

柴油发电机组备用电源专业制造商

报告关键点:

- 专业的柴油发电机组备用电源制造商, 定位中高端市场, 国内行业领先
- 预测公司2010-2012年EPS分别为0.73元、1.04元、1.40元。公司上市首日定价区间31.2-36.4元。询价区间为25.55-29.20元。

报告摘要:

公司业务: 科泰电源专业从事柴油发电机组备用电源设备的开发、设计、生产和销售, 是国内柴油发电机组行业技术实力较强、规模较大、具有一定影响力的企业之一。

行业分析: 柴油发电机组下游应用领域不断扩大, 市场需求空间广阔, 受单一行业波动影响较小; 行业受益于通信行业基础建设投资的快速增长; 随着电力行业应对自然灾害的要求增加, 以及电力行业基础建设进一步完善, 电力行业对应急电源和移动电源配置需求稳定快速增长。

公司竞争优势: 公司产品定位中高端市场, 技术领先, 市场进入壁垒和附加值高, 产品进口替代空间较大; 在核电领域, 公司已获得中国核电工程有限公司合格供方资格证书, 为中广核核电设备国产化联合研发中心成员单位, 500kW以下备用电源市场占有率位居同行业第一; 公司处于行业领先地位, 是行业标准的参与制定者。公司的“科泰电源 (COOLTECH)”已成为行业的著名品牌。

募集项目资金分析: 科泰电源本次公开发行股票2000万股, 占发行后总股本的25%, 计划募集资金约2.03亿元, 本次募集资金主要用于扩大产能, 增强公司的技术创新能力。募投资金项目有两个: (1) 智能环保集成电站产业化项目; (2) 研发中心项目。项目的建设期为1.5年。公司的智能环保集成电站产业化项目达产后, 项目达产后, 将新增生产能力3,400台套。

风险提示: 我们认为公司主要的风险来自于行业受宏观经济周期性波动影响的风险、市场竞争风险、供应商相对集中的风险以及出口业务受国际经济环境影响的风险、非核心部件外协的风险。

盈利预测与公司估值: 我们预测公司2010-2012年EPS分别为0.73元、1.04元、1.40元。建议给予公司2011年EPS30-35倍的市盈率, 得出公司上市首日定价区间31.2-36.4元。

询价建议: 按照2010EPS35-40倍进行询价, 询价区间为25.55-29.20元。

建议询价区间:

25.55 - 29.20 元

上市首日定价区间:

31.20 - 36.40 元

报告日期: 2010-12-14

发行数据

总股本(万股)	6,000
发行数量(万股)	2,000
网下发行(万股)	400
网上发行(万股)	1,600
保荐机构	海通证券股份有限公司
发行日期	2010-12-20
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

COOLTECH HOLDING COMPANY LIMITED (科泰控股有限公司)	70.10%
上海荣旭泰投资有限公司	22.90%
汕头市盈动电气有限公司	7.00%

研究员

黄守宏	首席行业分析师
010-66581627	huangsh@essence.com.cn
证书编号	S1450210030003

联系人

汲亚飞
010-66581629 jiyf@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	313.1	358.7	464.0	615.5	863.0
Growth(%)	21.5%	14.6%	29.3%	32.7%	40.2%
净利润	31.1	44.2	58.4	83.1	111.9
Growth(%)	34.7%	42.0%	32.3%	42.2%	34.7%
毛利率(%)	31.4%	31.2%	30.1%	29.5%	29.4%
净利润率(%)	9.9%	12.3%	12.6%	13.5%	13.0%
每股收益(元)	0.39	0.55	0.73	1.04	1.40
每股净资产(元)	1.31	1.75	9.09	9.92	11.04
市盈率	69.5	48.9	37.0	26.0	19.3
市净率	20.6	15.4	3.0	2.7	2.4
净资产收益率(%)	29.6%	31.5%	8.0%	10.5%	12.7%
ROIC(%)	50.2%	53.8%	54.5%	42.8%	28.3%
EV/EBITDA	39.6	29.1	23.3	18.2	13.5
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.8%	1.0%

