

新股分析

中利科技(002309)

通信特种电缆专业生产商

报告关键点：

- 公司“阻燃耐火软电缆”在通信领域市场占有率超50%。
- 我们预测09-11年EPS为1.46元、2.08元、2.68元，按照09年28-30倍PE估值，估值区间为40.88-43.8元，建议询价区间为40.28-42.52元

报告摘要：

- 公司主营“阻燃耐火软电缆”为用于通信领域的特种电缆，用户主要分两类：一是通信网络运营商，包括中国移动、中国联通、中国电信、原中国网通和中国铁通等，产品主要用于各运营商机房和基站；二是通信设备制造商，包括华为技术、大唐移动、动力源、艾默生等，产品主要用于制造商的设备配套。
- 行业与竞争优势分析：**由于电信业的重组和3G通讯的建设，通信基础设施建设近年非常大，相应的通信电缆的需求也非常大。公司的阻燃耐火软电缆根据中国移动、华为技术等通信企业的集中招标情况及公司历年综合销售情况保守估计，公司产品在通信领域同类产品的市场占有率在50%以上，处于市场绝对领先地位。由于采取开口合同的方式，公司毛利率能够得到保证，可以转嫁原材料价格上升带来的压力。
- 募集资金项目分析：**公司此次拟发行3350万股，募集资金中约有5.75亿元投向四个项目。项目投产后，公司阻燃耐火软电缆的年产能将增加87.7%。电缆料的年产能将增加14.3%。并完成东北、华南产能的产能和营销布局。
- 盈利预测与公司估值：**我们预测09-11年EPS为1.46元、2.08元、2.68元，按照09年28-30倍PE估值，估值区间为40.88元-43.80元。
- 询价建议：**公司08年扣除非经常性损益后归属母公司净利润为14,942万元，按照发行后股本计算为每股1.119元，按照36-38倍盈利率估值，建议询价区间40.28元-42.52元。
- 风险提示：**尽管采取开口合同保证毛利率，但原材料价格波动对公司的收入规模会产生影响，进而影响到盈利水平。

建议询价区间：

40.28 - 42.52 元

上市首日定价区间：

40.88 - 43.80 元

报告日期：2009-11-11

发行数据

总股本(万股)	10,000
发行数量(万股)	3,350
网下发行(万股)	670
网上发行(万股)	2,680
保荐机构	国信证券股份有限公司
发行日期	2009-11-16
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

王柏兴	72.30%
苏州元风创业投资有限公司	5.92%
常熟市中聚投资管理有限公司	5.00%
苏州国发创新资本投资有限公司	4.73%
昆山市沪昆市场投资开发建设管理有限公司	3.35%
王启文	2.21%
王伟峰	2.00%
陈延立	1.89%
汇中天恒投资有限公司	1.89%
李娟	.70%

研究员

黄守宏 行业分析师
010-66581627 huangsh@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

