

广电电气(601616.sh)

立足高端开关成套设备，积极布局电力电子节能产业

张小东 分析师

电话: 020-87555888-665

eMail: zxd2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210070006

产品线丰富产业链完整的开关成套设备供应商

公司目前业务以提供 40.5kV 及以下电压等级输配电成套设备产品为主,通过十几年的发展已在国内市场树立了品牌优势,目前与行业主要客户国家电网、五大电力公司以及中石油等建立了长期稳定的合作关系。同时,公司成功打入配电设备产业链上游,进入元器件领域。元器件研发投入大,技术壁垒高,因此得以享受较高的毛利率水平。公司是目前国内仅有的能够实现规模化、全系列高端元器件生产的厂家。

布局电力电子节能产业

公司紧跟行业发展潮流,积极进军电力电子节能产业。目前公司发展的主要方向有:大功率高压变频器、高效光伏逆变器以及有源滤波装置。公司已完成各项目的技术设计,并掌握核心技术,待电力电子领域设备产业化后将大幅拓展公司业务增长空间。

盈利预测

预计 2010~2012 年公司实现净利润 2.1 亿、3.1 亿和 4.5 亿元,按发行后总股本 51810 万股计算,实现每股收益 0.40 元、0.59 元和 0.88 元。根据可比上市公司的 2011 年估值水平以及公司的成长性,建议 28~32 倍的发行市盈率。

风险提示

国内行业竞争加剧风险;与 GE 公司合作变化风险、品牌授权改变风险;原材料价格波动风险;公司募投项目产能释放后的市场拓展风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,159.82	1,219.21	1220.00	1599.20	2256.00
增长率(%)	21.25%	5.12%	0.06%	31.08%	41.07%
EBITDA(百万元)	145.15	259.10	120.30	181.06	302.45
净利润(百万元)	115.53	213.68	207.10	307.41	454.53
增长率(%)	33.26%	84.96%	-3.08%	48.44%	47.86%
每股收益(元)	0.48	0.88	0.40	0.59	0.88

数据来源:财务报表,广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	16.52~18.88 元
上市价格	19.00~21.00 元

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	518.1/105
主要股东:	昱杰投资
主要股东持股比例	27.91%

财务比率

ROE	37.71%
ROA	18.22%
资产负债率	59.19%
每股净资产(元)	2.33
2009 年报数据	

发行信息:

发行价格(元)	16.52~18.88
主承销商:	东吴证券股份有限公司
发行市盈率	32~35 倍

目录索引

一、投资亮点与逻辑	3
二、产品线丰富产业链完整的开关成套设备供应商	3
（一）公司概况	3
（二）主营业务持续平稳增长	5
（三）进军电力电子节能产业	7
三、下游市场需求推动行业增长	8
（一）配电开关行业	8
（二）高压变频器	10
（三）光伏逆变器	11
四、行业竞争格局及公司优势	11
五、募投项目	13
六、盈利预测	13
七、风险提示	14

图表索引

图 1：发行前广电电气股权结构及子公司	4
图 2：公司营业收入及净利润增长趋势	5
图 3：自主、代理品牌业务增长趋势	5
图 4：公司综合毛利率变动情况	6
图 5：成套配电设备产业链构成	6
图 6：配电成套设备原材料成本构成占比	7
图 7：自主品牌成套设备及元器件毛利率	7
图 8：发电装机容量与配电开关行业销售收入线性关系	8
图 9：我国与发达国家人均发电装机容量比较	9
图 10：发电总装机容量及其同比增长	9
图 11：配电开关控制设备制造业销售收入预测	9
图 12：变频调速器潜在市场	10
图 13：变频调速器潜在市场	10
图 14：我国光伏年安装及累积安装容量	11
图 15：我国光伏逆变器产量及同比增长	11
图 16：公司营业收入地区分布	13
表 1：股权发行前后变化	3
表 2：发电装机容量与配电开关控制设备制造业销售收入	8
表 3：募集资金投资项目	13
表 4：可比上市公司估值水平	14

一、投资亮点与逻辑

广电电气目前业务以全系列提供40.5kV及以下电压等级输配电成套产品为主。公司通过十多年年的不断发展已经在国内市场树立了品牌优势，目前与行业主要客户如国家电网、五大电力公司以及中石油等都建立了长期稳定的合作关系，同时公司还是嘉里集团、康菲石油、3M等众多国内外知名企业的合格供应商，得到了客户对企业品牌、产品及服务的信任。另外，通过与GE公司的合作，公司可以同时以GE的品牌销售合资公司产品，扩大了高端市场空间。

公司业务已经成功打入配电设备产业链上游，进入元器件领域。由于电子元器件研发投入大，技术壁垒很高，因此上游元器件产品毛利率水平普遍高于成套设备。虽然我国目前成套设备生产厂商众多，但元器件厂商数量只有几十家，并且高端产品仍然主要由施耐德和GE垄断。公司于2007年收购上海安奕极成为公司控股子公司，自主品牌成套设备产品更多的采用自产元器件，有力提升了公司综合毛利率水平。另外，公司采取多品牌合作模式，引进GE的低压元器件技术结合自身的产品结构生产GE、AEG以及SGEG品牌的高、中、低压全系列高端元器件产品。公司是目前国内仅有的能够实现规模化、全系列高端元器件生产的厂家。

从市场需求角度分析，根据发电总装机容量与配电开关控制设备制造业销售收入的线性关系，我们预计到2015年行业市场容量将达到约4800亿元，发展前景广阔。

本次募投项目将有效解决公司目前的配电成套设备产能瓶颈问题，并将开拓电力电子节能产业的新增长点。在项目顺利达产后，公司年新增营业收入16.3亿元、净利润2.8亿元，迅速增大公司对下游市场的扩张力度和盈利能力。

二、产品线丰富产业链完整的开关成套设备供应商

（一）公司概况

广电电气始创于1986年，是以高低压成套设备及元器件产品的生产和销售为主营业务的企业。公司集合研发、生产、销售、服务于一体，为各类下游用户提供整体配电解决方案，其主要产品包括35kV及以下电压等级的高压开关柜、低压开关柜、干式变压器、高压真空断路器、低压空气断路器、综合继电保护器、多功能电表、智能马达保护器等智能化终端设备及电能质量控制系统。作为产品线丰富的成套用电设备生产商，公司产品主要面向电力、石油、化工、冶金、市政建设、建筑、环保等领域。

公司董事长严怀忠为公司实际控制人，直接持有公司16%的股份，并通过昱杰投资间接持有公司35%的股份，合计持有发行前公司总股本的51%，发行后持有公司股份比为40.67%。

