

评级：强烈推荐
电力设备及新能源行业
公司研究报告

第一创业研究所

何本虎 S1080210110002

电 话：0755-25832648

邮 件：hebenhu@fcsc.cn

交易数据

52 周内股价区间（元）	20.83-33.70
总市值（百万元）	9422.38
流通股本（百万股）	304.24
流通股比率（%）	100.0%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益	2346.18
每股净资产	7.71
市净率	4.02
资产负债率	68.8%

公司与沪深 300 指数比较

相关报告
湘电股份（600416）
——从二线到一线的风电股，维持“强烈推荐”
摘要：

- 公司是我国电机行业龙头企业，是国家重大装备国产化基地。公司主营业务为大中型交流、直流电机，水泵和风电电机及成套的生产和销售。
- 经过持续的高增长后，由于并网、电力传输等技术性原因，风电进入平稳增长阶段。虽然仍存在行业发展进度和总容量规划超预期的可能，但总体增速下降难以改变。
- 公司是国内首家研制并批量生产 2 兆瓦永磁同步风力发电机的企业，是综合技术水平的重要诠释。同时，自主进行电机配套也降低了综合制造成本，有望获得更高的综合毛利率。
- 我们认为，依据公司综合能力，公司目前只相当于金风科技 20% 的市场占有率水平与公司的综合能力并不匹配。按照正常的行业运行轨迹，公司的风电市场占有率有望逐步提高到 5%，进一步提高到 10%，并逐步从第二梯队进入第一梯队。
- 依据我们跟踪信息，公司的交流电机以前侧重于火力发电领域，依靠技术优势，在冶金、石化、建材等领域也取得重大突破，弥补了火电领域的下降。
- 水泵业务在 2009 年搬迁基本完成后，2010 年的生产进入正常阶段，预计 2011 年将进入新的增长周期。
- 集团在配股项目实施时承诺，将集团持有的 49% 的湘电风能的股权注入进上市公司。保守估计，注资完成后的 EPS 较注入前增后 10% 左右。
- 预计 2010 年、2011 年和 2012 年每股收益分别为 0.74 元、1.16 元和 1.71 元，复合增长率超过 40%。
- 我们给予公司 2011 年和 2012 年目标市盈率分别为 35 倍和 25 倍，对应的价格区间为 39 元~43 元。考虑注资的增厚因素，给予 10% 的溢价，目标价为 42~45 元附近，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：（1）、项目进程低于预期；（2）、市场竞争激烈影响毛利率。



目 录

1、与大众不同的观点	3
2、公司简介.....	3
3、风电业务具有多大的增长潜力?	4
3.1、行业增速下降成为确定趋势	4
3.2、公司具备综合竞争优势.....	6
3.3、公司将逐步从二线进入一线	8
3.4、对价格竞争的理解	9
4、交流电机正逐步好转	11
4.1、行业发展	11
4.2、积极拓展新领域	11
5、水泵业务进入恢复阶段	12
5.1、业务地位有所下降	12
5.2、突出的行业地位	12
5.3、搬迁的影响	12
6、有望进一步提高的管理水平	13
7、注资后的EPS增厚 10%	13
8、盈利预测、估值及投资建议	14
8.1、关键假设	14
8.2、盈利预测	15
8.3、估值及投资建议	16
9、风险提示	16



1、与大众不同的观点

1、风电三大巨头的地位暂难以改变，但随着后进入者的技术积累水平提高，二类企业的份额有望进一步提高。

2、依据公司综合能力，公司目前只相当于金风科技 20%的市场占有率水平与公司的综合能力并不匹配。

按照正常的行业运行轨迹，公司的风电市场占有率有望逐步提高到 5%，进一步提高到 10%，并逐步从第二梯队进入第一梯队。

3、预计 2010 年实现变频器、控制系统和主轴轴承的配套规模达到 50 套以上，2011 年将全面实现内部配套，有利于提高综合毛利率。

2、公司简介

公司是我国电机行业龙头企业，是国家重大装备国产化基地。公司主营业务为大中型交流、直流电机，水泵和风电电机及成套的生产和销售。

业务发展的进程看，2009 年是公司业务结构调整的一个转折点，风电业务利润贡献超过 50%。

2010 年上半年财务数据显示，公司的新型业务结构进一步强化。其中，风电业务以 64%的收入比例和 45%的毛利比例成为公司从传统电机行业向风电行业转折的标志。

图 1 公司主导产品收入结构对比图

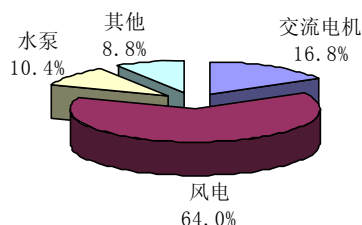
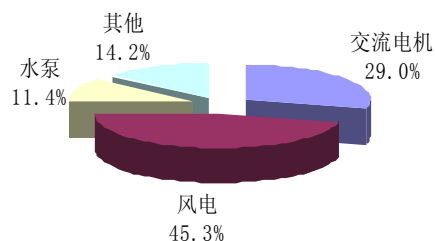


