

2010 年 01 月 28 日

目标价格(人民币) : 8.68-9.57 元

长期竞争力评级 : 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	7.90
发行 A 股数量(百万股)	1,307.00
总股本(百万股)	4,357.00
国金输配电及控制指数	30020.60
沪深 300 指数	3206.57
上证指数	2994.14



分析师：刘江啸

(8621)61038216
liujx@gjzq.com.cn

联系人：杨敬梅

(8621)61038262
yangjm@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

N 西 电 (601179.SH)

——强大的输变电设备综合制造商

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.108	0.198	0.330	0.248	0.319	0.405
净利润增长率	N/A	83.36%	N/A	7.30%	28.47%	27.09%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.370	0.452	0.541
行业优化市盈率(倍)	32.61	71.95	38.24	61.71	61.71	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.7	29.7	N/A
净资产收益率	14.55%	16.99%	25.55%	22.91%	8.71%	10.22%
每股净资产(元)	1.00	1.00	1.29	1.55	3.66	3.96
已上市流通 A 股(百万股)	N/A	N/A	N/A	849.55	849.55	849.55
总股本(百万股)	3,050.00	3,050.00	3,050.00	4,357.00	4,357.00	4,357.00

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司是国内唯一具备输变电一次设备完整配套能力的大型综合性输变电设备制造企业。公司产品涵盖开关、变压器、换流阀、电容器、电抗器、互感器及绝缘子等所有交直流输变电一次设备，同时公司具备强大输变电工程配套能力。公司除在国内市场上取得一定领先优势外，借助于性价比优势公司产品在海外市场也已取得一定口碑。
- 国内电网进一步加强超高压主网架、开建特高压交直流输电线路、以及庞大的海外市场为公司产品提供了广阔市场空间。
- 公司本次首发募集资金将主要用于产品的技术升级改造和提高产品内部配套能力，募投项目达产后，将促进公司盈利能力和竞争实力的进一步增强。
- 我们预计，2009 ~ 2011 年，公司营业收入或将达到 144.09、166.48 和 196.86 亿元，同比增长分别为 10.70%、15.54%和 18.25%；净利润分别为 10.81、13.89 和 17.65 亿元，同比增长分别为 7.30%、28.47%和 27.09%；实现摊薄后每股收益分别为 0.354（摊薄后 0.248）、0.319 和 0.405 元。
- 我们按照 2009 年摊薄 EPS 预测值的 35 倍、2010 年 EPS 预测值的 30 倍市盈率水平并结合绝对估值结果对公司进行估值，得到公司未来 6 ~ 12 个月的合理股价波动区间为 8.68 ~ 9.57 元。
- 我们提醒投资者关注：公司未来盈利增长情况与两网公司电网建设投资规模密切相关，而两网公司未来的投资规划，尤其是特高压交直流建设规划尚需通过国家审批，在时间和规模上存在不确定性；由此可能对公司高端输变电设备经营业绩产生影响。

内容目录

超特高压输变电设备市场需求依然旺盛	4
国内电网建设将持续加强超高压主干网架	4
特高压输电线路建设驶入快车道	4
电源端单机容量的提高需要高等级配套输变电设备与之配套	4
海外需求带给国内输变电设备制造商广阔的发展空间	4
中国西电在输变电设备各细分产品制造领域内处于领先地位	4
公司高压开关产品制造位列国内三甲	4
公司变压器三强有其一	5
换流阀制造竞争者寥寥	6
电容器、电抗器、互感器和避雷器领域也并不逊色	6
国际市场初见成效	7
募投项目投产后，公司盈利能力和竞争力将进一步增强	7
竞争力分析	9
盈利预测	9
高压开关	9
变压器	10
整流装置	10
其他产品	10
盈利预测简要结果	11
股票估值和定价	11
绝对估值	11
相对估值	12
风险提示	13
两网公司特高压建设进程无法准确预期的风险	13

图表目录

图表 1：国网工程 2009 年集中招标 GIS 市场份额	4
图表 2：国网工程 2009 年集中招标断路器市场份额	4
图表 3：国网工程 2009 年集中招标变压器市场份额	5
图表 4：国网工程 2009 年集中招标电容器市场份额	6
图表 5：国网工程 2009 年集中招标电抗器市场份额	6
图表 6：国网工程 2009 年集中招标互感器市场份额	7
图表 7：国网工程 2009 年集中招标避雷器市场份额	7
图表 8：募集资金投向	8
图表 9：公司竞争力分析	9

