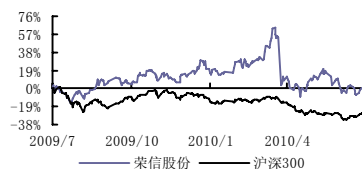


投资品 - 电气设备

2010 年 7 月 26 日

市场数据	2010 年 7 月 23 日
当前价格 (元)	33.09
52 周价格区间 (元)	27.81-53.96
总市值 (百万)	11118.24
流通市值 (百万)	8746.75
总股本 (百万股)	336.00
流通股 (百万股)	264.33
日均成交额 (百万)	87.21
近一月换手 (%)	23.57%
第一大股东	深圳深港产学研创投
公司网址	http://www.rxpe.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
荣信股份	-8.08%	-7.41%	3.34%
沪深 300	1.25%	-12.44%	-23.52%

执业证书号:
S1030210070005

颜彪

0755-83199599-8136
yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

本人，颜彪，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

不断拓展节能新领域，成就业绩高增长

——荣信股份（002123）深度调研报告

评级： 增持（下调）

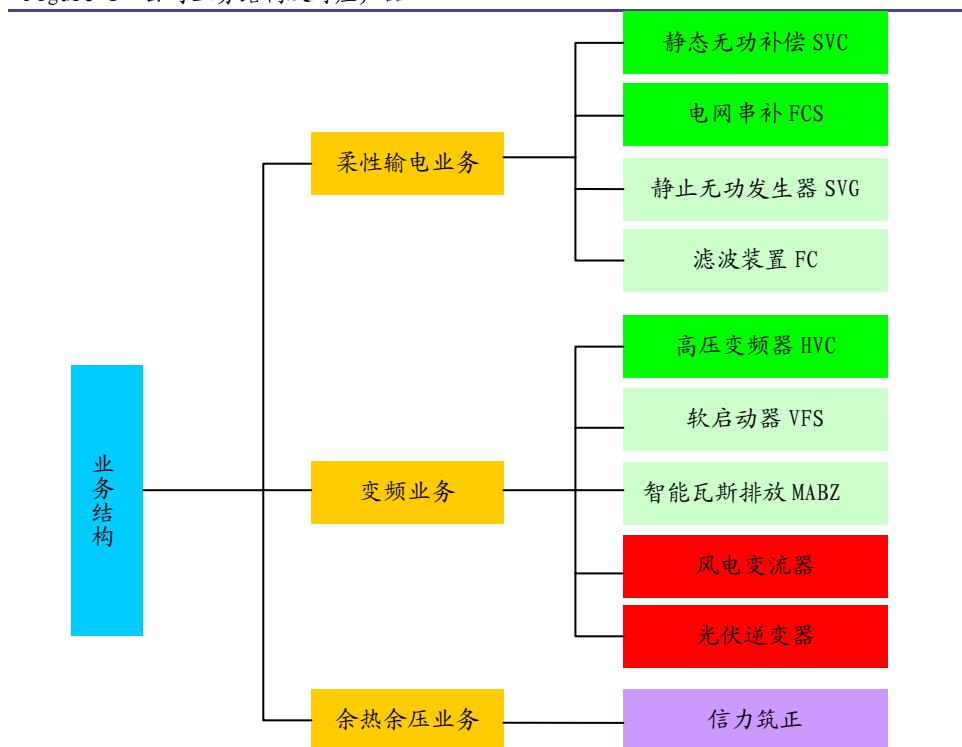
预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	922.20	1470.37	2187.21	3127.94
净利润（百万元）	185.41	254.48	350.01	482.25
营收增长率%	58.28%	59.44%	48.75%	43.01%
净利润增长率%	42.38%	37.25%	37.54%	37.78%
每股收益（元）	0.83	0.76	1.04	1.44
P/E	41.10	44.92	32.66	23.70

- **SVC：传统领域遭遇阻力，电网领域有巨大商机。**虽然国家对高耗能行业采取高压政策，但我们认为不应该过于悲观，除冶金行业外，其他传统领域对 SVC 的需求仍能保持 20% 左右的增长。另外，随着公司顺利切入电网侧 SVC 领域，将打破由电科院垄断的局面，将有效避免在传统领域需求不足的状况。
- **HVC：立足高端，进入蓝海。**变频器市场空间虽然较大，但 09 年以来通用型变频器在激烈竞争下，价格下降 15% 左右，而且有继续下降的趋势。公司高端和通用型变频器产品各占 50% 左右，并将重点放在牵引型变频器、特种变频器、特大功率变频器等高端产品，将有效避免价格战。
- **余热余压发电：现金牛业务。**我国工业余热资源约占其燃料总热量的 17%-67%，其中可回收率达 60%，回收利用空间巨大。信力筑正下游客户与 SVC 和 HVC 较为重合，客户基础良好。上半年新增订单不是很多，目前子公司的主要任务是完成 09 年的订单，按照项目完成进度情况，我们认为 2010 年可以确认 60% 左右。考虑到其工程总包模式，我们认为其订单比较有保障。
- **变频器在新能源领域有较大进口替代空间。**随着国内企业在风电变流器和光伏逆变器技术上的突破，将享受巨大的进口替代市场。基于产品技术和可靠性方面保守考虑，我们认为 2012 年之前，公司该类产品仍处于小批量生产的阶段。
- **盈利预测及投资评级：**预测 2010-2012 年公司实现净利润分别为 2.54、3.50 和 4.92 亿元，实现的 EPS 分别为 0.76 元、1.04 元和 1.46 元，对应 2010、2011 年 PE 分别为 43.54 和 31.82。考虑到公司深刻切入到节能减排的各领域，特别是进入壁垒很高的电网领域，加上众多新产品即将投入市场，给予“增持”评级。
- **风险提示：**传统节能领域，产品需求下滑的风险；电网领域受项目实施进度影响的风险；2010 年 8 月 1920 万股限售股解禁风险

公司概况

荣信股份主要从事节能大功率电力电子设备的研发和制造,业务涉及三大方面:(1)柔性输电技术业务,包括静态无功补偿(SVC)、电网串补(FCS)、静止无功发生器(SVG);(2)变频业务,包括高压变频调速装置(HVC)、高压软启动器(VFS)、智能瓦斯排放装置(MABZ),以及在研新产品风电变流器和光伏逆变器;(3)新业务,即控股子公司的余热余压发电系统。

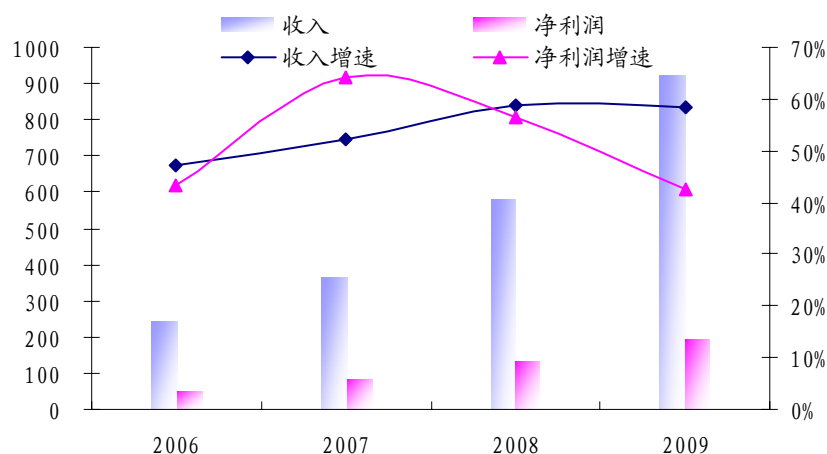
Figure 1 公司业务结构及对应产品



资料来源: 世纪证券研究所

06 年以来,公司营收增速保持 50%左右的增长率,我们认为主要原因有三个:

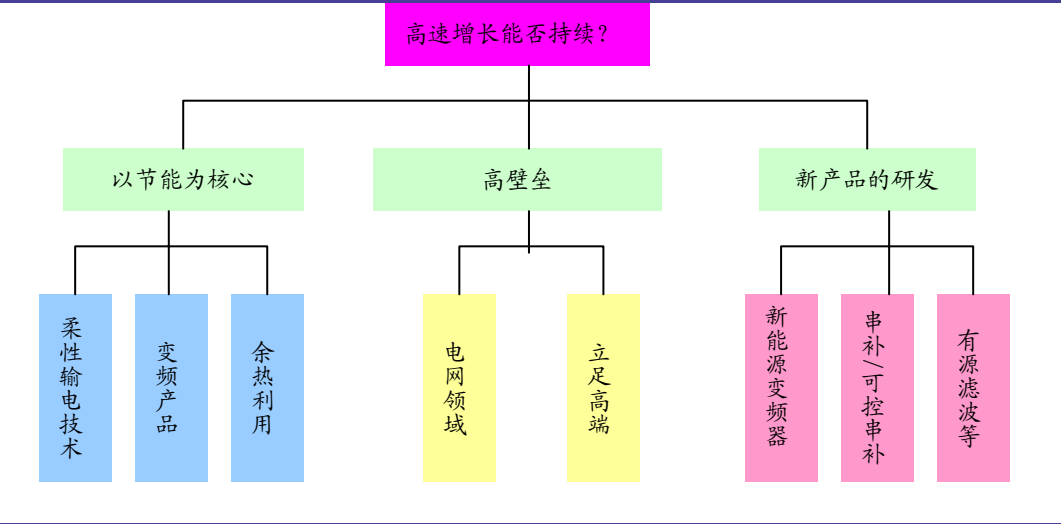
Figure 2 公司历年营收、净利润及其增速(单位:百万元)



