

创业板投资策略

创业板投资手册（第一辑）



中信证券研究部

唐川,CFA

电话: 021-68765291

邮件: tc@citics.com

执行证书编号: S1010209090205

联系人: 林振民

电话: 021-6876

邮件: linzm@citics.com

李朝

电话: 021-68763527

邮件: lichao@citics.com

执行证书编号: S1010209100210

联系人: 张帆

电话: 021-68763527

邮件: lichao@citics.com

联系人: 李博

电话: 021-68763527

邮件: lichao@citics.com

胡浩

电话: 021-68763527

邮件: lichao@citics.com

执行证书编号: S1010209060180

严高剑

电话: 021-68763527

邮件: lichao@citics.com

执行证书编号: S1010208080153

目 录

特锐德（300001）	1
神州泰岳（300002）	3
乐普医疗（300003）	5
南风股份（300004）	7
探路者（300005）	9
莱美药业（300006）	11
汉威电子（300007）	13
上海佳豪（300008）	15
安科生物（300009）	17
立思辰（300010）	19
鼎汉技术（300011）	21
华测检测（300012）	23
新宁物流（300013）	25
亿纬锂能（300014）	27
爱尔眼科（300015）	29
北陆药业（300016）	31
网宿科技（300017）	33
中元华电（300018）	35
硅宝科技（300019）	37
银江股份（300020）	39
大禹节水（300021）	41
吉峰农机（300022）	43
宝德股份（300023）	45
机器人（300024）	47
华星创业（300025）	49
红日药业（300026）	51
华谊兄弟（300027）	53
金亚科技（300028）	55
天龙光电（300029）	57
阳普医疗（300030）	59
宝通带业（300031）	61
金龙机电（300032）	63
同花顺（300033）	65
钢研高纳（300034）	67
中科电气（300035）	69
超图软件（300036）	71
新宙邦（300037）	73
梅泰诺（300038）	75
上海凯宝（300039）	77

九洲电气（300040）	79
回天胶业（300041）	81
朗科科技（300042）	83
星辉车模（300043）	85
赛维智能（300044）	87
华力创通（300045）	89
台基股份（300046）	91
天源迪科（300047）	93
合康变频（300048）	95
福瑞股份（300049）	97
世纪鼎利（300050）	99
三五互联（300051）	101
中青宝（300052）	103
欧比特（300053）	105
鼎龙股份（300054）	107
万邦达（300055）	109
三维丝（300056）	111
万顺股份（300057）	113
蓝色光标（300058）	115
东方财富（300059）	117
康耐特（300061）	119
中能电气（300062）	121
天龙集团（300063）	123
豫金刚石（300064）	125
海兰信（300065）	127
三川股份（300066）	128

插图目录

图 1：特锐德 09 年主营收入分解	2
图 2：特锐德历史营运表现	2
图 3：特锐德 09 年毛利分解	2
图 4：特锐德历史盈利表现	2
图 5：特锐德的现金流与盈利能力	2
图 6：特锐德的营运效率	2
图 7：神州泰岳 09 年主营收入分解	4
图 8：神州泰岳历史营运表现	4
图 9：神州泰岳 09 年毛利分解	4
图 10：神州泰岳历史盈利表现	4
图 11：神州泰岳的现金流与盈利能力	4

图 12: 神州泰岳的营运效率	4
图 13: 乐普医疗 09 年主营收入分解.....	6
图 14: 乐普医疗历史营运表现.....	6
图 15: 乐普医疗 09 年毛利分解.....	6
图 16: 乐普医疗历史盈利表现.....	6
图 17: 乐普医疗的现金流与盈利能力.....	6
图 18: 乐普医疗的营运效率	6
图 19: 南风股份 09 年主营收入分解.....	8
图 20: 南风股份历史营运表现.....	8
图 21: 南风股份 09 年毛利分解.....	8
图 22: 南风股份历史盈利表现.....	8
图 23: 南风股份的现金流与盈利能力.....	8
图 24: 南风股份的营运效率	8
图 25: 探路者 09 年主营收入分解.....	10
图 26: 探路者历史营运表现	10
图 27: 探路者 09 年毛利分解	10
图 28: 探路者历史盈利表现	10
图 29: 探路者的现金流与盈利能力.....	10
图 30: 探路者的营运效率	10
图 31: 莱美药业 09 年主营收入分解.....	12
图 32: 莱美药业历史营运表现.....	12
图 33: 莱美药业 09 年毛利分解.....	12
图 34: 莱美药业历史盈利表现.....	12
图 35: 莱美药业的现金流与盈利能力.....	12
图 36: 莱美药业的营运效率	12
图 37: 汉威电子 09 年主营收入分解.....	14
图 38: 汉威电子历史营运表现.....	14
图 39: 汉威电子 09 年毛利分解.....	14
图 40: 汉威电子历史盈利表现.....	14
图 41: 汉威电子的现金流与盈利能力.....	14
图 42: 汉威电子的营运效率	14
图 43: 上海佳豪 09 年主营收入分解.....	16
图 44: 上海佳豪历史营运表现.....	16
图 45: 上海佳豪 09 年毛利分解.....	16
图 46: 上海佳豪历史盈利表现.....	16
图 47: 上海佳豪的现金流与盈利能力.....	16
图 48: 上海佳豪的营运效率	16
图 49: 安科生物 09 年主营收入分解.....	18
图 50: 安科生物历史营运表现.....	18
图 51: 安科生物 09 年毛利分解.....	18
图 52: 安科生物历史盈利表现.....	18
图 53: 安科生物的现金流与盈利能力.....	18

图 54: 安科生物的营运效率	18
图 55: 立思辰 09 年主营收入分解.....	20
图 56: 立思辰历史营运表现	20
图 57: 立思辰 09 年毛利分解	20
图 58: 立思辰历史盈利表现	20
图 59: 立思辰的现金流与盈利能力.....	20
图 60: 立思辰的营运效率	20
图 61: 鼎汉技术 09 年主营收入分解.....	22
图 62: 鼎汉技术历史营运表现.....	22
图 63: 鼎汉技术 09 年毛利分解.....	22
图 64: 鼎汉技术历史盈利表现.....	22
图 65: 鼎汉技术的现金流与盈利能力.....	22
图 66: 鼎汉技术的营运效率	22
图 67: 华测检测 09 年主营收入分解.....	24
图 68: 华测检测历史营运表现.....	24
图 69: 华测检测 09 年毛利分解.....	24
图 70: 华测检测历史盈利表现.....	24
图 71: 华测检测的现金流与盈利能力.....	24
图 72: 华测检测的营运效率	24
图 73: 新宁物流 09 年主营收入分解.....	26
图 74: 新宁物流历史营运表现.....	26
图 75: 新宁物流 09 年毛利分解.....	26
图 76: 新宁物流历史盈利表现.....	26
图 77: 新宁物流的现金流与盈利能力.....	26
图 78: 新宁物流的营运效率	26
图 79: 亿纬锂能 09 年主营收入分解.....	28
图 80: 亿纬锂能历史营运表现.....	28
图 81: 亿纬锂能 09 年毛利分解.....	28
图 82: 亿纬锂能历史盈利表现.....	28
图 83: 亿纬锂能的现金流与盈利能力.....	28
图 84: 亿纬锂能的营运效率	28
图 85: 爱尔眼科 09 年主营收入分解.....	30
图 86: 爱尔眼科历史营运表现.....	30
图 87: 爱尔眼科 09 年毛利分解.....	30
图 88: 爱尔眼科历史盈利表现.....	30
图 89: 爱尔眼科的现金流与盈利能力.....	30
图 90: 爱尔眼科的营运效率	30
图 91: 北陆药业 09 年主营收入分解.....	32
图 92: 北陆药业历史营运表现.....	32
图 93: 北陆药业 09 年毛利分解.....	32
图 94: 北陆药业历史盈利表现.....	32
图 95: 北陆药业的现金流与盈利能力.....	32

图 96: 北陆药业的营运效率	32
图 97: 网宿科技 09 年主营收入分解	34
图 98: 网宿科技历史营运表现	34
图 99: 网宿科技 09 年毛利分解	34
图 100: 网宿科技历史盈利表现	34
图 101: 网宿科技的现金流与盈利能力	34
图 102: 网宿科技的营运效率	34
图 103: 中元华电 09 年主营收入分解	36
图 104: 中元华电历史营运表现	36
图 105: 中元华电 09 年毛利分解	36
图 106: 中元华电历史盈利表现	36
图 107: 中元华电的现金流与盈利能力	36
图 108: 中元华电的营运效率	36
图 109: 硅宝科技 09 年主营收入分解	38
图 110: 硅宝科技历史营运表现	38
图 111: 硅宝科技 09 年毛利分解	38
图 112: 硅宝科技历史盈利表现	38
图 113: 硅宝科技的现金流与盈利能力	38
图 114: 硅宝科技的营运效率	38
图 115: 银江股份 09 年主营收入分解	40
图 116: 银江股份历史营运表现	40
图 117: 银江股份 09 年毛利分解	40
图 118: 银江股份历史盈利表现	40
图 119: 银江股份的现金流与盈利能力	40
图 120: 银江股份的营运效率	40
图 121: 大禹节水 09 年主营收入分解	42
图 122: 大禹节水历史营运表现	42
图 123: 大禹节水 09 年毛利分解	42
图 124: 大禹节水历史盈利表现	42
图 125: 大禹节水的现金流与盈利能力	42
图 126: 大禹节水的营运效率	42
图 127: 吉峰农机 09 年主营收入分解	44
图 128: 吉峰农机历史营运表现	44
图 129: 吉峰农机 09 年毛利分解	44
图 130: 吉峰农机历史盈利表现	44
图 131: 吉峰农机的现金流与盈利能力	44
图 132: 吉峰农机的营运效率	44
图 133: 宝德股份 09 年主营收入分解	46
图 134: 宝德股份历史营运表现	46
图 135: 宝德股份 09 年毛利分解	46
图 136: 宝德股份历史盈利表现	46
图 137: 宝德股份的现金流与盈利能力	46

图 138: 宝德股份的营运效率	46
图 139: 机器人 09 年主营收入分解.....	48
图 140: 机器人历史营运表现	48
图 141: 机器人 09 年毛利分解.....	48
图 142: 机器人历史盈利表现	48
图 143: 机器人的现金流与盈利能力.....	48
图 144: 机器人的营运效率	48
图 145: 华星创业 09 年主营收入分解.....	50
图 146: 华星创业历史营运表现.....	50
图 147: 华星创业 09 年毛利分解.....	50
图 148: 华星创业历史盈利表现.....	50
图 149: 华星创业的现金流与盈利能力.....	50
图 150: 华星创业的营运效率	50
图 151: 红日药业 09 年主营收入分解.....	52
图 152: 红日药业历史营运表现.....	52
图 153: 红日药业 09 年毛利分解.....	52
图 154: 红日药业历史盈利表现.....	52
图 155: 红日药业的现金流与盈利能力.....	52
图 156: 红日药业的营运效率	52
图 157: 华谊兄弟 09 年主营收入分解.....	54
图 158: 华谊兄弟历史营运表现.....	54
图 159: 华谊兄弟 09 年毛利分解.....	54
图 160: 华谊兄弟历史盈利表现.....	54
图 161: 华谊兄弟的现金流与盈利能力.....	54
图 162: 华谊兄弟的营运效率	54
图 163: 金亚科技 09 年主营收入分解.....	56
图 164: 金亚科技历史营运表现.....	56
图 165: 金亚科技 09 年毛利分解.....	56
图 166: 金亚科技历史盈利表现.....	56
图 167: 金亚科技的现金流与盈利能力.....	56
图 168: 金亚科技的营运效率	56
图 169: 天龙光电 09 年主营收入分解.....	58
图 170: 天龙光电历史营运表现.....	58
图 171: 天龙光电 09 年毛利分解.....	58
图 172: 天龙光电历史盈利表现.....	58
图 173: 天龙光电的现金流与盈利能力.....	58
图 174: 天龙光电的营运效率	58
图 175: 阳普医疗 09 年主营收入分解.....	60
图 176: 阳普医疗历史营运表现.....	60
图 177: 阳普医疗 09 年毛利分解.....	60
图 178: 阳普医疗历史盈利表现.....	60
图 179: 阳普医疗的现金流与盈利能力.....	60

图 180: 阳普医疗的营运效率	60
图 181: 宝通带业 09 年主营收入分解.....	62
图 182: 宝通带业历史营运表现.....	62
图 183: 宝通带业 09 年毛利分解.....	62
图 184: 宝通带业历史盈利表现.....	62
图 185: 宝通带业的现金流与盈利能力.....	62
图 186: 宝通带业的营运效率	62
图 187: 金龙机电 09 年主营收入分解.....	64
图 188: 金龙机电历史营运表现.....	64
图 189: 金龙机电 09 年毛利分解.....	64
图 190: 金龙机电历史盈利表现.....	64
图 191: 金龙机电的现金流与盈利能力.....	64
图 192: 金龙机电的营运效率	64
图 193: 同花顺 09 年主营收入分解.....	66
图 194: 同花顺历史营运表现	66
图 195: 同花顺 09 年毛利分解.....	66
图 196: 同花顺历史盈利表现	66
图 197: 同花顺的现金流与盈利能力.....	66
图 198: 同花顺的营运效率	66
图 199: 钢研高纳 09 年主营收入分解.....	68
图 200: 钢研高纳历史营运表现.....	68
图 201: 钢研高纳 09 年毛利分解.....	68
图 203: 钢研高纳的现金流与盈利能力.....	68
图 204: 钢研高纳的营运效率	68
图 205: 中科电气 09 年主营收入分解.....	70
图 206: 中科电气历史营运表现.....	70
图 207: 中科电气 09 年毛利分解.....	70
图 208: 中科电气历史盈利表现.....	70
图 209: 中科电气的现金流与盈利能力.....	70
图 210: 中科电气的营运效率	70
图 211: 超图软件 09 年主营收入分解.....	72
图 212: 超图软件历史营运表现.....	72
图 213: 超图软件 09 年毛利分解.....	72
图 214: 超图软件历史盈利表现.....	72
图 215: 超图软件的现金流与盈利能力.....	72
图 216: 超图软件的营运效率	72
图 217: 新宙邦 09 年主营收入分解.....	74
图 218: 新宙邦历史营运表现	74
图 219: 新宙邦 09 年毛利分解.....	74
图 220: 新宙邦历史盈利表现	74
图 221: 新宙邦的现金流与盈利能力.....	74
图 222: 新宙邦的营运效率	74

图 223: 梅泰诺 09 年主营收入分解.....	76
图 224: 梅泰诺历史营运表现	76
图 225: 梅泰诺 09 年毛利分解.....	76
图 226: 梅泰诺历史盈利表现	76
图 227: 梅泰诺的现金流与盈利能力.....	76
图 228: 梅泰诺的营运效率	76
图 229: 上海凯宝 09 年主营收入分解.....	78
图 230: 上海凯宝历史营运表现.....	78
图 231: 上海凯宝 09 年毛利分解.....	78
图 232: 上海凯宝历史盈利表现.....	78
图 233: 上海凯宝的现金流与盈利能力.....	78
图 234: 上海凯宝的营运效率	78
图 235: 九洲电气 09 年主营收入分解.....	80
图 236: 九洲电气历史营运表现.....	80
图 237: 九洲电气 09 年毛利分解.....	80
图 238: 九洲电气历史盈利表现.....	80
图 239: 九洲电气的现金流与盈利能力.....	80
图 240: 九洲电气的营运效率	80
图 241: 回天胶业 08 年主营收入分解.....	82
图 242: 回天胶业历史营运表现.....	82
图 243: 回天胶业 08 年毛利分解.....	82
图 244: 回天胶业历史盈利表现.....	82
图 245: 回天胶业的现金流与盈利能力.....	82
图 246: 回天胶业的营运效率	82
图 247: 朗科科技 08 年主营收入分解.....	84
图 248: 朗科科技历史营运表现.....	84
图 249: 朗科科技 08 年毛利分解.....	84
图 250: 朗科科技历史盈利表现.....	84
图 251: 朗科科技的现金流与盈利能力.....	84
图 252: 朗科科技的营运效率	84
图 253: 星辉车模 09 年主营收入分解.....	86
图 254: 星辉车模历史营运表现.....	86
图 255: 星辉车模 09 年毛利分解.....	86
图 256: 星辉车模历史盈利表现.....	86
图 257: 星辉车模的现金流与盈利能力.....	86
图 258: 星辉车模的营运效率	86
图 259: 赛为智能 09 年主营收入分解.....	88
图 260: 赛为智能历史营运表现.....	88
图 261: 赛为智能 09 年毛利分解.....	88
图 262: 赛为智能历史盈利表现.....	88
图 263: 赛为智能的现金流与盈利能力.....	88
图 264: 赛为智能的营运效率	88

图 265: 华力创通 09 年主营收入分解.....	90
图 266: 华力创通历史营运表现.....	90
图 267: 华力创通 09 年毛利分解.....	90
图 268: 华力创通历史盈利表现.....	90
图 269: 华力创通的现金流与盈利能力.....	90
图 270: 华力创通的营运效率	90
图 271: 台基股份 09 年主营收入分解.....	92
图 272: 台基股份历史营运表现.....	92
图 273: 台基股份 09 年毛利分解.....	92
图 274: 台基股份历史盈利表现.....	92
图 275: 台基股份的现金流与盈利能力.....	92
图 276: 台基股份的营运效率	92
图 277: 天源迪科 09 年主营收入分解.....	94
图 278: 天源迪科历史营运表现.....	94
图 279: 天源迪科 09 年毛利分解.....	94
图 280: 天源迪科历史盈利表现.....	94
图 281: 天源迪科的现金流与盈利能力.....	94
图 282: 天源迪科的营运效率	94
图 283: 合康变频 09 年主营收入分解.....	96
图 284: 合康变频历史营运表现.....	96
图 285: 合康变频 09 年毛利分解.....	96
图 286: 合康变频历史盈利表现.....	96
图 287: 合康变频的现金流与盈利能力.....	96
图 288: 合康变频的营运效率	96
图 289: 福瑞股份 09 年主营收入分解.....	98
图 290: 福瑞股份历史营运表现.....	98
图 291: 福瑞股份 09 年毛利分解.....	98
图 292: 福瑞股份历史盈利表现.....	98
图 293: 福瑞股份的现金流与盈利能力.....	98
图 294: 福瑞股份的营运效率	98
图 295: 世纪鼎利 09 年主营收入分解.....	100
图 296: 世纪鼎利历史营运表现.....	100
图 297: 世纪鼎利 09 年毛利分解.....	100
图 298: 世纪鼎利历史盈利表现.....	100
图 299: 世纪鼎利的现金流与盈利能力.....	100
图 300: 世纪鼎利的营运效率	100
图 301: 三五互联 09 年主营收入分解.....	102
图 302: 三五互联历史营运表现.....	102
图 303: 三五互联 09 年毛利分解.....	102
图 304: 三五互联历史盈利表现.....	102
图 305: 三五互联的现金流与盈利能力.....	102
图 306: 三五互联的营运效率	102

图 307: 中青宝 09 年主营收入分解.....	104
图 308: 中青宝历史营运表现	104
图 309: 中青宝 09 年毛利分解.....	104
图 310: 中青宝历史盈利表现	104
图 311: 中青宝的现金流与盈利能力.....	104
图 312: 中青宝的营运效率	104
图 313: 欧比特 08 年主营收入分解.....	106
图 314: 欧比特历史营运表现	106
图 315: 欧比特 08 年毛利分解.....	106
图 316: 欧比特历史盈利表现	106
图 317: 欧比特的现金流与盈利能力.....	106
图 318: 欧比特的营运效率	106
图 319: 鼎龙股份 09 年主营收入分解.....	108
图 320: 鼎龙股份历史营运表现.....	108
图 321: 鼎龙股份 09 年毛利分解.....	108
图 322: 鼎龙股份历史盈利表现.....	108
图 323: 鼎龙股份的现金流与盈利能力.....	108
图 324: 鼎龙股份的营运效率	108
图 325: 万邦达 09 年主营收入分解.....	110
图 326: 万邦达历史营运表现	110
图 327: 万邦达 09 年毛利分解.....	110
图 328: 万邦达历史盈利表现	110
图 329: 万邦达的现金流与盈利能力.....	110
图 330: 万邦达的营运效率	110
图 331: 三维丝 09 年主营收入分解.....	112
图 332: 三维丝历史营运表现	112
图 333: 三维丝 09 年毛利分解.....	112
图 334: 三维丝历史盈利表现	112
图 335: 三维丝的现金流与盈利能力.....	112
图 336: 三维丝的营运效率	112
图 337: 万顺股份 09 年主营收入分解.....	114
图 338: 万顺股份历史营运表现.....	114
图 339: 万顺股份 09 年毛利分解.....	114
图 340: 万顺股份历史盈利表现.....	114
图 341: 万顺股份的现金流与盈利能力.....	114
图 342: 万顺股份的营运效率	114
图 343: 蓝色光标 09 年主营收入分解.....	116
图 344: 蓝色光标历史营运表现.....	116
图 345: 蓝色光标 09 年毛利分解.....	116
图 346: 蓝色光标历史盈利表现.....	116
图 347: 蓝色光标的现金流与盈利能力.....	116
图 348: 蓝色光标的营运效率	116

图 349: 东方财富 08 年主营收入分解.....	118
图 350: 东方财富历史营运表现.....	118
图 351: 东方财富 08 年毛利分解.....	118
图 352: 东方财富历史盈利表现.....	118
图 353: 东方财富的现金流与盈利能力.....	118
图 354: 东方财富的营运效率	118
图 355: 康耐特 09 年主营收入分解.....	120
图 356: 康耐特历史营运表现	120
图 357: 康耐特 09 年毛利分解.....	120
图 358: 康耐特历史盈利表现	120
图 359: 康耐特的现金流与盈利能力.....	120
图 360: 康耐特的营运效率	120
图 361: 中能电气 09 年主营收入分解.....	122
图 362: 中能电气历史营运表现.....	122
图 363: 中能电气 09 年毛利分解.....	122
图 364: 中能电气历史盈利表现.....	122
图 365: 中能电气的现金流与盈利能力.....	122
图 366: 中能电气的营运效率	122
图 367: 天龙集团 09 年主营收入分解.....	124
图 368: 天龙集团历史营运表现.....	124
图 369: 天龙集团 09 年毛利分解.....	124
图 370: 天龙集团历史盈利表现.....	124
图 371: 天龙集团的现金流与盈利能力.....	124
图 372: 天龙集团的营运效率	124
图 373: 豫金刚石 09 年主营收入分解.....	126
图 374: 豫金刚石历史营运表现.....	126
图 375: 豫金刚石 09 年毛利分解.....	126
图 376: 豫金刚石历史盈利表现.....	126
图 377: 豫金刚石的现金流与盈利能力.....	126
图 378: 豫金刚石的营运效率	126
图 379: 三川股份 09 年主营收入分解.....	129
图 380: 三川股份历史营运表现.....	129
图 381: 三川股份 09 年毛利分解.....	129
图 382: 三川股份历史盈利表现.....	129
图 383: 三川股份的现金流与盈利能力.....	129
图 384: 三川股份的营运效率	129

特锐德（300001）

公司沿革

公司成立于 2004 年，总部位于山东青岛。公司的主营业务为 220kV 及以下变配电设备的设计、制造及相关的技术服务。公司的实际控制人于德翔先生持股 28.8%。全国社保基金和天津华夏瑞特投资管理有限公司分别持有 2.5%和 1.3%股份。

产品与行业地位

公司主营产品为户外箱式变电站、户外箱式开关站和户内开关柜。其中箱式变电站产能 4000 台，是公司的主导产品，占公司主营业务收入、毛利的 85%以上，是中国最大的箱式变电站研发和生产基地。公司在铁路市场中的客运专线铁路电力远动箱变市场的占有率为 69.5%。2008 年在河北省电力市场，公司的箱式变电站产品市场占有率为 29.5%，在内蒙古地区煤炭市场，公司 35/10kV 智能箱式变电站和 35kV 移动式智能箱变产品的市场份额较高。

主要竞争优势

1) 行业进入门槛较高。输配电设备领域的厂商不仅需要经过相关行业主管部门严格的资质认证和质量检测，还需要有较长的实际运行业绩，且产品大部分为定制产品，技术含量和工艺要求都很高。

2) 铁路细分领域品牌优势突出。公司产品主要应用于铁路通讯信号供电系统，是铁路投资增长的受益者。铁路箱变领域竞争环境良好，客户对供应商的选择谨慎，市场高度集中在少数厂商手中，公司在 2008 年全国所有铁路客运专线的电力远动箱招标中获得接近 70%的标的金额。未来几年内公司有望维持市场份额并继续分享铁路投资增长。

成长动力

1) 行业前景广阔。目前我国箱式变电站的普及率仅仅为 10.5%，距世界发达国家 70%以上的普及率相去甚远。随着我国加大城乡电网现代化改造及智能电网的规划建设，我国未来箱变市场仍具有很大的潜力。预估 2008 年全国的箱变市场容量约为 222 亿元、开关柜的市场容量约为 360 亿元，未来前景广阔。

2) 产能提升：公司自成立以来平均产能利用率接近 200%。募投项目达产后，公司将具备年产 4,000 台(标准台)户外箱式电力设备、2,000 面(根据折算标准可折算为 540 台标准台)开关柜、1,600 台变压器以供自用的生产能力。

财务状况

公司过去三年营收和净利润的 CAGR 分别达到 77.8%和 81.6%，近两年利润率有明显提升。公司整体财务健康，处于净现金状态。高毛利产品销量的增加逐步提升整体盈利能力。公司产品生产周期较短，存货周转率较高，但应收账款余额较大，周转率下降较快，经营性现金流不够稳定。当前资产负债表中轻资产的特点非常突出。

风险

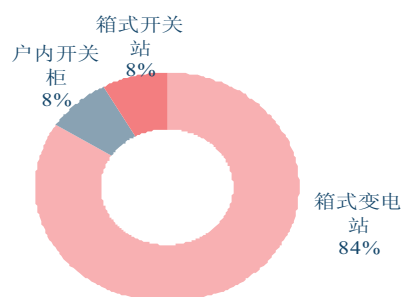
1) 下游客户过于集中于铁路、电力与煤炭等行业。2) 企业高速成长后的管理风险。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 2010/2011 年 EPS 分别为 0.99/1.28 元。未来需密切公司在煤炭、电力等下游应用的拓展以及国家铁路投资的变化。

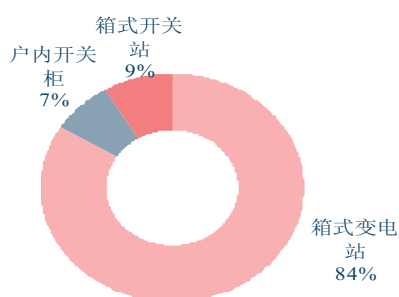
公司一览

图 1：特锐德 09 年主营收入分解



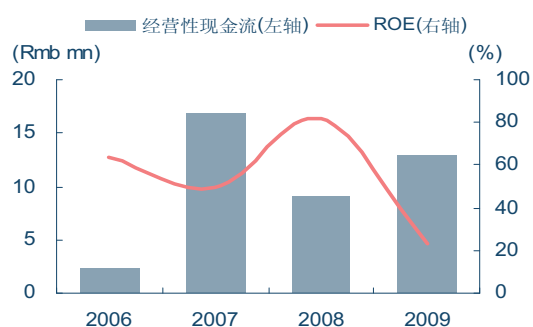
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 3：特锐德 09 年毛利分解



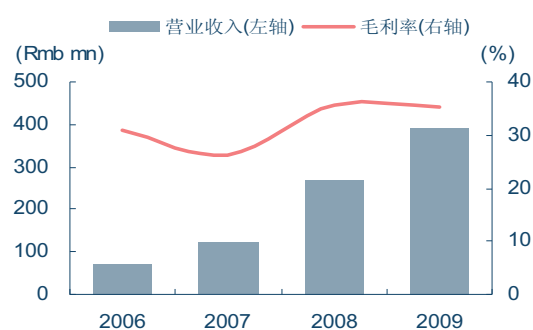
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 5：特锐德的现金流与盈利能力



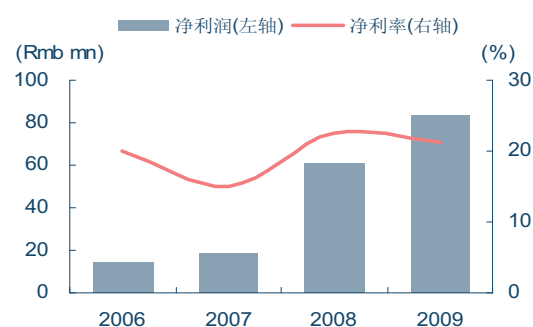
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 2：特锐德历史营运表现



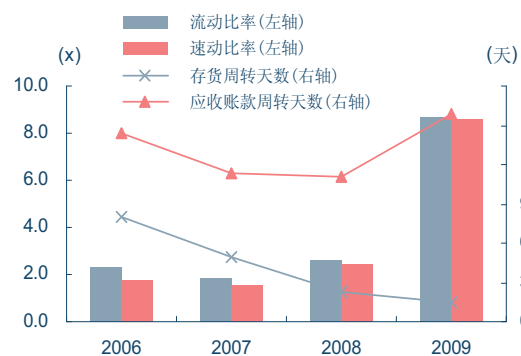
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 4：特锐德历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 6：特锐德的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

神州泰岳（300002）

公司沿革

神州泰岳成立于 2001 年，总部位于北京，是一家专业的 IT 运维服务业务供应商。公司实际控制人王宁和李力先生分别持股 13.9%；两家创投企业汇金立方和金石投资分别持股 3.6%和 2.8%。

产品与行业地位

公司一直专注于 IT 运维管理领域的发展，主营业务为向国内电信、金融、能源等行业的大中型企业和政府部门提供 IT 运维管理的整体解决方案。其中面向电信网络的业务服务管理(BSM)产品排名第一，市占率 26%。公司全资子公司新媒传信在 2008-2011 年间是中移动飞信业务唯一的运维支撑外包业务供应商。

主要竞争优势

1) 产品、客户和渠道等资源优势。2005 年公司向系统集成+应用软件开发战略转型。公司在电信网络管理系统 OSS 和 BSM 系统方面积累丰富的软件开发经验，并建立与中国移动战略合作伙伴。同时公司通过代理多种软硬件产品积累了较强的渠道资源。

2) 经营机制灵活，激励机制到位。公司通过股权激励吸引了一批国内优秀技术人员和市场人员加入。公司核心骨干包括来自微软、IBM、HP、BMC、CA 等国际厂商的精英，从公司员工职能分布看，08 年技术人员占比为 90%。

成长动力

1) 飞信业务加速发展。飞信已位居即时通信软件第二梯队的首位，渗透率 20.5%。目前飞信活跃用户数占中移动城镇用户的 20%。根据互联网发展规律，渗透率达 20%时，用户粘性增加，用户数将以 S 型加速增长。飞信网络平台的价值也将随之提升。

2) 农村信息化开始起步。公司 09 年与重庆移动签约，开始推广农信通的产品、平台建设并提供相关的运维服务。农村客户群虽小于城市用户群，但农信通可提供多样化增值服务，盈利模式比飞信更丰富。

3) 兼并收购。公司上市后手持 20 亿元现金，资金实力雄厚。未来有望通过对外收购来实现快速扩张。

财务状况

2006-2009 年公司营收和净利润的 CAGR 达 56.8 %和 130.5%，毛利率随主营业务结构的改善从 2006 年的 38%提升至 2009 年的 74%。公司属于典型的轻资产业务，流动资产占总资产 96%以上。由于对中移动等核心客户的议价能力较弱，公司现金周转周期在 130 天以上，但应收账款的风险较小。

风险

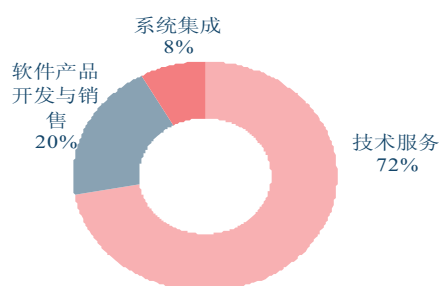
1) 业绩对中移动和飞信业务的高度依赖；2) 其他运营商推出类飞信平台带来的竞争；3) 税收优惠和政府补贴政策的变化风险。

盈利预测与投资建议

受国内移动互联网快速发展和飞信业务普及率提高的推动，公司未来三年面临较好的发展机遇。中信证券研究部预期公司 2010-11 年 EPS3.78 和 6.01 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 51/32 倍，给予“买入”评级，目标价 240 元。未来公司发展的关键在于农信通等新业务的拓展。

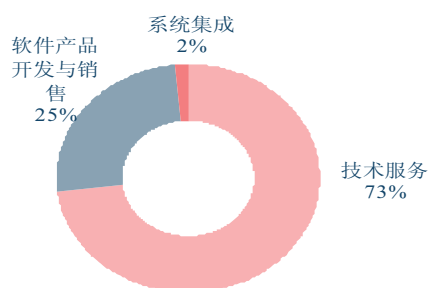
公司一览

图 7：神州泰岳 09 年主营收入分解



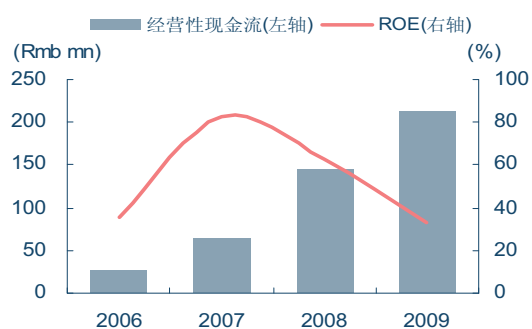
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 9：神州泰岳 09 年毛利分解



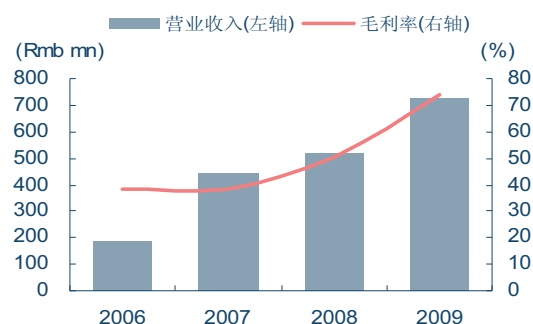
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 11：神州泰岳的现金流与盈利能力



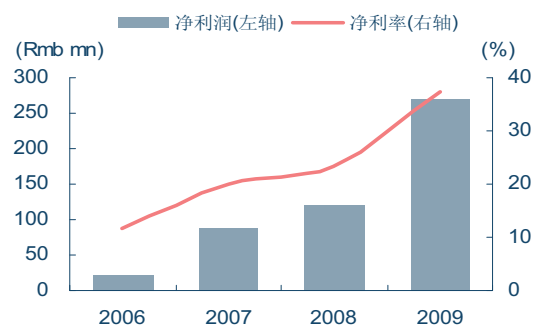
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 8：神州泰岳历史营运表现



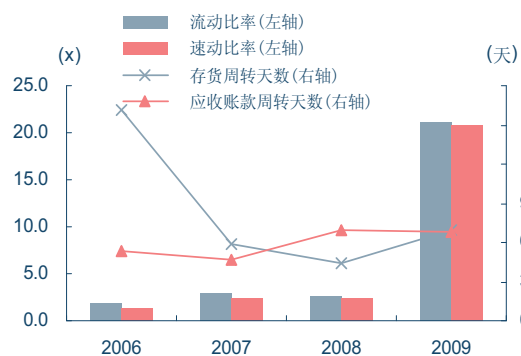
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 10：神州泰岳历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 12：神州泰岳的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

乐普医疗（300003）

公司沿革

公司成立于 1999 年，总部位于北京。中船重工集团持股 47.5%，总经理蒲忠杰先生及其配偶持股 22.5%，Brook 公司持股 18.0%。公司的主要产品为冠状动脉支架和封堵器。目前公司已经成为国内最大的微创介入医疗器械生产商之一。

产品与行业地位

乐普医疗主要从事冠状动脉介入医疗器械的研发、生产和销售，是国内高端医疗器械领域的主要领导者之一。主要产品包括用于冠心病治疗的血管内药物（雷帕霉素）洗脱支架系统和 PTCA 球囊扩张导管，以及用于治疗小儿先天性心脏病的封堵器等。

2007 年和 2008 年度，公司的药物支架占整个市场份额的 25.5% 和 25.8%，已经覆盖了国内约 85% 开展冠状动脉介入手术的医院。目前公司在封堵器市场的占有率达 30%，位居行业第二。

主要竞争优势

公司研发实力雄厚，在研产品储备丰富。已经成为药物支架领域的领导者，具有先发优势。公司将利用募集的 11.9 亿元资金投入于心血管药物支架及输送系统生产线技术改造、产品研发工程中心建设、介入导管扩产及技术改造、介入导丝及鞘管产业化技术改造 4 个项目。此外，公司盈利能力强，手头现金充裕，预期公司在未来有可能继续通过收购的方式补充公司的产品线。

成长动力

1) 丰富的产品线将支撑公司未来几年的发展。公司采用了多领域同时进行的战略进行研发投入，发展了良好的产品线。

2) 无载体支架是公司支架领域新的增长动力。公司的无载体支架已经完成临床研究，等待药监局的注册批准。无载体支架如果能成功上市，其产品效果将优于目前的已有产品，而销售价格也将高于公司同类产品，预期能迅速抢占竞争对手的市场份额。

3) 封堵器领域成长迅速。该领域目前还处于市场培育期，公司预期未来几年全国封堵器市场每年的增速约为 30%。

财务状况

公司过去三年营收和净利润的 CAGR 分别达到 49.9% 和 77.9%，利润率趋势稳定。公司整体财务健康，处于净现金状态。高毛利产品销量的增加逐步提升整体盈利能力。公司募集资金较多，也使得公司的 ROE 有所下降。

风险

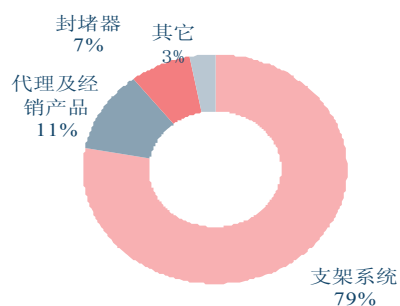
支架产品技术更新换代较快。如果竞争对手有新一代支架产品上市，效果优于公司产品，而公司新产品无载体支架的临床效果达不到预期，将可能造成公司产品价格与销售量出现下滑的风险。

盈利预测与投资建议

公司未来三年成长前景清晰，盈利能力和经营效率明显优于上市同业。中信证券研究部预测公司 2010-11 年 EPS0.87/1.01 元。给予“增持”评级，目标价 61.6 元。未来需密切关注公司新一代无载体支架的上市进展以及新对手药物支架的上市进展。

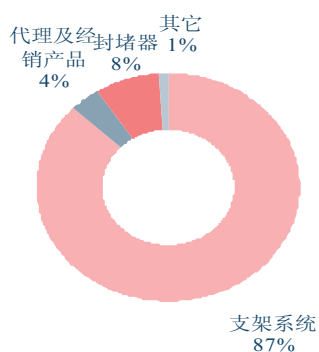
公司一览

图 13: 乐普医疗 09 年主营收入分解



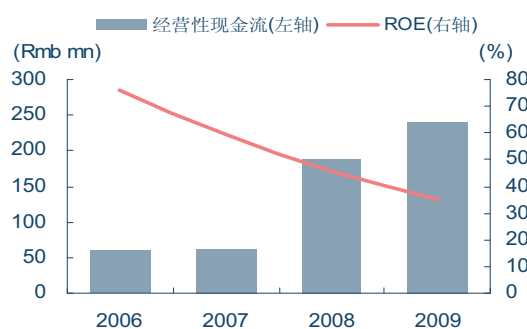
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 15: 乐普医疗 09 年毛利分解



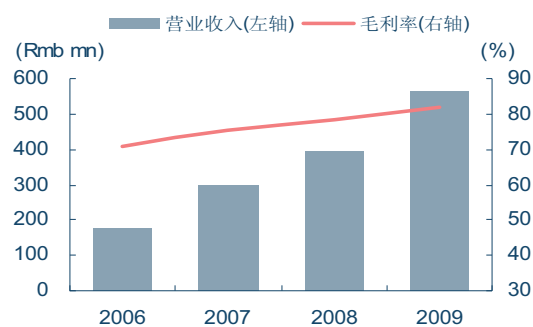
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 17: 乐普医疗的现金流与盈利能力



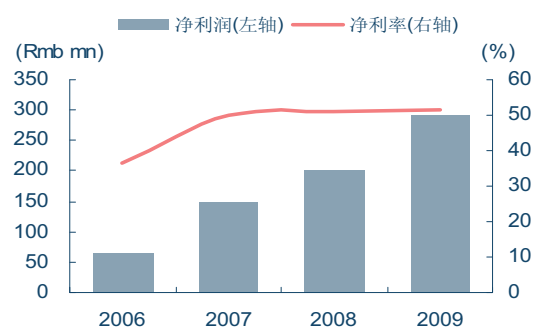
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 14: 乐普医疗历史营运表现



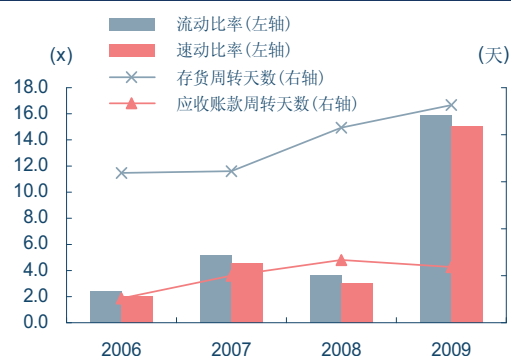
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 16: 乐普医疗历史盈利表现



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 18: 乐普医疗的营运效率



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

南风股份（300004）

公司沿革

南风股份于 2005 年改制成立，总部位于广东佛山，是华南地区规模最大的专业从事通风与空气处理系统设计 and 产品开发、制造与销售的企业。公司实际控制人杨泽文、杨子善、杨子江父子三人合并持有公司 56.7% 的股份。创投企业通赢创投持股 4.4%。

产品与行业地位

公司生产的风机、风阀产品主要面向核电、地铁、隧道、风电叶片和大型工业民用建筑五大领域。公司在核电、地铁、公路隧道等高端产品应用领域具有较强的市场竞争力和较高的市场占有率。例如，公司在国内核电站核岛 HVAC 系统设备的市场占有率为 72.4%；在地铁通风设备领域的国内市场占有率为 32.4%，为地铁通风设备领域前两位；在 5 公里以上长大隧道通风设备的市场占有率为 18.2%，为隧道领域前三位。

主要竞争优势

1) 成功的应用业绩。公司有完整的产品线和总包经验，产品在岭澳、红沿河、宁德和阳江等核电站核岛 HVAC 系统设备，广州、天津和深圳的地铁以及国内外大型公路隧道上有成功的应用，市场占有率逐步提高。

2) 行业进入壁垒较高。核电等行业对于通风和空气处理设备实施严格的许可证和认证周期管理。同时产品的设计研发具有较大难度，要求 40 年以上的使用寿命、对苛刻环境的适应能力以及对客户较强的定制化生产能力。因此，在中高端市场，行业的新进入者不多。

成长动力

1) 下游市场保持快速增长。未来 10 年，中国的通风与空气处理行业每年的复合增长率可达 10% 以上。在高端的核电、轨道交通和公路隧道市场上，每年的平均增长率可达 15% 以上。

2) 产能扩张。募集资金投资项目建成后，公司产能将从 2008 年的 26390 件扩大到 64030 件，增幅为 142.6%，从而有效解决目前产能不足的瓶颈。

3) 进口替代。凭借着良好的应用业绩，公司产品正逐步在核电和地铁领域全面取代进口产品。

财务状况

2006-2009 年公司营收和净利润的 CAGR 达 61.5% 和 111.7%。由于客户的价格敏感度不高以及公司稳固的市场地位，毛利率保持在 25-30% 左右。不过下游大型基建项目建设周期较长，导致公司回款速度慢，现金周转周期在 180 天以上。未来随公司业务规模扩大，经营性现金流将面临一定压力。此外，公司业务模式属轻资产类型，流动资产占总资产 70% 以上。

风险

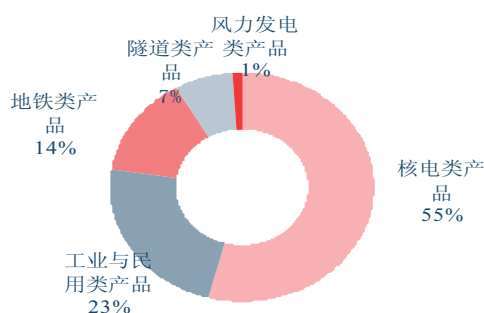
1) 产品质量瑕疵使客户转用竞争对手产品；2) 客户工程项目延期影响收款速度。

盈利预测与投资建议

受益于下游行业大发展，公司未来 3-5 年成长前景清晰。订单式生产方式也使公司业绩的可预见性较高。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS 0.85/1.29 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 58/38 倍。

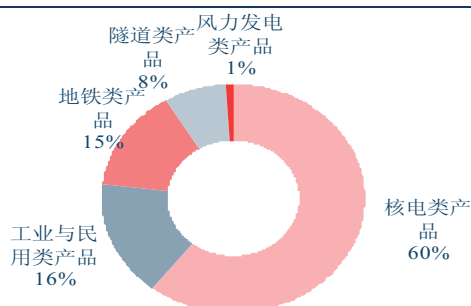
公司一览

图 19: 南风股份 09 年主营收入分解



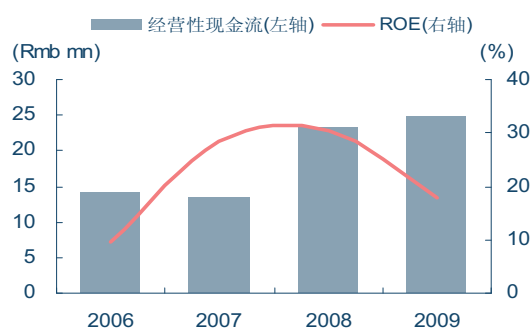
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 21: 南风股份 09 年毛利分解



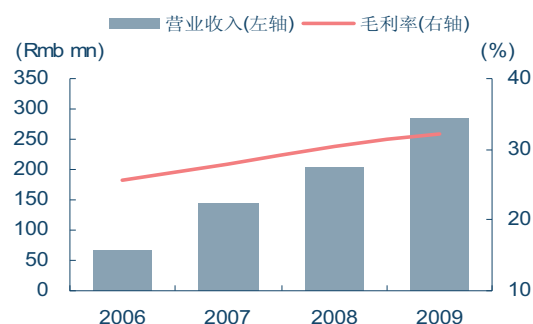
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 23: 南风股份的现金流与盈利能力



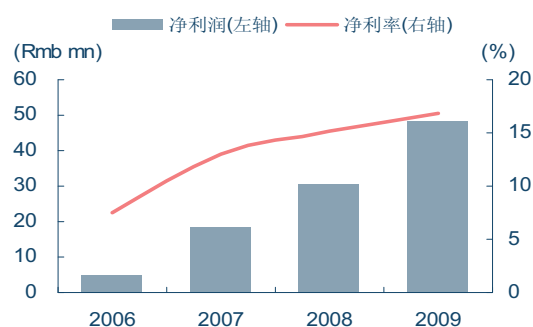
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 20: 南风股份历史营运表现



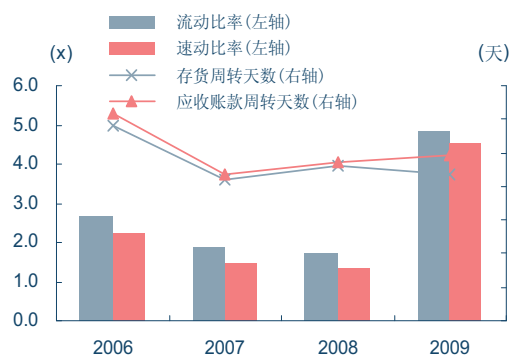
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 22: 南风股份历史盈利表现



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 24: 南风股份的营运效率



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

探路者（300005）

公司沿革

公司由探路者有限公司 2008 年整体变更而来，总部设在北京。公司是国内户外用品行业龙头企业，其“探路者”品牌是 2008 年中国户外用品市场销售量和市场占有率第一品牌。盛发强和王静夫妇是公司的控股股东和实际控制人，持有 46% 股权，力鼎投资持有 8% 股权，蒋中富等 20 名个人持有 21% 的股权。

产品与行业地位

公司产品以“周全的户外保护”为品牌基础，产品涵盖户外服装，户外功能鞋和户外装备三大系列。按销售量计算，“探路者”品牌市场占有率为行业首位，按照销售额计算，“探路者”品牌市场占有率排名行业第二位。哥伦比亚，乐斯菲斯，奥索卡等品牌在产品线，市场占有率等几个方面跟“探路者”品牌较为接近，是公司的主要的竞争对手。

主要竞争优势

1) “探路者”品牌是公司最核心，最具价值的资产。在户外品牌中，消费者对“探路者”品牌认知度较高。公司的品牌目标是把探路者品牌打造成为中国第一户外品牌，使中国人想到户外运动就会联想到探路者，想起高品质的，能带来周全保护的户外用品和积极健康的生活方式。

2) 专注微笑曲线两端。公司采用“哑铃型”的业务模式，致力于附加值较高的业务链上游的设计，研发和业务链下游的品牌运营和销售渠道建设，产品生产业务外包给生产商，采用以外包生产和加盟为主，是典型的“轻资产，重品牌，重经营”的连锁经营模式。

成长动力

1) 销售规模的提升主要来自：门店数量的持续快速扩张，拟到 2010 年销售终端数量扩充到 800 家；忠实会员客户数量持续增长，拟到 2012 年忠实会员客户群达到 50 万名。

2) 盈利能力的提升(毛利率提升)主要来自:a) 直营渠道收入占比的增加；b) 高售价的服装和鞋类产品销售比重持续提升；c) 公司谈判能力提高，以及期货制度继续推行后公司预算管理效率提升带来生产成本的进一步降低；d) 品牌影响力和美誉度持续扩大后带来产品价格的稳步提高。

财务状况

近年来公司高速发展，06-08 年收入复合增长率 71%，净利润复合增长率 184%。2007 年开始公司毛利率出现显著提升，销售毛利率由 2006 年 28.9% 左右上升到 09 年的 45.2%，净利率从 2006 年的 4.3% 升至 16.4%，2006-2008 年，公司各类产品综合平均价格上升了 51.5%，其中服装类上升了 2.5%。装备类上升了 53.4%。

风险

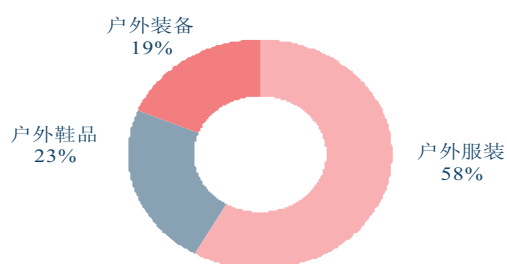
1) 国外品牌的不断进入加剧公司竞争压力；2) 募集资金用于部分联营店铺，全新模式对公司运营提出考验；3) 随着规模增大，公司存货风险加大。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 10-11 年净利润分别为 5900/7800 万元，对应每股收益分别为 0.88/1.17 元，2009-2011 年年净利润 CAGR45%。相比其他服饰行业，户外用品行业成长性更高，公司资金实力增强后有助于继续扩大竞争优势，分享行业高成长。

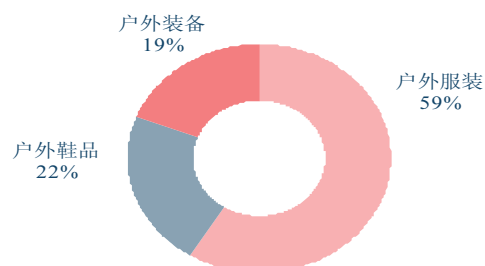
公司一览

图 25：探路者 09 年主营收入分解



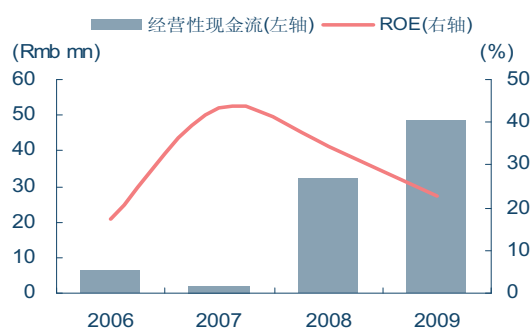
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 27：探路者 09 年毛利分解