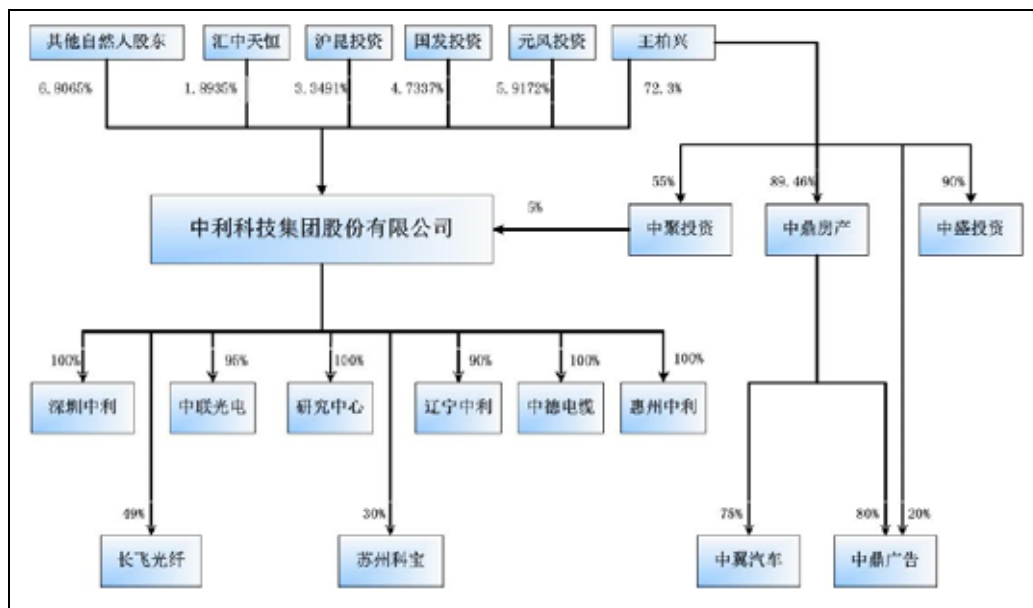
(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,315.5	1,652.5	1,793.4	2,335.7	3,047.4
Growth(%)	-4.4%	25.6%	8.5%	30.2%	30.5%
净利润	138.3	149.6	194.6	277.5	358.1
Growth(%)	71.2%	8.2%	30.1%	42.6%	29.0%
毛利率(%)	18.5%	18.4%	21.2%	21.0%	20.7%
净利润率(%)	10.5%	9.1%	10.8%	11.9%	11.8%
每股收益(元)	1.04	1.12	1.46	2.08	2.68
每股净资产(元)	2.50	3.63	15.59	17.25	19.40
市盈率	41.5	38.4	29.5	20.7	16.0
市净率	17.2	11.8	2.8	2.5	2.2
净资产收益率(%)	41.6%	31.0%	9.4%	12.1%	13.8%
ROIC(%)	60.1%	33.8%	29.5%	27.1%	23.3%
EV/EBITDA	21.7	20.4	17.5	14.2	11.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	1.0%	1.2%

1. 通信电缆专业生产商

1.1. 股权结构概况

中利科技集团股份有限公司是由成立于 1996 年中利科技集团有限公司依法整体变更设立的股份有限公司 2007 年 8 月 ,公司取得了江苏省苏州工商行政管理局核发的《企业法人营业执照》,注册资本 1 亿元。公司主营特种电缆业务,目前主要从事以“阻燃耐火软电缆”为主的特种电缆的研发、生产和销售。

图 1 中利股份发行前股权结构图



数据来源：招股说明书

表 1 中利股份发行前后股权结构

股东类别	发行前 股数(万股)	比例(%)	发行后 股数(万股)	比例(%)	限售期
一、有限售条件的流通股					
王柏兴	7230	72.30%	7230	54.16%	36 个月
苏州元风创业投资有限公司	591.72	5.92%	591.72	4.43%	12 个月
常熟市中聚投资管理有限公司	500	5.00%	500	3.75%	12 个月
苏州国发创新资本投资有限公司	473.37	4.73%	473.37	3.55%	12 个月
昆山市沪昆市场投资开发建设管理有限公司	334.91	3.35%	334.91	2.51%	12 个月
王启文	221.3	2.21%	221.3	1.66%	12 个月
王伟峰	200	2.00%	200	1.50%	36 个月
汇中天恒投资有限公司	189.35	1.89%	189.35	1.42%	12 个月
陈延立	189.35	1.89%	189.35	1.42%	12 个月
李娟	70	0.70%	70	0.52%	12 个月
二、本次发行股份			3350	25.09%	
合计	10000	100.00%	13350	100%	

数据来源：招股说明书

公司的实际控制人是董事长王柏兴先生。王柏兴先生持有公司发行前 72.3% 的股权，发行后直接持股比例为 54.2%。公司总股本为 1 亿股，本次计划发行 3350 万股，占发行后总股本的 25.1%。

王柏兴先生还持有中鼎房产 89.5% 的股权、中聚投资 55.0% 的股权、中盛投资 90.0% 的股权、中鼎广告 20.0% 的股权，并通过中鼎房产持有中翼汽车 75.0%、中鼎广告 80.0% 股权，这些公司均未从事与中利科技相同或相似业务。

