田开采领域	自主研发三次采油注入装备的核心设备—低剪切锥阀式流量调节器	在大庆油田市场占有率 100%。
	09 年中标了国内规模最大的 CO <sub>2</sub> 混相驱试验工程—大庆油田呼伦贝尔分公司 CO <sub>2</sub> 混相驱工程, 已完成一期配套设计工作。	我国气体混相驱三次采油技术整体处于实验室研究阶段。
	国内首次研制出移动式高温高压测试装备	已实现国内销售 35 台, 海外销售 27 台。近期又获得了中石油某钻探公司应用于海外项目共计 8 台的订单。
油田环保领域	国内首创自动热化学机械分离的含油污泥处理站, 并在大庆油田成功运行。	继续为大庆油田设计制造五座固定式污泥处理站; 10 年又开发成功了移动式污泥处理站并在洛阳石化公司开始投入运行。
	储油罐自动机械清洗装备	在国内市场占 30% 份额, 其余为进口。

来源: 公司招股书、国金证券研究所

### 稳健的营销渠道: 依托国内三大石油公司快速发展

#### 产品覆盖国内绝大多数油田

- 自上世纪 90 年代, 我国三大石油公司实现主辅业分离以来, 公司逐步成为他们高端油气地面设备的合格供应商。目前公司有 80% 的收入来自三大石油公司及其下属企业, 产品覆盖国内绝大多数油田。尤其在含高含水率、重质油、采出液成分复杂、对产品技术要求较高的高端市场中, 公司的市场份额超过 50%。目前, 公司的分离器占胜利油田更新改造市场的 90% 以上, 在大港油田市场份额约 70%, 青海油田约 60%, 华北油田约 30%。高温高压测试装备, 公司产品份额约为 30%; 三次采油注入站的核心设备—低剪切锥阀式流量调节器, 在大庆地区占有率 100%, 国内市场份额 90%。

图表6: 公司产品覆盖的国内区域



来源: 公司招股书、国金证券研究所

依托三大石油公司“走出去”，海外业务成未来业绩增长点

- 近几年，依托三大石油公司“走出去”战略，公司在相关设备招标中的份额达到 80%，海外业务收入 2007-2009 年的复合增长率高达 41.33%，2010 年上半年在总营业收入的比重更是达到 51.59%。
- 公司已经进入非洲、南美、中亚、西亚等 15 个国际主要产油国的 20 多个油田，获得阿尔及利亚、伊朗、伊拉克、乌兹别克斯坦等国石油公司的合格供应商准入资格。在市场准入更为严格的“海湾六国”中，公司获得阿联酋阿布扎比 ADNOC 公司、卡塔尔 QP 公司、科威特石油 KPC 公司准入的资格预审。2009 年，中石油又参与中标了伊拉克鲁迈拉、哈法亚等油田的开发建设，前者有望成为全球产量最大的油田，后者与大庆油田产量相当。未来几年，公司有望继续在三大公司的海外项目中分享巨大的收益，海外业务成为公司业绩的主要增长点。

图表7: 公司海外业务收入增长情况



来源: 公司招股书、国金证券研究所

图表8: 公司产品覆盖的国际区域



### 高端油气装备、三次采油技术将受益于对油气的刚性需求以及提高采收率的需要

#### 需求、提高采收率造就了油气行业高额的资本性支出

- 2000-2009年，世界原油需求由37.91亿吨增至41.16亿吨。我国石油消费量从2000年的2.37亿吨增至2010年的4.39亿吨，复合增长率6.36%，成为仅次于美国的世界上第二大石油消费国。据预测，到2030年，石油仍将是一次能源中最主要的能源，全球需求达到52.75亿吨。而我国则将达到8.35亿吨，对外依存度逼近75%。

图表9: 2000-2030年世界石油产量和消费量(百万吨)