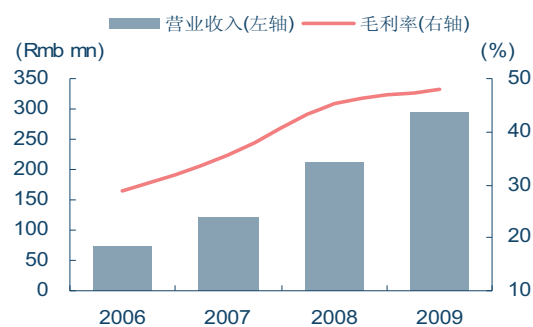
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 29：探路者的现金流与盈利能力



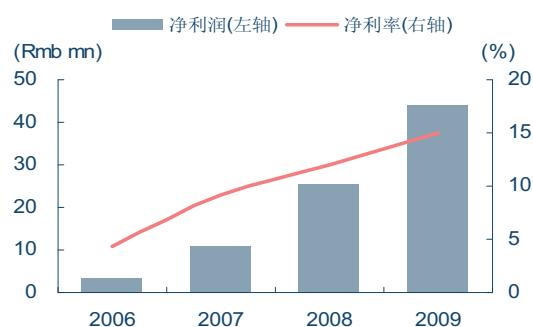
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 26：探路者历史营运表现



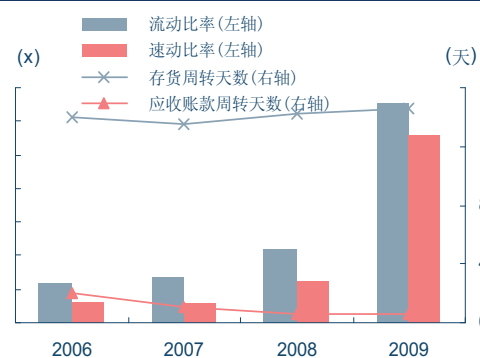
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 28：探路者历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 30：探路者的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

莱美药业（300006）

公司沿革

公司成立于 2000 年，总部位于重庆，公司的实际控制人为邱宇先生，持有公司 22.6% 股权；公司的主要产品为抗感染类药物和特色专科用药等，产品有喹诺酮类抗感染药、抗肿瘤药和肠外营养药等。产品主要以注射剂为主。

产品与行业地位

公司主要收入来源为抗感染类药物，其中帕珠沙星市场占有率在 08 年排第 2，左氧氟沙星市场占有率排第 7。纳米碳混悬注射液是独家品种，主要用于淋巴示踪。

主要竞争优势

公司有良好的创新研究队伍，形成了较强的新药仿制平台。目前公司的产品储备丰富，共取得了 86 个药品注册批件。从 2000 年到 2009 年，在全国 6000 余家医药研发生产单位，公司获得的药品注册批件数排第 27 名。

成长动力

公司取得的批文较多，未来的成长主要来自仿制药品种的上市及营销推动。

财务状况

公司过去三年营收和净利润的 CAGR 分别达到 41.7% 和 28.5%，利润率趋势稳定。公司整体财务健康，处于净现金状态。高毛利产品销量的增加逐步提升整体盈利能力。公司募集资金较多，也使得公司的 ROE 有所下降。

风险

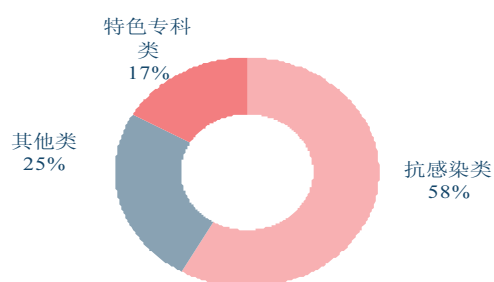
药品降价风险。近年来，药品降价较为频繁，公司产品众多，而且多为普药品种，药品降价有可能使得公司毛利率水平下降。

盈利预测与投资建议

公司未来的主要增长将依赖于普药的营销。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS 为 0.57/0.69 元。

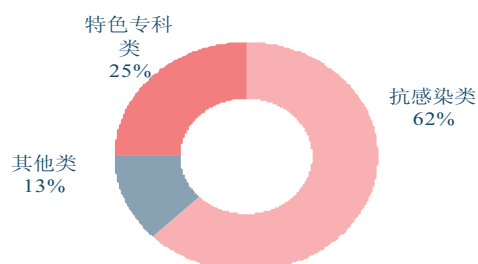
公司一览

图 31：莱美药业 09 年主营收入分解



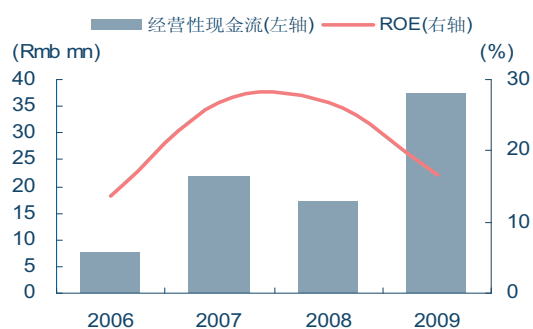
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 33：莱美药业 09 年毛利分解



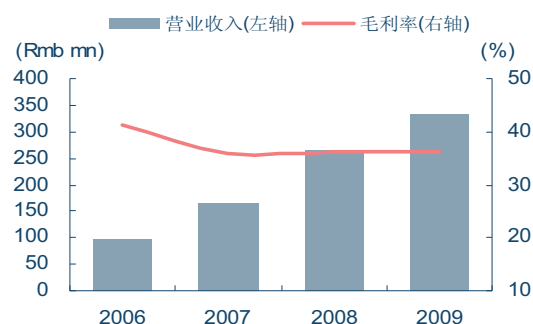
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 35：莱美药业的现金流与盈利能力



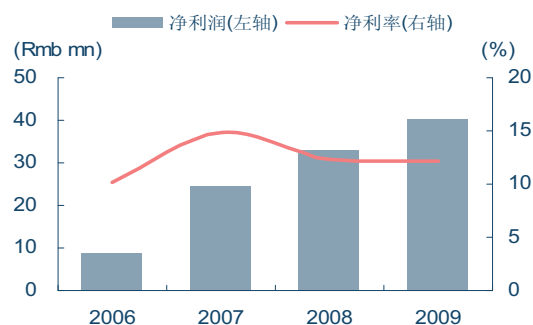
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 32：莱美药业历史营运表现



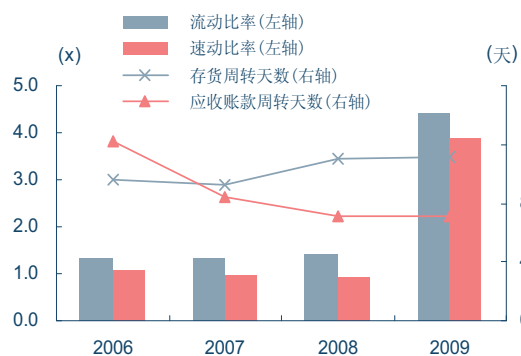
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 34：莱美药业历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 36：莱美药业的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

汉威电子（300007）

公司沿革

汉威电子于 2007 年改制成立，总部位于河南郑州，是国内领先的气体传感器和气体检测仪器仪表生产商。公司实际控制人任红军、钟超夫妇持股 39.2%；创投企业宁波君润投资持股 5.1%。

产品与行业地位

公司的气体传感器和气体检测仪器仪表主要应用于石油、化工、冶金、采矿、电子、电力、制药、食品、医疗卫生、农业、燃气、市政工程、家庭安全与健康、公用场所、道路安全管理、污水处理、生物科学、航天航空、军事反恐等领域，用于防火防爆、预防中毒、污染监测、环境治理、改善人居环境。2008 年公司气体传感器的市场份额为 53%，气体检测仪器的份额为 18%。

主要竞争优势

1) 掌握气体传感器的核心技术。公司目前基本掌握气体检测仪器仪表核心部件气体传感器的研发和生产技术，拥有专门的气体传感器生产线，可以生产半导体类、催化燃烧类、电化学类、红外光学类等主要种类气体传感器，主要竞争对手均为国外厂商。

2) 拥有完整的产业链。经过 10 多年的积累，公司拥有从气体传感器—气体检测仪器仪表—气体检测控制系统的完整产业链，而且产业链各环节已经形成了良性循环，从而在国内外市场树立了较好的品牌知名度。

3) 成本优势。公司产品的价格比国外同类产品要低 40%以上，且交货响应速度快。

成长动力

1) 市场需求快速增长。2005-07 年中国的气体检测仪器仪表保持年均 30%的增速。随下游燃气、冶金、化工、煤炭和石化行业的迅猛发展以及国家强制性法律法规的推广实施，2010 年后的年需求增速仍将保持在 30%以上。

2) 新产品、新产能。随自制电化学和红外气体传感器的量产，公司红外气体检测仪器仪表将年新增 7.5 万台，电化学类气体检测仪器仪表将年新增 25 万台。

财务状况

2006-2009 年公司营收和净利润的 CAGR 达 63.4%和 76.4%，综合毛利率稳定并随产品结构的调整而略有提高。公司资产负债结构较为合理，现金流充沛，财务风险较小。此外，公司业务模式属轻资产类型，流动资产占总资产的 85%以上。

风险

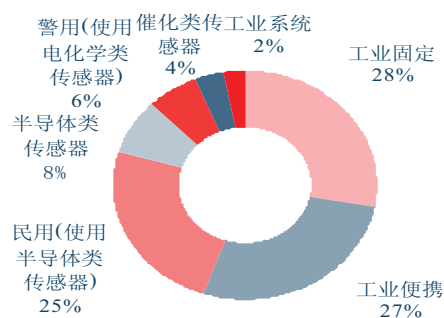
1) 核心技术失密的风险；2) 出口市场需求波动较大；3) 电化学和红外传感器量产速度不及预期。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 2010-11 年 EPS0.91/1.18 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 65/50 倍。未来公司发展的关键在于电化学和红外气体传感器的量产进度以及良品率。

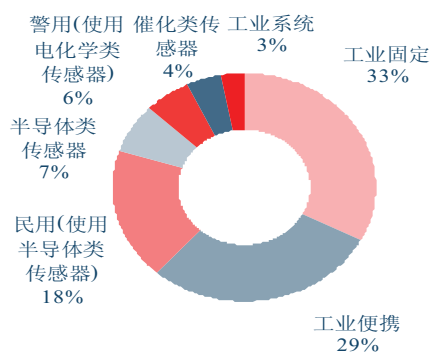
公司一览

图 37：汉威电子 09 年主营收入分解



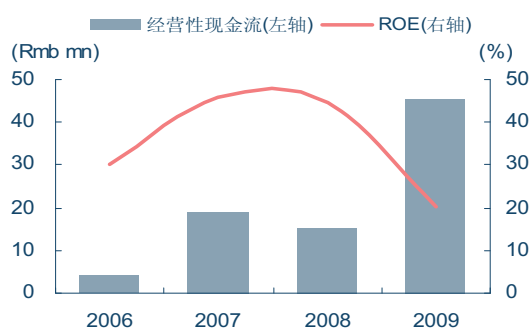
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 39：汉威电子 09 年毛利分解



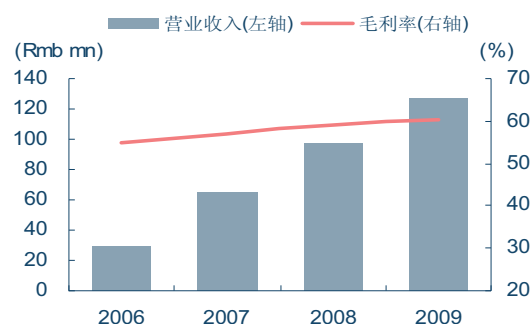
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 41：汉威电子的现金流与盈利能力



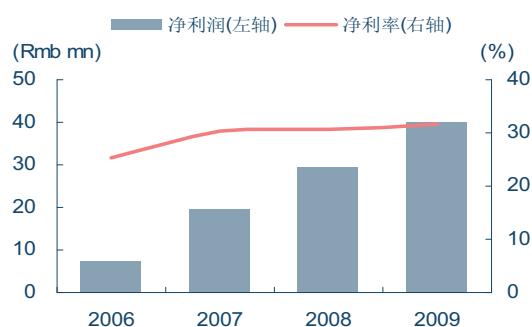
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 38：汉威电子历史营运表现



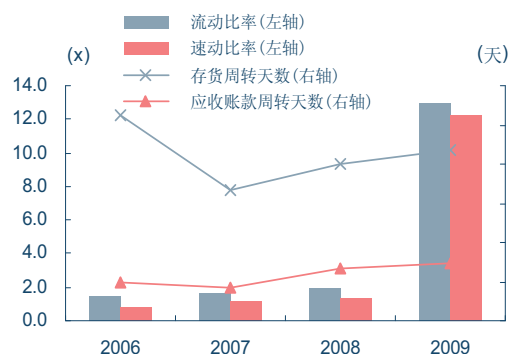
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 40：汉威电子历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 42：汉威电子的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

上海佳豪（300008）

公司沿革

公司创立于 2001 年 10 月,总部位于上海,是一家专业从事民用船舶与海洋工程装备设计的高新技术企业,主营业务是船舶工程设计(针对民用船舶的生产设计和新船型开发)和海洋工程设计(针对海洋工程装备设施的研发与设计),以及与之相配套的船舶工程监理(代表船东对整个船舶建造过程进行现场监督管理)。公司实际控制人刘楠持有公司总股本 54.7%, 佳船投资和紫晨投资分别持有公司总股本的 20.3%和 6.0%。

产品与行业地位

公司是国内最大的民营船舶设计企业,与 708 所,上海船舶研究设计院一起成为国内三家规模最大、实力最强的专用民用船舶与海洋工程设计企业。2006-2009 年,公司市场占有率分别为 2.4%, 4.0%和 5.2%。公司拥有从船型开发,合同设计到详细设计,生产设计以及监理服务的特色一站式,全过程服务模式。公司设计船型以中小吨位为主,船型平均覆盖率在 15%-20%左右。

主要竞争优势

1) 完整的产业服务链。目前国内绝大多数船厂的设计部门只能从事生产设计,而大部分专业船舶设计单位只能提供开发设计,合同设计和详细设计,而公司首创了开发设计、基本设计、合同设计、详细设计、生产设计、技术监理的完整的技术服务链,能够为客户提供一站式、全过程的技术服务。

2) 强大的研发实力。在公司独立开发的船舶产品中,有 7 项船舶产品为全国第一,1 项船舶产品为全国第一;2008 年,公司第一家通过中国船级社“船舶设计单位评价体系”的评估,成为首家获得了中国船级社审图的绿色通道的船舶设计单位。

成长动力

1) 海洋工程是未来最大看点。各国加大对海洋资源的开发,我国也逐步加大对海洋油气的开发进度,并指出要大力发展海洋工程装备,国内对海洋工程装备的需求日益增加,目前我国具有海洋工程设计能力的企业不多。公司此项业务成为最大看点。

2) 募集资金项目有利于公司提高竞争力,扩大市场占有率。募集资金主要投向募集资金用于船舶工程设计中心,海洋工程设计中心一期工程的建设,通过扩充高素质设计人员,提升船型开发和设计能力,使公司核心业务能力得到提高。

财务状况

近几年,受造船业蓬勃发展,2006-2008 年收入和利润复合增长率 179%和 202%。公司流动资产比例高,非流动资产比例低,符合一般设计行业的企业财务结构特征。负债全部为流动负债,与公司高比例的流动资产结构相匹配,也与公司船舶设计收入的资金回笼周期保持较好匹配。船舶工程设计贡献毛利在 60%以上,毛利率呈下降趋势,海洋工程设计和船舶监理及其他的毛利率波动较大。

风险

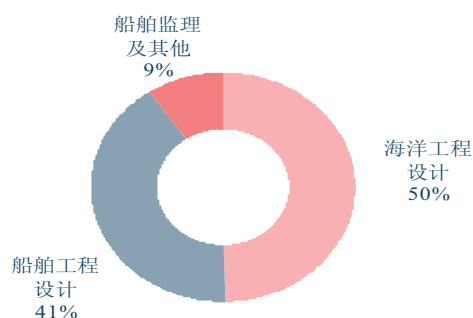
1) 船舶设计价格可能随船价继续下行; 2) 新接合用短期内可能继续下滑

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 10-11 年净利润分别为 4900/5400 万元,对应每股收益 0.97/1.07 元。

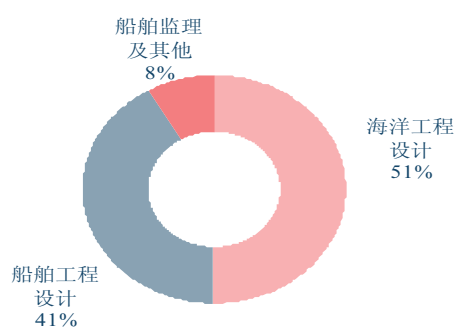
公司一览

图 43: 上海佳豪 09 年主营收入分解



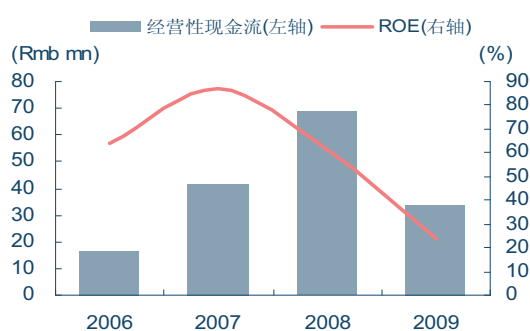
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 45: 上海佳豪 09 年毛利分解



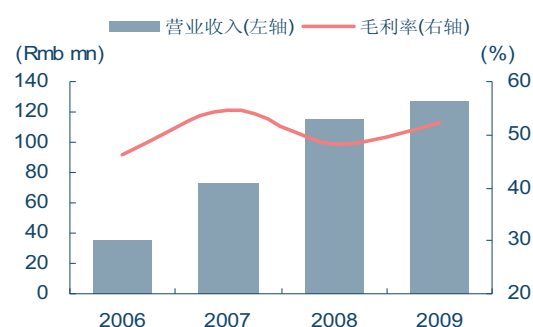
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 47: 上海佳豪的现金流与盈利能力



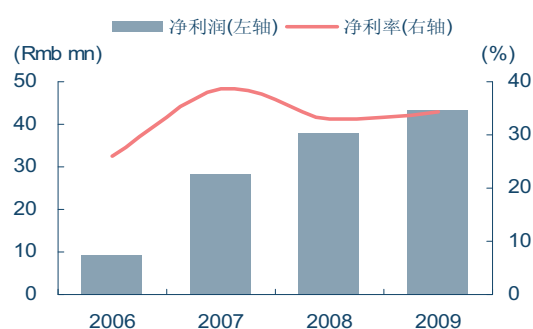
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 44: 上海佳豪历史营运表现



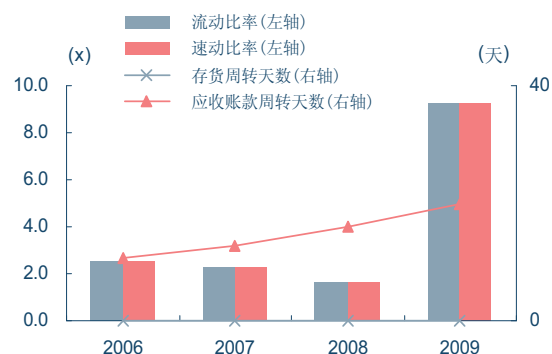
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 46: 上海佳豪历史盈利表现



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 48: 上海佳豪的营运效率



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

安科生物（300009）

公司沿革

公司成立于 1995 年，总部位于合肥，公司的实际控制人为宋礼华和宋礼名兄弟，持有公司 39.0% 股权；公司的主要产品重组药物，如干扰素、生长激素等。

产品与行业地位

公司主要收入来源为重组药物，其中重组人干扰素注射液市场占有率在 08 年排第 6 位，国外竞争对手为罗氏和先灵葆雅，国内主要竞争对手为华立达和北京三元基因。生长激素市场占有率排第 4，国外竞争对手为瑞士雪莱诺，国内主要竞争对手为金赛药业、联合赛尔。

主要竞争优势

公司是国内最早的基因工程药物企业之一。拥有良好的研发创新团队，承担多个国家攻关项目，目前公司后续在研产品较多，产品梯队良好。

成长动力

公司目前的成长主要来自提升生产规模，扩大产品的覆盖范围，提高市场份额和产品附加值方面。从公司在研产品看，公司申报了长效生长激素、处于临床前研究阶段的有促卵泡素等品种，这些品种上市的周期还比较长，但是市场前景看好。

财务状况

公司过去三年营收和净利润的 CAGR 分别达到 23.1% 和 40.1%，利润率趋势稳定。公司整体财务健康，处于净现金状态。高毛利产品销量的增加逐步提升整体盈利能力。公司募集资金较多，也使得公司的 ROE 有所下降。

风险

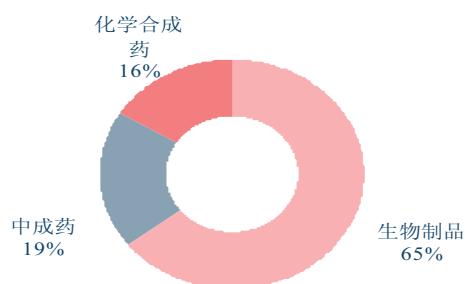
药品降价风险。新产品上市慢于预期的风险，如果新产品上市较晚，会造成未来几年发展缓慢。

盈利预测与投资建议

公司经营业绩稳定，市场一致预期公司 2010-11 年 EPS 为 0.66/0.81 元。未来需密切关注公司新药研究进展。

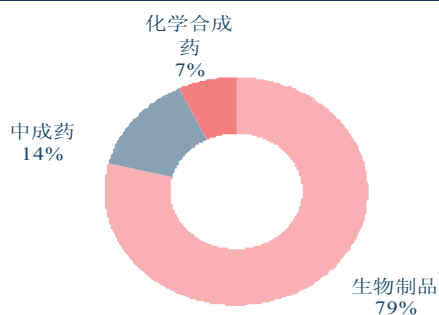
公司一览

图 49：安科生物 09 年主营收入分解



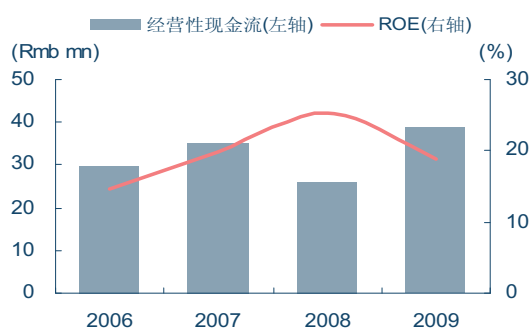
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 51：安科生物 09 年毛利分解



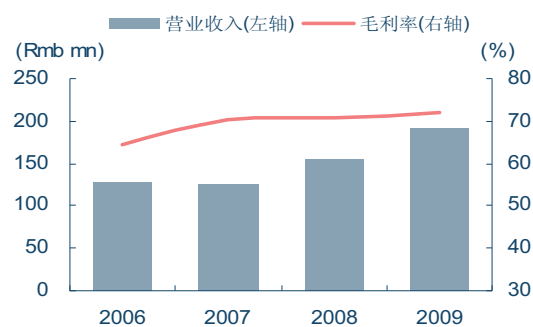
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 53：安科生物的现金流与盈利能力



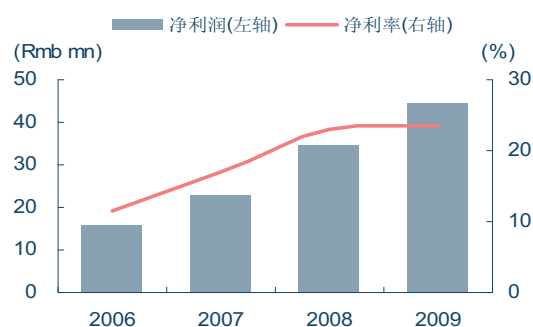
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 50：安科生物历史营运表现



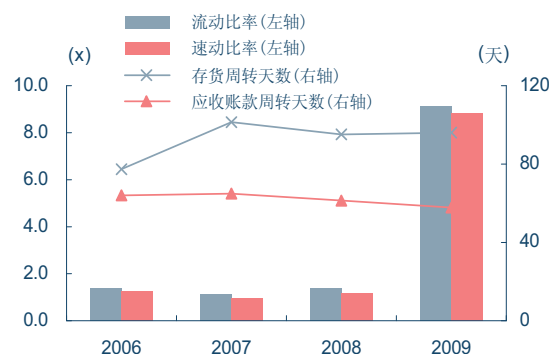
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 52：安科生物历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 54：安科生物的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

立思辰（300010）

公司沿革

立思辰科技的前身立思辰办公设备成立于 1999 年,总部位于北京市。公司是中国排名第二的办公信息系统服务商,主要业务包括文件管理外包服务、视音频解决方案及服务。上市后,实际控制人、董事长池燕明持有公司 29.9%的股权。

产品与行业地位

立思辰在中国的办公信息系统服务市场占有 6.1%的份额,仅次于富士施乐的 17%。办公文件外包服务共分三个层次,包括底层的设备与服务提供商、中层的文件外包服务提供商、以及上层的文件生命周期管理外包服务商。公司是国内唯一的本土上层服务商,能够通过文件管理软件的应用,文件采集、分发、存储、检索、流转、共享等环节的管理,提高客户的文件管理与流转效率。视音频管理外包服务则是整合视频会议应用的设计、实施、维护、运营,客户根据合同约定按期支付服务费。

主要竞争优势

- 1) 创新的商业模式: 将传统以设备销售为主的模式,转为整合设计、外包、与长期服务的商业模式。客户大多签订 3-5 年的长期合同,收入稳定。
- 2) 丰富的客户资源: 公司已经在国内累积大量国有大企业以及政府部门的高端客户,例如国航、国家工商总局、中石化、中海油等,行业地位领先
- 3) 核心技术: 自主研发 10 项核心技术与 23 项计算机软件著作权、9 项软件产品登记证书等。

成长动力

- 1) 市场增长。 中国办公信息服务市场的预估年增长率达 25.8%。公司主要目标客户大型国有企业应用文件外包管理的比重仅达 6% (赛迪顾问预估)。
- 2) 上市资金提升公司接单能力:上市后解决资金瓶颈,具备执行更多与更大型外包服务合同的能力。

财务状况

2009 年公司的营收增长 26%至 3.4 亿元,净利润增长 31%至 4800 万元,摊薄后每股收益 0.46 元。经营现金流量仅为 1880 万元,同比下滑 31%。毛利率同比下降 1.7 百分点至 28%。公司 2009 的营运现金周期与前一年大致持平,其中应收帐款天数同比上升 7 天至 54 天、存货周转天数则下降 13 天。

风险

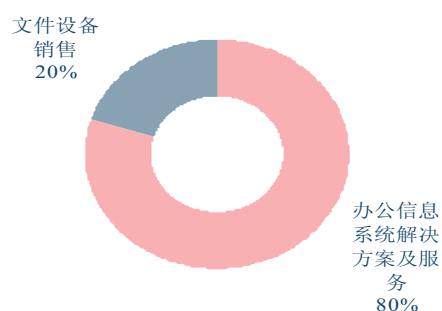
- 1) 规模扩张后项目质量控制风险。公司规模扩张需要相应支援服务团队的扩张,存在人员训练与专案质量的风险;
- 2) 商业模式被复制风险。传统的设备销售商与外包服务商可能复制同样的商业模式进行竞争;
- 3) 税收优惠风险。公司的税收优惠占净利润比例约在 20-30%之间。

盈利预测与投资建议

公司是国内领先的办公信息服务商,其商业模式具有创新性,但较不具有业绩爆发式增长的条件。市场一致预期公司 2009-2011 三年利润 CAGR 达 33%,相当于发行摊薄后 2010-11 年 EPS0.63/0.86 元。未来需密切关注公司大型合同签订的进程。

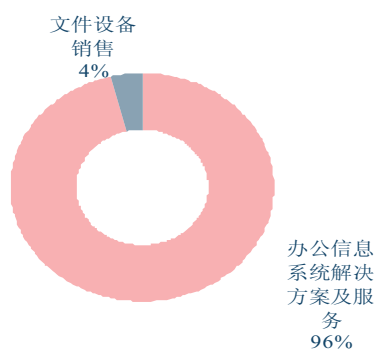
公司一览

图 55：立思辰 09 年主营收入分解



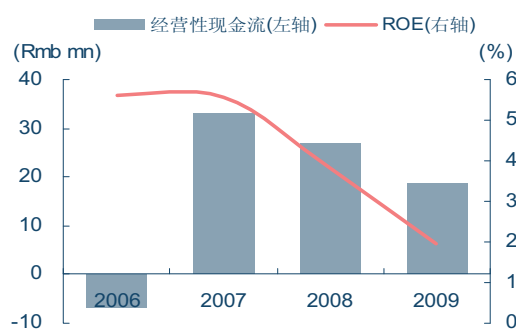
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 57：立思辰 09 年毛利分解



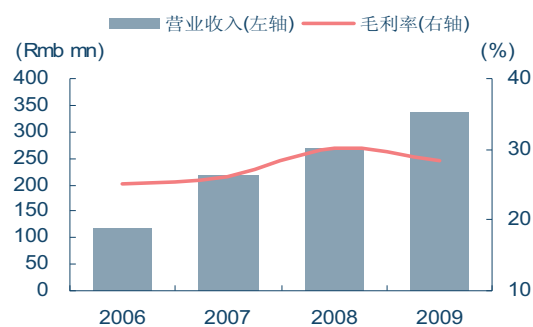
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 59：立思辰的现金流与盈利能力



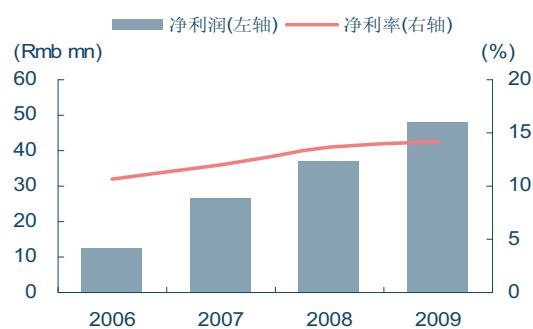
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 56：立思辰历史营运表现



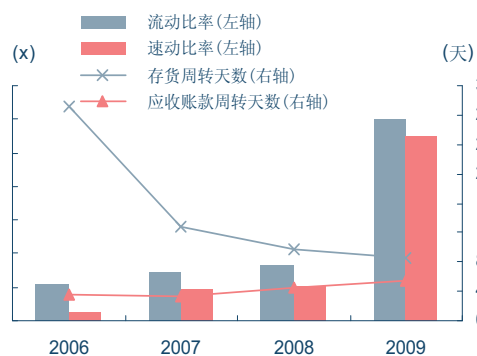
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 58：立思辰历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 60：立思辰的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

鼎汉技术（300011）

公司沿革

鼎汉成立于 2002 年，总部位于北京，是国内领先的轨道交通电源系统专业供应商。公司实际控制人顾庆伟持股 47.3%；三家创投企业中国宝安，中国风投和上海兴烨创投合计持股 6.2%。

产品与行业地位

公司的智能电源系统主要应用于国家铁路和城轨交通中的交通信号设备中。除了基本的不间断供电功用外，还利用 IT 技术实现了实时监控、报警和故障定位等智能管理功能。公司产品在国铁市场的占有率为 30%，在高铁市场达 49%。此外，公司还为轨道交通电力操作系统，通信设备和屏蔽门提供所需的特种电源系统。根据目前订单和行业竞争态势，公司预估这些产品在 2013 年能获得约 20% 的市场份额。

主要竞争优势

1) 成功的应用业绩。客户对轨道交通电源系统的要求不是低廉的价格而是产品的稳定性和可靠性。鼎汉的电源系统已经在 1933 个铁路站点上应用 2634 套，与国内主要下游客户均已建立良好的合作关系，先发优势明显。

2) 行业进入壁垒较高。铁道部对轨道交通设备及其零部件实施严格的行政监管。智能电源系统属于铁路运输安全设备的一种，必须经过铁道部长时间的质量认证才能获得生产资质。行业出现大批新进入者的概率不高，未来 3-5 年的竞争格局仍将较为稳定。

成长动力

1) 下游轨道交通行业进入快速发展期。根据中长期铁路网规划，中国到 2020 年将拥有 12 万公里以上的营运铁路里程，未来 5-10 年将启动 3.5 万亿元的投资。而各地城轨至 2015 年已规划 2400 公里路线，也将带动 7000 亿元投资。预估国内智能电源产品的市场规模未来 5 年的 CAGR 为 11%，在 2013 年将达 59 亿元。

2) 新产品、新产能。公司不断横向拓宽产品线以求可持续发展。募投项目轨道交通电力操作电源、屏蔽门电源、车载辅助电源和不间断电源系统是未来营收成长的主要动力。

财务状况

2006-2009 年公司营收和净利润的 CAGR 达 45.7% 和 53.4%。由于客户的价格敏感度不高以及公司稳固的市场地位，预期鼎汉未来毛利率仍将保持在 45-50% 左右。不过下游铁路项目建设周期较长，导致公司回款速度慢，应收款周转率呈下降趋势，目前在 1.5 次左右。未来随公司业务规模扩大，经营性现金流将面临一定压力。此外，公司业务模式属轻资产类型，固定资产仅 1573 万元且无负债。

风险

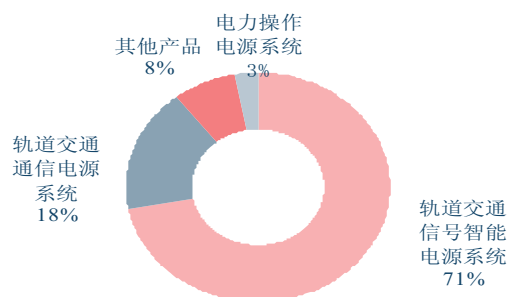
1) 产品质量瑕疵使客户转用竞争对手产品；2) 应收款快速增长使公司有持续的融资需求；3) 新产品推广速度不及预期。

盈利预测与投资建议

受益于轨道交通行业大发展，公司未来 3-5 年成长前景清晰。订单式生产方式也使公司业绩的可预见性较高。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS 1.41/1.88 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 66/49 倍。未来公司发展的关键在于对智能电源这一细分市场进行横向与纵向的整合力度。需密切关注新产品的推广进程。

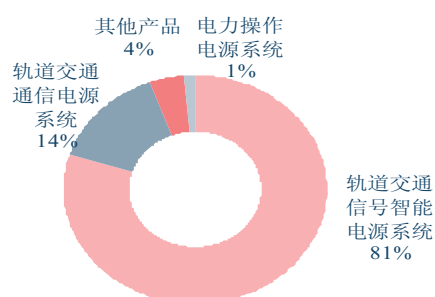
公司一览

图 61：鼎汉技术 09 年主营收入分解



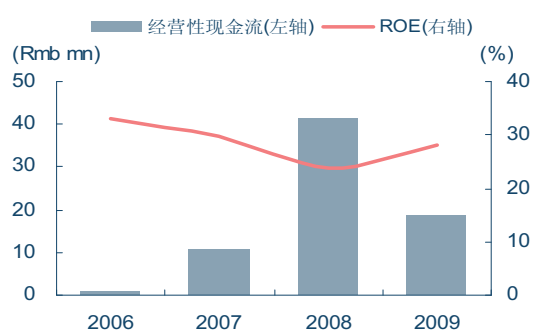
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 63：鼎汉技术 09 年毛利分解



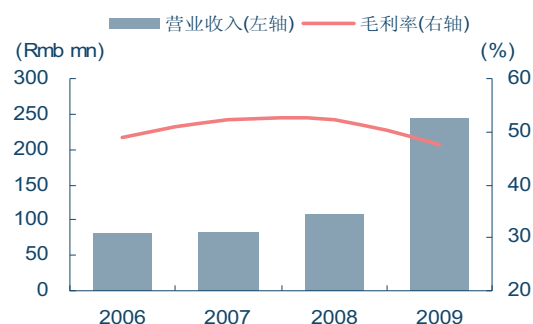
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 65：鼎汉技术的现金流与盈利能力



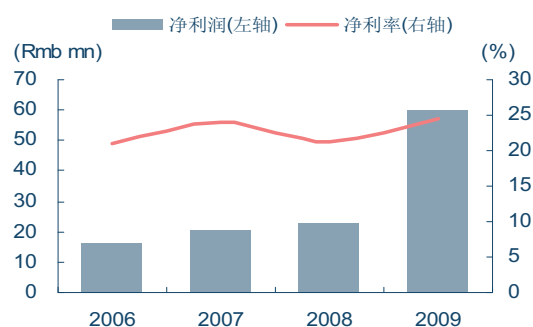
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 62：鼎汉技术历史营运表现



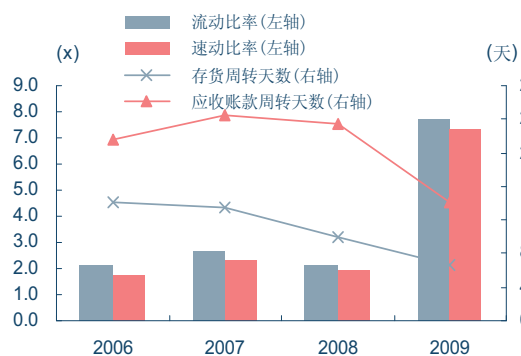
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 64：鼎汉技术历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 66：鼎汉技术的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

华测检测（300012）

公司沿革

华测检测成立于 2003 年，总部位于深圳，是一家专业提供综合性第三方检测服务的企业，业务范围涉及贸易保障、消费品、工业品、和生命科学等领域。公司实际控制人万里鹏、万峰父子合计持股 34.0%。

产品与行业地位

公司提供四大类检测服务：1) 为出口贸易提供货物验证，确保符合进口国产品标准；2) 对日用消费品和电子产品进行安全性和耐用性检测；3) 为工业产品、仪器设备提供性能和安全性测试以及计量标准检测；4) 对农产品、食品和环境提供检测服务。2008 年公司在国内整体检测市场的占有率为 0.5%，在出口产品检测市场的占有率为 1.1%。

主要竞争优势

1) 品牌与公信力。检测机构的报告对客户产品销售可能带来重大影响，因此客户愿意支付相对较高的价格去选用知名检测机构。公司经过多年努力，出具的检测报告已被富士康、飞利浦、理光、华硕、明基等近 3 万家国内外企业认可。同时公司还参与制定了 38 项国家和行业标准的制定工作。

2) 一站式检测服务能力。公司已经在全国范围内建立了 30 个实验室，覆盖农业、采矿、电子、食品和医药等近 20 大行业，能有效的提高客户的检测效率并降低综合检测成本。而目前国内绝大部分国营和民营检测机构只提供某一领域的技术检测服务。

成长动力

1) 检测市场规模稳步增长。中国检测市场 2008 年达到 450 亿元规模。由于海外市场非关税贸易壁垒和国内日用消费品安全问题等因素推动，赛迪顾问预测未来三年行业能保持每年 10% 以上的增长。以华测为代表的民营检测机构凭借基数低、机制灵活和营销能力强的优势，有望达到每年 30% 的增速。

2) 增加产能、完善布局。公司计划用 2 亿元募集资金投入检测需求巨大的华东和华南市场(合计占国内检测需求的 50% 以上)。项目在 2013 年达产后，公司的检测能力将从 20.5 万件/年上升至 43 万件/年。

财务状况

2006-2009 年公司营收和净利润的 CAGR 达 56.4% 和 47.9%。作为技术服务型企业，公司一般先收费再提供检测服务，只有对部分客户实行按月结算，因此整体应收款不高，经营性现金流良好。公司资产负债结构合理，出现财务风险的可能性较小。

风险

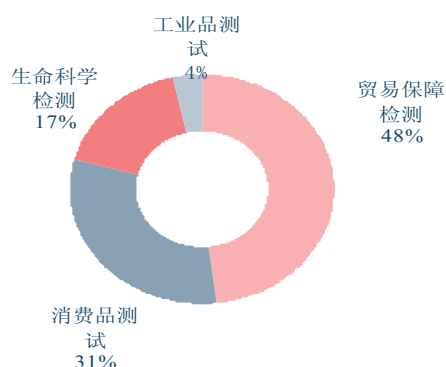
1) 公司 75% 以上的业务来自于出口贸易检测，因此如果中国出口复苏不及预期将会影响公司业绩表现；2) 以公司为代表的民营检测机构擅用灵活的定价策略与国营机构竞争以扩大市场份额。过去三年公司一些传统检测项目价格下滑较快，公司综合毛利率也处于下降通道之中。

盈利预测与投资建议

华测检测作为首家上市的检测服务类企业，具有一定稀缺性。在华东和华南的战略布局将是公司未来 3 年业绩增长的重要保障。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS 0.93/1.10 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 52/44 倍。公司中长期发展的关键是如何在国营检测机构的行政垄断优势和外资机构的技术优势中打造出自己的核心竞争力。同时需关注公司盈利能力的变化趋势。

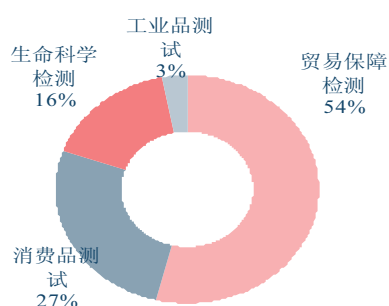
公司一览

图 67：华测检测 09 年主营收入分解



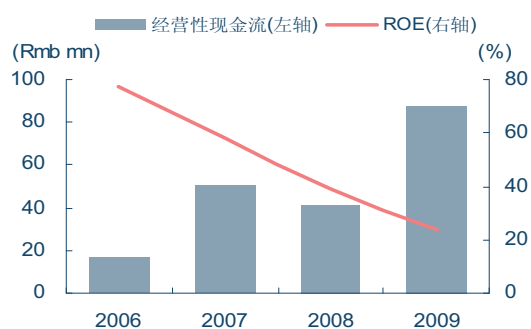
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 69：华测检测 09 年毛利分解



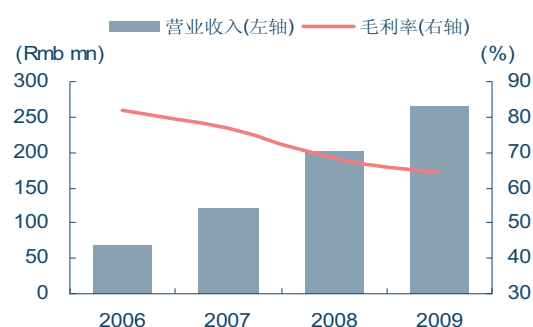
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 71：华测检测的现金流与盈利能力



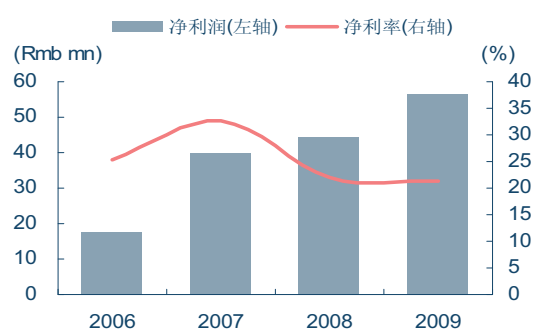
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 68：华测检测历史营运表现



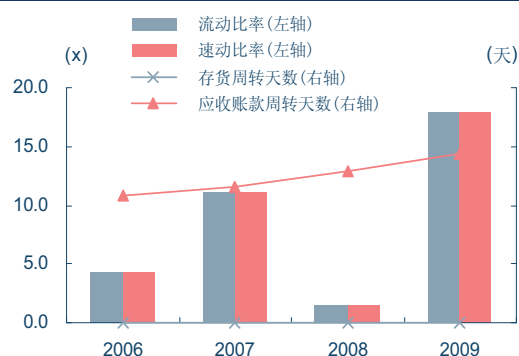
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 70：华测检测历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 72：华测检测的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

新宁物流（300013）

公司沿革

新宁物流成立于 1997 年，总部位于江苏昆山，是一家专注于电子信息行业的综合物流服务供应商(仓储+运输+其他增值服务)。公司实际控制人王雅军夫妇和杨奕明先生分别持股 30.3%；三家创投企业泰禾投资、宁和投资和亿文创投合计持股 14.4%。

产品与行业地位

公司依托其地理位置优势，主要为长江三角洲地区的电子信息产业链提供第三方综合物流服务。公司业务以电子元器件保税仓储为核心，同时为供应链中的原料供应、采购与生产环节提供增值服务，例如进出口货物保税仓储管理、配送方案设计与实施，及与之相关的货运代理、进出口通关等。

主要竞争优势

1) 自主开发核心的物流信息管理系统。IT 行业特别是电子元器件的数量多、品种杂，时效性要求高，因此对物流企业的配送管理能力有很苛刻的要求。公司凭借在国内八年多的 IT 行业物流经验，把握住上下游、海关、仓库和财务的业务逻辑主线，开发出自己的物流信息管理系统，实现了实时供应链管理，是公司核心竞争力。

2) 稳定增长的客户群体。公司已覆盖泰科、Molex、金像、东芝、富士康等 600 多家上游电子元器件供应商(或代理商)以及仁宝、名硕、伟创力、联想、纬创、佳能等知名的下游 IT 产品制造商。考虑到 IT 企业更换物流服务商的机会成本较高，新宁的先发优势较为明显。

成长动力

产能扩张。经过多年积累，公司的商业模式日趋成熟，可复制性有较大提高。未来增长的重点是扩大现有产能并进行区域扩张(例如进入珠三角地区)。计划上市募集的 1.4 亿主要将投入昆山、苏州和深圳的物流仓储设施的建设和租赁。达产后，公司的仓储面积将从目前的 76,256 平方米增加 60%至 122,220 平方米。

财务状况

2006-2009 年公司营收和净利润的 CAGR 达 35.5%和 16.0%。新宁是一家纯物流企业，并不买断货物再进行分销，因此资产负债表风险较小。此外，以增值服务为主的营收结构也使公司利润率较同业为高。公司的营运效率在同业中处于中等水平，但经营性现金流表现更为稳定。上市后，随仓储设施类固定资产的快速增加，公司的经营杠杆将得到进一步提高。

风险

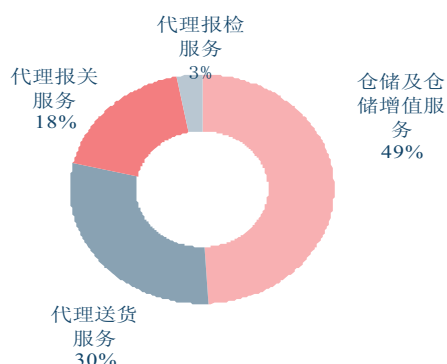
1) 公司业务主要集中于电子信息产业，易受行业景气度波动；2) 行业竞争加剧影响公司毛利率。

盈利预测与投资建议

公司业务战略布局合理，商业模式日趋成熟。随电子元器件行业的周期性复苏，短期内成长性较为明确。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS0.57/0.72 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 56/44 倍。但作为一家物流企业，公司目前的经营规模依然偏小，抗风险能力有待进一步提高。未来需密切关注公司在珠三角电子工业重镇的发展情况。

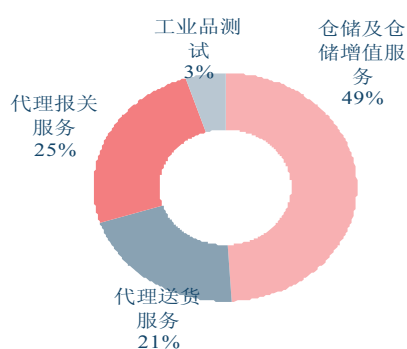
公司一览

图 73：新宁物流 09 年主营收入分解



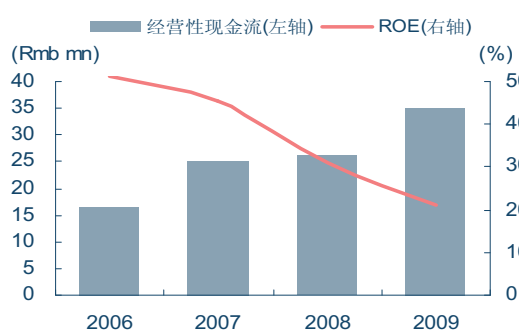
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 75：新宁物流 09 年毛利分解



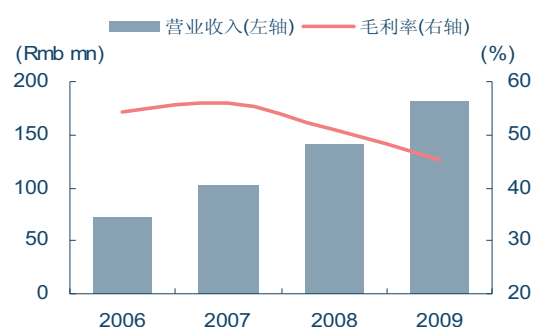
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 77：新宁物流的现金流与盈利能力



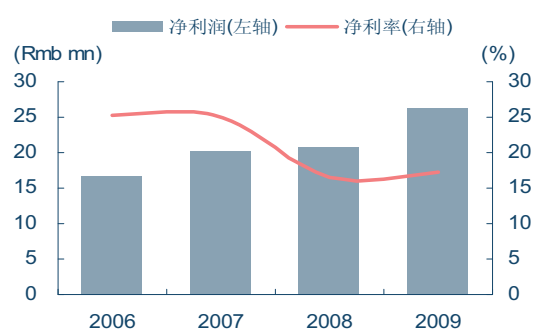
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 74：新宁物流历史营运表现



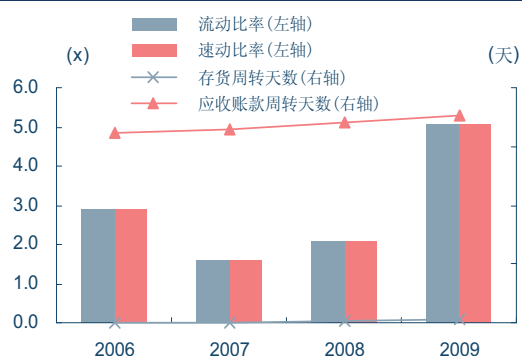
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 76：新宁物流历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 78：新宁物流的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

亿纬锂能（300014）

公司沿革

亿纬锂能成立于 2001 年，总部位于广东惠州，是中国最大，世界第五的锂亚电池生产商。公司实际控制人刘金成、骆锦红夫妇持股 54.1%；社保理事会持股 2.5%，两家创投企业招商科技和达晨财信分别持股 2.0%和 2.3%。

产品与行业地位

公司的主要产品为高性能锂一次电池，按正极材料不同分为锂亚和锂锰电池。锂一次电池具有能量高、寿命长、适用温度广，环保等优点，目前大量应用于智能电网、RFID 射频识别、汽车电子和安防等行业。2008 年公司在国内锂亚电池的市场份额为 39%，在国际市场上排在法国 Saft、以色列 Tadiran、日本 Maxell 和韩国 Vitzrocell 之后，份额约为 3-5%。公司同时也生产锂离子、锂聚合物和镍氢组合二次电池。

主要竞争优势

1) 拥有核心技术与核心产品。锂一次电池产业的壁垒在于性能技术和大规模生产能力。公司目前开发出 90 多种高能锂一次电池产品，是世界上高能锂一次电池产品最齐全的厂家，同时也具备了全球前五的电池生产能力。

2) 自主品牌走上正轨。公司从 2003 年起开始从 ODM 转向自主品牌发展，并逐步得到客户认可。07 年起自主品牌锂一次电池销量开始超过 ODM 品牌，而且成功切入了国内和国际主要智能电表厂商的供应链。

成长动力

1) 进口替代。电池在下游客户的成本中占比较高。公司锂电池采用手工和机械化结合的方式生产，价格比国外同类产品低 20-30%，虽然在产品一致性方面仍有一定差距，但对价格敏感的国内客户特别是智能电表企业吸引力较大，在国内的市场份额不断提高。

2) 产能扩张。募投项目达产后，公司的锂亚和锂锰电池的年产能将达 3600 万只和 3800 万只，分别增长 100%和 138%，保证了公司未来三年的成长能力。

3) 受益于智能电表在国内的推广。公司内销的锂亚电池 80%以上用于电子式电能表行业。根据国家电网电子式电能表的采购计划，未来 3 年将带动 1.2 亿只锂亚电池需求和 2000 万只锂锰电池需求。

财务状况

2006-2009 年公司营收和净利润的 CAGR 达 13.7%和 39.0%。公司整体财务健康，处于净现金状态。高毛利产品销量的增加逐步提升整体盈利能力。但由于经营规模扩大和产品结构改变，公司应收款和存货占款较多，导致资金周转效率近年下降较快，经营性现金流不够稳定。当前资产负债表中轻资产的特点会随锂一次电池设备资本支出的增加而逐步改变。