1.2. 公司主营业务简介

公司主营特种电缆业务，目前主要从事以“阻燃耐火软电缆”为主的特种电缆的研发、生产和销售。目前的主要产品包括阻燃耐火软电缆、铜导体、电缆料等，其中阻燃耐火软电缆目前主要应用于通信电源领域，部分应用于铁路和轨道交通领域；铜导体和电缆料属于电缆原料，主要应用于电缆的制造。公司生产的铜导体和电缆料主要自用于生产电缆，剩余则对外销售。

表 2 中利科技近三年盈利情况

项目	2009 年 1-6 月	2008 年	2007 年	2006 年
营业收入（万元）	71,856.30	165,252.46	131,548.59	137,630.41
其中：阻燃耐火软电缆	58,576.91	126,707.73	92,482.00	64,728.33
电缆料	6,538.46	14,756.25	11,670.22	9,011.01
光缆及其他电缆	4,837.80	8,996.95	4,362.47	4,927.10
材料销售	1,392.88	1,306.98	7.62	7,936.12
铜导体	481.51	13,401.00	22,991.23	50,912.37
其他	28.76	83.54	35.06	115.48
净利润（万元）	8,236.58	14,956.93	13,828.45	8,077.09
净资产收益率	15.44%	31.08%	41.69%	39.62%
综合毛利率	21.90%	18.38%	18.54%	13.09%
期间费用率	8.65%	7.48%	5.59%	4.26%
销售净利率	11.59%	9.09%	10.54%	5.90%

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

近三年一期公司的客户均为国内客户。阻燃耐火软电缆主要应用于通信领域，用户主要分两类：一是通信网络运营商，包括中国移动、中国联通、中国电信、原中国网通和中国铁通等，产品主要用于各运营商机房和基站；二是通信设备制造商，包括华为技术、大唐移动、动力源、艾默生等，产品主要用于制造商的设备配套。

表 3 公司近年前五位客户情况

单位：万元

	2009Q2		2008		2007		2006	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中国移动	18658	25.97%	53494	32.37%	41030	31.19%	19503	14.17%
中国电信	14877	20.70%	19883	12.03%	19603	14.90%	20713	15.05%
华为技术有限公司	12499	17.40%	28533	17.26%	19192	14.59%	13343	9.69%
中国联通	6581	9.16%	6338	3.84%				
远东电缆有限公司	2284	3.18%						
金洋电子（深圳）有限公司			5067	3.07%				
中国网通					3420	2.60%	6843	4.97%
贝思特宽带通讯（烟台）有限公司					3279	2.49%		
常熟市唐市电工器材厂							38510	27.98%
合计	54900	76.41%	113314	68.57%	86525	65.77%	98912	71.87%