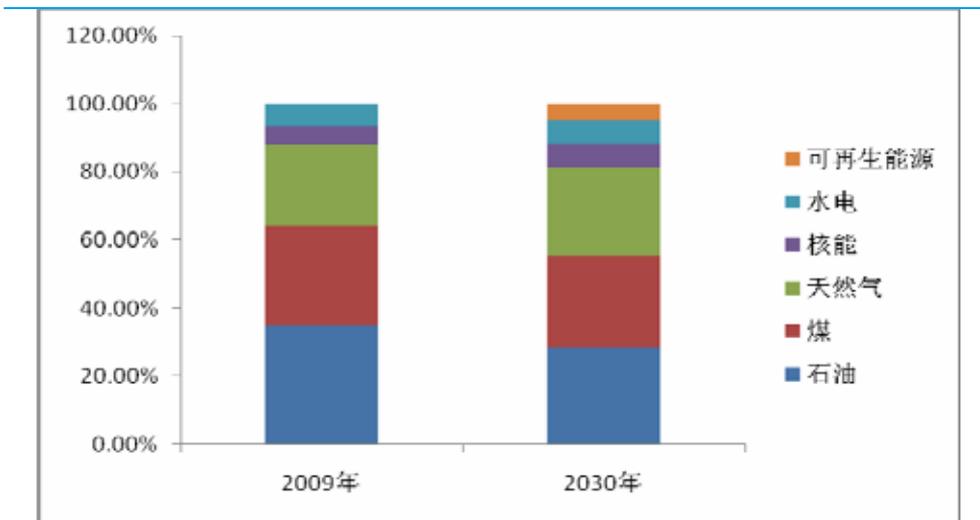


来源: 国家统计局、OPEC、国金证券研究所

图表10: 2000-2030年我国石油产量和消费量(百万吨)



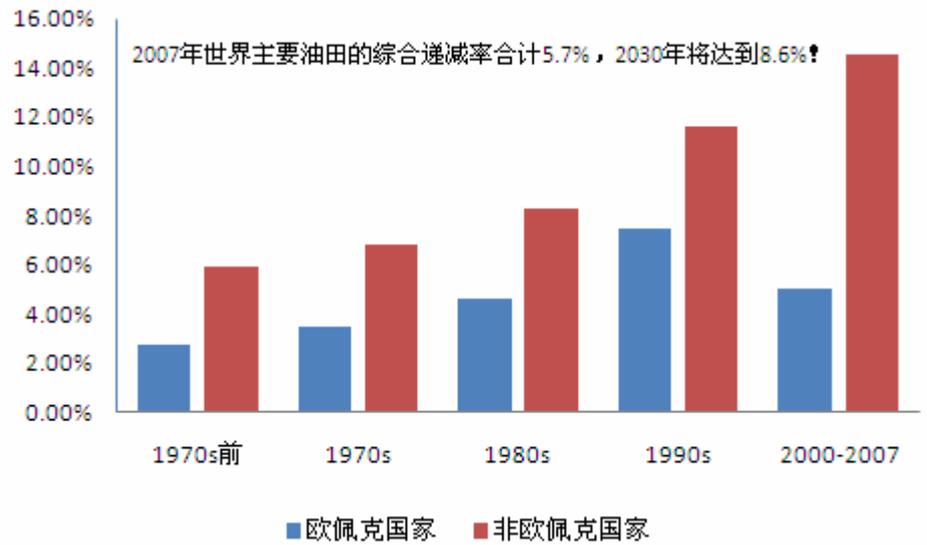
图表11: 世界能源消费结构



来源: BP、国金证券研究所

- 随着油气需求量不断增长，油田产量的自然递减法则逐渐显露出来。IEA对800个油田的历史产量进行分析，发现世界主要油田的综合递减率将从2007年的6.7%上升到2030年的8.6%。据了解，全球生产期在30年左右的老油田占总产量的67%-72%。我国是世界第四大产油国，但是平均开采年限为38.5年，产量位于前三位的油田平均开采年限为45年，已进入中后期开发阶段，因此提高采收率以实现稳产、增产是当前油气行业的重要目标。