图表 10：高压开关产品预测结果	10
图表 11：变压器产品预测结果	10
图表 12：整流装置产品预测结果	10
图表 13：其他产品预测结果	11
图表 14：盈利预测简要结果	11
图表 15：WACC 法估值结果	12
图表 16：相对估值比较	12

超高压输变电设备市场需求依然旺盛

国内电网建设将持续加强超高压主干网架

- 未来数年，我国 220 ~ 500kV 区域和省级主网架搭建工作进入稳步建设期，由此形成对相应电压等级输变电设备的稳定需求。
- 西北电网 750kV 电网从试验示范工程转向主网架搭建工作已经起步，750kV 设备新增需求对具备该电压等级变压器与开关设备制造商充分受益。

特高压输电线路建设驶入快车道

- 根据国网公司规划，在建设完成晋东南-荆门、淮南-上海特高压试验示范工程的基础上，2020 年之前将建成特高压交流变电站 53 座，变电容量 3.36 亿 kVA，线路长度 4.45 万公里。
- 2020 年之前，国网公司将建成特高压直流输电工程 38 项，输电容量 1.91 亿千瓦，线路长度 5.23 万公里；除云广一回特高压直流输电线路工程之外，南网公司将建成包括云广二回、糯扎渡至广东直流输电工程在内的多条直流通电通道。

电源端单机容量的提高需要高等级配套输变电设备与之配套

- 我国能源禀赋的特点及装备制造技术水平的提高使得大火电、大核电、大水电和大风电基地的建设成为趋势。
- 单机容量提升要求配套的变压器、开关等输变电主设备容量和电压等级相应提高。

海外需求带给国内输变电设备制造商广阔的发展空间

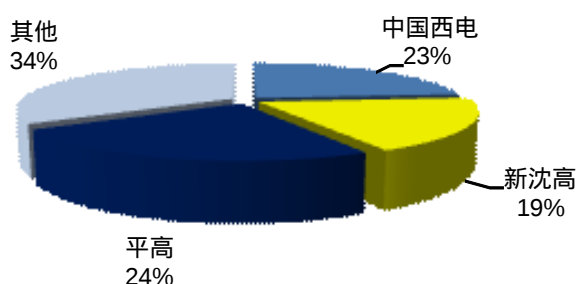
- 随着技术水平提升及制造能力的逐步增强，国内输变电设备制造企业与国际输变电巨头之间的差距不断缩小，国内企业产品将借助于高性价比优势在国际市场竞争中占有一席之地。
- 未来数年，新兴市场国家输配电网将进入密集建设期，由此对输变电主设备形成增量市场需求。