风险

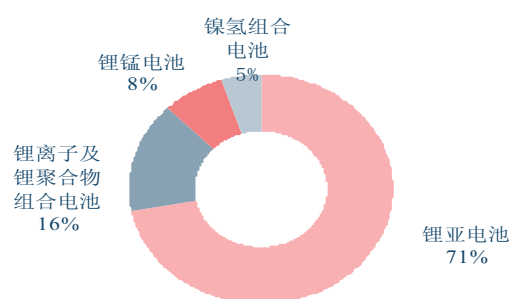
1) 电池产品在一致性等方面与国际大厂相比仍有差距；2) 高能锂一次电池在汽车电子和安防等新领域的推广速度有不确定性；3) 公司的出口业务(占 30-40%营收)面临汇率和海外市场经济周期波动的风险。

盈利预测与投资建议

公司是国内极少数具有国际竞争力的一次电池供应商，其产品和技术路线具有特色，未来三年在智能电表等细分市场具有较好成长前景。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS0.58/0.79 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 66/49 倍。未来需密切关注锂一次电池下游应用的拓展以及公司电池售价和成本的下降幅度。

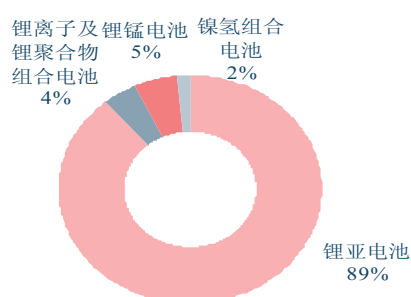
公司一览

图 79: 亿纬锂能 09 年主营收入分解



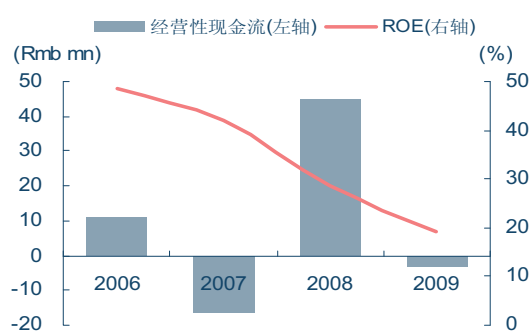
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 81: 亿纬锂能 09 年毛利分解



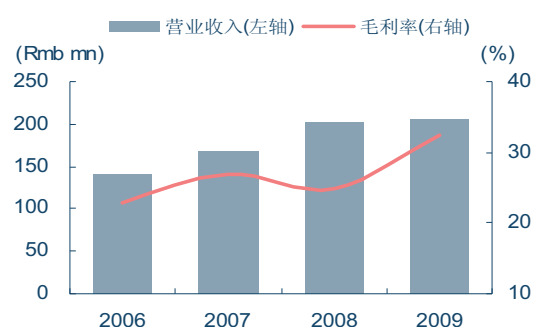
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 83: 亿纬锂能的现金流与盈利能力



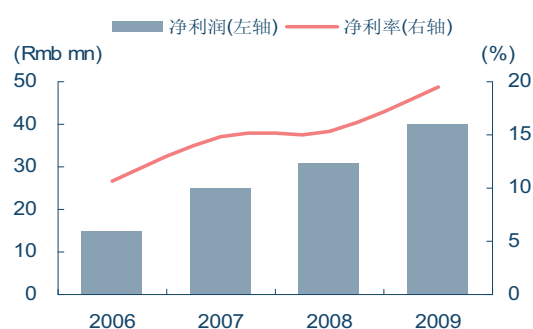
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 80: 亿纬锂能历史营运表现



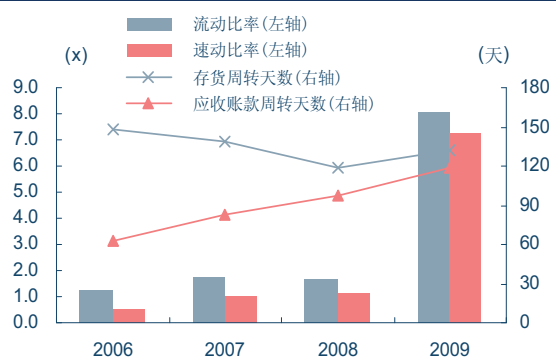
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 82: 亿纬锂能历史盈利表现



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 84: 亿纬锂能的营运效率



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

爱尔眼科（300015）

公司沿革

爱尔眼科成立于 2003 年，总部位于长沙，主要患者提供各种眼科疾病的诊断、治疗及医学验光配镜等眼科医疗服务，公司为连锁经营企业。公司实际控制人陈邦先生持股 62.8%；创投公司深圳达晨财信持股 2.3%。

产品与行业地位

公司目前已经在 12 个省市开设了 19 家连锁眼科医院，目前是国内最大的眼科医疗机构，也是拥有医师最多的眼科机构，门诊量和手术量均处于国内同行业首位。

主要竞争优势

1) 公司的盈利模式具有可复制性。爱尔在医院连锁经营的模式上积累了独到经验，其新开设的分院在 2 年内基本都能实现盈利，商业模式已经具备很强的可复制性。

2) 公司具有一定的技术优势。爱尔拥有国内数量最多的眼科医生队伍，部分手术如飞秒激光角膜移植手术等由公司在国内最先开展。

成长动力

1) 新医院带来业绩增长。爱尔于 2006 年新开 1 家分院，2007 年新开设 4 家，2008 年新开设 3 家并收购 1 家。公司计划未来三年再扩建 2 家并新开 8 家分院。基于公司强大的执行能力，预期新开设的分院能够带来门诊量以及手术量相应增长，推动公司业绩继续成长。

2) 眼科医疗行业稳定自然增长。目前国内的眼科就诊人次以及人均诊疗次数都在提升，根据卫生部的统计数据，08 年度眼科就诊增长为 12.0%；赢利性眼科医疗机构的门诊数增长 7.7%。未来随医保覆盖人群的增加，眼科医疗行业将会继续成长。

财务状况

2006-2009 年公司营收和净利润的 CAGR 达 46.9%和 85.0%。医疗卫生行业的刚性需求特点明显，而赢利性眼科医疗机构的竞争格局相对稳定，因此预期公司未来的毛利率水平能维持在 50%以上的水平。公司的销售费用率几年来保持稳定态势，大约在 10%左右，而管理费用由于规模的扩大呈现下降的趋势。公司的负债率水平不高，近几年维持在 35%左右。

风险

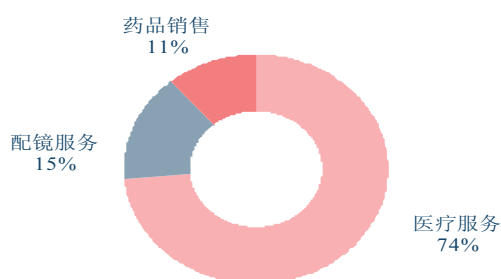
1) 医疗风险。出现医疗事故将需要赔偿客户；2) 租赁物业风险。公司开办业务的场地几乎都为租赁取得；3) 新竞争对手进入风险。

盈利预测与投资建议

受益于医疗卫生行业的稳步发展，以及全民医保覆盖率的提升，公司业务也将继续增长，公司目前仍在不断开设新的分公司，预期未来几年，仍将保持较快的发展势头。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS0.91/1.22 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 73/55 倍。未来需关注公司与国营眼科医疗机构的竞争态势以及国家对民营医疗机构的政策变化。

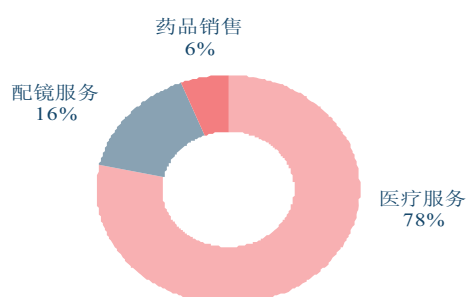
公司一览

图 85: 爱尔眼科 09 年主营收入分解



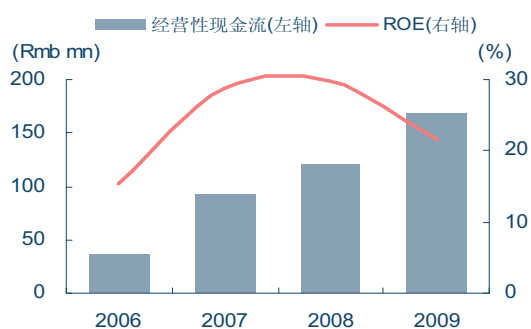
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 87: 爱尔眼科 09 年毛利分解



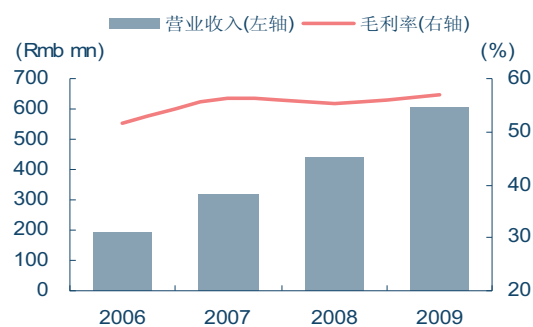
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 89: 爱尔眼科的现金流与盈利能力



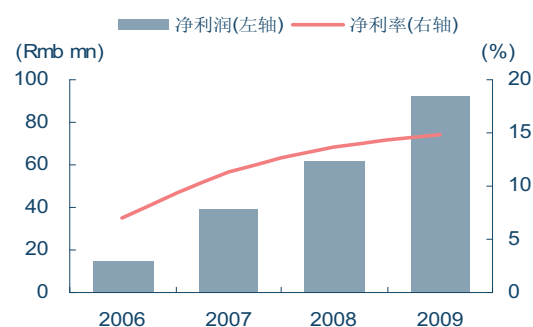
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 86: 爱尔眼科历史营运表现



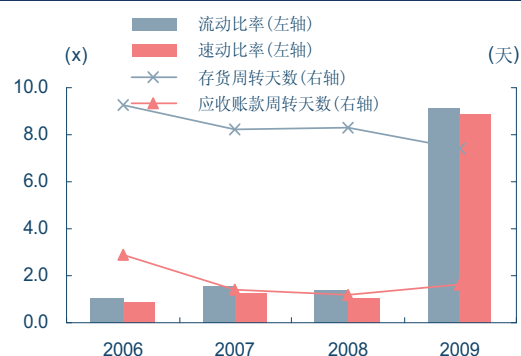
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 88: 爱尔眼科历史盈利表现



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 90: 爱尔眼科的营运效率



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

北陆药业（300016）

公司沿革

北陆药业成立于 1992 年，总部位于北京，是国内主要的医学影像对比剂生产企业之一。公司实际控制人王代雪持股 28.2%，两家创投企业北京科技风险投资和盈富泰克创业投资分别持股 14.5%和 11.1%。

产品与行业地位

公司的收入来源包括对比剂、降糖药以及药品销售等，其中对比剂是最主要的利润来源。北陆在核磁共振对比剂领域是市场的领先者。过去 3 年中，公司的市场占有率均在 40%以上且保持逐年上升的态势。

主要竞争优势

1) 经过 10 多年的发展，公司已经成为了国内最主要的对比剂生产商。在公司不断的学术推广促进下，主要产品的市场份额在逐年上升。

2) 公司管理团队优秀并且稳定。公司核心管理团队平均任职年限都在 10 年以上，拥有丰富的行业经验和管理经验。同样，公司的销售团队也稳定，销售人员在公司的平均任职年限都在 5 年以上。稳定的管理和销售团队帮助公司实现经营业绩的稳定成长。

3) 公司的纯中药抗焦虑症产品九味镇心颗粒为独家品种，也是目前唯一的中药抗焦虑症产品，利于销售推广。

成长动力

1) 对比剂系列产品仍将呈现增长态势。2006-2008 年度，全国对比剂市场年复合增长率达 18.3%，公司将继续受益于对比剂市场的自然增长。

2) 九味镇心颗粒是新的增长点。九味镇心颗粒是第一个获批的中药治疗焦虑症药物，其主要竞争品种均为化学药产品。抗焦虑药物 08 年度在 16 大城市样本医院销售额为 2057 万元，同比增长 19.9%，预计全国市场约为 3 亿元。与九味镇心颗粒疗效最接近的丁螺环酮 08 年度在 16 大城市样本医院销售额为 368 万元，增长 46.1%，预计全国销售约 5520 万元。因此，我们预期这一品种会有一定的市场前景。

财务状况

2006-2009 年公司营收和净利润的 CAGR 达 19.9%和 41.6%。公司整体财务健康，负债率低（2009 年中期 14.4%）。公司的流动比率和速动比率分别为 5.15 和 4.43，偿债能力良好。存货周转率和应收账款周转率均高于行业平均水平。

风险

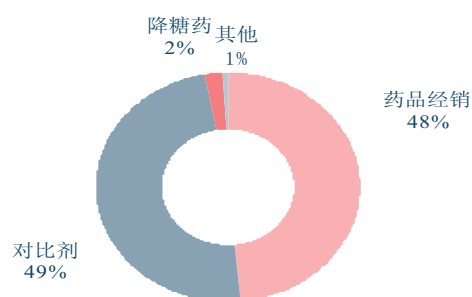
1) 公司主要利润来源较为单一，目前公司的主要利润来源对比剂，如果碘海醇或者钆喷酸葡胺销售出现下滑，则会影响公司业绩；2) 九味镇心颗粒销售如果不达预期将导致公司业绩增速明显放缓。

盈利预测与投资建议

预期未来 2 年公司的主要利润来源仍为对比剂，但九味镇心颗粒将会为公司带来新的增长点。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS0.59/0.71 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 59/49 倍。未来需重点关注公司新药的开发力度。

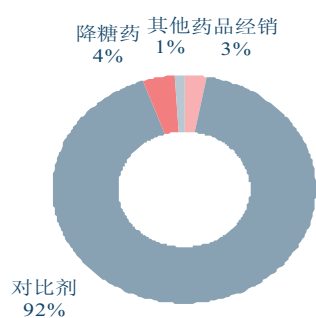
公司一览

图 91：北陆药业 09 年主营收入分解



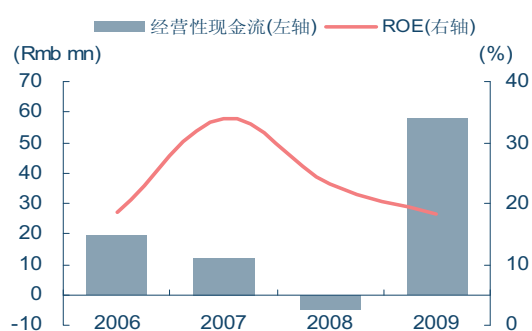
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 93：北陆药业 09 年毛利分解



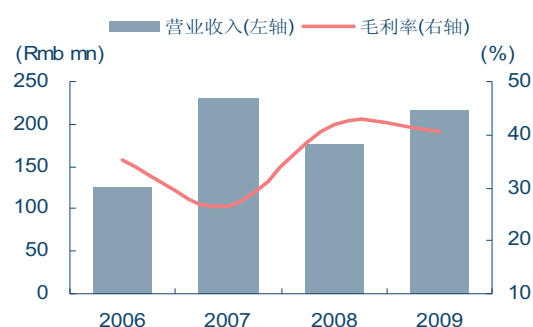
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 95：北陆药业的现金流与盈利能力



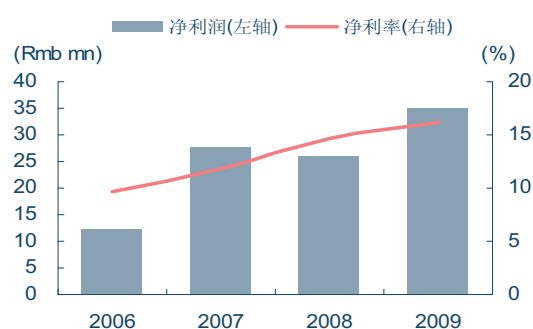
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 92：北陆药业历史营运表现



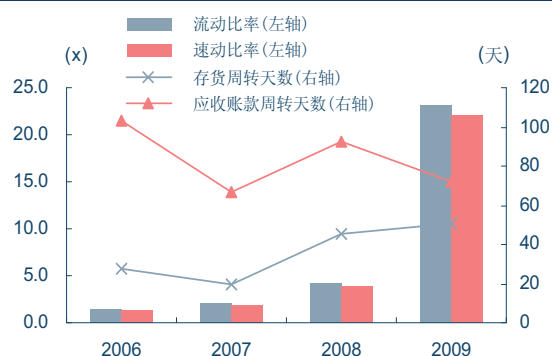
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 94：北陆药业历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 96：北陆药业的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

网宿科技（300017）

公司沿革

网宿科技成立于 2000 年，总部位于上海，主要业务是为互联网企业提供服务器托管、网络接入、网页内容的分发和浏览加速等服务。公司实际控制人陈宝珍和刘成彦合计持股 41.9%；深圳创新、达晨财信等七家创投公司合计持股 17.7%。

产品与行业地位

公司有两大主要产品：1）内容分发加速网络服务(CDN)，即通过缓存服务器群(Cache)对网页浏览，下载和流媒体应用加速，从而改善用户的互联网访问质量。主要的客户为网络游戏和视频网站，08 年市占率 23.8%，位居行业第二；2）互联网数据中心服务(IDC)，即为客户提供服务器托管和互联网接入服务，降低客户的成本。08 年这一服务的市占率为 6.9%，位居行业第一。

主要竞争优势

1）先发的客户群优势。公司是国内较早进入 IDC 和 CDN 市场的企业，目前已经积累近 2000 家客户。腾讯、搜狐和久游等十大客户贡献的应收在 09 年上半年已超过 50%。

2）技术实力和服务水平。公司是纯网络平台服务供应商，其领先的技术和定制服务提供能力帮助公司获得了较低的成本，从而使综合毛利率高于行业平均约 10-25%。

成长动力

1）互联网应用发展催生 CDN 需求。随宽带接入的普及，中国网民对互联网的应用和需求已全面转向网游、网络电视和视频分享等流媒体应用，进而对网站浏览体验有了更高的要求。在美国、日本和韩国，CDN 技术的普及率目前超过 80%，而中国还刚起步。赛迪顾问预测到 2015 年，中国 CDN 和 IDC 市场容量均将突破百亿元人民币。

2）服务能力扩容。公司计划投入 2.4 亿资金扩大 CDN 和 IDC 服务能力。2011 年达产后，公司 CDN 带宽将增加 400G，较 08 年上升 280%；而 IDC 的业务规模也将增加 100%以上。

财务状况

2006-2009 年公司营收和净利润的 CAGR 达 60.8%和 33.9%。作为一家服务型企业，网宿的财务报表体现出较明显的轻资产特征。公司的资产负债结构较为合理，现金周转能力亦属健康。但未来两年公司的资本支出将达 2 亿元(目前公司固定资产净额仅为 5900 万元，折旧占 4%成本)。由于大部分资产为电子设备，折旧期为 5 年，未来公司面临较大折旧费用压力。

风险

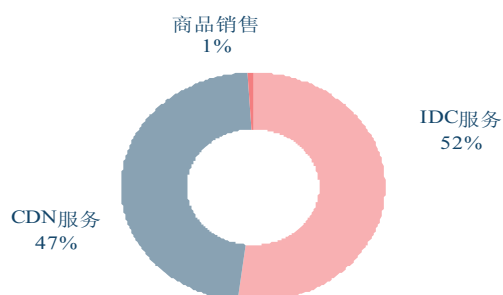
1）08 年中国 CDN 市场容量仅 3.6 亿元，互联网客户对 CDN 技术的接受速度有较大不确定性；2）公司必须向电信运营商购买网络带宽，占总成本的 80%以上，带宽价格波动对利润影响较大；3）CDN 市场格局和商业模式还未定型，CDN 产品价格未来存在大幅波动的可能；4）IDC 市场进入壁垒较低，公司 IDC 业务毛利率过去三年由于竞争加剧而出现快速下跌趋势。

盈利预测与投资建议

由于中国宽带和网民渗透率的不断提升，CDN 的需求将长期存在。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS0.87/1.24 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 46/33 倍。但需注意公司原来主力的 IDC 业务的盈利能力因市场竞争而面临较大压力，而 CDN 市场在未来三年的开拓存在不确定性。投资者同时需关注是否有 CDN 的替代技术出现的可能。

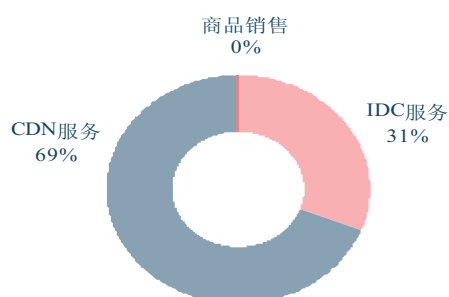
公司一览

图 97：网宿科技 09 年主营收入分解



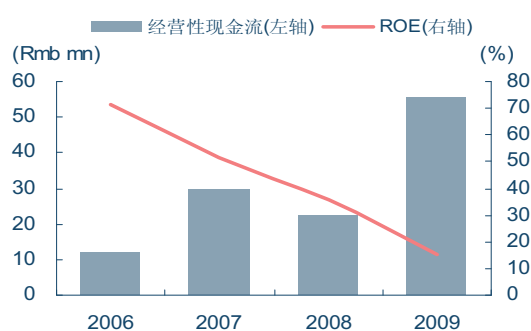
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 99：网宿科技 09 年毛利分解



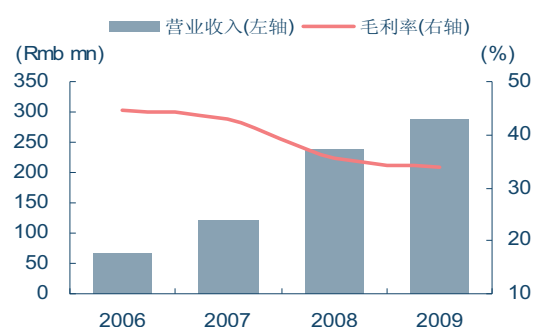
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 101：网宿科技的现金流与盈利能力



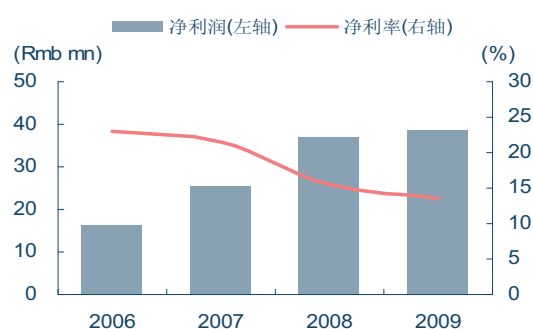
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 98：网宿科技历史营运表现



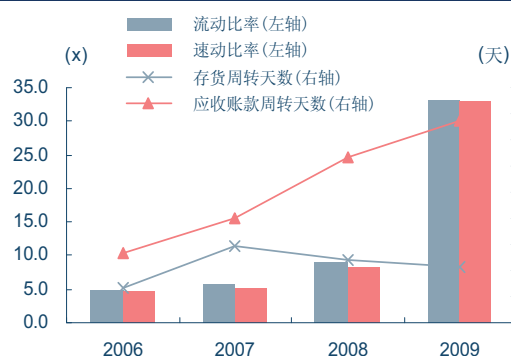
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 100：网宿科技历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 102：网宿科技的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

中元华电（300018）

公司沿革

中元华电成立于 2001 年，总部位于湖北武汉，是一家专注于电力二次设备中智能化记录分析和时间同步系统产品的企业。邓志刚等八位自然人创业者是公司实际控制人，合计持股 48.9%；创投公司中比基金持股 5.6%。

产品与行业地位

公司有两大主要产品：1）电力故障录波装置是电力系统的黑匣子，功能是实时监控输电线路、变压器和开关等设备，并判断故障类型和故障点。公司产品已应用在三峡、奥运会和世博会等重大工程中，08 年市占率 22.5%，位居第一；2）时间同步系统产品能与 GPS 或我国的北斗导航系统对接，确保变电站各类设备的时间同步运行。08 年这一产品市占率 13.3%，位居行业第三。

主要竞争优势

1）历史应用业绩突出。电厂和电网公司的公开招标最注重电力设备的运行稳定性和可靠性，而历史业绩是对产品质量和合约执行能力的最好证明。公司目前有 6000 多套电力故障录波装置在不同电网状态下应用的业绩，时间同步系统产品也有超过 2000 套的业绩，优势较为明显。

2）行业进入壁垒较高。电力二次设备产品一般需经过一年以上的挂网试运行经验，新竞争者进入不易。中元华电在技术、品牌和售后服务方面相对其他对手也有一定优势。

成长动力

1）中国电网投资加速增长。十一五期间，国家电网和南方电网共规划 1.4 万亿电网投资，年均复合增长率达 20%。公司的电力故障录波装置和时间同步系统产品是发电厂和 110kv 以上变电站的标准配置，预期市场容量未来 5 年每年有 25%和 40%的增长。长期来看，特高压电网和智能电网是公司发展的主要驱动力。

2）产能大幅提升。公司现有电力故障录波装置和时间同步系统年产能各 1000 套。募投项目实施后，2011 年公司电力故障录波装置年产能将增加到 3500 套，而时间同步系统产能将增加到 6000 套。新产能的释放也将帮助公司进入冶金、通信和金融等新下游行业。

财务状况

2006-2009 年公司营收和净利润的 CAGR 达 27.1%和 29.0%。公司产品体现出重技术、轻资产的特点，资产负债表结构与其他电力二次设备公司较为接近。由于下游电力行业客户对于账期较为强势，公司的应收款余额较高(占总资产 50%左右)，但坏账风险相对较小。现金流状况总体健康。流动资金实力如能进一步增强将有助于加快公司业务规模的发展。

风险

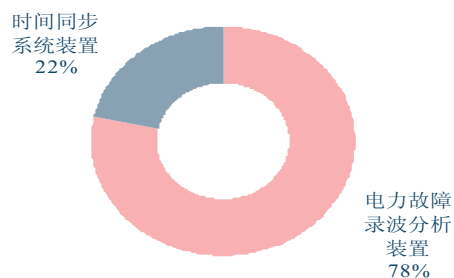
1）电力行业的景气程度对公司业绩有决定性影响；2）对客户议价能力偏弱，回款期长，收入确认时点可能有一定不确定性。

盈利预测与投资建议

中元华电未来 3-5 年将充分受益于中国电力二次设备行业大发展的机遇。电力设备通过订单式方式生产，公司业绩的可预测性较高。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS1.11/1.40 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 56/44 倍。未来重点关注公司是否能在电力以外的下游应用行业中取得突破。

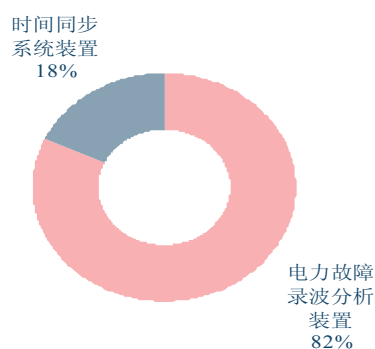
公司一览

图 103：中元华电 09 年主营收入分解



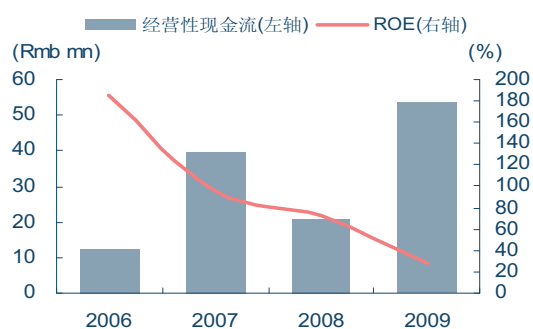
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 105：中元华电 09 年毛利分解



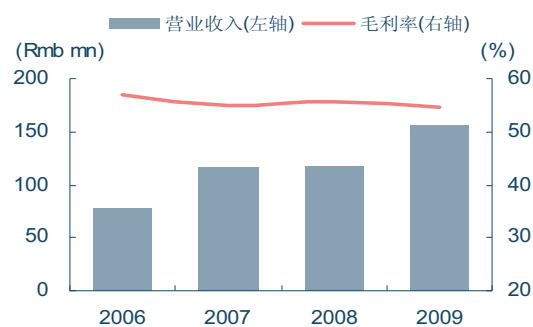
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 107：中元华电的现金流与盈利能力



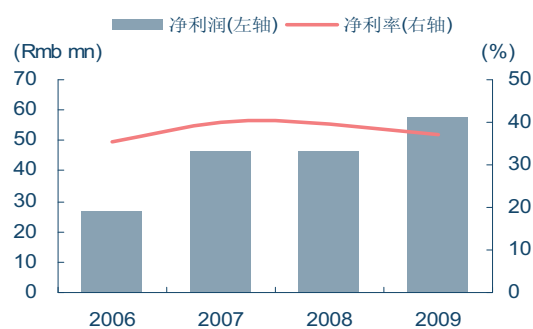
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 104：中元华电历史营运表现



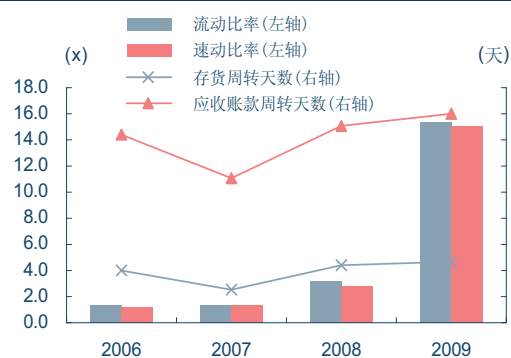
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 106：中元华电历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 108：中元华电的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

硅宝科技（300019）

公司沿革

成都硅宝科技成立于 1998 年，2008 年改制，总部位于成都，主营业务为有机硅室温胶生产以及制胶专用生产设备制造。公司实际控制人王跃林先生持股 20.1%。公司目前没有任何战略或财务投资者。

产品与行业地位

公司专注于有机硅室温胶和制胶生产设备生产。室温胶的最大下游市场为建筑行业，此外也用于汽车及其他运输工具制造领域。经过 10 多年的发展，公司已经成为国内有机硅下游应用行业内的领先企业之一，公司幕墙胶的市场占有率全国排名前三，车灯胶、电力环保胶及制胶设备的市场占有率第一。

主要竞争优势

- 1) 公司拥有完整的有机硅新材料基础研究、应用技术开发和产业化的核心体系。研发产品梯队良好，同时拥有制胶工艺与设备设计的能力。
- 2) 形成一定的品牌效应。公司的室温胶产品已在国家重大工程（如鸟巢、首都机场三航站楼等）中广泛使用，增强了客户对公司产品的认同。
- 3) 拥有完整的销售网络。与竞争对手相比，公司的销售网络覆盖了国内大部分地区的终端市场，因而在市场竞争中具有优势。

成长动力

- 1) 有机硅室温胶市场快速增长。2002-2008 年中国的室温胶消费总量年均增长 18.4%。国内有机硅室温胶的消费量仅为美国的 1/3，提升的空间还很大。公司预计未来 5 年行业将保持年均约 13% 的增长速度。
- 2) 产业政策鼓励将促进行业的发展。国家已出台鼓励有机硅发展的产业政策，对硅宝等国内企业较为有利。此外，市场对节能环保产品需求的增加，也将驱动有机硅的消费量增长。
- 3) 公司募投项目达产后，有机硅室温胶年产能将增加 1.8 万吨，是现有产能的三倍。

财务状况

2006-2009 年公司营收和净利润的 CAGR 达 26.9% 和 29.8%。公司的经营效率在同业中处于较好水平，资产周转率和经营性现金流均属健康。但需要更多资金来支持资本支出与扩大经营规模。

风险

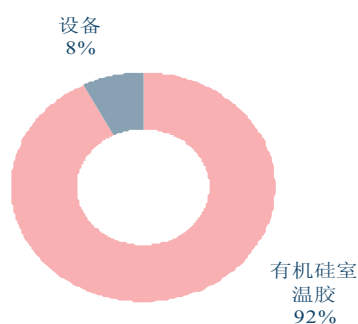
1) 产能过剩的风险，目前国内有机硅室温胶低端产品产能过剩，中高端还存在缺口。但随着国外有机硅巨头的进入，公司将面临较大的竞争威胁；2) 下游建筑和汽车行业的周期性较为明显，会导致公司业绩的相应波动。

盈利预测与投资建议

公司是有机硅室温胶领域的领先企业之一，在产品开发、生产以及销售领域都具有较强的优势。短期内有望受益于下游地产新开工率的复苏。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS0.85/1.19 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 63/45 倍。未来需关注室温胶行业的整合以及公司有机硅新产品的推出力度。

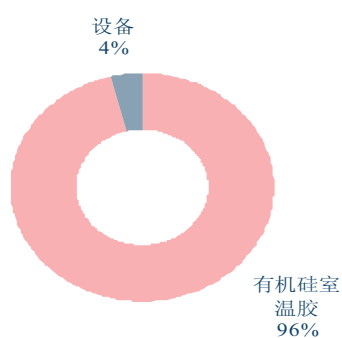
公司一览

图 109：硅宝科技 09 年主营收入分解



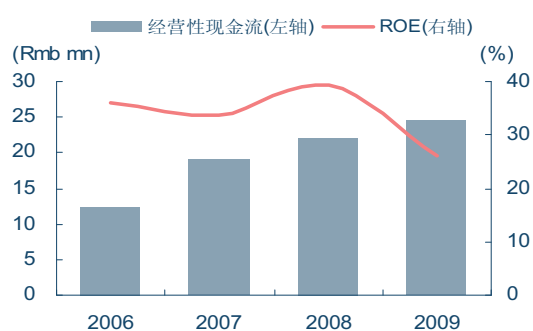
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 111：硅宝科技 09 年毛利分解



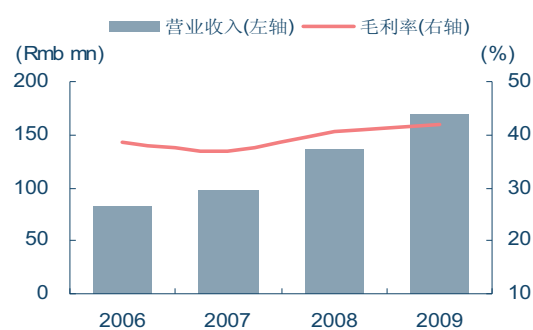
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 113：硅宝科技的现金流与盈利能力



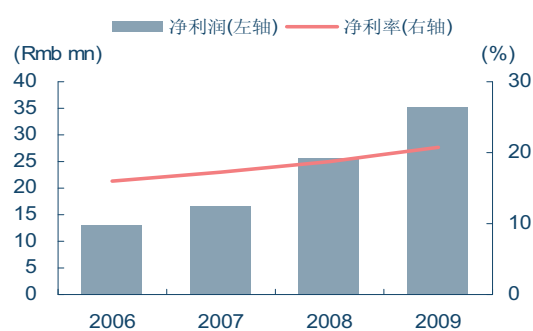
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 110：硅宝科技历史营运表现



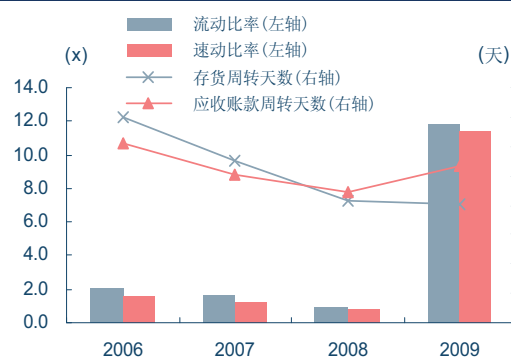
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 112：硅宝科技历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 114：硅宝科技的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

银江股份（300020）

公司沿革

银江股份成立于 1992 年，总部位于浙江杭州，主要为城市交通智能化、医疗行业信息化和建筑行业智能化提供系统解决方案。公司实际控制人王辉、刘建夫妇合计持股 20.3%；英特尔产品、蓝山投资等五家财务投资者合计持股 17.5%。

产品与行业地位

公司业务属于 IT 服务领域，其主要产品包括：城市交通智能化领域的各类城市交通管理应用系统，医疗信息化领域的医院数字化医疗解决方案，以及在建筑智能化集成领域的智能化规划咨询、工程设计、工程施工、集成调试、项目管理以及运维增值的全过程服务。2008 年公司在城市交通、医疗信息化和建筑智能化市场的份额分别为 3.1%，0.6%和 0.1%，过去三年呈逐年上升态势。

主要竞争优势

1) 系统集成与一站式服务能力。公司有多年 IT 系统集成经验且各项建筑工程业务的资质较为齐全，能为客户提供一站式的工程总包服务。

2) 形成一定区域性优势。公司进入城市交通、医疗和建筑智能化工程业务的时间较早，通过多年经营已经在华东和华南地区积累了一批成功案例。公司在浙江省的城市交通和智能建筑市场形成了一定垄断地位（80%以上市场份额），来自浙江的收入占公司 2008 年总收入的 80%。

成长动力

中短期内下游需求增长较为明确。2008 年我国城市交通 IT 产品应用和医疗信息化市场规模分别为 48.5 亿和 96.4 亿。而建筑智能化的市场容量每年接近 1000 亿元。赛迪顾问预测，这三个行业未来三年需求的复合增长率均在 20%以上。公司根据目前所跟踪的项目预估其 2009-2011 的合同金额有望达到 30%以上的年均复合增长率。

财务状况

2006-2009 年公司营收和净利润的 CAGR 达 67.7%和 74.0%。公司的智能化工程总包业务需垫付合同金额约 30%的流动资金，再加上公司所承接工程规模向大型化发展使实施周期变长，公司的应收款、材料采购预付款和存货中的未完工工程金额合计占 2008 年总资产的 67%。行业属性和商业模式决定了公司今后在流动资金方面仍将有持续需求。

风险

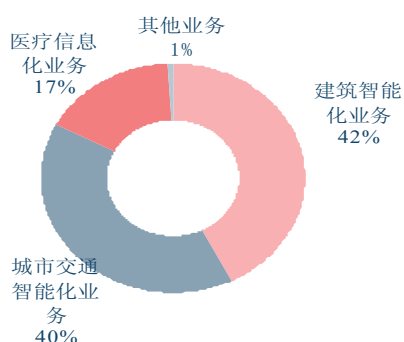
1) 行业竞争加剧导致利润率下滑；2) 非浙江区域业务开展速度不及预期。

盈利预测与投资建议

根据目前下游市场的项目数量和行业竞争格局，公司继续保持较快增长的问题不大。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS0.82/1.14 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 65/47 倍。投资者在分享公司业绩成长的同时也应密切关注盈利质量的变化趋势。此外，公司仍需进一步打造自己的核心竞争力并且抓住未来行业整合中的并购机会。

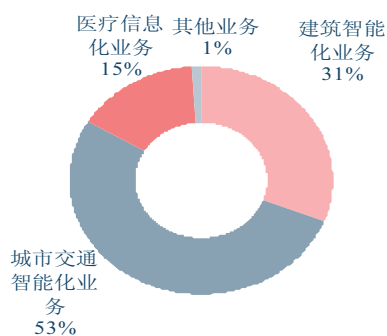
公司一览

图 115: 银江股份 09 年主营收入分解



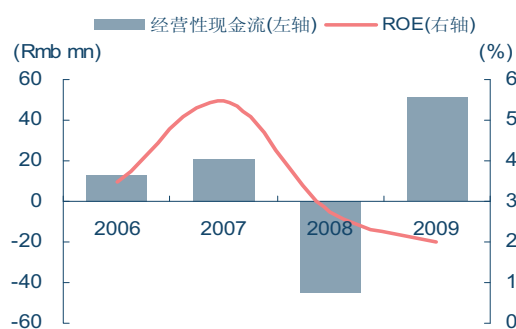
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 117: 银江股份 09 年毛利分解



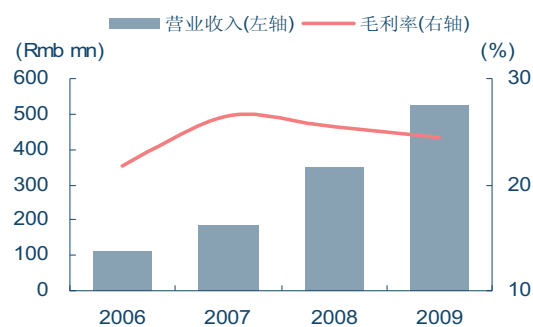
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 119: 银江股份的现金流与盈利能力



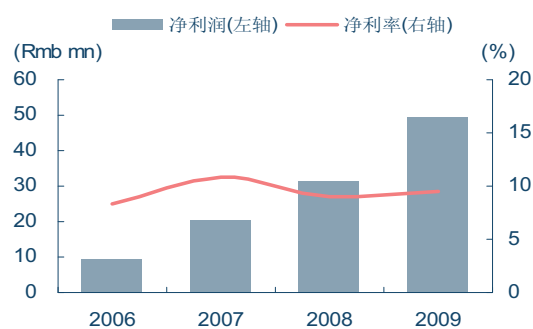
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 116: 银江股份历史营运表现



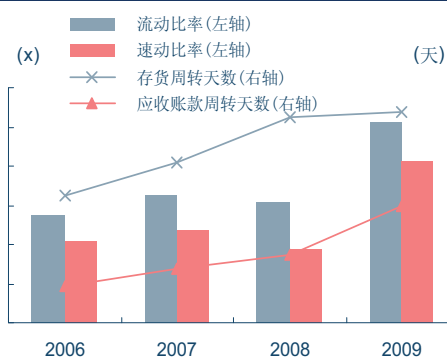
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 118: 银江股份历史盈利表现



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 120: 银江股份的营运效率



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

大禹节水（300021）

公司沿革

公司前身为大禹节水灌溉设备有限责任公司，成立于 1999 年，总部位于甘肃酒泉。公司是一家集节水灌溉材料的研发、制造、销售与节水灌溉工程的设计、施工、服务为一体的专业化节水灌溉工程系统供应商。实际控制人王栋持股 52.8%，甘肃大成投资与中国水利水电科学研究院分别持股 7.6%和 1.4%。

产品与行业地位

公司具有设备提供与工程施工的一体化系统集成能力，相比其他企业具有一定优势。公司在滴灌系统市场的占有率达 20%，位于行业第二，仅次于新疆天业节水。公司的主要业务来源在西北地区，在河西走廊的市场占有率为首位。

主要竞争优势

1) 公司具有自主创新能力，掌握了核心的滴头制造技术，包括内镶贴片式压力补偿滴头和地下滴灌带等，并获得多个国家专利。

2) 公司的生产基地覆盖了河西走廊、甘肃和新疆等对节水灌溉需求最大的市场，辐射了 200 多万亩节水农田，具有一定的区位优势。

3) 公司是少数具有提供节水工程系统集成能力的企业。公司拥有生产节水设备产能，又有工程施工能力与资质，使得公司在项目投标竞争中拥有较大优势。

成长动力

1) 目前国内先进灌溉技术占比较低，未来发展空间大。国内有一半以上耕地面积没有灌溉设施，60% 以上的有效灌溉面积还沿用传统落后的方法。喷灌和滴灌只占有效灌溉面积的 6.7%。相对于我国严峻的缺水形势，先进的滴灌和高效灌溉技术有很大的发展空间。

2) 公司在酒泉、新疆和武威的扩产计划完成后，滴灌管和配套设备的年产能将增加 5.7 亿米，能有效缓解公司产能瓶颈的问题。

财务状况

受益于下游需求旺盛，公司 2006-2009 年营收和净利润的年均复合增长率达 49.2%和 40.9%。但由于客户主要为各地政府的水务部门，应收款风险小但回款慢，使公司经营现金流表现不稳定。不过，公司存货和应收款周转率等效率指标依然优于同业。

风险

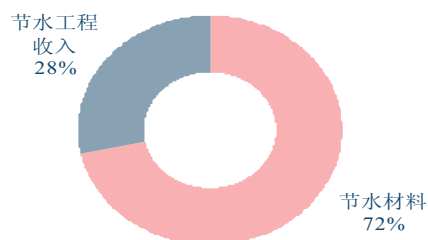
1) 原材料主要为聚氯乙烯和聚乙烯，价格波动较大导致生产成本增加的风险； 2) 行业竞争加剧，特别是来自进口产品冲击的风险。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 2010-11 年 EPS0.45/0.72 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 96/60 倍。节水灌溉行业的下游潜在市场的确很大，但具体需求释放仍要看政府政策扶持力度和农民购买力的提升速度。

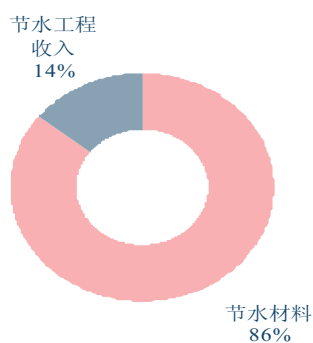
公司一览

图 121：大禹节水 09 年主营收入分解



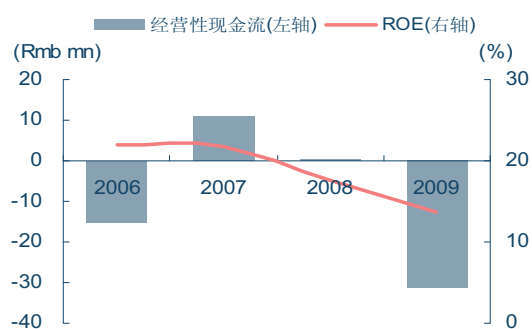
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 123：大禹节水 09 年毛利分解



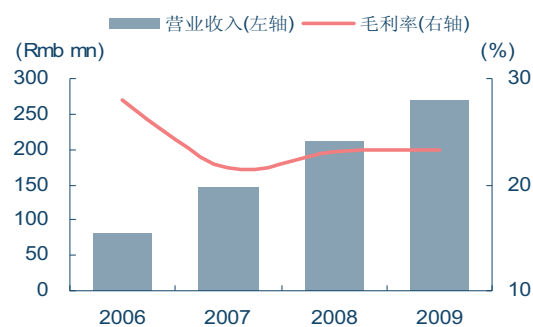
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 125：大禹节水的现金流与盈利能力



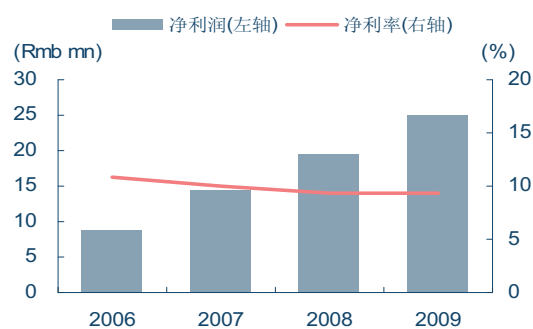
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 122：大禹节水历史营运表现



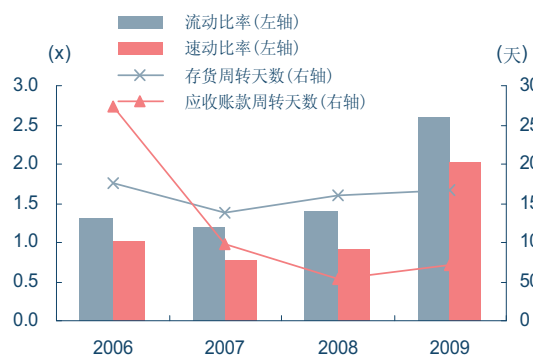
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 124：大禹节水历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 126：大禹节水的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

吉峰农机（300022）

公司沿革

吉峰农机成立于 1994 年，总部位于四川成都，是国内最大的农业装备连锁销售企业。公司实际控制人王新明、王红艳夫妇合计持股 34.2%；创投企业昆吾九鼎投资持股 7.0%。

产品与行业地位

公司通过其连锁店网络销售多种类、多品牌的农用机械、载货汽车、农业工程机械和通用机电设备并提供相关的售后服务。公司目前拥有 70 家直营连锁店和 550 家代理经销商，销售网络覆盖四川、重庆、贵州、广西、广东、陕西、云南等 7 个省区、直辖市。不过连锁销售在国内还是一种新兴的农机流通业态，目前占国内农机销售总额还不到 1%。

主要竞争优势

1) 形成一定的规模效应。国内年销售额过 5 亿元的农机流通企业不足 5 家。公司通过十多年经营在 2008 年已实现近 8 亿元销售额(市场份额约 0.4%)，在销售网点、资金规模和不同品牌的销售代理权方面取得一定的优势。农机流通是微利行业，全行业平均毛利率仅为 4-5%。但规模效益帮助公司的毛利率维持在 10-14%。

2) 售前售后服务具有优势。公司的经营机制灵活，能在深刻理解农机工作环境差、寿命短、维护费用高特点的基础上，针对农村基础设施较差的情况给用户相应的售前售后服务。目前已经培育出 40 多万户有稳定服务需求的用户，形成一定的口碑。

成长动力

1) 渠道深化。公司计划加快其直营连锁网络建设。未来三年将投入 1.7 亿元扩建 21 家并新建 18 家直营连锁店。

2) 农机购置补贴政策不断加强。我国从 2004 年开始对农民购买农机实行约 30%的价格补贴。中央和地方的农机补贴资金从 04 年的 4.7 亿元上升到 09 年的 130 亿元，补贴范围已覆盖全国所有农场和农牧业县，成为改善农民购买力，推动农机消费的主要力量。

财务状况

公司 2006-2008 年营收和净利润的年均复合增长率达 93.8%和 453.8%。农机贴补费用需由公司先行垫付而过 2-3 个月从地方财政部门收回，因此使公司应收款上升较快（08 年底占总资产 10%）。此外，由于 08 年起公司加快网点扩张，造成存货余额激增(占总资产 43%)，加大了现金流的压力。公司采取租用营业场所的方式扩张，因此固定资产规模较小。作为流通企业，公司主要依赖于资金实力来做大规模。

风险

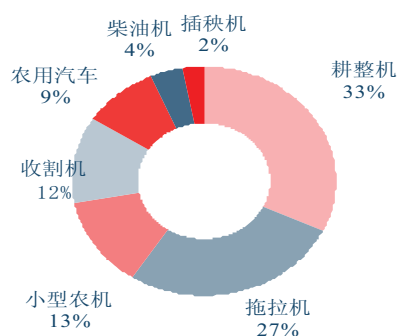
农机流通行业的进入壁垒较低，市场监管不足。忽视品牌、质量与服务的恶性价格竞争行为在大量小型农机经销商普遍存在，对于公司的跨区域扩张形成一定威胁。

盈利预测与投资建议

在中国农机流通行业还不成熟以及政府对社会主义新农村持续加大投入的背景下，公司凭借其直营连锁模式，未来面临不错的发展机遇。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS0.82/1.16 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 83/61 倍。但作为一家机械流通企业，公司目前的经营规模依然偏小，抗风险能力有待进一步提高。未来需密切关注公司在四川和重庆以外区域的业务拓展情况。

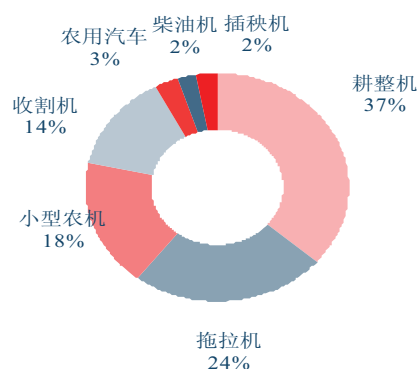
公司一览

图 127: 吉峰农机 09 年主营收入分解



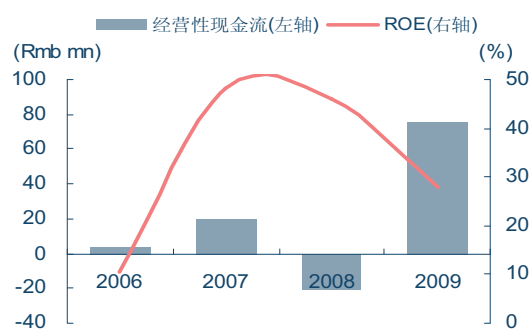
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 129: 吉峰农机 09 年毛利分解



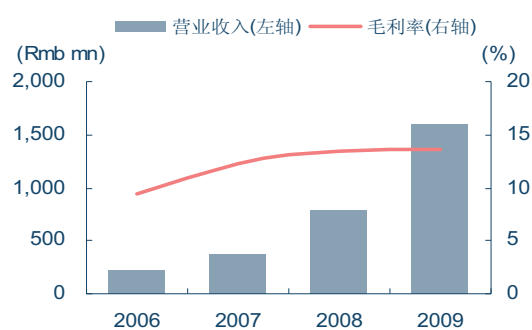
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 131: 吉峰农机的现金流与盈利能力



