

置信电气(600517.sh)

非晶变压器龙头地位稳固，长期发展值得期待

张小东 分析师

电话: 020-87555888-663

eMail: zxd2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210070006

龙头地位依然稳固

公司自收购日港置信以来，主营业务包括非晶合金配电变压器及其核心部件非晶铁芯的生产和销售。作为国内最早、规模最大的非晶变压器生产企业，公司自1998年以来一直是市场的创造和开拓者。目前公司产品在非晶变压器行业的市场占有率仍然维持在80%左右的高位，行业龙头地位依然稳固。

竞争优势明显

在技术工艺层面上，由于公司在12年的研发、生产过程中积累了丰富的实践经验，工艺成熟，其产品性能稳定，并且克服了非晶产品噪声高的缺陷，将噪声水平降至45dB以下，符合国家一类标准，拓展了非晶合金变压器的应用领域。在生产成本方面，由于公司的规模效益，其毛利率始终保持在33%-40%的高水平，与同类公司相比优势明显。此外，公司已经建立起以上海、江苏、山东、福建、山西、河南为核心的营销网络，成为打破配电设备市场地域分割的先行者。

盈利预测

在不考虑两网公司可能的非晶合金变压器推广政策的情况下，我们预计公司将保持20%-30%的自然增长率。预计公司2010-2012年的EPS分别为0.53、0.65和0.83元。根据目前股价，对应PE分别为35.8、29.3和22.8倍。

风险提示

公司核心人员流失风险；行业竞争加剧，毛利下降，增速低于预期的风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,595.72	1,296.16	1393.42	1811.45	2445.45
增长率(%)	26.82%	-18.77%	7.50%	30.00%	35.00%
EBITDA(百万元)	305.17	392.09	469.81	575.57	739.23
净利润(百万元)	211.47	255.46	326.81	399.37	513.51
增长率(%)	19.27%	20.81%	27.93%	22.20%	28.58%
每股收益(元)	0.513	0.413	0.53	0.65	0.83
市盈率	43.67	45.17	35.78	29.28	22.77
市净率	9.82	9.82	7.78	6.14	4.84
EV/EBITDA	29.30	28.70	22.99	18.19	13.55

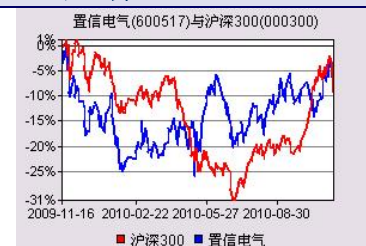
数据来源: 上海置信电气股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	18.90
目标价格(元)	22.75
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	2.33%	7.45%	-8.23%
沪深300	2.10%	15.28%	-6.45%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

618.71/618.71

主要股东:

上海置信(集团)有限公司

主要股东持股比例

23.56%

财务比率

ROE	21.71%
ROA	21.42%
资产负债率	24.28%
每股净资产(元)	1.90

2009年年报数据

投资亮点与逻辑

2010年电网投资已呈现结构性调整态势,我们预计明年这一趋势将得到延续。在“十五”及“十一五”的加速建设阶段,220kV、500kV区域电网得到长足发展,在电网总体结构中已相对完善。今后电网建设的投资重点将集中在大范围、跨区的骨干网络和农网、城市环网等配电网项目。

非晶合金变压器是目前节能效果最为先进,使用成本也较为经济的配电变压器产品。在解决了噪声问题之后,产品普遍适用于城市、农村的各类场所。非晶变压器的产品性能已经逐渐得到电网企业的认可,国家电网和南方电网在社会责任报告中都明确提出了要促进非晶合金变压器的推广普及。目前,我国每年的配电变压器市场容量约为50-60万台,其中非晶变压器仅占5%左右,与日本等能源使用效率较高的发达国家的30%左右的水平还有很大差距,行业发展前景广阔。此外,未来三年内接近2000亿元的农网改造项目也提升了非晶变压器的市场需求。

公司作为市占率达到80%的国内主流非晶合金变压器的供应商,在工艺水平、生产成本和营销渠道方面都占据行业领先地位,将随非晶变压器行业的发展而充分受益。公司股价的催化剂有:两网公司配网投资增加;国家实施配电变压器集中招标;两网公司推出促进非晶合金变压推广的具体政策等。

非晶变压器龙头地位依然稳固

非晶合金变压器是指设备核心部件铁芯由非晶合金材料代替传统的硅钢片构成的变压器产品。由于非晶合金材料结构具有特殊的磁性能,磁化和消磁的能耗极小,使非晶合金变压器的空载损耗大大降低,从而节省大量电能、燃料消耗,减少对大气的污染。非晶合金变压器的推广应用符合我国产业政策和节能减排的要求。