中国西电在输变电设备各细分产品制造领域内处于领先地位

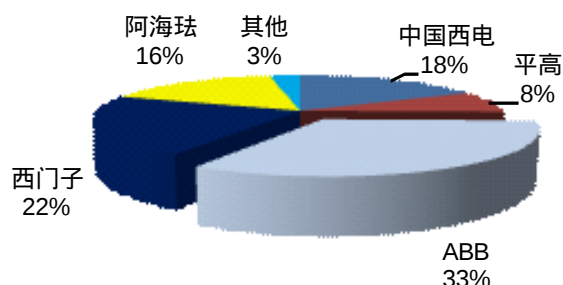
公司高压开关产品制造位列国内三甲

- 公司下属开关制造公司与平高、新沈高并称为中国“三大开”，在国内市场竞争中，三大开优势明显。

图表1：国网工程 2009 年集中招标 GIS 市场份额



图表2：国网工程 2009 年集中招标断路器市场份额



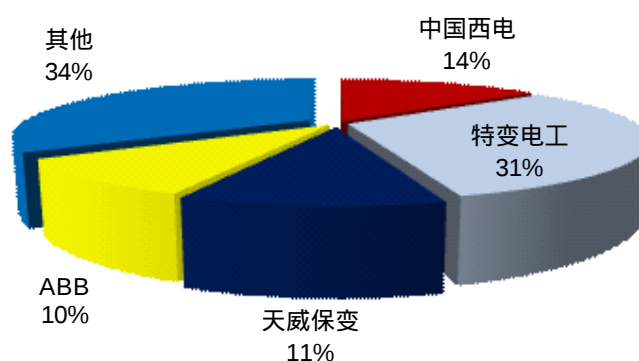
来源：国金证券研究所

- ◆ 三大开曾在国内历次电网升级以及技术的引进、消化、吸收和创新方面走在国内同行的前列。
- 包括湖南长高、江苏如高和山东泰开在内的二线内资开关制造企业在隔离开关及 220kV 及以下断路器和 GIS 等技术水平相应成熟的产品领域内具备一定的竞争实力，但在更高电压等级的断路器和 GIS 产品上与三大开差距仍很明显。
- 近年来，国内开关正在逐步替代进口与合资产品，国内企业在开关上的市场份额正在逐步扩大。
 - ◆ 在近期特高压试验示范工程以及西北电网 750kV 主网架的建设中，平高、西开、新沈开三大国内企业承担了主开关设备研制任务，技术实力相对较强的外资企业被排除在外。
 - ◆ 我们认为，随着试验示范工程的成功投运以及内资企业技术实力的进一步增强，未来的特高压工程及 750kV 主网架的建设中，国内主力开关制造企业将成为最重要的设备供应商。
- 中国西电属下西开有限凭借其技术和产品实力，将与平高电气、新沈开一道为中国超特高压电网建设做出贡献，其业绩亦将在超特高压输电线路建设中获得增长。

公司变压器三强有其一

- 与开关相比，变压器制造成熟度较高，市场集中度较低：除特变电工、天威保变、中国西电和合资外资企业之外，尚有一部分二线变压器制造企业已具备 500kV 变压器制造能力。
 - ◆ 目前国内具备 220kV/330kV 变压器制造能力的企业已超过 20 家，且市场份额有进一步分化的趋势。
 - ◆ 在 500kV 变压器制造领域，包括特变电工、天威保变、中国西电在内的内资前三强和 ABB 等合资外资企业占据较高的市场份额，同时国内二线制造厂家也已开始涉足该领域。
 - ◆ 缘于政策扶持，内资三强在 750kV 超高压及 1000kV 特高压变压器供货方面已经占据主动地位。

图表3：国网工程 2009 年集中招标变压器市场份额



来源：国金证券研究所

- 在直流输电工程主设备中，换流变压器制造技术水平和市场集中度都较高。在该产品上，特变电工、天威保变以及中国西电是内资换流变压器制造龙头，占据国内换流变压器绝大部分市场份额。
- 与其他换流变压器制造龙头相比，中国西电处于行业龙头地位，2008 年在国网公司招投标中，占有 40% 的市场份额。

- 目前来看，800kV 特高压直流输电工程用部分高端换流变压器及关键零部件尚需要包括西门子在内的一些外资企业的支持。我们认为，随着内资企业设计制造水平的逐步增强，实现市场份额的不断提高并最终实现对外资的完全替代将成为必然。

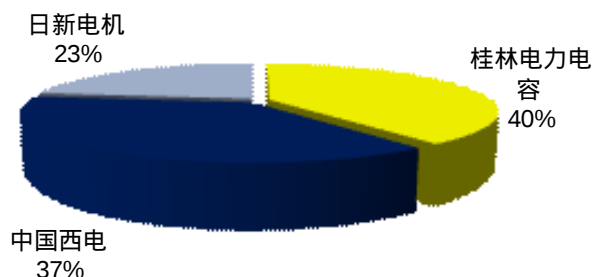
换流阀制造竞争者寥寥

- 我国的换流阀制造经历了对国外技术的引进、消化、吸收并最终实现自主化的发展历程；从 2005 年起，国内直流输电工程所使用的直流输电换流阀均由国内企业独立承建。
- 中国西电是国内少数具备直流输电用换流阀设备制造能力的企业，处于行业龙头地位。
 - ◆ 换流阀市场集中度非常高，市场主要被中国西电、西门子、ABB、许继电气和中国电力科学研究院等几家企业独占。
 - ◆ 根据 2006 年至 2009 年上半年两大电网公司九项直流工程设备采购情况统计，中国西电在换流阀设备中的累计占有率为 47% 以上，处于行业龙头地位。
 - ◆ 观察 2009 年国家电网公司直流输电设备招投标中标结果，公司和电科院二分天下。

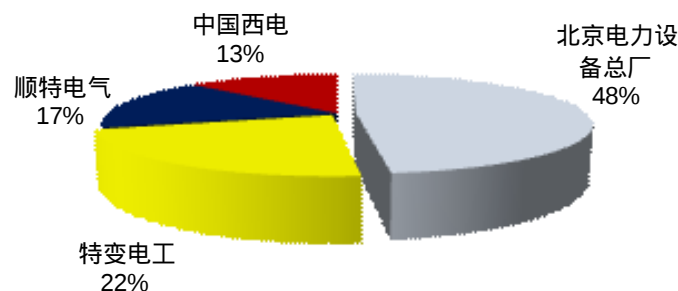
电容器、电抗器、互感器和避雷器领域也并不逊色

- 与开关、变压器等输变电主设备相比，电容器、电抗器、互感器和避雷器等辅助设备虽用量较少，但对电网的安全稳定运行至关重要，是必不可少的关键设备。
- 观察 2009 年国网公司设备招投标中标结果，公司在各细分产品领域，都处于国内第一集团。