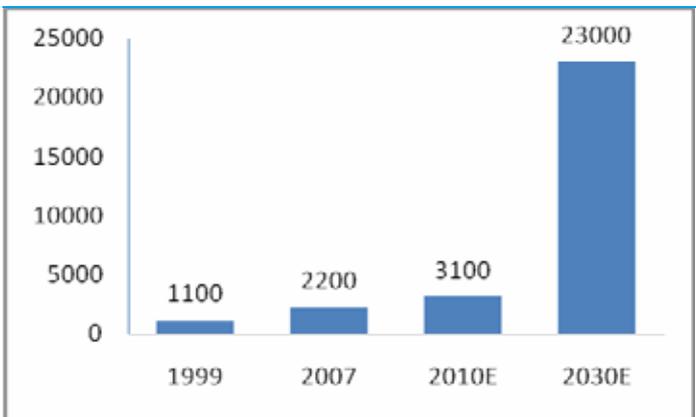
图表12: 油田自投产第一年起综合递减率



来源: IEA《世界能源展望-2008》、国金证券研究所

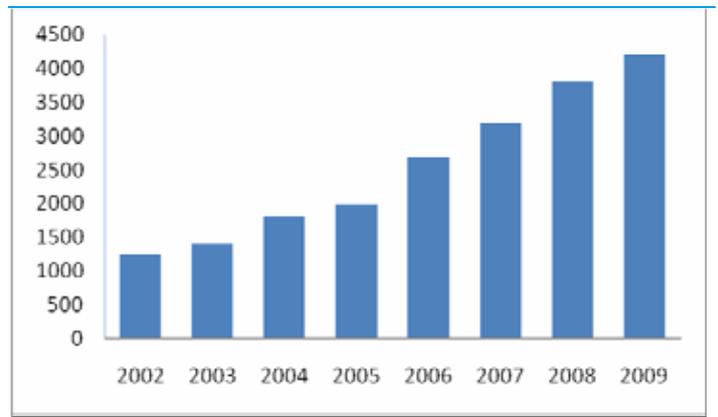
- 对油气的刚性需求和提高采收率的需要, 共同促使全球油气行业开采力度加大, 资本性支出持续增长。据欧佩克预测, 到 2030 年, 全球油气行业上游投资将达到 2.3 万亿美元。国内方面, 从 2002 到 2009 年, 三大石油公司的资本性支出每年以 18.8% 的速度快速增长。

图表13: 全球油气行业上游投资 (亿美元)



来源: OPEC、公司公告、国金证券研究所

图表14: 国内三大石油公司资本性支出 (亿元)



### 高端油气装备和三次采油技术将受益于行业投资景气

- 一般来说, 油气田地面装备行业投资约占上游资本性支出的 10%。据 IEA 预测, 2015 年前世界每年新增油气产能 1.56 亿吨左右, 相应的油气处理系统装备投资需求有 200 亿元/年。在这样的背景下, 公司的高端油气处理装备将拥有广阔的市场发展空间。

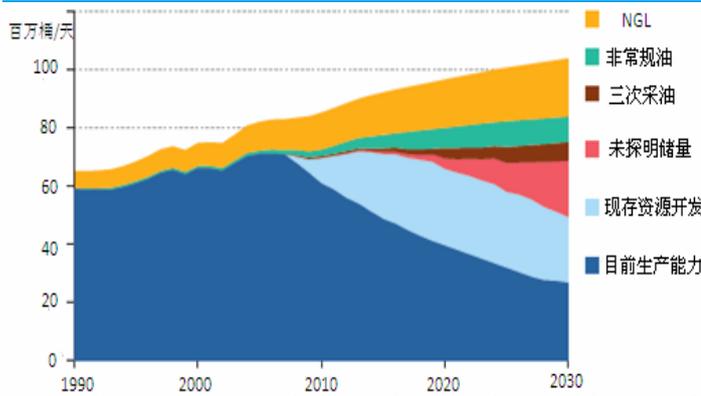
图表15: 公司的油气处理、油田开采装备市场容量估计

项目		市场容量估计
油气处理	油气水处理装备	新增投资: 每年需要对油气水处理装备新增投资 22.55 亿元, 以弥补产量的自然递减 更新改造: 按照我国 09 年原油产量 1.87 亿吨, 设备 20 年的使用年限估算, 更新改造市场每年需求约 11.27 亿元。
	分离器	国内各油田现拥有各类分离设备 14000 台, 如果按照每年更新 1000 台计算, 则分离器更新需要投资 10 亿元左右。
油气开采	移动式高温高压测试设备	预计未来 5 年内, 国内各类测试设备将年新增 30 套以上。