图 2 公司主导产品毛利结构对比图



数据来源：2010 年中期报告 第一创业研究所

数据来源：2010 年中期报告 第一创业研究所



3、风电业务具有多大的增长潜力？

3.1、行业增速下降成为确定趋势

高速增长后进入平稳增长

我国风电行业进入规模化增长阶段要追溯到 2006 年，当年新增的 133 万千瓦已经超过了之前的累计装机规模。

2007 年之后延续着超预期的高增长态势，2007~2009 年的年均复合增长率超过 100%，截止 2009 年的总装机超过 2500 千瓦，大致相当于“十一五”规划的 5 倍。

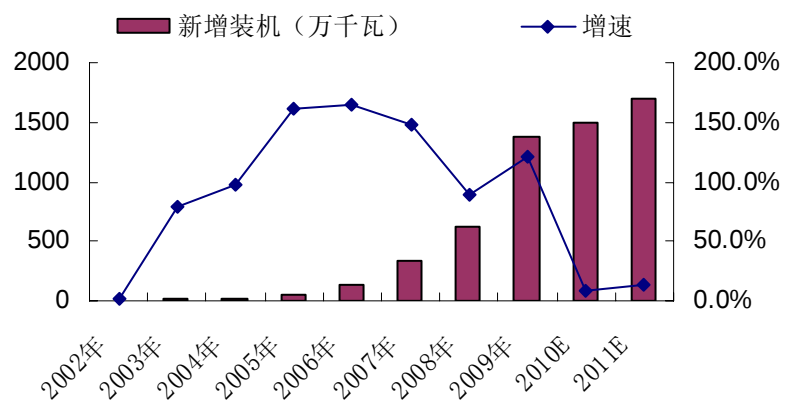
2009 年是高增长年，也是行业转折年。我国 2009 年的新增 1380 万千瓦的规模为全球第一，截止 2009 年的 2593 万千瓦的规模仅次于德国位居全球第二，我国已经跃居全球风电大国行列。

经过持续的高增长后，由于并网、电力传输等技术性原因，风电进入平稳增长阶段。

按照国家规划，到 2020 年，我国一次能源消费结构可再生能源比例将由目前的 7%提升到 16%。其中，风电比例可望从目前的 1%左右提高到 8%左右。

如果按照 2020 年 15 亿千瓦装机计算，对应的风电装机将达到 12000 万千瓦，年均新增装机容量为 1000 万千瓦左右，年新增规模小于 2009 年。虽然仍存在行业发展进度和总容量规划超预期的可能，但总体增速下降难以改变。或者说，我们尚难以看到行业增速维持的迹象。

图 3 风电新增装机年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所



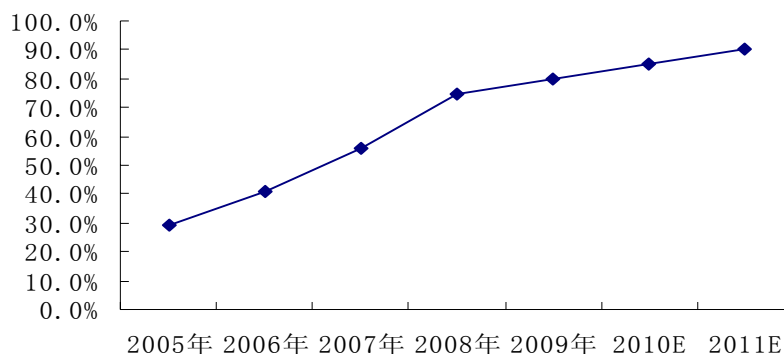
国产化进程加快弥补行业增速下降

伴随我国风电装机规模的快速增长,我国的风电制造业水平也得到了快速提高。

随着华锐风电、东方电气等国内优秀风电制造企业的崛起和金风科技的规模扩张,也带动了国内一批风电设备企业的成长,内资企业的市场占有率也得到了迅速提高。

2005 年,内资企业的占有率只有 30%左右,2008 年达到 75%,2009 年达到 80%。由于国内企业的成本优势,预计市场份额将进一步提高,并逐步走出国门,对应的国内企业的市场规模进一步提高,一定程度上缓解了行业增速下降的压力。