图表4：国网工程 2009 年集中招标电容器市场份额

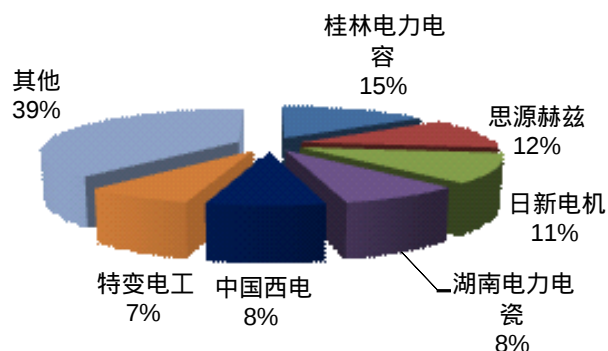


图表5：国网工程 2009 年集中招标电抗器市场份额

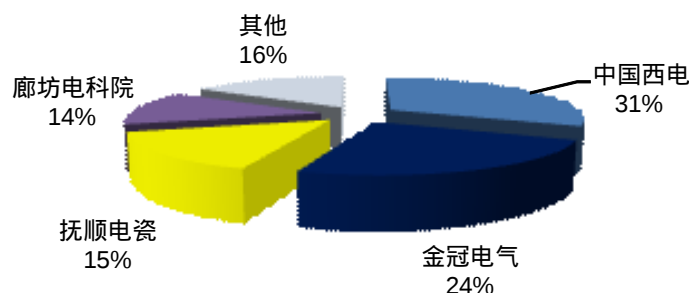


来源：国金证券研究所

图表6：国网工程2009年集中招标互感器市场份额



图表7：国网工程2009年集中招标避雷器市场份额



来源：国金证券研究所

国际市场初见成效

- 借助于强大的一次设备成套能力和工程配套能力以及性价比优势，中国西电在国际市场竞争中优势明显。
- 公司通过在海外设立子公司、分公司或办事处的方式实现产品海外销售；通过设立合资公司的方式实现海外经营，目前来看已见成效。
 - ◆ 公司子公司西电国际在香港设有子公司，在菲律宾的马尼拉设有分公司，在马来西亚、印度尼西亚、越南、泰国、乌兹别克斯坦设有办事处。
 - ◆ 2009年1月，公司与埃及 EGEMAC 公司共同投资成立埃及公司，公司出资占总资本的 51%，埃及 EGEMAC 公司出资占总资本的 49%，公司主要从事输配电一次设备的生产和销售。

募投项目投产后，公司盈利能力和竞争力将进一步增强

- 公司首次公开发行股票募集资金一部分将投向于现有产品的技术升级和改造。项目符合电网发展对一次设备的需求，投产后公司的产品制造能力和技术水平将进一步提高。
- 为提高公司产品的内部配套能力，减少对关键零部件生产厂家尤其是外资企业的依赖，公司本次首发募集资金将有一部分用于关键零部件的产业化和技术改造，项目如能成功投产，公司的原材料依赖性将进一步减弱，盈利能力将进一步增强。