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

一是公司主要产品顺应了节能减排的大趋势，下游需求市场面临较好的景气度；二是得益于产品的技术优势，使其在冶金、煤炭、电气化铁路、电网等领域应用不断突破；三是公司的高研发投入直接为后续高速发展提供支持。

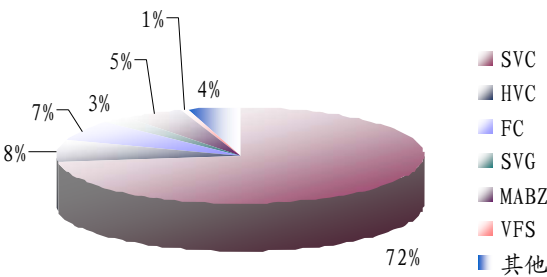
Figure 3 公司高速增长的动因分析



资料来源：世纪证券研究所

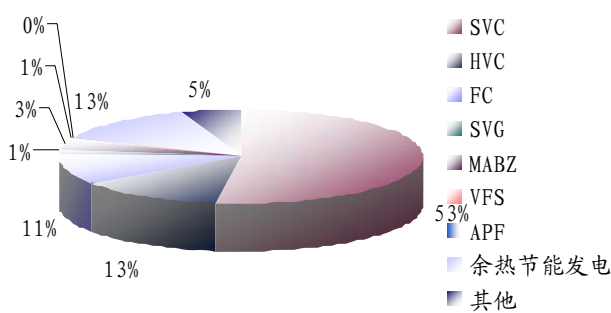
从收入结构上看，公司逐渐摆脱了对 SVC 产品的单纯依赖，形成了围绕节能减排领域的 HVC、FC、余热余压等产品。

Figure 4 2008 年公司产品收入结构



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 5 2009 年公司产品收入结构



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

SVC: 传统领域遭遇阻力，电网领域有巨大商机**SVC 的相关简介**

线路中的电力负荷如电动机、变压器等，大部分属于感性负荷，在运行过程中需向这些设备提供相应的无功功率。

SVC 属于动态无功补偿产品，它具有最快 10ms 的响应速度，是目前技术较为成熟的最快的无功补偿方式。由于 SVC 以可控硅作为调节执行单元，它还具有可连续无级调节（通过改变可控硅导通角），调节时无涌流、拉弧，无机械开关使用寿命的限制等优点。

SVC 特别适合一些需要快速补偿的工业场合，如电弧炉、轧机、电力机车等，可以显著提高用户的功率因数（最高可接近 1），最大程度的为用户节能降损，同时可降低用户接入电网的公共点的电压波动与闪变。

此外，SVC 也可用于输电系统或枢纽变电站，对维持系统母线电压稳定，提高线路输送容量，以及提高输电系统的暂态稳定性都有一定的作用。

SVC 成套装置一般由可调电抗（通过可控硅单元或硅阀调节）、FC 无源滤波，以及控制和保护系统组成。根据可调电抗器的调节方式及工作原理不同，又可分为 TCR 型（晶闸管控制的电抗器）、TCT 型（晶闸管控制的变压器）、MCR 型（磁控电抗器）3 种类型。

传统领域新增订单遭遇阻力

SVC 大量用于冶金、煤炭、电气化铁路等传统领域，公司 SVC 产品在这些领域的市场占有率达到 50% 左右。但是随着国家对产能过剩的严厉措施以及对高耗能企业的重点治理，使冶金、煤炭等行业对 SVC 的新增需求带来不利影响。

目前，冶金行业的 SVC 保有量为 70%-80% 左右。虽然行业保有量较高，而且行业面临调控的风险，但我们认为不应该过于悲观。冶金行业的新增需求主要来自于技改、扩容，以及钢厂异地改扩建的新增需求。

以钢铁行业为例，根据钢铁产业调整和振兴规划的方案，防城、湛江、宁波等六大沿海钢铁产业基地产能规划为 7000 万吨左右，加上重庆、合肥、石家庄等城市钢厂搬迁将新建产能 1000 万吨左右。虽然钢铁总产能控制使钢铁产业对 SVC 需求受到影响，但钢铁行业的产能布局调整和节能减排的压力，我们认为冶金行业对 SVC 的需求会保持较为稳定的增长。

Figure 6 国家钢铁产业调整和专项规划拟定的产能重建项目

项目	项目性质	规划产能（万吨）
防城港钢铁基地	沿海钢铁基地	1000
湛江钢铁基地	沿海钢铁基地	1000
宁波钢铁基地	沿海钢铁基地	1000
日照钢铁基地	沿海钢铁基地	2000
曹妃甸钢铁基地	沿海钢铁基地	1000
营口港钢铁基地	沿海钢铁基地	1000
重庆钢铁搬迁	城市钢厂搬迁	600
合肥钢铁搬迁	城市钢厂搬迁	200
石家庄钢铁搬迁	城市钢厂搬迁	200

数据来源：国家发改委、世纪证券研究所

我们认为，除了冶金行业外，其他传统领域对 SVC 的需求仍能保持 20%-30%左右的增长。

电网侧无功补偿空间巨大

为了稳定电压，提高功率因数以降低能耗，必须对具有时变冲击性的无功负荷进行动态无功补偿。

采用无触头晶闸管开关的 SVC 装置，能自动跟踪电网无功的变化波动进行动态补偿，实现无功功率的连续调节，具有响应速度快，工作可靠的特点，是电网中提高功率因数和维持电压稳定的理想无功补偿装置。

➤ 输电线路无功补偿

在超高压电网中，由于电压等级高，输电线路长，其分布电容对无功功率平衡有较大的影响。当传送功率较大时，线路电抗中消耗的无功功率将大于电纳中产生的无功功率，线路为无功负载；当传送功率较小时，线路中产生的无功功率大于线路电抗中的损耗，线路为无功电源。

在农网中，用户消耗的无功功率约占 50%-60%，其无功功率主要消耗在低压配电网中。输电线路的无功过剩部分（充电无功与线路消耗的无功之差）应在本线路的两端等量补偿，即在本线两端等量动态就地平衡。

➤ 变电站无功补偿

变压器为建立并维持交变磁场所需消耗的无功功率约占 30%，一般约为其额定容量的 10%-15%，它的空载无功功率约为满载时的 1/3。因此，一般在超高压枢纽变电站主变压器低压侧安装无功补偿装置，来满足无功功率的就地平衡，使其平衡在系统额定电压运行水平。

电网的无功补偿，需要根据不同电压等级按照不同比例进行配置：

- (1) 对于 10KV 配电线路，优先在配电变压器低压侧配置带自动投切装置的并联电容器，以提高线路的功率因数；电容器的补偿容量为配电变压器的 10%-20%。
- (2) 在 110KV 及以下的电网中，由于线路输送负荷一般均大于线路的自然功率，电网呈感性，并且负荷与变压器均为感性，以容性补偿为主，补偿容量可按主变压器容量的 10%-30%来确定。
- (3) 在 220KV 网络中，电网的无功特性与线路实际输送功率的大小有关。
- (4) 330KV 及以上的网络，由于线路实际输送功率均小于线路自然功率，线路无功功率过剩，此时除考虑将发电机进相运行外，电网应配置一定量的感性无功补偿设备，如并联电抗器等，在一般情况下，并联电抗器的总容量应达到超高压线路充电功率的 90%以上。
- (5) 特高压交直流线路也需要进行无功补偿

目前国内电网侧 SVC 市场基本由电科院和荣信股份瓜分（国外厂商没有进入这个领域），其中电科院所占的市场份额为 80%左右，公司约占 20%。相对于传统领域 SVC 来看，电网侧比传统侧具有更高的门槛，从而体现出寡头垄断的局面，主要原因是：

- 35KV 及以上电压对 SVC 的无功容量输出要求一般在 100Mvar 以上，而大容量变电站以及高容量输出，对产品的技术含量要求较高，目前从技术层面上看，基本难以逾越电科院以及 ABB 等国外公司；
- 电网侧的 SVC 对产品质量和安全性能要求很严格，企业产品的过往业绩成为中标的关键因素。

因此，我们认为电网侧 SVC 产品在未来一段时期内，仍将处于目前寡头垄断的局面。

公司所投运的云南 500KV 梧州变 35KV/210Mvar 光触发 SVC 项目，标志着公司成功进入了电网侧 SVC 市场；2010 年一季度，公司成功地与国家电网签订了两个 SVC 大单。由此可见，公司已经具备全面进军我国电网 SVC 领域的实力。