1. 柴油发电机组备用电源专业制造商

科泰电源专业从事柴油发电机组备用电源设备的开发、设计、生产和销售，并为客户提供技术咨询、培训、安装、维修等售前、售后服务。公司是国内柴油发电机组行业技术实力较强、规模较大、具有一定影响力的企业之一。自成立以来，通过不断地提升产品技术应用水平，拓展产品应用领域，已经牢固地奠定了在通信、电力行业市场的优势地位，并不断地随着用户需求的变化进行调整和改进。经过多年的发展，公司已经建立了较为完善的营销和服务网络，积累了丰富的开发、设计、生产、销售和服务经验，“科泰电源（COOLTECH）”已成为行业的著名品牌。

1.1. 公司主要产品和业务

科泰电源的主要产品为柴油发电机组，能够提供作为基础设施建设配套的备用电源和移动电源，产品具有备用电源、移动电源和替代电源的作用。

备用电源的主要作用是，在网电突发故障时，保障目标部门的电力供应不发生中断。由于电力供应在现代社会中扮演着不可或缺的重要角色，许多行业部门对供电保障要求很高，一旦断电损失将不可估量。然而由于电网的自然老化、检修、错峰或自然灾害等因素的影响，任何网电系统都无法确保电力供应的万无一失。因此，安全、可靠的备用电源是这些客户的必要装备。

移动电源的主要作用是当通信设施、电网设施建设、检修或发生故障时，以及在石油勘探、地质考察、户外电视转播等野外作业场合提供应急或临时的电力供应。在 2008 年雪灾和汶川大地震之后，移动电源已经成为通信、电力等行业基础设施建设的常规配置。

替代电源系指，在电网发展还比较落后的时期，如我国曾出现过的“电荒”和“拉闸限电”时期，或者在某些没有电网供电或者电网非常不可靠的国家和地区，如非洲、中东和东南亚等，由柴油发电机组替代电网，成为生产生活用电的主要电源。

公司的产品主要面向通信、电力行业领域，并可广泛应用于石油石化、矿业、制造业、交通运输、高层建筑、银行金融业、军工等众多对供电可靠性要求高的行业领域。公司的产品大部分为非标准化产品，需要根据用户的实际使用环境进行个性化的设计。因此公司每一批次产品的外观形态、性能配置都不尽相同。

图 1 公司产品应用于通信行业



数据来源：招股说明书

图 2 公司产品应用于电力行业



数据来源：招股说明书

图 3 公司产品应用于核电站



数据来源：招股说明书

图 4 公司产品应用于高层建筑



数据来源：招股说明书

目前公司拥有中国移动、中国联通、中国电信、华为、中兴、阿尔卡特、国家电网、南方电网、中核、中广核、中国石油、中国石化、中国民航等众多优质客户，并与这些客户建立了长期稳定的合作关系。2008 年公司在国内通信市场占有率 4.89%，位居行业第三位。公司在国内电力行业占有率为 2.67%，位居行业第四位。在国家电网系统内，公司 2008 年和 2009 年的集中采购中标份额均位居第二位；在核电领域，公司已获得中国核电工程有限公司合格供方资格证书，为中广核核电设备国产化联合研发中心成员单位，在核电领域 500kW 以下备用电源市场占有率位居同行业第一。

1.2. 公司的股权结构

上市前科泰电源于 2008 年由科泰电源设备（上海）有限公司整体变更设立为中外合资股份有限公司，注册资本 6000 万元。科泰香港持有科泰电源 70.10% 的股权，为公司的控股股东，公司的实际控制人为严伟立、谢松峰及马恩曦、戚韶群夫妇四名自然人，其中严伟立、谢松峰、戚韶群（马恩曦之妻）三名自然人直接持有科泰香港 100% 的股权，从而间接持有公司 70.10% 的股权。

图 5 科泰电源的股权结构

数据来源：招股说明书

本次发行前公司总股本为 6,000 万股, 本次发行人民币普通股 2,000 万股, 发行后总股本 8,000 万股, 占发行后总股本的比例 25.00%。

表 1 科泰电源发行前后股权比例

项目	股东名称	发行前		发行后	
		股份数 (万股)	持股比例	股份数 (万股)	持股比例
一、有限售条件股	科泰香港	4,206	70.10%	4,206	52.58%
	荣旭泰投资	1,374	22.90%	1,374	17.18%
	盈动电气	420	7.00%	420	5.25%
二、本次发行流通股		-	-	2,800	25.00%
总股本		8,000	100.00%	10,800	100.00%