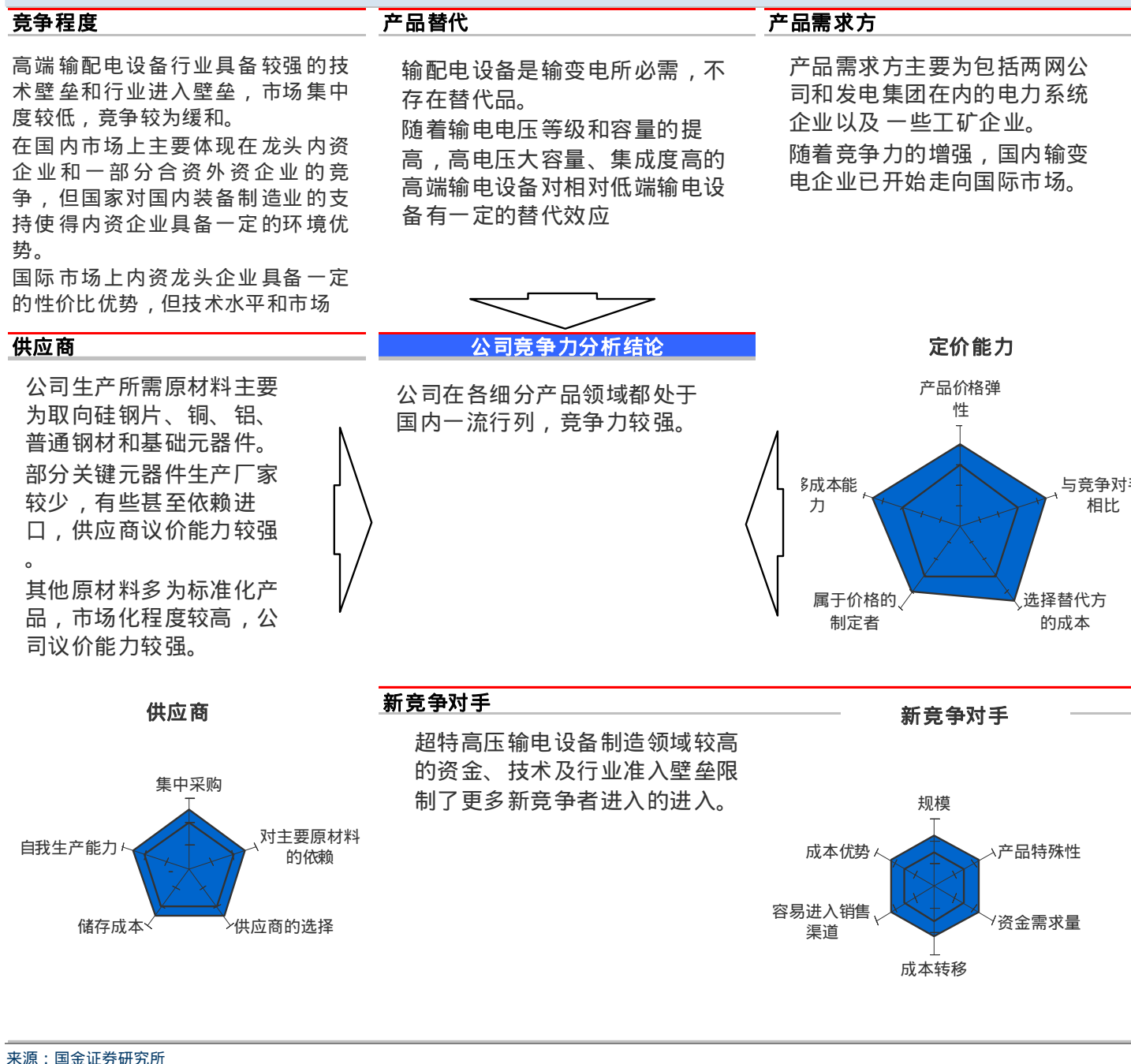
图表8：募集资金投向

序号	实施主体	项目名称	募集资金投资额
一、技术改造项目			
高压开关板块			
1	西开电气	超高压开关设备产业化项目	29,093
2	西开有限	超高压（特高压）敞开式开关及配套设备产业化项目	58,813
3	西开电气	超高压特高压开关设备铝合金铸件生产基地建设项目	14,700
4	西开有限	大功率弹簧机构产业化项目	16,976
5	西开有限	开关产品电镀基地建设项目	25,620
6	西电广开	广东地区西电高压输变电设备制造基地项目	22,580
7	西开有限	铁道电气化用成套电器设备产业化项目	26,000
变压器板块			
8	西电西变	超高压、特高压电抗器生产线技术改造项目	27,448
9	西电西变	超高压变压器核心组件技术改造项目	24,176
10	西电常变	超高压（特高压）核电站用巨型变压器技改项目	38,709
电力电容器板块			
11	西电西容	超高压（特高压）交直流电力电容器及电力互感器产业化项目	22,637
12	西电西容	高精度互感器以及高压无功补偿电容器生产线改造项目	27,580
绝缘子避雷器板块			
13	西电西瓷	超高压（特高压）交直流用绝缘子产业化项目	10,829
14	西电西瓷	超（特）高压湿法电器瓷套产品生产线建设项目	28,900
15	西电西瓷	超高压（特高压）交直流用电器瓷套、避雷器产业化项目	11,576
16	西电套管	超（特）高压复合绝缘子、交直流电容套管产业化项目	49,851
整流装置板块			
17	西电西整	超高压、特高压直流输电换流阀产业化项目	18,400
试验检测板块			
18	西高院	特高压交直流输变电设备试验系统改造项目	12,740
19	西高院	大功率换流阀运行试验系统扩容升级改造项目	5,500
20	西高院	大容量试验系统扩容改造项目	26,290
21	西高院	电磁兼容实验室建设项目	6,200
22	西高院	高压电气国家工程实验室建设项目	7,500
二、科技研发项目			
23	各子公司	科技研发项目	29,991
三、补充流动资金			
24	补充流动资金		230,000
	合计		772,109