公司是国内最早也是规模最大的非晶变压器制造企业,自1998年与美国GE公司、霍尼韦尔公司签订了引进技术协议以来,一直致力于非晶合金变压器的研发、制造和销售业务。公司的非晶合金变压器专利产品已经覆盖18个体系、163个规格,产品被广泛应用于城市、农村电网改造以及国家重点项目等领域。为掌握非晶合金变压器的核心技术,公司与美国霍尼韦尔合资成立了上海日港置信,专业生产非晶合金变压器铁芯。2008年,通过股权转让,日港置信已经成为置信电气的全资子公司,其产品不但可以满足置信电气的生产需要,也使非晶铁芯销售成为公司的另一项主营业务。此次向上游产业链的战略扩张,使公司的毛利率水平有明显改善,2009年较2008年同比大幅上升了15个百分点。我们了解到,2009和2010年营业收入增长不利的主要原因是公司在2009年初曾接到江苏省10亿元的集中采购订单项目,后因省网方面人事变动的原由,该订单被暂缓执行,并由电网方面重新审核。今年和去年公司在江苏省的销售收入均在6亿元左右,之前的订单已经基本执行完毕,预计明年市场将恢复正常状态,在不考虑国网和南网可能的非晶变压器推广计划的情况下,公司将恢复2008年20%-30%的自然增长率。在市场份额方面,公司始终在配电非晶变压器产品上保持绝对优势,之前通过与各省市电网公司设立合资控股企业的方式成功开拓区域外市场,2010年产品市场占有率仍然维持在80%的高位。

图1：公司主营业务收入构成

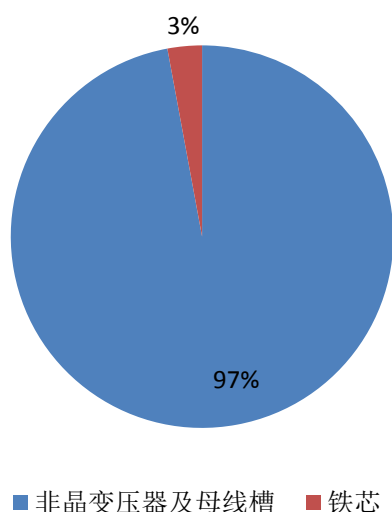
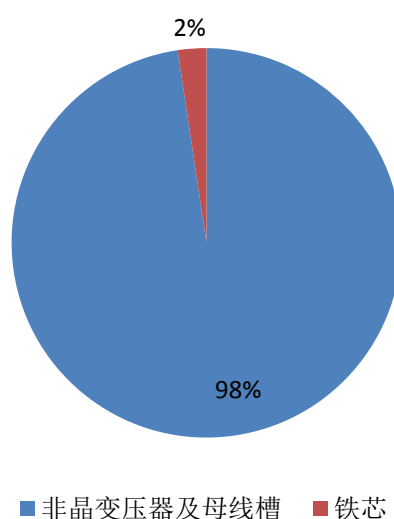
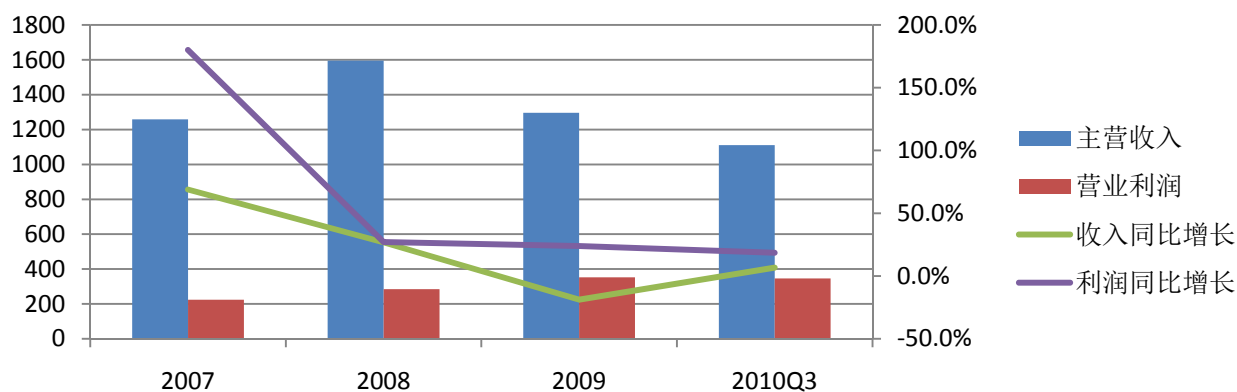