图 4 风电设备内资企业占比对比图



数据来源: 第一创业证券研究所

行业格局从寡头垄断进入垄断竞争阶段

谈到我国风电设备制造业的发展,金风科技、华锐科技和东方电气是绝对的主角。金风科技是我国风电设备的先驱者,华锐科技和东方电气则依靠综合竞争优势而成为行业领先者。

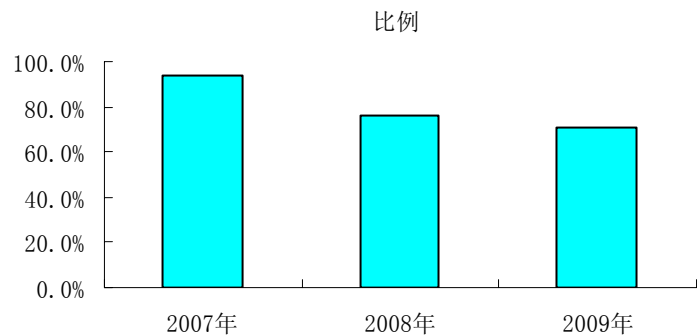
我们看到三大巨头的垄断地位,也不能忽视后起之秀的赶超能力。结合 2007 年以来的行业集中度数据看,三大巨头占国内企业的比例呈现下降趋势,也表明了后起之秀的竞争能力在逐步提高。

2007 年,三大巨头占国内企业的比例达到 94%,处于绝对的寡头垄断地位,而 2008 年和 2009 年的比例显著下降,2009 年下降为 70%左右,行业竞争格局从寡头垄断进入垄断竞争阶段。

我们预计,三大巨头的地位暂难以改变,但随着后进入者的技术积累水平提高,二类企业的份额有望进一步提高。



图 5 三大巨头占国内企业比例年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所

3.2、公司具备综合竞争优势

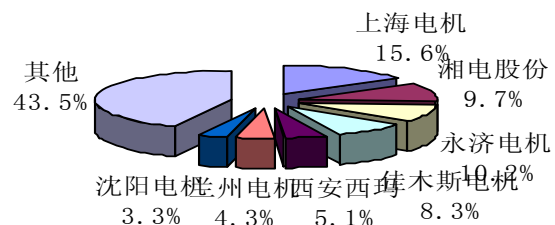
电机行业地位对风电的积极影响

公司是我国老牌的三大电机生产企业之一，也是国务院确立的国家重大技术装备国产化基地。公司作为电机行业的龙头企业，也是国内部分军工产品的唯一生产企业。

从大功率电机的市场占有率看，也处于全国前列。公司与永济基本相当，而与上海电机尚有一定差距。

公司的风电设备虽然与电机的使用领域不同，但可以充分借鉴公司在电机领域的制造和技术优势。

图 6 大功率电机市场占有率结构图



数据来源：第一创业证券研究所



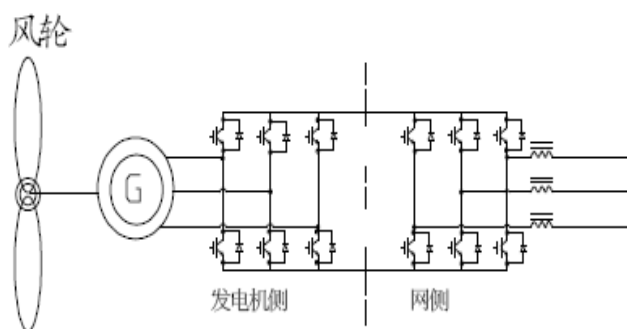
直驱电机的意义

公司的风电主导产品为 2 兆瓦直驱成套产品，从直驱和双馈的结构看，是否有齿轮箱是最大的区别。由于结构的差异，也使得电机对于两种不同类型的成套系统影响不同。

在直驱系统中，由于没有齿轮箱，电机是核心零部件之一，相对于双馈而言，具有更高的附加值，也占有更大的成本比重。以 2 兆瓦为例，直驱电机价值为 200 万左右，占成本比重为 25%左右，而双馈电机为 50 万左右，占成本比重为 6%左右。

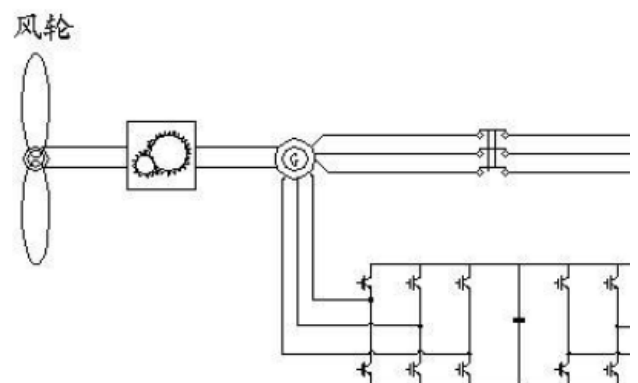
公司是国内首家研制并批量生产 2 兆瓦永磁同步风力发电机的企业，是综合技术水平的重要诠释。同时，自主进行电机配套也降低了综合制造成本，有望获得更高的综合毛利率。