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

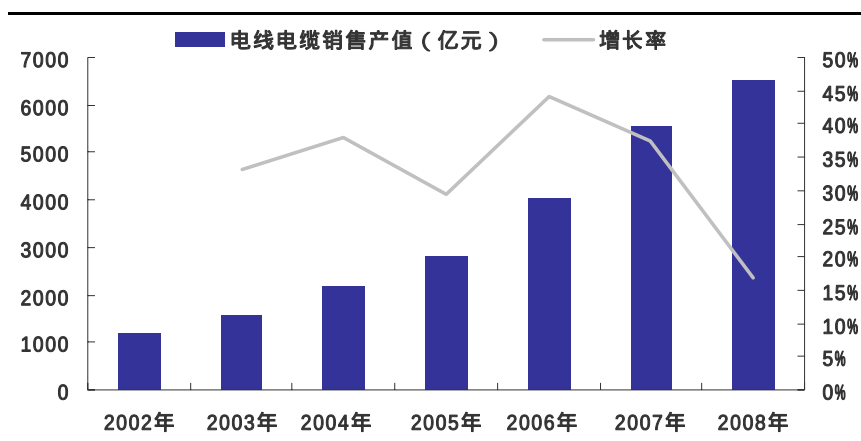
2. 电线电缆行业分析

2.1. 阻燃耐火软电缆属通信特种电缆

电线电缆是指用于电力、通信及相关传输用途的线材，是输送电能、传递信息和进行电磁转换以及制造各种电机、电器、仪表所不可缺少的基础器材。电线电缆按使用用途分为五类：电力电缆、电气装备用电线电缆、裸电线（又称架空线）、通信电缆与光缆、绕组线。裸线主要用在城郊和农村供电、用户主线、开关柜等；电气装备用电线电缆品种规格繁多，应用范围广泛，使用电压在 1KV 及以下较多；电力电缆主要用在发、配、输、变、供电线路中的强电电能传输，通过的电流大、电压高；通信电缆与光缆主要用于通信领域的信号传输；绕组线又称电磁线，主要用于各种电机、仪器仪表等，实现电磁转换。

国内电线电缆行业的供给较为分散，市场集中度偏低。由于普通电缆门槛较低，地域分割较为严重，因而市场集中度低，企业规模偏小。2007 年我国主要电线电缆企业市场份额均不到 2%。2007 年销售收入超过 50 亿元的仅有六家企业：远东控股、永鼎集团、兴乐集团、铜陵精达、天津塑力、江苏上上。2007 年度销售收入最大的电缆企业实现销售收入 117 亿元。

图 2 2002-2008 年我国电线电缆行业销售产值



数据来源：国家统计局

国内电线电缆企业可分为三个阵营。处于行业中绝对领先地位的第一阵营企业为耐克森等跨国公司，以及远东集团；第二阵营是行业内规模次之的企业，如上上电缆，宝胜股份等以及在某些产品领域内占有一定垄断优势的企业，如光缆领域的亨通光电，特种电缆领域的中利科技；第三阵营是其他缺乏特色与竞争能力的中小企业。

表 4 中国电缆行业竞争格局

分类名称	公司名称
第一阵营	法国耐克森集团、意大利比瑞利集团、日本古河电缆、日本住友电工、江苏远东控股集团有限公司等
第二阵营	江苏上上电缆集团有限公司、江苏宝胜科技创新股份有限公司、浙江万马电缆股份有限公司、无锡江南电缆有限公司、天津市塑力电缆厂、青岛汉缆集团有限公司、广东南洋电缆集团股份有限公司、福建南平太阳电缆、江苏亨通集团、中利科技等
第三阵营	其他缺乏竞争力的中小电缆企业

数据来源：安信证券研究中心

行业未来发展的重要方向之一是特种电缆。特种电缆一般具有独特性能和特殊结构，

相对于普通电线电缆而言，具有技术含量较高、使用条件较严格、批量较小、附加值较高的特点。往往采用新材料、新结构、新工艺，其性能要求较为特殊，如：高温、低温、纵向或径向压力密封性（气或水）、紫外线、臭氧、润滑或燃料油、特种熔剂、弯曲、曲挠、抗拉、抗压、强电或强磁场干扰、电晕、辐射、阻燃、耐火等。

特种电缆面临广阔需求空间，有望成为行业产业升级的突破口。据粗略估计，每年全国特种电缆产品的销售大概在 400 亿元左右，为企业提供了空间巨大而又划分精细的细分市场。国内电线电缆制造企业中能生产特种电缆的厂家近一半多，但生产防火电缆、机车车辆电缆、核电站电缆、加热电缆等特种电缆的厂家却很少，占现有企业总数不足 1%，产品一般依赖进口，因而进口替代空间巨大。

2.2. 阻燃耐火软电缆需求广阔

截至“十五”期末，移动基站数量已超过 30 万个。随着 3G 网络通信技术的运行，需要对这些移动基站进行改造，需要大量的阻燃耐火软电缆，在实施 3G 网络技术通信的建设时，还需要增建超过 30 万个基站，加上每年对这些基站的维护，每个基站按保守年需为 0.1 km 的阻燃耐火软电缆计算，3G 市场基站每年需求就达 60000km，整体 3G 市场每年需求估计将达 150000 km 以上。再考虑 2G 网络的改造和维护，以及固定通信、广电系统等的需求，阻燃耐火软电缆的市场前景广阔。