图2：公司主营业务利润构成



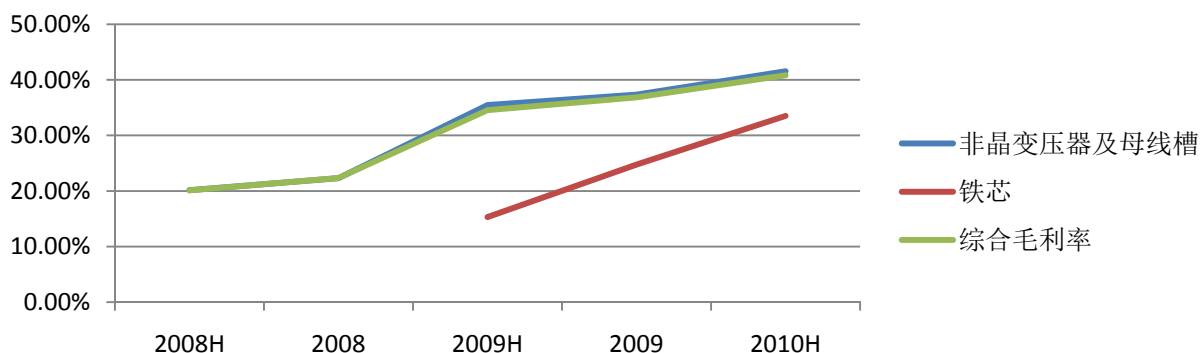
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：公司营业收入、利润及其同比增长情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4：公司各项主营业务及综合毛利率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司在长期的非晶变压器生产过程中积累了丰富的实践经验和研发人才队伍，在产品的改进优化和升级换代方面具有很强的技术优势。公司非晶变压器的噪声水平已经降

至45dB以下，符合我国现行的一类标准，普遍适用于住宅、文教、商业、工业等区域。在新能源应用方面，由于风电、光伏适用电压等级较低（10-35kV，在非晶变压器适用电压等级范围之内）且受季节影响明显，负载率普遍处于35%左右的较低水平，有利于充分发挥非晶合金变压器空载损耗低的节能优势。公司针对国家大力发展新能源的策略，积极投入研发力量，目前已经具备生产35kV电压等级的风电、光伏专用非晶变压器产品，并有小批量产品实现挂网运行。此外，公司对现有产品也不断进行改进，并于2010年10月研制成功全球首台新一代非晶合金变压器，产品在保持节能、噪声水平的基础上，降低了生产成本，提高了产品的性价比。

行业发展的动力和挑战

由于非晶变压器受到制造材料非晶带材物理性能的限制，目前适用电压等级主要集中在10-35kV，因此产品主要面向配电网络以及新兴的风电、光伏等新能源领域。公司作为非晶变压器国内最早的生产者、市场开拓及创造者，以及其80%左右的市场占有率，公司的发展情况在很大程度上代表了国内非晶变压器行业的现状。作为传统硅钢配电变压器的节能替代产品，非晶变压器设备出色的技术性能和经济性逐渐得到市场的认可，但在市场推广与开拓方面还面临一定挑战。

节能效果与经济性

配电变压器含铁芯和铜芯端，由于铁芯连接输电网络自成回路，因此变压器即便在空载时耗能也始终存在。目前在世界范围内非晶合金变压器都是节能效果最理想的产品。相较于传统硅钢材料，非晶合金具有高饱和磁感应强度和低损耗的特点，用它作为导磁材料替代硅钢片制造铁芯，相较我国S9型变压器空载损耗下降80%，空载电流下降85%。

表 1: 500kVA 非晶变压器与 S9 型变压器能耗对比

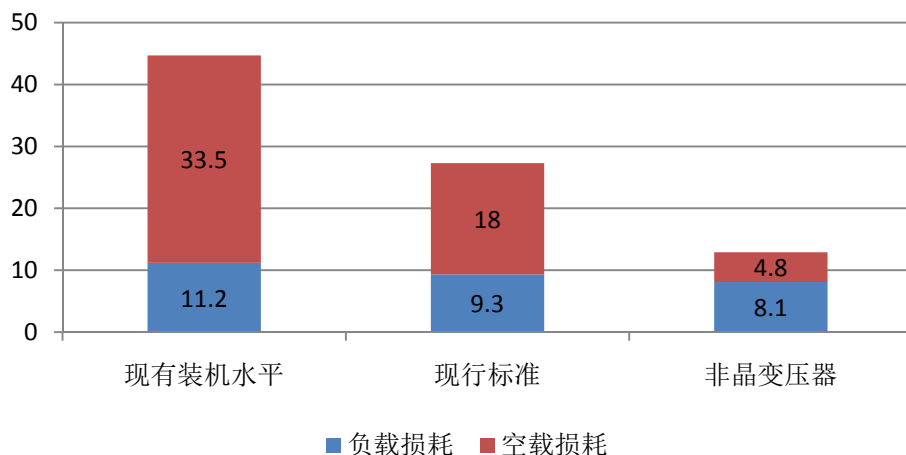
产品 单位	空载损耗 W	负载损耗 W	年运行能耗 kWh	年节约能耗 kWh
S9	960	5150	20462	-
SBH16	190	5150	11089	9373