来源：国金证券研究所

竞争力分析

图表9：公司竞争力分析



来源：国金证券研究所

盈利预测

高压开关

- 高压开关是公司重点发展的产品方向，受益于两网公司特高压输变电线路及智能电网建设，未来公司该产品增长迅速。
- 随着超、特高压 GIS 和断路器内部配套能力的逐步增强，高压开关产品整体毛利率水平将获得显著提升。

图表10：高压开关产品预测结果

项目	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入（万元）	483325	531657	611405	733687
增长率	23.21%	10.00%	15.00%	20.00%
毛利率	26.25%	23.00%	25.00%	26.00%
销售成本（万元）	356452	409376	458554	542928
增长率	29.34%	14.85%	12.01%	32.62%
毛利（万元）	126873	122281	152851	190759
增长率	8.76%	-3.62%	25.00%	56.00%
占总销售额比重	37.13%	36.90%	36.72%	37.27%
占主营业务利润比重	37.80%	36.09%	37.38%	38.98%

来源：国金证券研究所

变压器

- 未来几年，特高压交直流输电工程以及核电工程的建设都对大容量变压器、换流变压器以及电抗器形成增量需求。
- 为保守起见，我们假设产品毛利率将会略低于近几年的平均毛利率水平。

图表11：变压器产品预测结果

项目	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入（万元）	446821	469162	516078	593490
增长率	19.58%	5%	10%	15%
毛利率	28.58%	26.50%	26.00%	25.50%
销售成本（万元）	319120	344834	381898	442150
增长率	17.75%	8.06%	10.75%	28.22%
毛利（万元）	127701	124328	134180	151340
增长率	24.41%	-2.64%	7.92%	21.73%
占总销售额比重	34.33%	32.56%	31.00%	30.15%
占主营业务利润比重	38.04%	36.58%	32.81%	30.92%

来源：国金证券研究所

整流装置

- 公司整流装置主要是直流输电用换流阀设备，受益于两网公司直流输电工程的大规模建设，整流装置将获得高速增长。
- 当前换流阀装置很多关键零部件无法实现内部配套，有些甚至需要依赖进口，未来随着公司设计制造水平的提升以及内部配套能力的增强，换流阀的毛利率会有适当提高。

图表12：整流装置产品预测结果

项目	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入（万元）	57042	102675	154012	200216
增长率	114.80%	80%	50%	30%
毛利率	23.86%	23.00%	25.00%	26.00%
销售成本（万元）	43431	79060	115509	148160
增长率	121.13%	82.03%	46.10%	87.40%
毛利（万元）	13610	23615	38503	52056
增长率	96.81%	73.51%	63.04%	120.43%
占总销售额比重	4.38%	7.13%	9.25%	10.17%
占主营业务利润比重	4.05%	6.95%	9.42%	10.64%

来源：国金证券研究所

其他产品

- 未来几年，公司将加大力度进行海外市场的力度，工程及贸易将获得较快增长。
- 除此之外，我们预计公司其他产品将平稳发展。

图表13：其他产品预测结果

项目	2008	2009E	2010E	2011E
电容器				
销售收入（万元）	52327	54944	63185	75822
增长率	14.32%	5%	15%	20%
毛利率	30.41%	39%	39.00%	38.50%
销售成本（万元）	36415	33516	38543	46631
增长率	18.49%	-7.96%	15.00%	39.13%
毛利（万元）	15913	21428	24642	29192
增长率	5.79%	34.66%	15.00%	36.23%
占总销售额比重	4.02%	3.81%	3.80%	3.85%
占主营业务利润比重	4.74%	6.30%	6.03%	5.96%
绝缘子及避雷器				
销售收入（万元）	35785	42942	51530	61836
增长率	-2.17%	20%	20%	20%
毛利率	43.44%	40.50%	40%	39.50%
销售成本（万元）	20240	25550	30918	37411
增长率	7.23%	26.24%	21.01%	46.42%
毛利（万元）	15545	17391	20612	24425
增长率	-12.20%	11.88%	18.52%	40.44%
占总销售额比重	2.75%	2.98%	3.10%	3.14%
占主营业务利润比重	4.63%	5.12%	5.04%	4.99%
工程及贸易				
销售收入（万元）	132374	145612	174734	209681
增长率	34.84%	10%	20%	20%
毛利率	11.50%	7%	10%	10%
销售成本（万元）	117151	135419	157260	188713
增长率	32.05%	15.59%	16.13%	39.35%
毛利（万元）	15223	10193	17473	20968
增长率	61.02%	-33.04%	71.43%	105.71%
占总销售额比重	10.17%	10.11%	10.50%	10.65%
占主营业务利润比重	4.54%	3.00%	4.27%	4.28%