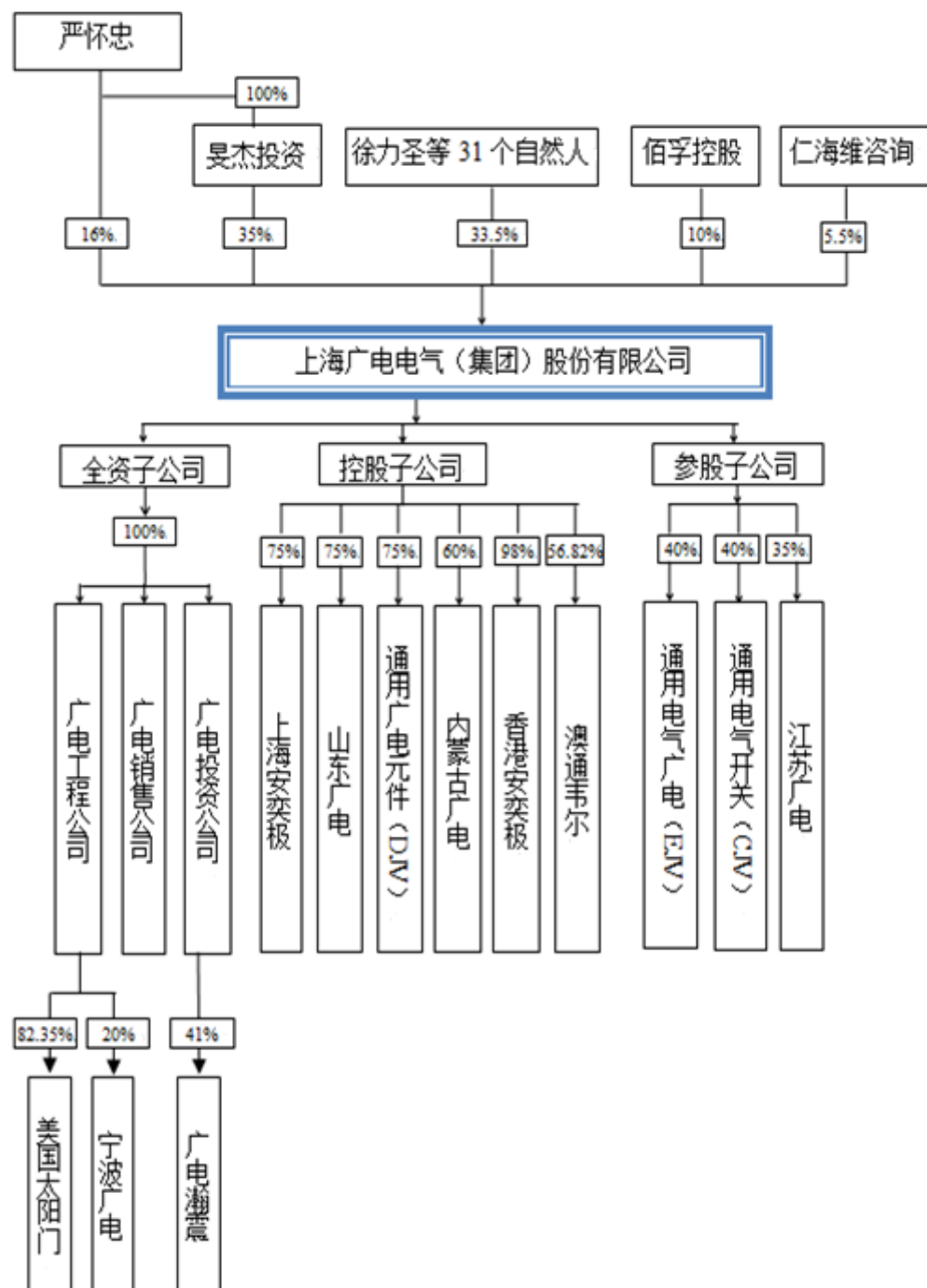
表 1：股权发行前后变化

股东名称	发行前		发行后		股权性质
	数量(万股)	比例	数量(万股)	比例	
昱杰投资	14458.50	35.00%	14458.50	27.91%	限售流通股
严怀忠	6609.60	16.00%	6609.60	12.76%	限售流通股
佰孚控股	4131.00	10.00%	4131.00	7.97%	限售流通股

仁海维咨询	2272.05	5.50%	2272.05	4.39%	限售流通股
徐力圣等	13838.85	33.50%	13838.85	26.71%	限售流通股
公众投资者	—	—	10500	20.27%	无限售流通股
合计	41310.00	100.00%	51810.00	100.00%	

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图 1：发行前广电电气股权结构及子公司

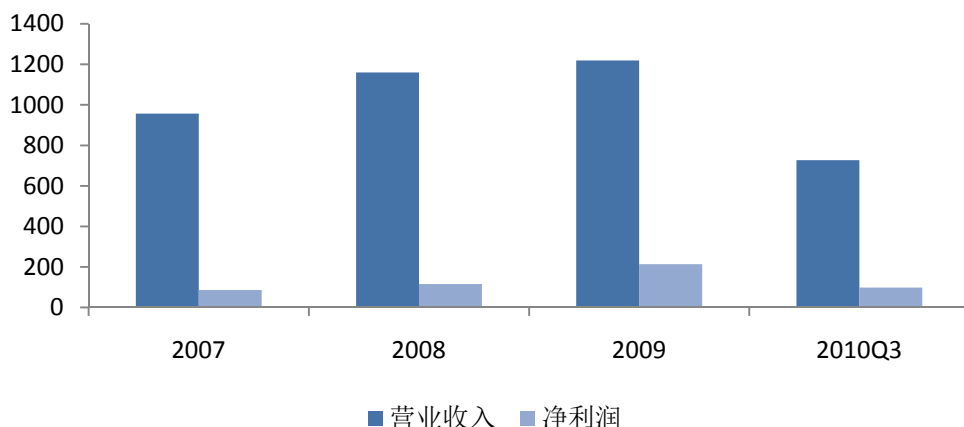


数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）主营业务持续平稳增长

经过十多年的不断发展，公司在国内市场上树立了良好的品牌形象。目前公司与行业主要客户如国家电网、五大电力公司、中石油等建立了长期稳定的合作关系，提高了公司竞标能力，为营业收入的稳定增长提供了保障。2007年以来，公司营业收入和净利润均保持稳步增长的趋势。