来源: 公司公告、国金证券研究所

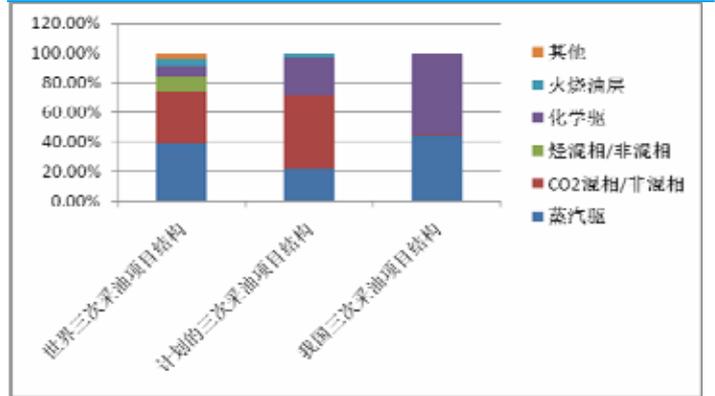
- 三次采油技术是全球提高原油采出率的普遍手段。IEA 预测, 全球三次采油占石油总产量的比例将由目前的不足 3% 增加到 2030 年的 15%-20%。三次采油技术包括蒸汽驱、CO<sub>2</sub> 驱、烃驱、化学驱和火烧油层驱, 其中公司涉及的 CO<sub>2</sub> 驱技术在美国是最主要的三次采油方式, 在世界三次采油项目中占有 50% 的比例。而该技术在我国尚处于实验室研究阶段, 占三次采油产量比例不到 2%。因此 CO<sub>2</sub> 驱技术在我国的发展空间非常广阔。

图表16: 全球三次采油产量比例 2030 年将达到 15-20%



来源: IEA《世界能源展望-2008》、国金证券研究所

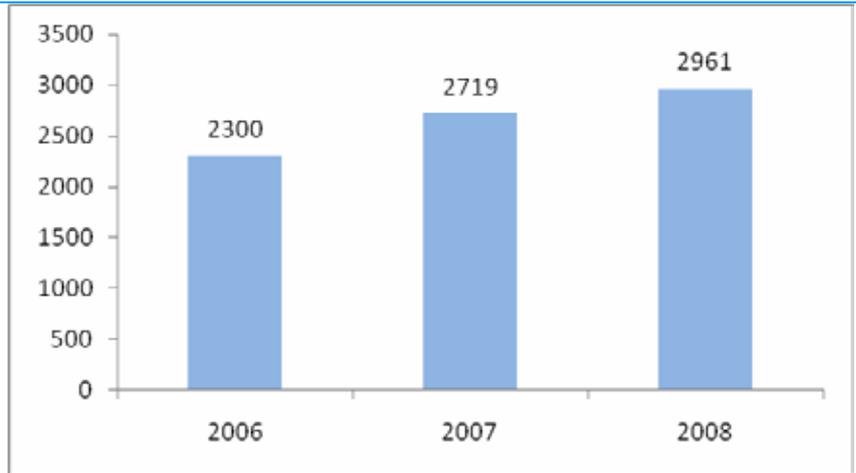
图表17: CO<sub>2</sub> 驱将成为我国三次采油技术的发展方向



### 油气环保领域的爆发性增长带来快速发展机遇

- 目前全球油田环保市场年需求近 30 亿美元。按照我国原油产量进行估算, 我国在油气环保方面的投资每年要超过 40 亿元, 到 2013 年我国油田环保市场的容量将超过 130 亿元, 年复合增长率近 35%。

图表18: 全球油气环保领域的收入增长情况 (百万美元)