图 7 直驱风机结构图



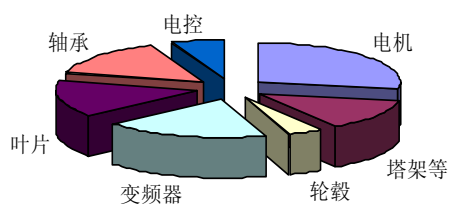
数据来源：第一创业研究所

图 8 双馈风机结构对比图



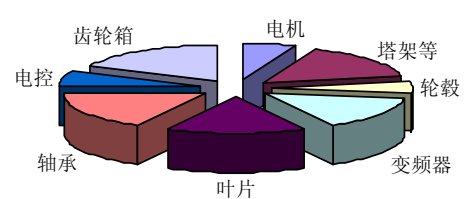
数据来源：第一创业研究所

图 9 直驱风机材料成本结构对比图



数据来源：第一创业研究所

图 10 双馈风机材料成本结构对比图



数据来源：第一创业研究所



配套能力提高

除了电机外，公司在其他零部件领域的配套能力也在逐步提高，也是综合制造能力的体现。

公司的变频器和控制系统已经实现小批量生产，公司与铁姆肯生产的第一套主轴轴承于 2010 年 5 月交付使用。

预计 2010 年实现变频器、控制系统和主轴轴承的配套规模达到 50 套以上，2011 年将全面实现内部配套。

其中，变频器和主轴轴承均是直驱系统的核心零部件，占成本的比重分别为 20%和 15%。如果按照 25%的零部件毛利率测算，将使材料成本下降 9%，对应的综合毛利率为 7 个百分点。

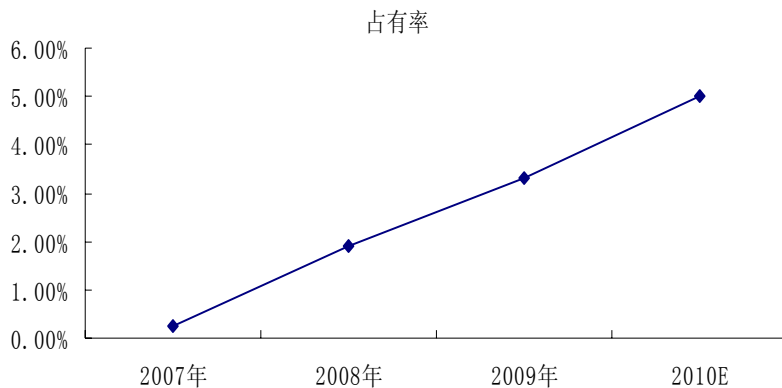
3.3、公司将逐步从二线进入一线

逐步提高的市场占有率

公司的风电业务从 2008 年逐步起步，当年实现销售 50 套左右，市场占有率为 1.7%，2009 年实现销售达到 200 套，市场占有率提高到 3.3%。

按照公司目前的经营状况，2010 年预计实现销售 400 套以上，80 万千瓦对应的市场占有率为 5%左右，较 2009 年提高了 50%。

图 11 公司风电业务市场占有率对比图



数据来源：第一创业证券研究所



市场占有率仍有提升空间

我们如果将湘电股份与金风科技进行简单比较,我们发现,湘电股份并不处于下风。

两家公司都是国内直驱风机的典型代表,湘电股份功率略大于金风科技。从电机、变频器、主轴轴承、电控等技术壁垒更高的零部件看,湘电股份的配套能力还要强于金风科技。当然,金风科技也有自身的特殊优势,包括企业机制、行业运营经验等。

另外,在 2010 年 10 月招标的海上风电招标中,金风科技以 200MW 的定单仅次于华锐风电。巧合的是,就在一周左右的时间后,我国首台 5MW 永磁直驱海上风力发电机在湘电股份成功下线。

我们认为,依据公司综合能力,公司目前只相当于金风科技 20% 的市场占有率水平与公司的综合能力并不匹配。

按照正常的行业运行轨迹,公司的风电市场占有率有望逐步提高到 5%,进一步提高到 10%,并逐步从第二梯队进入第一梯队。即使不考虑行业增长,公司未来 3 年的增长趋势也较为确定。

表 1 公司与金风科技主导产品相关指标比较一览表

	功率	电机	变频器	电控	主轴轴承
湘电股份	2MW	自主生产	逐步配套	逐步配套	逐步配套
金风科技	1.5MW	协作生产	准备生产	逐步配套	外购

数据来源:第一创业证券研究所

3.4、对价格竞争的理解

千瓦单价进入 4000 元时代

最近,张家口坝上和新疆哈密风电机组招标会上,价格再次成为市场关注的焦点。其中,金风科技以 3850 元/千瓦的最低报价,将 1.5 兆瓦风电机组单位千瓦造价直接拽入 4000 元以内时代。

此次招标规模共计 350 万千瓦,涉及 24 个项目。其中张家口坝上共 14 个项目,新疆哈密共 10 个项目,共计 200 万千瓦。在张家口坝上 14 个项目中,1.5 兆瓦风电机组报价大多在 4000 元~4100 元/千瓦。