我们认为，公司进入电网侧 SVC 领域，并且存在较大的提升空间，将有效避免在传统领域需求不足的状况。

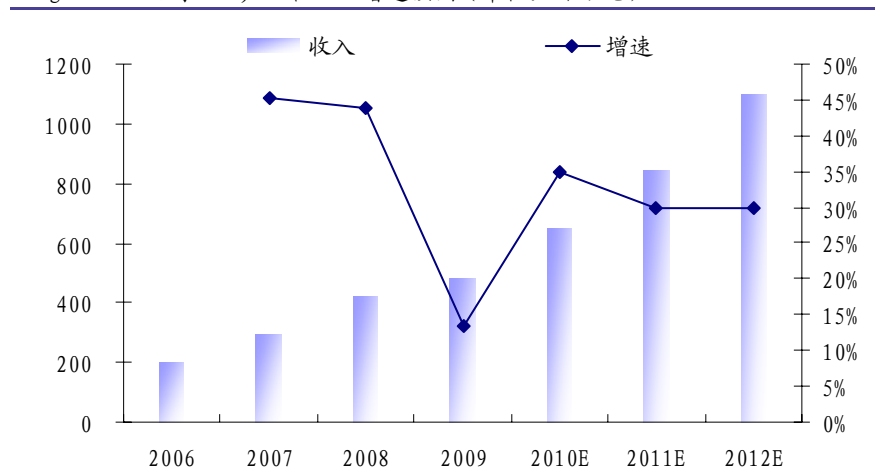
SVC 出口仅仅是补充

公司的 SVC 主要向印度、巴西、中东等资源型地区的冶金企业出口，由于国外需求有限，09 年 SVC 出口订单不超过 1 亿元。我们认为，SVC 出口仅仅是补充，公司的重点还是在国内市场。

收入及毛利率预测

09 年 SVC 订单达到 4.59 亿元，同比增速超过 300%。但由于目前电网侧 SVC 需求没有出现明显放量，因此，从保守的角度来看，我们预测 2010-2012 年 SVC 收入增速将分别达到 35%、30%和 30%。

Figure 7 公司 SVC 产品收入及增速预测（单位：百万元）



数据来源：世纪证券研究所

由于电网侧 SVC 毛利率不会低于传统领域，随着结构调整，我们假设整个 SVC 业务毛利率略有增加。

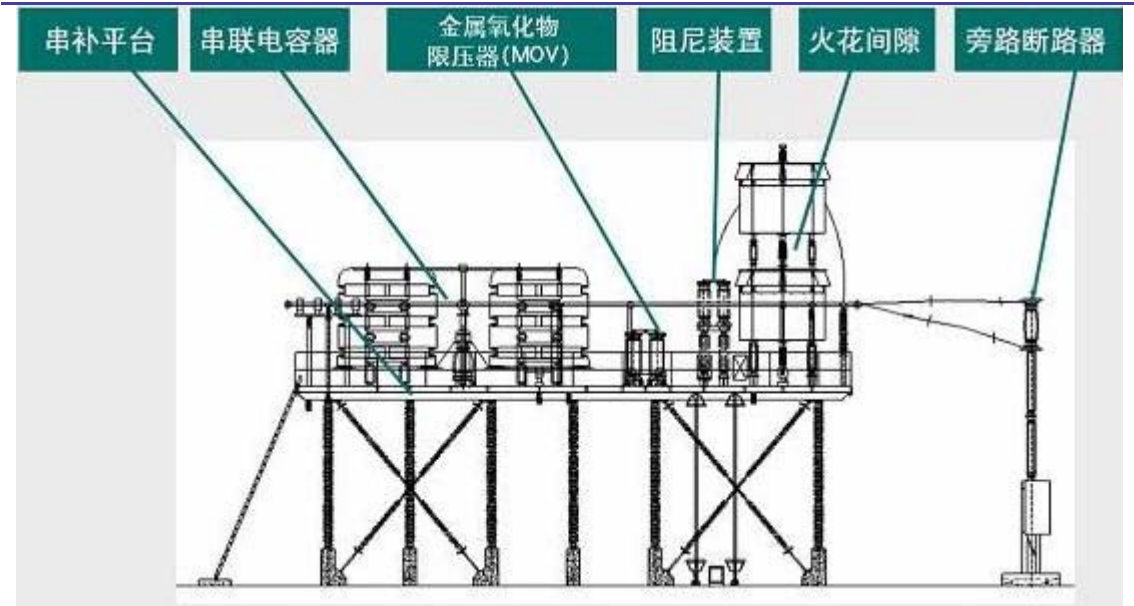
FCS：加入串补供应商阵列，分享盛宴

串补 FCS 的相关简介

由于特高压长距离、大容量输送，使得部分输电通道能力受到一定的限制：部分送电通道输送能力受到暂态稳定限制；限制过电压要求的高补偿度高抗，与输送大功率对容性无功的需求形成矛盾，远距离送电通道电压支撑能力相对不足。根据国内 500KV 电网的运行经验，采用串补和可控电抗器是较好的解决方案之一。

串补是利用现代电力电子手段，对交流输电线路进行串联补偿的装置，可以提高线路功率极限和电力系统稳定性。主要设备包括：串联电容器、旁路断路器、测量控制系统、晶闸管组件、MOV、保护间隙、阻尼回路等。

Figure 8 可控串补装置平面图



资料来源：国家电网、世纪证券研究所

串补分为固定串补（FCS）和可控串补（TCSC）。当输电线路仅串联有电容器时称为固定串补，可控串补是固定串补与现代电力电子技术的结合，是在串联电容器组旁边再并联一个由反并联晶闸管阀控制的电感支路，通过控制晶闸管触发角的大小实现串补等效容抗快速调节，达到动态控制线路输送功率、阻尼低频振荡，优化电网功率分布，减少网损等目的。

输电线路加装串补/可控串补装置与电网中新建线路相比，具有造价低、适用范围广、节约输电走廊等特点，可产生良好的经济效益和社会效益，符合建设环境友好型电网的发展方向。

以锡林郭勒盟外送、蒙西、陕北、川西等特高压输电通道为例，考虑 40%的串补度后，各通道的特高压线路平均输送功率都在 400 万 KW 以上，平均每条回路输电能力提高 100 万 KW，提高比例约 25%。

Figure 9 加载串补后主要电源基地外送通道输电极限功率

电源基地	最长线路长度/Km	加载40%串补后通道输送能力
锡林郭勒盟	480	1670万KW，平均420万KW/回
蒙西、陕北、靖边	470	5200万KW，平均470万KW/回
川西	430	超过2400万KW，大于480万KW/回

数据来源：《串补和可控电抗器在特高压电网的应用》、世纪证券研究所

超高压、特高压对串补产生巨大需求

截至 2008 年年底，我国自主研发的串补装置已在国内外 25 条输电线路路上应用 33 套，总容量超过 1087 万千乏。一套 500 千伏可控串补设备，就可节省新建输电线路投资 3 亿多元，因采用该技术节省投资约 40 亿元、节省线路走廊长达 3200 多千米。

Figure 10 徐州三堡东三 III 线 500 千伏串补工程



资料来源：世纪证券研究所

Figure 11 桂林-贤令山双回线串补工程



资料来源：世纪证券研究所

04 年以来，随着甘肃碧成 220KV 可控串补顺利投运，标志着中国电科院成为继西门子、ABB 和 GE 后，全球第四个掌握串补技术的企业。随后在徐州三堡变、浑源串补、伊冯 500KV 可控串补，我国可控串补装置替代进口趋势越来越明显。目前，中国电科院已在 25 条输电线路路上安装了 33 套固定串补/可控串补装置，国内市场占有率达 50%以上。

按国家电网公司的规划，到 2020 年前后，特高压交流电网将初具规模。为了实现远距离大容量输电，特高压输变电工程中需要广泛采用串补技术。由于特高压串补装置在容量、参数等方面比 500KV 有更大的技术难度，为此，2010 年 6 月中国电科院召开了“特高压串补工程项目启动大会”，标志 1000 千伏晋东南—南阳—荆门特高压串补工程项目正式启动。

根据国家电网和南方电网的建设规划，“十二五”期间，500KV 及特高压项目对串补/可控串补的需求为 15-20 套左右，按照每套 3000-4000 万元价格，则每年的市场规模为 6-8 亿元。

Figure 12 我国主要串补项目工程

投运时间	项目	供货商	运营商	电压等级	备注
2000.11	山西阳城-江苏淮阴	西门子	国家电网	500KV	40%的固定串补
2000.11	徐州三堡串补站	西门子	国家电网	500KV	40%的固定串补
2001.06	山西大同二电厂-北京房山	ABB	华北电力集团	500KV	35%的固定串补
2003.06	广西天平一、二回线路的平果侧	西门子	南方电网	220KV	每回线路补偿度为40%，其中35%为固定串补，5%为可控串补
2003.06	丰万顺双回500KV线路串补	诺基亚	国家电网	500KV	丰万线补偿35%，万顺线补偿45%
2003.11	惠水-河池双回路	西门子	南方电网	500KV	50%的固定补偿
2004.12	甘肃碧成	中国电科院+ABB串联电容器	国家电网	220KV	50%的可控串补
2005.07	徐州三堡变电站东三III线	中国电科院	国家电网	500KV	41.4%的固定串补
2005.12	百色串补	GE	南方电网	500KV	
2007.05	越南老街220KV串补工程	中国电科院	越南电网	220KV	70%的固定串补
2007.10	伊敏-冯屯可控串补	中国电科院	国家电网	500KV	30%的固定串补，15%的可控串补
2008.04	浑源串补	中国电科院	国家电网	500KV	34.9%（最低），46.6%（最高）
2008.06	三堡东三 I、II 串补二次系统改造	中国电科院	国家电网	500KV	40%的固定串补
2008.11	上承姜500千伏串补工程	中国电科院	国家电网	500KV	45%的固定补偿
2008.11	忻都500kV固定串补工程	中国电科院	国家电网	500KV	45%的固定补偿
2009.03	砚山500kV串补工程	中国电科院+ABB串联电容器	南方电网	500KV	30%的固定串补
2009.03	云南电网建水串补工程	中国电科院+ABB串联电容器	南方电网	500KV	50%的固定串补
2009.04	云南墨江至红河串补工程	西门子	南方电网	500KV	50%的固定串补
2009.06	桂林至贤令山的I、II回	中国电科院+ABB串联电容器	南方电网	500KV	25%的固定串补
在建	德宏至博尚串补工程	西门子+荣信+ABB串联电容器	南方电网	500KV	