来源: 美国 spears&associates、石油装备网、国金证券研究所

- 公司涉及的油田环保装备在这样的背景下, 必然具有广阔的市场空间。据估计, 按我国现有含油污泥产量测算, 含油污泥热化学分离装置每年的市场空间在 3.39 亿元以上。储油罐自动机械清洗装备方面, 国内拥有各类容积的储油罐约 11500 个, 每 5 年清洗一次, 每年需清洗 2300 个罐。按照每套装备每年清洗 12 个储油罐的工作量计算, 约需要 200 套清洗装备, 每套价值 1000 万元, 市场容量约为 20 亿元。

### 公司募投资项目提升核心部件的自主加工能力

- 本次募集资金全部投入位于大庆市的油气田开发装备产研基地建设项目, 由全资子公司惠博普机械实施。项目建设期 18 个月, 总投资 24050 万元。项目建成后将实现自主加工、组装公司产品所需的核心部件或核心设备。完全达产后, 可实现销售收入 5.8 亿元, 按照 28% 的利润率计算, 可获得利润总额 1.62 亿。
- 项目涉及的公司产品均为前文提到的产品, 具有广阔的市场空间。

图表19: 募投资项目达产后的目标产量

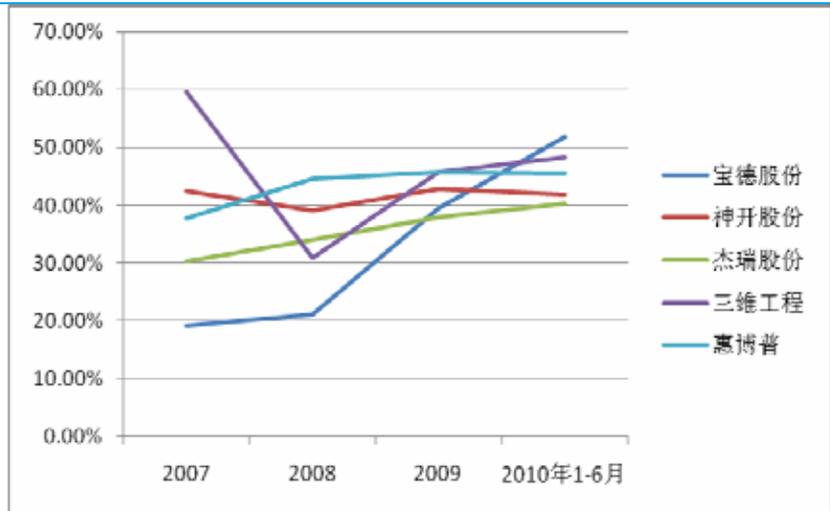
产品名称	目标产量	年产值 (万元)
<b>油气处理工艺装备</b>		
高效油气处理装备	120 (台)	19,487
天然气脱水净化装置	50 (台)	7,692
<b>油气田开采系统装备</b>		
移动式高温高压测试装备	15 (套)	12,292
流量调节器	400 (台)	1,368
比例调节泵	150 (台)	5,769
<b>油田环保系统</b>		
含油污泥处理装备	8 (套)	6,684
储油罐自动机械清洗装备	5 (套)	4,701
<b>合计</b>		57,993

来源: 国金证券研究所

## 盈利预测与估值

- 在油气田装备与服务行业，没有与本公司完全可比的上市公司。但是从综合毛利率看，本公司要高于行业平均，其优势在于前面所述的油气装备产业链以及依托三大石油的销售渠道。目前，国内多数油气设备提供商仅仅专注于单一领域的专用设备，没有将视野扩大到利润率更高的其他领域。公司近几年在油气处理业务的基础上，拓展至毛利率更高的油气开采、环保和工程技术服务领域，形成一体化产业链。而且，自从三大石油主辅业分离以来，公司一直是后者的合格供应商，这种营销渠道显然不是其他企业能轻易获得和复制的。