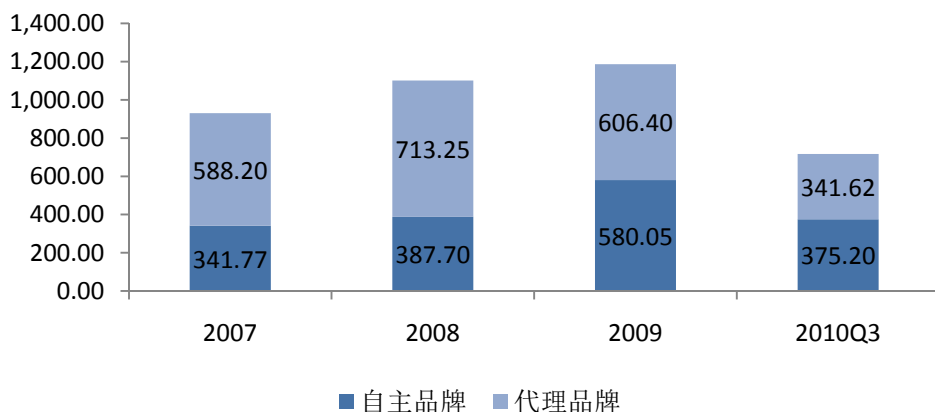
图 2：公司营业收入及净利润增长趋势（百万元）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

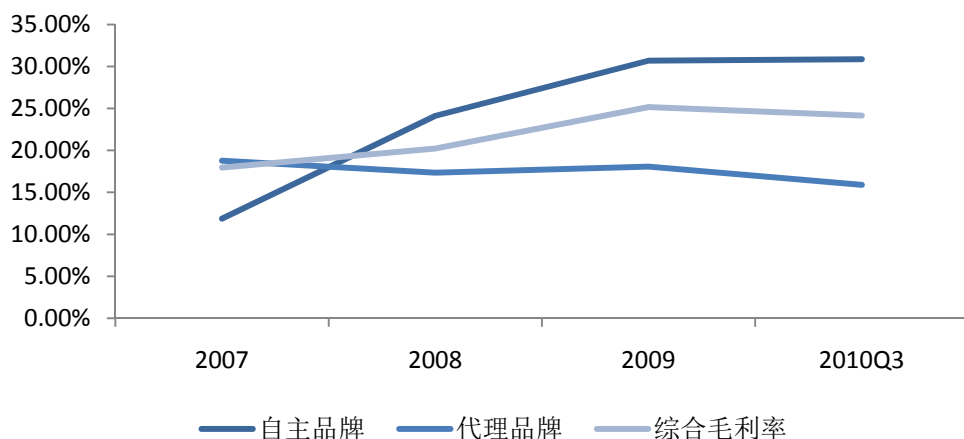
从业务模式来看，公司主营业务分为自主品牌和代理品牌两大类。自主品牌业务生产销售广电电气自有品牌的高低压配电设备和元器件等产品；代理品牌业务主要以公司参股子公司EJV和CJV为生产平台，以公司全资子公司广电工程公司和广电销售公司为销售和服务平台，销售GE品牌产品。自2007年以来，公司自主品牌业务规模迅速扩大，2007~2009年营业收入中自主品牌占比分别达到36.75%、35.22%和48.89%，近三年复合增长率达到30.28%。由于自主品牌的毛利率水平相对较高（28%~54%，代理品牌毛利率15%~19%），此类业务的占比增长成为改善公司综合毛利水平的重要因素之一。

图 3：自主、代理品牌业务增长趋势（百万元）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

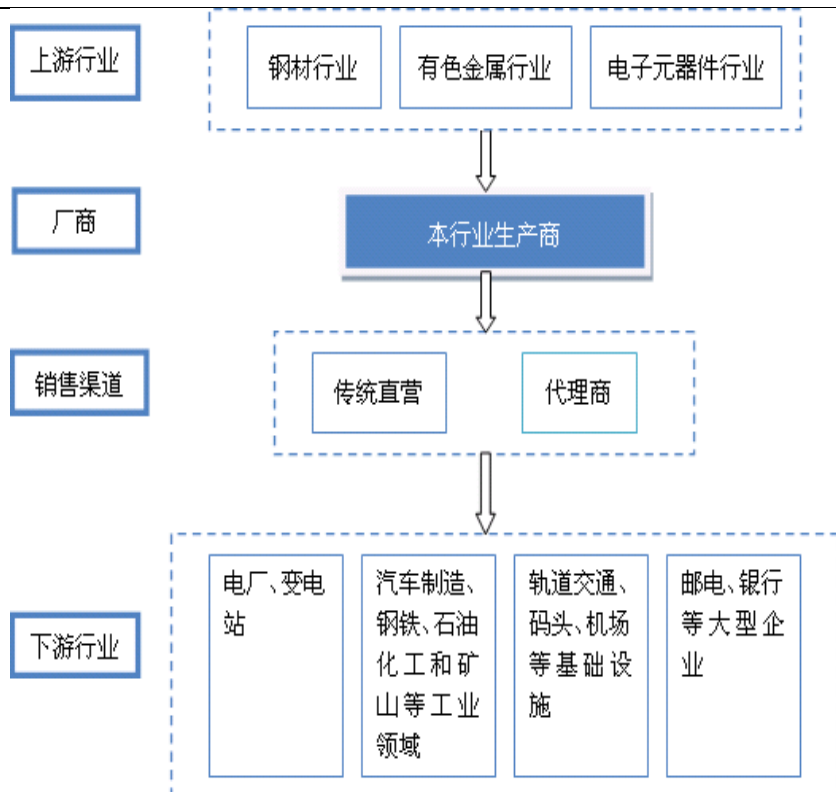
图 4：公司综合毛利率变动情况



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

从产品结构来看，公司业务已经成功打入配电设备产业链上游，进入元器件领域。在配电设备行业中，直接材料占成套设备成本的90%左右。而元器件是成本中的重要组成部分，占比超过33%。

图 5：成套配电设备产业链构成

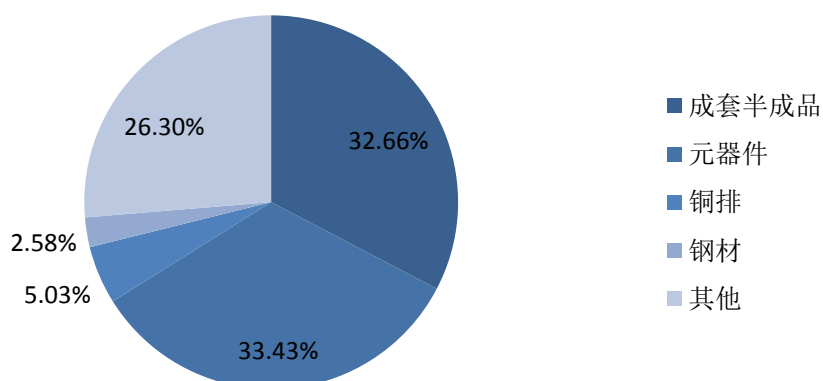


数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

由于电子元器件研发投入大，技术壁垒很高，因此上游元器件产品毛利率水平普遍高于成套设备。虽然我国目前成套设备生产厂商众多，但元器件厂商数量只有几十家，并且高端产品仍然主要由施耐德和GE垄断。近年来，公司积极发展上游元器件产品，