来源：国金证券研究所

盈利预测简要结果

图表14：盈利预测简要结果

项目	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入（百万元）	13015.73	14408.91	16648.45	19686.32
销售收入同比增长率	28.19%	10.70%	15.54%	18.25%
净利润（百万元）	1007.39	1080.92	1388.66	1764.84
净利润同比增长率	66.55%	7.30%	28.47%	27.09%
EPS（元）	0.330	0.248	0.319	0.405

来源：国金证券研究所

股票估值和定价

绝对估值

- 估值假设：无风险利率 3.72%，风险溢价 6.71%，行业 Beta 值 0.92，因公司尚未上市，我们选取许继电气 Beta 值 0.84 权作测算参考。
- 估值结果：WACC 法得到每股价值为 5.78 元。

图表15：WACC 法估值结果

每股价值	5.78											TV增长率	4.0%
												WACC	9.26%
企业值	26,381.27											债务	1,024.25
												投资	280.13
股票价值	25,183.15											少数股东权益	173.88
会计年度截止日：12/31													
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV	合 计	
FCF	-1,744.44	-4,065.92	-1,594.47	269.95	1,787.54	2,584.74	2,699.00	2,823.49	2,881.02	2,953.42	58,432.56	67,026.91	
PV(FCF)	-1,596.64	-3,406.14	-1,222.57	189.45	1,148.20	1,519.61	1,452.35	1,390.61	1,298.73	1,218.57	24,108.99	26,101.14	

来源：国金证券研究所

相对估值

- 我们选取 A 股市场上与公司各子产品线较为相近的平高电气（600312.sh）、特变电工（600089.sh）、天威保变（600550.sh）和许继电气（000400.sz）作为相对估值比较的依据。
- 四家公司 2009 和 2010 年的平均市盈率分别为 34.29 倍和 24.53 倍。
- 我们按照 2009 年摊薄 EPS 预测值的 35 倍、2010 年 EPS 预测值的 30 倍市盈率水平并结合绝对估值结果对公司进行估值，得到公司未来 6~12 个月的合理股价波动区间为 8.68~9.57 元。

图表16：相对估值比较

股票代码	股票简称	20100126 股价	2009E		2010E	
			EPS	PE	EPS	PE
600312	平高电气	16.01	0.351	45.61	0.552	29.00
600089	特变电工	21.80	0.857	25.44	1.086	20.07
600550	天威保变	30.22	0.740	40.84	1.084	27.88
000400	许继电气	23.50	0.930	25.27	1.111	21.15
平均				34.29		24.53

