

证券研究报告—深度报告
恒顺电气(300208)

合理价位: 27.21-28.28 元 发行价: 元

2011 年 4 月 13 日

股票数据

 总股本 (百万股) 52.5/0.0
 总市值 (百万元)
 沪深 300/深圳成指 3,021.37/12,902.22
 12 个月最高/最低 (元)

相关研究报告:
证券分析师: 杨敬梅

电话: 021-60933160

E-mail: yangjimei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511030001

新股上市定价

看点在于核心部件配套能力

●无功补偿、滤波装置的市场容量或将达到年均 90-120 亿元

我们综合考虑无功补偿、滤波器等电能质量装置与电网和用电设备容量相匹配的对应关系、两网公司对电网投资规模的规划以及设备的价格状况测算出高压并联无功补偿装置的每年市场容量为 30-35 亿元、静止式动态无功补偿装置每年市场容量约为 50-70 亿元、滤波器市场容量年均 12.5 亿元。

●核心部件配套能力是公司最大优势

公司目前能够自行设计和生产电容器、电抗器、放电线圈等核心部件产品,并由这些核心部件组成无功补偿装置、滤波装置和静止式动态无功补偿装置。

较强的配套能力不但可保证公司高的盈利能力,而且可保持在中较高的竞争地位。

●MCR 型 SVC 市场优势明显

因局部较强的适用性和较高的性价比, MCR 型 SVC 应用范围有扩大的趋势。

公司是国内首批将 MCR 磁阀式电抗器应用于 SVC 装置中的企业且局部全部核心部件配套能力。

●风险提示

电网投资规模低于预期或先进的无功补偿和滤波设备获得大规模应用的进程加快都有可能使公司产品面临市场萎缩或替代品带来的风险。

●合理价值在 27.21-28.28 元/股之间

我们按照 2011 年 35 倍、2012 年 25 倍的动态 PE 对公司进行相对估值定价,得到公司未来 6-12 个月的合理价格区间为 27.21-28.28 元。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	142.73	182.75	253	338	438
(+/-%)	38.05%	28.04%	38.25%	33.82%	29.67%
净利润(百万元)	27.51	41.20	49.3	67.0	88.0
(+/-%)	85.55%	49.77%	19.56%	36.06%	31.28%
每股收益 (元)	0.69	0.78	0.70	0.96	1.26
EBIT Margin			24.7%	25.2%	24.8%
净资产收益率 (ROE)	37.19%	23.62%	22.82%	24.62%	25.42%
市盈率 (PE)			38.4	28.2	21.5
EV/EBITDA			29.5	22.0	17.8
市净率 (PB)			8.76	6.94	5.46

投资摘要

估值与投资建议

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.78 元、1.13 元和 1.52 元，并按照 2011 年 35 倍、2012 年 25 倍的动态 PE 对公司进行相对估值定价，得到公司未来 6-12 个月的合理价格区间为 27.21-28.28 元。

核心假设或逻辑

公司目前市场主要集中在华东和华北地区，我们认为公司营销网络将逐步健全，且随着未来募投项目的逐步达产和其他地区市场的开拓，公司收入将出现较高的增长势头。

无功补偿装置受益于智能电网和特高压建设投资增加带来的需求，近两年将获得 30-50% 的增长率；无源滤波装置预计不会出现 2010 年的增幅，但也可保持 30% 左右的增幅，此后将逐步放缓；核心部件属于技术壁垒相对较高的领域，且预计未来荣信的采购量会上升，近两年将获得 30-50% 的增长率，此后将逐步放缓。

公司产品的毛利率水平将缓慢下滑；公司增发后由于规模效益，管理费用率将略有降低，但由于市场开拓方面投入加大，销售费用率会有所上升。

股价变化的催化因素

电网投资规模超预期、公司在华东、华北以外市场开拓获得突破性进展、公司开发出切合市场需求的新技术产品都会是股价变化的催化因素。

核心假设或逻辑的主要风险

1、我们的核心判断是建立在电网投资持续稳定增长的基础上的，如果电网投资低于预期，公司在电网系统的销售收入将面临增幅降低甚至下滑的风险；

2、公司主要产品无功补偿装置和无源滤波器都是相对较为传统的技术，而在电力电子及控制方面，公司目前的技术储备尚不是十分深厚；如果未来技术的进步使得使用先进电力电子技术的 SVC、SVG 和有源滤波装置的性价比提高，公司的产品将面临来自于替代品的风险。