资料来源：世纪证券研究所整理

与西门子组成联合体，进入串补供应商领域

09 年 9 月，公司与西门子组成的联合体，中标 500KV 德宏至博尚至墨江双回线串补工程串补成套设备商务合同，总价值为 1.44 亿元，公司为设备总包，承接其中的 8083 万合同，其余向西门子采购。

这标志着公司成功进入电网串补领域，从而打破了由电科院、ABB、西门子和 GE 一统天下的局面。同时，公司与西门子共同对串补技术进行研究，着手对可控串补的研发。

我们认为，随着超高压、特高压电网的建设，串补/可控串补有巨大的应用空间，而且随着对“晋东南-荆门”特高压交流示范项目串补工程的启动，将加快其审批进程，有利于后续工程的建设。公司加入到串补供应商行列，将加强公司在电网侧无功补偿的优势。

SVG：推广还需时日，定位高端

SVG 简介

静止无功发生器（SVG）采用全控型电力电子器件组成的桥式变流器来进态无功补偿的装置。其中六个可关断晶闸管（GTO）分别与六个二极管反向并联，适当控制 GTO 的通断，可以把电容器上的直流电压转变成与电力系统电压同步的三相交流电压，装置的交流侧通过电抗器

或变压器并联接入系统。适当控制逆变器的输出电压就可以灵活地改变 SVG 的运行工况,使其处于容性负荷、感性负荷或零负荷状态。

与传统的以 TCR 为代表的 SVC 相比,SVG 的调节速度更快,运行范围更宽,而且在采取多重化或 PWM 技术等措施后可大大减少补偿电流中谐波的含量。更重要的是,SVG 使用的电抗器和电容元件远比 SVC 中使用的电抗器和电容要小,这将大大缩小装置的体积和成本,因此 SVG 是今后动态无功补偿装置的重要发展方向。

SVG 市场推广还需时日

与 SVC 相比,虽然 SVG 具备响应速度快、占地面积小、闪变抑制能力强、谐波污染低等优势,但对于客户来说,其性价比较低(其价格比 SVC 高 25%-30%),市场推广较为有难度。

目前 SVG 产品定位于高端客户的特定需求,主要在电力、风电场、冶金、电气化铁路等领域应用。

公司 SVG 产品的主要竞争对手是思源电气,09 年思源电气 SVG 现场运行超过 30 套,其中上海世博会蒙自站、神华集团神东煤炭基地项目等示范工程先后投运。预计在 2012 年建成后,形成年产 1000 套 SVG 高压动态无功补偿系统装置。

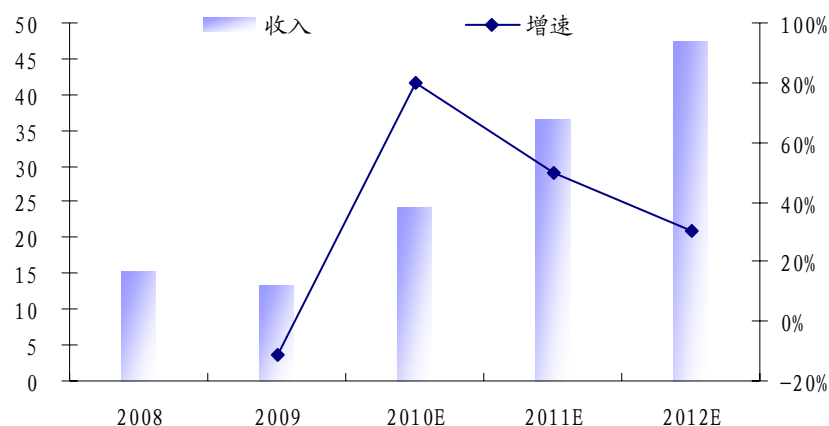
但思源电气 SVG 产品为中低压小容量,而公司将 SVG 定位于高端,并与南网合作,进行大功率电网级 SVG 的研制和开发。09 年公司 SVG 订单达到 2700 多万,随着公司在电网领域的拓展,我们认为 SVG 将会出现大幅增长。

收入及毛利率预测

由于 SVG 收入基数较低,根据订单情况以及 SVG 业务在电网领域拓展的可能性,我们预测 2010-2011 年该业务收入增速分别为 80%、50% 和 30%。

虽然中低压 SVG 产品价格下降幅度较快,但是高端产品价格不会出现较大波动。但是 SVG 毛利率会受到规模化影响,鉴于 SVG 收入占比较小,我们给予毛利率保守预测。

Figure 13 公司 SVG 产品收入及增速预测 (单位: 百万元)



数据来源: 世纪证券研究所

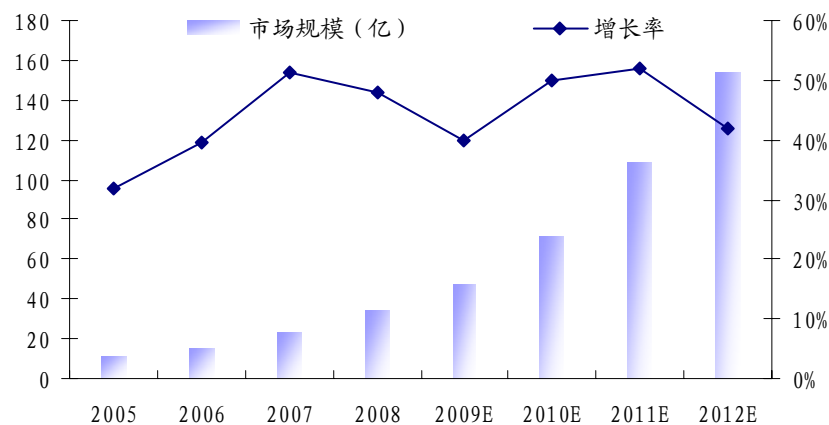
HVC: 立足高端, 进入蓝海

变频器节能空间巨大

目前, 我国各类电机总装机容量约 4.2 亿千瓦, 年耗电 1 万亿千瓦时, 占全国用电量的 60%, 高压电机占总电机装机容量 40-50%。我国电机拖动系统整体运行效率比发达国家低 20 个百分点, 节能空间巨大。

高压变频器具有显著节能效果。在不更换主机设备的情况下, 仅改变速度就可取得平均节电 30% 的效果, 其中石油系统平均节能率 38%、石化系统 46%、冶金系统 42%、城市供排水系统 45%、化工系统 24%。我国风机、水泵、压缩机系统总装机容量约 1.6 亿千瓦, 年耗电近 5,000 亿千瓦时, 通过改变调节方式, 可实现系统节电 10-15%, 约为 500 亿-700 亿千瓦时。从调速效果看, 变频调速技术是最好的调速技术, 它的调速范围最宽, 可达到 100%-5%, 调速精度最高, 可达到 $\pm 0.5\%$ 。

Figure 14 我国高压变频器市场规模及预测



数据来源: 2009 年中国高压变频器市场研究报告、世纪证券研究所

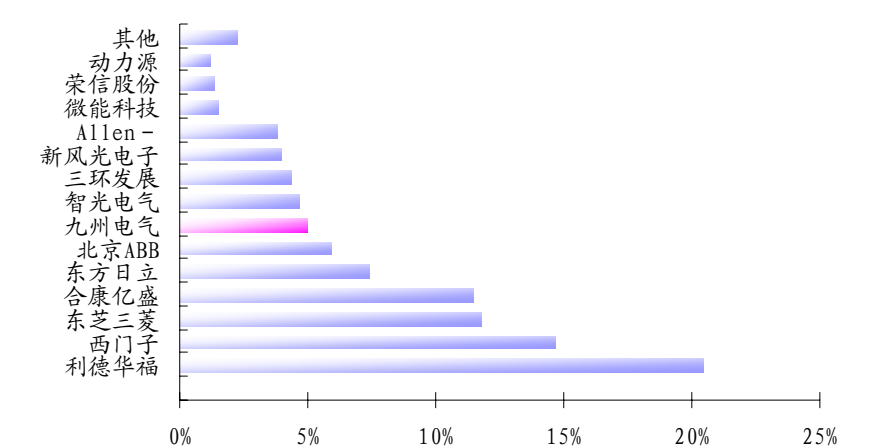
我们认为，在节能减排的政策推动下，国内高压变频器市场将持续出现高增长态势。2009-2012 年每年的市场增长率将保持在 40%以上，2012 年中国高压变频器市场规模将达到 150 亿。