数据来源: 招股说明书

1.3. 财务分析

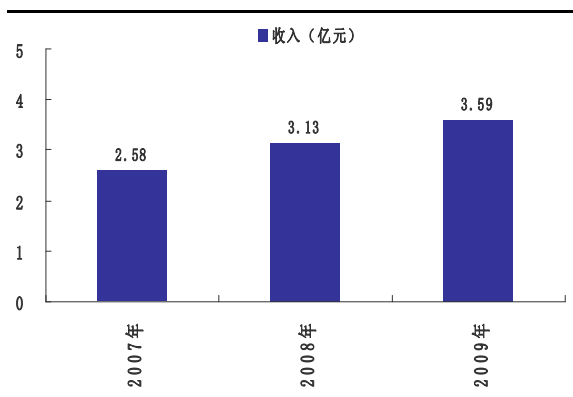
科泰电源 2008 年和 2009 年的营业收入增长分别为 21.5% 和 14.6%, 净利润增长分别为 34.7% 和 42%, 营业收入和净利润稳步快速增长, 毛利率逐渐提高, 反映公司市场占有率的提高以及市场竞争力的提升。

表 2 公司近三年的盈利情况

	2009 年	2008 年	2007 年
营业收入 (万元)	35874.28	31314.51	25768.86
净利润 (万元)	4415.469	3106.232	2305.526
净资产收益率 (%)	31.5	29.6	35.3
综合毛利率 (%)	31.2	31.4	22.0
期间费用率 (%)	16.3	17.9	11.1
销售净利率 (%)	12.3	9.9	9.0

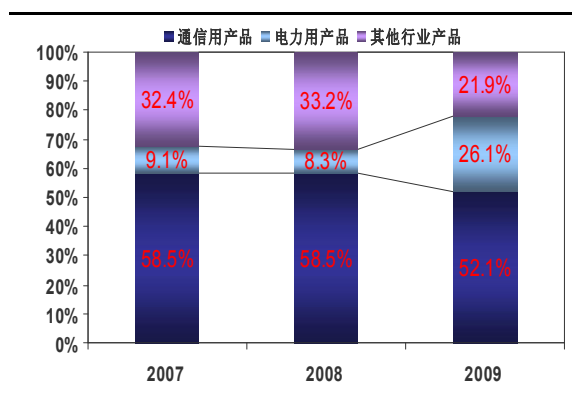
数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心整理

图 6 公司近三年来的营业收入变化情况



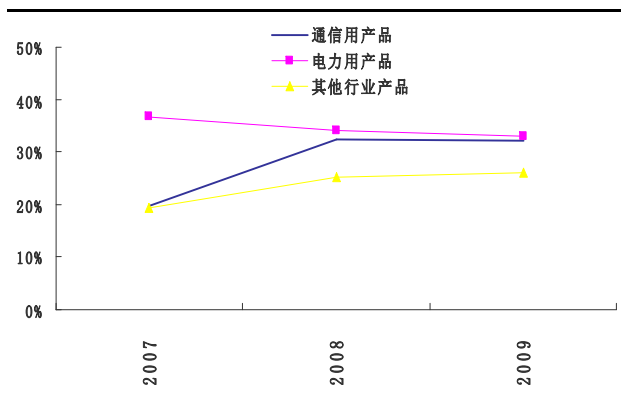
数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心整理

图 7 公司营业收入占比变化情况



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心整理

图 8 公司近三年来的主营业务毛利率变化



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

2. 行业分析及公司竞争地位

2.1. 下游覆盖多个行业，受单个行业波动影响较小

柴油发电机组广泛运用于国民经济中的众多领域，包括通信行业、电力行业、石油石化行业、交通运输行业、高层建筑、银行金融业、建筑行业、煤炭行业、制造业等领域。随着技术的不断成熟，柴油发电机组应用领域不断扩大，如高压机组、超级电站、船用机组领域等，市场需求空间广阔。同时，由于柴油发电机组行业的下游行业众多，单一行业的发展或者少数客户经营状况对柴油发电机组行业的影响较小。

2.2. 受益于通信行业基础建设快速增长

通信行业是国民经济的重要部门，担负着每秒钟数以亿万计的信息传递和沟通任务，服务于国民经济的方方面面，是构成当今这个信息社会最重要的基础产业之一。通信服务的稳定性与可靠性依赖于遍布全国各地的通信基站、枢纽站等通信设施，一旦这些设施断电，就会造成通信中断，导致难以估量的损失。因此，无论是新建还是对原有通信设施进行技术改造都必须同时伴随备用电源系统的建设，这为柴油发电机组制造企业带来了广阔的市场空间和长久的活力。