注：按年平均负载系数 35%，年运行时间 8760h 计算

数据来源：电力设备网，广发证券研究中心

根据日本研究显示，非晶变压器节能水平显著高于日本现有的最高行业标准-Japan Top Runner(该标准也是目前世界上最苛刻的配电变压器能耗标准，效率超过99.5%)。如果使用非晶合金配电变压器，总能耗水平较现有装机水平下降71%，较现有标准下降53%。

图5：日本变压器能耗比较（Twh/y）



数据来源：JBIC、广发证券发展研究中心

在经济性方面，我们主要从新装机和替换现有硅钢变压器两方面进行分析。

新装机变压器经济性

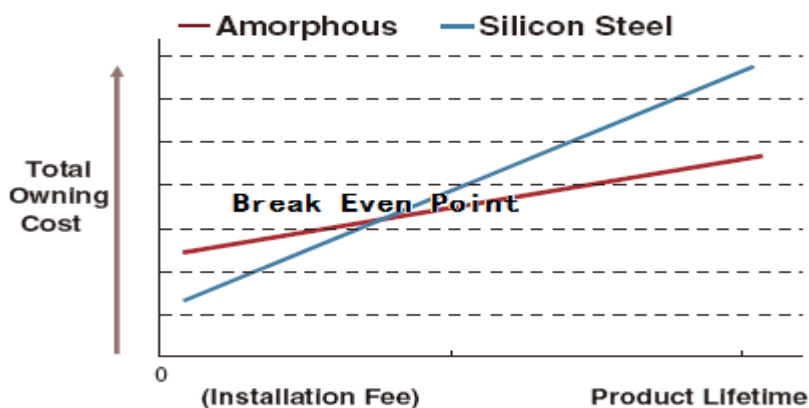
从新装机成本来看，我们以总拥有费用法（TOC）来计算。TOC包括了变压器的初始投资成本和等价现值的损耗费用，科学全面的考虑了变压器的价格、损耗、负荷特点、电价等技术经济指标对产品经济性的影响。通过比较，S7、S9、S11、S13和非晶变压器的TOC值依次下降。以500kVA非晶变压器和S9型硅钢变压器为例，虽然非晶产品的初始投资成本比S9高30%，但总拥有费用仅占后者的89.7%。以火电尚未平均标杆电价计算，所增加的初始成本可以在5-6年内收回。

表 2：500kVA 非晶变压器与 S9 型变压器总拥有费用对比

产品	初始投资费用 /元	空载损耗等效 投资费用/元	负载损耗等效 投资费用/元	总拥有费用 /元	投资费用 较 S9/%	总拥有费用 较 S9/%
S9	54000	46752	105575	206327	100	100
SBH16	70200	9253	105575	185028	130	89.7

数据来源：电力设备网，广发证券研究中心

图6：TOC比较示意图



数据来源：广发证券发展研究中心

替换现有变压器经济性

对目前配网运行中主要使用的S9、S11硅钢变压器，使用节能变压器进行更换是否经济进行分析。按平均折旧法折旧，运行寿命为20年，通过比较，以S16非晶变压器替换S9和S11在任何当前使用年数下都是经济的；在运行7年以上情况，以S13替换S9具有经济性；以S13替代S11在任何情况下都不经济。

表 3：更换硅钢变压器经济性分析

硅钢变压器	更换方式	条件分类	是否经济
S9	S16	任何情况	是
	S13	>7 年	是
		≤7 年	否
S11	S16	任何情况	是
	S13	任何情况	否

数据来源：南方电网技术，广发证券研究中心

非晶变压器在配电领域突出的节能效果和使用成本的可行性是行业发展的主要驱动因素，尤其是在我国量化节能减排指标的情况下，非晶产品在配网的应用已经得到电网企业的认可，其重视程度也日益增加。目前国网和南网公司都明确提出要促进非晶合金变压器的研究和应用。

上游非晶带材

在非晶合金变压器的生产成本中，铜材和非晶带材的占比分别达到30%和40%。由于非晶带材的生产技术要求高，供货商数量有限使其尤为受到关注。置信电气一直采用日立金属（安泰科技量产之前全球唯一的非晶带材大规模生产商，2008年产能5.2万吨，2010年预计10万吨）的带材产品，其采购量占之前日立金属产能的30%左右。