变频器行业激烈竞争带来现金流困境

以西门子为代表的国外品牌在高端产品市场占据了较大份额，国内企业凭借自身产品较高的性价比在通用型高压变频器市场上占据了 50%以上的份额，市场竞争趋于稳定。

目前掌握核心技术并具有自主研发能力和配套售后服务能力的国内厂商大约有 5-8 家，包括利德华福（外资）、合康亿盛、东方日立（合资）、九州电气、智光电气等。

Figure 15 2008 年国内高压变频器市场份额情况



数据来源：2009 年中国高压变频器市场研究报告、世纪证券研究所

国内通用型变频器企业数量较多，在节能减排带来巨大市场需求的背景下，为了抢占更多的市场，整个变频器行业存在两个趋势：

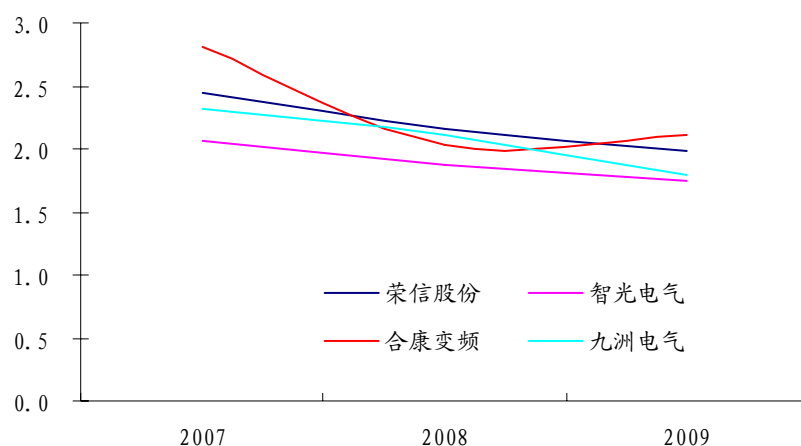
（1）产品价格的竞争

09 年以来，通用型变频器价格下降幅度在 15%左右，预计 2010 年仍将延续这种下滑的趋势。

（2）应收账款周转率的降低

企业为了抢占市场和客户，放宽了以往的收账政策，我们认为将导致两方面的问题：一是企业应收账款周转率的下降，潜在坏账损失的增加；二是对流动资金的需求将不断增加，其结果是销售收入越多，面临的流动资金压力越大。

Figure 16 变频器上市公司近 3 年应收账款周转率比较

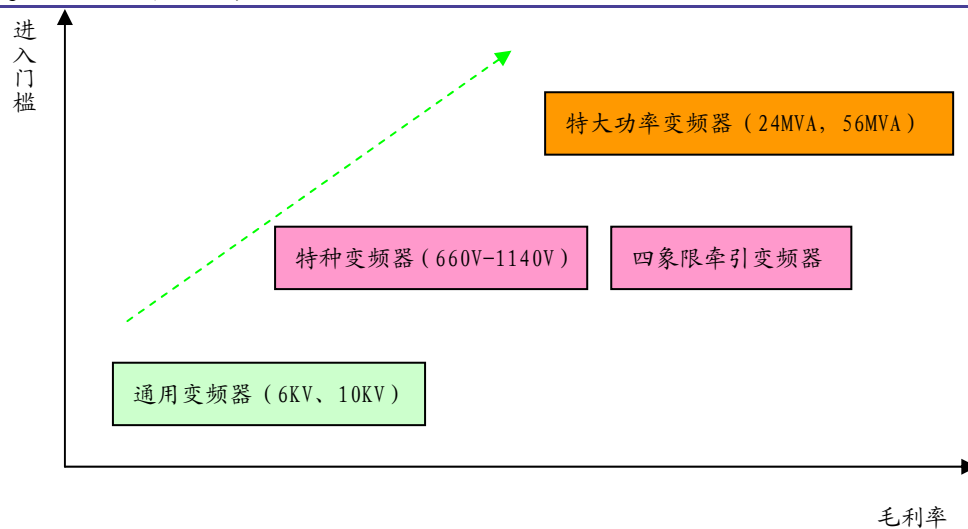


数据来源: wind、世纪证券研究所

立足高端，开辟蓝海

公司目前将变频器的重点放在牵引型变频器、特种变频器、特大功率变频器等产品的研发和生产上，从而避免了在通用型市场的价格战。

Figure 17 公司变频器产品分类



资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

目前来看，公司变频器产品中，高端和通用型产品各占 50%左右。由于通用型变频器产品竞争的重点在于其成本，因此，通用型变频器价格的下降，将直接影响其毛利率。我们认为，这对公司变频器产品整体毛利率将有一定程度的负面影响。

但是公司对变频器产品结构不断调整，未来高端产品占比将进一步增加。

公司承接了能源局重大装备国产化项目 10KV 特大功率变频项目，

参与中石油西气东输管线 24MVA 变频器的研制，同时参与中海油 LNG 56MVA 特大功率变频器项目的研制，根据其研发进度，我们认为 2011 年便可开始实现销售收入。

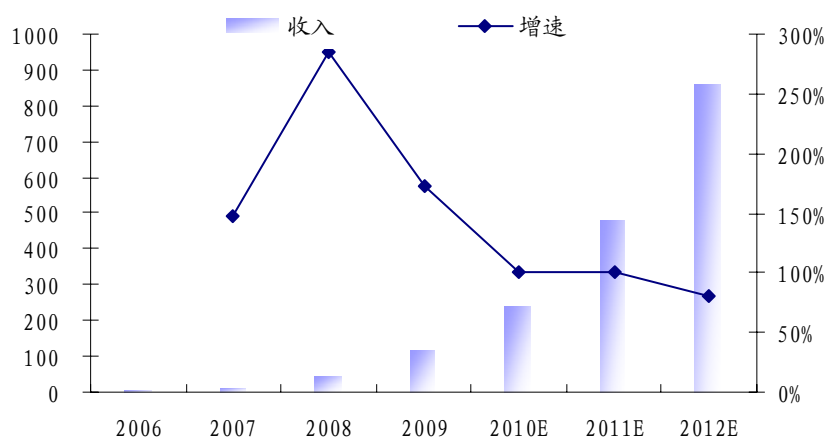
1.6MW*6 型高速铁路电力机车交直交主传动系统，仍在等待进行铁道部的测试，进程可能较慢。

目前，变频器在手订单同比增长 50%以上。我们认为，变频器在工业节能巨大需求下，公司通过产品结构的调整，一方面能有效规避通用型变频器的激烈竞争，另一方面将开辟蓝海，占领高端领域制高点。

收入及毛利率预测

根据上述分析，我们预测 2010-2011 年 HVC 业务收入增速分别达到 100%、100%和 80%，HVC 业务将成为公司未来业绩贡献的重要来源。

Figure 18 公司 HVC 业务收入及增速预测（单位：百万元）



数据来源：世纪证券研究所

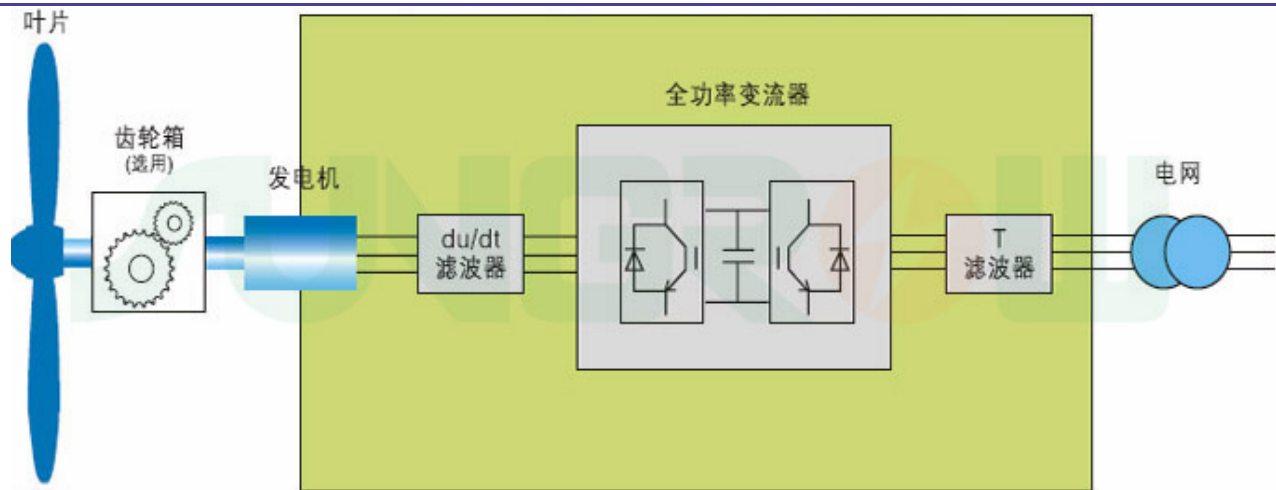
由于通用型变频器产品价格下降的预期，我们认为这对整个 HVC 毛利率有一定负面影响。

变频器在新能源领域有较大进口替代空间

► 风电变流器

变速恒频已经成为目前兆瓦级以上风力发电机组的主流技术，目前应用范围最广泛、最具发展前景的技术是利用变流器的技术方案。变流技术的应用不仅有利于机组提高效率，同时对机组的并网和对电网的安全稳定运行起到了良好作用。

Figure 19 合肥阳光 2 兆瓦全功率风力发电机组用风能变流器



资料来源：世纪证券研究所

变流器在风电整机成本中占 15%-20%的比例,分为双馈式和直驱式。从国内风电场应用的风电变流器来看, 95%以上的市场被 ABB、Alstom、AMSC 和 EMERSON 等企业占有, 目前其价格为 90-100 万元/台, 相比 09 年的价格有较大程度的下滑。

国产双馈式 1.5MW 风机变流器每台价格为 40-50 万, 国产的全功率 1.5MW 风机变流器价格约为 80-90 万/台, 比国外产品价格低 20%左右。