2008 年 5 月 24 日，工业和信息化部、国家发改委和财政部联合发布《三部委关于深化电信体制改革的通告》，新一轮电信重组方案确定：中国铁通并入中国移动、中国联通 CDMA 网络售予中国电信，而 GSM 网络则与中国网通合并。重组后的中国电信行业进入三巨头平等竞争的时代，各电信公司均将在原有业务的基础上，开展固定通信、移动通信、宽带等业务。由于各电信公司原有业务有所侧重，进入新的领域后，均需对通信网络进行大规模建设。

2009 年 1 月 7 日，工业和信息化部为中国移动、中国电信和中国联通发放 3 张第三代移动通信(3G)牌照，标志着我国开始正式实施 3G 网络通信，也标志着我国电信业的重组基本接近尾声。根据中国国际金融有限公司的研究报告，按照各运营商未来 2 年的初步计划，2009-2010 年我国 3 家网络运营商 3G 网络建设总投资将达到 2800 亿元，其中 2009 年的投资将达到 1350-1650 亿，加上三张 3G 网络投入的补贴，2009 年 3G 相关投资达到 1730-2030 亿元左右。通信用阻燃耐火软电缆作为通信设备的重要组成部分，在电信业布局新业务的建设过程中，将有很大的市场空间。

公司正在逐步推广阻燃耐火软电缆在其他行业领域的市场应用。公司已在阻燃耐火软电缆的技术和市场基础上研发了铁路系列电缆，并已初步进入包括机车电缆和通信及信号电缆两大领域，铁路市场将是公司未来发展的重点市场之一。

3. 竞争优势分析

3.1. 阻燃耐火软电缆在通信领域地位绝对领先

公司的阻燃耐火软电缆目前主要应用于通信领域，在该领域处于绝对领先地位。在通信网络运营商市场中，主要有亨通集团有限公司等少数公司与公司有一定竞争；在通信设备制造商市场中，主要有广州番禺电缆厂等少数公司与公司有所竞争。

在通信网络运营商中，具有代表性的客户是中国移动，由于中国移动最近三年一期在我国通信网络运营商中设备采购数量领先，在目前国内通信电源用阻燃耐火软电缆的市场份额分布方面具有代表性。中国移动自 2007 年开始实施集团集中采购，并于 2008 年公开公布集中招标结果，其招标结果对通信电源用阻燃耐火软电缆的市场份额具有一定参考性。根据中国移动 2008 年集中招标的中标公告，中利科技阻燃耐火软电缆中标份额占中国移动在国内七个大区集中招标总量的 61.39%。

表 5 中国移动 2008 年阻燃耐火软电缆招标中标市场份额

企业名称	华北区	东北区	华中区	华东区	华南区	西北区	西南区
中利科技	61.39%	61.39%	61.39%	61.39%	61.39%	61.39%	61.39%
江苏亨通	10.73%	21.45%	21.45%	15.44%	15.44%	21.45%	21.45%
江苏凯诺	8.85%	17.16%	17.16%	12.36%	12.36%	17.16%	17.16%
鲁能泰山	7.51%						
广州番禺	6.44%			10.81%	10.81%		
江苏江扬	5.36%						

数据来源：招股说明书

通信设备制造商的代表企业是华为技术。根据华为技术 2008 年招标结果通知书，其公开招标的 34 类阻燃耐火软电缆中，中利科技有 30 类产品中标，其中 20 类产品占 70% 的份额，10 类产品占 30% 的份额，4 类产品未中标。根据中国移动、华为技术等通信企业的集中招标情况及中利科技历年综合销售情况保守估计，中利科技产品在通信领域同类产品的市场占有率在 50% 以上，处于市场绝对领先地位。目前无论在产品技术和销售规模上公司均处于行业领先地位。

3.2. 开口合同保证毛利率

中利科技与客户签署有价格联动条款，即公司产品按照一定的规则与市场铜价进行挂钩，并与客户约定当铜价波动达到一定程度的时候，按相关规则调整产品价格。这与多数电力电缆公司采用成本加成的方式确定价格，并且为闭口合同不同。