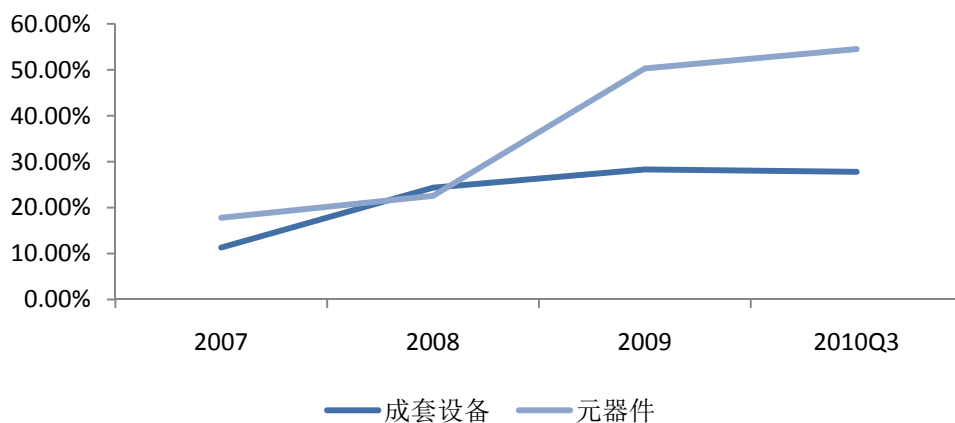
并于2007年收购上海安奕极成为公司控股子公司，自主品牌成套设备产品更多的采用自产元器件，有力提升了公司综合毛利率水平。另外，公司采取多品牌合作模式，引进GE的低压元器件技术结合自身的产品结构生产GE、AEG以及SGEG品牌的高、中、低压全系列高端元器件产品。公司是目前国内仅有的能够实现规模化、全系列高端元器件生产的厂家。2009年公司完成了6个eVB系列高压真空断路器元器件的新产品研发，进一步提升了该系列产品的竞争力。

图 6：配电成套设备原材料成本构成占比



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图 7：自主品牌成套设备及元器件毛利率



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

（三）进军电力电子节能产业

公司紧跟行业发展潮流，进军电力电子节能产业。目前公司发展的方向主要有：大功率高压变频器、高效光伏逆变器以及有源滤波装置，其中变频器和光伏逆变器已经完成技术设计，产业化生产后将大幅提高公司的核心竞争能力。

高压变频器

公司承接了国家石油天然气管道输送设备国产化项目，负责其中大功率高压变频器的研制并已取得成功。目前公司生产的大功率高压变频器产品已经获得武汉输气站项目，有望成功实现油气输送管道关键设备的进口替代。公司产品采用12单元串联技术，克服

了现有变频器谐波污染的问题，且单台变频设备控制容量可以达到2.5MW，处于国际领先水平。

光伏逆变器

公司生产的Solaron500E光伏逆变器设计为±600V双极性输入，480V交流输出，大幅降低了线路损耗。并且该产品采用先进的控制算法、稳定的最大功率点跟踪技术、高效的IGBT高频软开关技术以及可靠的功率转换技术，在同功率等级的设备中，有效提高了单机功率和效率，减小了设备的体积。

三、下游市场需求推动行业增长

（一）配电开关行业

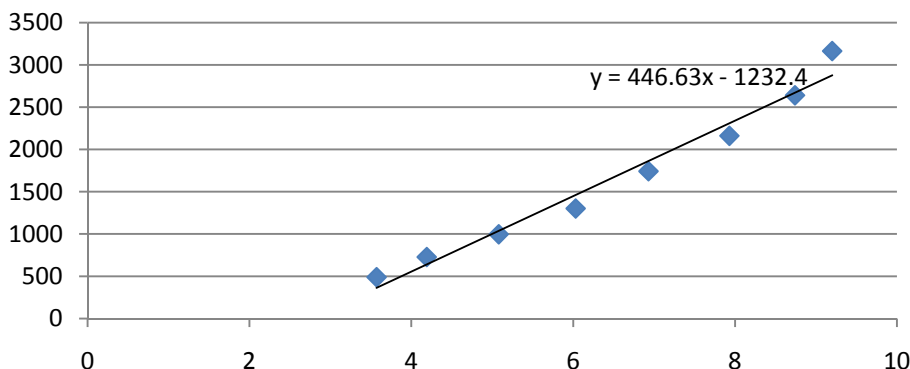
配电领域作为电力电网的组成部分，与电力行业总体建设息息相关。根据历史数据的回归分析，发电总装机容量与配电开关控制设备制造业存在较为契合的线性关系，两者之间的线性回归系数为446.63和-1232.4。

表 2：发电装机容量与配电开关控制设备制造业销售收入

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
发电装机容量（亿 kW）	3.57	4.19	5.08	6.03	6.93	7.93	8.74	9.2
配电开关控制设备制造业销售收入（亿元）	488.1	726.8	996.5	1301.2	1741.3	2160.8	2639.9	3163.7

数据来源：国家电网，南方电网，Wind，广发证券发展研究中心

图 8：发电装机容量与配电开关行业销售收入线性关系

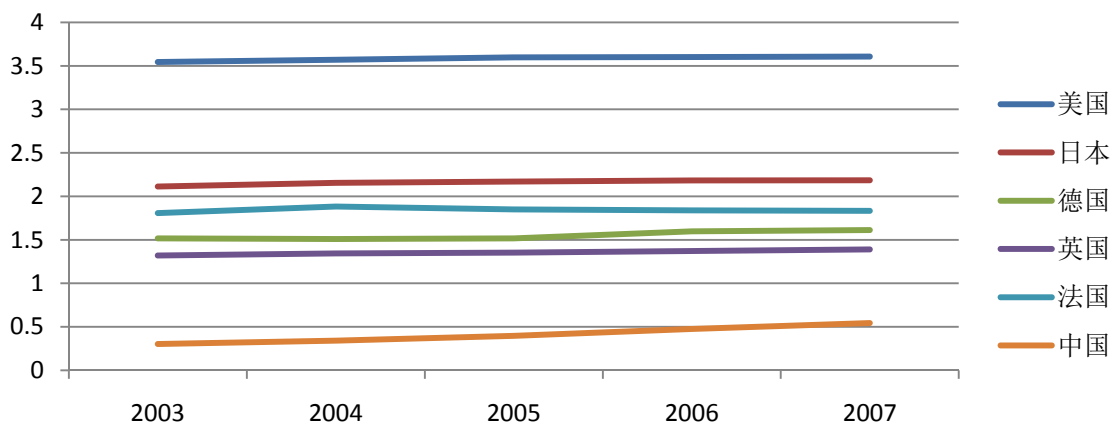


数据来源：广发证券发展研究中心

从发电装机容量的发展情况来看，近年来我国装机总量大幅上升，从2001年的3.19亿kW到2010年9月突破9亿kW，取得了长足进步。但人均装机容量水平仍然处于低位，美国、日本和欧洲发达国家的人均装机指标普遍为我国的3~7倍。由于我国仍然处于工业化加速发展阶段，电力工业适度超前发展、继续保持较高的发展速度是经济发展的必然要求。从满足经济增长需求和居民用电消费角度来看，未来国内电源建设空间仍然广阔，预计2015年和2020年我国发电总装机容量将分别达到13.5亿kW和17.9亿kW，“十二五”期间装机容量年平均增长率达到10%。总装机容量和人均装机容量的增长是一个长期持续的大势。据此测算，2015年配电开关行业市场容量将达到约4800亿元，行业