九洲电气、合肥阳光、科诺伟业、清能华福、南车株洲、海德控制、荣信股份、湘电股份、金风科技等在内的企业纷纷进行双馈式和全变流式风机变流器的研发。

Figure 20 国内相关企业风电变流器研发情况

企业	研发情况
九洲电气	06年开始风电变流器的研发, 在成功开发出应用于水平轴全功率永磁直驱风力发电机组的全功率风电变流器、应用于双馈风力发电机组的双馈风电变流器之后, 又开发出应用于垂直轴励磁风力发电机组用2MW全功率风电变流器
合肥阳光	公司研发出1.5MW双馈变流器以及2MW全功率变流器, 并与北车风电签订100套1.5MW供货协议
东方日立	东方日立引进日立公司技术, 开发 1.5MW风力发电电力变流器, 在东汽风机上大量应用
科诺伟业	先后成功研制了具有自主知识产权的失速型风力发电机组系列化控制器和兆瓦级变速恒频风电机组控制系统及变流器; 3.2MW级控制系统及变流器检测试验平台已建设完成并投入使用。产品大量供给龙源电力
南车株洲	2005年开发出国内第一个具有自主知识产权的1.65兆瓦的全功率风电变流器, 打破了国际巨头的垄断; 2006年, 率先研制出具有完全自主知识产权的国内单机功率最大的双馈风电机组
清能华福	公司研发的1.5 MW双馈风电机组变流器, 相继获得国电联合动力、山东国电等企业的订单
海德控制	控股子公司海德新能源研发出1.5MW双馈式风电变流器, 在测试中
湘电股份	研制出具有自主知识产权的2兆瓦级永磁直驱风力发电变流器, 通过了由国家能源局组织的鉴定
荣信股份/金风科技	公司和金风合作开发的1.5MW全功率变频器已经进入挂网测试阶段

资料来源：世纪证券研究所

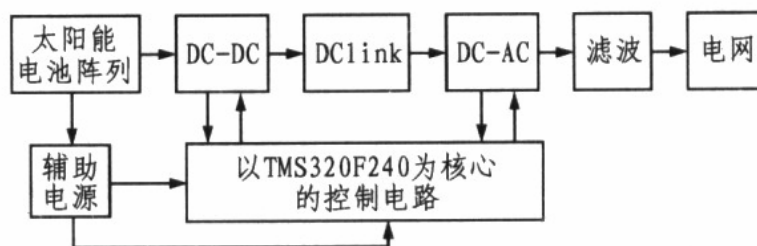
由于国内风电变流器价格仍有较大价格下降空间，因此相对国外变流器而言，存在明显的价格优势和进口替代空间。但国产风电变流器在国内风机大规模应用，还受到变流器质量和可靠性的影响，国内企业仍需要一定的研发和实验时间。

公司与金风科技合作研发的风电变流器处于挂网测试阶段，我们预计 2011 年能实现小规模销售。

➤ 光伏逆变器

在光伏电站中，逆变器的作用在于将光伏电池产生的直流电转化成交流电，逆变器的能源转化效率决定了光伏发电系统的能转换效率和投资回报率。

Figure 21 小容量光伏并网逆变器原理图



资料来源：世纪证券研究所

大功率光伏逆变器占据系统成本比例在 10%-15%之间，有较高的技术含量，目前国内光伏示范项目所需的逆变器基本需要进口。

目前 SMA 占据全球光伏逆变器市场份额超过 40%，全球排名第二的 Kaco 新能源股份有限公司市场份额则为 30%，仅仅两家龙头企业的市场份额就超过 70%。

作为光伏逆变器行业龙头，截至 2009 年底，SMA 在全球安装容量已经超过 9.1GWp，仅 2009 年交流安装容量即达到 3.4GWp。2010 年一季度公司售出逆变器总输出功率为 1288MW。

09 年在“金太阳”工程、光伏第一期特许权招标项目——敦煌 10MW 光伏招标带动下，我国 09 年光伏项目迅速发展，全年新增装机 160MW，总装机容量达到 305MW。

国家发改委/能源局于 6 月 23 日发布“光伏并网发电特许权项目招标”公告，计划在陕西、青海、甘肃、内蒙古、宁夏和新疆进行 13 个项目合计 280MW 光伏并网发电特许权项目招标。我们认为中国光伏市场的开启已经在加快步伐，将为光伏逆变器的产品开启国内市场。

公司目前已经研制成功 250KW-1MW 光伏逆变器，其价格比 SMA 便宜 20%左右（国产 150 万/MW，国外 180 万/MW），而且获得尚德 20 套光伏逆变器订单。

随着国内企业在风电变流器和光伏逆变器技术上的突破，将享受巨大的进口替代市场。但是，基于产品技术和可靠性方面的考虑，我们认为 2012 年之前，国内企业仍处于小批量生产的阶段，实现进口替代需要到 2012 年以后。

余热余压利用：现金牛业务

余热利用前景看好

余热是在一定经济技术条件下，在能源利用设备中没有被利用的能源。也就是多余、废弃的能源，包括高温废气余热、冷却介质余热、废汽废水余热、高温产品和炉渣余热、化学反应余热等。

我国工业余热资源约占其燃料总热量的 17%-67%，其中可回收率达 60%；同时我国余热资源利用比例低，大型钢铁企业余热利用率约在 30%-50%，其他企业则更低。

► 钢铁行业余热利用潜力最大

日本新日铁的余热蒸汽回收率达到 92%以上，其能源费用占产品成本的 14%。而我国比较先进的企业，如宝钢，其余热蒸汽回收率仅为 68%，能源费用占产品成本的 21.3%；大多数钢铁企业的回收率低于 50%，能源费用占产品成本的 30%以上。因此，我国钢铁行业余热资源的回收利用有很大的空间。

Figure 22 钢铁企业余热资源回收利用潜力

工序	种类	热量 (GJ/t)	产品资源量 火用量 (GJ/t)	能级	企业蒸汽平均回 收能量 (GJ/t)	工序余热潜力 (%)
焦化	焦炭显热	1.40	1.20	0.85	0.80	33
烧结	烧结矿显热	0.62	0.32	0.15	0.15	53
转炉	LDG显热	0.80	0.60	0.40	0.40	34
轧钢	加热炉烟气显热	0.32	0.18	0.12	0.12	30

数据来源：世纪证券研究所

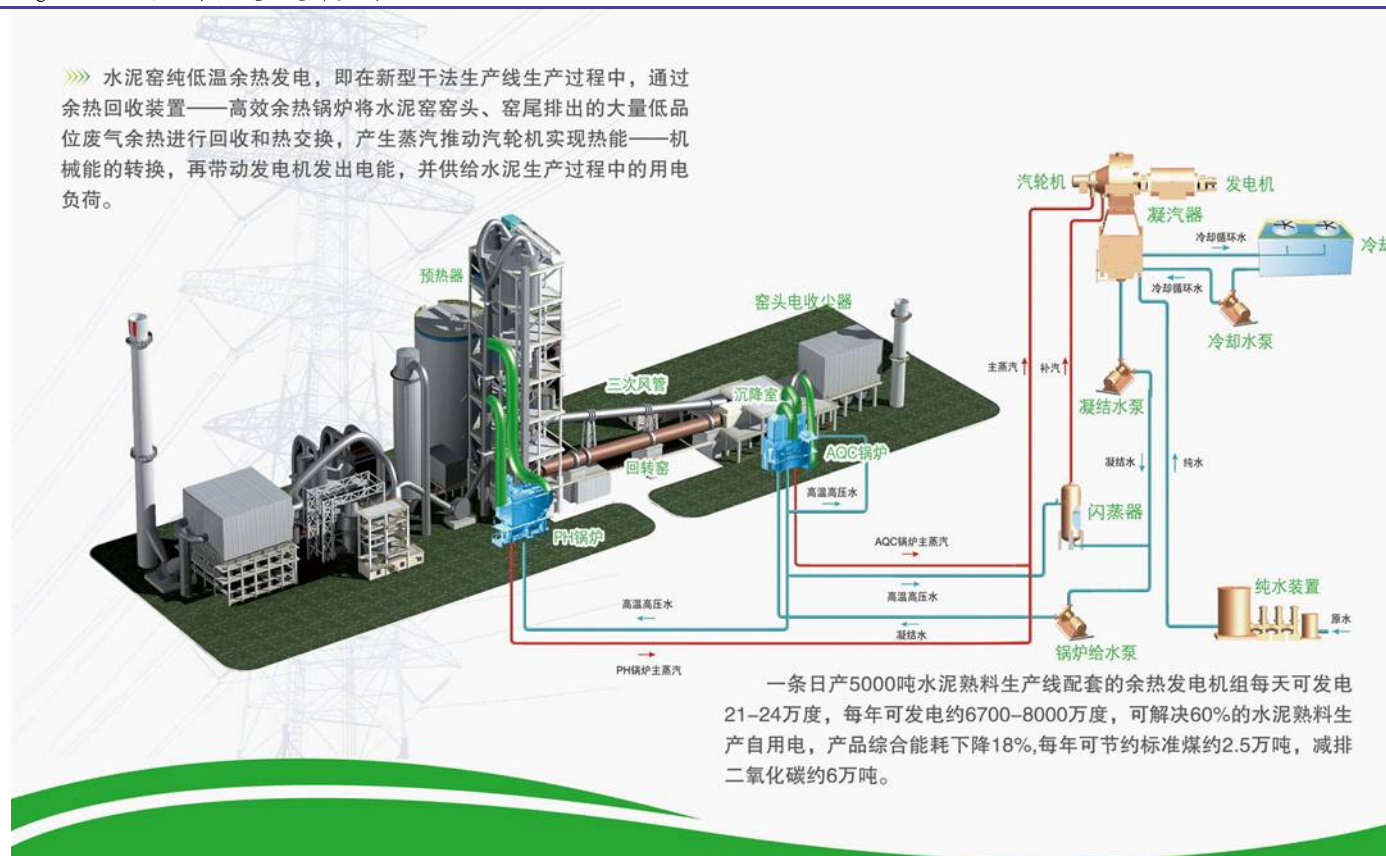
在钢铁企业中，烧结工序能耗仅次于炼铁工序，占总能耗的 9%-12%，节能潜力很大。09 年 12 月，工信部印发了《关于钢铁企业烧结余热发电技术推广实施方案》，计划用 3 年时间在重点大中型钢铁企业中有针对性地推广此项技术，预期在钢铁行业的推广比例达到 20%，形成 157.5 万吨标准煤的节能能力；计划实施烧结余热发电技术的烧结机 82 台，预计总投资 51.9 亿元，将重点推广双压、闪蒸余热发电技术。