单一的上游供货商对行业的利润水平、规模扩展都有一定的限制作用。但在2010年安泰科技的非晶合金生产线实现较大规模扩产，目前产能已达到4万吨，并且公司正在进行第二期6万吨生产线的可行性计划，预计未来可能达到10万吨的年产规模。虽然，截止目前置信电气还未采购安泰科技的非晶带材（据我们了解，主要是由于安泰科技刚刚完成扩产，带材成品率不高产量有限，价格水平与日立金属的大批量采购价格没有明显优势；另外产品和日立金属还存在一定差异性），但上游带材市场的国内竞争者进入、总体产能扩张将为非晶变压器行业的发展产生积极影响。由于置信电气与日立金属并未签订排他性的采购协议，待安泰科技生产线改进完成，产能完全释放之后，公司的生产成本仍有下降的空间。

非晶变压器的市场拓展

非晶变压器虽然是目前最为先进的节能配电变压器产品，但由于配网设备市场区域性强的特点，公司在开拓地区外市场方面仍然面临一定阻力。在2010年以前，公司通过与各省市电网建立合资企业的方式先后成功建立起上海、江苏、山东、福建、山西和河南等市场，其中江苏以及河南的合资企业由省电网直接参股成立。去年国资委出台“关于规范国有企业持股、投资的意见”，禁止职工投资为本企业提供燃料、原材料、辅料、设备及配件和提供设计、施工、维修、产品销售、中介服务或与本企业有其他业务关联

的企业，因此电网员工将逐步退出其在三产企业的持股。公司各合资企业的少数股东权益将逐步收归国网，公司市场拓展方式将转向以自主营销为手段，以各省网为市场开拓的突破口。

我们认为公司产品市场推广的最大阻力来自于配网规划、设备采购权的分散化和基层化的特点。目前在我国经济较发达地区，如浙江、广东等省区，电网规划和采购权往往分配至市网甚至县网。分散化的销售对象将大大增加公司的销售费用，同时也降低了市场开拓的效率。因此，虽然我国配电变压器市场在2010年已经达到50-60万台的市场容量，非晶变压器产品占比仅占5%左右。

值得关注的是，两网公司计划对配网变压器进行集中招标。我们认为配网产品电压等级较低，相应的单体价格也较小，并且各地区需求的差异性比较大，在短期内大部分仍将采用各省网独立招标并在国网备案的形式，符合公司目前的营销策略。在另一方面，如果两网公司在未来就配电变压器实行集中招标采购，将意味着采购权的进一步集中，并打破目前市场地域分割的状态。公司作为先进产品的最大供应商将充分获益于相对更为公平的竞争环境。

公司的机遇与优势

社会用电增长的客观需求

作为配电设备的主要下游市场，配网建设的投资力度和规模直接反应了行业产品的市场需求。在电网建设加速发展的“十五”以及“十一五”阶段，电网投资主要着力于针对220kV和500kV区域电网的建设。目前这两个电压等级的电网建设已经相对完善，预计今后两网公司的投资重心将向特高压骨干网络和农网、城市环网等配电网建设转移。根据我国现有用电水平以及未来的增长情况，我们认为在未来的5-10年内配网建设将长期保持20%左右的平均增速。

表 4：中国与发达国家用电水平比较

	人均装机	人均年用电量	人均年生活用电量
单位	kW/人	kWh/人	kWh/人
中国（2005 年）	0.39	1907	218.3
美国（1998 年）	3.2	13214	12834
日本	1.49	8463	6614
德国（2000 年）	1.47	6328	6095
加拿大	3.58	18152	16105

数据来源：中国能源，广发证券发展研究中心

表 5：我国中长期总用电量和当量装机容量

	2005 年	2010 年	2020 年	2050 年
人均用电量（kWh/人）	1907	2882	4739	11503
总人口（百万）	1308	1348	1431	1600
总用电量（TWh）	2494	3901	6810	18483
当量装机容量（当量运行 5000h） （GW）	499	780	1362	3697