目前，从用户数量来看，我国移动通信覆盖人口的比率仍远远低于发达国家；从移动电话普及率来看，我国移动电话普及率约为 50 部/百人，而发达国家普遍的移动电话普及率都在 100 部/百人左右，因此，我国通信行业的增长空间仍然十分巨大。随着用户数量的增长，通信设施的建设投资也将随之增长，以增加带宽和拓展覆盖地域。

2008 年 10 月中国通信业重组宣告完成，三强竞争的格局已经形成，三大运营商开始实现“全业务”运营。“全业务”运营系指通过有线和无线的方式提供语音、数据、视频服务。“全业务”的运营，需要“全业务”的网络支撑，从通信网络的技术变化和用户需求的变化趋势来看，通信网络的技术演进趋势将向全 IP 化、宽带化、移动化等方向发展，这种运营趋势及技术发展趋势，使各运营商将进一步加大在移动网络、宽带接入网络等方面基础设施的投资力度。另外，中国通信业重组完成后，3G 牌照也已于 2009 年初发放，3G 投资已成为工业与信息化部扩大投资、拉动内需的重要举措，预计到 2011 年底，我国 3G 用户将增至 1.5 亿户。

通信用户的增长造成的“扩容”需求，“全业务”运营的网络建设和“3G”业务新增基础设施投资，带动了通信备用电源市场的高速发展。伴随国内通信网络的迅速扩容及国内 GDP 持续高速增长，近 3 年国内通信用柴油发电机组市场规模以 13.32%、15.60%、16.20% 的速度增长，与 GDP 增长呈正相关关系。历次通信重组完成次年都会出现投资

高峰，因此受国内 3G 投资拉动、已有通信网络更新，以及国内一系列拉动内需政策的利好影响，预期 2009-2010 年通信用柴油发电机组市场规模将呈现 22.08%、24.84% 的速度增长；随着通信投资速度放缓和已有市场容量基数的增大，预期 2011 年增长速度将下降至 21.60%；伴随经济复苏后的持续增长，预期 2012 年市场规模增速为 24.00%，至 2012 年市场规模将达 41.36 亿元人民币。

图 9 2006-2012 年国内通信行业柴油发电机组市场规模



数据来源：招股说明书

2.3. 自然灾害频发刺激电力行业对备用电源的需求

在发电领域，柴油发电机组主要用作备用电源。当电厂由于自然灾害、输电网络故障或其他原因突然中止工作时，需要备用电源迅速启动，为消防、抢修等工作提供电力，以防止重大灾难和重大损失的发生。电厂备用电源对可靠性和可控性要求极高，要求柴油发电机组能够在各种极端条件下安全稳定的运行。作为电厂安全的重要屏障，备用电源是电厂基础设施建设的重要配套设备。在电网领域，柴油发电机组主要用作移动电源。在电网检修以及电网灾后抢修的过程中，为确保重要负荷的供电和为周边居民提供必需的生活用电，使用移动电源是比较经济、可靠和便利的方式，尤其在恶劣自然条件和极端气候条件下，移动电源更是发挥着相当重要的作用。

图 10 2006-2012 年国内电力行业柴油发电机组市场规模



数据来源：招股说明书

2008 年初的冰雪灾害和汶川大地震，造成了国家电力设施大面积的损毁。为提高应对灾害的能力，保障国家能源安全和国民经济的正常运行，2008 年 6 月，国务院批准并

转发了国家发改委、电监会联合制订的《关于加强电力系统抗灾能力建设的若干意见》，要求各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构必须采取有效措施，加强电力系统抗灾能力建设。意见指出，重要负荷中心电网要适当规划配置应对大面积停电的应急保安电源，具备特殊情况下“孤网运行”和“黑启动”能力；意见还指出，电力施工企业要配备应急抢修的必要机具，提高安全防护和应急抢修能力。

随着电力行业对于应对自然灾害的重视程度的提高，同时，随着国民经济的发展，电力行业基础建设进一步完善，电力行业对应急电源和移动电源配置需求将逐渐加强。预计电力行业用柴油发电机组的市场规模稳定快速增长。