2010 年 6 月，国务院在“关于进一步加大节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见”中，提出：大力推广高温高压干熄焦、干法除尘、煤气余热余压回收利用等节能减排新技术新工艺。

► 水泥行业余热利用主要来自于存量改造

新型干法水泥熟料生产企业中由窑头熟料冷却机和窑尾预热器排出的 350℃ 左右废气，其热能大约为水泥熟料烧成系统热耗量的 35%，低温余热发电技术的应用，可将排放到大气中占熟料烧成系统热耗 35% 的废气余热进行回收，使水泥企业能源利用率提高到 95% 以上。项目的经济效益十分可观。

Figure 23 水泥余热发电总布置图



资料来源：世纪证券研究所

截至 2009 年，全国新型干法水泥生产线为 1107 条，熟料产能 9.59 亿吨。其中安装了余热发电机组的生产线为 495，尚未安装的生产线有 618 条，假设 2010 年新投产的生产线 60 条，我们认为 2010 年全国仍有 678 条新型干法熟料生产线可以配置余热发电装置。

Figure 24 我国新型干法水泥生产线及安装余热发电机组情况

年份	生产线 (条)	机组 (台)	装机容量 (MW)
1997-2005	13	14	50
2006	15	14	65.5
2007	86	59	571
2008	149	106	975
2009	232	181	1677
合计	495	374	3338.5

数据来源：中国传动网、世纪证券研究所

盈利贡献可期

公司的余热余压发电系统业务来自于控股子公司信力筑正的并表贡献。信力筑正主要从事冶金行业的工程总包，业务包括：高炉炉顶余压发电节能系统（TRT），喷煤节能项目，烧结余热发电及鼓风脱湿节能系统；转炉干法除尘、湿法除尘系统，重力干法除尘余热发电节能系统；三电设计和干熄焦项目的工程总包。

2009 年度信力筑正实现营业务收入 1.35 亿元，同比增长 2131.28%，净利润 2754.7 万元，同比增长 5373.31%；实现并表收入 1.2 亿元，并表毛利 3514.3 万元，占比分别为 13.47%和 8.12%。

由于信力筑正下游客户与 SVC 和 HVC 较为重合，因此客户基础良好。上半年新增订单不是很多，目前子公司的主要任务是完成 09 年的订单。09 年的订单为 5.33 亿元，按照项目完成进度情况，我们认为 2010 年可以确认 60%左右。

我们认为信力筑正在冶金、水泥等行业余热发电的巨大市场需求下，接订单的能力是不用怀疑的，我们所担心的是子公司现金流的压力。

因为信力筑正是做工程总包，公司需要先期垫付一半的工程款项，等工程验收后再逐步收回，这种方式对客户来说很有利，而对信力筑正来说面临较大的资金压力。

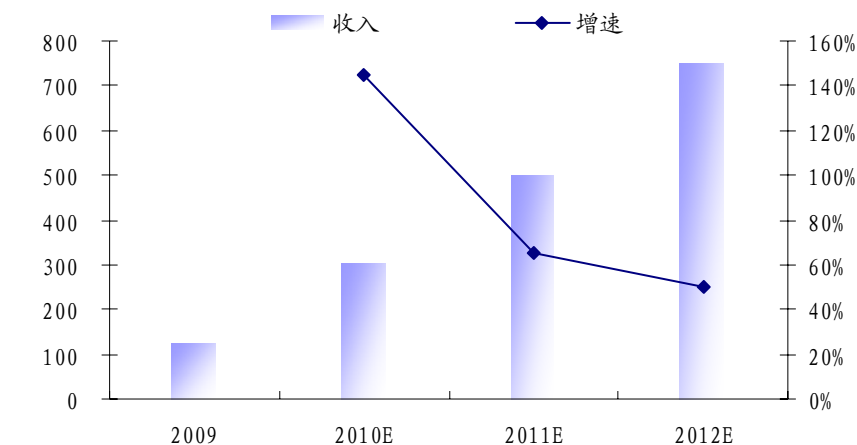
不过，余热余压是由信力筑正独立承担，不会对荣信本部造成资金上的压力。

随着国家对合同能源管理的大力支持，以及节能服务公司规模、技术的不断规范，我们认为未来可能会出现更好的方式来推动企业进行节能服务。信力筑正的余热余压发电系统将面临冶金、水泥等诸多行业的余热利用市场。

收入预测

虽然该业务毛利率为 28.3%，但由于其期间费用等较低，从而导致其净利率较高，09 年信力筑正的净利率为 20.45%。我们认为，该业务是公司的现金牛业务，订单比较有保障，2010-2012 年收入增速分别达到 145%、65%和 50%。

Figure 25 余热余压业务收入及增速预测（单位：百万元）



数据来源：世纪证券研究所

盈利预测

预测假设：

➤ 收入假设

(1) SVC：除了冶金行业外，其他传统领域对 SVC 的需求仍能保持 20%左右的增长；公司进入电网侧 SVC 领域，并且存在较大的提升空间，将有效避免在传统领域需求不足的状况。但由于目前电网侧 SVC 需求没有出现明显放量，因此，从保守的角度来看，我们预测 2010-2012 年 SVC 收入增速将分别达到 35%、30%和 30%。

(2) SVG：由于 SVG 收入基数较低，根据订单情况以及 SVG 业务在电网领域拓展的可能性，我们预测 2010-2011 年该业务收入增速分别为 80%、50%和 30%。

(3) HVC：通用型变频器竞争激烈，公司立足高端的战略一方面能有效规避通用型变频器的激烈竞争，另一方面将开辟蓝海，占领高端领域制高点。我们预测 2010-2011 年 HVC 业务收入增速分别达到 100%、100%和 80%，HVC 业务将成为公司未来业绩贡献的重要来源。

(4) 串补 FCS：随着对“晋东南-荆门”特高压交流示范项目串补工程的启动，将加快其审批进程，有利于后续工程的建设。公司加入到

串补供应商行列，将加强公司在电网侧无功补偿的优势。该业务对收入的贡献，需要根据国内特高压项目建设进度，具有不确定性，保守考虑，暂时不确认收入。

(5) 风电变流器和光伏逆变器：随着国内企业在风电变流器和光伏逆变器技术上的突破，将享受巨大的进口替代市场。但是，基于产品技术和可靠性方面的考虑，我们认为 2012 年之前，国内企业仍处于小批量生产的阶段，实现进口替代需要到 2012 年以后。保守考虑，在 2012 年之前暂不确认收入。

(6) 余热余压业务：该业务是公司的现金牛业务，订单比较有保障，2010-2012 年收入增速分别达到 140%、60%和 50%。

(7) 其他产品：由于收入基数较小，受益于行业景气，2010-2012 年给予其 30%-50%的收入增速。

Figure 26 荣信股份 2010-2012 年收入及增速预测 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
SVC	294.99	424.15	480.90	649.21	843.97	1097.17
增速	45.12%	43.79%	13.38%	35.00%	30.00%	30.00%
HVC	11.42	43.96	119.86	239.72	479.44	862.99
增速	147.41%	284.93%	172.68%	100.00%	100.00%	80.00%
FC	34.87	38.86	101.00	151.51	196.96	246.20
增速	81.75%	11.47%	159.90%	50.00%	30.00%	25.00%
SVG		15.25	13.52	24.34	36.51	47.46
增速			-11.35%	80.00%	50.00%	30.00%
MABZ	12.74	30.27	26.51	34.46	43.07	53.84
增速	78.98%	137.63%	-12.44%	30.00%	25.00%	25.00%
VFS	2.00	4.61	6.38	8.29	10.78	14.02
增速		130.28%	38.46%	30.00%	30.00%	30.00%
APF			1.77	2.30	3.45	5.17
增速				30.00%	50.00%	50.00%
余热余压发电			124.19	298.05	491.78	737.68
增速				140.00%	65.00%	50.00%
其他	11.14	25.53	48.07	62.49	81.24	105.61
增速	55.17%	129.09%	88.29%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	367.16	582.64	922.20	1470.37	2187.21	3170.14
增速		126.06%	58.28%	59.44%	48.75%	44.94%

数据来源：世纪证券研究所

根据上述预测假设，2010-2012 年营收分别达到 14.7 亿元、21.87 亿元和 31.70 亿元，同比增速分别为 59.44%、48.75%和 44.94%。