来源：国金证券研究所

风险提示

两网公司特高压建设进程无法准确预期的风险

- 我们提醒投资者关注：公司未来盈利增长情况与两网公司电网建设投资规模密切相关，而两网公司未来的投资规划，尤其是特高压交直流建设规划尚需通过国家审批，在时间和规模上存在不确定性；由此可能对公司高端输变电设备经营业绩产生影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	10,154	13,016	14,409	16,648	19,686
增长率	43.2%	28.2%	10.7%	15.5%	18.2%
主营业务成本	-7,337	-9,659	-11,010	-12,559	-14,792
% 销售收入	72.3%	74.2%	76.4%	75.4%	75.1%
毛利	2,816	3,357	3,399	4,089	4,894
% 销售收入	27.7%	25.8%	23.6%	24.6%	24.9%
营业税金及附加	-84	-134	-144	-166	-197
% 销售收入	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-676	-891	-937	-1,082	-1,280
% 销售收入	6.7%	6.8%	6.5%	6.5%	6.5%
管理费用	-1,108	-883	-1,009	-1,165	-1,378
% 销售收入	10.9%	6.8%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	947	1,448	1,310	1,675	2,039
% 销售收入	9.3%	11.1%	9.1%	10.1%	10.4%
财务费用	-100	-169	-50	13	102
% 销售收入	1.0%	1.3%	0.3%	-0.1%	-0.5%
资产减值损失	-60	-67	35	-31	-42
公允价值变动收益	-1	-24	0	0	0
投资收益	76	22	24	26	29
% 税前利润	9.0%	1.8%	1.8%	1.6%	1.4%
营业利润	862	1,210	1,319	1,684	2,129
营业利润率	8.5%	9.3%	9.2%	10.1%	10.8%
营业外收支	-16	-2	8	8	8
税前利润	846	1,208	1,327	1,692	2,137
利润率	8.3%	9.3%	9.2%	10.2%	10.9%
所得税	-98	-156	-199	-254	-321
所得税率	11.6%	12.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	748	1,052	1,128	1,438	1,816
少数股东损益	144	45	47	49	52
归属于母公司的净利	605	1,007	1,081	1,389	1,765
净利率	6.0%	7.7%	7.5%	8.3%	9.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	748	1,052	1,128	1,438	1,816
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	238	296	407	737	975
非经营收益	26	70	51	50	-25
营运资金变动	-535	-129	1,330	-177	-253
经营活动现金净流	477	1,289	2,915	2,048	2,513
资本开支	-695	-1,391	-3,375	-6,072	-4,072
投资	153	-69	-155	-35	-35
其他	-5	82	24	26	29
投资活动现金净流	-548	-1,379	-3,507	-6,081	-4,078
股权募资	10	552	0	10,268	0
债权募资	767	79	1,380	-2,215	1
其他	-235	-281	-887	-389	-447
筹资活动现金净流	543	350	493	7,663	-446
现金净流量	472	260	-98	3,631	-2,011

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	2,293	2,980	2,882	6,513	4,501
应收款项	3,950	4,976	4,538	5,243	6,200
存货	3,502	4,786	4,525	5,161	6,079
其他流动资产	1,107	1,471	1,879	2,062	2,324
流动资产	10,853	14,214	13,823	18,979	19,104
% 总资产	77.3%	74.4%	63.3%	58.6%	53.5%
长期投资	184	272	422	452	482
固定资产	2,017	3,572	6,576	12,000	15,184
% 总资产	14.4%	18.7%	30.1%	37.0%	42.5%
无形资产	855	901	833	782	745
非流动资产	3,181	4,903	8,016	13,419	16,596
% 总资产	22.7%	25.6%	36.7%	41.4%	46.5%
资产总计	14,034	19,116	21,839	32,399	35,700
短期借款	1,365	856	2,290	75	75
应付款项	5,952	9,340	8,820	10,125	11,949
其他流动负债	2,030	2,673	3,668	3,866	3,961
流动负债	9,346	12,868	14,777	14,066	15,986
长期贷款	200	169	169	169	170
其他长期负债	798	1,964	1,955	1,955	1,955
负债	10,343	15,000	16,901	16,190	18,110
普通股股东权益	3,560	3,942	4,718	15,939	17,268
少数股东权益	130	174	221	270	321
负债股东权益合计	14,034	19,116	21,839	32,399	35,700

比率分析

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标					
每股收益	0.198	0.330	0.248	0.319	0.405
每股净资产	1.000	1.292	1.547	3.658	3.963
每股经营现金净流	0.133	0.424	0.956	0.470	0.577
每股股利	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100
回报率					
净资产收益率	16.99%	25.56%	22.91%	8.71%	10.22%
总资产收益率	4.31%	5.27%	4.95%	4.29%	4.94%
投入资本收益率	15.92%	24.49%	15.04%	8.65%	9.72%
增长率					
主营业务收入增长率	43.24%	28.19%	10.70%	15.54%	18.25%
EBIT增长率	57.22%	52.87%	-9.55%	27.91%	21.75%
净利润增长率	83.36%	66.55%	7.30%	28.47%	27.09%
总资产增长率	32.36%	36.22%	14.24%	48.35%	10.19%
资产管理能力					
应收账款周转天数	97.2	110.2	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	156.8	156.6	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	109.3	113.7	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	47.6	61.8	124.3	182.7	176.4
偿债能力					
净负债/股东权益	-20.83%	-47.71%	-8.83%	-38.79%	-24.33%
EBIT利息保障倍数	9.5	8.6	26.4	-130.9	-19.9
资产负债率	73.70%	78.47%	77.39%	49.97%	50.73%

定价区间的说明：

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

长期竞争力评级的说明：

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

优化市盈率计算的说明：

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

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。