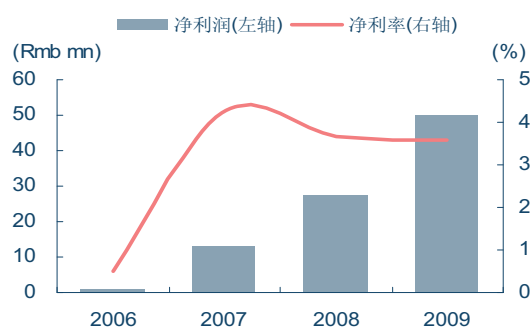
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 128: 吉峰农机历史营运表现



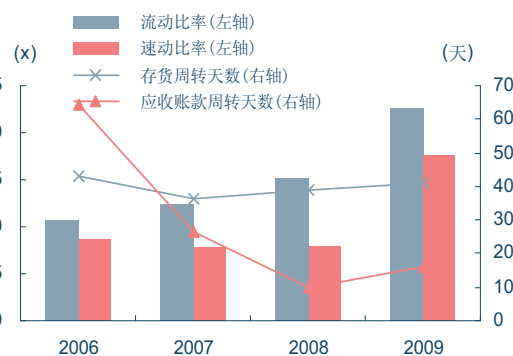
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 130: 吉峰农机历史盈利表现



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 132: 吉峰农机的营运效率



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

宝德股份（300023）

公司沿革

宝德股份成立于 2001 年，总部位于西安，是我国石油钻采设备电控自动化系统行业中技术、制造、销售、服务及系统集成等综合能力较强的企业之一。业务主要涉及陆地、海洋以及特殊环境（包括极地、沙漠、热带等）下石油钻采设备电控自动化系统解决方案的提供。公司实际控制人赵敏、邢连鲜夫妇持股 58.5%。

产品与行业地位

公司有两大系列产品：1）陆地系列产品，包括超低温极地钻机、7000 米深井钻机系统、9000 米特深井钻机系统，以及 12000 米特深井钻机系统等；2）海洋产品系列，公司是世界上第二家开发出海洋深水钻机智能控制系统的公司。

主要竞争优势

1）技术创新优势。公司研发能力较强，率先在国内开发出首台电动自动送钻系统、首台钻机一体化控制系统、首台 9000 米钻机系统和首台 12000 米陆地钻机系统等。

2）产品与服务优势。公司的电控系统产品比较适合国产钻采设备的需求，成本比进口同类产品低 20% 以上，并通过了多个体系的认证。同时能为客户提供及时的售后服务。

3）优质客户优势。公司目前拥有中石油、中石化以及中海油等各大石油开采公司的终端客户

成长动力

1）国内石油需求量快速增长推动石油钻采行业的快速增长。预计未来 10 年，国内得石油需求量将以超过 10% 的速度快速增长。同时油价的上涨，也将推动钻采行业的快速发展。

2）公司将成为全系列陆地以及海洋钻机电控设备提供商。随着海洋深水钻机绞车智能控制系统项目完成，公司的市场竞争力将进一步提升。

3）公司制定了以煤炭、风能为突破口的向能源领域进军的方案，并进行了相关的技术储备及前期市场开发，向石油以外的其他能源领域渗透。

财务状况

公司 2006-2009 年营收和净利润的年均复合增长率达 13.1% 和 199.3%。公司整体规模较小，2009 年中期末总资产不到 1 亿元。近三年公司业绩快速增长，但随经营规模扩大及客户付款周期较长，公司应收款余额三年增加 7.4 倍，给现金流造成较大压力。

风险

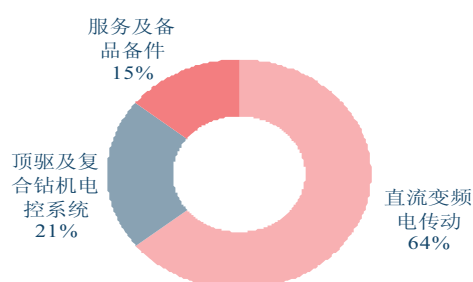
1）公司业绩高度依赖于石油钻采行业的景气度；2）客户集中度高；3）石油钻采整机设备商有开始自产电控系统趋势，可能对公司发展产生较为不利的影响。

盈利预测与投资建议

中国的石油钻采行业仍处于景气周期中。公司凭借在电控系统这一细分市场中一定的技术优势，未来有望受益于行业规模的稳定增长。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS0.71/0.99 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 53/38 倍。未来需密切关注公司新产品海洋系列钻机电控系统推出后的市场反响。

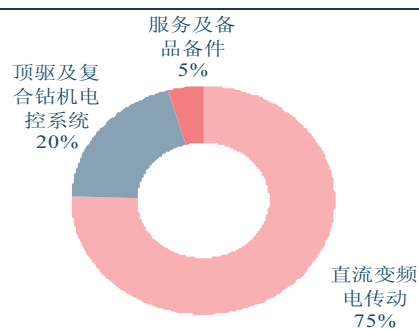
公司一览

图 133：宝德股份 09 年主营收入分解



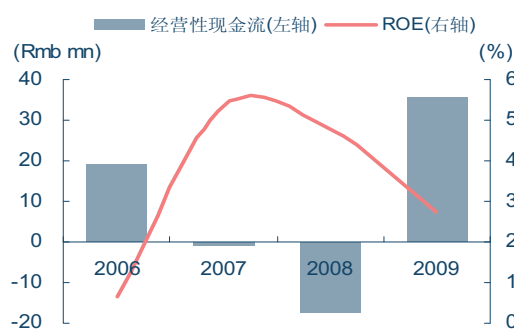
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 135：宝德股份 09 年毛利分解



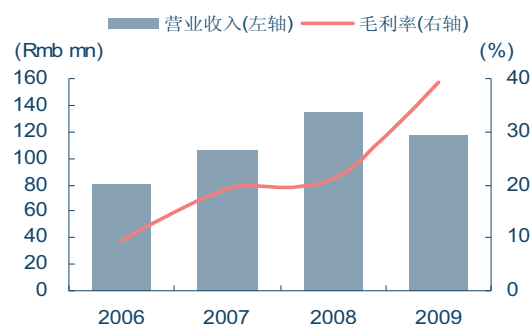
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 137：宝德股份的现金流与盈利能力



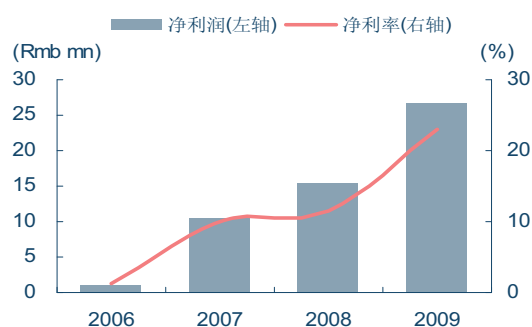
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 134：宝德股份历史营运表现



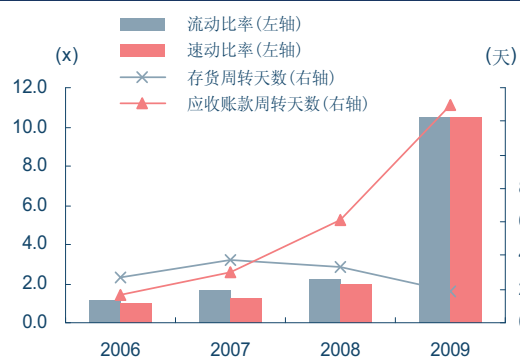
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 136：宝德股份历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 138：宝德股份的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

机器人（300024）

公司沿革

机器人成立于 2000 年，总部位于沈阳，是我国领先的工业机器人和自动化成套设备供应商。控股股东中国科学院沈阳自动化研究所持股 29.6%。财务投资者金石投资持股 5.2%。

产品与行业地位

公司生产拥有自主知识产权的工业机器人、物流与仓储自动化成套装备、自动化装配与检测生产线和交通自动化系统等。产品可广泛应用于汽车、工程机械、轨道交通、低压电器、电力、IC 装备、军工、烟草、金融、医药、冶金及印刷出版等行业。其中焊接工业机器人市占率 10%，移动机器人市占率 20%。

主要竞争优势

1) 较强的自主研发能力。公司产品拥有全部自主知识产权和核心技术，整体水平国内领先，国际先进。公司拥有多项专利并制定和起草多项国家标准。

2) 产品与服务优势。工业机器人和物流与仓储自动化装备属于高度定制化的非标成套设备。公司凭借本土厂商优势，在研发、生产和售后服务方面比国外厂商更能符合国内客户的个性化需求。

3) 优良的客户结构。公司主要客户包括华晨宝马、一汽轿车、奇瑞汽车、沈阳造币厂、正泰电器、沈阳地铁等众多知名企业，并已成功打入美国通用汽车公司、美国福特汽车公司和西门子电子公司等国外大型企业的供应链。

成长动力

1) 行业成长空间大。我国现役和每年新增工业机器人数量仅占全球数量的 3%和 7%，未来随工业化速度的加快而潜力巨大。而劳动力成本的逐步提升也成为机器人数量增长的长期驱动力。

2) 产能扩张。募投项目达产后，公司工业机器人、移动机器人和自动化立体仓库的年产能将从 150 台、120 台和 7 座上升到 450 台、370 台和 17 座，基本解决产能瓶颈。

3) 轨道交通自动化产品成为新增长点。公司相继中标沈阳地铁 1、2 号线项目，未来有望在大连、哈尔滨和长春等地的轨道交通项目取得更多突破。

财务状况

公司 2006-2009 年营收和净利润的年均复合增长率达 31.7%和 46.9%，利润率水平较为稳定。资产负债状况比较合理，财务风险较小。公司应收款和存货周转天数相对较长，造成现金周转偏慢。但上市后，公司整体资金状况大幅好转，具备较强的扩张能力。

风险

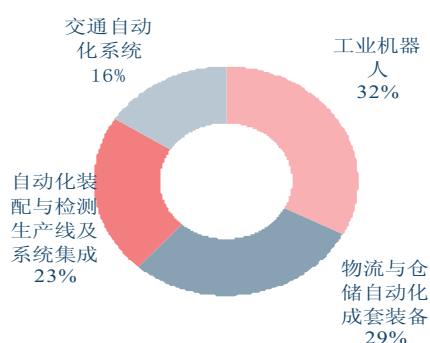
1) 公司业绩受汽车行业的景气度的影响较大；2) 国外机器人大厂纷纷加大在中国布局的力度可能带来更多市场竞争；3) 工业机器人一些关键零部件仍依赖进口。

盈利预测与投资建议

中国工业机器人行业渗透率较低但进入壁垒高，公司作为行业龙头企业未来面临较好的发展机遇。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS1.39/1.83 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 71/53 倍。

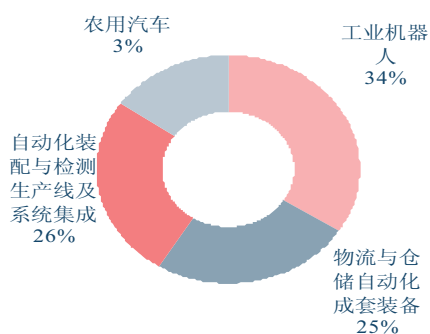
公司一览

图 139：机器人 09 年主营收入分解



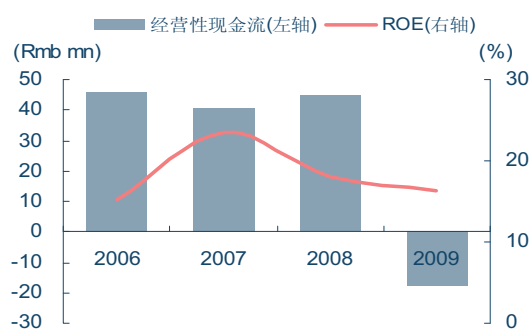
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 141：机器人 09 年毛利分解



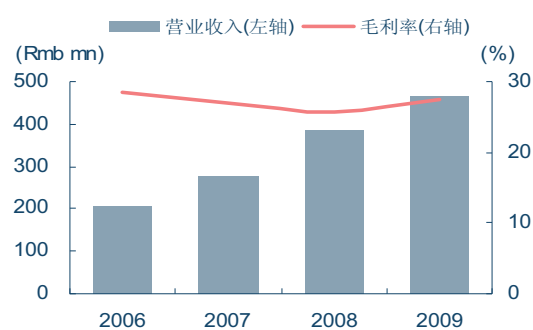
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 143：机器人的现金流与盈利能力



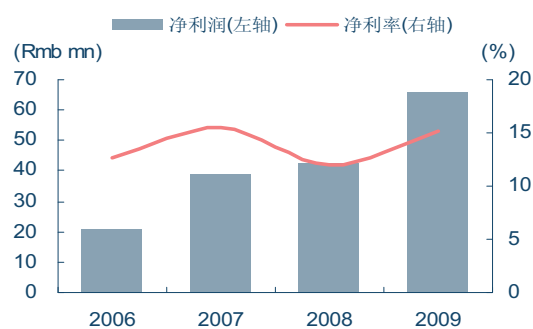
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 140：机器人历史营运表现



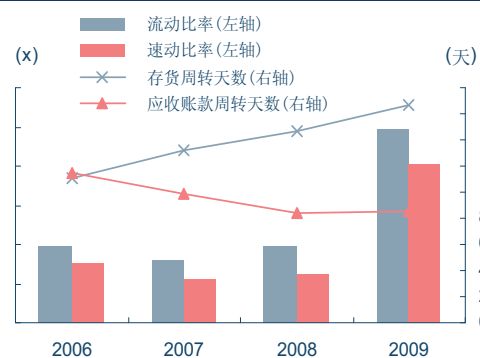
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 142：机器人历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 144：机器人的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

华星创业（300025）

公司沿革

华星创业成立于 2003 年，总部位于浙江杭州，主要业务是为移动通信网络提供测试、评估和优化系统及相关服务。公司实际控制人程小彦持股 22.2%，陈劲光、屈振胜、与李华分别持股 9.6%、9.6%、7.8%。

产品与行业地位

公司在测评优化服务和测试优化系统的市场占有率分别达到 3.3%和 8.1%，居于行业前列，其中，网络普查、网络评估及第三方网络优化服务在中国移动的市场份额中分别占 40%、20%和 10%左右。

主要竞争优势

- 1) 自有技术培育: 公司已登记的软件著作权共计 15 项及多项专有技术。
- 2) 客户及渠道优势: 公司与中国移动保持长期紧密连结的关系，其服务与销售网络覆盖全国,是行业中服务区最广的公司之一。
- 3) 运营模式: 行业内少数能结合服务(测评优化服务)与产品(自行开发优化系统)的商业模式，其技术服务人员与技术开发人员的互动与反馈得以提升产品竞争力。

成长动力

- 1) 中国 3G 网络投资在 2009 年首期将达到 1700 亿元，并于三年内达到 4000 亿元。在 3G 投资的带动下，国内第三方移动网络测评优化服务行业的市场规模在 2009-2012 预期将以 14%的年复合增长率成长，并在 2012 年达到 49.7 亿元。
- 2) 中国电信行业重组之后，运营商面临加速 3G 建网以及 2G 网络维护的双重挑战。在多制式网络运营经验较缺乏的情况下，行业有机会出现运营商加快网络运营维护外包化的趋势。

财务状况

公司 2006-2009 年营收和净利润的年均复合增长率达 13.1%和 199.3%。应收帐款周转次数(3.3 次)低于行业平均水平(5.8 次)。公司的流动比率和速动比率分别为 2.37 和 2.27，偿债能力一般。历年营业活动现金流明显低于营业利润，且上下半年季节性较大(上半年现金流出较大)。过去 4 年毛利率呈现逐年下滑趋势。

风险

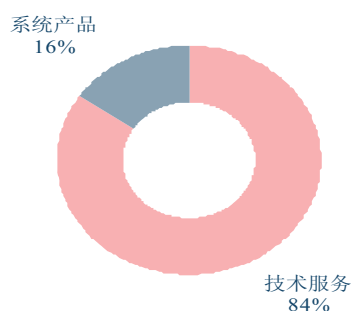
- 1) 客户集中度过高。中国移动及其分公司或子公司占 08 年销售收入的 94%；
- 2) 流动资金的需求较高；
- 3) 若主要客户的采购模式及价格调整(如调整为集中采购),可能对其利润率产生负面影响。

盈利预测与投资建议

虽然长期发展前景具有一定不确定性，但在电信行业投资的拉动下，公司近期业绩增长的题材。中信证券研究部预期公司 2010-11 年 EPS1.24/1.84 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 50/33 倍，给予公司“增持”评级，重点关注中国移动的外包采购订单趋势以及公司对外收购后产生的协同效应。

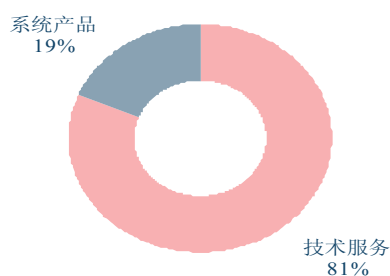
公司一览

图 145：华星创业 09 年主营收入分解



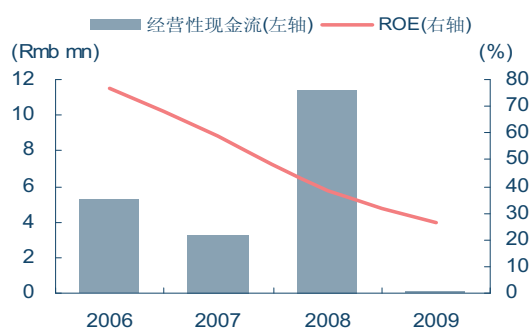
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 147：华星创业 09 年毛利分解



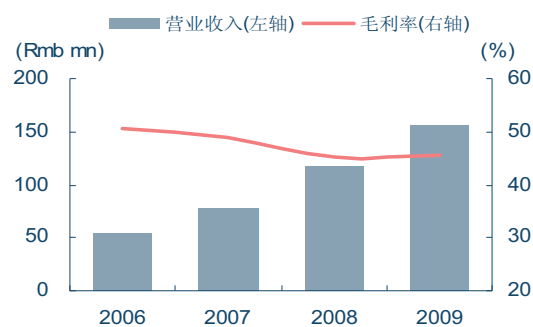
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 149：华星创业的现金流与盈利能力



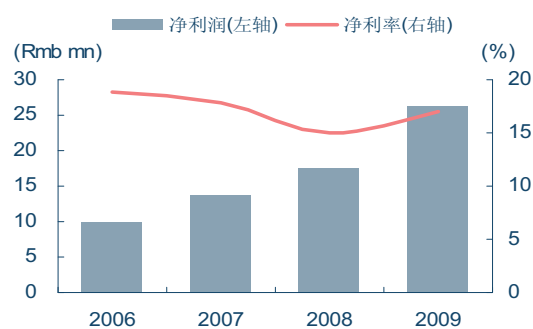
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 146：华星创业历史营运表现



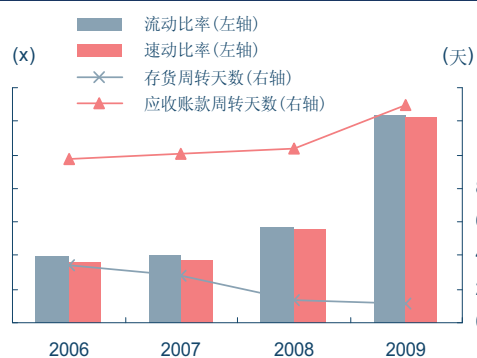
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 148：华星创业历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 150：华星创业的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

红日药业（300026）

公司沿革

红日药业成立于 1997 年，总部位于天津，主要从事中成药以及西药的研发、生产和销售，主导产品包括血必净注射液和盐酸法舒地尔注射液等。公司实际控制人李占通持有 70%的大通投资持股 27.8%。

产品与行业地位

公司有两大主要产品：血必净和法舒地尔注射液。血必净是治疗脓毒症和多脏器功能失常综合症的国家二类新药。法舒地尔是国内唯一上市的 Rho 激酶抑制剂，在国内脑血管解痉类化学药中的市场占有率为 44.9%。公司这两个品种目前都为独家品种，在细分市场有垄断地位。

主要竞争优势

- 1) 主导产品的优势明显。血必净注射液和法舒地尔注射液都是独家品种，其中血必净更是拥有 20 年专利保护。
- 2) 公司研发具有比较强的优势。公司拥有 8 项发明专利，所有主导品种都是公司独家开发。研发团队整体能力较强，目前在研产品较多。
- 3) 管理团队拥有丰富的行业经验，公司已经建立了有效的激励机制，管理层均持有公司股权。

成长动力

- 1) 血必净和法舒地尔市场覆盖继续增长。目前血必净和法舒地尔主要在国内 900 多家大中型医院销售，公司将在未来三年逐渐覆盖到 1000-2000 家二级以上医院。市场覆盖率的提升，将推动公司产品销售的增长。
- 2) 血必净是国内唯一经 SFDA 批准上市治疗脓毒症和多器官功能障碍综合征的药物。脓毒症发病率很高，我国每年约有 300 万例患者发生脓毒症，死亡 50 万人以上，因此公司的血必净将拥有良好的市场前景。

财务状况

公司 2006-2009 年营收和净利润的年均复合增长率达 58.8%和 122.0%。公司的新药血必净和法舒地尔自 2007 年起结束产品导入期，进入快速成长阶段，从而带动公司业绩和利润率水平大幅提升。由于这两个是独家产品，因此能采用先款后货的方式销售，使公司的负债率逐步下降而经营性现金流提升至 7000 多万的良好水平。未来预期血必净的毛利率水平仍能维持在 77%左右。公司的销售费用率和管理费用率稳定在 20%和 12%左右。

风险

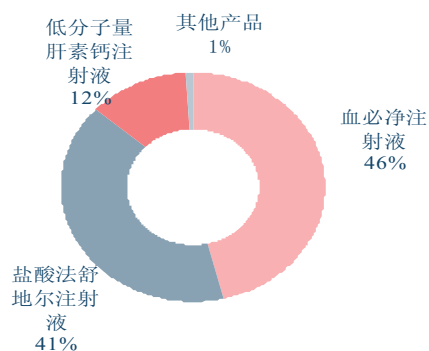
- 1) 公司的法舒地尔监测期已过，该产品有可能受到竞争产品冲击，造成收入下滑；2) 公司主导品种血必净为中药注射剂产品，中药注射剂出现问题的报道比较多，如果公司产品甚至是其他公司的中药注射剂产品出现问题，都有可能对公司产品造成影响。

盈利预测与投资建议

公司主导品种在过去几年中销售收入增长较快，特别是血必净作为独家品种，在未来几年仍将保持良好的增长势头。中信证券研究部预测公司 2010-11 年 EPS2.19/2.67 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 52/43 倍。

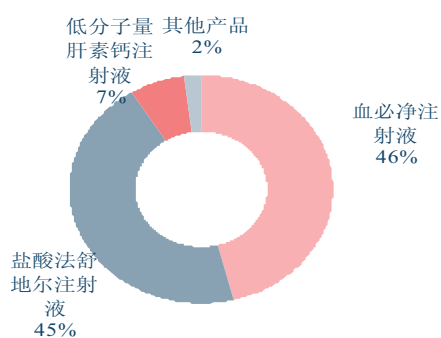
公司一览

图 151：红日药业 09 年主营收入分解



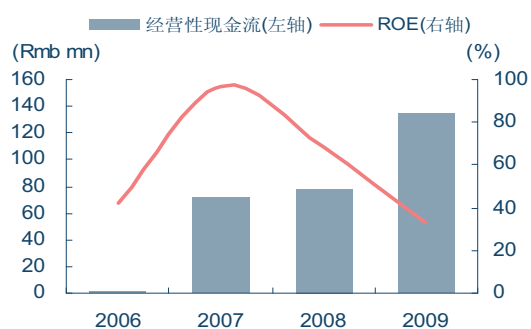
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 153：红日药业 09 年毛利分解



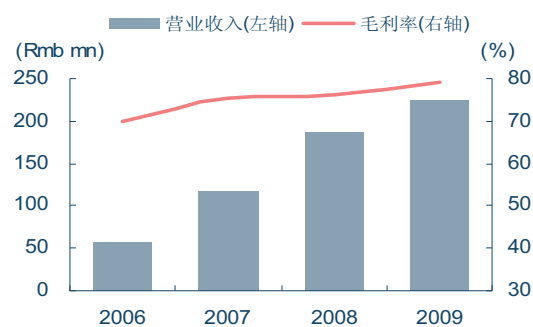
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 155：红日药业的现金流与盈利能力



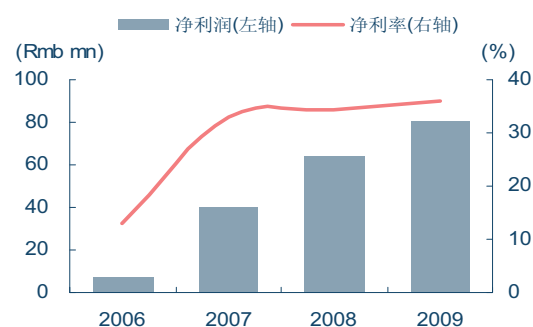
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 152：红日药业历史营运表现



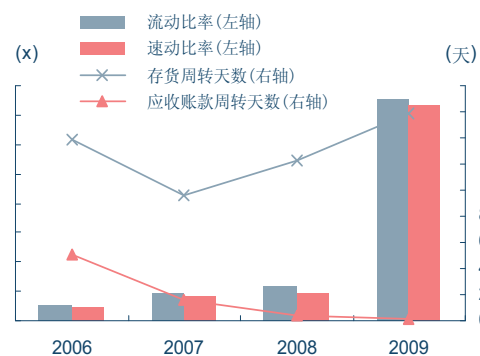
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 154：红日药业历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 156：红日药业的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

华谊兄弟（300027）

公司沿革

华谊兄弟于 2004 年在浙江东阳注册成立。其前身华谊有限成立于 1994 年，营运总部位于北京。公司专业从事电影和电视剧的制作、发行和衍生业务开拓以及艺人的经纪服务。公司的创始人和实际控制人王忠军、王忠磊兄弟合计持股 34.4%；公司主要股东均为自然人。

产品与行业地位

公司是国内影视制作和艺人经纪服务的领军企业之一，主要定位于国产商业电影大片和精品电视剧。其制作发行的《天下无贼》、《集结号》、《非诚勿扰》和《士兵突击》等影视剧多次刷新国内票房纪录。在 2006-2008 年国产电影总票房排名中，公司以 15.6% 的份额位居第二。2008 年公司在电视剧行业的份额约为 2%。

主要竞争优势

公司的核心竞争力在于其成熟的商业模式。华谊兄弟是国内少数成功打造影视制作和艺人资源产业链的公司之一。通过强化对影视制作各环节模块化、标准化的改造和整合冯小刚、张纪中、周迅、黄晓明等优秀制作人和艺人资源，公司的影视制作、发行和艺人经纪业务之间形成了较好的协同效应，华谊兄弟的品牌在国内传媒业已具有相当高的知名度。同时，公司也正在逐步形成自己的造星和人才培养机制。

成长动力

1) 电视剧产能大幅提升。电视剧制作具有整体投资较小(通常为 500-600 万元)，资金回笼速度快(多采用预售方式)，放映媒介广(地面+卫星频道)，放映时间长(首轮播放即有 24 个月，而电影只有 6 个月)，精品剧的利润率高(40%毛利率)的特点。募投项目达产后，公司的电视剧产能将翻番达到 600 集/年。

2) 行业保持较快增长。尽管受盗版的影响，中国电影票房自 2003 年以来保持近 40% 的年均复合增长率，2008 年市场规模超过 43 亿元，而国产电影数量也保持 20% 的年均复合增长率。电视剧行业规模在 08 年达 51 亿元，2003-2008 的年均复合增长率为 7%。

3) 产业链延伸至下游影院业。目前国内电影制作公司、院线和影院之间的票房分成比例为 40:10:50。公司计划投入 1.3 亿于未来两年兴建 6 座影院以进入高利润的影院放映业务。

财务状况

公司 2006-2009 年营收和净利润的年均复合增长率达 69.4% 和 53.0%。由于影视剧制作和收入确认特点以及国内严格的发行公映许可证制度，公司的资产周转率较低(08 年为 0.94 次)。08 年存货+应收款+预付款达 4.5 亿元，占总资产的 80%。公司过去三年经营性现金流均为负数，且数额随业务规模扩大而增加(08 年底为 -6112 万元)。未来业务增长将非常依赖于公司融资能力的提高。

风险

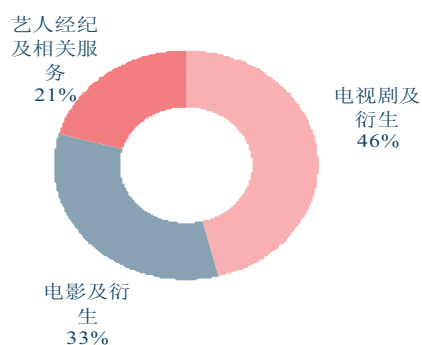
1) 影视剧作品受欢迎与否存在一定不确定性；2) 公司作为影视制作企业，享受的营业税、所得税优惠和政府补贴占 08 年净利润的 25%，上述优惠政策到期或发生改变将对公司业绩有一定影响。

盈利预测与投资建议

华谊兄弟是首家上市的影视制作类公司，其主营业务和商业模式较为独特。上市后，公司的资金实力和资产负债表有望得到大幅改善，为未来业绩增长打下基础。中信证券研究部预测公司 2010-11 年 EPS0.94/1.28 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 65/50 倍，给予“增持”评级。

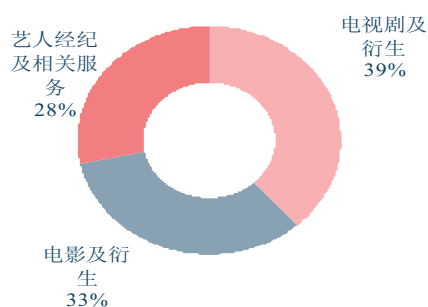
公司一览

图 157：华谊兄弟 09 年主营收入分解



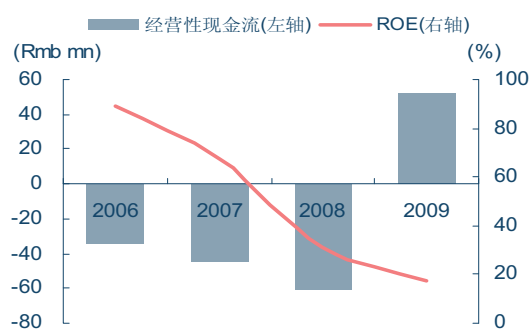
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 159：华谊兄弟 09 年毛利分解



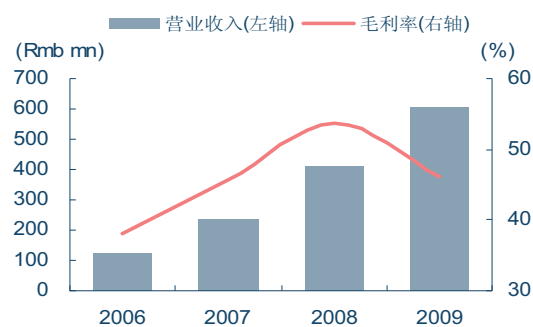
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 161：华谊兄弟的现金流与盈利能力



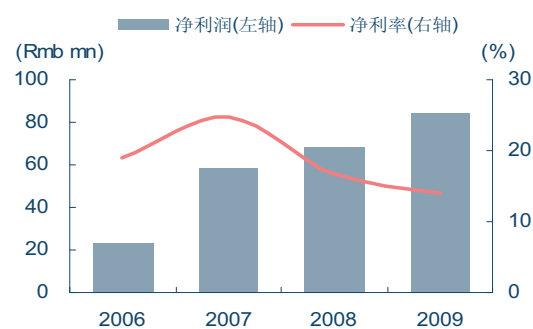
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 158：华谊兄弟历史营运表现



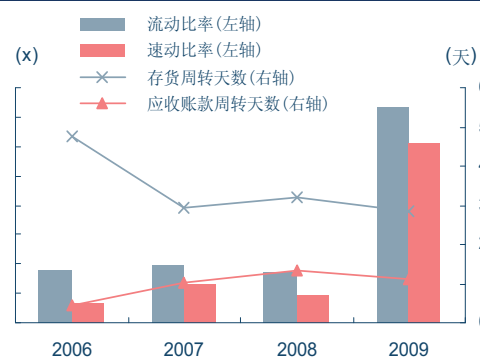
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 160：华谊兄弟历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 162：华谊兄弟的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

金亚科技（300028）

公司沿革

金亚科技成立于 1999 年，总部位于四川成都，主营业务是为中小有线数字电视运营商提供定制的端到端的整体业务解决方案。上市后，公司实际控制人周旭辉持有 27.2% 股份，李宏伟、王仕荣、郑林强等其它自然人合计持股 29.2%。

产品与行业地位

公司拥有完整的数字电视软、硬件核心产品体系。在整体解决方案中，系统设计和搭建均由公司完成。国内少数具备整体解决方案能力的公司包括天柏科技、同洲电子、四川金网通以及金亚科技等。但金亚科技主要面向中小型运营商，市场份额较小。

主要竞争优势

1) 拥有完整的自有知识产权核心产品：涵盖了有线数字电视系统前端和后端中所有核心软硬件产品，例如 CAS、SMS、复用器、编码器、机顶盒等。

2) 客户累积与渠道优势：公司积累了大量的中小数字电视运营商客户资源以及良好的市场营销渠道。

成长动力

1) 行业增长迅速：研究机构预估在 2010 年，中国的有线数字电视用户将年增长 100% 以上至 1 亿户以上。2008-2011 总体市场规模复合增长率将达 27%。

2) 中小城市的数字化转换率(19%)远低于大型城市(53%)，不考虑行业整合的状况下，公司面向的市场成长率将高于行业平均。

财务状况

公司 2006-2008 年营收和净利润的年均复合增长率达 24.5% 和 92.7%。公司的流动比率(1.67)与速动比率(1.40)总体水平不高，应收帐款收款天数偏高(133 天)，但与行业水平接近。经营活动的现金流波动较大，且近二年均明显低于净利润。由于软件与硬件销售毛利率差异大，产品组合的变动使公司过去的毛利率呈现大幅波动。

风险

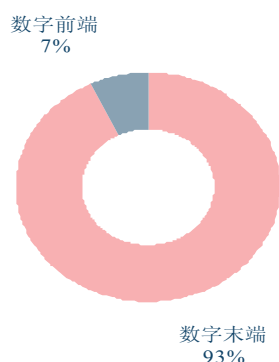
1) 由于公司客户以中小型运营商为主，省级有线电视网络的整合将带来长期的业务风险；2) 应收帐款风险：其运营模式使应收帐款期较高，且中小型运营商的还款能力差于大型运营商；3) 利润风险：由于软件收入下滑，09 年利润可能较 08 年下滑。

盈利预测与投资建议

在有线电视数字化的大趋势驱动下，公司的业务增长仍有一定空间。但须留意行业整合对公司带来的业务风险。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS0.39/0.47 元，以目前股价计算对应 2010-11 年 PE 为 71/59 倍。未来需重点关注新客户的扩展状况与行业整合的进程。

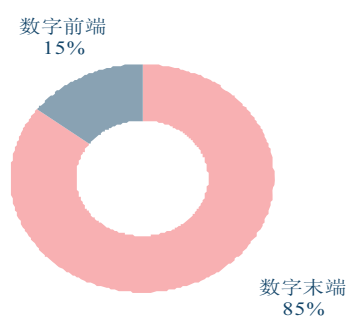
公司一览

图 163：金亚科技 09 年主营收入分解



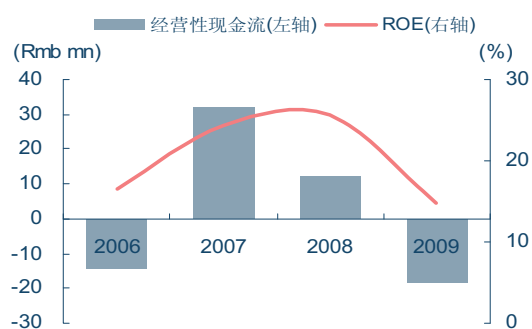
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 165：金亚科技 09 年毛利分解



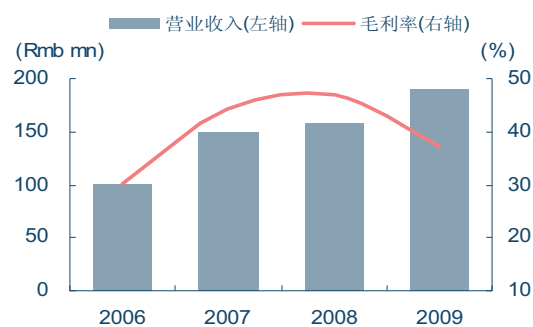
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 167：金亚科技的现金流与盈利能力



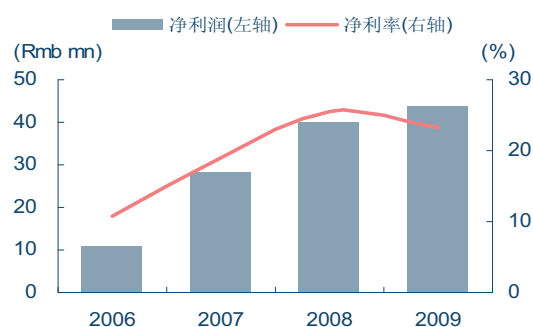
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 164：金亚科技历史营运表现



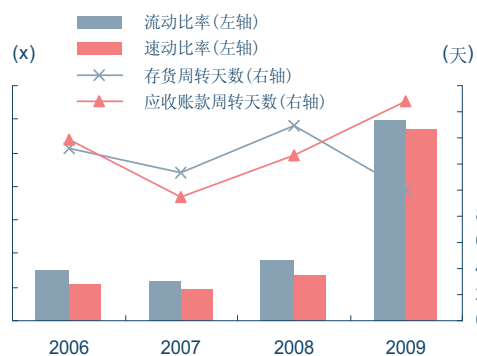
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 166：金亚科技历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 168：金亚科技的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

天龙光电（300029）

公司沿革

江苏华盛天龙光电于 2008 年成立,总部位于江苏省金坛市。公司的主营业务是太阳能硅材料设备制造,主要产品是太阳能单晶硅晶体生长炉(单晶炉)、单晶硅切方机、多晶硅铸锭炉等。上市后,公司的实际控制人冯氏家族(包括董事长冯金生、冯月秀、吕行等)共持有 43.2%的股权。

产品与行业地位

天龙光电 2009 年单晶炉占收入比重达 79%,其他收入来自硅片、切方机等。中国 2009 年太阳能单晶炉的市场容量约为 3000 余台单,其中国产化率已达 95%。天龙光电是国内单晶炉制造商的龙头,市场保有量的占有率在 2008 年达到 18.5%。其他主要供应商为北京京运通与北京京仪世纪等。在多晶炉的市场方面,目前仍以 GT Solar 为主的外商所主导,天龙光电仍在起步阶段。

主要竞争优势

- 1) 设计与工艺的优势: 公司自有多项炉体热场设计、自动控制等核心技术,使产品的生产效率提高并能节约能耗,较国内同类产品节约能耗约 10-20%,且操作简便质量稳定。
- 2) 产品结构优势: 公司的产品品种齐全,在细分市场占有率位居前列。
- 3) 技术服务优势: 光伏设备需要在安装调试后才能投入生产,公司建立了一批技术服务支援队伍,为客户培训与指导,确保客户合格率。相较于国外厂商具有技术服务的优势。

成长动力

- 1) 新产品: 多晶硅长晶炉已经交付客户测试,我们预估 2010 年出货在 20-40 台左右。
- 2) 行业新一轮投资启动: 目前下游长晶行业产能利用率已处于满载,新一轮投资即将展开。行业普遍预估 2010 年出货量成长将自 2009 年 6GW 成长 50%以上。行业利润与价格低,但产量大幅反弹,意味着厂商对于设备成本的敏感度提升,国内设备厂的市场占有率可望大幅提升。

财务状况

公司 2009 年由于金融风暴的冲击,营收下滑 6.9%。但由于成本下降幅度高于产品价格降幅,毛利率提升 2.4 个百分点至 35.5%,净利润增长 16.2%至 6840 万元。公司的经营性现金流较差,2007-2008 年均为净现金流出,2009 年出现净流入 3533 万元,但仍低于经营利润。太阳能设备行业有现金周转较长的特性。2009 年公司的营运现金周期恶化,同比上升 78 天至 294 天,其中应收帐款天数上升 38 天至 164 天。

风险

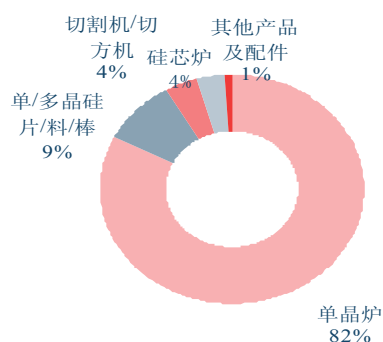
- 1) 行业风险:太阳能行业受到宏观经济以及政策补贴的影响甚巨;
- 2) 产品风险:单晶炉市场具有被多晶炉取代的风险。

盈利预测与投资建议

公司是国内领先太阳能单晶炉制造商,然而单晶炉的市场空间受限,跨入多晶炉制造成将为公司主要的增长动能,后续需密切关注公司的产品研发与合同签订进程。市场一致预期公司 2009-2011 三年利润 CAGR 达 28%,相当于发行摊薄后 2010-11 年 EPS0.49/0.63 元。

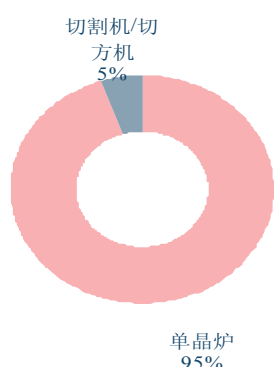
公司一览

图 169：天龙光电 09 年主营收入分解



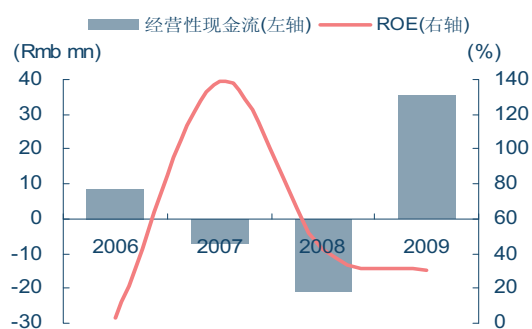
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 171：天龙光电 09 年毛利分解



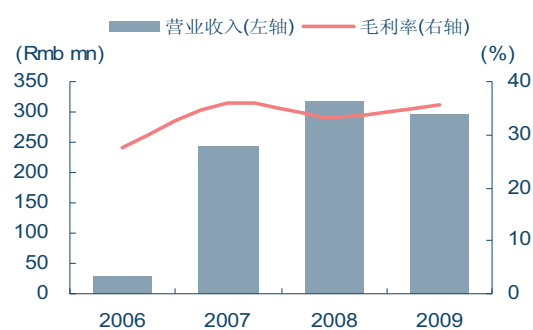
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 173：天龙光电的现金流与盈利能力



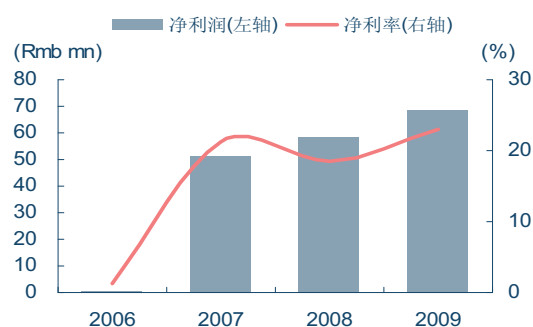
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 170：天龙光电历史营运表现



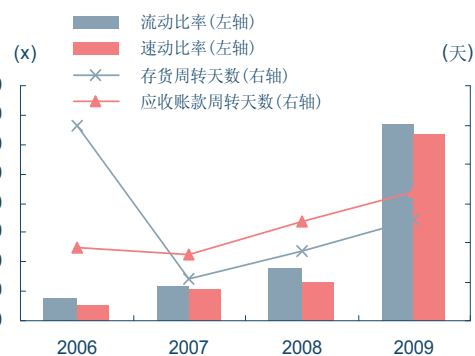
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 172：天龙光电历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 174：天龙光电的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

阳普医疗（300030）

公司沿革

公司前身为阳普医疗用品，成立于 1996 年，总部位于广州，公司的实际控制人为邓冠华先生，持有公司 23.3% 股权。公司为临床检验实验室与临床护理提供相关的技术、产品和服务，主要产品始为真空采血系统等。

产品与行业地位

公司主要收入来源为真空采血系统，2008 年度，公司占国内真空采血系统市场份额的 8.3%，处于领先地位。竞争对手有浏阳市医用器具厂、浙江拱东医用塑料厂、北京积水创格医疗科技有限公司等。

主要竞争优势

公司是国内同行的技术创新引导者，研发能力较强，公司拥有 8 项核心专有技术和 17 项国家专利，部分技术处于国际领先水平。公司一直推行自主品牌，公司品牌已经在医院享有较高声誉。

成长动力

公司的成长主要来自老产品的自然增长，以及新产品开发。未来三年公司将继续专注于临床检验和临床护理领域，公司将继续开发高质量快速血清类产品、专项检测标本收集处理类产品、静脉血标本收集装备、静脉血标本预处理装备、静脉血标本存储和后处理装备、尿液标本自动化收集装备、床边护理辅助装备等，以及分子诊断产品。公司还在寻求好的收购机会，以完善公司产品线。

财务状况

公司过去三年营收和净利润的 CAGR 分别达到 39.5% 和 42.8%，利润率趋势稳定。公司整体财务健康，处于净现金状态。高毛利产品销量的增加逐步提升整体盈利能力。公司募集资金较多，也使得公司的 ROE 有所下降。

风险

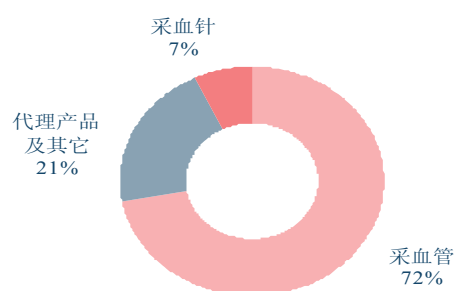
产品单一风险，公司主要收入来源为真空采血系统，该产品销售量和价格变动，会对公司业绩产生较大影响。技术秘密流失风险。产品被替代风险。

盈利预测与投资建议

公司未来三年成长前景清晰，盈利能力和经营效率明显优于上市同业。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS0.53/0.76 元。未来需密切关注公司新产品上市进展。

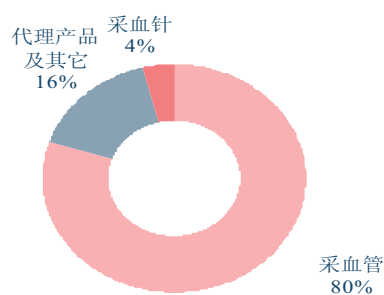
公司一览

图 175：阳普医疗 09 年主营收入分解



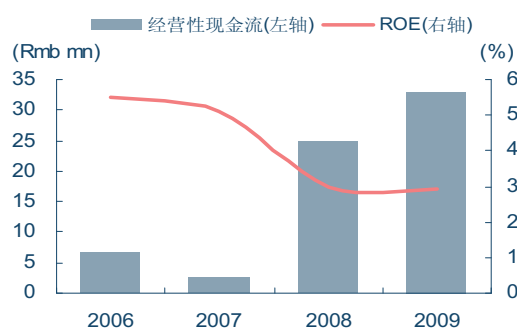
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 177：阳普医疗 09 年毛利分解



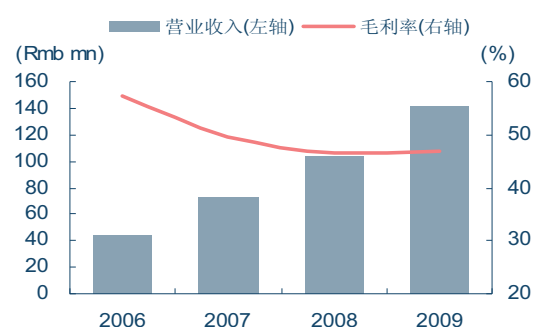
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 179：阳普医疗的现金流与盈利能力



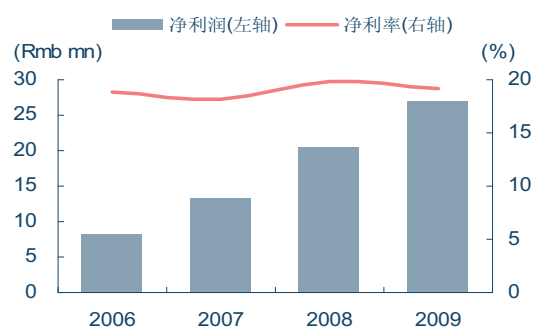
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 176：阳普医疗历史营运表现



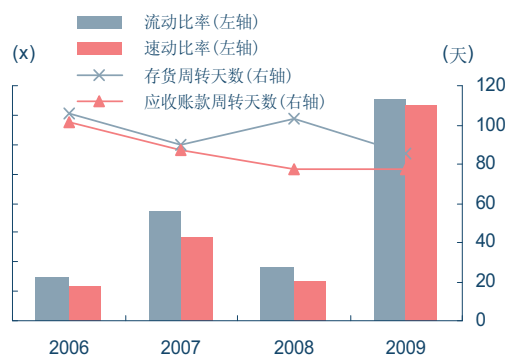
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 178：阳普医疗历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 180：阳普医疗的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

宝通带业（300031）

公司沿革

公司成立于 2000 年，总部位置江苏无锡，专业从事各种橡胶输送带的生产和销售。实际控制人包志方持有公司 31.0%，世纪导航投资有限公司和江阴市经纬投资有限公司分别持有公司 20.2%和 5.7%的股份。

产品与行业地位

公司专业从事各类高强力橡胶输送带的研发、生产和销售的企业，主要生产各类织物芯输送带、各类钢丝绳芯输送带（以及各类特种输送带产品。公司在国内输送带行业总体市占率为 2.7%，其中耐高温输送带的市场占有率为 30%以上，为行业第一。

主要竞争优势

1) “定制生产”的经营模式：国内输送带行业目前一般采用“订单生产”或“先产后销”的经营模式。公司根据特定客户的生产作业现场环境条件的不同及其他特殊要求，进行配方设计、结构设计和工艺设计，进行定制生产，充分发挥其在设计、运营和管理上的综合优势。

2) 客户资源优势：公司的客户主要是钢铁、水泥、港口、电力、煤炭等行业的龙头企业或区域龙头企业。它们对供应商的确定有着严格的标准，一旦被其纳入采购体系，轻易不会更换。

成长动力

1) 募投项目“煤矿用高性能节能叠层阻燃输送带”是目前煤矿井下广泛使用的 PVC/PVG 整芯阻燃带的升级换代产品，能有效降低采煤成本，减轻工人劳动强度，显著提高煤矿安全生产的保障级别，符合下游市场升级趋势。

2) 行业需求增长。我国已经成为全球最大的输送带生产和需求国。随着我国经济持续快速增长，各生产领域自动化、机械化水平不断提高，对橡胶输送带的需求也逐年增加。

财务状况

公司过去三年营收和净利润的 CAGR 分别达到 25.4%和 57.0%，利润率显著提升。公司整体财务健康，处于净现金状态。高毛利产品销量的增加逐步提升整体盈利能力。公司应收账款周转率有持续下降，存货周转率基本维持稳定。募集资金到位后，短期偿债能力大幅度增强，资产负债率下降较大。

风险

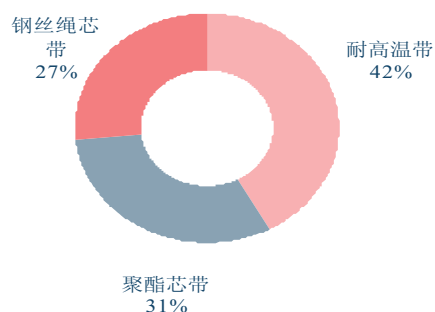
1) 橡胶原材料价格波动风险。橡胶价格每增长 1%，公司产品毛利率下降幅度区间为 1.2%-1.8%。2) 主要客户周期性风险。煤炭、钢铁、水泥、港口、电力等五个行业输送带的消耗量占全部输送带消耗量的 90%左右。这些行业又与宏观经济周期高度关联，上述行业的同步波动将有可能导致公司业务大幅波动。