► 毛利率假设

SVC: 由于电网侧 SVC 毛利率高于传统领域, 结构调整使 SVC 毛利率有上升趋势, 假设 2010-2012 年毛利率分别为 55%、54%和 54%。

HVC: 由于通用型变频器产品价格下降的预期, 我们认为这对整个 HVC 毛利率有一定影响, 给予毛利率 2%左右的下调, 假设 2010-2012 年毛利率分别为 46%、45%和 45%。

余热余压发电: 由于该业务是工程总包性质, 假设毛利率保持稳定, 2010-2012 年毛利率维持在 28%的水平。

其他业务: 毛利率水平分别如下表所示。

Figure 27 公司分项收入毛利率及预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
SVC	55.21%	53.34%	51.91%	55.00%	54.00%	54.00%
HVC	53.66%	51.43%	47.05%	46.00%	45.00%	45.00%
FC	27.55%	17.60%	28.56%	30.00%	30.00%	30.00%
SVG		27.44%	46.27%	40.00%	35.00%	35.00%
MABZ	60.92%	57.31%	64.47%	60.00%	55.00%	55.00%
VFS	102.70%	38.20%	50.07%	50.00%	50.00%	50.00%
APF			79.15%	65.00%	60.00%	55.00%
余热余压发电			28.30%	28.00%	28.00%	28.00%
其他	19.37%	37.11%	72.52%	40.00%	40.00%	40.00%
综合毛利率	51.62%	49.51%	46.93%	44.70%	43.19%	42.74%

数据来源: 世纪证券研究所

综合来看, 由于余热余压收入占比的提升, 公司综合毛利率有一定下滑趋势, 但 SVC、HVC 等业务高毛利率的稳定, 我们认为未来公司综合毛利率仍将保持在 40%以上, 2010-2012 年综合毛利率分别为 44.70%、43.19%和 42.74%。

► 期间费用率假设

营业费用率: 由于公司产品在新领域的拓展需求, 我们维持 2010-2012 营业费用率 12%、11.5%和 11.5%的预测;

管理费用率: 基于研发投入持续性的预期, 我们预测 2010-2012 年管理费用率分别为 15%、14.5%和 14%;

财务费用率: 考虑到公司对现金流的需求, 可能对长短期借款以及短期融资券的需求, 我们预测 2010-2012 年财务费用率分别为 0.45%、0.58%和 0.64%。

Figure 28 公司期间费用率及预测

期间费用率	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业费用占比 (%)	12.75%	12.68%	11.90%	12.00%	11.50%	11.50%
管理费用占比 (%)	22.46%	17.47%	14.93%	15.00%	14.50%	14.00%
财务费用占比 (%)	-0.19%	-0.04%	0.47%	0.45%	0.58%	0.64%
三项费用占比 (%)	35.02%	30.11%	27.31%	27.45%	26.58%	26.14%

数据来源: 世纪证券研究所

➤ 少数股东权益假设

公司的少数股东权益基本来自于信力筑正，基于前面收入的预测，2010-2012 年余热余压收入占比将分别达到 20.27%、22.48%和 23.27%，按照公司权益占比，我们得出 2010-2012 年少数股东权益占比分别为 8.10%、8.99%和 9.40%。

➤ 税率假设

假设公司保持 6.80%的综合所得税率

盈利预测：

基于我们的相关预测假设，我们预测 2010-2012 年公司实现净利润分别为 2.54 亿元、3.50 亿元和 4.92 亿元，实现的 EPS 分别为 0.76 元、1.04 元和 1.46 元。

Figure 29 2010-2012 年公司盈利预测（单位：百万元）

项目(单位：百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业利润					
营业收入	582.64	922.20	1,470.37	2,187.21	3,170.14
增长率(%)	58.69%	58.28%	59.44%	48.75%	44.94%
减：营业成本	294.19	489.37	813.08	1,242.50	1,810.59
销售毛利率(%)	49.51%	46.93%	44.70%	43.19%	42.89%
减：营业税金及附加	5.28	7.72	12.50	18.59	26.95
减：营业费用	73.89	109.78	176.44	251.53	364.57
减：管理费用	101.78	137.73	220.56	317.15	443.82
减：财务费用	-0.23	4.31	6.55	12.62	20.28
减：资产减值损失	13.05	24.63	17.00	15.00	12.00
营业利润	94.68	148.66	224.24	329.82	491.94
二、利润总额					
加：营业外收入	46.36	61.69	75.00	86.00	95.00
减：营业外支出	0.17	0.17	0.20	0.18	0.30
利润总额	140.87	210.19	299.04	415.64	586.64
三、净利润					
减：所得税	9.59	14.23	20.33	28.26	39.89
净利润	131.28	195.96	278.71	387.38	546.75
四、归属于母公司所有者净利润					
减：少数股东损益	1.06	10.55	24.22	37.37	55.14
归属母公司净利润	130.22	185.41	254.48	350.01	491.60
五、股利分配					
总股本	128.00	224.00	336.00	336.00	336.00
EPS	1.02	0.83	0.76	1.04	1.46

数据来源：世纪证券研究所

估值及投资评级**投资评级:**

按照我们的盈利预测，2010-2012 年动态 PE 分别为 43.54、31.82 和 22.66。

公司虽然估值偏高，但我们认为公司主要产品都深刻切入到节能减排的各领域，特别是进入壁垒很高的电网领域，加上众多新产品即将投入市场，给予公司 2010 年 50 倍 PE，下调评级至“增持”。

股价催化剂:

- (1) 合同能源管理如果出台相关融资、信贷等方面的细则，对公司余热余压业务形成利好；
- (2) 特高压交流示范项目串补工程如果成功，将对公司串补业务形成利好；
- (3) 风电变流器和光伏逆变器的投产时间超预期

风险提示:

- (1) 传统节能领域，SVC、HVC 等产品需求的下滑，带来业绩增长低于预期的风险；
- (2) 电网领域相关产品受项目实施进度影响的风险；
- (3) 共有 1920 万股限售股于 2010 年 8 月 4 日解禁，注意解禁风险。

三大报表预测

Figure 30 三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1521	2444	3366	5054	营业收入	922	1470	2187	3128
现金	565	735	984	1408	营业成本	489	813	1243	1791
应收账款	596	1002	1527	2331	营业税金及附加	7.72	12.50	18.59	26.59
其它应收款	17	27	41	59	营业费用	110	176	252	360
预付账款	73	146	211	287	管理费用	138	221	317	438
存货	165	377	376	648	财务费用	4.31	6.55	12.62	19.77
其他	105	156	227	323	资产减值损失	25	17	15	12
非流动资产	524	566	602	659	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	275	378	447	497	营业利润	149	224	330	481
无形资产	18	17	22	21	营业外收入	62	75	86	95
其他	229	169	131	140	营业外支出	0.17	0.20	0.18	0.30
资产总计	2045	3010	3968	5714	利润总额	210	299	416	575
流动负债	539	1190	1680	2890	所得税	14.23	20.33	28.26	39.13
短期借款	0	398	575	1211	净利润	196	279	387	536
应付账款	207	325	435	627	少数股东损益	10.55	24.22	37.37	54.10
其他	333	467	670	1052	归属母公司净利润	185	254	350	482
非流动负债	178	214	294	294	EBITDA	173	266	390	559
长期借款	134	184	264	264	EPS (元)	0.83	0.76	1.04	1.44
其他	44	30	30	30	主要财务比率				
负债合计	717	1404	1974	3184	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	24	49	86	140	成长能力				
股本	224	336	336	336	营业收入	58.3%	59.4%	48.8%	43.0%
资本公积	636	524	524	524	营业利润	57.0%	50.8%	47.1%	45.8%
留存收益	443	697	1047	1529	归属于母公司净利润	42.4%	37.3%	37.5%	37.8%
归属母公司股东权益	1303	1558	1908	2390	获利能力				
负债和股东权益	2045	3010	3968	5714	毛利率	46.9%	44.7%	43.2%	42.7%
现金流量表					净利率	20.1%	17.3%	16.0%	15.4%
单位: 百万元					ROE	14.2%	16.3%	18.3%	20.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	15.7%	15.7%	18.4%	19.2%
经营活动现金流	-22	-146	85	-76	偿债能力				
净利润	196	279	387	536	资产负债率	35.1%	46.6%	49.8%	55.7%
折旧摊销	20	35	47	58	净负债比率	25.80%	41.42%	42.52%	46.34%
财务费用	4	7	13	20	流动比率	2.82	2.05	2.00	1.75
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.51	1.74	1.78	1.52
营运资金变动	-268	-484	-405	-755	营运能力				
其它	25	18	42	65	总资产周转率	0.59	0.58	0.63	0.65
投资活动现金流	-147	-74	-81	-117	应收账款周转率	1.83	1.70	1.60	1.50
资本支出	148	75	73	110	应付账款周转率	3.23	3.06	3.27	3.37
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	1	1	-8	-7	每股收益 (最新摊薄)	0.55	0.76	1.04	1.44
筹资活动现金流	576	390	245	616	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.07	-0.43	0.25	-0.23
短期借款	-70	398	178	636	每股净资产 (最新摊薄)	3.88	4.64	5.68	7.11
长期借款	134	50	80	0	估值比率				
普通股增加	96	112	0	0	P/E	41.10	44.92	32.66	23.70
资本公积增加	402	-112	0	0	P/B	5.85	7.34	5.99	4.78
其他	14	-58	-13	-20	EV/EBITDA	64	42	28	20
现金净增加额	408	170	249	423					

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.