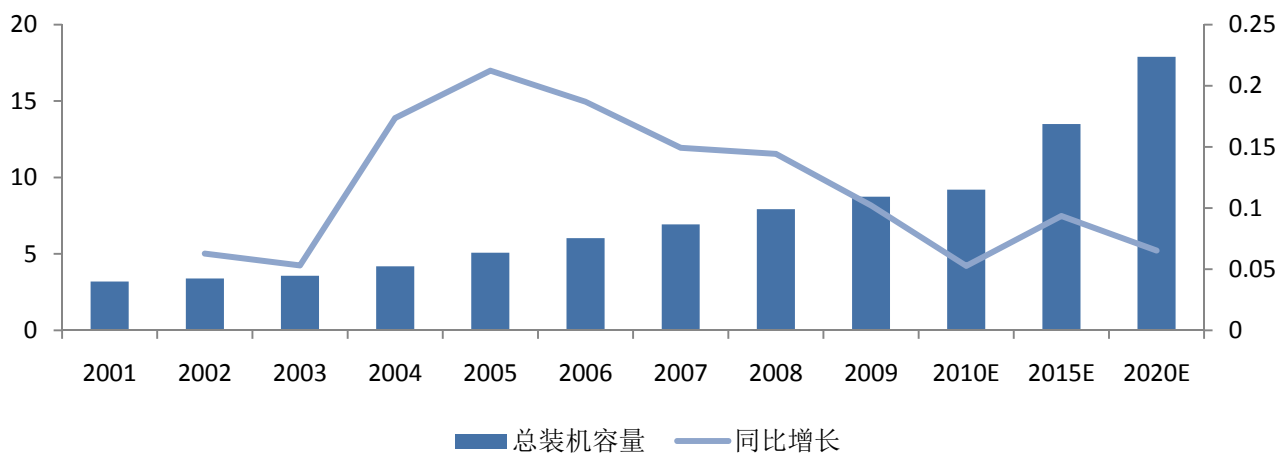
发展前景广阔。

图 9：我国与发达国家人均发电装机容量比较（kW/人）



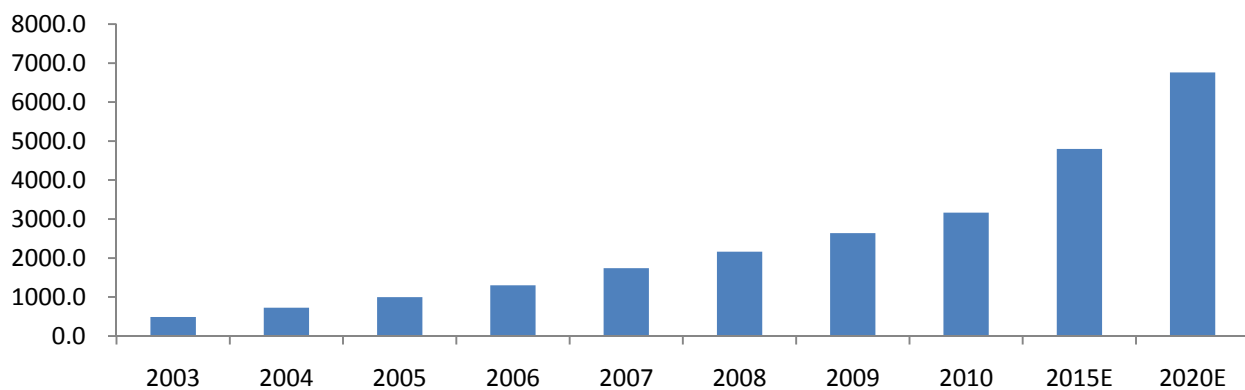
数据来源：国际能源署，中电联，广发证券发展研究中心

图 10：发电总装机容量及其同比增长（亿 kW）



数据来源：国家统计局，中电联，广发证券发展研究中心

图 11：配电开关控制设备制造业销售收入预测（亿元）

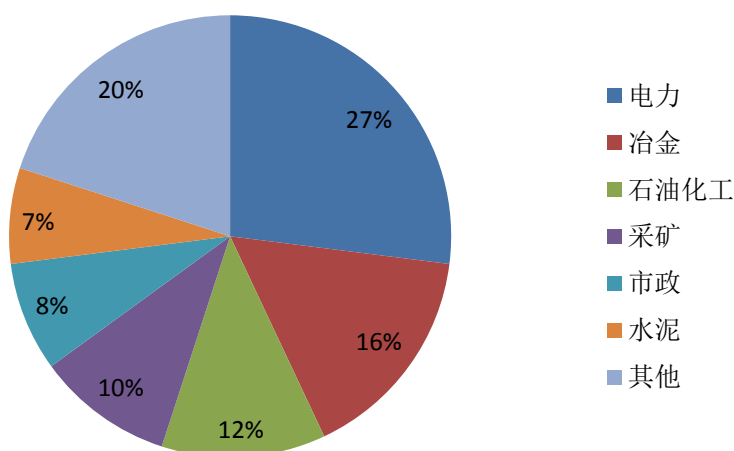


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）高压变频器

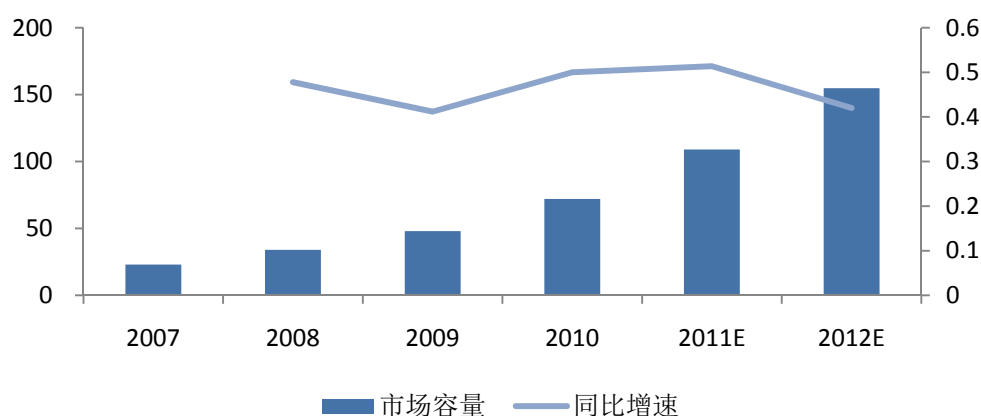
由于变频调速可以使电机获得更高的效率，减少电能的消耗，因此在节能减排的大背景下，变频器有着广阔的市场空间。根据国家《电动机调速技术产业化途径与对策的研究》报告，目前我国发电总量的66%消耗在电动机上，据此计算，2009年我国电动机耗能约2.4万亿kWh。以其中8%做装配变频器节能改造、平均节电20%计算，2009年节电潜力约为400亿kWh。针对不同的电机设备变频器可以广泛应用于风机、压缩机、挤压机、泵以及其他电力驱动的工业领域。

图 12：变频调速器潜在市场



数据来源：《变频器世界》，广发证券发展研究中心

图 13：变频调速器潜在市场



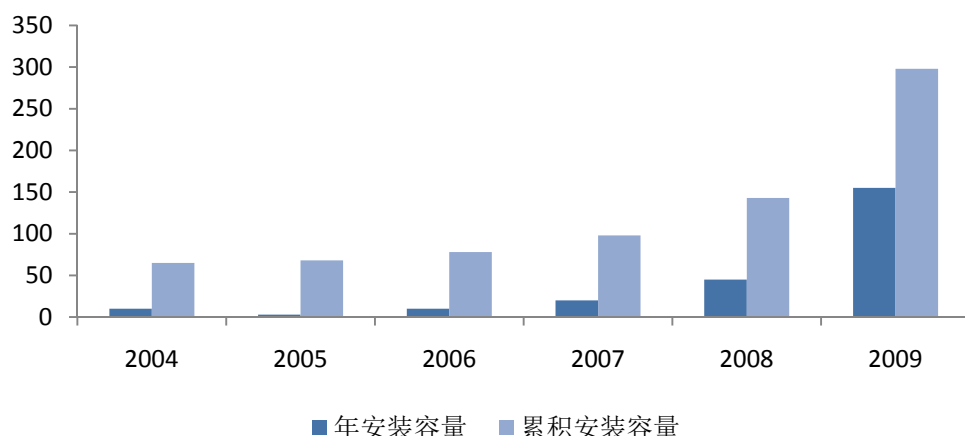
数据来源：《2009年中国高压变频器市场研究报告》，广发证券发展研究中心

随着我国工业技术水平的不断提高，企业用户对变频器的需求日益增长，近几年设备市场增长率在50%以上。根据《变频器世界》杂志和《中国自动化网》联合出版的《2009年中国高压变频器市场研究报告》预测，未来几年高压变频器行业增速仍将保持在40%~50%的水平，预计到2012年市场容量可达到150亿元。

（三）光伏逆变器