盈利预测与投资建议

公司是耐高温输送带行业龙头，将受益于国内生产自动化、机械化水平的持续提高。市场一致预期 2010-2011 年 EPS 分别为 1.12/1.53 元。未来需密切关注公司募投产品在煤炭行业的销售情况以及公司超募资金是否投入有竞争力的新项目。

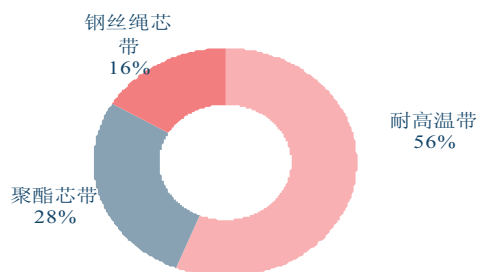
公司一览

图 181：宝通带业 09 年主营收入分解



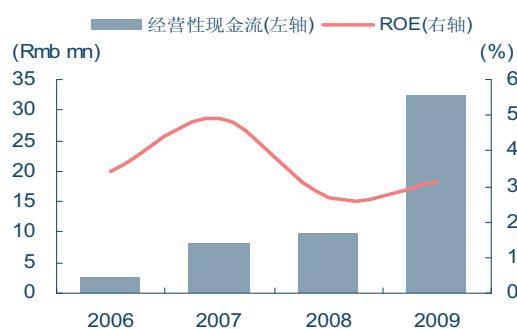
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 183：宝通带业 09 年毛利分解



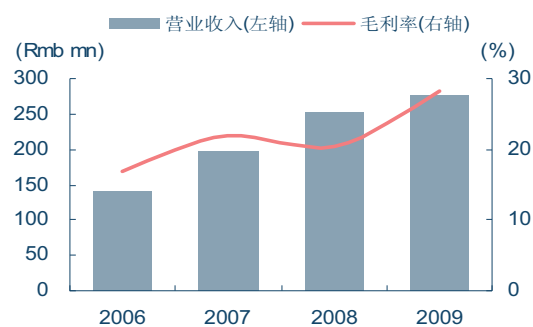
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 185：宝通带业的现金流与盈利能力



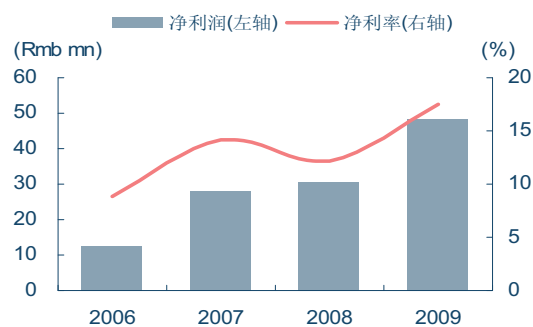
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 182：宝通带业历史营运表现



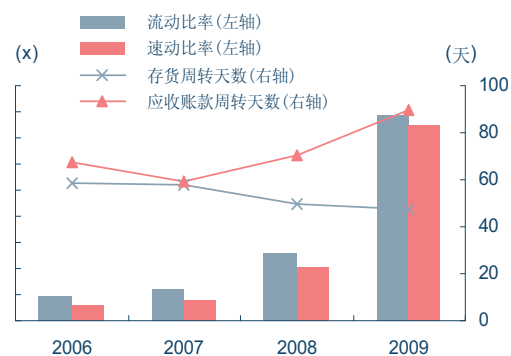
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 184：宝通带业历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 186：宝通带业的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

金龙机电（300032）

公司沿革

金龙机电成立于 1993 年，总部位于浙江省温州市，是中国最大、世界第六的手机用微特电机生产商。上市后，公司实际控制人金绍平将持股 40.2%；社保基金理事会、国信弘盛投资有限公司分别持股 2.5%、2.4%。

产品与行业地位

公司的主要产品为超小型微特电机，主要集中应用于手机和高端日用消费品。公司现已经发展成为国内手机用微特电机市场规模最大的内资企业。2008 年公司在全球手机用微特电机市场占有率为 6.6%，排在日本三洋电机、电产科宝、韩国三星电机、LG 电子和和日本思考电机之后，名列第六。

主要竞争优势

- 1) 产品创新优势。公司具备较强的产品设计、模具开发及灵活转产的能力，能够在较短时间内向国内外核心客户提供多品种、个性化、组合式的超小型微特电机产品。
- 2) 成本优势。与国内同行业企业相比，公司生产规模大，规模效应较为明显。与国际主要竞争对手相比，公司在劳动力、土地、原材料等方面具有成本优势。
- 3) 客户资源优势。公司与国内外知名企业包括深圳华为、中兴通讯、富士康、比亚迪电子、欧莱雅等形成了较为稳定的合作关系，这些企业对发展新的供应商均有严格的测试和论证，更换供应商的成本较高，因此不会轻易更换。

成长动力

- 1) 产品结构升级带来盈利能力提高。微特电机组件应用空间广阔、盈利能力高于传统产品，在公司营收中占比大幅提高，将带动公司盈利水平的持续提升。
- 2) 产能扩张。募资项目达产后，公司将达到 3 亿只微特电机的产能水平，较目前扩大 200%。产能大幅增长将满足客户对公司规模的要求，使得公司有能力扩展新的大客户，保证未来成长。

财务状况

公司过去三年营收和净利润的 CAGR 分别达到 37.7%和 76.5%，利润率逐步上升。高毛利产品销量的增加逐步提升整体盈利能力。受到金融危机和推广新产品延长客户账期的影响，公司应收账款周转率 09 年上半年较 08 年有所下降；存货周转率也受到金融危机和生产规模扩大的影响而下降。上市后，短期偿债能力将大幅度增强，资产负债率下降，公司债务风险将明显降低。

风险

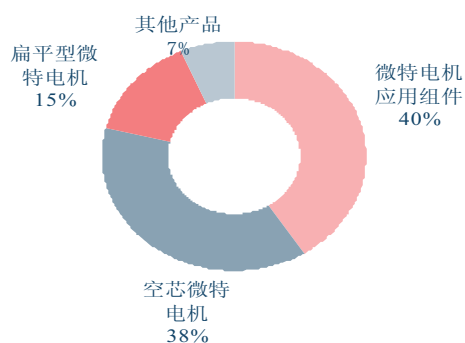
- 1) 有色金属价格波动。原材料占公司营业成本的70%左右，其中大部分原材料与各类有色金属材料有关。
- 2) 产能扩大后将存在一定的产品销售风险。

盈利预测与投资建议

公司在微特电机领域具有国际竞争力，微特电机组件产品下游应用前景广阔。公司将受益于产能扩张带来的规模效应和客户开拓，具有良好的成长前景。市场一致预期公司未来三年利润 CAGR 达 40.7%，相当于发行摊薄后 2010-11 年 EPS0.50/0.72 元。未来需密切关注公司下游市场变化和订单情况。

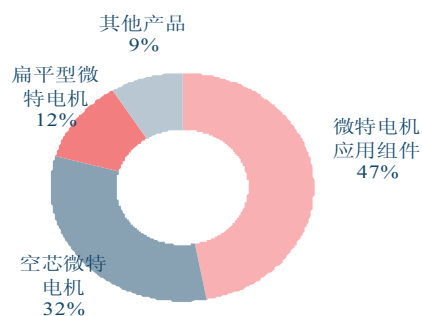
公司一览

图 187：金龙机电 09 年主营收入分解



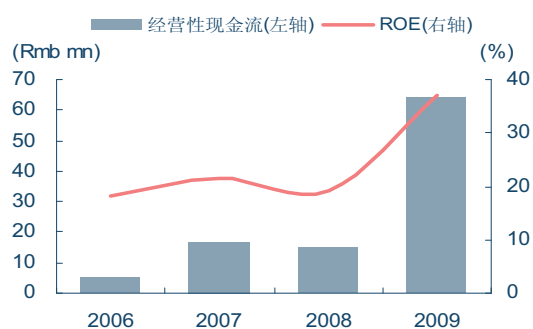
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 189：金龙机电 09 年毛利分解



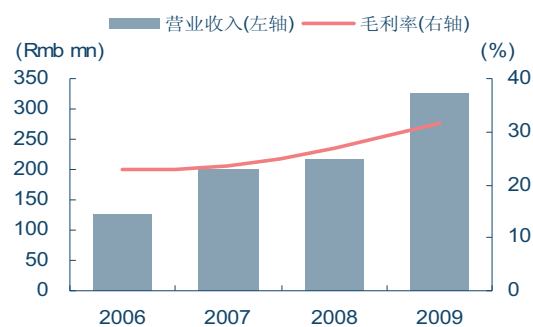
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 191：金龙机电的现金流与盈利能力



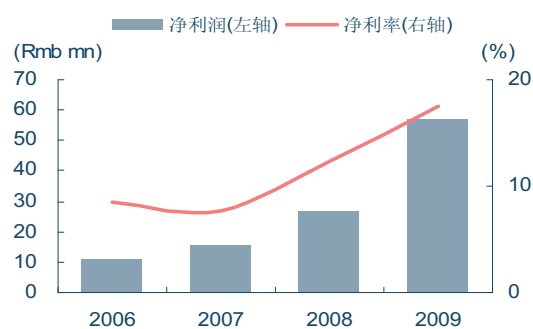
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 188：金龙机电历史营运表现



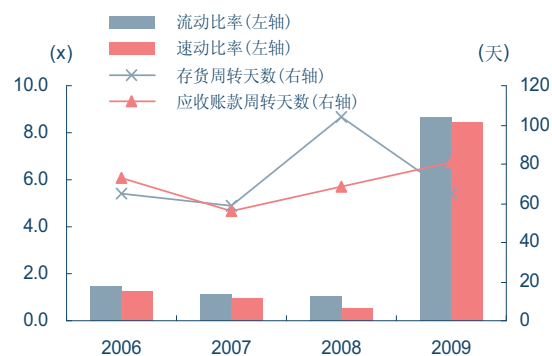
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 190：金龙机电历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 192：金龙机电的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

同花顺（300033）

公司沿革

公司前身核新软件技术有限公司成立于 2001 年，总部设在杭州。公司是国内产品类别最全面的互联网金融信息提供商。公司实际控制人易峥持有发行后总股本的 36%，上海凯士奥持有 15% 股权。

产品与行业地位

公司基于互联网为资本市场参与各方提供金融信息服务，代表产品有：网上行情交易系统、决策家、同花顺深度分析系统、同花顺大机构、小财神、手机金融信息等，是国内产品类别最全面的互联网金融信息提供商，是唯一与中国移动，中国联通，中国电信三大移动运营商合作提供手机金融信息的服务商，是上证信息公司许可的 22 家 LEVEL-2 数据经营商之一。同花顺手机金融信息服务系统是目前支持手机类型最多，应用最广泛的手机证券产品。公司盈利模式为“基本服务免费，增值服务收费”。

主要竞争优势

- 1) 公司作为互联网金融信息服务综合提供商，拥有业内完整的产品系列，公司产品丰富，结构合理，能满足行业不同客户不同层次的需要。
- 2) 公司覆盖了国内证券市场最全面的客户群体，与国内 97 家证券公司建立了业务合作关系，也是业内目前唯一与中国移动，中国联通，中国电信三大移动运营商建立起全面合作关系的手机金融信息服务商。
- 3) 公司获得了上证信息公司，深圳信息公司，香港交易所信息公司，香港期货交易所，中国金融期货交易所实时行情信息的使用许可，率先取得了上证信息公司 LEVEL-2 产品的使用许可。

成长动力

- 1) 互联网金融信息服务需求稳定增长，手机金融信息服务快速增长。整个互联网金融信息服务行业将保持稳中有升的态势，随着手机上网的普及以及移动互联网的发展，手机金融信息服务有望成为新的利润增长点。
- 2) 募投项目包括机构金融数据库项目。机构投资者和从业人员数量快速增长蕴含金融机构数据库需求。

财务状况

06-08 年，公司营业收入和净利润增长率分别为 25.4%，11.0%。公司资产结构中流动资产占比在 70% 以上，流动资产占比高，货币资金占比高；公司负债以流动负债为主，流动负债占比 90% 以上，流动负债以预收款项为主。

风险

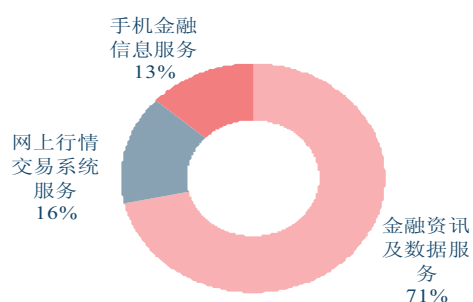
- 1) 市场竞争加剧风险：与金融界、大智慧、指南针等金融信息服务提供商之间的竞争加剧，毛利率下降；
- 2) 公司产品的市场需求与证券市场的景气度紧密相关，证券市场长期低迷将对公司经营业绩产生较大影响；
- 3) 与信息提供商的合作关系波动将对公司业务造成影响。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 2010-2011 年净利润 1.1 亿元/1.6 亿元，对应每股收益分别为 0.82 元/1.19 元。估值水平可参考可比公司金融界及国内软件公司估值水平。

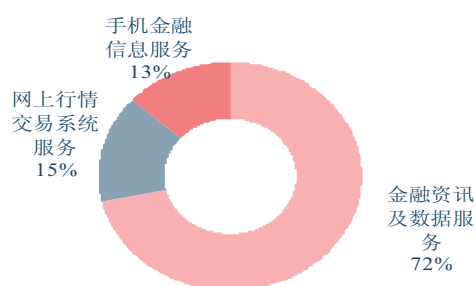
公司一览

图 193：同花顺 09 年主营收入分解



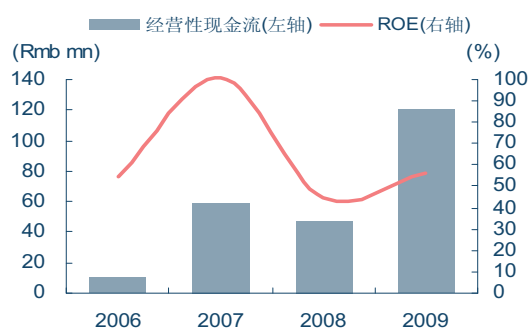
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 195：同花顺 09 年毛利分解



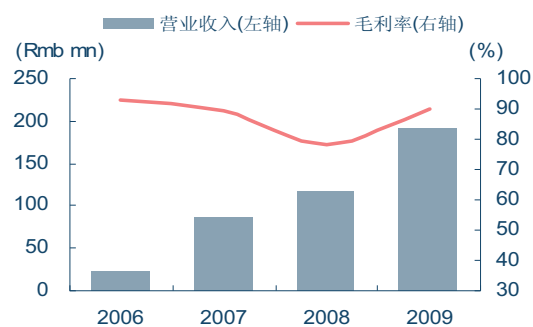
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 197：同花顺的现金流与盈利能力



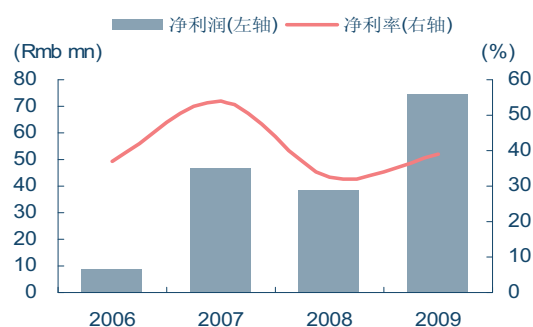
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 194：同花顺历史营运表现



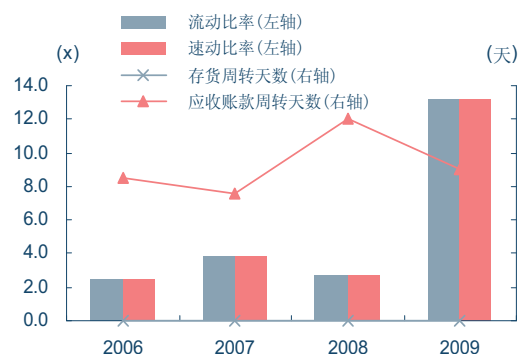
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 196：同花顺历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 198：同花顺的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

钢研高纳（300034）

公司沿革

公司总部位于北京，成立于 2002 年，主要从事航空航天材料中高温合金材料的研发、生产和销售。是国内航空航天用高温合金重要的生产基地，同时也是国内电力工业用高温合金的重要供应商。目前已成为国内高端和新型高温合金制品生产规模最大的企业之一，多个细分产品占据市场主导地位。同时拥有 20 项专利和大量的专有技术，具备很强的自主创新能力。

产品与行业地位

公司技术水平处于同行业领先地位，拥有国内 80% 以上牌号的高温合金技术，因此无论是从技术拥有数量还是技术的先进程度均处于国内同行业前列。产品涵盖铸造高温合金、变形高温合金和新型高温合金三大细分领域，是我国高温合金领域技术水平最为先进、生产种类最为齐全的企业之一。

公司近年来承担了国家多项先进航空航天先进发动机关键材料和部件的研发，同时还承担了国家发展大型地面燃机关键部件的研发等科技攻关任务。

主要竞争优势

- 1) 公司拥有自主知识产权和强大的研发团队；
- 2) 行业先入优势：组织与参与行业标准制订，拥有严格的质量控制体系；
- 3) 政策导向上，公司所处航空航天材料领域是国家重点支持的产业之一，是我国发展航空航天产业的重要一环。作为国内高端和新型高温合金主要生产厂商，公司将是政策导向的受益者。

成长动力

公司主要产品高温合金是制造航空航天发动机热端部件的关键材料，也是大型发电设备，如工业燃气轮机、氢气轮机、烟气轮机、火力发电机组等动力装置的核心材料。该领域市场每年增速约 15%。

龙头产品铸造高温合金制品的稳步增长，产能增加主要来自于航空航天发动机制造企业的需求增加；从中长期看，我国目前正在自主研发的支线飞机和大飞机正式批量生产后，我国的航空产业将迈上新的台阶，给航空航天材料带来巨大的市场机遇。公司与客户合作开发的大型地面燃机用高温合金制品和新型飞机发动机用高温合金制品，有望在未来两到三年内实现量产。

财务状况

公司过去三年营收和净利润的 CAGR 分别达到 7.0% 和 14.5%，利润率趋势稳定。公司整体财务健康，处于净现金状态。公司募集资金较多，也使得公司的 ROE 有所下降。

风险

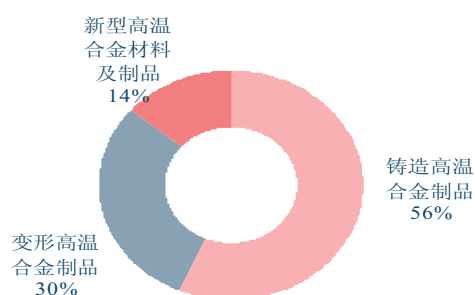
本公司目前产品使用的原材料主要为镍、铬、钴等有色金属，由于原材料的价格波动较大，从而影响到公司的主要原材料成本。原材料成本在公司产品成本构成中所占比重 70% 左右。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 2010-11 年 EPS0.38/0.49 元。未来需密切关注公司原材料与产品价格变动状况。

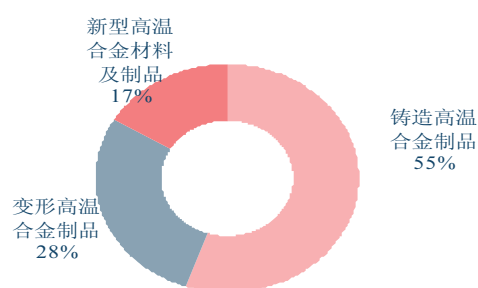
公司一览

图 199：钢研高纳 09 年主营收入分解



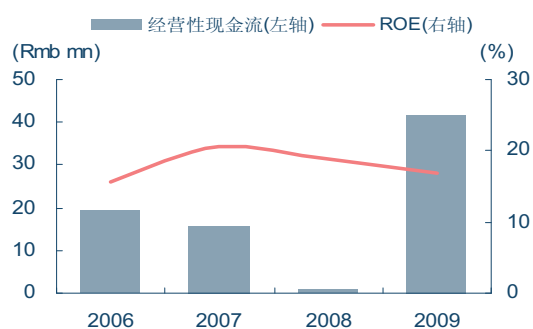
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 201：钢研高纳 09 年毛利分解



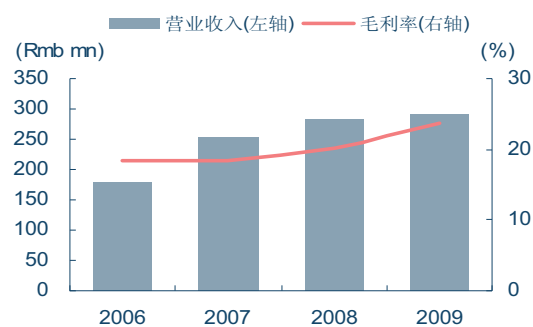
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 203：钢研高纳的现金流与盈利能力



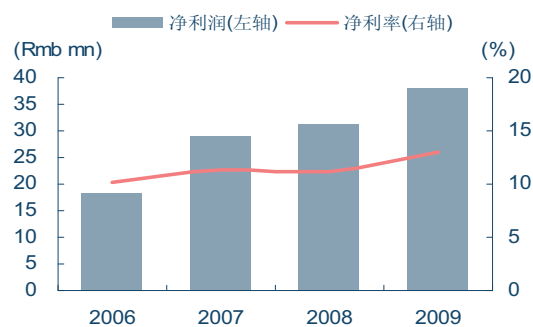
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 200：钢研高纳历史营运表现



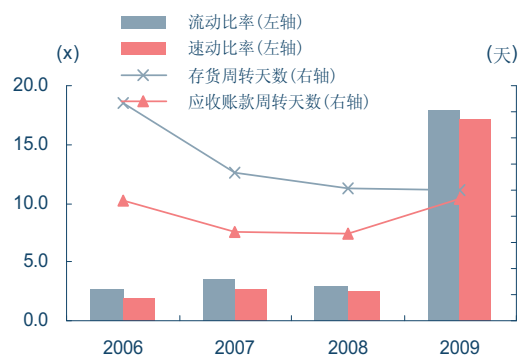
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 202：钢研高纳历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 204：钢研高纳的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

中科电气（300035）

公司沿革

公司成立于 2004 年，总部位于湖南省岳阳市。主要从事工业磁力应用技术和产品的研发、生产、销售和服务。公司实际控制人李爱武、余新夫妇持股 22.9%。深圳市创新投资集团有限公司持股 4.9%。

产品与行业地位

公司主导产品钢铁连铸电磁搅拌成套系统（EMS）是一类配置在连铸机、精炼炉、铝熔炼炉等领域，利用电磁感应原理产生电磁力作用于金属熔液，强化金属熔液运动，起到改善铸坯质量、增加连铸钢种、提高连铸成材率和生产效率的关键设备。公司是为国内 EMS 设备行业产品品种齐全、技术领先的企业，并逐步实现了产品的进口替代，近三年国内市场占有率超过 50%。

主要竞争优势

1) 业务模式优势：连铸 EMS 行业具有极强的专业性，具有较强的“订单生产，量身定制”的特征。公司“以产品领先为核心，以基于电磁冶金工艺数据库的整体解决方案为贯穿，以基于远程实时监控及诊断系统的增值服务为支撑”的业务模式，具有明显的业务模式优势。

2) 行业技术壁垒。公司所处行业的技术集成度高、开发难度大、制造工艺复杂、具有较高的技术门槛。公司对于现有的产品都具备完整的研发能力，特别是连铸 EMS 成套系统从 EMS 本体、变频电源、水处理系统等都具备完整的研发能力，有较强的定价权。公司方/圆坯连铸 EMS 近三年平均毛利率维持在 40%左右，板坯连铸 EMS 近三年平均毛利率维持在 60%左右。

成长动力

1) 产能提升：公司近三年各车间的工时利用率超过 140%。本次募投项目产业升级完成后，连铸 EMS 产品实现生产扩能和技术升级，新增产能约 3 倍；起重磁力设备和磁力除铁器产品实现了新产品的产业化，各新增产能 200 套/年、50 套/年。

2) 并购完善国内外布局。公司计划在岳阳并购一家起重磁力设备专业企业，在辽宁等地并购一家磁力除铁设备专业企业，最终形成南北互补格局，扩大对国内市场的覆盖面。另外，公司还有计划并购一家国际电磁冶金产品生产企业。

财务状况

公司过去三年营收和净利润的 CAGR 分别达到 51.8%和 105.8%，利润率稳步提高。公司整体财务健康，处于净现金状态。由于经营规模扩大和结算方式的影响，公司应收款和存货占款较多，周转率波动较大，总资产周转率下降较明显。公司目前所处的发展阶段和下游行业较高的需求决定了公司流动资产的规模处于较高水平。未来流动资产占比还将维持较高水平。

风险

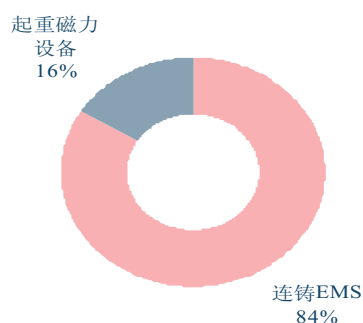
1) 对钢铁行业依赖的风险，公司 90%以上的产品销售集中在钢铁行业。2) 流动资金需求较大，整个行业的销售收入确认及货款回收周期均较长，存货余额和应收账款余额均较高。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 2010 至 2011 年 EPS 为 0.96/1.27 元，未来三年利润 CAGR 达 28.4%。未来需密切关注下游钢铁行业结构调整、新产品下游市场拓展以及公司并购的进展。

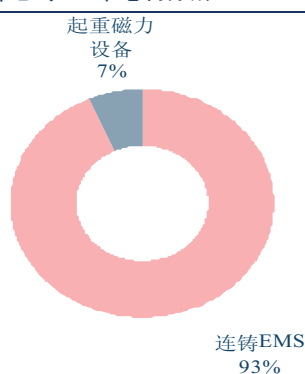
公司一览

图 205：中科电气 09 年主营收入分解



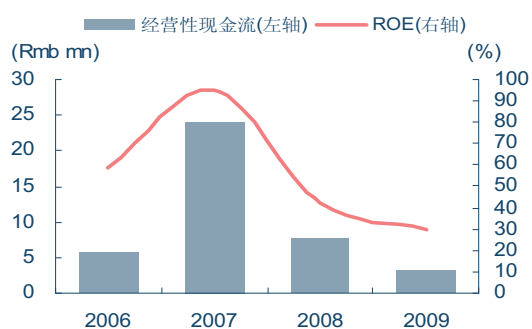
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 207：中科电气 09 年毛利分解



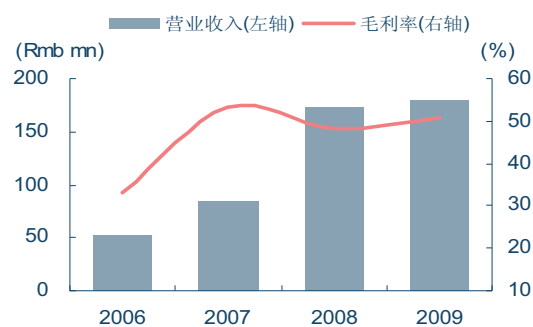
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 209：中科电气的现金流与盈利能力



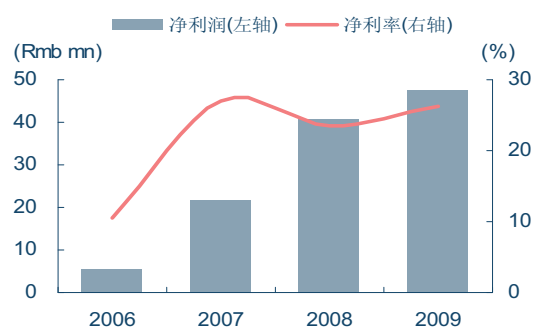
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 206：中科电气历史营运表现



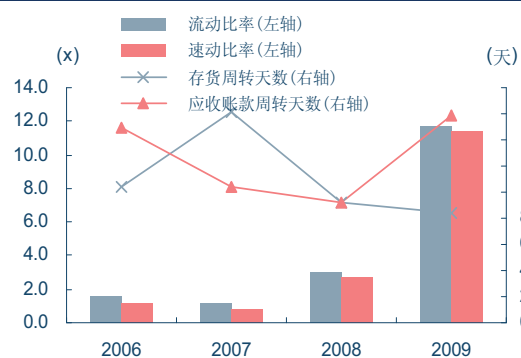
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 208：中科电气历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 210：中科电气的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

超图软件（300036）

公司沿革

公司前身北京超图地理信息技术有限公司成立于 1997 年，总部设在北京。公司专注于从事面向单位用户的，专业的地理信息系统平台软件的研究开发，产品销售和技术开发服务。公司实际控制人钟耳顺持有 16.9%，高投名力和中国科学院地理科学研究所分别持有 9.5%和 5.4%股权，全国社保持有 2.5%股权。

产品与行业地位

GIS 基础平台软件的研发和销售是公司的经营核心。除提供 GIS 基础平台软件外，公司还选择国土等 6 个行业承接 GIS 应用开发服务。公司是国内 GIS 基础平台软件领域实力最强的本土供应商之一，市场份额仅次于美国 ESRI，排名第二。

主要竞争优势

1) 技术优势。公司研发团队 371 人，硕博占研发团队总人数 28%，研发投入占应用收入的比例平均达到 17.4%。公司技术成果获得多项国家科技奖励，同时承担了多项国家和行业标准编制。

2) 营销网络优势。公司推行矩阵式营销体系，总部以事业部为单位，负责一个或多个行业的 GIS 平台软件营销，区域方面除北京外还在 7 个城市设立了分公司负责区域市场；与公司合作的 400 多家开发商的营销能力构成公司延伸的营销能力

3) 高度重视品牌建设，在行业内具备突出的品牌优势，同时公司也是目前在境外投资成立公司开拓国际市场的国产 GIS 平台软件企业之一，多个国外成功案例大幅提升了公司在国内市场的品牌影响力。

成长动力

1) 行业市场前景广阔，处于高速发展阶段。赛迪顾问预计公司 GIS 基础平台软件市场规模将保持 20%左右增长，应用平台软件终端保持 26%以上的增长速度，GIS 技术开发服务终端将保持 18%以上快速增长。

2) 应用平台软件立足平台化，拓展新应用领域。公司目前在数字城市，国土资源管理，城市管理，应急管理，房产管理等领域承接了大量应用项目，公司将继续立足于平台软件开发，选择进入市场前景好的行业，发展这些行业的 GIS 应用并在此基础上新进入了气象，水利，石油三个行业。

财务状况

公司总资产以流动资产为主，流动资产占比近 70%，应收账款占总资产比例 26%，高于一般软件公司。公司负债结构以流动负债为主，保持 95%以上，资产负债率 36%，与同行业可比上市公司相当。应收账款周转率在 5 左右，与行业可比公司相当。

风险

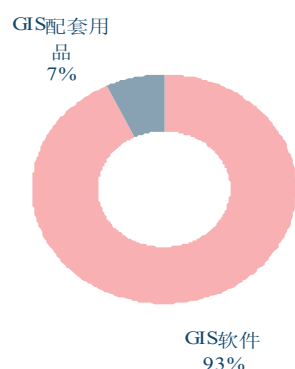
1) GIS 软件产品更新换代快，用户对产品的技术要求不断提高，如果技术研发判断失误，将导致公司竞争力下降；2) 地理信息产业政策变化风险；3) 市场竞争风险，面临着国际 GIS 软件厂商以及国内 GIS 软件企业的竞争。

盈利预测与投资建议

GIS 行业处于快速发展期，上市给公司快速扩张提供了基础。市场一致预期公司 10-11 年净利润分别为 3300/5400 万元，对应 EPS 分别为 0.44/0.70 元。

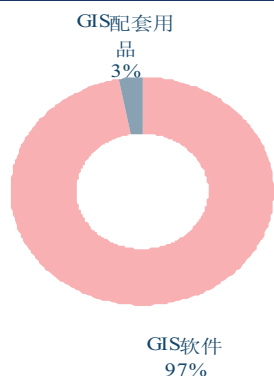
公司一览

图 211：超图软件 09 年主营收入分解



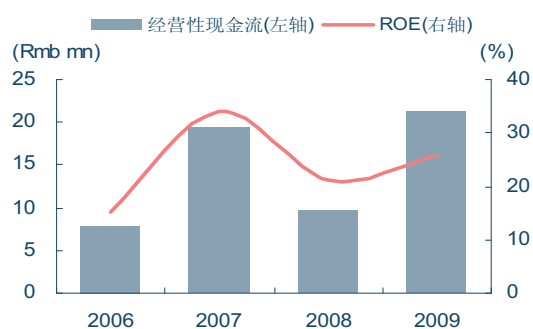
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 213：超图软件 09 年毛利分解



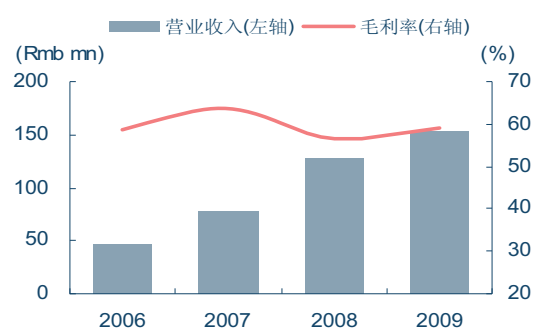
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 215：超图软件的现金流与盈利能力



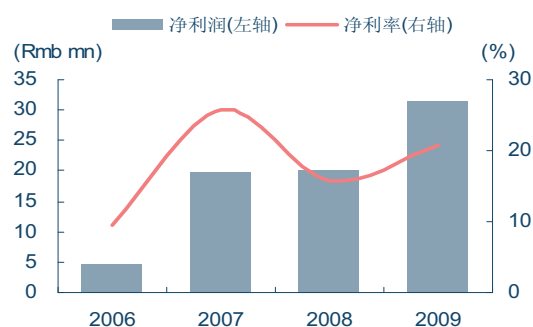
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 212：超图软件历史营运表现



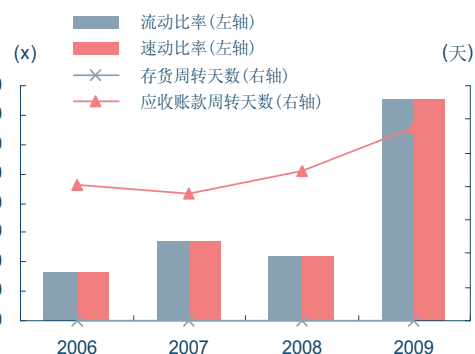
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 214：超图软件历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 216：超图软件的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

新宙邦（300037）

公司沿革

新宙邦成立于 2002 年,总部位于深圳。公司目前的主营产品包括铝电解电容电解液、锂离子电池电解液、固态高分子电容化学品、以及超级电容化学品。上市后,公司的实际控制人、董事长覃九三持有公司 16.7% 股权,总经理周达文持有 12.4% 的股权。其他管理与技术人员共持有公司 42% 的股权。

产品与行业地位

公司的铝电解电容电解液居国内领先地位,全球占有率约 11%。锂离子电池电解液公司在国内的市占率约 14%,居国内第四。公司是固态高分子电容化学品与超级电容化学品国内唯一的供应商,且已经切入国际一线的下游客户。

主要竞争优势

- 1) 客户优势: 公司已成为 Chemi-con、Nichicon、Maxwell 等国际一线大厂的供应商;
- 2) 成本优势: 成本结构相较主要竞争对手日本厂商低。新产品在价格低 30-50% 下,毛利率仍可维持 50% 以上;
- 3) 稳定的技术团队: 公司现任董事长与总经理皆为创始的核心技术人员,其他主要技术团队皆有持股,稳定度高。

成长动力

- 1) 电解电容化学品: 公司目前的全球市占率约 11%,在成本优势与日商收缩产能下,我们预计在 2013 年可达到 18% 的全球市占率。
- 2) 锂电池电解液: 产能大幅扩充下,公司可望受惠于新能源汽车带动的锂离子电池需求增长。
- 3) 固态电容与超级电容化学品: 行业仍处快速增长阶段,已经切入国际一线的供应链,后续快速增长可期。该两类高毛利的新产品占整体毛利率比重可望自 2009 年 14% 迅速提升至 2012 年 36%。

财务状况

公司 2009 年营收增长 36.7% 至 3.19 亿元,毛利率由于新产品带动以及成本下滑,上升 10 个百分点至 35.1%。净利润增长 90.2% 至 6013 万元,摊薄后每股收益 0.56 元。公司的营业现金周期较 2008 年小幅上升至 134 天。电子化学品具有轻资产、高固定资产周转率的特性,新宙邦 2009 年的固定资产周转率高达 12 次。

风险

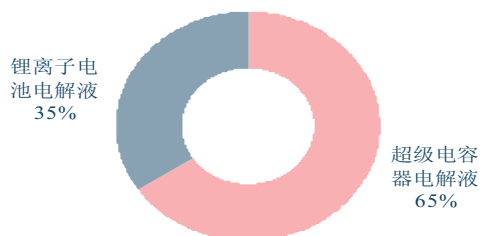
原料成本上涨、产品价格与毛利率下滑、新产品需求低于预期等。

盈利预测与投资建议

新宙邦是国内领先的电子化学品公司,在快速成长、高利润率的细分市场具有领先地位。中信证券研究部预估新宙邦 2010-2012 年的 EPS 为 0.88/1.40/1.76 元,目前现价对应 PE 为 50/32/26 倍。我们以 0.8x PEG 推导目标价,给予 2011 年 35 倍市盈率(51 元)加上每股净现金(7 元)导出目标价为 58 元。给予“买入”评级。

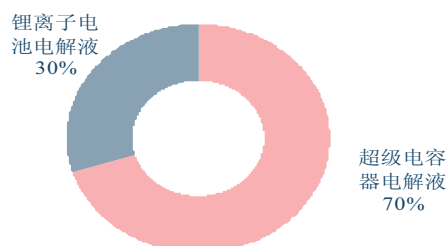
公司一览

图 217：新宙邦 09 年主营收入分解



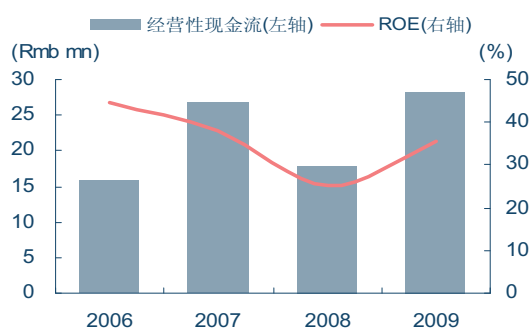
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 219：新宙邦 09 年毛利分解



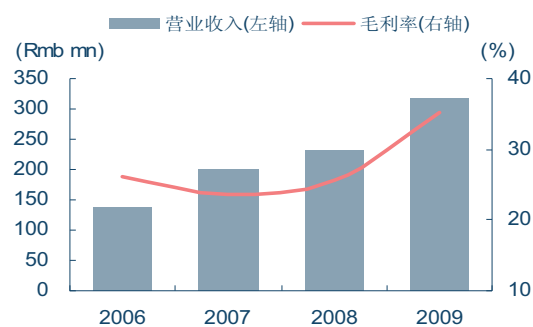
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 221：新宙邦的现金流与盈利能力



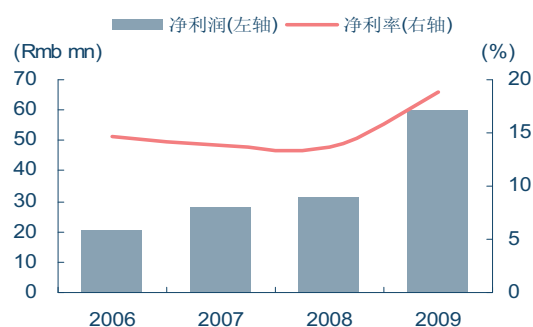
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 218：新宙邦历史营运表现



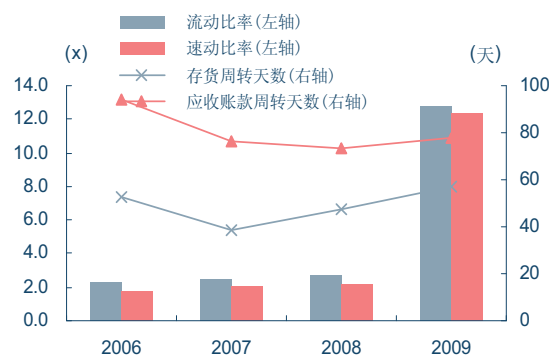
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 220：新宙邦历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 222：新宙邦的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

梅泰诺（300038）

公司沿革

公司成立于 2004 年，总部在北京，是一家提供通信塔产品整体解决方案的高新技术企业。公司实际控制人张敏和张志勇夫妇合计持有 39.1% 股权，浙江蓝石创业投资有限公司等三家法人合计持有 13.9% 股权。

产品与行业地位

公司主营产品是以三管通信塔为核心的各类通信塔，包括景观塔，独管塔，角钢塔和拉线塔等，主营业务是为三管通信塔为核心的各类通信塔的研发设计，生产制造及安装维护。公司是我国最早研发并推广三管通信塔产品的企业，是我国通信塔行业最主要的供应商，是我国通信塔行业最具竞争力的企业。公司率先在通信塔行业引入“以研发设计为龙头，以生产制造为支撑，以差异化服务为基础”的新商业模式，为客户提供一站式服务。

主要竞争优势

1) 以研发设计为龙头，以生产制造为支撑，以差异化服务为基础的新商业模式，将通信塔研发设计，生产制造，安装服务各环节有效集成整合，形成了公司控制和管理之下的通信塔产品供应整套产业链，为客户提供了一站式服务。

2) 集成式自主创新模式，迅速占领市场，形成先发优势。公司将研发设计，生产制造，服务等各领域的创新结合，提供量身定做的整体解决方案。

成长动力

1) 国内 3G 网络大规模建设拉动通信塔市场需求高速增长。

2) 通信塔产能扩张推动未来成长。

3) 通信塔行业进入壁垒较低，企业众多。公司正致力于成为集设计，制造，安装及 后续服务为一体的通信塔解决方案提供商，努力提升维护服务收入比重。

财务状况

流动资产比例高，货币资金，应收账款和存货是流动资产的主要组成部分。负债几乎全部是流动负债，主要包括短期借款，应付账款，应交税金和其他应付款等，2006-2008，公司主营收入年复合增长率达 255%，08 年公司净利润是 06 年净利润 134 倍。

风险

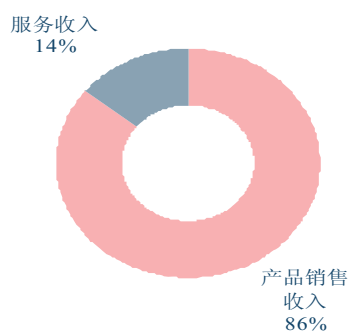
1) 行业竞争风险：通信塔行业进入壁垒较低，企业集中度很低，行业竞争非常激烈；2) 客户高度集中以及产品单一风险。公司所有收入来自于三大通信运营商，如果公司同三大运营商合作关系出现重大变化，将严重影响经营业绩；3) 公司主要产品为三管通信塔，占收入比重 80% 以上，产品单一风险较大。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 10-11 年净利润为 6300 万元/7400 万元，对应每股收益分别为 0.69 元/0.81 元，2009-2011 年年净利润 CAGR20%，但需注意公司所处行业竞争激烈，且公司竞争优势不甚明显。

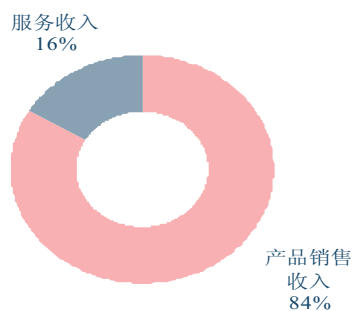
公司一览

图 223：梅泰诺 09 年主营收入分解



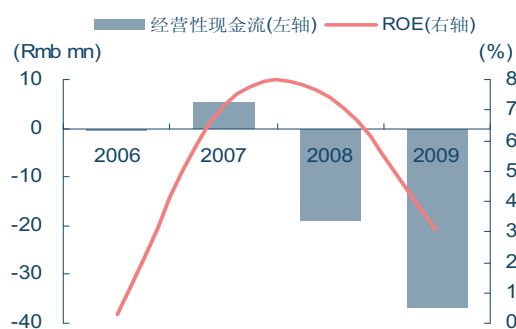
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 225：梅泰诺 09 年毛利分解



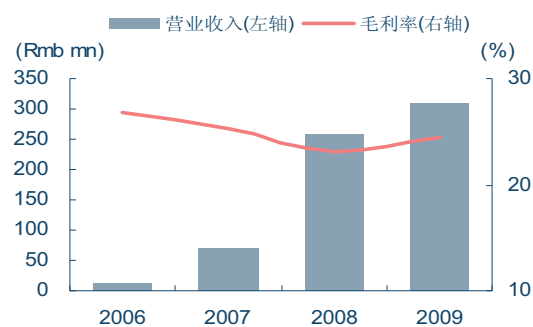
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 227：梅泰诺的现金流与盈利能力



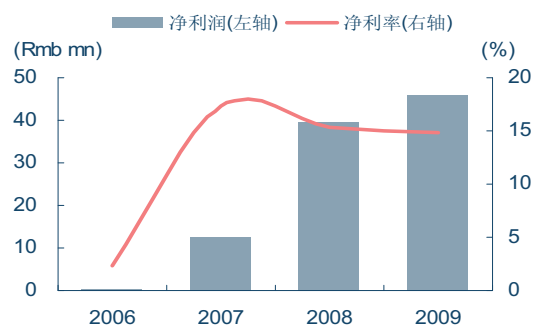
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 224：梅泰诺历史营运表现



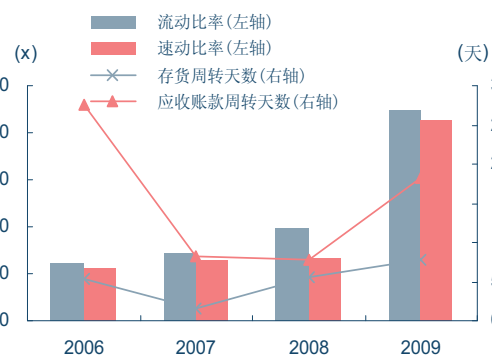
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 226：梅泰诺历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 228：梅泰诺的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

上海凯宝（300039）

公司沿革

上海凯宝成立于 2000 年，于 2009 年底在创业板上市，目前公司的业务包括中药制造和化学药，其中中药注射剂痰热清是公司的主要收入和利润来源。公司实际控制人为穆来安先生，穆先生除了持有上海凯宝股权外，还持有新谊药业 30.13% 股权和联谊制药 35.3% 股权。凯宝的主要管理团队在公司工作多年，大多持有公司股权，队伍稳定。

产品与行业地位

公司主要收入来源为痰热清注射液，主要作用为清热解毒。目前，清热解毒类中药注射剂市场中痰热清注射液的市场占有率最高，2008 年度为 22.3%。竞争品种有炎琥宁注射液、清开灵注射液、双黄连注射液、热毒宁注射液等。

主要竞争优势

公司痰热清为专利产品，独家拥有该产品生产文号。该产品效果显著，在多次重大疫情反控中列入治疗药物。该产品进入门槛高，具有政策壁垒。公司拥有稳定的销售团队，销售渠道畅通。

成长动力

公司未来三年的成长主要来自痰热清放量增长。由于目前该品种仍然处于脱销状态，随着新的生产产能在 5 月投放，预期痰热清销售收入在未来三年将保持快速增长势头。

公司拥有完善的销售网络，在新生产基地投产后，预期普药品种生产获得保证，届时公司普药销售也会面临较大增长。也将会有良好的公司超募资金较多，未来公司将可能通过收购品种补充产品线。

财务状况

公司过去三年营收和净利润的 CAGR 分别达到 49.9% 和 77.9%，利润率趋势稳定。公司整体财务健康，处于净现金状态。高毛利产品销量的增加逐步提升整体盈利能力。公司募集资金较多，也使得公司的 ROE 有所下降。

风险

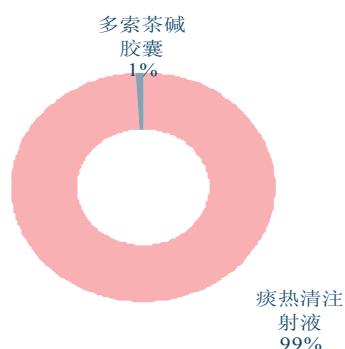
产品单一风险，公司主要收入和利润来源为痰热清，该产品的销售量和价格变化会很大程度影响公司业绩。中药注射液安全性风险。

盈利预测与投资建议

公司未来三年成长前景清晰，盈利能力和经营效率明显优于上市同业。我们预测公司 2010-11 年 EPS1.15/1.75 元，给予“增持”评级，目标价 58.9 元。未来需密切关注公司新生产基地投产进程以及公司新产品上市。

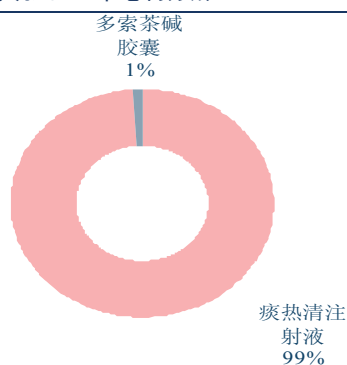
公司一览

图 229：上海凯宝 09 年主营收入分解



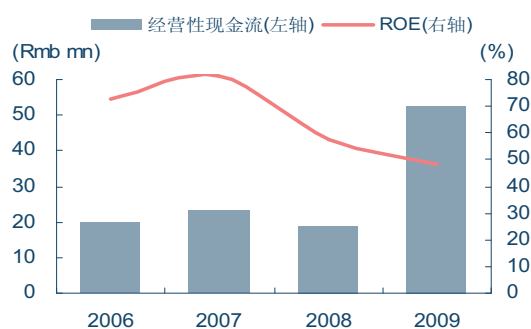
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 231：上海凯宝 09 年毛利分解



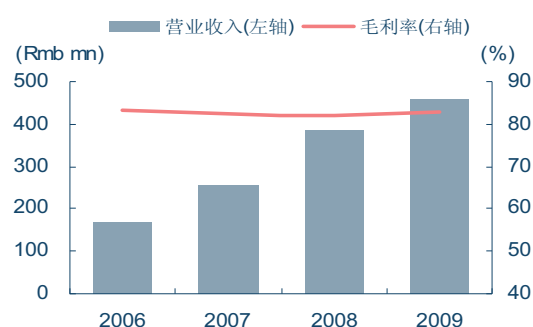
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 233：上海凯宝的现金流与盈利能力



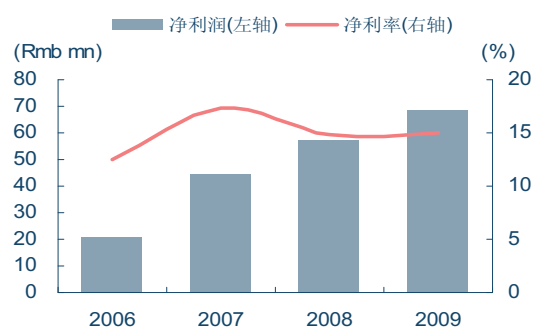
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 230：上海凯宝历史营运表现



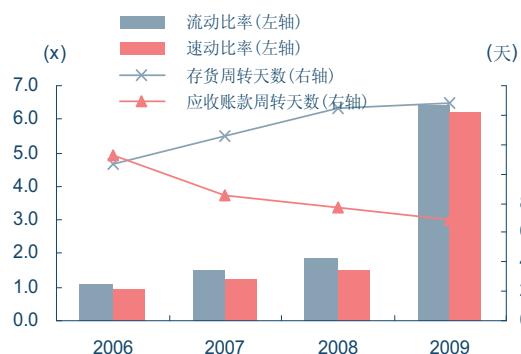
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 232：上海凯宝历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 234：上海凯宝的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

九洲电气（300040）

公司沿革

公司成立于 2000 年，总部位于黑龙江哈尔滨。公司主要从事电力电子成套设备及其配套的电控自动化产品的研发、制造、销售和服务。公司实际控制人李寅和赵晓红夫妇合计持有公司 43.8% 的股份。黑龙江高能高科技风投、北京信捷和盛企业咨询有限责任公司等持有公司 23% 的股份。社保基金持有 2.6% 的股份。

产品与行业地位

公司产品主要分为三大类：第一类为高压电机调速产品，主要包括高压变频器、高压软起动器等，公司 2008 年产值在参加行业统计的国内高压变频器企业中名列第三。第二类为直流电源产品，主要包括高频开关直流电源、电力电子功率模块等；第三类为电气控制及自动化产品，主要包括高低压开关柜、旁路柜等。