从下表中我们可以看到中利科技毛利率高于宝胜股份等电力电缆公司，和中天科技等通信电缆类公司差不多。尽管近年铜价变化剧烈，但通信电缆公司毛利率保持稳定，并且略有上升。

表 6 电缆行业公司毛利率比较

	2009 年 1-6 月	2008 年	2007 年	2006 年
永鼎股份	28.14%	16.99%	14.08%	11.24%
亨通光电	26.43%	20.33%	22.10%	19.35%
中天科技	23.19%	19.32%	17.27%	18.77%
通信电缆平均	25.92%	18.88%	17.82%	16.45%
宝胜股份	13.51%	9.33%	14.17%	16.75%
南洋股份	19.30%	15.80%	13.94%	14.78%
万马电缆	17.70%	13.14%	13.58%	16.77%
太阳电缆	19.20%	10.86%	11.18%	13.48%
电力电缆平均	17.43%	12.28%	13.22%	15.45%
中利科技	21.90%	18.50%	18.52%	19.70%

数据来源：wind，招股说明书，安信证券研究中心整理

注：2006 年中利科技数据为剔除常熟市电工器材厂的合并影响后的模拟数据

4. 募集资金项目分析

公司此次拟发行 3350 万股，募集资金中约有 5.75 亿元投向四个项目。项目投产后，公司阻燃耐火软电缆的年产能将从目前的 57000 公里上升至 107000 公里，增幅达到 87.7%。电缆料的年产能将从目前的 28000 吨上升至 32000 吨，增幅达到 14.3%。

表 7 募集资金项目

项目名称	项目投资 额（万元）	建设期 （年）	新增年 产能	2009 年 6 月产能	达产后 年产能	产能 增幅
阻燃耐火软电缆本部扩建建设项目	15404.8	1	18000km	57000km	107000km	87.70%
阻燃耐火软电缆东北基地建设项目	26414.7	2	25000km			
阻燃耐火软电缆华南基地建设项目	9727.6	2	10000km			
电缆用材料技术改造项目	5943.5	1	15000 吨	28000 吨	32000 吨	14.30%
合计	57490.6	-	-	-	-	

数据来源：安信证券研究中心

以上三个项目达产后，中利科技的阻燃耐火软电缆的生产经营将形成以本部母公司为主体，以东北和华南两个子公司的生产基地为辅的格局，其中本部主导大型通信网络运营商实施的集中采购等全国性的市场以及长三角区域市场，东北和华南主导以东北和华南为主的区域性市场，深圳中利、中德电缆将和惠州中利互补，共同主导华南市场。这种格局是结合电缆行业“料重工轻”的特点，从中利科技的角度，将有利于降低原材料采购及产品的运输成本，从客户角度，有利于加快市场反应速度，缩短交货时间，提高营销效率，并提高对客户的服务质量。上述营销格局的优化符合中利科技的发展战略

5. 盈利预测与公司估值

表 8 中利科技盈利预测表

	2007A	2008A	2009Q2	2009E	2010E	2011E
阻燃耐火软电缆(万元)	92,482.00	126,707.73	58,576.91	150,655	198,865	262,999
产能 (km)	47000	57,000	57,000	107,000	107,000	107,000
产量 (km)	39404	64831	44338			
销量 (km)	34520	62738	44252	90,971	109,165	125,540
增长率	62.84%	81.74%	58.87%	45%	20%	15%
单价 (万元/km)	2.68	2.02	1.32	1.66	1.82	2.09
成本 (万元)	70,686.61	99,255.55	44,091.79	115,251	152,927	203,824
毛利 (万元)	21,795.39	27,452.18	14,485.12	35,404	45,938	59,175
毛利率	23.57%	21.67%	24.73%	23.50%	23.10%	22.50%
铜导体(万元)	22,991.23	13,401.00	481.51	1,210	1,331	1,464
外销量 (吨)	4,150.04	2,725.44	153.25	300	300	300
单价 (元/kg)	55.4	49.17	31.42	40.32	44.35	48.79
成本 (万元)	22,311.05	13,107.42	469.01	1,179	1,299	1,431
毛利 (万元)	680.18	293.58	12.50	30	31	32
毛利率	2.96%	2.19%	2.59%	2.50%	2.35%	2.20%
电缆料(万元)	11,670.22	14,756.25	6,538.46	14,958	18,922	23,501
外销量 (吨)	11,419.00	14,980.96	8,436.72	16,873	19,404	22,315
单价 (元/kg)	10.22	9.85	7.75	8.87	9.75	10.53
成本 (万元)	10,108.55	12,852.15	5,544.09	12,864	16,462	20,446
毛利 (万元)	1,561.67	1,904.10	994.37	2,094	2,460	3,055
毛利率	13.38%	12.90%	15.21%	14%	13%	13%
光缆及其他电缆(万元)	4,362.47	8,996.95	4,837.80	9,676	11,611	13,933
成本 (万元)	4,038.67	8,334.99	4,621.63	9,250	11,100	13,320
毛利 (万元)	323.80	661.96	216.17	426	511	613
毛利率	7.42%	7.36%	4.47%	4.40%	4.40%	4.40%