图表20: 行业内公司毛利率



来源：公司公告、国金证券研究所

- 盈利的主要产品预测
  - 主要产品销售情况见销售预测表；
  - 营业费用率保持稳定，管理费用率略有下降；
  - 所得税率维持 15%。

图表 21: 主要产品销售预测表

产品	项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
油气处理系统装备	销售收入 (百万元)	63.18	63.73	94.18	122.43	153.04	191.3
	增长率 (YOY)	N/A	0.87%	47.78%	30.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	32.43%	37.74%	39.08%	40.00%	40.00%	40.00%
	销售成本 (百万元)	42.69	39.68	57.37	73.46	91.82	114.78
	增长率 (YOY)	N/A	-7.06%	44.60%	28.03%	25.00%	25.00%
	毛利 (百万元)	20.49	24.05	36.81	48.97	61.22	76.52
	增长率 (YOY)	N/A	17.39%	53.03%	33.06%	25.00%	25.00%
油田开采系统装备	销售收入 (百万元)	43.74	37.16	41.84	58.58	79.08	106.76
	增长率 (YOY)	N/A	-15.04%	12.59%	40.01%	34.99%	35.00%
	毛利率	33.55%	40.30%	39.49%	40.00%	40.00%	40.00%
	销售成本 (百万元)	29.07	22.18	25.32	35.15	47.45	64.06
	增长率 (YOY)	N/A	-23.67%	14.12%	38.83%	34.99%	35.00%
	毛利 (百万元)	14.67	14.98	16.52	23.43	31.63	42.7
	增长率 (YOY)	N/A	2.05%	10.33%	41.82%	34.99%	35.00%
油田环保系统装备	销售收入 (百万元)	-	36.28	60.8	48.93	68.51	102.77
	增长率 (YOY)	-	N/A	67.59%	-19.52%	40.02%	50.01%
	毛利率	-	50.31%	55.67%	52.50%	52.50%	52.50%
	销售成本 (百万元)	-	18.03	26.95	23.24	32.54	48.82
	增长率 (YOY)	-	N/A	49.51%	-13.77%	40.02%	50.01%
	毛利 (百万元)	-	18.25	33.85	25.69	35.97	53.95
	增长率 (YOY)	-	N/A	85.44%	-24.11%	40.02%	50.01%
油田工程技术服务	销售收入 (百万元)	44.79	41.23	39.03	44.88	56.1	72.93
	增长率 (YOY)	N/A	-7.95%	-5.34%	14.99%	25.00%	30.00%
	毛利率	49.42%	53.69%	52.73%	52.00%	52.00%	52.00%
	销售成本 (百万元)	22.65	19.09	18.45	21.54	26.93	35.01
	增长率 (YOY)	N/A	-15.72%	-3.37%	16.76%	25.00%	30.00%
	毛利 (百万元)	22.14	22.14	20.58	23.34	29.17	37.92
	增长率 (YOY)	N/A	0.01%	-7.03%	13.40%	25.00%	30.00%
销售总收入 (百万元)		151.71	178.4	235.85	274.82	356.73	473.76
销售总成本 (百万元)		94.41	98.98	128.09	153.39	198.74	262.66
毛利 (百万元)		57.3	79.42	107.76	121.43	157.99	211.1
平均毛利率		37.77%	44.52%	45.69%	44.19%	44.29%	44.56%

来源: 国金证券研究所

- 基于上述假设, 我们预计公司 2010-2012 年主营业务收入分别为 2.75、3.57、4.74 亿元, 归属母公司净利润 0.64、0.93、1.55 亿元, 对应 EPS 为: 0.47、0.69、1.07 元/股。

### 相对估值

- 公司属于油气田装备与服务行业，目前没有完全可比的上市公司。我们选取该行业中业务与公司最具可比性的上市公司，作为相对估值的比较对象。

图表22: 主要参照公司估值水平

股票代码	上市公司	2月 21日 收盘价	EPS(元)			PE		
			2010A/E	2011E	2012E	2010A/E	2011E	2012E
000852	江钻股份	15.55	0.27	0.32	0.37	57.44	48.72	42.28
002278	神开股份	17.53	0.38	0.47	0.62	46.13	37.30	28.50
002353	杰瑞股份	140.00	2.49	3.70	5.24	56.18	37.87	26.71
300023	宝德股份	16.42	0.27	0.32	0.27	60.81	51.31	60.81
300084	海默科技	36.00	0.21	0.99	1.39	169.65	36.24	25.94
扣除异常值 后的平均值						55.14	43.80	39.58