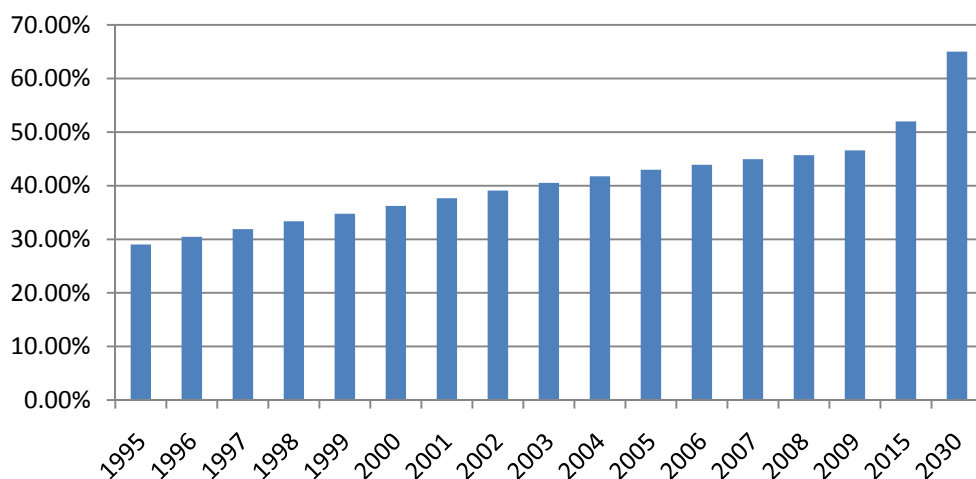
数据来源：中国能源，广发证券发展研究中心

城镇化和农网改造

农村城镇化也将对配网建设产生积极影响。由于农村人均用电水平较低，目前不到城市人均用电量的1/3，在农村城镇化的过程中一方面人口集中程度增大，另一方面人均用电量大幅上升，配电网络系统势必要进行相应改造扩容以满足总用电量增长的需求。目前我国的城市化率为45%左右，根据预测，今后我国城镇化率将每年提高约一个百分点，30年后接近发达国家78%的水平。

根据公司以往的销售经验，农网及其改造项目往往由省网统一进行规划与设备采购，有利于公司以较高的效率开拓市场。目前置信电气在其营业收入中，农网相关业务占据较大比重，达到50%左右，并且其毛利率水平和城市配网并无显著差别。我们认为，相对于总体电网建设而言，农网投资规模的局部增长将有效刺激公司的市场拓展和业绩增长。

图7：我国城镇化率增长情况



数据来源：中国社科院，广发证券发展研究中心

表 6：农村用电水平增长情况

	2005 年	2010 年	2020 年	2050 年
农村人均用电量 (kWh/人)	461	711	1406	4397
农村总人口 (百万)	949	840	750	700
农村总用电量 (GW)	437	585	1055	3078
农村当量装机容量 (GW)	87	122	211	616

数据来源：中国能源，广发证券发展研究中心

公司竞争优势

非晶变压器产品的普及、市场的建立以及安泰科技非晶带材国产化的实现，促使越来越多的竞争者进入非晶变压器设备行业。我们认为，相较于市场新入者公司具有较为明显的优势。

从技术层面上来看，公司早在1998年就涉足非晶变压器的生产研发，12年来积累了丰富的实践经验，拥有140多项专利。尤其在变压器核心部件-非晶铁芯的生产方面，

公司技术成熟，对产品认识深刻，可根据带材不同的非晶化率相应的调整叠片系数、退火工艺等技术参数，保证产品的可靠性和低噪声水平。在今年10月，公司调整生产工艺，成功研制出全球首台新一代非晶变压器。由于该产品采用日立金属最新研制的具有更高磁通密度的非晶带材，在维持产品节能性能和噪声水平的基础上有效减少产品用料，使生产成本下降10%。

在生产成本方面，公司作为国内非晶变压器规模最大的生产商，其非晶带材的大批量采购价格与同行业其他企业相比具有明显优势。中机联供同样从日立金属购入非晶带材，但其非晶铁芯产品的毛利率约为3%，大大低于公司30%左右的毛利水平。

在销售渠道方面，公司通过十几年的不断努力已经建立起以上海、江苏、山东、福建、山西、河南为核心的营销网络。其他非晶变压器市场新进入者如许继集团、特变电工等企业在配网产品销售方面并无优势。此外，较高的盈利水平（公司销售毛利率和净利润率分别保持在33%-40%和22%-26%的高水平）也为公司提供了开拓新市场渠道的有利条件。

盈利预测

公司2010年前三季度销售毛利率较去年同期分别增长了5.7、6.3和2.8个百分点，其主要原因有：因上海世博会等国家重点项目，公司毛利水平较高的组合式非晶变压器销量较大；2009年日立金属非晶带材价格下降，因为原材料存货的原因，毛利率升高在今年得到体现；原材料铜的存货管理。我们认为今后公司销售毛利率将逐步回归36%左右的正常水平。

根据以往的经验，新成立的合资企业需要约1年时间的磨合期进行员工培训和供应商的培养。因此我们预计河南龙源置信将在今年四季度进入量产期，开始贡献业绩。考虑到未来三年内新一轮农网改造项目的建设以及两网公司对配电非晶变压器设备推广，保守预计公司2011和2012年的营业收入将有30%左右的增幅。

表 7：置信电气未来三年盈利预测（百万元）

	2010E	2011E	2012E
营业收入	1393	1811	2445
营业成本	843	1126	1549
营业税金及附加	6	8	11
销售费用	25	33	44
管理费用	80	99	136
财务费用	3	0	0
营业利润	450	555	716
净利润	387	475	610
归属母公司净利润	327	399	514
EPS（元）	0.53	0.65	0.83