其他收入	42.68	1390.52	1421.64	2,843	2,843	2,843
成本(万元)	16.37	1336.13	1392.1	2,784	2,784	2,784
毛利	26.31	54.39	29.54	59	59	59
毛利率	61.64%	3.91%	2.08%	2.08%	2.08%	2.08%
营业收入(万元)	131,548.59	165,252.46	71,856.30	179,342	233,572	304,740
增长率	-4.4%	25.6%		8.53%	30.2%	30.5%
营业成本(万元)	107,161.25	134,886.23	56,118.62	141,329	184,573	241,806
毛利率	18.54%	18.38%	21.90%	21.20%	20.98%	20.65%

数据来源：安信证券研究中心

我们预测 09-11 年 EPS 为 1.46 元、2.08 元、2.68 元，按照 09 年 28-30 倍 PE 估值，估值区间为 40.88 元-43.8 元。

公司 08 年扣除非经常性损益后归属母公司净利润为 14,942 万元，按照发行后股本计算为每股 1.119 元，按照 36-38 倍盈利率估值，建议询价区间 40.28 元-42.52 元。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-11-11		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,315.5	1,652.5	1,793.4	2,335.7	3,047.4	成长性					
减: 营业成本	1,071.6	1,348.9	1,413.3	1,845.7	2,418.1	营业收入增长率	-4.4%	25.6%	8.5%	30.2%	30.5%
营业税费	2.1	5.2	5.4	7.0	9.1	营业利润增长率	47.6%	-6.2%	34.7%	42.8%	29.1%
销售费用	25.4	40.8	71.7	93.4	121.9	净利润增长率	71.2%	8.2%	30.1%	42.6%	29.0%
管理费用	26.9	39.8	49.3	64.2	83.8	EBITDA 增长率	45.4%	7.1%	20.2%	31.2%	32.5%
财务费用	21.3	42.9	30.8	4.1	4.7	EBIT 增长率	49.1%	5.1%	21.9%	27.4%	28.9%
资产减值损失	1.8	16.0	6.7	8.3	4.0	NOPLAT 增长率	69.7%	20.7%	14.4%	27.3%	28.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	114.9%	31.1%	38.4%	49.8%	30.6%
投资和汇兑收益	14.4	10.6	12.0	13.0	15.0	净资产增长率	57.2%	45.2%	329.4%	10.7%	12.5%
营业利润	180.7	169.4	228.2	325.9	420.9	利润率					
加: 营业外净收支	-2.1	0.2	1.0	1.0	1.0	毛利率	18.5%	18.4%	21.2%	21.0%	20.7%
利润总额	178.6	169.6	229.2	326.9	421.9	营业利润率	13.7%	10.3%	12.7%	14.0%	13.8%
减: 所得税	39.9	19.4	34.4	49.0	63.3	净利率	10.5%	9.1%	10.8%	11.9%	11.8%
净利润	138.3	149.6	194.6	277.5	358.1	EBITDA/营业收入	15.9%	13.5%	15.0%	15.1%	15.3%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	15.4%	12.9%	14.4%	14.1%	14.0%
货币资金	157.8	133.5	1,207.3	986.9	824.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	21	26	30	38	55
应收帐款	388.4	454.1	496.8	647.0	844.1	流动营业资本周转天数	72	92	116	125	126
应收票据	8.7	28.8	29.5	38.4	50.1	流动资产周转天数	221	177	279	303	242
预付帐款	23.1	19.4	33.5	52.0	76.2	应收帐款周转天数	87	90	94	87	87
存货	223.7	186.1	191.7	250.3	335.2	存货周转天数	52	46	42	38	38
其他流动资产	-0.0	0.0	-	-	-0.0	总资产周转天数	265	229	343	378	328
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	115	144	179	200	212
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	51.4	60.5	72.6	87.1	104.5	ROE	41.6%	31.0%	9.4%	12.1%	13.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	14.0%	13.4%	8.5%	10.7%	12.2%