价格下降仍属于可接受范围

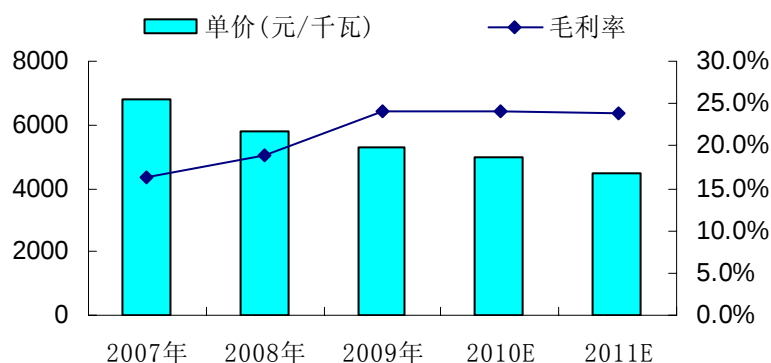


从历史数据看，风电设备的价格一直处于下降趋势，从 2007 年的接近 7000 元/千瓦到目前阶段的 5000 元/千瓦左右下降了 30% 左右。我们认为，并不能完全理解为行业竞争加剧的原因，而是综合的因素，包括规模化效应、成本下降、技术成熟度提高、配套能力增强等。

我们以金风科技的毛利率为例，2007 年结算的兆瓦成套不足 60 套，毛利率为 16.4%，2008 年达到 300 套，毛利率提高到 19%，2009 年超过 1000 套，毛利率达到 24%。

应该说，金风科技的数据表现较好地诠释了我们分析的相关原因。风电设备作为技术壁垒比较高的制造业，20% 左右的综合毛利率并不算高，行业竞争的“非理性”应属于短期现象。

图 12 金风科技兆瓦产品毛利率变化和市场综合价格对比图



数据来源：第一创业证券研究所

湘电股份有能力应对降价

公司将风电设备的策略定位为自主研发和制造，由于直驱风机采取自主制造，技术壁垒使得公司规模进入市场的周期并不长。

其中，较低的价格是重要策略之一。早在 2009 年 5 月的中标中，公司的部分产品已经进入了 4000 元时代。由于前期的定价一直偏低，也使得目前的降价对公司影响有限。

表 2 公司部分项目中标价格一览表

时间	项目
2009 年 5 月	承德丰宁万盛风电场 15 万千瓦，79742 万元，单价 5316 元/千瓦
2009 年 5 月	承德御道口风电场 20 万千瓦，79622 万元，单价 3981 元/千瓦

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



4、交流电机正逐步好转

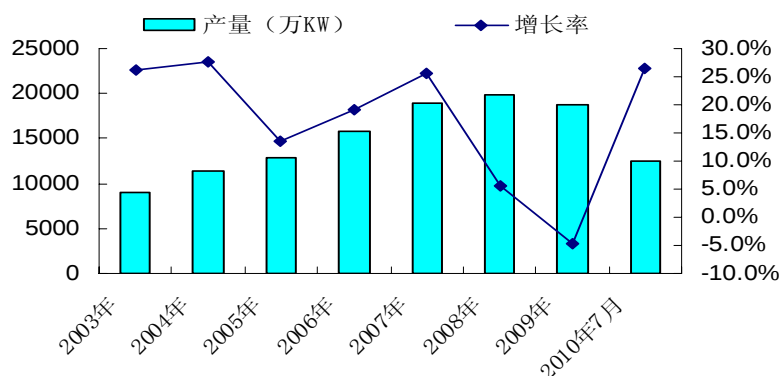
4.1、行业发展

交流电机作为最大的用电大户，大约占用电总量的 65%左右。理论上讲，用电量的稳定增长是交流电机行业稳定增长的结果。

历史数据看，除了 2009 年由于全球性的经济环境恶化使得交流电机需求下降外，其余年份均保持稳定增长。

2010 年 7 月的数据显示的行业增速超过 25%，行业重新进入高速增长阶段。我们按照中性的假设预计，行业增长 10%左右应可以延续。

图 13 交流电机行业产品产量年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所

4.2、积极拓展新领域

从公司上半年的交流电机业务表现看，收入和毛利率的同步提高为公司利润增长做出重要贡献。

依据我们跟踪信息，公司的交流电机以前侧重于火力发电领域，依靠技术优势，在冶金、石化、建材等领域也取得重大突破，弥补了火电领域的下降。

表 3 公司交流电机 2010 年上半年财务数据一览表

	收入 (万元)	同比 (%)	毛利率 (%)	毛利率变化
交流电机	54504	22.4	34.3	提高 6.4 个百分点

数据来源：公司公告



5、水泵业务进入恢复阶段

5.1、业务地位有所下降

随着公司风电业务的快速发展，水泵业务仍是公司重要业务组成部分，但总体地位有所下降。

以 2009 年年度财务数据为例，收入比例从 2008 年的接近 20% 下降为 2009 年的 10%。另外，公司对水泵业务的持股比例为 69.5%，也使得总体影响下降。