数据来源：广发证券发展研究中心

我们预计2010-2012年公司营业收入分别为13.9亿、18.1亿和24.5亿元，实现每股收益分别为0.53、0.65和0.83元，对应目前股价18.90元的PE分别为35.8、29.3和22.8倍。根据沪深两市可比上市公司平均估值水平，并考虑到非晶变压器市场的增长性，我

们给予置信电气“买入”评级，12个月目标价22.75元。

表 8：可比上市公司盈利预测及市盈率水平

可比公司	每股收益（元）				市盈率			
	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
中恒电气	0.82	0.81	1.16	1.48	53.96	40.79	28.66	22.39
积成电子	0.69	0.74	1.08	1.55	73.75	51.38	35.12	24.47
天威保变	0.50	0.70	0.94	1.24	52.61	37.64	28.18	21.34
思源电气	2.16	0.92	0.99	1.12	11.11	25.97	24.14	21.40
英威腾	1.70	1.03	1.54	2.22	93.70	61.12	40.77	28.32
森源电气	0.94	1.08	1.64	2.18	62.96	40.87	26.94	20.25
许继电气	0.34	0.47	0.67	0.77	88.32	65.35	45.70	39.26
置信电气	0.41	0.53	0.65	0.83	45.17	35.78	29.28	22.77
均值					60.20	44.86	32.35	25.03

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

风险提示

公司核心人员流失风险；市场竞争加剧，毛利下降、增速低于预期的风险。

资产负债表

单位：百万元

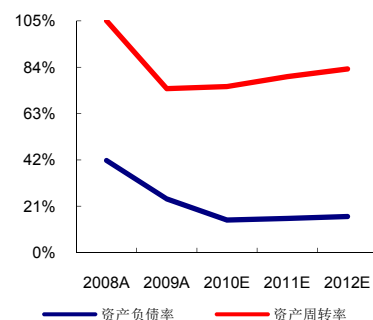
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	1,342	1,231	1,476	2,028	2,755
货币资金	774	536	893	1,227	1,675
应收及预付	248	308	279	368	496
存货	321	387	304	433	583
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	429	492	508	535	563
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	108	116	119	116	111
在建工程	50	81	100	125	155
无形资产	257	276	273	277	277
其他长期资产	14	19	15	18	20
资产总计	1,771	1,722	1,984	2,563	3,318
流动负债	738	418	292	397	542
短期借款	390	123	0	0	0
应付及预收	348	295	292	397	542
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	738	418	292	397	542
股本	412	619	619	619	619
资本公积	204	80	80	80	80
留存收益	326	478	805	1,204	1,718
归属母公司股东权益	942	1,177	1,504	1,903	2,417
少数股东权益	91	127	188	263	360
负债和股东权益	1,771	1,722	1,984	2,563	3,318

利润表

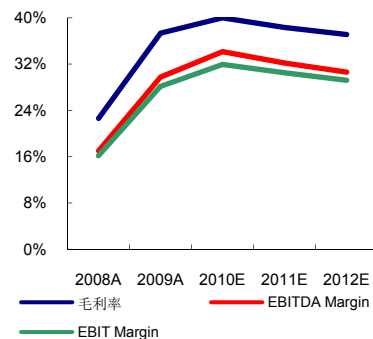
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1596	1296	1393	1811	2445
营业成本	1239	818	843	1126	1549
营业税金及附加	5	7	6	8	11
销售费用	25	25	25	33	44
管理费用	71	86	80	99	136
财务费用	7	6	3	0	0
资产减值损失	4	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	41	0	14	9	11
营业利润	284	353	450	555	716
营业外收入	2	16	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	286	368	461	567	728
所得税	40	63	74	93	118
净利润	246	306	387	475	610
少数股东损益	35	50	61	75	96
归属母公司净利润	211	255	327	399	514
EBITDA	268	381	470	576	739
EPS (元)	0.51	0.41	0.53	0.65	0.83

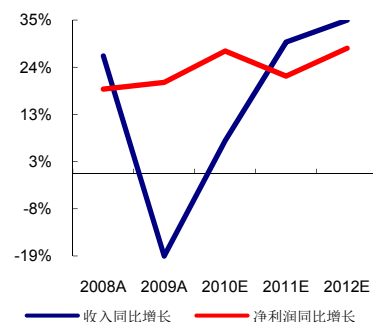
资产负债率趋势



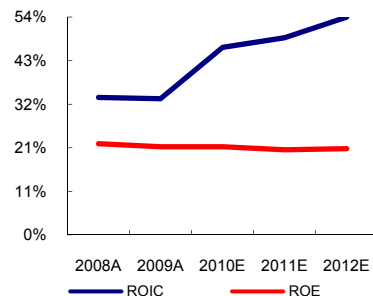
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