来源：朝阳永续、国金证券研究所

- 根据 2011 年 2 月 21 日的收盘价，剔除海默科技异常值，上述公司的平均 PE 为 2010 年的 55.14、2011 年的 43.8、2012 年的 39.58。考虑公司业务与上述公司的差异，给予公司 11 年的 35-40 倍 PE，估值区间为 24.12-27.56 元。

### 风险提示

#### 石油行业风险

- 公司的产品需求受到油气开发及生产的投资规模影响。未来如果宏观经济环境或产业政策发生变化，导致油气价格持续低迷，则会抑制石油行业的投资，从而降低对公司产品的需求。

#### 经营季节性波动风险

- 公司的主要客户是国内三大石油公司及其下属子公司，这些客户一般在上一年末制定投资计划，在第二年二、三季度实施招标、签订订单。公司大部分的合同执行期在 3~6 个月之间，产品组装交付给客户后才确认收入，且大多集中在下半年，导致公司上半年的收入利润水平低于下半年，呈现出一定的季节性波动特点。短期具有季节性波动风险。

附录：三张报表预测摘要

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>152</b>	<b>178</b>	<b>236</b>	<b>275</b>	<b>357</b>	<b>474</b>
增长率		17.6%	32.2%	16.5%	29.8%	32.8%
<b>主营业务成本</b>	<b>-94</b>	<b>-99</b>	<b>-128</b>	<b>-153</b>	<b>-199</b>	<b>-263</b>
%销售收入	62.2%	55.5%	54.3%	55.8%	55.7%	55.4%
<b>毛利</b>	<b>57</b>	<b>79</b>	<b>108</b>	<b>121</b>	<b>158</b>	<b>211</b>
%销售收入	37.8%	44.5%	45.7%	44.2%	44.3%	44.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>
%销售收入	0.8%	0.8%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>营业费用</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>
%销售收入	3.3%	3.0%	2.6%	3.1%	3.1%	3.1%
<b>管理费用</b>	<b>-22</b>	<b>-25</b>	<b>-33</b>	<b>-37</b>	<b>-45</b>	<b>-52</b>
%销售收入	14.7%	14.0%	13.9%	13.3%	12.5%	11.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>29</b>	<b>48</b>	<b>66</b>	<b>74</b>	<b>99</b>	<b>141</b>
%销售收入	18.9%	26.8%	28.1%	27.0%	27.9%	29.7%
<b>财务费用</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>9</b>	<b>19</b>
%销售收入	0.8%	0.7%	0.9%	0.5%	-2.5%	-4.0%
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>10</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%
<b>营业利润</b>	<b>27</b>	<b>46</b>	<b>59</b>	<b>73</b>	<b>108</b>	<b>170</b>
营业利润率	18.1%	25.9%	25.0%	26.4%	30.4%	35.8%
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>27</b>	<b>47</b>	<b>60</b>	<b>75</b>	<b>109</b>	<b>170</b>
利润率	18.1%	26.1%	25.4%	27.3%	30.7%	35.8%
<b>所得税</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-7</b>	<b>-11</b>	<b>-16</b>	<b>-25</b>
所得税率	10.1%	8.6%	11.2%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>25</b>	<b>43</b>	<b>53</b>	<b>64</b>	<b>93</b>	<b>144</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>25</b>	<b>43</b>	<b>53</b>	<b>64</b>	<b>93</b>	<b>144</b>
净利率	16.3%	23.8%	22.5%	23.2%	26.1%	30.4%