5.2、突出的行业地位

水泵行业是个大市场，2009 年的市场总量为 600 亿左右，并保持 15% 左右的年增长。

从行业竞争格局看，属于典型的充分竞争，企业家数超过 1000 家。公司市场占有率为 1.1% 左右，但仍处于行业前五名的位置。

公司产品遍及能源、冶金、化工、建材、城建、机械、农用排灌、环保等领域，畅销全国并远销欧、美、亚、非等 45 个国家和地区。

早在 2007 年 8 月，公司取得了国家核安全局颁发的民用核 II 级、III 级承压制造设备许可证。

5.3、搬迁的影响

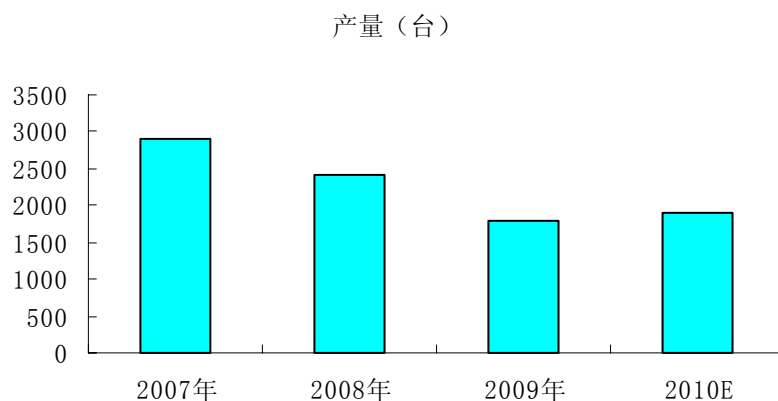
2007 年~2009 年是公司水泵整体搬迁阶段，受到搬迁过程中的厂房、设备的影响，生产进度明显下降。

产量从 2007 年的 2900 套下降到 2007 年的 1800 套，下降幅度超过 50%。

在 2009 年搬迁基本完成后，2010 年的生产进入正常阶段。出于谨慎考虑，我们在业绩预测中给予 5% 的收入增长，并给予盈亏平衡的盈利预测，预计 2011 年将进入新的增长周期。



图 14 公司水泵产量年度变化对比图



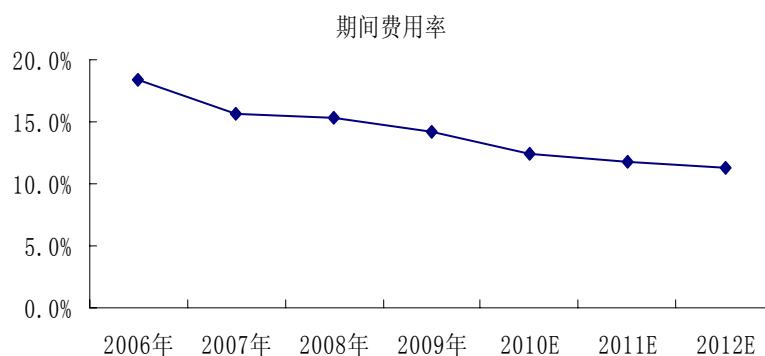
数据来源：第一创业证券研究所

6、有望进一步提高的管理水平

从期间费用率的变化看，2006 年以来呈现显著下降趋势。除了规模效应的原因外，管理水平的提高也是重要因素。

我们认为，规模效应和管理水平仍有提升空间。当然，提高的过程是渐进式的，也值得我们期待。

图 15 公司期间费用率年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所

7、注资后的 EPS 增厚 10%

集团在配股项目实施时承诺，将集团持有的 49%的湘电风能的股权注



入进上市公司。

2007 年 2 月，东方电机定向增发收购东方锅炉和东方汽轮机实现整体上市是个经典案例，也作为我们的参考。

2010 年中期显示的 49% 的湘电风能对应的权益为 5.25 亿，如果按照谨慎策略的 3.4 倍 PB 折算，为 17.85 亿。

按照 30 元增发价格，折算股本为 6000 万股，对应的 2011 年 EPS 为 1.23 元，较注入前增后 10% 左右。

表 4 公司与东方电气（2007 年 3 月）增发比较一览表

	净资产(亿)	净利润(亿)	评估值(亿)	PB (倍)	PE (倍)
东方电气	35	12.5	119	3.4	9.5
			17.85	3.4	23.8
湘电股份	5.25	0.75	7.13	1.4	9.5