2.4. 公司产品定位中高端，竞争力较强

国内柴油发电机组行业市场可以分为低端市场和中高端市场，低端市场大部分为通用型标准产品，是仅通过简单组装的通用型产品，市场进入壁垒和附加值较低，厂商数量众多，竞争充分，随着市场竞争的加剧，价格竞争将继续趋于白热化；而中高端市场主要用作备用电源和移动电源，且大部分为非标准的行业专用产品，技术门槛和附加值较高，市场相对集中，国外整机进口产品占据了优势的地位，随着专业客户对中高端产品性能要求的不断提高，中高端产品的价格一直保持稳定增长。这进一步促进了行业企业利润率的分化。

科泰电源经过多年的技术积累，已掌握了一系列行业先进技术，产品主要面向中高端市场，目前，已在通信、电力等领域取得了一定的竞争优势和较高的市场份额。通信行业和电力行业客户对产品的可控性、可靠性和售后服务要求较高，而对价格的敏感性相对较低。如国家电网公司关于应急电源车的集中采购招标评分标准中，技术部分权重 60%，而价格部分权重仅 30%。科泰电源在技术研发和服务等方面具有显著的竞争优势，因此毛利率水平较高。

2.5. 公司在核电领域的业务发展值得关注

科泰电源经过多年的技术积累和发展，具备了行业领先的系统集成设计能力，并成功进军核电领域，成为国内为数不多的核电站备用电源提供商。目前公司已获得中国核电工程有限公司合格供方资格证书，为中广核核电设备国产化联合研发中心成员单位，**在核电领域 500kW 以下备用电源市场占有率位居同行业第一。**

核电备用电源的可靠性要求高，以核电领域为例，核电站核岛 LOT80 系统柴油发电机组是核电站的独立备用电源，是核电站安全的重要屏障。它要求各环节具备执行系统操作指令控制的极高可靠性能。我国在建设岭澳二期核电站以前，百万千瓦级核电站 LOT80 系统应急机组全部依赖进口。科泰电源通过自主创新，建立了一套高仿真 LOT80 研发设计系统，利用大量实验数据来模拟正常条件下的系统状况和各种意外条件下的系统变化。目前，公司设计制造的核岛 LOT80 系统备用电源已成功运用在岭澳二期核电站工程项目，系统集成技术达到国际先进水平，并在辽宁红沿河核电站一期工程（4*100 万千瓦）、福建宁德核电站一期工程（4*100 万千瓦）、福建福清核电站一期工程（2*100 万千瓦）、浙江方家山核电站一期工程（2*100 万千瓦）核岛 LOT80 系统设备招标中中标。标志着公司设计开发的备用电源打破了国外对核岛 LOT80 系统备用发电机组的技术封锁和技术垄断，为我国核电站的全面国产化工作做出了贡献。

公司已经与多家核电站项目签订了供货合同。公司核安全级机组产品自产业化后，已成功应用于广东岭澳核电站二期、中国试验快堆等项目，并与辽宁红沿河核电站一期、福建宁德核电站一期、福建福清核电站一期、浙江方家山核电站一期、海南昌江核电站等项目签订了供货合同。

2.6. 公司是多个行业标准的参与制定者

科泰电源在不断提升科技创新能力的同时,凭借公司行业领先地位和技术优势,积极参与国家柴油发电机组行业有关标准的制定,包括 GB/T 2820.5《往复式内燃机驱动的交流发电机组》第 5 部分:发电机组;GB/T 2820.6《往复式内燃机驱动的交流发电机组》第 6 部分:检验方法;GB/T 2820.11《往复式内燃机驱动的交流发电机组》第 11 部分:旋转不间断电源-性能要求和试验方法;GB/T 4712《自动化柴油发电机组分级要求》等,对行业的健康发展起到了有利的作用。公司参与制定国家标准可以更好地把握行业技术发展的方向,可以更好地符合国家有关政策法规的要求;同时提高行业技术和产品品质的门槛,减少行业的无序和恶性竞争,推动行业的健康发展。

3. 募集资金项目分析

科泰电源本次公开发行股票 2000 万股,占发行后总股本的 25%,计划募集资金约 2.03 亿元,本次募集资金主要用于扩大产能,增强公司的技术创新能力。募投资金项目有两个:(1)智能环保集成电站产业化项目;(2)研发中心项目。项目的建设期为 1.5 年。