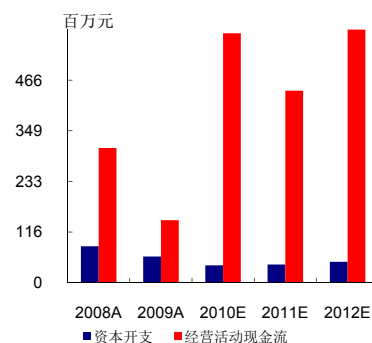
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	310	144	514	366	486
净利润	246	306	387	475	610
折旧摊销	13	21	30	30	34
营运资金变动	83	-190	114	-114	-133
其它	-32	7	-18	-25	-25
投资活动现金流	-363	-60	-26	-32	-37
资本支出	-84	-60	-40	-42	-48
投资变动	-295	0	14	9	11
其他	15	0	0	0	0
筹资活动现金流	289	-321	-131	0	0
银行借款	405	93	-123	0	0
债券融资	-85	-425	0	0	0
股权融资	10	21	0	0	0
其他	-40	-10	-8	0	0
现金净增加额	235	-238	357	334	449
期初现金余额	538	774	536	893	1,227
期末现金余额	774	536	893	1,227	1,675

主要财务比率

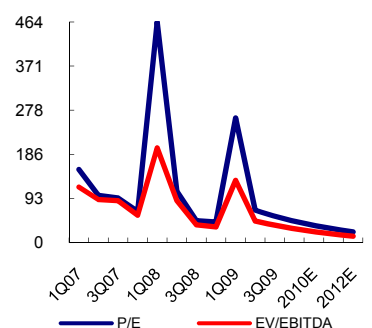
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	26.8%	-18.8%	7.5%	30.0%	35.0%
营业利润	27.1%	23.9%	27.6%	23.3%	29.0%
归属于母公司净利润	19.3%	20.8%	27.9%	22.2%	28.6%
获利能力					
毛利率	22.3%	36.9%	39.5%	37.9%	36.7%
净利率	15.4%	23.6%	27.8%	26.2%	24.9%
ROE	22.4%	21.7%	21.7%	21.0%	21.2%
ROIC	33.9%	33.5%	46.2%	48.6%	53.7%
偿债能力					
资产负债率	41.7%	24.3%	14.7%	15.5%	16.3%
净负债比率	-37.2%	-31.7%	-52.8%	-56.6%	-60.4%
流动比率	1.82	2.94	5.05	5.11	5.08
速动比率	1.31	1.95	3.89	3.91	3.90
营运能力					
总资产周转率	1.05	0.74	0.75	0.80	0.83
应收账款周转率	6.31	5.66	5.86	5.80	5.82
存货周转率	4.58	2.31	2.77	2.60	2.66
每股指标 (元)					
每股收益	0.51	0.41	0.53	0.65	0.83
每股经营现金流	0.75	0.23	0.83	0.59	0.79
每股净资产	2.28	1.90	2.43	3.08	3.91
估值比率					
P/E	43.7	45.2	35.8	29.3	22.8
P/B	9.8	9.8	7.8	6.1	4.8
EV/EBITDA	33.0	29.2	23.0	18.2	13.6

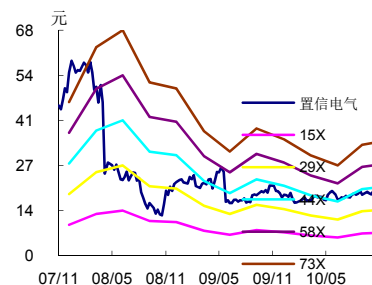
资本支出与经营活动现金流



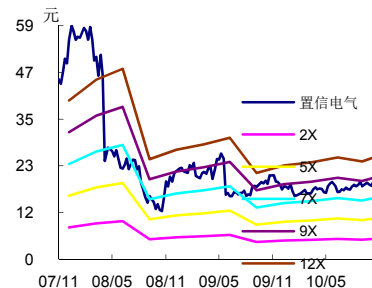
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发电力设备与新能源研究小组

张小东，分析师，重庆大学输变电装备与新技术国家重点实验室工学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

袁斌，研究助理，西南交通大学电力电子技术工学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：yb9@gf.com.cn，0755-82739750。

王昊，研究助理，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，020-87555888-681。

曾维强，研究助理，中科院上海分院光电薄膜工学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zwq3@gf.com.cn，020-87555888-404。

相关研究报告

置信电气(600517.sh)_公告点评	张小东	2009-02-06
享受“节能减排”政策扶持，公司成长性良好_公司调研简报	张小东	2008-11-10

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。