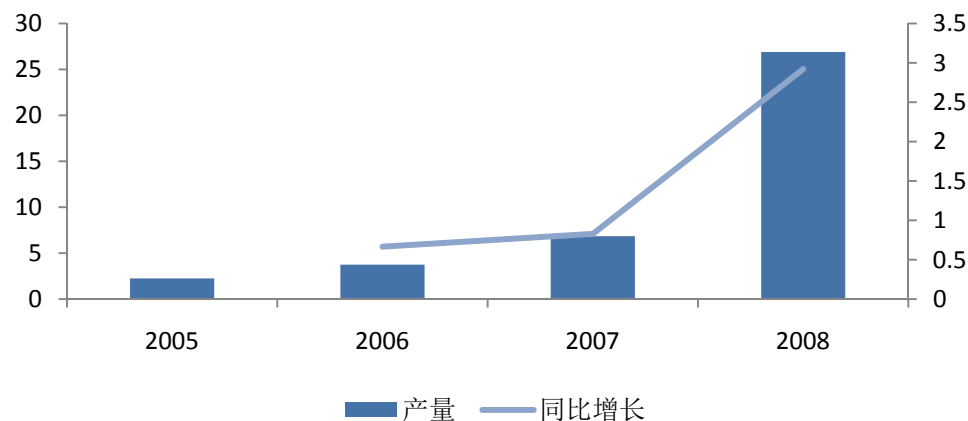
太阳能光伏组件直接发电形式为非线性直流点，必须通过直、交流逆变实现电网接入或带动负载。光伏逆变器作为光伏发电系统的核心功率部件占总成本的10%~15%，有较高的技术壁垒。就整个光伏行业而言，随着国内政策的推动，预计到2020年光伏逆变器总需求量将至少达到18.6GW，市场规模超过500亿元。而2008年全国光伏逆变器产量约为25MW，市场发展空间巨大。

图 14：我国光伏年安装及累积安装容量（MW）



数据来源：广发证券发展研究中心

图 15：我国光伏逆变器产量及同比增长（MW）



数据来源：广发证券发展研究中心

四、行业竞争格局及公司优势

输配电设备制造业属资金、技术密集型的行业，行业内企业的盈利水平与产品技术水平、生产规模有较大的关联度。目前，国内行业中，产销规模较小、技术水平不高、品牌知名度较低的生产企业利润率较低；研发设计水平高、质量优良、生产规模大、具有较高品牌认知度的企业利润率较高，并呈上升趋势。根据《高压开关行业年鉴》的统计结果，2008年高压开关行业内主营业务收入20亿元以上的企业14家，占统计企业数

量的4.52%，其收入合计为471.95亿元，占行业总收入的46.32%；10亿元以上的企业22家，占统计企业数的6.77%。同时，根据中国电器工业协会通用低压电器分会的统计，2008年工业总产值在10亿元以上的低压电器生产企业有11家，占被统计企业数的9.57%，5亿元至10亿元的有10家，占比8.70%，1亿元至5亿元的有36家，行业中绝大多数是缺乏规模 and 核心竞争力的中小型企业。目前公司的产品销售规模和盈利能力处于国内同行业领先地位。

表 3：可比公司盈利能力（百万元）

公司名称	主营业务收入			净利润
	高低压成套开关设备	元器件及其他	小计	
鑫龙电器	421.5	91.3	512.8	37.9
森源电气	333.0	73.4	406.4	60.3
东源电器	342.3	56.7	399.0	33.8
广电电气	1028.5	157.9	1186.4	215.9