表 3 公司募集资金项目情况

项目名称	建设期	募集资金使用量
智能环保集成电站产业化项目	1.5 年	18,296
研发中心项目	1.5 年	1,990

数据来源:招股说明书

智能环保集成电站产业化项目:本次募集资金投资的智能环保集成电站产业化项目为扩产项目,项目将以现有技术为基础,通过扩大生产场地、购置先进的生产设备以提高生产能力;通过建设钣金车间,自主加工钣金件,进一步提高产品工艺上的一致性。总体上解决公司目前的产能瓶颈,并提高产品附加值。项目达产后,将新增生产能力 3,400 台套,拟实现新增销售收入 58,668 万元。

表 4 公司募投项目达产后产能的变化情况

产 品	募集资金运 用前产能	本项目新增 产能	募集资金运 用后总产能	增 长 幅 度 (%)
通信类产品	1,500	2,600	4,100	173.33
电力类产品	100	300	400	300.00
其它类产品	500	500	1,000	100.00
合 计	2,100	3,400	5,500	161.90

数据来源:招股说明书,安信证券研究中心整理

研发中心项目:本次募集的部分资金将用于组建研发中心,公司计划建设国内一流的智能环保电源设备研发平台,不断提升产品技术应用水平,拓展产品应用领域,为公司的长远发展打下坚实的基础。本项目的计划总投资额为 1,990 万元,其中建设投资 1,922 万元,铺底流动资金 68 万元。

4. 公司风险分析

4.1. 行业受宏观经济周期性波动影响的风险

从历史上看，国民经济的发展具有周期性波动的特征，科泰电源所处的柴油发电机组行业作为国民经济的基础性行业之一，行业发展与国民经济的景气程度有很强的相关性，公司的下游行业如通信行业、电力行业、交通设施行业受其影响尤为突出。如果经济发展速度快，下游行业对柴油发电机组的需求将会比较旺盛，反之则抑制柴油发电机组的需求增长，进而影响公司的业绩，给公司的生产经营带来一定的风险。

4.2. 市场竞争风险

国内柴油发电机组行业市场可以分为低端市场和中高端市场，低端市场大部分为通用型标准产品，市场进入壁垒较低，厂商数量众多，竞争充分；而中高端市场大部分为非标准的行业专用产品，技术门槛和附加值较高，市场相对集中，国外整机进口产品占据了优势的地位。科泰电源经过多年的技术积累，已掌握了一系列行业先进技术，产品主要面向中高端市场，目前，已在通信、电力等领域取得了一定的竞争优势和较高的市场份额。

然而，随着国内柴油发电机组行业不断走向成熟，本土厂商在技术、规模、营销等方面不断地进步，行业中高端市场的标准也势必不断地提高，如果公司不能在技术、资金、生产规模方面继续保持优势，公司将面临市场竞争加剧的风险。

4.3. 供应商相对集中的风险

科泰电源生产所需的主要原材料为柴油发动机和交流发电机，为提高集成电站的整体性能，公司多选用国际知名企业（或国际知名企业在华的独资或合资企业）的产品。发动机主要选用美国强鹿（JOHN DEERE）、瑞典沃尔沃遍达（VOLVO PENTA）以及日本三菱（MITSUBISHI）等品牌；发电机公司主要选用英国斯坦福（STAMFORD）、法国利莱森玛（LEROY SOMER）等品牌。虽然不存在对单一供应商的过度依赖，但采购的集中度相对较高，如果这些供应商受所在地的政策影响、或销售策略发生重大改变，公司存在一定的采购风险。

4.4. 出口业务受国际经济环境影响的风险

科泰电源主要面向国内通信、电力行业市场，在产能允许的情况下，通过中兴、华为、阿尔卡特等国际通信设备商“借船出海”开拓海外市场。2008年下半年国际金融危机爆发以来，公司外销业务的增长受到了一定程度的影响。未来公司将进一步提高品牌知名度，巩固客户关系，持续加强在国际市场上的品牌建设，凭借技术研发优势和良好的产品品质，逐步在国际市场建立良好的品牌形象。然而，如果国际经济环境发生重大不利变化，将对公司的出口业务带来一定的风险。