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

表 5 公司注资对 11 年 EPS 影响敏感性分析一览表

	增发前	增发后（4000 万）	增发后（6000 万）
净利润（万）	34484	34484	34484
新增（万）	0	10000	10000
合计（万）	34484	44484	44484
原股本（万）	30424	30424	30424
新增（万）	0	4000	6000
合计（万）	30424	34424	36424
EPS（元）	1.13	1.29	1.23

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

8、盈利预测、估值及投资建议

8.1、关键假设

1、收入

交流电机：2010 年增长 20%，2011 年和 2012 年均为 15%，主要结合 2010 年上半年财务数据和公司市场拓展情况；

水泵：2010 年仍处于恢复期，增长 5%，2011 年和 2012 年进入增长期，收入均增长 20%；



风电：2010 年、2011 年和 2012 年的成套分别按照 420 套、600 套和 900 套计算，主要考虑了公司的市场占有率提高的因素，价格分别按照 900 万、850 万和 850 万计算，主要考虑了产品价格的下降；

双馈风机业务，2009 年为 2 亿收入，2010 年、2011 年和 2012 年分别按照 3 亿、4 亿和 5 亿计算，主要考虑行业的正常增长和公司市场占有率的提高；

2、毛利率

交流电机：结合历史数据和 2010 年中期数据，2010 年为 30%，略低于 2009 年，2011 年和 2012 年维持 2010 年水平；

水泵：2010 年为 35%，与 2010 年中期基本持平，2011 年和 2012 年维持 2010 年水平；

风电：2010 年为 16%，与 2010 年中期基本持平，2011 年和 2012 年维持 2010 年水平；

3、期间费用率

营业费用率：2010 年、2011 年和 2012 年均按照 5.5% 计算，主要结合 2010 年上半年的费用率下降的数据，2011~2012 年维持 2010 年水平；

管理费用率：2010 年增长 20%，2011~2012 年的费用率下降 10%；

4、所得税率

公司属于高科技企业，2010 年~2012 年均按照 15% 假设，与 2009 年基本一致；

8.2、盈利预测

预计 2010 年、2011 年和 2012 年每股收益分别为 0.74 元、1.16 元和 1.71 元，复合增长率超过 40%。



8.3、估值及投资建议

我们给予公司 2011 年和 2012 年目标市盈率分别为 35 倍和 25 倍，对应的价格区间为 39 元~43 元。考虑注资的增厚因素，给予 10%的溢价，目标价为 42~45 元附近，维持“强烈推荐”评级。

9、风险提示

- 1、项目进程低于预期；
- 2、市场竞争激烈，影响毛利率。

表 6 公司少数股东损益预测一览表

	2009	2010E	2011E	2012E
水泵（30.5%）	-1440	0	600	2000
成套（49%）	9724	15000	19000	23000
少数股东损益	4325	7500	9750	12675

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

表 7 主导产品收入和毛利率预测表

万元	2009 年	2010E	2011E	2012E
一、交流				
收入	96156	115387	132695	152600
增长率	-	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	31.5%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利	30289	34616	39809	45780
二、直流				
收入	15746	17321	19053	20958
增长率	-	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	19.3%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利	3039	4330	4763	5239
三、水泵				
收入	66872	70216	84259	105323
增长率	-	5.0%	20.0%	25.0%
毛利率	17.5%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利	11703	14043	16852	21065
四、备件				
收入	31450	34595	38055	41860
增长率	-	10.0%	10.0%	10.0%



毛利率	9.3%	12.0%	12.0%	12.0%
毛利	2925	4151	4567	5023
五、风电				
收入	280000	408000	550000	815000
成套单价	1000	900	850	850
数量	260	420	600	900
风机收入	20000	30000	40000	50000
毛利率	16.5%	16.0%	16.0%	16.0%
毛利	46200	65280	88000	130400
六、其他				
收入	21482	25778	30934	37121
增长率	10.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	6.3%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利	1353	2578	3093	3712
七、合计				
收入	511706	671297	854995	1172862
收入增长	53.1%	31.2%	27.4%	37.2%
毛利	95509	124999	157083	211219
毛利率	18.7%	18.6%	18.4%	18.0%
成本	416197	546298	697912	961642
成本增长	48.5%	31.3%	27.8%	37.8%