数据来源：公司招股说明书，Wind，广发证券发展研究中心

公司目前参与市场竞争的主要领域有：发电厂、电网、石油化工、造纸业等。这些行业客户对产品的品牌、技术水平和服务质量都有较高的要求，因此参与竞争的企业大都为国际或国内知名厂商，进入壁垒相对较高，竞争环境相对平稳。与其他同类竞争者相比，公司的优势主要体现在：

技术研发

公司充分利用多年来与GE等著名跨国公司的合作经验，结合自身的技术特点，针对客户的实际需求进行技术研发，保证了产品的性能和成本的领先优势。公司产品多次获得国家重点新产品、上海市自主创新产品、上海市火炬计划等奖项。近三年来，公司的研发费用分别为1026万元、1226万元和1330万元，保持稳定增长的投入。目前公司拥有1项发明专利、23项实用新型专利和3项外观专利。

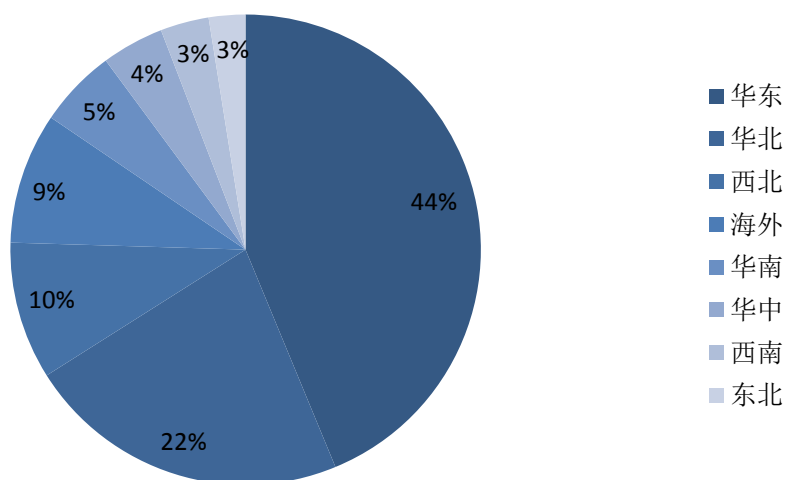
客户资源

公司经过十几年的发展，已经建立起覆盖全国主要城市的市场营销网络，市场培育程度较高。目前公司与行业主要客户如国家电网、五大电力公司以及中石油等都建立了长期稳定的合作关系，同时公司还是嘉里集团、康菲石油、3M等众多国内外知名企业的合格供应商，得到了客户对企业品牌、产品及服务的信任。另外，通过与GE公司的合作，公司可以同时以GE的品牌销售合资公司产品，扩大了高端市场空间。

区域优势

配电设备行业具有比较明显的区域性特点，即企业在本区域内的销售收入占比较大。公司位于我国经济最具活力的地区，华东电网也是目前国内最大区域电网。截止2008年，华东电网总装机容量位于全国各大电网首位，并且在新装机容量中江苏、浙江省的增速超过全国水平。优越的地理位置将有助于提高公司产品市场占有率。

图 16：公司营业收入地区分布



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、募投项目

公司本次拟发行10500万股，募集资金6.81亿元。资金如要投向高低压开关柜、断路器生产线建设项目，新型无谐波高压变频器产业化项目，电力智能化系统集成项目，非晶合金变压器生产线建设项目以及技术中心扩建项目。项目建设期为2年左右，完成投产后公司将新增收入和净利润16.3亿元和2.8亿元。我们认为募投项目将有效解决目前配电成套设备的产能瓶颈问题并开拓业务新增长点，提高公司的核心竞争力加速业绩增长。

表 4：募集资金投资项目

募投项目	投资额 (万元)	建设期	新增产能	新增收入 (万元)	新增净利润 (万元)	税后投资 回收期
高低压开关柜、断路器生产线建设项目	15049	24 个月	25400 台	64000	11823	5.5 年
新型无谐波高压变频器技术产业化项目	23700	22 个月	881 台	39655	6171	5.6 年
电力智能化系统集成项目	8514	18 个月	39 套	13800	2920	5.4 年
高效低耗非晶合金变压器生产线建设项目	15841	18 个月	7000 台	46000	6786	5.4 年
技术中心扩建项目	5015	24 个月				
合计	68119			163455	27700	

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

六、盈利预测

我们假设公司募投项目进行顺利，各经营期达产率与计划相符。配电成套设备中自

主品牌销售占比稳步上升并保持在50%以上，毛利率水平维持在28%左右。

我们预计2010~2012年公司营业收入分别为12.2亿、16.0亿和22.6亿元，实现归属母公司净利润2.1亿、3.1亿和4.5亿元，按发行后总股本51810万股计算，实现每股收益分别为0.40元、0.59元和0.88元。根据沪深两市可比上市公司2011年平均估值水平，并考虑到公司募投项目较高的成长性，我们按照28~32倍PE计算，合理内在价值区间为16.52~18.88元。

表 5：可比上市公司估值水平

可比公司	1 月 19 日收盘价	EPS(元)			PE		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
荣信股份	42.70	0.80	1.10	1.58	53.41	38.75	27.07
智光电气	18.01	0.32	0.49	0.69	55.92	36.43	26.05
合康变频	52.08	0.83	1.34	1.85	63.06	38.73	28.11
森源电气	39.78	1.05	1.59	2.18	37.87	25.03	18.26
思源电气	24.57	0.92	0.99	1.12	26.59	24.72	21.90
鑫龙电气	14.90	0.39	0.53	0.61	38.58	28.19	24.30
行业平均					45.9	32.0	24.3

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心#

七、风险提示

国内行业竞争加剧风险；与GE公司合作变化的风险、品牌授权情况改变的风险；原材料价格波动风险；公司募投项目产能释放后的市场拓展风险；募投项目进程中不可预计的干扰、障碍风险。

资产负债表

单位：百万元

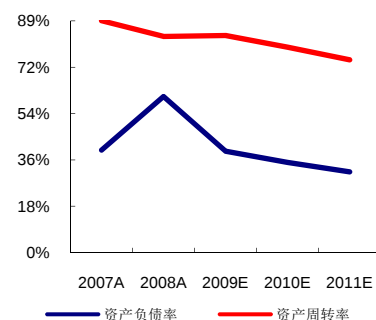
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	855	971	983	3,440	4,131
货币资金	74	122	204	2,396	2,695
应收及预付	537	640	548	750	1,033
存货	244	208	231	294	403
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	409	506	566	659	735
长期股权投资	289	248	248	248	248
固定资产	44	63	66	73	76
在建工程	5	105	157	233	297
无形资产	65	85	89	97	103
其他称其资产	6	5	6	8	11
资产总计	1,264	1,477	1,549	4,099	4,866
流动负债	846	773	637	834	1,138
短期借款	157	150	0	0	0
应付及预收	689	623	637	834	1,138
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	31	101	99	101	103
长期借款	0	69	69	69	69
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	31	33	30	32	34
负债合计	876	874	736	935	1,241
股本	243	243	413	518	518
资本公积	1	3	-167	1,769	1,769
留存收益	131	320	527	835	1,289
归属母公司股东权益	374	567	774	3,121	3,576
少数股东权益	13	36	39	43	49
负债和股东权益	1,264	1,477	1,549	4,099	4,866