4.5. 非核心部件外协的风险

科泰电源对部分非核心部件，如钢质底座，钢质机厢等钣金件进行外协加工。由公司提供设计方案，外协企业代为加工，最后分别通过外协企业的出厂质检和本公司的入库质检，成为生产原材料。公司对每种外协件均选择三家以上部件供应商，对外协企业不存在依赖性。在外协加工件质量控制方面，严格按照 ISO9001:2008 质量控制体系标准对外协加工件进行验收。虽然公司已根据《合格供方评级规定》对外协企业进行分级管理，通过对其产品质量、价格、付款方式、售后服务等综合评定，合理分配外协加工份额给各企业，保证产品质量和交货的及时性。但如果上述管理措施在实际过程中未能得到切实有效执行，可能会对产品质量、交货时间等方面造成一定风险。

5. 盈利预测与公司估值

根据我们的模型,按照发行后股本摊薄,我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.73 元、1.04 元、1.40 元。公司所处创业板估值较高,我们给予公司 2011 年 EPS30-35 倍的市盈率,得出公司上市首日定价区间 31.2-36.4 元。询价建议:按 2010EPS35-40 倍的市盈率进行询价,询价区间为 25.55-29.20 元。

表 5 科泰电源主营业务收入预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业情况 (万元)				
营业收入	35,874	46,400	61,550	86,300
营业成本	24,678	32,426	43,387	60,952
增长率	14.56%	29.34%	32.65%	40.21%
综合毛利率	31.21%	30.12%	29.51%	29.37%
主营收入 (万元)				
通信用产品	17,904	30,400	42,000	61,500
电力用产品	8,967	7,000	9,000	12,000
其他行业产品	7,522	7,000	8,550	10,800
合计	34,393	44,400	59,550	84,300
主营成本 (万元)				
通信用产品	12,185	21,736	30,240	44,280
电力用产品	6,015	4,270	5,580	7,440
其他行业产品	5,562	5,180	6,327	7,992
合计	23,762	31,186	42,147	59,712
主营毛利率				
通信用产品	31.94%	28.50%	28.00%	28.00%
电力用产品	32.92%	39.00%	38.00%	38.00%
其他行业产品	26.05%	26.00%	26.00%	26.00%
主营毛利率	30.91%	29.76%	29.22%	29.17%
收入增长率				
通信用产品	6.21%	69.80%	38.16%	46.43%
电力用产品	274.95%	-21.94%	28.57%	33.33%
其他行业产品	-21.36%	-6.94%	22.14%	26.32%
合计	19.37%	29.10%	34.12%	41.56%
主营收入占比				
通信用产品	52.06%	68.47%	70.53%	72.95%
电力用产品	26.07%	15.77%	15.11%	14.23%
其他行业产品	21.87%	15.77%	14.36%	12.81%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其他营业				
收入	1,481	2,000	2,000	2,000
成本	916	1,240	1,240	1,240
毛利率	38.18%	38.00%	38.00%	38.00%