数据来源：第一创业证券研究所

表 8 公司三大财务报表

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	4,956.4	8,734.7	10,936.8	14,480.8	一、营业收入	5,117.1	6,712.5	8,545.0	11,723.8
货币资金	1,697.2	3,150.2	3,513.9	4,259.7	减: 营业成本	4,161.9	5,462.5	6,986.5	9,627.4
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	17.4	33.0	4.7	6.3
应收款项	1,921.5	4,284.1	5,765.2	7,977.4	销售费用	328.6	346.9	470.0	644.8
预付款项	132.7	337.0	469.7	658.4	管理费用	331.7	388.2	477.5	582.5
存货	1,137.8	826.9	1,051.5	1,448.8	财务费用	66.6	84.5	59.3	57.8
其他流动资产	67.1	136.5	136.5	136.5	资产减值损失	21.3	53.5	31.6	46.7
非流动资产	1,866.2	2,046.0	1,872.2	1,698.4	加: 公允变动	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	117.0	133.5	133.5	133.5	投资收益	7.6	14.1	10.7	10.7
债权与公允	6.0	6.0	6.0	6.0	其中: 联营收益	7.6	14.1	10.7	10.7
固定资产	1,037.1	1,223.4	1,090.3	957.1	二、营业利润	197.0	358.1	526.2	768.9
在建工程	362.8	243.4	251.3	259.1	加: 营业外收入	10.7	11.9	10.7	9.7
油、生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	3.0	4.1	3.7	3.3
无形及递延资产	287.1	381.0	332.5	284.0	三、利润总额	204.8	365.9	533.3	775.2
其它非流动	56.3	58.8	58.8	58.8	减: 所得税	30.9	67.8	80.0	116.3



资产总计	6,822.6	10,780.8	12,809.0	16,179.3
流动负债	4,321.6	6,894.5	8,469.4	11,180.8
短期借款	1,329.9	876.7	876.7	876.7
应付账款	2,140.3	4,457.6	5,978.2	8,311.5
预收帐款	554.4	873.1	1,088.2	1,484.4
其它流动负债	297.0	687.1	526.3	508.3
非流动负债	619.3	826.1	826.1	826.1
长期借款	495.0	605.0	605.0	605.0
专项及预计负债	86.5	125.8	125.8	125.8
其它非流动负债	37.8	95.2	95.2	95.2
负债合计	4,940.9	7,720.6	9,295.5	12,006.8
少数股东权益	573.6	644.0	743.0	881.7
股本	235.0	304.2	304.2	304.2
资本公积	774.3	1,628.6	1,628.6	1,628.6
留存收益	298.7	483.4	837.7	1,357.9
股东权益合计	1,308.1	2,416.3	2,770.5	3,290.8
负债和股东权益	6,822.6	10,780.8	12,809.0	16,179.3

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	181.4	919.3	420.1	800.8
净利润	173.9	298.1	453.3	658.9
折旧摊销	100.3	192.6	213.2	228.4
财务费用	48.0	84.5	59.3	57.8
投资损失	-7.6	-14.1	-10.7	-10.7
营运资金变动	-122.7	532.1	-293.3	-132.3
其它变动	-10.5	-173.9	-1.7	-1.4
投资活动现金流	-198.6	-262.3	2.8	2.8
资本支出	-197.4	-266.3	-7.8	-7.8
长期投资	-9.6	-2.0	0.0	0.0
其它变动	8.3	6.0	10.7	10.7
筹资活动现金流	678.6	775.2	-59.3	-57.8
债务融资	428.5	-26.2	0.0	0.0
权益融资	299.7	925.7	0.0	0.0
其它变动	-49.6	-124.3	-59.3	-57.8
汇率变动影响	0.1	-3.3	0.0	0.0
现金净增加额	661.5	1,428.8	363.7	745.8

四、净利润	173.9	298.1	453.3	658.9
归属母公司净利	132.2	224.7	354.2	520.3
少数股东损益	41.7	73.4	99.1	138.7
五、股本(百万)	235.0	304.2	304.2	304.2
EPS (元)	0.56	0.74	1.16	1.71
主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	53.1%	31.2%	27.3%	37.2%
营业毛利	81.8%	30.9%	24.7%	34.5%
主业盈利	313.1%	73.8%	25.8%	42.3%
母公司净利	124.8%	70.0%	57.6%	46.9%
获利能力				
毛利率	18.7%	18.6%	18.2%	17.9%
主业盈利/收入	5.4%	7.2%	7.1%	7.4%
ROS	3.4%	4.4%	5.3%	5.6%
ROE	10.1%	9.3%	12.8%	15.8%
ROIC	5.4%	7.4%	10.4%	13.5%
偿债能力				
资产负债率	72.4%	71.6%	72.6%	74.2%
利息保障倍数	2.6	3.5	7.6	11.4
速动比率	0.87	1.13	1.15	1.15
净经营现/债务	0.14	1.05	0.48	0.91
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.62	0.67	0.72
应收款天数	135.18	229.76	242.88	244.96
存货天数	98.42	54.50	54.18	54.18
每股指标 (元)				
主业盈利/股本	1.18	1.58	1.99	2.84
每股经营现金	0.77	3.02	1.38	2.63
每股净资产	3.13	5.83	6.66	7.92
估值比率				
P/E	55.05	41.93	26.60	18.11
P/B	9.91	5.32	4.65	3.91
P/S	1.42	1.40	1.10	0.80
EV/EBITDA	19.97	11.69	9.18	6.22

数据来源: 第一创业证券研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P.R.China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China: 100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120