利润表

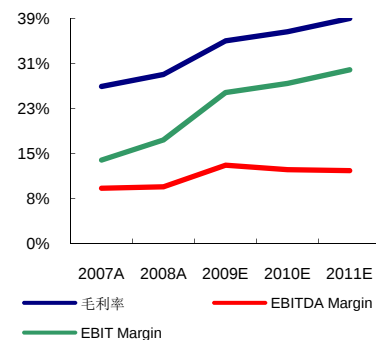
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1160	1219	1220	1599	2256
营业成本	925	913	909	1171	1598
营业税金及附加	3	6	5	7	9
销售费用	110	93	104	129	188
管理费用	87	96	94	124	174
财务费用	13	9	1	-33	-67
资产减值损失	17	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	92	111	100	120	133
营业利润	97	215	208	321	487
营业外收入	28	26	27	27	27
营业外支出	1	0	1	0	1
利润总额	124	241	234	347	514
所得税	6	25	24	36	53
净利润	117	216	210	311	460
少数股东损益	2	2	3	4	6
归属母公司净利润	116	214	207	307	455
EBITDA	43	122	120	181	302
EPS (元)	0.48	0.88	0.50	0.59	0.88

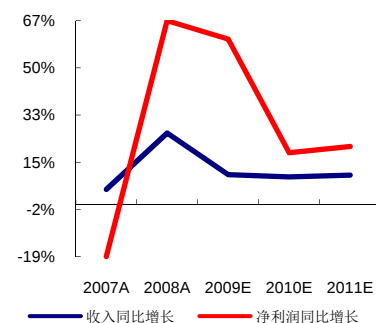
资产负债率趋势



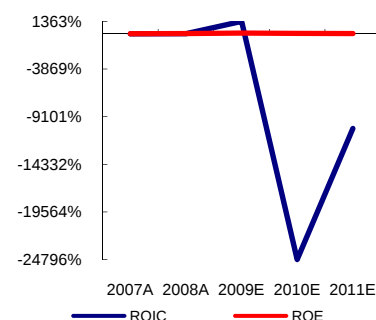
经营利润率趋势



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

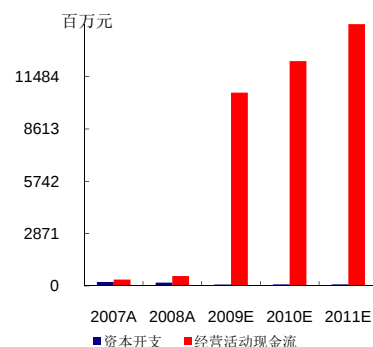
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	47	21	184	111	228
净利润	117	216	210	311	460
折旧摊销	9	9	12	13	15
营运资金变动	-17	-99	84	-68	-88
其它	-63	-105	-122	-146	-159
投资活动现金流	-20	0	56	42	71
资本支出	-20	-123	-44	-78	-61
投资变动	0	124	100	120	133
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-31	38	-157	2,039	-1
银行借款	151	227	-150	0	0
债券融资	-169	-166	-3	2	2
股权融资	0	12	0	2,040	0
其他	-14	-35	-5	-3	-3
现金净增加额	-5	60	82	2,192	299
期初现金余额	58	74	122	204	2,396
期末现金余额	54	134	204	2,396	2,695

主要财务比率

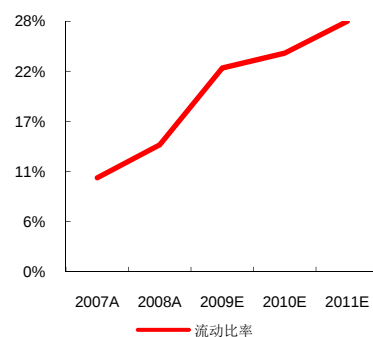
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	21.2%	5.1%	0.1%	31.1%	41.1%
营业利润	29.5%	122.5%	-3.3%	54.5%	51.9%
归属于母公司净利润	33.3%	85.0%	-3.1%	48.4%	47.9%
获利能力					
毛利率	20.2%	25.2%	25.5%	26.8%	29.2%
净利率	10.1%	17.7%	17.2%	19.5%	20.4%
ROE	30.9%	37.7%	26.8%	9.8%	12.7%
ROIC	17.8%	22.4%	22.6%	25.6%	34.3%
偿债能力					
资产负债率	69.3%	59.2%	47.5%	22.8%	25.5%
净负债比率	21.3%	16.0%	-16.6%	-73.6%	-72.4%
流动比率	1.01	1.26	1.54	4.12	3.63
速动比率	0.69	0.92	1.12	3.70	3.21
营运能力					
总资产周转率	1.01	0.89	0.81	0.57	0.50
应收账款周转率	3.06	2.52	2.77	2.64	2.70
存货周转率	3.84	4.04	3.94	3.99	3.96
每股指标 (元)					
每股收益	0.48	0.88	0.40	0.59	0.88
每股经营现金流	0.19	0.09	0.44	0.21	0.44
每股净资产	1.54	2.33	1.87	6.02	6.90
估值比率					
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	1.9	0.8	-1.1	-12.9	-8.7

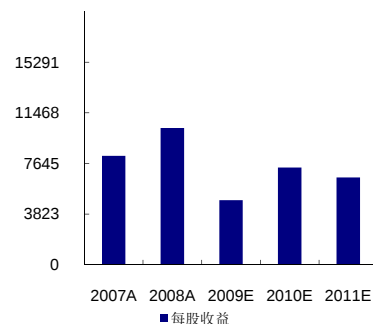
资本开支与经营活动现金流



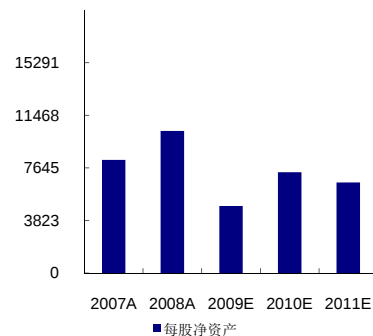
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



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，6 年艾默生研发、市场研究经验，2009 年进入广发证券发展研究中心。

联系方式：yb9@gf.com.cn，0755-82739411。

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

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。