数据来源:安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-12-10		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	313.1	358.7	464.0	615.5	863.0	成长性					
减: 营业成本	215.0	246.8	324.3	433.9	609.5	营业收入增长率	21.5%	14.6%	29.3%	32.7%	40.2%
营业税费	0.2	0.2	0.4	0.5	0.7	营业利润增长率	41.0%	48.0%	29.3%	42.5%	34.8%
销售费用	36.4	37.2	34.8	49.2	69.0	净利润增长率	34.7%	42.0%	32.3%	42.2%	34.7%
管理费用	15.4	19.6	30.2	40.0	56.1	EBITDA 增长率	42.4%	35.2%	27.0%	39.0%	39.8%
财务费用	4.4	1.7	1.3	-4.7	-3.7	EBIT 增长率	42.9%	35.9%	27.6%	33.0%	37.6%
资产减值损失	6.5	1.1	5.6	0.3	1.7	NOPLAT 增长率	37.4%	29.3%	29.9%	32.8%	37.4%
加: 公允价值变动收益	-0.0	0.0	-	-	-	投资资本增长率	20.7%	28.3%	68.9%	108.0%	40.3%
投资和汇兑收益	-	0.0	-	-	-	净资产增长率	60.8%	33.5%	419.3%	9.1%	11.3%
营业利润	35.3	52.2	67.5	96.2	129.7	利润率					
加: 营业外净收支	1.1	0.4	0.4	0.4	0.4	毛利率	31.4%	31.2%	30.1%	29.5%	29.4%
利润总额	36.4	52.6	67.9	96.6	130.1	营业利润率	11.3%	14.6%	14.6%	15.6%	15.0%
减: 所得税	5.3	8.5	9.5	13.5	18.2	净利润率	9.9%	12.3%	12.6%	13.5%	13.0%
净利润	31.1	44.2	58.4	83.1	111.9	EBITDA/营业收入	12.9%	15.2%	14.9%	15.7%	15.6%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	12.7%	15.0%	14.8%	14.9%	14.6%
货币资金	36.0	56.5	604.3	457.6	442.1	运营效率					
交易性金融资产	0.1	-	-	-	-	固定资产周转天数	3	3	4	24	43
应收帐款	96.8	106.8	130.8	173.5	243.3	流动营业资本周转天数	84	93	106	118	120
应收票据	0.4	3.8	3.8	5.1	7.1	流动资产周转天数	248	249	441	492	366
预付帐款	6.1	3.3	3.3	3.3	3.3	应收帐款周转天数	96	96	89	86	84
存货	89.7	96.5	126.6	173.0	245.5	存货周转天数	103	98	91	91	89
其他流动资产	-	-	-0.0	-	-0.0	总资产周转天数	254	254	449	541	439
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	90	98	114	166	193
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	29.6%	31.5%	8.0%	10.5%	12.7%
投资性房地产	-	-	1.0	1.0	1.0	ROA	13.3%	16.2%	6.6%	8.6%	9.8%
固定资产	2.8	3.4	7.9	74.3	131.0	ROIC	50.2%	53.8%	54.5%	42.8%	28.3%
在建工程	-	-	4.0	72.0	66.0	费用率					
无形资产	-	-	-	-	-	销售费用率	11.6%	10.4%	7.5%	8.0%	8.0%
其他非流动资产	2.0	2.0	3.2	3.5	3.7	管理费用率	4.9%	5.5%	6.5%	6.5%	6.5%
资产总额	233.8	272.3	885.0	963.2	1,142.9	财务费用率	1.4%	0.5%	0.3%	-0.8%	-0.4%
短期债务	16.4	25.8	25.8	-	30.0	三费/营业收入	17.9%	16.3%	14.3%	13.7%	14.1%
应付帐款	71.7	83.8	111.0	148.6	208.7	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	55.1%	48.6%	17.8%	17.6%	22.7%
其他流动负债	37.7	20.8	21.0	21.2	21.4	负债权益比	122.9%	94.5%	21.7%	21.4%	29.4%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.78	2.02	5.51	4.80	3.63
其他非流动负债	-	0.3	0.3	0.3	0.3	速动比率	1.05	1.26	4.67	3.75	2.66
负债总额	128.9	132.3	157.9	169.6	259.8	利息保障倍数	9.01	31.73	53.36	-19.63	-33.61
少数股东权益	0.0	-	-	-	-	分红指标					
股本	60.0	60.0	80.0	80.0	80.0	DPS(元)	-	-	0.15	0.21	0.28
留存收益	45.2	80.4	647.1	713.6	803.1	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	104.9	140.0	727.1	793.6	883.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.8%	1.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	31.1	44.2	58.4	83.1	111.9	EPS(元)	0.39	0.55	0.73	1.04	1.40
加: 折旧和摊销	0.7	0.7	0.5	4.8	8.8	BVPS(元)	1.31	1.75	9.09	9.92	11.04
资产减值准备	6.5	1.1	5.6	0.3	1.7	PE(X)	69.5	48.9	37.0	26.0	19.3
公允价值变动损失	0.0	-0.0	-	-	-	PB(X)	20.6	15.4	3.0	2.7	2.4
财务费用	2.1	1.7	1.3	-4.7	-3.7	P/FCF	-14,553.5	73.3	-127.5	-15.2	-167.0
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	6.9	6.0	4.7	3.5	2.5
少数股东损益	-0.0	-	-	-	-	EV/EBITDA	39.6	29.1	23.3	18.2	13.5
营运资金的变动	-17.6	-26.6	-32.6	-52.4	-85.3	CAGR(%)	38.8%	36.3%	39.0%	-	-100.0%
经营活动产生现金流量	19.3	21.9	33.3	31.2	33.3	PEG	1.8	1.3	0.9	-	-0.2
投资活动产生现金流量	-0.2	-1.3	-10.0	-140.0	-60.0	ROIC/WACC	5.1	5.4	5.5	4.3	2.8
融资活动产生现金流量	-9.4	-0.4	527.0	-37.8	11.4	REP	3.7	2.7	1.6	1.1	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄守宏, 执业证书编号 S1450210030003, 电力设备与新能源行业高级分析师, 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

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@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