固定资产	92.6	146.3	154.8	334.0	595.1	ROIC	60.1%	33.8%	29.5%	27.1%	23.3%
在建工程	10.7	25.4	27.2	130.9	33.1	费用率					
无形资产	27.3	58.8	72.3	71.0	69.7	销售费用率	1.9%	2.5%	4.0%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	4.4	5.6	11.6	11.6	11.2	管理费用率	2.0%	2.4%	2.8%	2.8%	2.8%
资产总额	988.2	1,118.4	2,297.2	2,609.1	2,943.1	财务费用率	1.6%	2.6%	1.7%	0.2%	0.2%
短期债务	395.9	398.5	20.0	50.7	20.0	三费/营业收入	5.6%	7.5%	8.5%	6.9%	6.9%
应付帐款	99.0	85.9	87.5	114.3	149.7	偿债能力					
应付票据	109.8	102.5	104.5	136.5	178.9	资产负债率	66.2%	56.7%	9.4%	11.7%	12.0%
其他流动负债	46.4	43.9	42.2	44.2	45.2	负债权益比	196.1%	130.8%	10.4%	13.3%	13.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.23	1.30	9.14	6.50	6.07
其他非流动负债	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0	速动比率	0.89	0.98	8.15	5.59	5.03
负债总额	654.4	633.8	216.2	305.7	352.8	利息保障倍数	9.48	4.95	8.42	80.70	91.28
少数股东权益	2.1	3.4	3.6	4.0	4.4	分红指标					
股本	100.0	100.0	133.5	133.5	133.5	DPS(元)	-	-	0.29	0.42	0.54
留存收益	231.7	381.2	1,943.9	2,165.9	2,452.4	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	333.8	484.6	2,081.0	2,303.4	2,590.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	1.0%	1.2%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	138.7	150.2	194.6	277.5	358.1	EPS(元)	1.04	1.12	1.46	2.08	2.68
加: 折旧和摊销	7.6	12.8	9.9	22.7	41.9	BVPS(元)	2.50	3.63	15.59	17.25	19.40
资产减值准备	1.8	16.0	6.7	8.3	4.0	PE(X)	41.5	38.4	29.5	20.7	16.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	17.2	11.8	2.8	2.5	2.2
财务费用	27.4	28.9	41.7	30.8	4.1	P/FCF	-249.5	-224.2	-12.2	-27.5	-38.6
投资收益	-14.4	-10.6	-12.0	-13.0	-15.0	P/S	4.4	3.5	3.2	2.5	1.9
少数股东损益	0.4	0.6	0.3	0.4	0.5	EV/EBITDA	21.7	20.4	17.5	14.2	11.1
营运资金的变动	-145.0	-98.3	-66.6	-182.0	-240.5	CAGR(%)	26.1%	33.7%	32.3%		
经营活动产生现金流量	15.6	112.5	163.6	118.0	153.7	PEG	1.6	1.1	0.9	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-115.7	-96.3	-41.1	-307.6	-208.5	ROIC/WACC	6.0	3.4	3.0	2.7	2.3
融资活动产生现金流量	113.8	-39.3	992.3	-28.8	-107.0	REP	1.3	1.8	1.5	1.2	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄守宏，电力设备行业分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16 年电力行业工作经验。2007.7 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

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

风险评级：

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

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034