主要竞争优势

1) 高压变频器行业进入门槛高。目前国际主流的高压变频器厂商仅有 5-7 家。国内也只有 5-8 家厂商掌握高压变频器的核心技术。行业竞争格局较为稳定，产品价格与毛利水平波动也相对较为稳定。对于新进入者来说，将面临较高的技术壁垒、资金壁垒、信誉壁垒和资质壁垒。

2) 国际合作优势：罗克韦尔自动化公司是一家工业自动化跨国公司，公司为罗克韦尔自动化公司贴牌生产，成为其合同制造商，使公司在生产制造、工艺设计、机械加工、品质控制、管理水平等方面逐步接近或达到当今世界先进生产制造商水平，为公司持续快速发展奠定了基础。

成长动力

1) 高压变频器市场增长：高压变频器能起到节能降耗、改善工况、提高电机系统稳定性和安全性、延长电机使用寿命等作用。随着国家节能减排政策的推动和我国高压电动机容量快速增长，未来 10 年高压变频器潜在累计市场需求在 500~700 亿元之间。

2) 产能扩张：募集资金投资项目实施完成后，公司高压变频器的产能将从目前的 250 套扩大到 500 套，高频开关直流电源的产能将从目前的 800 套扩大到 1,400 套。

3) 风力发电变流器有望成为新的业绩增长点：公司计划将新增风力发电变流器产品每年 100 套。该产品将打破目前该产品被国外厂商垄断的格局，有效降低发电设备成本，市场巨大。

财务状况

公司近三年营收和净利润的 CAGR 分别达到 30% 和 37%，利润率基本保持稳定，期间费用率逐渐改善。存货周转率逐渐改善，但应收款周转率逐年下降，与公司的信用政策基本相符。由于销售收入增长的同时，对供应商采取了月、季付款结算方式，经营性现金流净额大幅增长。由于行业技术密集型的特性，公司流动资产为主的轻资产结构还将维持。

风险

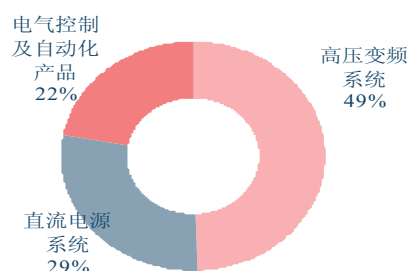
1) 大客户依赖的风险。2) 应收账款风险。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 2010 至 2011 年 EPS 为 0.90/1.14 元，未来三年利润 CAGR 达 30%。未来需密切关注风力发电变流器的市场销售情况以及公司超募资金约 3.6 亿元的投入项目。

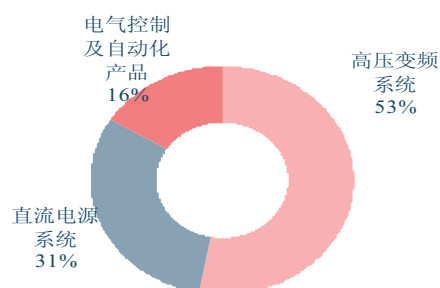
公司一览

图 235：九洲电气 09 年主营收入分解



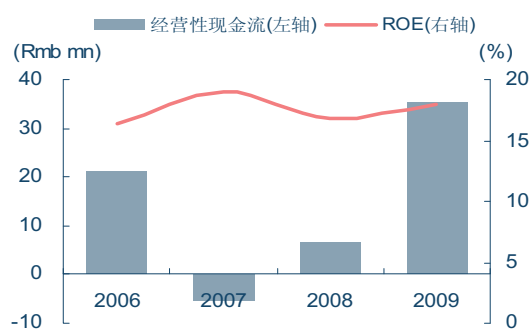
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 237：九洲电气 09 年毛利分解



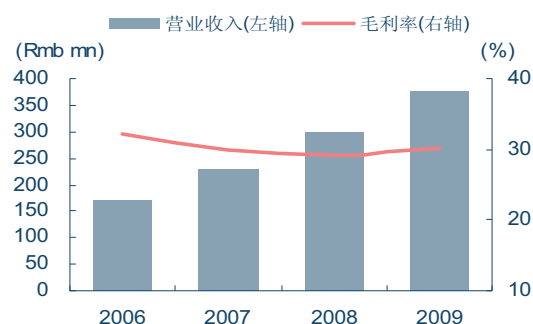
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 239：九洲电气的现金流与盈利能力



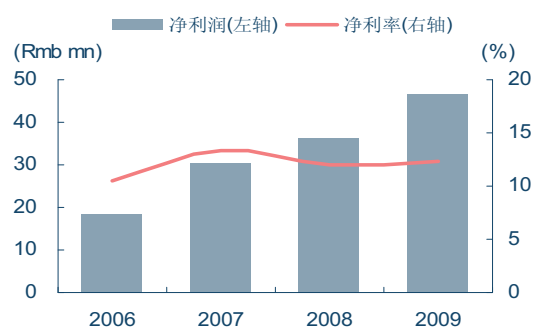
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 236：九洲电气历史营运表现



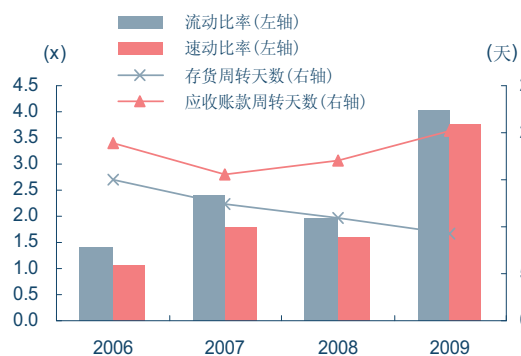
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 238：九洲电气历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 240：九洲电气的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

回天胶业（300041）

公司沿革

公司业务起源于1991年成立的襄樊胶粘技术研究所，总部位于湖北襄樊；主要生产工程胶粘剂，是我国工程胶粘剂行业中规模最大的内资企业，高性能有机硅胶粘剂在国内工程胶粘剂市场占有率排名第一。

产品与行业地位

2008年工程胶粘剂产品销售收入占主营业务比例的84.3%。公司处在胶粘剂行业金字塔的中上部，是国内最大的专业生产工程胶粘剂企业，主营工程胶粘剂，最近三年占其营业收入的平均比例达到86.2%，高性能有机硅胶粘剂国内市场占有率排名第一。

公司生产各类工程胶粘剂产品多达300多种，应用领域十分广泛，行业内与本公司整体产品结构相似、销售市场相近、客户群相似的主要内资企业竞争对手为北京天山新材料技术有限责任公司。此外，公司在多个产品类型和应用领域还与德国汉高公司展开竞争。

主要竞争优势

公司拥有完善的产品线。在多项产品技术方面均达到国际先进水平，后继产品开发的有效突破和迅速拓展是公司在未来竞争中优势的有力条件。自主研发的回天硅酮密封胶技术在扯断伸长变化率、拉伸强度等主要技术指标优于国内同类产品；自主研发的太阳能电池板组装用有机硅密封胶的UL阻燃等级代表了当今国际最高水平；自主研发的厌氧胶技术在初固时间、破坏力矩和折断力矩等技术指标均达到国内领先、国际先进水平；自主研发的SMT贴片胶的研发生产填补了国内空白，达到国际先进水平；公司所掌握的高速铁路凸型台聚氨酯胶粘剂技术在国内仅有5家企业拥有；公司是国内唯一掌握HTC-1耐高温无机胶技术的企业，该技术应用于新型鱼雷、子母弹装配和导弹制造领域。

成长动力

公司所生产的工程胶粘剂作为化工新材料，下游应用领域随着国民经济的发展和工业水平的提高而不断拓宽，除传统行业随国民经济增长所带来的市场需求增长外，可再生能源行业增长速度远远超过国民经济增长速度，高速铁路行业的用胶需求为工艺更新带来新增需求，且发展速度也将超过国民经济增长速度。

财务状况

公司过去三年营收和净利润的 CAGR 分别达到 20.2%和 15.8%，利润率趋势稳定。公司整体财务健康，处于净现金状态。公司募集资金较多，也使得公司的 ROE 有所下降。

风险

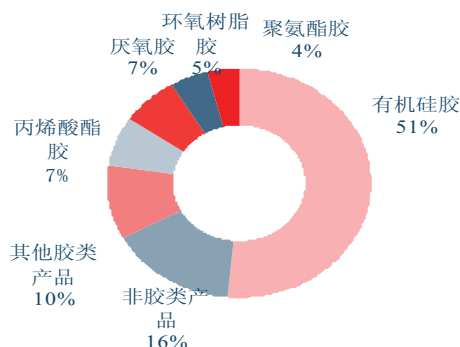
公司生产涉及的直接材料众多，总共约800多种，占生产成本（包括直接材料、直接人工、制造费用）的90%左右，其主要原材料107硅橡胶、二乙二醇、二乙二醇单甲醚、甲基丙烯酸甲酯等化工原料的价格受上游原料价格和市场供需关系影响，呈现不同程度的波动，这将影响公司毛利率，导致未来业绩的不确定性增大。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 2010-11 年 EPS0.92/1.45 元。未来需密切关注公司原材料与产品价格变动状况。

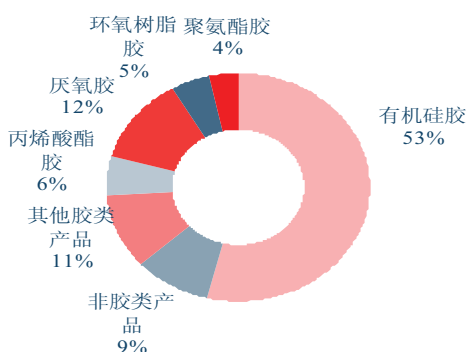
公司一览

图 241：回天胶业 08 年主营收入分解



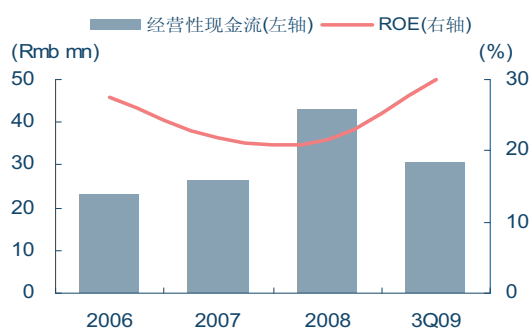
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 243：回天胶业 08 年毛利分解



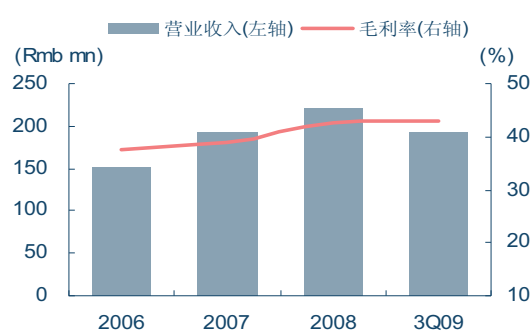
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 245：回天胶业的现金流与盈利能力



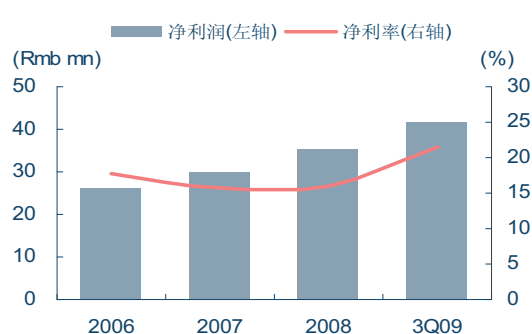
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 242：回天胶业历史营运表现



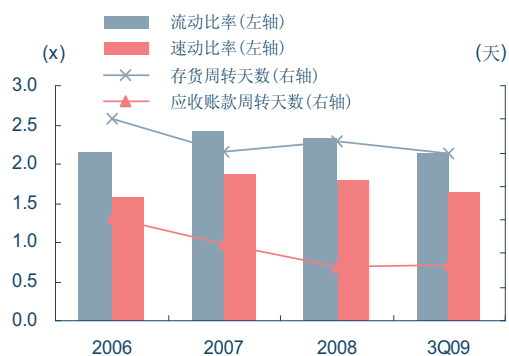
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 244：回天胶业历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 246：回天胶业的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

朗科科技（300042）

公司沿革

朗科科技成立于 1999 年，总部位于深圳，是一家专门从事闪存应用及移动存储产品的研发、生产、销售及相关技术的专利运营业务的公司。公司创始人邓国顺、成晓华分别持有 23.1%和 16.5%股份。

产品与行业地位

公司主要的产品包括闪存、移动硬盘、数码娱乐、控制芯片等。早在 99 年公司就率先研制成功全球第一款闪存。目前公司在全球范围内拥有闪存相关领域系列原创性发明专利 300 余项，已授权 79 项，正在申请 220 项。目前朗科的主要竞争对手包括 SanDisk、PNY、Kingston、华旗资讯、联想等。公司凭借原创的技术和较好的市场基础快速占领国内中高端产品市场份额。公司闪存存在国内中高端市占率为 36.6%。2008 年朗科闪存和移动硬盘的市场份额分别为 16.5%和 4.9%。

主要竞争优势

1) 难以替代的原创性技术。朗科作为国内外最早涉足闪存应用及移动存储领域的公司之一，通过持续技术创新，拥有一系列原创性基础发明专利及其他核心专利。朗科不断围绕闪存及其它半导体存储技术、接口技术的进步及时申请新的后续系列专利。公司系列原创性基础发明专利和核心专利主要覆盖两个方面：以闪存或其它半导体存储介质和接口技术结合的装置、和数据处理系统连接进行数据存储及交换的方法。

2) 公司采用独特的“专利运营+产品运营”的经营模式，专利授权收入成为影响公司利润的非常重要的因素。从收入构成来看，专利授权收入占总收入的比重不足 15%，但由于其毛利率很高，09 年专利授权贡献的毛利占公司整个毛利的 49%，从而也进一步提升了公司综合毛利率水平。

成长动力

1) 两大技术研发平台保证持续创新。朗科拥有两大技术研发平台：闪存应用及移动存储技术研究平台和闪存应用及移动存储产品开发平台。多层次的技术研发平台可有效保证公司技术、产品的先导性，强化公司核心竞争力。

2) 专利运营模式转变。明朗科的专利维权已从前面向历史的追讨专利费的阶段，过渡到以合作共赢的长期稳定收入为主的阶段。通过按比例收取专利与行业中的优势企业共同发展，长期稳定享受行业的增长。

财务状况

公司 2007-2009 年营收和净利润的复合增长率为-5.6%和 1.0%。但朗科的毛利率和 ROE 水平与同行业相关公司相比处于较高水平，主要原因在于公司专利授权收入的毛利率水平很高，从而提升了公司综合毛利率水平，进而提升公司的 ROE 水平。公司资产负债表呈现较明显轻资产特点，上市后资金充裕，没有银行贷款。

风险

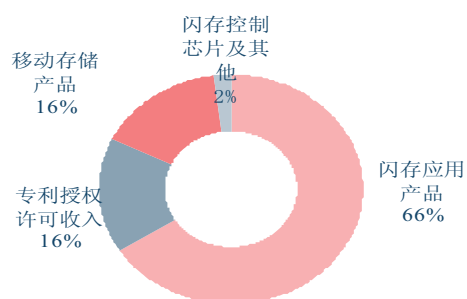
1) 朗科专利维权的进程存在不确定性。2) 行业周期性变化导致原材料成本和产品价格变化不成比例，从而影响公司的产品销售毛利率。

盈利预测与投资建议

产品运营与专利运营双核驱动公司业务增长。其中，专利运营模式是公司业务经营模式的亮点，逐渐成为公司盈利的重要来源。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS 达 0.9/1.2 元。

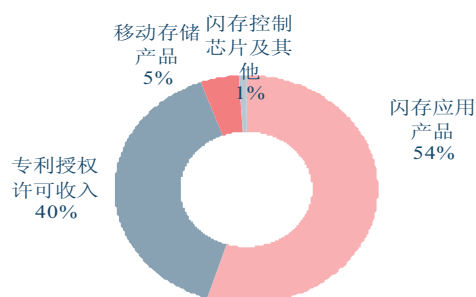
公司一览

图 247：朗科科技 08 年主营收入分解



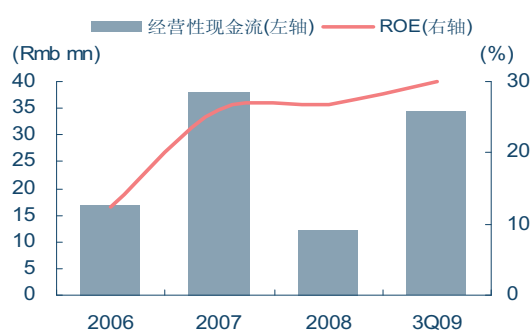
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 249：朗科科技 08 年毛利分解



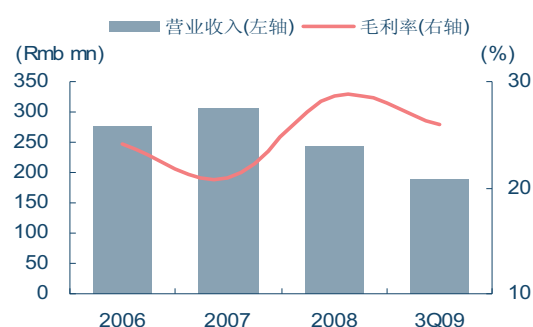
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 251：朗科科技的现金流与盈利能力



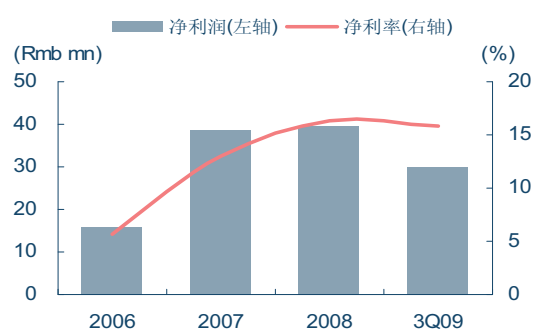
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 248：朗科科技历史营运表现



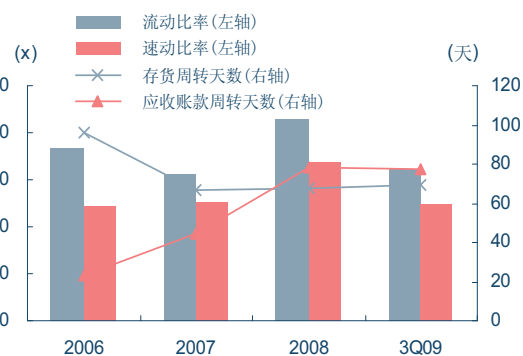
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 250：朗科科技历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 252：朗科科技的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

星辉车模（300043）

公司沿革

公司成立于 2000 年，总部位于广东汕头。是一家专注于生产汽车模型的企业。公司实际控制人陈雁升和陈冬琼夫妇合计持股 62.1%。

产品与行业地位

公司抓住汽车普及和车模礼品化的市场契机，将传统玩具和汽车文化相结合，通过获取汽车厂商车模授权的方式发展车模业务。目前，公司已经获得 21 个世界知名汽车品牌的 190 款车模生产的授权证书，成为国内车模企业中获得授权数量最多的企业之一。目前国内车模行业的市场集中度较低，主要厂商为分布于广东省的中小玩具制造商，主要企业的出口份额仅为 2%-3%，与公司形成直接竞争的企业主要是香港银辉。

主要竞争优势

1) 公司在授权数量上已积累一定优势。目前公司拥有 21 个全球知名汽车品牌的 190 款汽车的品牌授权，授权数量居国内前列。其中 18 个汽车品牌为有限期授权，3 个为无限期授权，与汽车厂商建立起长期、稳定的战略合作关系。

2) 自主研发创新能力较强。公司利用技术研发所积累的多项专利技术，以及先进的计算机辅助设计技术和电子数码技术等工业技术创新的开发出普及型的动态车模。同时公司将用于汽车工业的 SLA 激光快速成型机应用于车模研发设计，使得公司研发周期从一年左右缩短为四个月，产品量产时间从行业平均的 20 天压缩至 15 天，自主研发和批量生产能力显著优于同业。

成长动力

1) 汽车销售量的持续快速增长带动国内车模行业步入成长初期，并将伴随汽车保有量的提升和汽车文化的普及驶入快速成长期。车模行业的市场集中度低，国内主要厂商为分布于广东省的中小玩具制造商，行业竞争格局松散。公司进入车模行业的时间较早，拥有一定的市场份额，且本次募集资金完成以后生产规模有望实现 100% 的增长。

2) 公司逐步淡出玩具车的生产，车模产品占公司收入和利润的比重逐渐攀升。由于车模产品毛利率相比玩具车及其他玩具的毛利率高出 10 个百分点以上，该业务占比的不断提升直接导致公司综合毛利率的稳步提高。预计 2010 年车模收入占总收入的比重将提升到 80%。

财务状况

与同类公司比较，星辉车模 08 年的资产负债率为 42.4%，流动比率 1.1，存货占流动资产的 50%，几项指标均处在行业平均水平。公司近年来主要融资方式为银行贷款，截止 09 年 3 季末公司有长短期贷款 3792 万元，上市后的负债率将明显降低。

风险

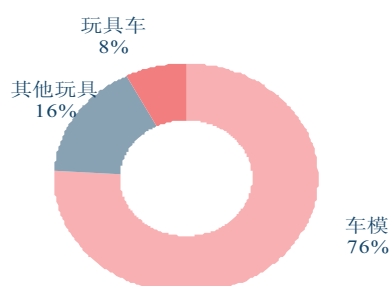
1) 获得车模授权及再授权的风险。但如果未来没能继续获得新款车模的授权或现有车款的再授权，公司将存在业绩增长放缓的风险。2) 目前公司收入 70% 来自外销，存在贸易壁垒与汇率风险。

盈利预测与投资建议

中信证券研究部预估公司 2010-11 年 EPS 为 1.12/1.56 元，给予“买入”评级，目标价 68.64 元。

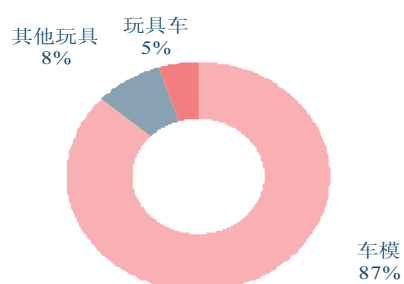
公司一览

图 253：星辉车模 09 年主营收入分解



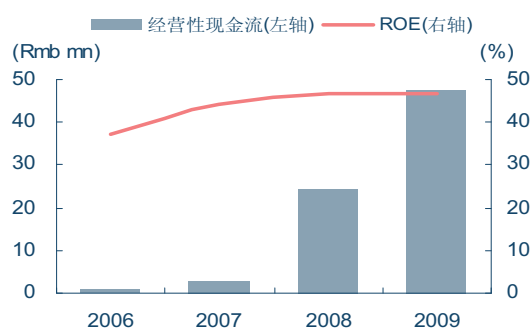
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 255：星辉车模 09 年毛利分解



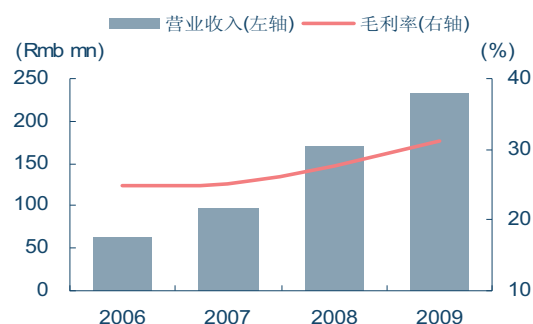
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 257：星辉车模的现金流与盈利能力



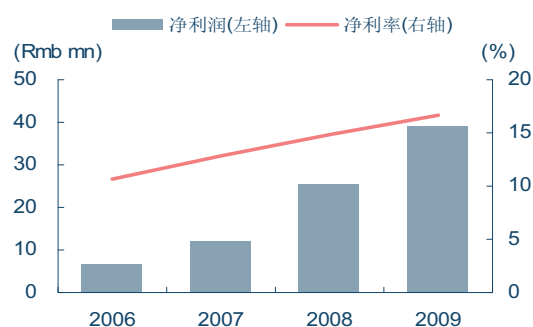
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 254：星辉车模历史营运表现



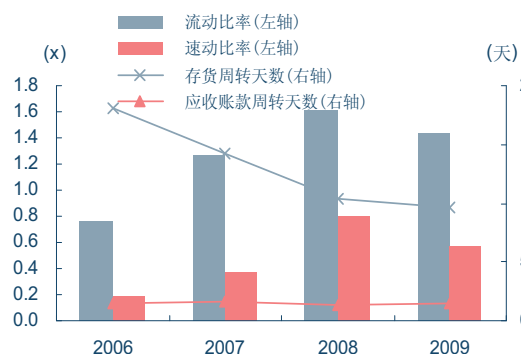
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 256：星辉车模历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 258：星辉车模的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

赛维智能（300044）

公司沿革

公司总部设在深圳，是国内最专业的智能化系统解决方案提供商之一，主要为城市轨道交通、铁路、建筑行业提供智能化系统解决方案。公司实际控制人周勇持有发行后总股本的 23.5%，中科公司等三家法人持有 9.5% 股权，封其华等 10 个自然人持有 42% 股权。

产品与行业地位

公司智能化系统解决方案是指为现代土木工程提供全面的智能化系统可行性研究、方案设计、项目实施等系列服务，包括：城市轨道交通智能化系统解决方案，铁路信息化数字化系统解决方案，建筑智能化系统解决方案。2008 年公司在城市轨道交通智能化系统市场占有率为 7%，在乘客资讯及综合安防智能化系统市场占有率 25.9%。在建筑智能化系统市场占有率 0.4%。

主要竞争优势

1) 国内资质最齐全的智能化系统解决方案提供商之一。公司在行业内拥有完备的最高资质。包括建筑智能化系统设计专项甲级证书等，在城市轨道交通智能化项目，铁路智能化项目拥有丰富的项目经验。

2) 技术优势和品牌优势。公司拥有多项专利技术，经过十多年的市场开拓和培育，形成了品牌和市场优势。

成长动力

1) 城市轨道交通建设加速发展。未来几年是我国轨道交通建设的高峰期，公司在轨道交通智能化系统领域具有明显优势，客户稳定，毛利在 40% 左右，未来有较好的成长性。

2) 向其他领域（如铁路信息化等）扩展。公司通过在建筑智能化领域和城市轨道交通智能化领域技术积累和经验沉淀，结合铁路场站及区间自身特点，针对铁路车站，区间机房等设备与环境监控，火灾监控，公共安全保障等核心问题，提出了专业的解决方案，铁路信息化有望成为公司新的利润增长点，同时具有向其他领域扩展的可能性。

财务状况

公司资产以流动资产为主，流动资产占资产总额平均比重 87.5%，这与公司所处的技术和知识密集型服务行业的特征一致，应收账款占营业收入比重较大，主要是由于公司确认应收工程进度款的时点和实际收到工程进度款的时点差异大，跨会计年度现象时常发生。公司负债以流动负债为主，流动负债主要构成为短期借款，应付账款，应交税费和预收款项。06-08 年公司营业收入年复合增长率 26.0%，净利润复合增长率 119.4%，毛利率持续上升。

风险

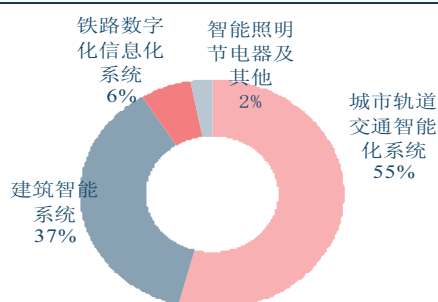
1) 市场竞争加剧风险。市场竞争向品牌化，个性化服务方向发展，进入者众多，行业市场竞争呈逐步加剧态势；2) 铁路行业政策不确定和铁路信息化数字化系统市场开拓风险。铁路信息化数字化系统的管理还处于逐步完善阶段，政策面临不确定性风险。

盈利预测与投资建议

公司在轨道交通智能化系统领域具有较高的技术水平，在深圳等地的城市轨道交通市场占有先机。市场一致预期公司 2010-2011 年净利润分别为 3200 万/4300 万，对应每股收益分别为 0.40/0.54 元。

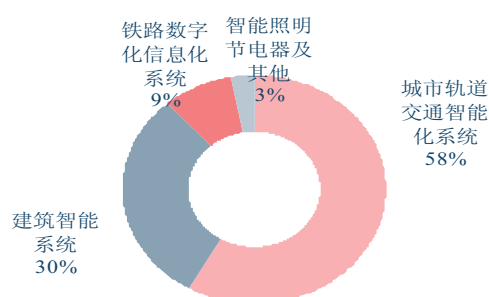
公司一览

图 259：赛为智能 09 年主营收入分解



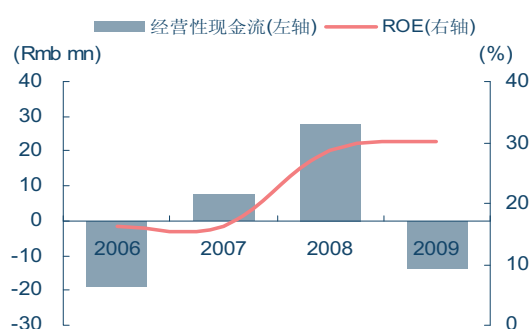
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 261：赛为智能 09 年毛利分解



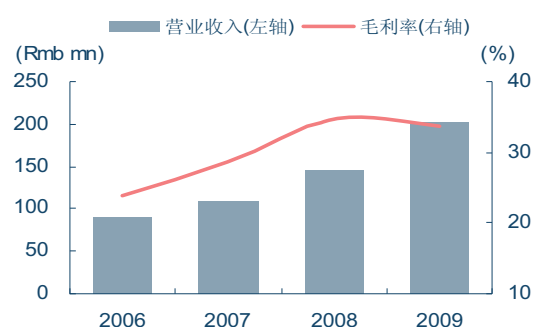
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 263：赛为智能的现金流与盈利能力



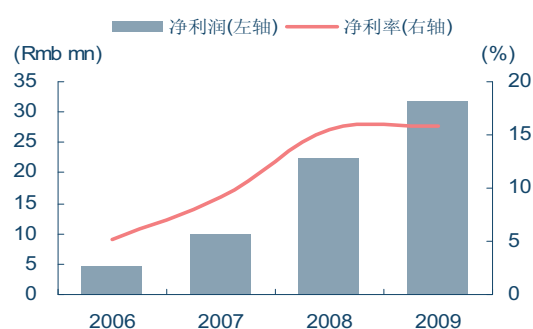
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 260：赛为智能历史营运表现



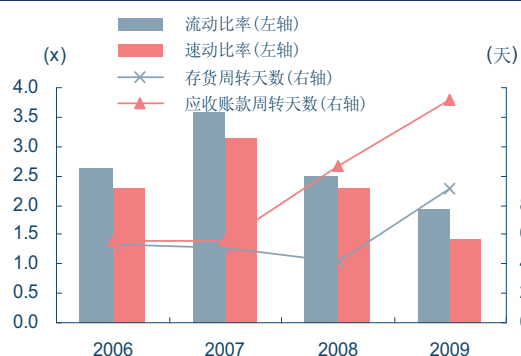
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 262：赛为智能历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 264：赛为智能的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

华力创通（300045）

公司沿革

公司总部设在北京，专注于从事基于计算机技术的仿真测试系统及其相关设备的研发，生产和销售业务，重点服务于国防军工领域。公司实际控制人高小离，王琦及熊运鸿合计持有发行后总股本的 55.8%

产品与行业地位

公司主要产品和服务包括：机电仿真测试产品，射频仿真测试产品和仿真应用开发服务。公司是国内少数几家具有自主创新能力、能与国际先进计算机仿真企业相抗衡的厂商之一，整体实力在国内计算机仿真市场尤其在国防军工领域处于领先地位。2008 年公司的半实物仿真系统产品市场占有率位列国内同类产品第一，雷达仿真测试产品市场占有率位列国内同类产品第一，仿真应用开发服务在国内厂商中处于领先地位。

主要竞争优势

1) 先发优势。公司是国内最早在计算机仿真行业进行自主技术创新的本土专业厂商。计算机仿真行业无论技术还是市场都需要较长时间的储备和积累。

2) 资质优势。公司陆续获得了服务于军工装备市场必须的行业准入资质，这些资质使得公司进入到一个外国，外资和普通计算机仿真企业所不能进入的市场领域。

3) 市场优势。计算机仿真工具客户粘度普遍较高，通过不断地技术创新和持续优质服务，公司目前已与一大批国防军工领域客户建立了良好合作关系。

成长动力

1) 半实物仿真测试，雷达仿真测试和卫星导航仿真测试是公司业务重点。国内半实物仿真测试未来五年 CAGR 达 21%，国内卫星导航仿真复合增长率 37%，国内雷达仿真测试复合增长率 CAGR21%

2) 卫星导航模拟器和雷达目标回波仿真模拟器是公司未来几年业绩增长点。公司研制的 SAR 雷达目标回波仿真模拟器填补了国内空白，有望快速增长。

财务状况

2006-2008 年公司资产总额复合增长率 55%。资产结构流动资产占比 50%以上，公司流动资产占总资产的比重较高，主要系公司所处的行业特点，公司所处的发展阶段及业务模式决定，速动资产占流动资产的比重超过 87%。负债结构上，非流动负债占比大，且比重不断提高。近三年公司综合毛利率保持在 50%以上，净利润率超过 20%。近三年营业收入复合增长率 33.8%，净利润复合增长率 127.5%

风险

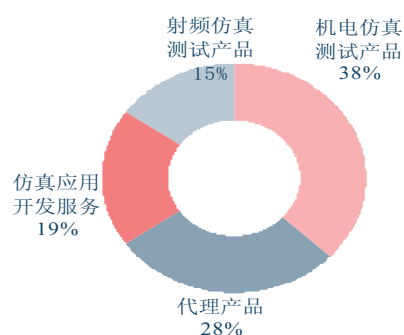
1) 行业风险：我国计算机仿真行业处于初级发展阶段，面临国际先进计算机仿真企业的强势竞争压力；2) 技术风险：包括新产品新技术开发风险，核心技术人员流失，核心技术泄密风险。

盈利预测与投资建议

公司是国内计算机仿真行业本土领先厂商，北斗卫星导航系统的建设和雷达目标回波模拟器进口替代使公司未来三到五年业绩存在加速增长的可能，长期看，公司仍需突破仿真模拟训练等市场空间更大，技术水平较高的市场以其获得持续增长。市场一致预期公司 10-11 年净利润分别为 4700 万/7000 万，对应每股收益 0.70/1.04 元。

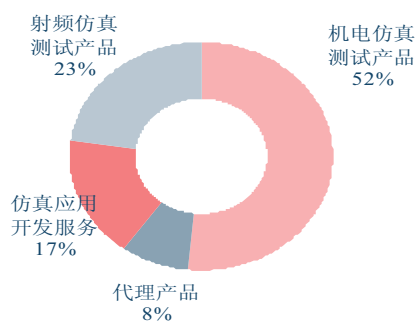
公司一览

图 265：华力创通 09 年主营收入分解



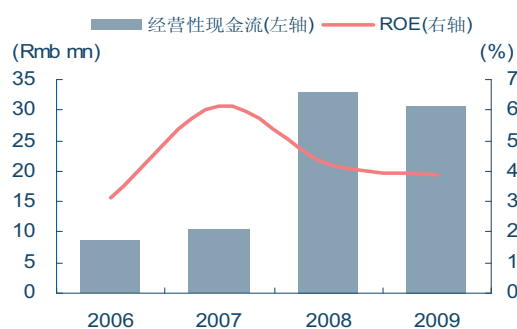
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 267：华力创通 09 年毛利分解



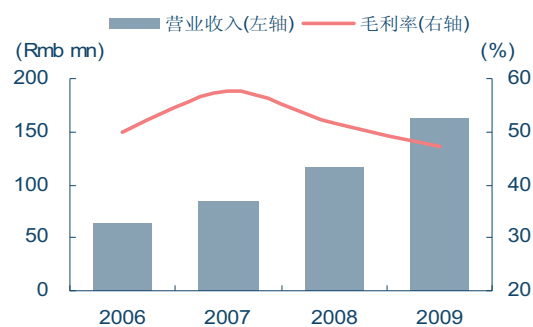
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 269：华力创通的现金流与盈利能力



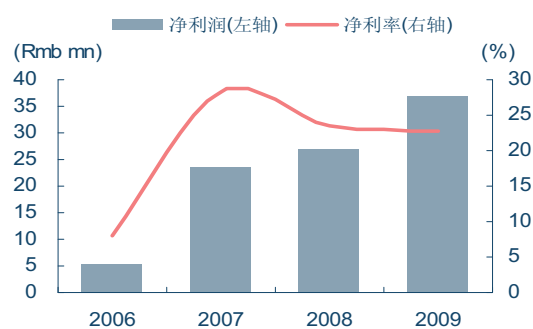
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 266：华力创通历史营运表现



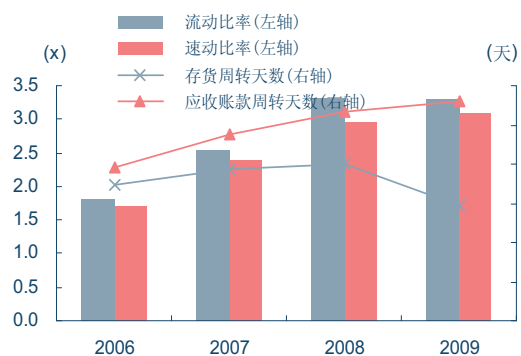
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 268：华力创通历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 270：华力创通的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

台基股份（300046）

公司沿革

台基股份成立于 2008 年,总部位于湖北省襄樊市,公司是中国主要的功率半导体制造商之一。公司第一大股东是襄樊新仪元半导体占发行后总股本的 49.7%,新仪元的大股东是公司实际控制人、董事长兼总经理邢雁。外资股东富华远东公司持有 18.7%股权。

产品与行业地位

公司是中国功率半导体器件的主要制造商之一,主营产品为功率晶闸管及其模块。产品广泛应用于金属熔炼、工业加热、电机调速、软启动、发配电等领域。主导产品晶闸管和模块连续保持年销售额前三位。国内大功率半导体企业约 80 余家,其中年销售额达 1 亿元以上仅 3 家,包括西电所、南车时代电气、与台基股份。其他主要的供应商皆为外国厂商(共占约 70%的份额),包括 Semikron、Infineon、ABB 等。

主要竞争优势

- 1) 技术优势: 公司掌握完整的前道(扩散)技术、中道(芯片制程)技术、后道(封装测试)技术。
- 2) 渠道优势: 公司在国内拥有约 850 家直营客户(整机设备制造商),其中 75 家大客户为电力电子应用领域的龙头和骨干企业;同时还拥有 49 家特约经销商,5 家一般经销商,触角延伸至全国各地。

成长动力

- 1) 产能扩张。公司募投项目分三年实施,产能扩充涉及两个型式的大功率半导体器件,产能将从现有 80 万只增加到 205 万只,共扩充产能 125 万只。
- 2) 行业增长。根据赛迪顾问的预估,中国大功率半导体器件市场销售额近年来保持 20%的年均复合增长率。2010 年的市场规模将达到 76 亿元。
- 3) 进口替代。目前中国功率器件产品的国产化率仅约 30%,国产产品正逐步由低端至高端替代进口产品。

财务状况

2009 年公司的营收增长 6.7%至 2.1 亿元,净利润增长 23%至 4566 万元,摊薄后每股收益 0.77 元。经营现金流量为由 2008 年的净流出转为净流入 8340 万元,毛利率同比提升 2.6 百分点至 36%。公司 2009 年的营运现金周期有所改善,较前一年下降 24 天至 127 天,其中主要由于存货周转天数下滑 26 天至 108 天。

风险

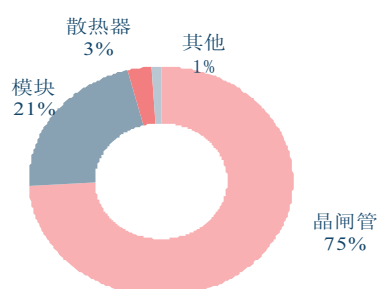
- 1) 原材料价格波动: 的主要原材料包括硅片、钼片和管壳等占生产成本比重约 75%,成本波动公司无法通过产品价格的调整全部抵销;
- 2) 行业周期风险: 公司产品需求与钢铁冶金、轨道交通、电力输变电、等领域密切相关。

盈利预测与投资建议

由于功率半导体产品更新周期慢、客户认证时程长,对于国内的制造商仍然形成一定的壁垒,国产化率提升不快。市场一致预期公司未来三年利润 CAGR 达 23%,相当于发行摊薄后 2010-11 年 EPS 0.95/1.17 元。

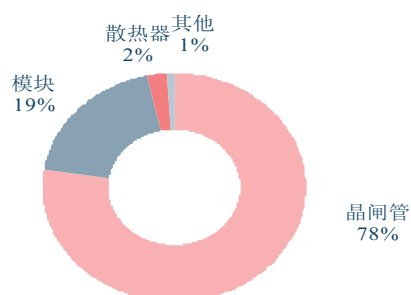
公司一览

图 271：台基股份 09 年主营收入分解



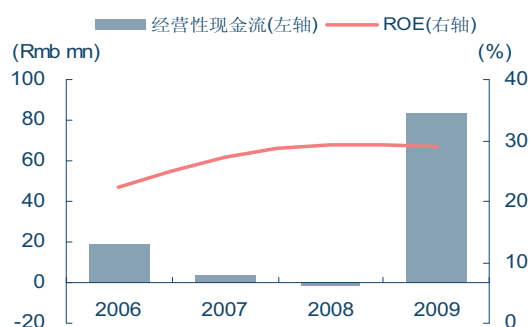
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 273：台基股份 09 年毛利分解



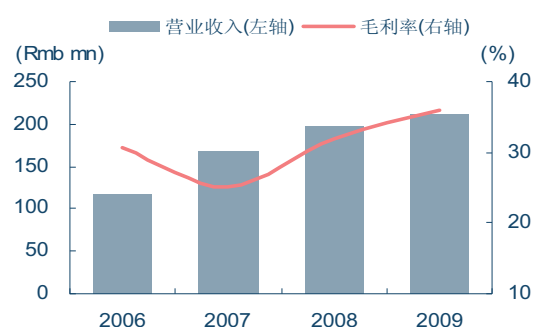
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 275：台基股份的现金流与盈利能力



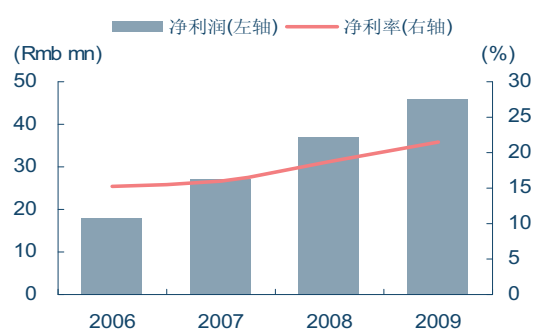
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 272：台基股份历史营运表现



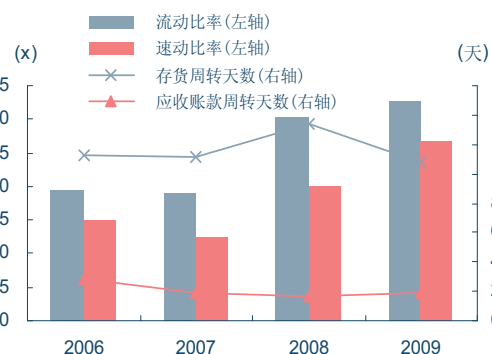
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 274：台基股份历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 276：台基股份的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

天源迪科（300047）

公司沿革

公司总部设在深圳。主营业务是电信，公安及其他行业应用软件产品的开发，生产和销售，计算机软硬件系统集成，技术支持与服务。

产品与行业地位

公司为电信行业提供准实时计费帐务类，实时在线计费类，客户关系管理类，数据仓库类等全面的业务支撑系统软件解决方案及服务咨询；为公安行业提供公安基础业务类和综合应用类应用软件系统解决方案及服务咨询；为电信行业，公安行业客户提供基于应用软件产品支撑配套的系统集成及技术服务。2008 年，公司的电信数据仓库类软件，实时在线计费类软件，客户关系管理类软件，准实时计费帐务类软件在中国电信集团业务支撑软件的细分市场中排名第一，第一，第三，第五；实时在线计费成为中国联通集团七家试点厂商之一，中国联通集团新一代 BSS 五家入围厂商之一；同年公司在公安行业新一代出入境管理软件产品的市场占有率排名第二。

主要竞争优势

1) 行业准入门槛高。公司已经通过了中国电信集团，中国联通集团和公安部的入围测试。公司已经在电信和公安应用软件业服务已久，对客户需求有深入了解，行业经验优势突出。

2) 客户资源优势。电信运营商和公安系统对业务支持系统的稳定性和信息的保密性有较高要求，客户粘性较大。公司拥有一批战略客户，是中国电信集团和中国联通集团 IT 核心合作伙伴之一

3) 自主创新能力强，已建立完善研发体系。公司是国家规划布局内重点软件企业，高比例的研发投入，充足的技术人员，多层次的研发体系，具有技术优势。

成长动力

1) 3G 业务开展，“金盾”工程二期建设的进行以及公司战略向应用软件业务倾斜，公司的 CRM 和 BI 产品仍将面临高速增长的发展机遇。

2) 2010 年是运营商大力发展 3G 应用的元年，全业务时代的运营商将把重心转移至客户导向和数据业务的发展中，新业务的上线，数据采集，计费，帐务处理，结算等功能的复杂化加大对公司产品需求。

财务状况

公司资产结构中流动资产比重近 80%，并一直维持在较高水平，货币资金和应收账款占流动资产比重近 90%。公司负债主要是短期银行借款，资产负债率低。2006-2008 年，公司主营业务收入平均增长 36.8%，公司综合毛利率维持在 40%左右，2006-2008 年净利润平均增长率 72.7%。

风险

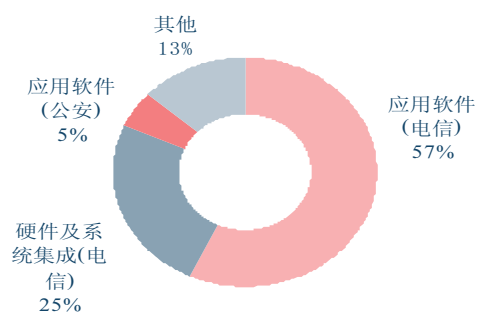
1) 受电信行业影响风险。2) 技术风险，包括核心技术泄密，新产品开发风险。3) 客户集中导致的风险。

盈利预测与投资建议

公司为电信行业提供准实时计费帐务服务，为公安系统提供系统集成和信息服务，面临高速增长的发展机遇。市场一致预期公司 10-11 年净利润 7200 万/9600 万，对应全面摊薄每股收益 0.69/0.91 元。

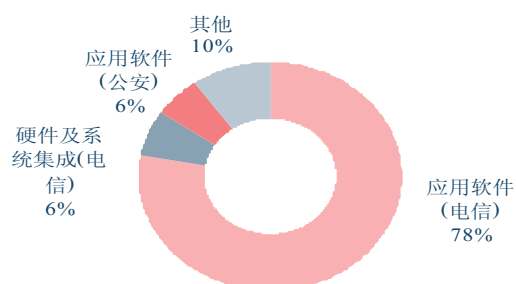
公司一览

图 277：天源迪科 09 年主营收入分解



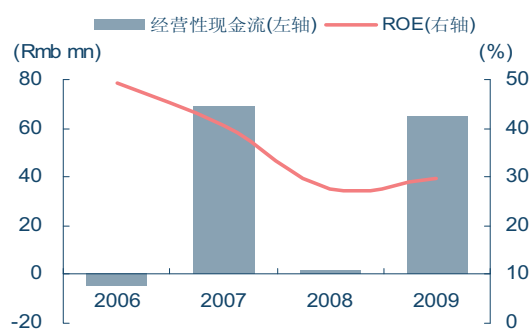
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 279：天源迪科 09 年毛利分解



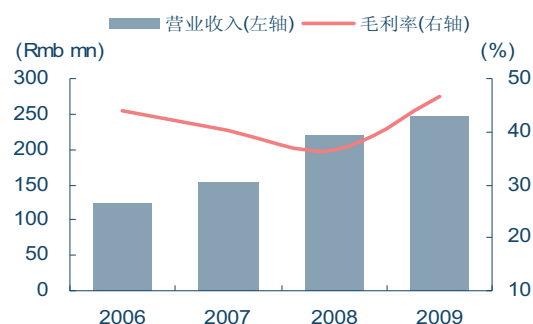
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 281：天源迪科的现金流与盈利能力



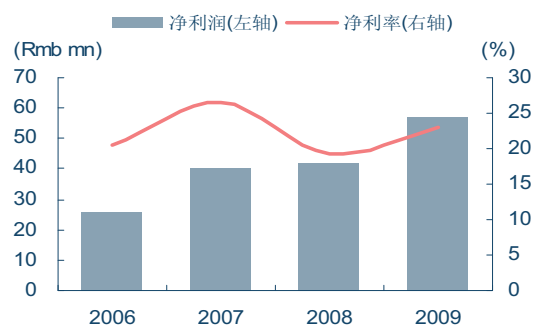
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 278：天源迪科历史营运表现



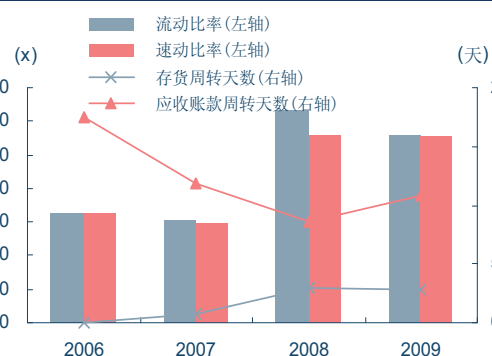
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 280：天源迪科历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 282：天源迪科的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

合康变频（300048）

公司沿革

公司成立于 2003 年，总部位于北京。主要产品是高压变频器。叶进吾、刘锦成系公司的共同实际控制人，所控制的公司股份分别为 39%、23%。君慧创投、绵世方达投资、联想控股、成都新锦泰投资分别持有公司 8.3%、3.8%、3%、1.5% 的股份。

产品与行业地位

公司主营业务为研发、生产、销售各种高压变频器，目前已进入国内高压变频器行业前三名，2008 年市场份额为 10%，在国内厂商中排名第二。现有产品可细分为通用高压变频器和高性能高压变频器两大系列，应用领域涉及电力、矿业、冶金、水泥、石化、市政等行业。

主要竞争优势

1) 较强的研发技术实力。公司进入高压变频器领域较早，是高压变频器国家标准的主要参与制定单位之一，技术团队成员具有丰富的行业经验，产品实用化设计技术领先。目前公司已经获得九项实用新型专利，另有九项发明专利已进入实质审查阶段。

2) 丰富的生产经验、稳定可靠的产品品质以及广泛的客户基础。公司累计订单已经超过一千台，形成了良好的市场口碑。根据用户反馈的产品运行报告统计，用户使用满意程度较高。

成长动力

1) 产能扩张。募集资金投资项目“高压变频器生产研发基地”建设期为两年，建成后公司高压变频器整体设计产能将达到年产 1,200 台，较目前 500 台的设计产能将有大幅度提高。

2) 行业需求快速增长。中国发电总量的 66% 消耗在电动机上。按照平均每 kW 高压变频器约 800 元的价格估计，不考虑未来新增高压电机变频调速的需求，高压变频器的潜在市场高达 812 亿元。未来 5 年，中国高压变频器市场有望保持年均 40% 以上的复合增长率，至 2012 年中国高压变频器市场规模将达到 150 亿元。

财务状况

公司近三年营收和净利润的 CAGR 分别为 103.6% 和 254.0%。近两年毛利率明显提升，期间费用率有所下降。应收款和存货占销售收入比重均在 40% 以上，导致经营性现金流持续负值。公司总体轻资产的特点在产品销售规模的扩大中仍将呈现。

风险

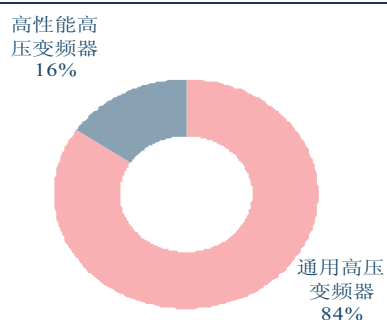
1) 经济周期波动的风险：高压变频器行业下游客户多为电力、采掘、石油石化、冶金、水泥等重工业，受宏观经济变动影响较大，宏观经济的不景气可能会影响其采购意愿。2) 技术升级换代风险。3) 经营性现金流不足的风险。高压变频器产品验收周期较长，存货、应收账款占比较高从而导致资产周转率较低是行业的普遍特点。2006 年至 2009 年，公司经营活动产生的现金流量净额均为负值。