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>25</b>	<b>43</b>	<b>53</b>	<b>64</b>	<b>93</b>	<b>144</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>7</b>
<b>非经营收益</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-10</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>6</b>	<b>-57</b>	<b>-16</b>	<b>-20</b>	<b>-33</b>	<b>-50</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>33</b>	<b>-11</b>	<b>44</b>	<b>48</b>	<b>66</b>	<b>91</b>
<b>资本开支</b>	<b>-1</b>	<b>-18</b>	<b>-50</b>	<b>-12</b>	<b>-84</b>	<b>-85</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-30</b>	<b>-20</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>10</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1</b>	<b>-24</b>	<b>-50</b>	<b>-12</b>	<b>-114</b>	<b>-95</b>
<b>股权募资</b>	<b>9</b>	<b>63</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>902</b>	<b>11</b>
<b>债权募资</b>	<b>6</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>1</b>	<b>-51</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-18</b>	<b>-18</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-3</b>	<b>60</b>	<b>10</b>	<b>2</b>	<b>850</b>	<b>12</b>
<b>现金净流量</b>	<b>29</b>	<b>25</b>	<b>5</b>	<b>38</b>	<b>802</b>	<b>8</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>货币资金</b>	<b>42</b>	<b>70</b>	<b>77</b>	<b>115</b>	<b>917</b>	<b>926</b>
<b>应收款项</b>	<b>76</b>	<b>129</b>	<b>155</b>	<b>175</b>	<b>225</b>	<b>294</b>
<b>存货</b>	<b>24</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>38</b>	<b>50</b>	<b>65</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>6</b>	<b>23</b>	<b>16</b>	<b>23</b>	<b>30</b>	<b>39</b>
<b>流动资产</b>	<b>147</b>	<b>251</b>	<b>277</b>	<b>351</b>	<b>1,221</b>	<b>1,325</b>
%总资产	96.8%	97.5%	78.3%	79.9%	86.1%	81.8%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>30</b>	<b>50</b>
<b>固定资产</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>63</b>	<b>70</b>	<b>147</b>	<b>221</b>
%总资产	3.0%	2.4%	17.7%	16.0%	10.4%	13.7%
<b>无形资产</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>22</b>
<b>非流动资产</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>77</b>	<b>88</b>	<b>198</b>	<b>295</b>
%总资产	3.2%	2.5%	21.7%	20.1%	13.9%	18.2%
<b>资产总计</b>	<b>152</b>	<b>257</b>	<b>354</b>	<b>439</b>	<b>1,419</b>	<b>1,620</b>
<b>短期借款</b>	<b>10</b>	<b>30</b>	<b>50</b>	<b>51</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>64</b>	<b>57</b>	<b>78</b>	<b>90</b>	<b>118</b>	<b>156</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>28</b>	<b>36</b>
<b>流动负债</b>	<b>78</b>	<b>100</b>	<b>145</b>	<b>162</b>	<b>146</b>	<b>191</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>78</b>	<b>100</b>	<b>145</b>	<b>162</b>	<b>146</b>	<b>192</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>74</b>	<b>157</b>	<b>209</b>	<b>278</b>	<b>1,273</b>	<b>1,428</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>152</b>	<b>257</b>	<b>354</b>	<b>439</b>	<b>1,419</b>	<b>1,620</b>

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	#VALUE!	#VALUE!	0.394	0.472	0.689	1.068
每股净资产	6.200	2.093	2.091	2.775	9.429	10.579
每股经营现金净流	2.718	-0.151	0.443	0.479	0.488	0.676
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	33.19%	27.10%	25.42%	22.98%	7.30%	10.10%
总资产收益率	16.25%	16.55%	15.02%	14.52%	6.55%	8.90%
投入资本收益率	30.58%	23.38%	22.73%	19.21%	6.64%	8.36%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	N/A	17.59%	32.20%	16.53%	29.80%	32.81%
EBIT增长率	N/A	66.55%	38.79%	11.81%	34.15%	41.24%
净利润增长率	N/A	72.23%	25.00%	19.98%	45.73%	55.11%
总资产增长率	N/A	69.16%	37.73%	24.12%	222.97%	14.18%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	82.4	189.7	206.7	205.0	190.0	185.0
存货周转天数	45.6	96.9	81.9	91.0	91.0	91.0
应付账款周转天数	94.3	162.8	158.3	195.0	195.0	195.0
固定资产周转天数	11.1	12.7	69.0	65.4	84.2	74.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-42.59%	-25.52%	-13.11%	-23.17%	-72.07%	-64.76%
EBIT利息保障倍数	24.4	38.0	30.6	56.3	-11.0	-7.4
资产负债率	51.04%	38.94%	40.93%	36.84%	10.30%	11.86%

**定价区间的说明:**

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;  
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;  
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

**长期竞争力评级的说明:**

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明:**

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明:**

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;  
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;  
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;  
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;  
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室