盈利预测与投资建议

公司是国内高压变频器龙头企业，具有技术和客户优势。高性能高压变频器成长空间广阔。市场一致预期公司 2010 年至 2011 年的 EPS 为 0.93/1.34 元，未来三年净利润 CAGR 达 51.3%。未来需密切关注高压变频器下游应用的拓展以及行业技术升级的方向。

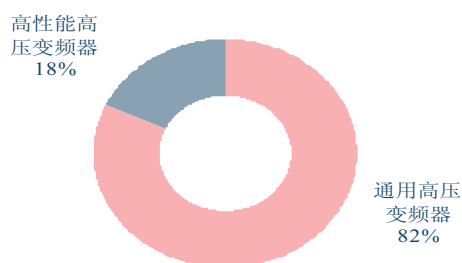
公司一览

图 283：合康变频 09 年主营收入分解



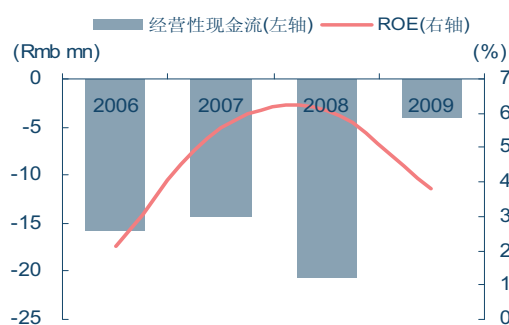
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 285：合康变频 09 年毛利分解



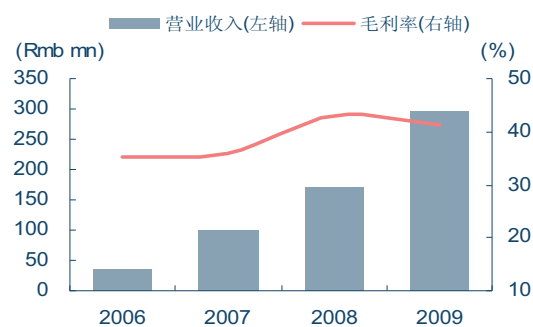
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 287：合康变频的现金流与盈利能力



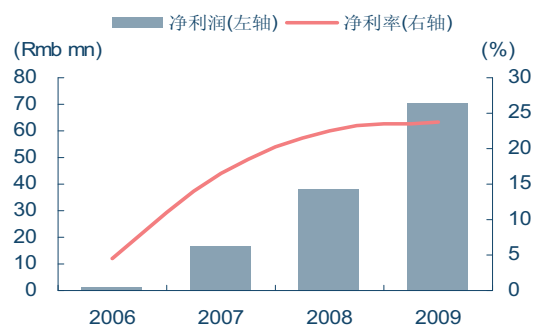
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 284：合康变频历史营运表现



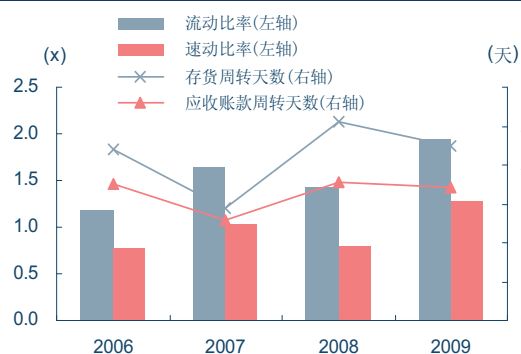
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 286：合康变频历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 288：合康变频的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

福瑞股份（300049）

公司沿革

公司成立于 2001 年，总部位于内蒙古；公司的主要产品为复方鳖甲软肝片。该产品 2008 年销售额 1.5 亿元（含税），市场份额 26.1%，是专业抗肝纤维化中成药市场上唯一销售额过亿的品种，处于市场第一品牌的领先地位。

产品与行业地位

公司主要产品属于专业抗肝纤维化中成药。复方鳖甲软肝片是该领域市场中唯一一个销售额过亿元的领导品牌。2004 年，复方鳖甲软肝片的销售额为 6,972 万元(含税)，至 2008 年，销售额已达到 1.5 亿元，近五年年复合增长率为 20.9%，增长速度居该类别药物之首。

同类型中成药扶正化瘀胶囊于 2006 年上市。销售额在 2008 年已达到 7,610 万元，与 2007 年相比，增长了 16.9%。预计在未来，扶正化瘀胶囊将会是复方鳖甲软肝片主要的竞争对手之一。

主要竞争优势

公司主导产品复方鳖甲软肝片是典型的中药现代工程制剂，与目前市场上其他抗肝纤维化中成药相比，组方独特：复方鳖甲软肝片是唯一一个以鳖甲和天然冬虫夏草作为主要原材料的抗肝纤维化中成药。

成长动力

1) 近三年一期复方鳖甲软肝片年均售价呈上升趋势。其原因是复方鳖甲软肝片的疗效不断得到验证，学术影响力不断提升，销售价格随之提高。

2) 公司生产基地技术改造项目建成后，将使本公司新增 2.8 亿片复方鳖甲软肝片的年生产能力，较目前 1.2 亿片的生产能力增长约 2.33 倍。

3) 以复方鳖甲软肝片原料替代及新剂型开发为基础，拓展降低成本、提高收益的新途径；以新型肝纤维化无创诊断技术为核心，积极探索 FSTM 系统提供的创新服务模式和精准诊治手段。

4) 公司未来三年将以建构 FSTM 系统数据库平台为核心，拓展具有福瑞特色的专业服务体系。

5) 人口老龄化对中成药的需求刚性增长。

财务状况

公司过去三年营收和净利润的 CAGR 分别达到 19.3%和 23.7%，利润率趋势稳定。公司整体财务健康，处于净现金状态。高毛利产品销量的增加逐步提升整体盈利能力。公司募集资金较多，也使得公司的 ROE 有所下降。

风险

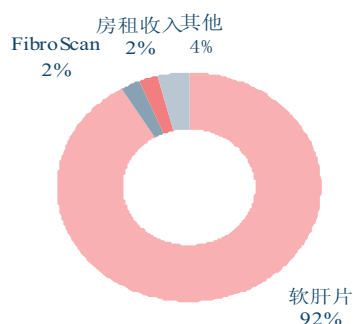
冬虫夏草的整体价格呈上升的趋势，冬虫夏草的价格及供应情况将对本公司正常经营产生一定影响。

盈利预测与投资建议

公司未来三年成长前景清晰，盈利能力和经营效率明显优于上市同业。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS0.77/1.03 元。未来需密切关注公司新产品上市进展。

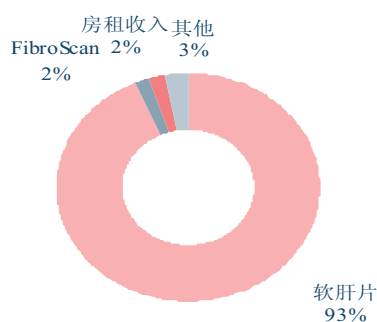
公司一览

图 289：福瑞股份 09 年主营收入分解



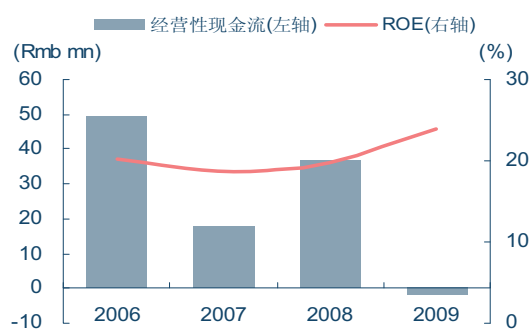
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 291：福瑞股份 09 年毛利分解



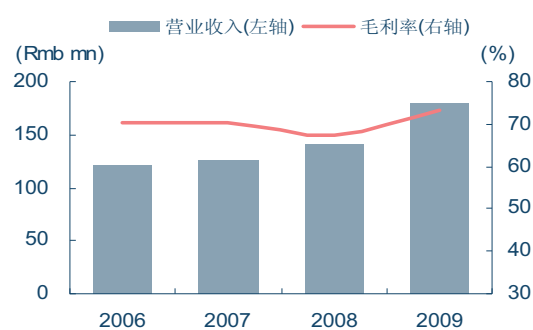
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 293：福瑞股份的现金流与盈利能力



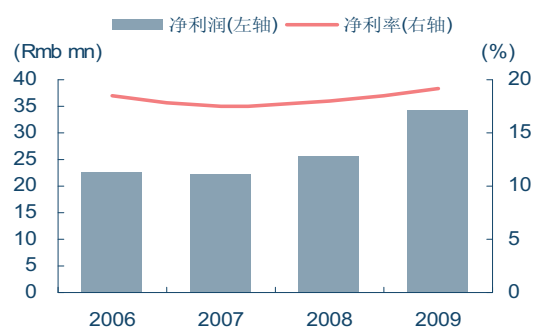
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 290：福瑞股份历史营运表现



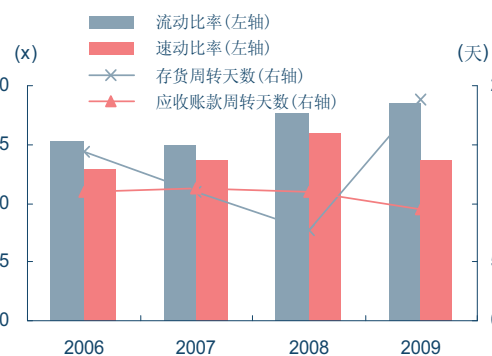
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 292：福瑞股份历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 294：福瑞股份的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

世纪鼎利（300050）

公司沿革

公司是移动通信网络优化方案综合供应商，总部设在珠海。公司既为电信运营商和电信设备供应商提供高技术含量的移动通信网络优化测试分析系统，同时亦为电信运营商提供“一站式”的移动通信网络优化服务。公司实际控制人叶滨持有发行后总股本的 33.3%，王耘等自然人持有 40.7% 股权。

产品与行业地位

公司产品涵盖 2G、3G 的多种技术制式的测试优化产品，公司研发设计的移动通信网络优化测试分析系统包括路测分析系统，自动测试分析系统，便携式测试分析系统，后台分析系统，优化分析系统和规划系统等全系列产品，均具有自主知识产权，公司是中国移动和中国电信选定的第三方网络质量评估厂商。2008 年公司业务收入在国内移动通信网络优化测试分析系统及服务市场占有率 1.03%。

主要竞争优势

- 1) 公司多个产品具有技术优势。通过密切跟踪移动通信技术发展以及持续进行产品研发与技术升级，公司在移动通信 2G、2.5G 和 3G 技术，软件开发等方面积累了丰富的技术开发经验。
- 2) 丰富的产品线，公司是国内最早开发无线网络测试产品的供应商，公司拥有涵盖 2G、2.5G、3G 的多种技术制式的测试优化产品，丰富和齐全的产品线有助于公司与多家不同制式的运营商及设备供应商达成合作。
- 3) 公司核心团队在测试优化领域从业多年，积累了相当的资源，有助于把握市场机遇。

成长动力

- 1) 网络优化投入加大，三大运营商均明确表示未来将调整投资结构，加大对网络优化的投入。
- 2) 在 3G 时代形成了“2G+3G”的复杂网络，较 2G 时代的 3 张网络已经是倍增；二是 3G 时代数据业务量将呈爆发式增长态势，网络测试优化面临新业务机遇。
- 3) 公司超募资金较多，公司表示将根据市场情况，开展相关业务的并购，重组工作，以进一步延伸公司产业链，促使公司发展。

财务状况

流动资产占公司资产总额的比重较大，在 80% 左右。流动资产主要以货币资金、应收账款、应收票据和存货为主，货币资金及应收账款是最主要的流动资产，负债以流动负债为主，占 99% 以上，资产负债率在 25% 左右。2008 年营业收入增长 105.0%，净利润增长 47.5%。

风险

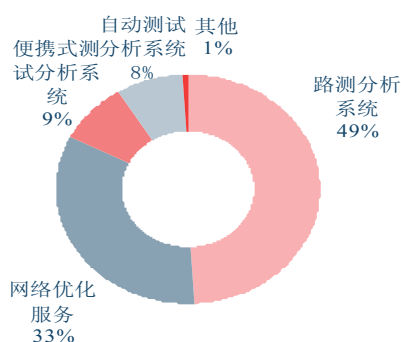
移动通信网络建设投资可能放缓的风险，技术开发的风险，市场竞争加剧的风险。

盈利预测与投资建议

公司是移动通信网络优化方案提供商，受益于 3G 网络建设和移动互联网的发展，所处行业景气高，且公司通过上市获取了规模，资金优势，公司进入新的发展阶段。中信证券研究部预计公司 10-11 年净利润 1.7 亿/2.4 亿元，对应每股收益 2.06/3.12 元。

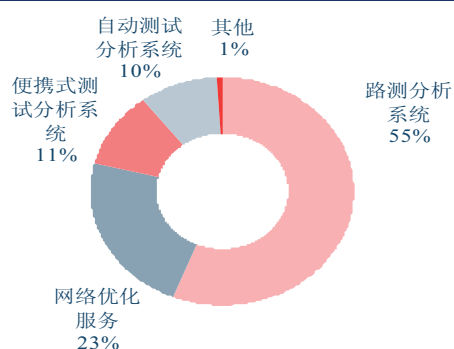
公司一览

图 295：世纪鼎利 09 年主营收入分解



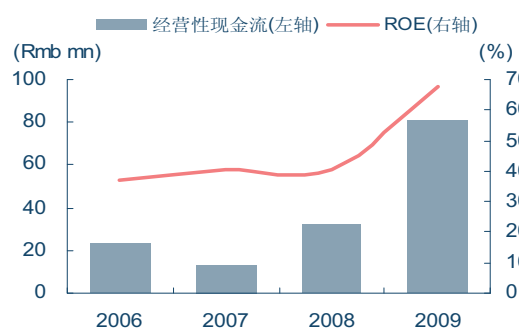
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 297：世纪鼎利 09 年毛利分解



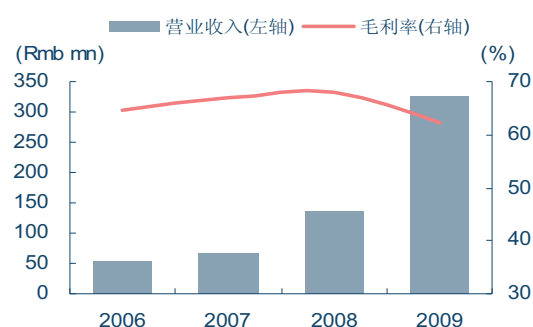
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 299：世纪鼎利的现金流与盈利能力



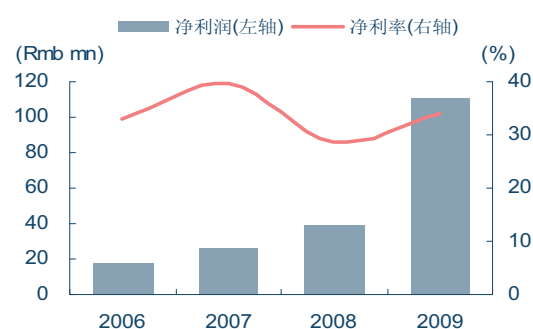
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 296：世纪鼎利历史营运表现



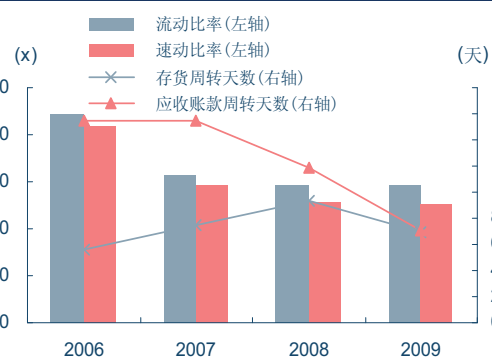
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 298：世纪鼎利历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 300：世纪鼎利的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

三五互联（300051）

公司沿革

公司成立于 2004 年，总部位于福建厦门，是一家依靠自主研发的应用软件系统，重点面向中国中小企业客户提供企业邮箱、电子商务网站建设、网络域名、办公自动化系统（OA）、客户关系管理系统（CRM）等软件产品及服务的专业提供商。公司董事长兼总经理龚少晖先生持有 45.3% 股份。中网兴等三家创投企业合计持股 15.8%。

产品与行业地位

三五互联公司企业邮箱业务的市场份额连续两年位于国内同类企业的第一位，2008 年度市场份额达 19.9%，市场竞争能力最强。公司拟募集资金进入 CRM 管理软件领域，但在该领域，三五互联处于后发地位。

主要竞争优势

1) 公司企业邮箱业务的市场份额连续两年位于国内同类企业的第一位，在国内业务邮箱服务市场份额第一约为 20%，具有一定品牌优势。

2) 公司为中小企业提供组合产品（包括企业邮箱、OA、电话会议、视频会议等），并拟介入管理软件领域，期望以一站式的优质产品和解决方案满足中小企业信息化的需求。

成长动力

1) 公司的邮箱业务积累了 30 万户中小企业客户资源。国内中小企业 4200 万户中只有 50 万户有企业邮箱，企业的信息化普及率不高，随着中小企业由业务驱动向管理驱动演进，公司的业务空间非常广阔。

2) 公司募投 CRM 软件服务项目将成增长新驱动力。

财务状况

公司 2006-09 年营收和净利润的年均复合增长率达 16.6% 和 58.7%，利润率随业务规模效应的体现而逐步上升。公司资产规模较小，但现金流良好。未来资本支出主要在 IT 硬件设备方面。

风险

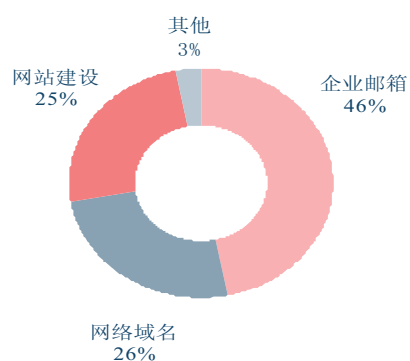
1) 未来公司业绩增长与中小企业的发展息息相关，可能面临中小企业数量和质量下降的风险；2) 在管理软件 CRM 领域面临激烈的市场竞争，不仅面临国外软件商 Siebel、Sap、Microsoft CRM 和 Oracle 的竞争，还面临用友和金蝶等国内厂商的竞争。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 2010-11 年 EPS 为 0.89/1.20 元。未来公司成长的关键在于基于 SaaS 模式的 IT 解决方案在国内中小企业的普及速度。

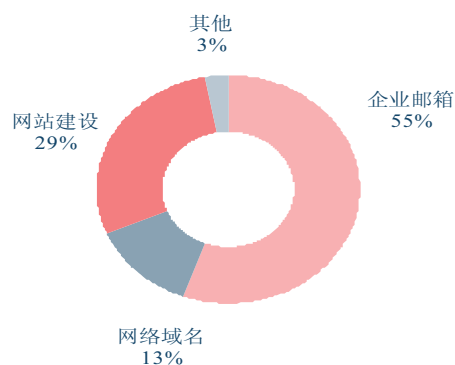
公司一览

图 301：三五互联 09 年主营收入分解



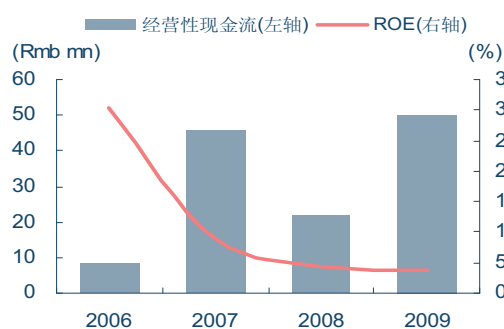
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 303：三五互联 09 年毛利分解



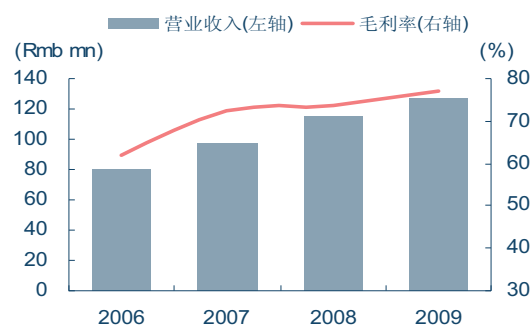
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 305：三五互联的现金流与盈利能力



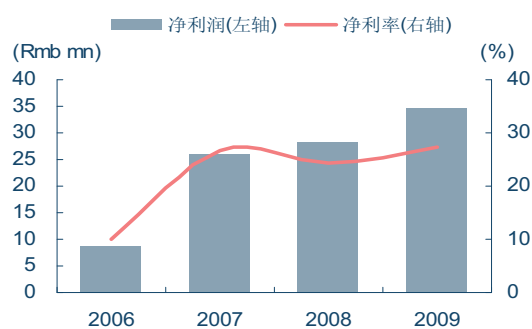
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 302：三五互联历史营运表现



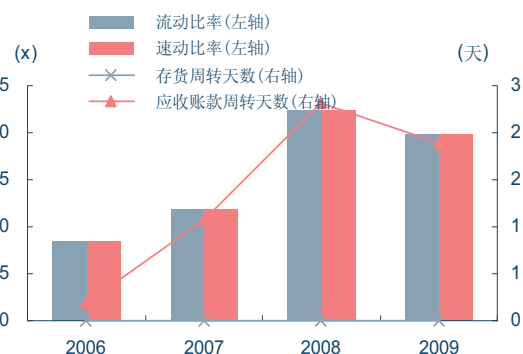
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 304：三五互联历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 306：三五互联的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

中青宝（300052）

公司沿革

中青宝成立于 2003 年，总部位于深圳。是一家具有自主研发、运营能力、代理能力的专业化网络游戏公司。公司的实际控制人李瑞杰、张云霞夫妇，通过宝德控股和宝德科技间接持有控制公司 40.8% 的股份。共青团中央网络影视中心和中国青少年网络协会通过中青联创持有公司 20% 的股份。

产品与行业地位

公司的主营业务是网络游戏的开发及运营，拥有《大清帝国》、《战国英雄》、《抗战 OnLine》、《天道》、《亮剑》和《千秋》等多款产品。目前公司网络游戏全部采用主流的 FTP 盈利模式，该模式下公司的收益来自于在网络游戏中向游戏玩家销售虚拟道具。公司主要采用自主运营模式，也采用与游戏平台联合运营和分服运营等两种方式。从收入、在线人数和影响力看，公司排到国内第 15 名左右，属于第二集团的中上游。

主要竞争优势

1) 公司是目前国内网络游戏行业中拥有包括互联网出版许可证在内的为数不多的全资全牌照企业之一。在国家对整个行业加大规范管理力度的背景下，整个网游行业都面临重新整合。公司的全牌照经营资质也成为公司于行业整合中加强竞争地位的特有优势之一。

2) 公司拥有共青团的股东背景，有利于公司与有关监管部门沟通，并在开发抗战等主题的游戏取得优势地位。

成长动力

1) 我国于 2009 年成为全球最大网游市场，预计未来 5 年仍将维持 15-20% 的复合增速，国产游戏所占比重将不断提高。

2) 在未来三年内，公司在红色游戏领域将保持领先。公司与盛大联合运营的模式可以提高服务器承载人数和游戏速度，可以提高客户对新产品的认知度、接受度等。

3) 公司的新网游储备丰富，正在公测的《亮剑》、《千秋》都赢得了好评，在红色网游之外，公司做出了许多新尝试，包括广义的爱国网游、历史网游等等。

财务状况

公司 2006-09 年营收和净利润复合增长率达 109% 和 112%，且毛利率保持稳定。资产负债表体现出明显的网络公司轻资产特征，现金流量自 2008 年起开始走上良性发展轨道。上市后公司现金充裕，有较强的对外并购能力。

风险

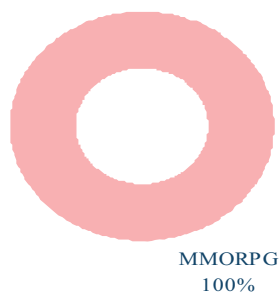
1) 网络游戏行业在快速发展的同时也带来了一定的社会问题，政府对网络游戏的监管和立法等给该行业带来一定的不确定性；2) 网络游戏行业竞争激烈，公司难以保留现有客户或者吸引新客户；3) 电讯故障、黑客入侵等导致游戏运营遭到破坏。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 2010-11 年 EPS 为 0.75/1.14。未来重点关注公司新游戏开发能力以及行业并购带来的外延式增长机会。

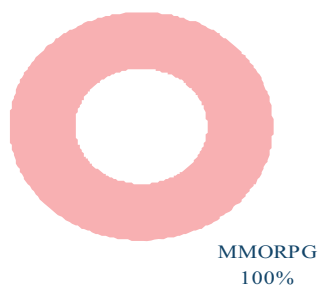
公司一览

图 307：中青宝 09 年主营收入分解



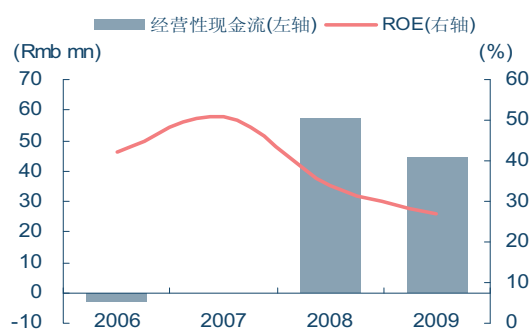
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 309：中青宝 09 年毛利分解



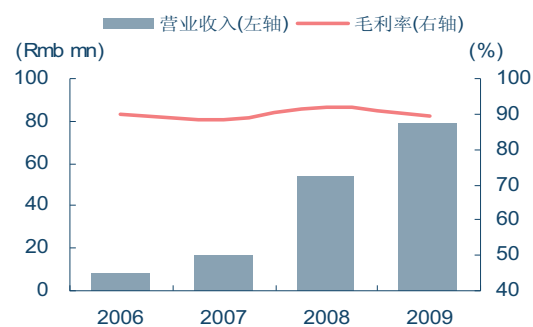
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 311：中青宝的现金流与盈利能力



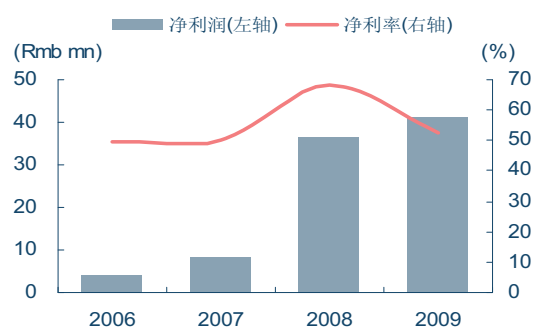
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 308：中青宝历史营运表现



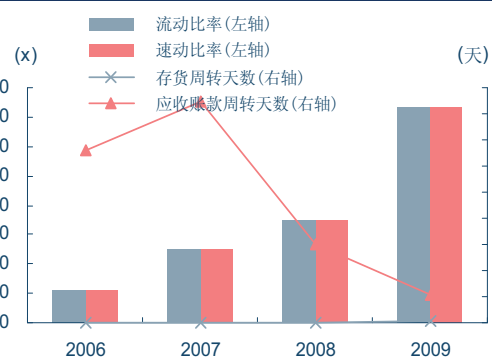
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 310：中青宝历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 312：中青宝的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

欧比特（300053）

公司沿革

欧比特控制工程在 2008 年由欧比特软件变更设立，总部位于广东省珠海市。公司的主营产品是嵌入式集成电路和控制模块，产品主要应用于航天航空、工业控制等领域。公司的实际控制人、董事长兼总经理颜军持有 34.9% 股权。上海联创永宣、与珠海欧比特投资分别持有 13.8%、13.1% 的股权。

产品与行业地位

中国航空航天领域运用 SPARC 架构的系统单晶片 (SoC) 需求较为分散，但总量逐年递增的局面。目前的高可靠 SoC 芯片仍依赖国外进口。国际上该类芯片主要被 NASA、ESA、BAE 等组织及公司掌握，而在国内仅有欧比特、北京时代民芯、北京神州龙芯等少数企业或者科研院所能提供。公司占中国航空航天领域 SoC 类的份额约 4.9%。

主要竞争优势

1) 技术领先优势: 公司在嵌入式操作系统、嵌入式处理器、嵌入式智能计算机方面进行了卓有成效的研究。其嵌入式 SoC 芯片的研制成功很大程度上提高了航空航天及工业控制领域中的国产化程度。

2) 产品价格优势: 公司的 SoC 芯片各环节均自主完成，较国外同类芯片具有较大的价格优势。以此为基础所生产的 EMBC 及 EIPC 集成类产品成本也得以大幅度降低。

3) 产业链优势: 以公司自有芯片为基础，开发出一系列的系统集成产品，已形成了良好的“嵌入式 SoC 芯片+系统集成”产业架构。

成长动力

1) 募投项目达产。公司的募投项目包括多核片上系统项目以及嵌入式总线控制模块项目，均是在现有产品的基础上进行研制，达产后将成为主要增长动力。

2) 行业增长。根据赛迪顾问的研究，中国国航空航天领域 SPARC 架构 SoC 市场规模 2009-2011 年 CAGR 为 23.5%。中国计工业控制领域 SPARC 架构 SoC 市场规模 2009-2011 年 CAGR 为 26%

财务状况

2008 年由于新增毛利较低的 EPIC 业务，营收增长较快 (66.7%)、但利润增长有限 (10.9%)。依据市场一致预期，2009 年营收与获利分别可望增长 23% 与 22%。公司具有 IC 设计轻资产的特性，2008 年固定资产周转率为 4.88 次。现金流量状况良好，2007-2008 年经营现金流与经营净收益的比率均超过 1。

风险

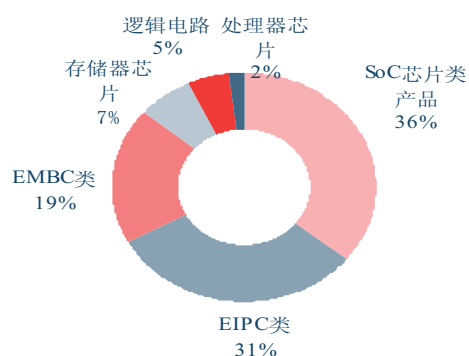
1) 行业集中度风险: 公司在航空航天领域毛利贡献占比超过 85%，对行业的依赖性较高；2) 季节性波动风险: 公司下游客户具有较强的季节性，合同的执行确认多在下半年；3) 项目开发风险: 集成电路产品开发具有较大的不确定性。

盈利预测与投资建议

公司是国内航空航天领域 SPARC 架构 SoC 领先供应商，但近三年收入与利润增长速度缓慢。由于产品研发周期较长，我们认为募投项目的效益需要较长时间显现。市场一致预期公司未来三年利润 CAGR 达 29%，相当于发行摊薄后 2010-11 年 EPS0.42/0.54 元。

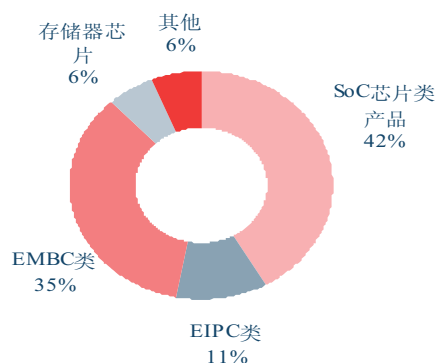
公司一览

图 313：欧比特 08 年主营收入分解



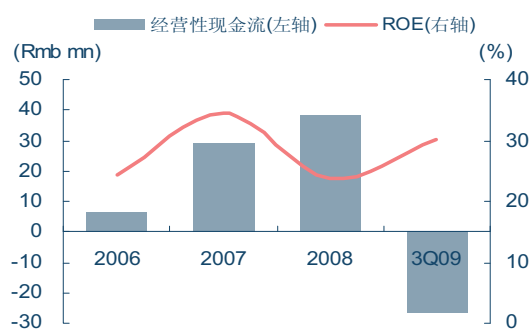
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 315：欧比特 08 年毛利分解



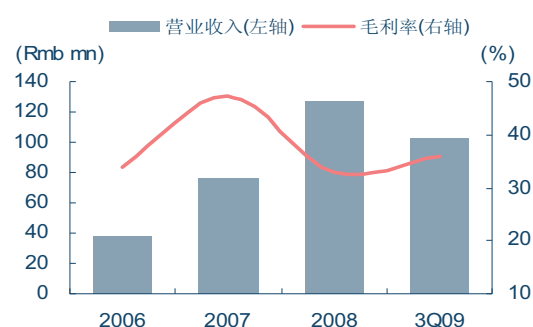
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 317：欧比特的现金流与盈利能力



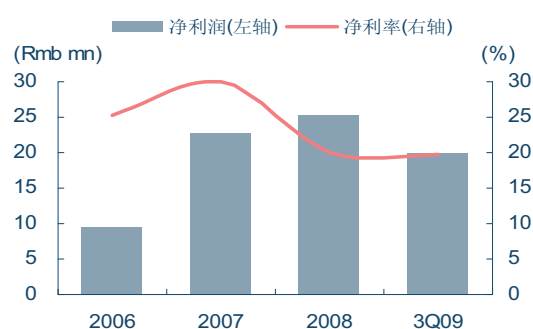
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 314：欧比特历史营运表现



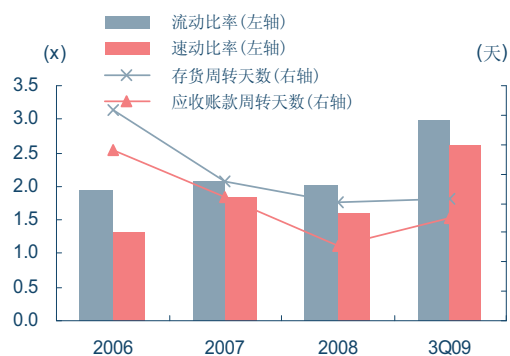
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 316：欧比特历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 318：欧比特的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

鼎龙股份（300054）

公司沿革

鼎龙股份成立于 2008 年,总部位于武汉。公司的主营业务为电子成像显像专用信息化学品,主要产品包括碳粉用电荷调节剂,高端树脂显色剂,次氯酸钙和彩色碳粉。上市后,公司的总股本为 6000 万股,公司创始人朱双全、朱顺全兄弟共持有 2790 万股,占总股本的 46.5%。

产品与行业地位

鼎龙股份目前主要产品为电荷调节剂,由于毛利率较高,产品占收入的 26%以及毛利的 70%。电荷调节剂是打印机碳粉的添加剂,属于细分市场,全球市场规模约 10 亿元,领导厂商日本保土谷与东方化学垄断了 84% 的市场份额。鼎龙的全球占有率约 7%、国内占有率约 30%。公司的其他产品如显色剂以及次氯酸钙贸易业务仅为策略意义维持,毛利率不高。新产品彩色聚合碳粉已完成中试,目前处于送样阶段,市场规模约 500 亿元,目前仍为日本厂商如佳能、富士施乐所垄断。

主要竞争优势

1) 技术优势: 公司自主研发的工艺路线成熟先进,在电荷调节剂领域制定了 4 项中国的行业标准已获得发改委审核通过。彩色聚合碳粉亦成为国家标准第一起草人并进入审查程序。

2) 客户与销售网络优势: 在电荷调节剂的市场,公司已经切入国际一线大厂客户;例如美国的 Lexmark、Trident;英国的 Domino;韩国的三星、LG;日本的巴川、三菱化学等。

成长动力

1) 传统产品市占率提升: 公司在电荷调节剂市场全球占有率仅 7%、国内市场占有率约 30%。尚有提升空间。另外募投项目跨入电荷调节剂的下游制品液态分散剂,亦将提升收入与利润率。

2) 新产品量产: 聚合彩色碳粉市场空间广阔,全球规模约 500 亿元,且毛利率高。若能达产将成为公司最主要的成长驱动力。

财务状况

鼎龙股份 2009 年营收增长 11%,毛利率由于产品组合改善提升 1 个百分点至 17.3%,净利润增长 30.8%至 3881 万元。2009 年政府补贴为 1346 万元,同比上升 21%,占税前利润总额达 30%。主营产品电荷调节剂收入增长 24%,毛利率亦提升 6.9 个百分点至 51.4%。公司的经营现金流较佳,2009 年达到 5269 万元,同比增长 30%。营运周期天数较 2008 年增加 14 天至 62 天,但整体仍较理想。

风险

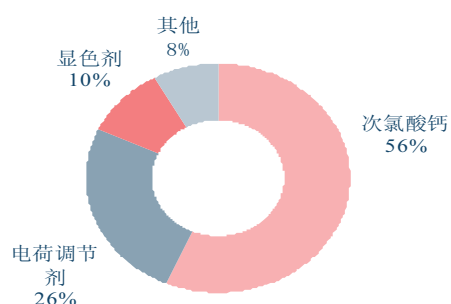
新产品彩色聚合碳粉的量产时程具有较大的不确定性、传统产品面临价格下滑、政府财政补贴收入下滑。

盈利预测与投资建议

公司的彩色聚合碳粉项目由于行业壁垒高,是否能达产不确定性较高。然而,由于产品市场规模巨大且毛利率高,若能达产业绩弹性巨大。中信证券研究部预估公司 2010-11 年 EPS0.94/1.43 元。2010-2013 年 EPS 复合增长率为 50%。我们以 0.8 倍 PEG、40 倍 2011 年 PE 推导公司一年的目标价为 54 元。给予“增持”评级。

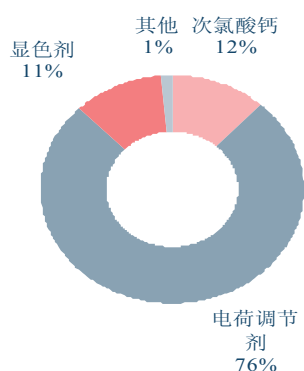
公司一览

图 319：鼎龙股份 09 年主营收入分解



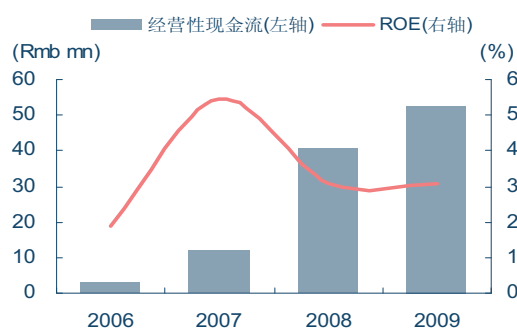
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 321：鼎龙股份 09 年毛利分解



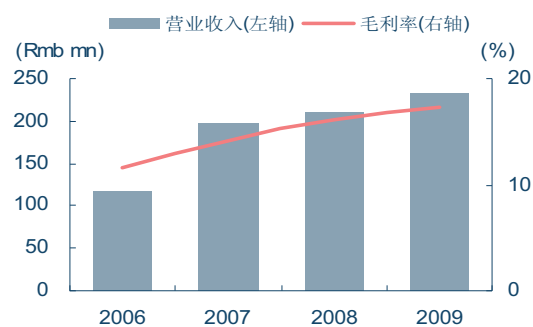
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 323：鼎龙股份的现金流与盈利能力



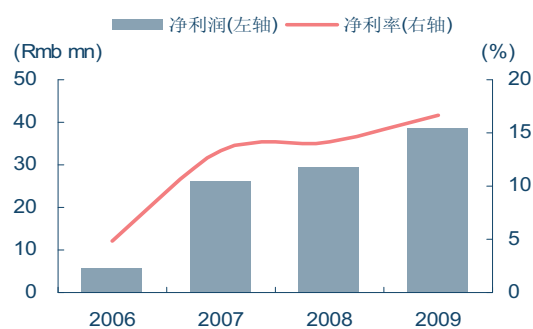
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 320：鼎龙股份历史营运表现



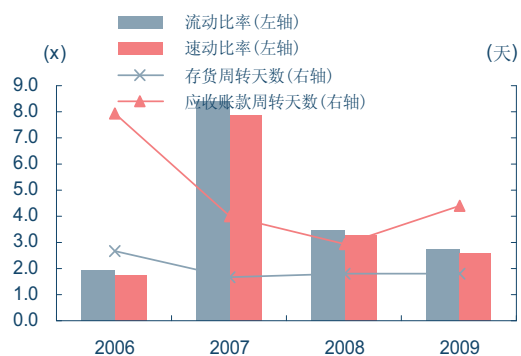
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 322：鼎龙股份历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 324：鼎龙股份的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

万邦达（300055）

公司沿革

公司是一家为煤化工、石油化工、电力等下游行业大型项目提供工业水处理系统全方位、全生命周期服务的专业服务商，对给水、排水、中水回用及水系统运营整体统筹，并通过托管和 BOT 运营方式为客户提供全生命周期服务。公司实际控制人王飘扬家族持股比例为 54.5%。

产品与行业地位

公司在煤化工，石油工业水处理设计咨询，设备采购，工程承包与系统集成方面具有行业领先地位，同时以优质工程服务为本，进入托管运营环节，并即将投资 BOT 运营项目，完成煤化工，石油化工水处理全生命周期服务的发展目标。

主要竞争优势

1) 商业模式优势。2006 年以来，公司将服务范围由工业污水处理工程服务拓展到集排水，给水，中水回用为一体的全方位 EPC，并形成了从设计-总包-托管运营的一站式服务，通过实现全方位和全周期服务模式，获得了行业核心竞争力和轻资产快速扩张的成功模式。在传统的为客户提供工业水处理系统建设之外，公司开展了后续的运营管理业务，为客户提供全生命周期所需的全部服务，采用“EPC+C”模式。

2) 技术优势保证行业壁垒。公司开发了苯酚丙酮水处理技术等多项领先技术。公司在项目技术营销，项目建设与运营阶段积累了丰富的大型工业水处理项目案例，有丰富的项目经验。

成长动力

1) 托管运营将成为稳定利润来源。公司托管运营项目合同时间全部在 15 年以上，将成为公司稳定的利润来源。随着公司更多 EPC 项目的完成，优秀的技术和管理水平将使公司拿到更多的托管运营项目。公司托管运营业务毛利率基本保持 50%以上，与工程服务 25%左右的毛利率相比，提高主营业务的综合毛利率。

2) 更多工程订单确保高增长。公司目前在手订单余额约为 2.5 亿元，预计洽谈中的合同总额约为 9 亿元，未来三年之内化工行业平均年 300 亿以上的市场容量以及公司在行业内的全方位全周期模式领先地位，公司平均工程服务收入有望高增长。

财务状况

公司资产以流动资产为主，占 95%，负债全部是流动负债，与公司工业水处理业务相关的应付账款，预收款项和应交税费是流动负债的主要构成部分。公司 07-09 年营业收入复合增长率 269%，07-09 年净利润复合增长率 375%。

风险

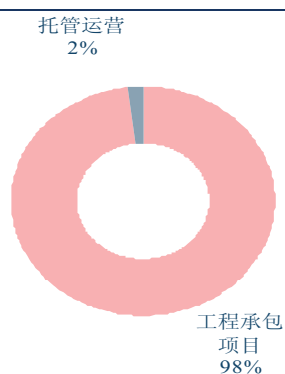
- 1， 尽管目前公司同时跟踪项目较多，但由于行业特点，未来合同签订具有不确定性
- 2， 公司业务快速扩张导致人才需求缺口短时间难以满足，有抑制业务继续保持高速增长的风险

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 10-12 年 EPS 分别为 1.92/2.86/3.55 元，三年复合增长率 57%。公司作为国内唯一从事工业水处理工程业务为主的上市公司，没有可比公司。考虑到工业水处理行业未来市场空间广阔，公司全方位全周期服务模式具有核心竞争力，以及公司盈利爆发式增长的特点，公司应该享有一定的估值溢价。

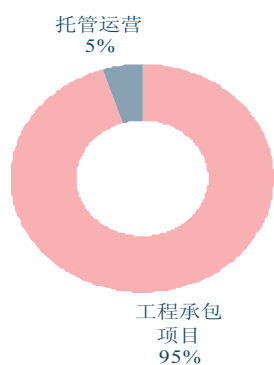
公司一览

图 325: 万邦达 09 年主营收入分解



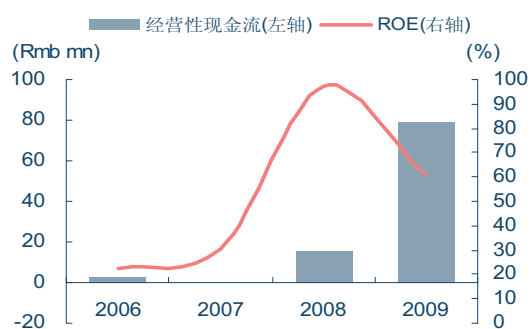
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 327: 万邦达 09 年毛利分解



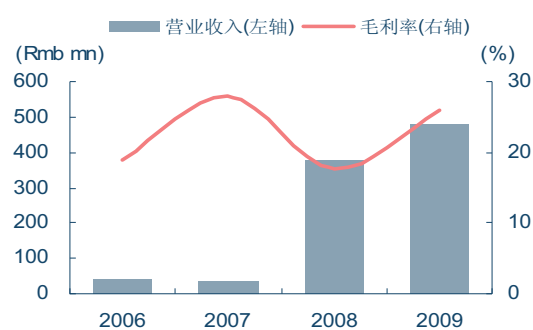
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 329: 万邦达的现金流与盈利能力



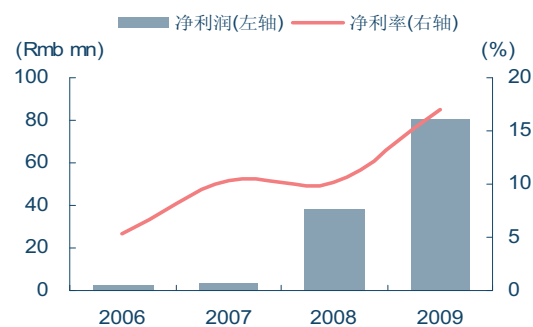
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 326: 万邦达历史营运表现



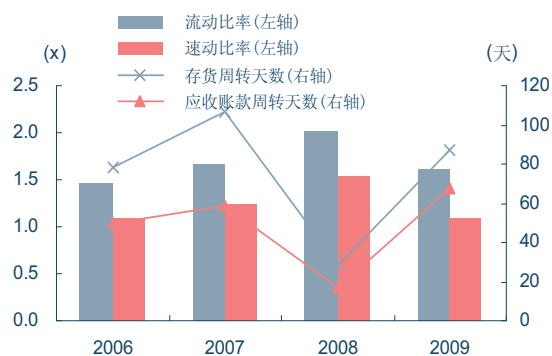
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 328: 万邦达历史盈利表现



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 330: 万邦达的营运效率



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

三维丝（300056）

公司沿革

公司前身三维丝有限成立于 2001 年，总部设在厦门。公司主营业务为袋式除尘器核心部件高性能高温滤料的研发，生产和销售。高性能高温滤料主要应用于火力发电，垃圾焚烧，水泥，钢铁，冶炼，化工等行业的高温烟气治理领域。公司实际控制人罗祥波与罗红花夫妻持有发行后总股本的 27%。

产品与行业地位

公司在国内高温滤料市场占有率行业排名第四位，在国内火力发电行业市场占有率排名第三位，仅次于必达福和奥伯尼两家外资企业，且市场份额的差距日益缩小。公司产品均为自主研发生产，拥有自主知识产权，技术水平和产品性能处于国内领先水平。

主要竞争优势

1) 技术优势和持续创新能力。公司多项国内领先的高温滤料研发成果，产品性能已经达到或超过国际滤料品牌水平，公司参与审核了 20 余项国家和行业标准的制定。

2) 综合服务优势。公司目前已经初步建立了全国性的营销和服务网络，开创了顾问式服务模式，形成了一套较为完善的综合服务体系。“三维丝”已经成为行业主导品牌，公司具有强势的在位优势。

3) 公司核心团队稳定，良好的长效激励机制优势，团队稳定。

成长动力

1) 行业的爆发式增长。高温滤袋市场迎来高速发展机遇，随着国家环保标准的提升和袋式除尘技术的普及，纤维，滤料市场规模正处于加速上升阶段，据行业协会统计，未来三年行业年均增速超过 50%。

2) 募投资金项目有助于解决公司产能瓶颈，进一步提高产品品质，性能以及技术研发实力。募集资金项目将于 2011 年上半年投产，到 2013 年完全达产。

财务状况

公司资产以流动资产为主，流动资产占总资产比重 68%，资产结构比较稳定，流动资产以货币资金和应收账款为主，合计占流动资产的 70%左右，公司负债以流动负债为主，93%为流动负债，非流动负债占比 7%。2006-2008 年，公司营业收入年均复合增长率 53%。

风险

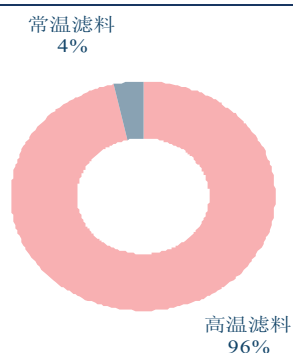
行业和产品集中风险，公司最终客户平均有 60%以上属于火力发电企业，行业相对集中，前五名客户占比近 50%，客户相对集中，核心技术人员流失的风险。

盈利预测与投资建议

公司专注于大气粉尘污染防治，专注于袋式除尘器核心部件高温滤料的研发生产和销售，复合节能环保发展趋势和进口替代的政策方向，市场一致预期公司 10-11 年每股收益为 0.67 元/1.03 元，后续关注高温滤料新行业的开拓情况。

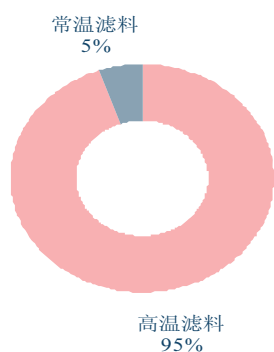
公司一览

图 331：三维丝 09 年主营收入分解



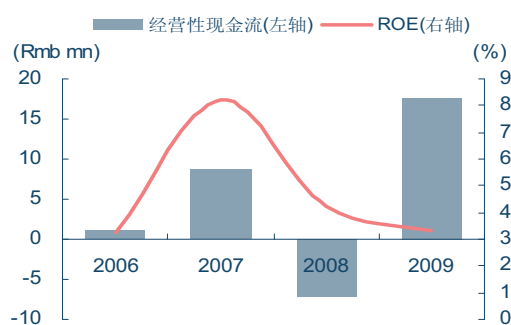
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 333：三维丝 09 年毛利分解



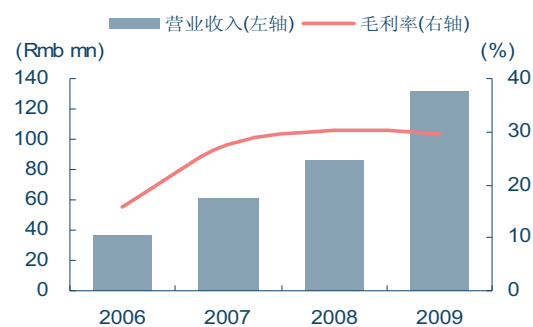
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 335：三维丝的现金流与盈利能力



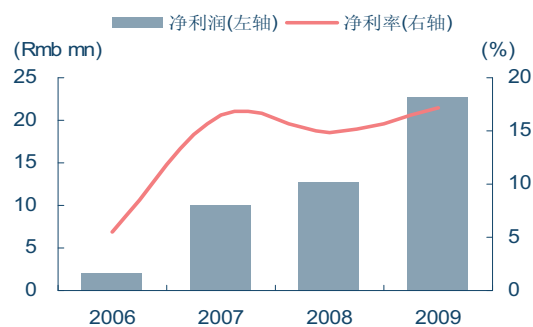
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 332：三维丝历史营运表现



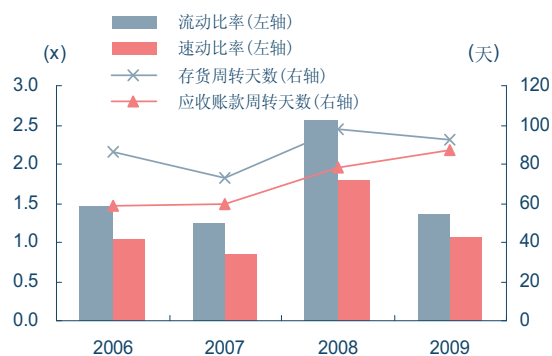
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 334：三维丝历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 336：三维丝的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

万顺股份（300057）

公司沿革

公司成立于 1998 年，总部位于汕头。公司的主营业务是中高档包装印刷用纸的研发、生产和销售，主导产品为复合纸和转移纸。公司实际控制人杜成城持股 51.2%。

产品与行业地位

公司的主要业务是环保生态型纸制品印刷材料的研发、生产和销售。公司主导产品为镭射和非镭射两大类各规格的转移纸和复合纸等，85%左右应用于烟标印刷领域，在该服务领域，市场占有率在 5%左右，在烟标印刷细分行业中居领先地位。酒标及日用品、化妆品、食品、药品等包装领域目前受产能制约，在该等产品的细分行业中影响较小。

主要竞争优势

1) 生产规模优势：公司的关键生产设备均为国际先进水平，具有产量大、效率高、质量好的特点，2008 年生产各类包装印刷用纸 3.9 万吨，生产规模居同行业前列。生产规模优势一方面衍生了大宗定制采购的成本优势，另一方面使公司有能力服务于终端大型烟厂、酒厂的采购需求，能及时交货。

2) 产品环保优势：公司的主导产品转移纸具有能自然降解、可回收再生利用等特性，被公认为环保生态型产品，符合国际环保潮流，为国家鼓励推广使用的产品，其经济性和实用性突出。

3) 客户资源优势：因下游印刷企业的生产设备、印刷技术、油墨种类、油墨调和方法各不相同，产品适印性的提高需要长期的技术积累和反复实践，这是下游印刷企业不轻易更换供应商的原因。公司在长期的经营过程中积累了丰富的客户资源，建立起了长期、稳定的合作关系。

成长动力

1) 产能扩张。募集资金投资于环保生态型包装材料生产线扩建，项目实施后三年内，发行人产能将逐步从现在的 3.9 万吨增加到 7.9 万吨，产能的提升将带来市场拓展。

2) 行业产业集中度提高。国家对各行业的包装产品均提出了更高的环保要求，市场需求也因此由复合材料逐渐向转移材料转型。众多无法解决资金、技术瓶颈的中小印刷材料供应企业，将逐步退出烟酒标印刷材料供应市场，市场将逐步向公司等行业龙头企业集中。

财务状况

公司过去三年营收和净利润的 CAGR 分别达到 23.7%和 70.5%，利润率基本稳定。应收账款周转率水平从低于行业水平逐渐改善，目前已经到达行业可比公司的平均水平；存货周转水平较低且有所下降，主要在于营业成本的增长幅度低于平均存货的增长幅度。经营性现金流持续增长。当前资产负债表中轻资产的特点会随资本支出的增加而有所改变。

风险

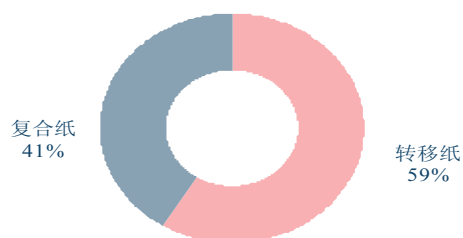
1) 烟标市场大批量采购特点导致的供应商和客户较为集中。2) 烟草行业消费可能减少。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 2010 至 2011 年 EPS 为 0.49/0.65 元，利润 CAGR 达 34.6%。未来需密切关注水性油墨下游应用的拓展以及产品的环保趋势。

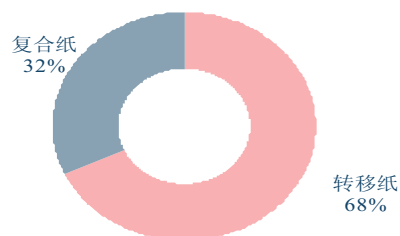
公司一览

图 337: 万顺股份 09 年主营收入分解



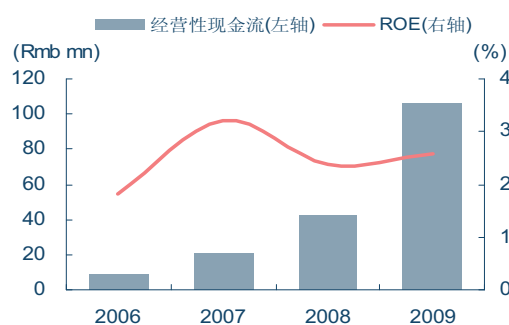
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 339: 万顺股份 09 年毛利分解



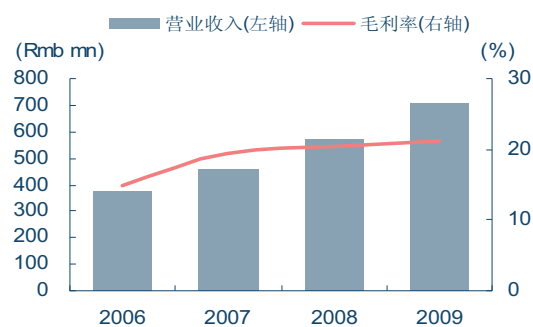
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 341: 万顺股份的现金流与盈利能力



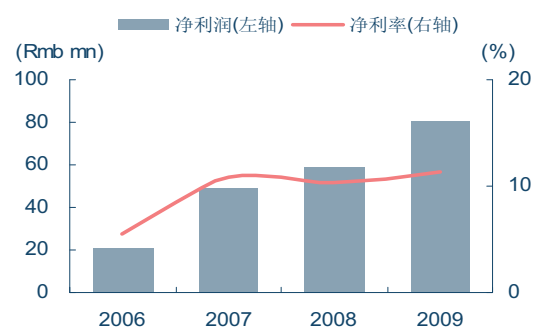
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 338: 万顺股份历史营运表现



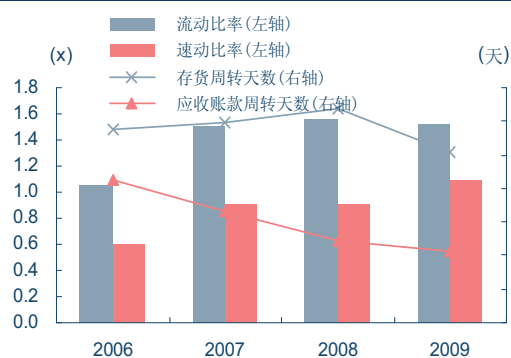
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 340: 万顺股份历史盈利表现



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 342: 万顺股份的营运效率



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

蓝色光标（300058）

公司沿革

公司主营业务属于公共关系服务，核心业务是为企业提供品牌管理服务。公司实际控制人赵文权，孙陶然，吴铁，许志平，陈良华等五名自然人合计持有总股本的 47%。

产品与行业地位

公司核心业务是为企业提供品牌管理服务，主要内容为品牌传播，产品推广，危机管理，活动管理，数字媒体营销，企业社会责任等一体化的链条式服务，公司客户主要为企业。在公共关系行业里，公司在经营规模，业务收入，客户质量，业务网络和人才培养上都居于行业领先地位。2006-2008 年市场占有率分别问 1.9%，2.2%，2.4%。公司客户稳定，分布广泛，在防御风险方面胜过同业。

主要竞争优势

1) 客户在选择公共关系服务供应商时，最看重公司提供服务方案的执行力，其次是方案的创意和团队的经验。公司在执行力，方案创意，团队经验上优势突出。公司目前员工 600 多人，业务网点扩张到 24 个城市，客户数量从几家发展到目前的 200 多家，已经成为行业内最具竞争优势的公司。

2) 经验优势。公司已经从事公共关系服务十余年，通过大量成功案例累积了可复制的业务经验，形成了公司自身特有的方法体系，在行业竞争中具有人才优势，得到了客户的认可和赞同。

成长动力

1) 行业整合。公共关系服务行业目前集中度低，公司是目前大陆收入规模最大的公关服务公司，市场占有率也仅 2.2%，收入 3.7 亿。公司是大陆地区唯一能够在 20 余个城市和地区都有自身分支机构的公关公司，公司相比其他本土公司和外资企业更具备行业整合者的条件。

2) 区域扩张。在消费能力较强，公共关系业务发展较快的二线城市建设全国性的业务拓展网络，拓展区域市场

3) 行业拓展和服务延伸。将 IT，汽车行业服务的成功经验扩展到医药，金融，日用消费品等行业。同时计划向广告传媒业务延伸，最终形成一条完整的品牌整合营销服务链条，内生业务发展战略明确。

财务状况

流动资产占比超过 95%，货币资金占总资产比例保持在 40%左右，公司没有非流动负债，流动负债以短期借款和预收款项为主，公司 06-08 年年均增长率在 50%以上。

风险

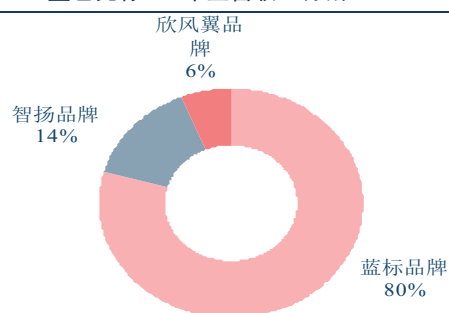
1) 宏观经济形势的波动给公司收入和利润增长带来较大不确定性，品牌管理行业对宏观经济的波动有放大效应；2) 客户流失，尤其是联想这种大客户的流失风险；

盈利预测与投资建议

不考虑兼并收购的影响，市场一致预期公司 10-12 年每股收益分别为 0.96/1.36/1.82 元。公司在实现内生性增长的同时利用资金优势以及上市先机进一步加快收购兼并的步伐，实现外延式扩张在 2010 年是大概率事件，关注后续收购进程。

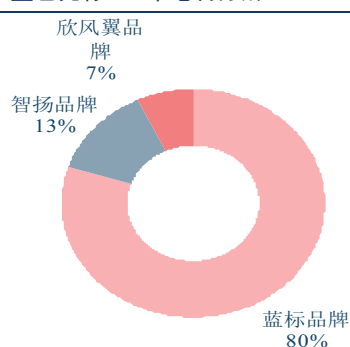
公司一览

图 343: 蓝色光标 09 年主营收入分解



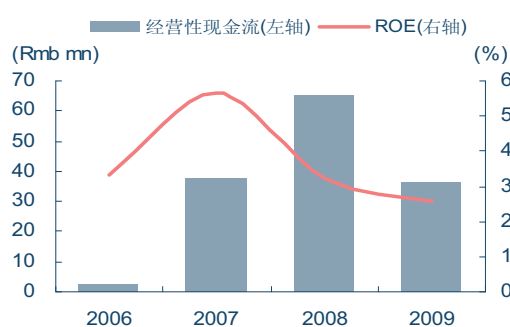
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 345: 蓝色光标 09 年毛利分解



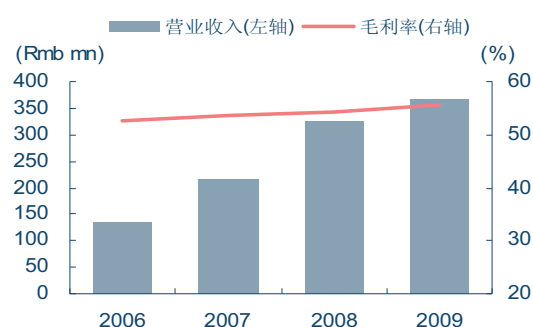
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 347: 蓝色光标的现金流与盈利能力



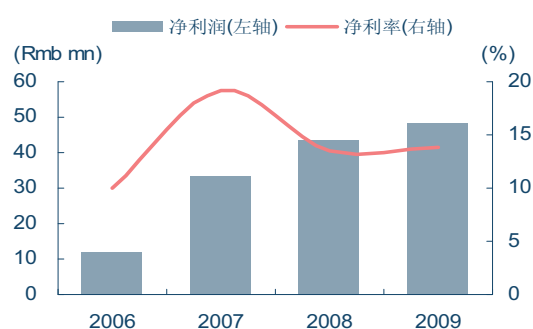
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 344: 蓝色光标历史营运表现



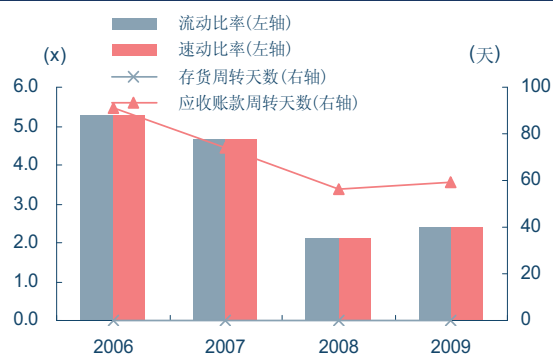
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 346: 蓝色光标历史盈利表现



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 348: 蓝色光标的营运效率



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

东方财富（300059）

公司沿革

公司成立于 2005 年，总部位于上海，主要依托其运营的东方财富网，针对企业用户提供互联网广告服务以及向网站用户推广付费金融数据服务。公司实际控制人沈军先生持股 28%。创投企业秉合投资和海通开元分别持股 6.4%和 3.6%。

产品与行业地位

东方财富公司以东方财富网站为依托平台，采取“网站广告+金融终端+无线财经”的业务模式，旗下代表网站有东方财富网、天天基金网和股吧等。东方财富网已成为我国用户访问量最大、用户黏性最高的互联网财经信息平台之一，而股吧已发展成为国内较具影响力的互联网财经互动社区。据第三方数据统计，在日均覆盖人数（UV）和日均浏览页面（PV）等多个指标上，东方财富网均排在国内财经门户网站第一位。

主要竞争优势

1) 公司拥有国内最大财经信息服务平台，东方财富的网络平台的日均覆盖人数和日均浏览页面数处国内首位，具有较大的用户流量和较强的用户粘性。

2) 公司旗下“东方财富网”和“天天基金网”两个网站针对不同的投资人群，而“股吧”则给投资者提供了一个互动的平台，三者相辅相成，具有协同效应。

成长动力

1) 互联网的普及将带动网络广告业增长。

2) 公司未来将以网站为基础，提供更多的增值服务，以成为“一站式”金融平台。

财务状况

公司 2006-2008 年营业收入和净利润的年均复合增长率达 437%和 611%。公司为典型轻资产企业，其总资产主要由现金和应收账款组成，负债主要为预收账款。上市后，未来对外并购的能力得到进一步增强。

风险

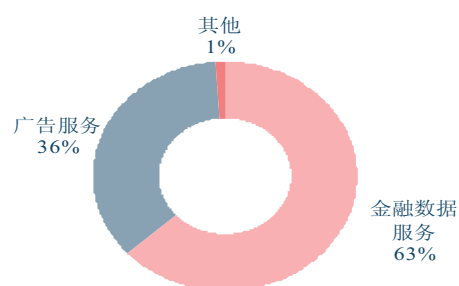
1) 盈利模式未能有效拓，客户数未能转化为实际收益；2) 证券市场景气度下降进而抑制投资者对网络财经信息服务的需求；3) 金融行业监管风险。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 2010-11 年 EPS 为 0.77/1.06 元。未来需关注公司从财经门户向一站式金融服务平台转型的进程。

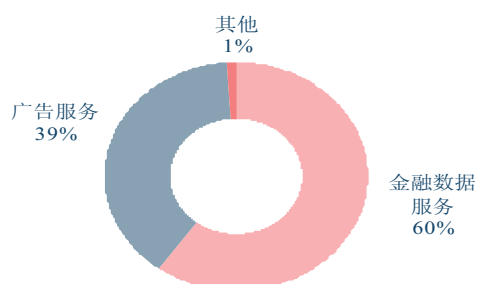
公司一览

图 349：东方财富 08 年主营收入分解



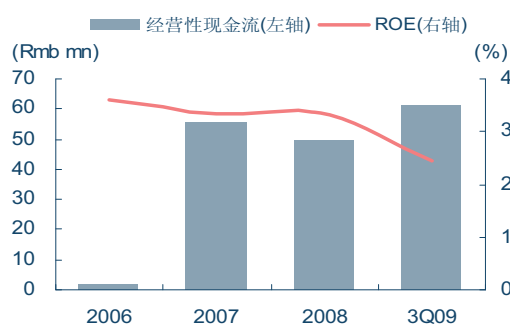
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 351：东方财富 08 年毛利分解



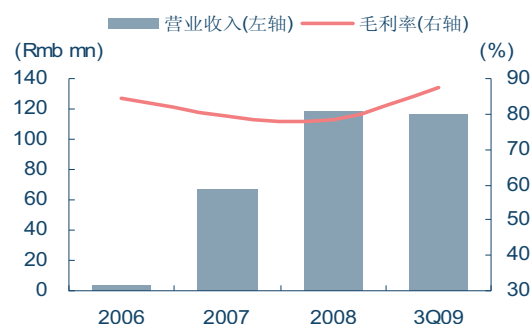
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 353：东方财富的现金流与盈利能力



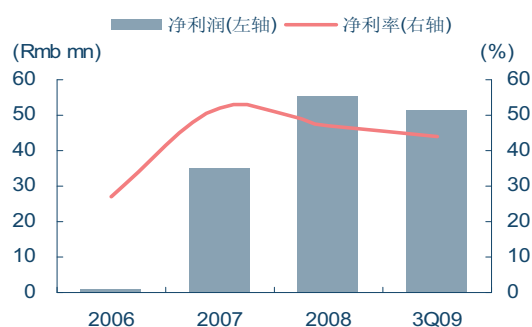
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 350：东方财富历史营运表现



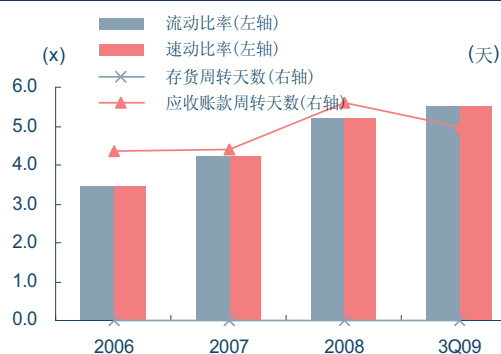
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 352：东方财富历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 354：东方财富的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

康耐特（300061）

公司沿革

公司成立于 1996 年，总部位于上海。公司主营业务为树脂镜片的研发、生产和销售。实际控制人费铮翔持有公司 56%，上海翔实投资、北京德恒投资、上海兴海投资分别持有公司 9.6%、6.0%和 3.4%的股份。

产品与行业地位

公司主营业务为树脂镜片的研发、生产和销售，以对外销售为主。在不具备国际品牌商背景、具有可比性的国内树脂镜片生产企业中，公司树脂镜片的出口排名位居第一。2009 年上半年，公司树脂镜片出口数量和出口金额在国内所有树脂镜片生产企业中排名第一和第三。公司计划在未来三年内内销客户达到 800 家，外销客户达到 280 家，总体市场占有率达到 8.5%。

主要竞争优势

1) 技术优势：公司是国内较早进入树脂镜片生产领域的企业之一，目前拥有 6 项专利，已申报尚未授权专利 12 项，在镜片生产领域公司拥有的发明专利数量在国内同行业排名第一。

2) 产品品类齐全，具备质量优势：公司产品的规格种类高达 12 万种，是国内产品种类最齐全的树脂镜片生产厂家之一。公司可以随时根据客户多样化需求组织生产，并保证产品的高品质，在订单竞争和获取中占有优势地位。

3) 外销市场的客户渠道优势：因此公司自成立以来着重国际市场的开拓，外销业务规模不断扩大公司客户遍及美洲、欧洲、东南亚等 60 多个国家和地区，近三年公司外销占主营业务收入的 80%。

成长动力

1) 自主品牌的成长性。2009 年，公司自主品牌外销收入占外销主营业务收入的比例达到 28.1%，而 2007 年这一比例仅为 13.3%；同期，自主品牌内外销收入占主营业务收入的比例由 32.54%上升至 43.9%，未来公司自主品牌的进一步成长将有助于公司业绩的增长。

2) 产能提升：公司目前拥有年产树脂镜片 1,500 万副的生产能力。募集资金投资项目达产后将提高公司整体产能 60%。

财务状况

公司过去两年营收和净利润的 CAGR 分别达到 19.9%和 29.7%，利润率基本稳定。由于公司海外市场拓展过程中信用政策的调整，应收款周转率明显降低，存货周转率则随着存货管理的加强而不断改善。受公司信用政策调整影响，经营性现金流不够稳定，但在 2009 年出现了大幅改善。公司总体显现轻资产的结构。

风险

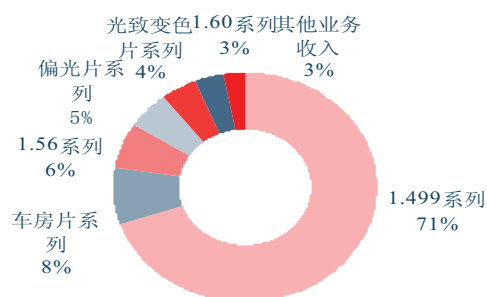
1) 汇兑损失。2) 出口退税率调整的风险。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 2010 至 2011 年 EPS 为 0.50/0.63 元，未来三年净利润 CAGR 达 32.4%。未来需密切关注出口业务环境以及公司内销的成长。

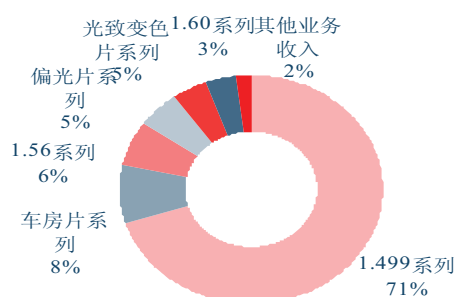
公司一览

图 355：康耐特 09 年主营收入分解



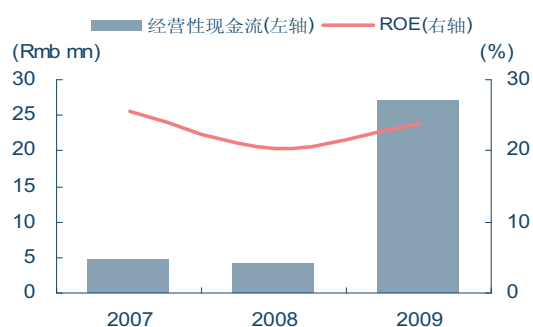
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 357：康耐特 09 年毛利分解



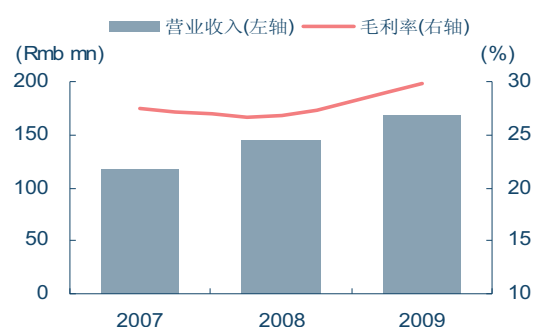
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 359：康耐特的现金流与盈利能力



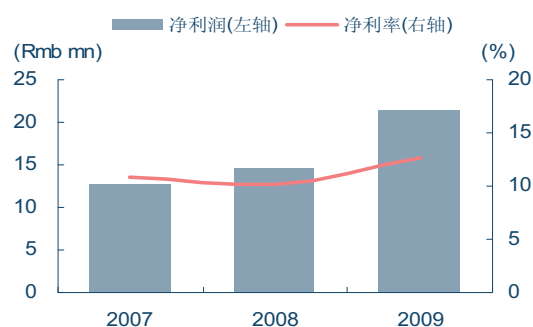
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 356：康耐特历史营运表现



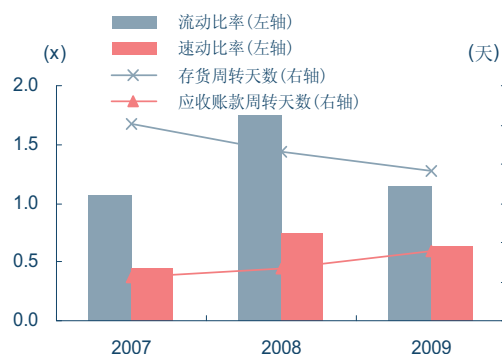
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 358：康耐特历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 360：康耐特的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

中能电气（300062）

公司沿革

公司成立于 2002 年，总部位置福建福州，专业从事电缆化输配电系统。公司为家族控制，实际控制人为陈添旭、陈曼虹、吴昊及周玉成，持有公司总股本的 71.4%。上海信前投资、福州华金盛投资分别持有公司 5.3%和 2.2%的股权。

产品与行业地位

公司目前主要产品包括：中压预制式电缆附件及其配件、12KV C-GIS 环网柜及其配件、SMC（一种新型玻璃纤维增强聚酯材料）箱体及其配件等。中压预制式电缆附件占有 13%的市场份额，是国内品牌企业中的龙头；12KV C-GIS 环网柜产品本地化特点突出，在国际品牌企业主导的市场中，该产品 2009 年度销售 12KV C-GIS 3958 单元，在国内品牌企业中位居前列；2008 年度 SMC 箱体及其配件的市占率超过 7%。

主要竞争优势

1) 完整的技术工艺链。公司主要产品均拥有完整的工艺链，从而有效地控制了成本，提高了产品附加值水平。

2) 资质壁垒。电力系统对输配电设备制造商实行较严格的标准化管理和资质审查，新生产厂家的产品必须取得型式试验报告和证书后才取得进入市场的资格。新产品批量生产前，一般要通过省级以上行业主管部门组织的技术鉴定。

成长动力

1) 产能扩张：募集资金投资项目达产后，公司中压预制式电缆附件的产能由目前的 140,000 只（套）增加到 590,000 只（套），其组合设备（电缆分支箱）的产能由目前的 1,000 台增加到 3,000 台，智能化免维护型环网设备（C-GIS）的产能由目前的 3,000 单元增加到 13,000 单元，特种纤维增强聚酯绝缘材料（SMC）及制品的产能由目前的 8,000 台增加到 58,000 台。

2) 电网投资提速以及输配电设备下游领域的拓展。目前国内智能电网建设已经进入全面提速阶段，城乡配电网的建设将成为未来若干年我国电力投资的重要内容。此外，高速铁路、城市轨道交通、石化等重工行业的电气化建设有望成为输配电设备产品新的应用领域。

财务状况

公司过去两年营收和净利润的 CAGR 分别达到 34.9%和 26.7%，利润率稳定维持在较高水平。应收款周转率和存货周转率均较为稳定。公司资产负债率为 34.5%，偿债能力较强，不存在利息偿还等偿债风险。

风险

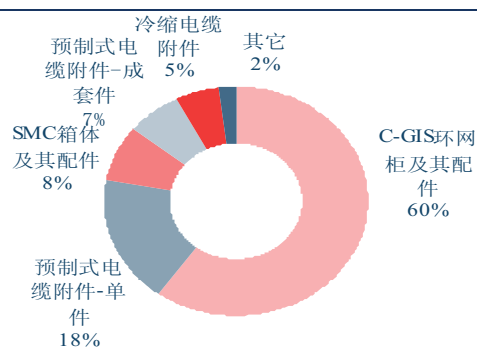
1) 原材料价格波动的风险。公司主营业务成本中，原材料的比重约为 87%；如果这些原材料的价格出现持续上涨，则会引起产品及产品零部件成本的上升。2) 市场竞争加剧的风险：近年来，输配电设备需求和更新速度增长迅速，行业内企业数量增加较快；同时国外输配电设备制造企业也纷纷在国内投资设厂，从而导致国内输配电设备产品的供给迅速增加，市场竞争加剧。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 2010 至 2011 年 EPS 为 0.77/1.43 元，未来三年净利润 CAGR 达 41%。未来需密切电网建设需求以及输配电设备行业竞争格局的变化。

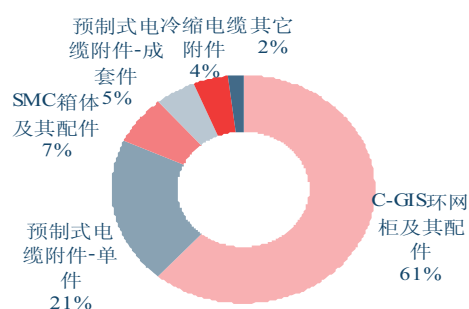
公司一览

图 361：中能电气 09 年主营收入分解



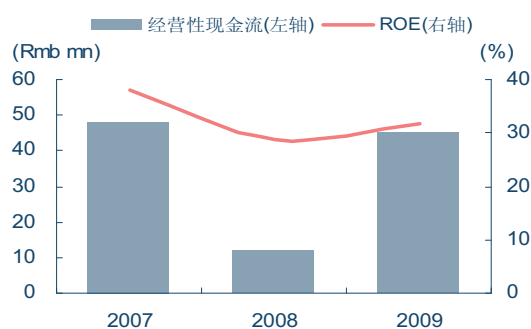
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 363：中能电气 09 年毛利分解



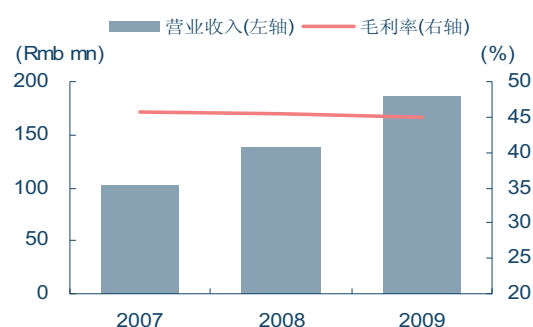
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 365：中能电气的现金流与盈利能力



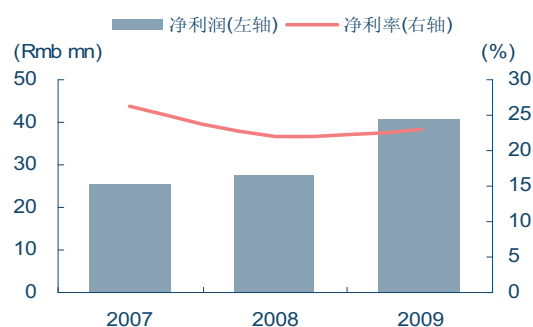
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 362：中能电气历史营运表现



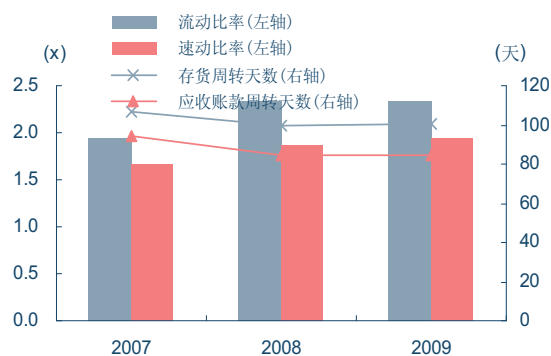
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 364：中能电气历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 366：中能电气的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

天龙集团（300063）

公司沿革

公司成立于 2001 年，总部位置广东肇庆，专业从事水性油墨的研发、生产和销售。实际控制人冯毅现任公司董事长兼总经理，持有公司 3451 万股，占总股本的 51.5%。

产品与行业地位

公司是国内前五的油墨生产企业，在水性油墨市场占有率超过 16%，是国内最大的水性油墨生产企业。

主要竞争优势

1) 拥有领先的水性油墨研发优势：公司是国家高新技术，企业、国家火炬计划研发单位、肇庆市自主创新优势企业。截至 2009 年 12 月 31 日，公司拥有研发技术人员 35 人，拥有 2 项发明专利和 3 项水性油墨生产核心技术，在同行业处于领先水平。

2) “驻厂调墨”销售服务优势：基于国内印刷企业使用水性油墨过程中存在着更多个性化服务需求，公司率先在业内推行“零距离”、“零损耗”、“零库存”的驻厂调墨销售服务模式。公司为每家核心客户派驻一至三名调墨员，现场全程跟踪客户的印刷生产过程，为客户提供专业化的油墨印刷技术解决方案。维持了公司与核心客户保持长期稳定的合作关系。

成长动力

1) 产能扩张：本次募集资金投资项目建成投产后，公司将新增年产 22,000 吨水性油墨的生产能力。且计划新建 20 家销售分公司，构建起全国性的营销服务网络，销售能力将进一步提升。

2) 水性油墨安全环保，受国家产业政策支持：功能涂料及水性涂料、染料新品种及其产业化技术、被列为“十一五”精细化工技术开发和产业化重点。水性油墨具有无毒、无污染的特点，符合环保政策的要求，市场空间巨大。

财务状况

公司过去两年营收和净利润的 CAGR 分别达到 12.9%和 27.4%，由于生产规模增长以及原材料价格降低，2009 年利润率有所提升，总体增势稳定。公司加强应收账款管理，周转率不断提升，存货周转率略有下降。经营活动产生的现金净流量在各期均低于净利润，这和公司处于高速成长期有关。公司资产流动性较强，流动资产和非流动资产比例较为稳定。

风险

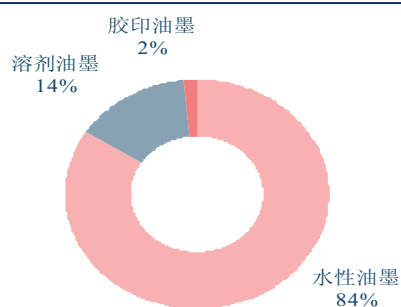
1) 驻厂调墨的存货管理风险：公司在客户工厂内设置调墨点，库存一定量的自制半成品、产成品，调墨点的存货主要由调墨员现场负责管理。随着公司驻厂调墨点数量的增多，调墨点存货仍存在一定的管理风险。2) 行业竞争风险：随着我国印刷工业的快速发展以及对环保要求的逐渐提高，将有越来越多的生产企业进入水性油墨行业参与竞争，因此，公司面临行业竞争带来的市场风险。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.67/0.83 元，未来三年净利润 CAGR 达 23.2%。未来需密切关注公司水性油墨产能释放以及下游应用的拓展以及行业竞争格局的变化。

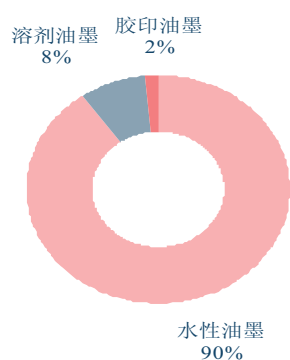
公司一览

图 367：天龙集团 09 年主营收入分解



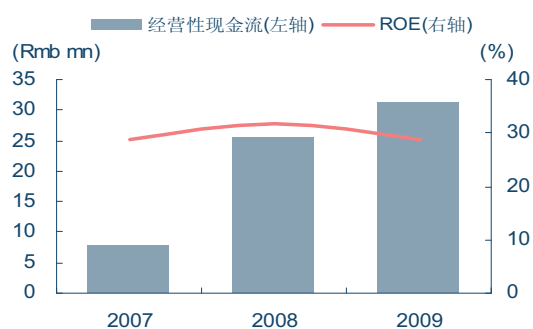
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 369：天龙集团 09 年毛利分解



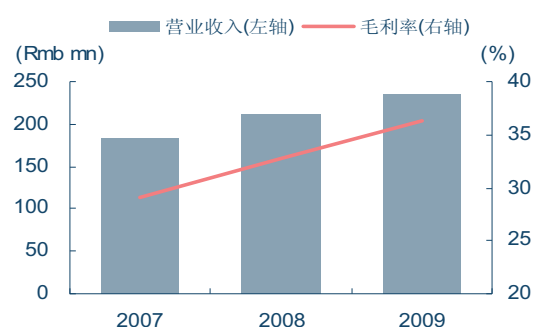
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 371：天龙集团的现金流与盈利能力



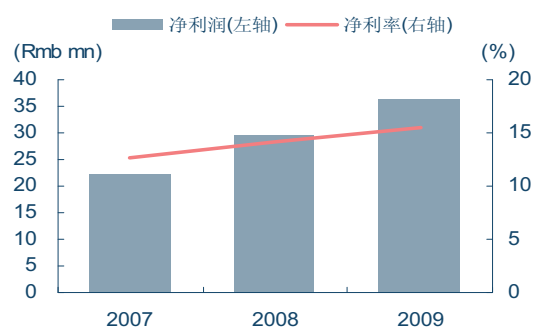
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 368：天龙集团历史营运表现



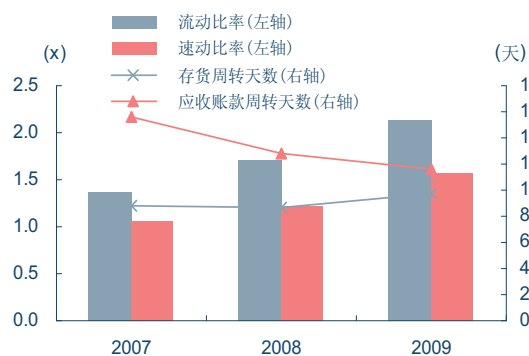
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 370：天龙集团历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 372：天龙集团的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

豫金刚石（300064）

公司沿革

公司成立于 2004 年，总部位于郑州。主营业务为人造金刚石及其原辅材料的研发、生产和销售，以及人造金刚石合成设备的研发。董事长、实际控制人郭留希持股 54.1%。上海尚理投资、上海睿信投资、河南安顺投资分别持有公司 5.6%、3.6%、2.7%的股权。

产品与行业地位

目前，公司的主导产品为人造金刚石，产销量位居全国第三，2009 年市场占有率为 7.5%。

主要竞争优势

1) 合成设备优势。公司生产人造金刚石的全部合成设备都是自主研发，是国内合成缸径最大、对中精度高、稳定性好、生产效率最高的人造金刚石生产设备，处于国内领先地位。

2) 综合成本优势。由于公司在原辅材料、合成设备、合成工艺等方面的领先水平以及生产环节的规范化管理，公司人造金刚石产品的综合生产成本处于优势地位，因而公司生产产品的毛利率居于国内同行业最高水平，盈利能力强。

成长动力

1) 产能扩张：募集资金到位后，公司将突破资金瓶颈的限制，在 2009 产能 4.2 亿克拉的基础上新增产能 3.0 亿克拉。

2) 行业逐步整合的空间：规模化集约化将成为行业发展趋势，目前国内人造金刚石生产企业大部分存在规模偏小，公司有望通过市场资源整合扩大市场份额，并在此基础上向行业上游、下游延伸，塑造完整的产业链条，逐步形成规模化集约化的经营模式。

3) 下游市场需求的增长与升级：随着我国成为全球制造业中心，大型数控机床等先进制造技术和难加工材料越来越广泛的应用，使得超硬材料制品成为必不可少的基础装备之一；石材、建材、传统加工领域的技术升级，对新兴锯切工具等超硬材料的需求不断增加。

财务状况

公司过去两年营收和净利润的 CAGR 分别达到 40%和 45.9%，利润率基本稳定。应收账款周转效率逐步提高，明显高于同行业上市公司水平，2009 年度存货周转率有所下降，但仍显著高于同行业上市公司，综合周转效率有所下降，经营性现金流不够稳定。先进的设备是本行业关键因素，因此，公司具备固定资产占比很高的特点。

风险

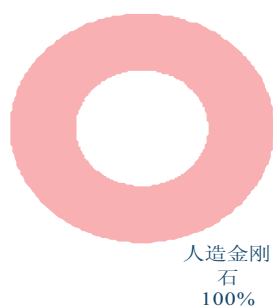
行业竞争导致产品价格下降的风险。近年来人造金刚石产品的生产技术和工艺水平不断提升，人造金刚石产品的销售价格出现下滑现象，市场竞争日趋激烈。公司产品平均销售价格略高于行业平均价格，但也呈现下降趋势。预计未来人造金刚石的销售价格仍有下降的空间或出现波动的可能性。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 2010 至 2011 年 EPS 为 0.46/0.67 元，利润 CAGR39.4%。未来需密切关注产品下游应用的拓展以及公司人造金刚石售价和成本的下降幅度。

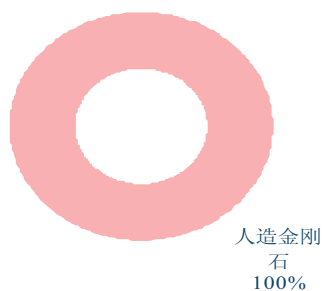
公司一览

图 373：豫金刚石 09 年主营收入分解



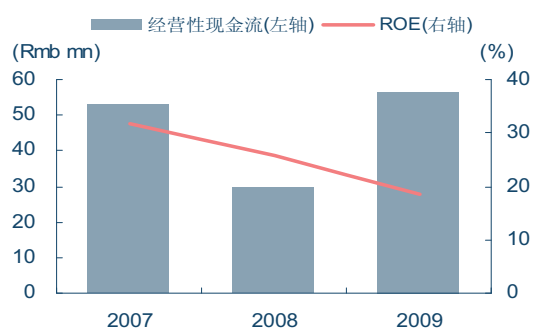
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 375：豫金刚石 09 年毛利分解



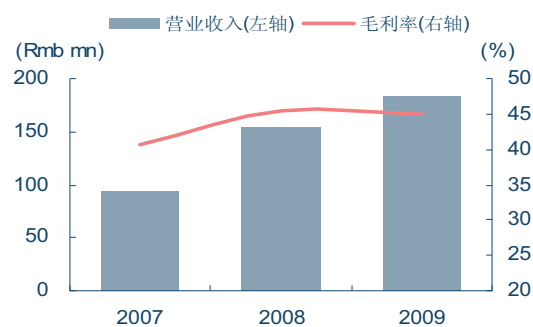
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 377：豫金刚石的现金流与盈利能力



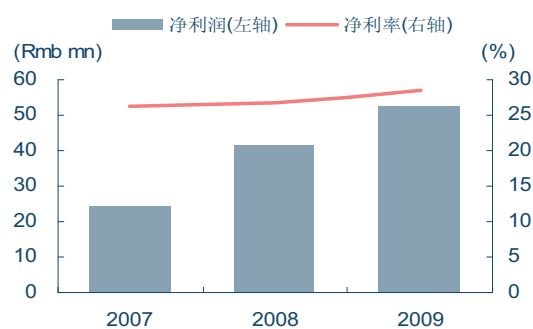
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 374：豫金刚石历史营运表现



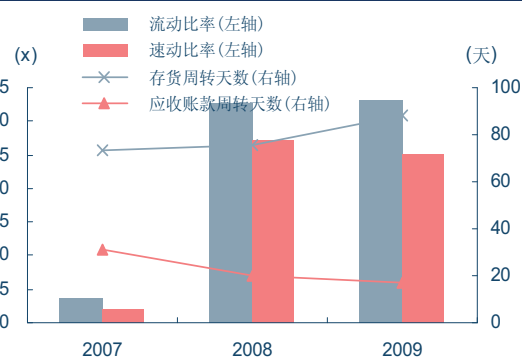
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 376：豫金刚石历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 378：豫金刚石的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

海兰信（300065）

公司沿革

公司成立于 2001 年，总部位于北京。公司实际控制人申万秋和魏法军分别持股 18.5%和 13.0%。首钢冶金机械厂、中国远洋运输总公司和启迪控股等 3 名法人股东分别持股 11.7%、4.7%和 5.2%。

产品与行业地位

公司专注于航海电子科技领域，主要从事航海电子科技产品和系统的研发、生产、销售和服务。公司目前生产与研发的主要产品包括：船载航行数据记录仪（VDR，又称“船用黑匣子”）、船舶远程监控管理系统（VMS）、航海电子集成系统（VEIS）、船舶操舵仪（SCS）以及雷达等。按产品产量计算，目前公司已成为国内规模最大的 VDR 制造企业。2009 年，公司在国内 VDR 市场占有率为 24%。

主要竞争优势

1) 公司具有稳定的客户资源，主要客户有国内大型航运企业集团、国内大型船厂、政府部门和国际航运企业，公司还是中国海军的合格供应商之一。公司的 VDR，已获得了包括中国、英国、日本、欧盟、美国、德国在内的多家国际船级社的产品型式认可证书。截至 2009 年末，公司 VDR 累计销量已超过 2200 套。

2) 公司初步建立全球性服务网络，在 31 个国家和地区拥有授权服务代理商 52 家，拥有备件供应点 9 个以及一支可全球服务的应急服务小组；在国内 12 个城市通过签署售后服务代理协议，拥有授权服务代理商 12 家，拥有备件供应点 8 个。代理商经培训认证后，可为公司已售航海电子设备提供维修、检验等售后服务。完善的产品全球服务网不仅成为后续新产品进入市场的支撑，也是客户愿意选择公司产品的重要原因。

成长动力

公司主营业务收入增长的动力来自四个方面：1.公司产品线逐渐拓展；2.公司的品牌逐渐建立；3.拥有全球性的服务网络；4.成为造船、航运企业的合格供应商，并取得了武器装备科研生产许可证、二级保密资格单位证书和军工产品质量体系认证证书。

财务状况

2007-09 年，公司营收和净利润的年均复合增长率达和 40.6%和 31.1%，且综合毛利率较为稳定。公司业务属于轻资产型，固定资产仅 375 万元。但资产负债结构比较合理，现金流健康，财务风险较小。上市后公司具备了通过兼并收购而快速发展的能力。

风险

1) 航海电子科技行业受下游造船业的影响，具有一定的周期性特征。如果航运业复苏不及预期，导致新船订单撤销或推迟交付，则可能对公司业务产生负面影响。2) 公司销售收入主要依靠 VDR，存在单一品种的风险。3) 公司出口占比较大（30%营收以上），存在汇兑损失的风险。

盈利预测与投资建议

客户对信息化和安全性的需求推动了航海电子市场的发展。新装需求、更换需求、近洋和内河船舶需求以及集成化的发展趋势使得 VDR 等单品和 VEIS 仍有较大的发展空间。全球航海电子市场被欧美日韩厂商主导，但也为国内企业提供进口替代的机遇。市场一致预期公司 2010-11 年 EPS 为 1.88/2.25 元。

三川股份（300066）

公司沿革

公司成立于 2004 年，总部位于江西鹰潭。公司主营各种水表产品的研发、生产和销售。公司实际控制人为李建林、李强祖父子，持有公司 51.8% 的股份，社保基金持有 2.5% 股份。

产品与行业地位

三川水表主要产品有：各种预付费智能水表、远传水表、各种湿式、干式机械水表、节水型水表。2009 年产量 471.1 万台，总销售额和销量为全国第二，其中节水型水表 269.2 万台，系全国最大的节水型水表生产企业。

主要竞争优势

1) 技术和成本优势。公司三大主导产品—节水型水表、智能化水表及其基表、水表配件均具有国内领先的技术优势，三者合计占企业总产值的比重超过 85%，生产能力及规模均为全国最大生产企业之一。大大降低了水表的的生产成本，造就了三川水表的低成本优势。

2) 原材料供应的区域优势。鹰潭市正在打造世界铜都，离公司 17 公里处即是亚洲最大的铜冶炼基地——贵溪冶炼厂，为企业原材料供应提供了充足的保障。

成长动力

1) 公司产能扩张。公司募集资金计划投资于智能水表、机械水表、工业水表、技术中心、营销网络、塑胶管材、其他与主营业务相关的营运资金项目等 7 个项目。项目全部达产后，智能水表生产能力从 80 万台提高到 280 万台；机械水表生产能力从 320 万台提高到 620 万台；工业水表生产能力从 4 万台提高到 19 万台；并新增塑胶管材 1 万吨生产能力，生产规模扩充明显。

2) 建设节水型社会的提升下游市场需求总量和结构。国家对污水排放处理和控制的重视，中水和直饮水供水工作的实施，“新农村建设”对农村供水工作的推动，各给排水用户对高计量精度等级水表的期望以及市场对远程抄表和收费管理系统等的需求，都对水计量仪器仪表产品提出了更高的要求 and 更大的需求。公司作为行业龙头企业，在智能水表等领域具有显著优势。

财务状况

公司过去两年营收和净利润的 CAGR 分别达到 11% 和 38%，产品售价稳定，2009 年受原材料价格大幅下降，毛利率出现明显攀升。未来智能表等高毛利产品销量的增加逐步提升整体盈利能力。应收款和存货周转率不断改善，经营性现金流较为稳定。轻资产的特点会随资本支出的增加而逐步改变。

风险

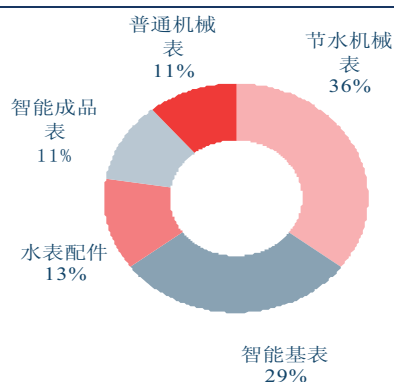
1) 原材料价格波动风险。铜在公司产品成本中所占的比重较高，因此黄铜价格对公司产品成本产生重大影响，也影响公司的销售价格。黄铜价格波动对公司产品毛利率有明显的影响。2) 下游房地产行业周期性波动的风险。公司水表产品的需求中约 20% 是新建房屋带来的需求。

盈利预测与投资建议

市场一致预期公司 2010 至 2011 年 EPS 分别为 1.81/2.56 元。未来需密切关注公司产能释放以及相关国家和区域政策对于行业带来的实质性影响。

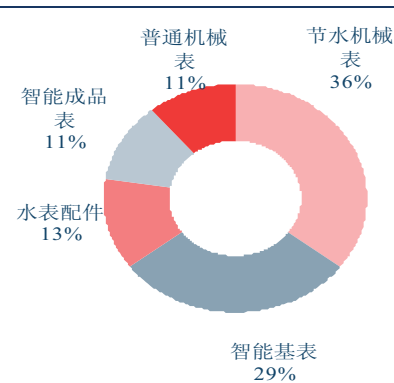
公司一览

图 379：三川股份 09 年主营收入分解



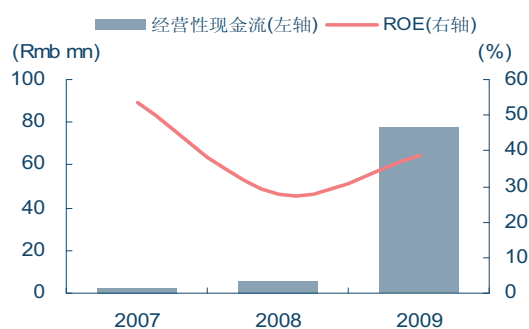
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 381：三川股份 09 年毛利分解



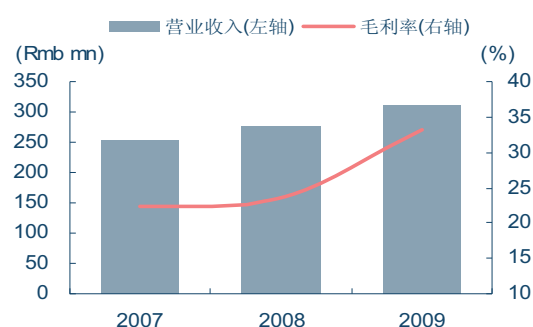
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 383：三川股份的现金流与盈利能力



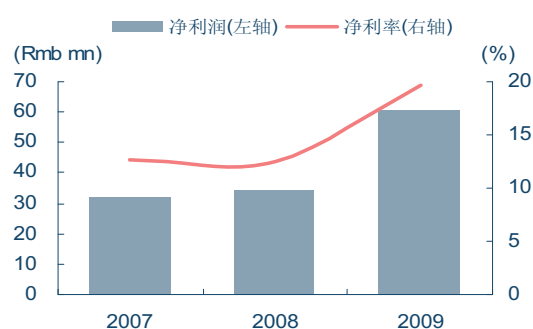
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 380：三川股份历史营运表现



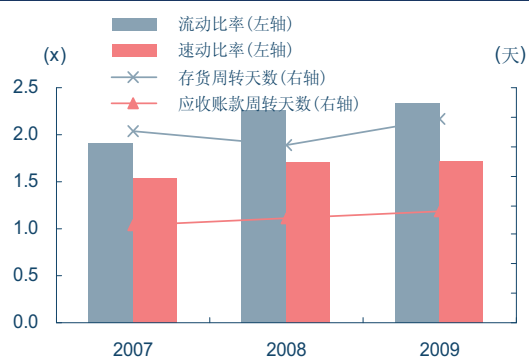
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 382：三川股份历史盈利表现



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 384：三川股份的营运效率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：1）研究报告所提出的一切推荐意见均基于市场公开信息做出，且为分析师本人对报告所涉证券或发行人的独立判断；以及 2）研究报告中所涉证券或发行人是分析师本人通过自上而下研究、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论。

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工（包括参与准备或发行此报告的人）可能（1）与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	香港
地址：	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海浦东新区世纪大道 1568 号中建大厦 22 楼（200122）	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层（518040）	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话：	(010)84588720	(021)68761565	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真：	(010)84868307	(021)68761669	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线：	(010)84868367			
Email：	service@citics.com			hkresearch@citics.com.hk
网址：	http://www.citics.com			http://www.citics.com.hk
	http://www.spcitic.com			