内容目录

投资摘要	2
内容目录	3
图表目录	4
估值与投资建议	5
绝对估值法: 19.72~22.21 元/股	5
相对估值法: 27.21-28.28 元/股	5
电能质量改善相关设备市场空间广阔	6
节能减排和智能电网建设对电能质量治理提出新的要求	6
高压并联无功补偿装置的每年市场容量为 30-35 亿元	6
静止式动态无功补偿装置每年市场容量约为 50-70 亿元	6
滤波器市场容量年均 12.5 亿元	7
公司优势在于核心器件配套能力	7
高压并联无功补偿装置领域国内领先	7
MCR 型 SVC 市场优势明显	8
滤波器市场竞争格局	9
财务状况分析	9
成长性分析	9
盈利能力分析	10
盈利预测	10
盈利预测的主要假设	10
分产品盈利预测	11
核心判断的主要风险	11
附表 1: 财务预测与估值	13
国信证券投资评级	14
风险提示	14
证券投资咨询业务的说明	14

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设	5
表 2: 绝对估值的基本假设条件.....	5
表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
表 4: A 股市场估值比较.....	6
图 1: 2009 年高压并联无功补偿装置厂家市场占有率	8
表 5: TCR 和 MCR 型 SVC 对比.....	8
表 6: MCR 型 SVC 生产商状况.....	9
表 7: MCR 型 SVC 竞争格局	9
图 2: 公司分产品销售收入情况	10
表 8: 公司产品毛利及毛利率水平	10
表 9: 分产品盈利预测	11

估值与投资建议

绝对估值法：19.72~22.21 元/股

我们依据 WACC 法对公司进行估值，得到公司股价区间为 19.72~22.21 元，估值中枢为 20.89 元。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
销售收入增长率	38.1%	28.0%	43.6%	37.1%	33.0%	28.8%	20.4%	16.4%	15.5%	11.5%	10.6%	9.0%
销货成本 / 销售收入	58.7%	58.2%	59.2%	59.2%	60.1%	60.1%	61.2%	61.9%	62.9%	63.2%	63.6%	63.8%
管理费用 / 销售收入	10.5%	9.1%	9.00%	8.50%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
所得税税率	11.11%	13.74%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
股利分配比例	63.29%	15.92%	15.92%	15.92%	15.92%	15.92%	15.92%	15.92%	15.92%	15.92%	15.92%	15.92%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	3.00%	实际所得税率 T	14%
无风险利率	4.00%	Ke	12.80%
行业平均 Beta	1.08	风险溢价	8.00%
公司市值 (E)	1890	E/(D+E)	93.43%
债务总额(D)	133	D/(D+E)	6.57%
Kd	6.00%	WACC	12.30%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

20.89	11.3%	11.8%	12.30%	12.8%	13.3%
4.5%	26.80	24.83	23.12	21.63	20.32
4.0%	25.63	23.85	22.29	20.92	19.71
3.5%	24.60	22.98	21.55	20.29	19.17
3.0%	23.70	22.21	20.89	19.72	18.67
2.5%	22.90	21.52	20.30	19.21	18.22
2.0%	22.18	20.91	19.77	18.74	17.82
1.5%	21.54	20.35	19.28	18.32	17.44

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：27.21-28.28 元/股

参考 A 股市场上与公司产品线相近的上市公司，其平均动态 PE 为 2011 年的 39.80 倍和 2012 年的 27.24 倍。

我们认为，公司的产品相对侧重于一次设备，为保守起见，给予略低于同业上市公司的估值水平。

我们按照 2011 年 35 倍、2012 年 25 倍的动态 PE 对公司进行相对估值定价，得到公司未来 6-12 个月的合理价格区间为 27.21-28.28 元。

表 4: A 股市场估值比较

股票代码	股票简称	20110412	EPS			PE		
		收盘价	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
02123.SZ	荣信股份	35.83	1.08	1.45	1.84	33.18	24.71	19.47
002028.SZ	思源电气	22.85	1.26	0.86	1.06	28.44	41.66	33.80
3001415.SZ	和顺电气	35.42	0.62	0.96	1.26	57.79	37.32	28.44
平均						39.80	34.57	27.24

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

电能质量改善相关设备市场空间广阔

节能减排和智能电网建设对电能质量治理提出新的要求

电动机、电弧炉等非线性用电负荷的显著增加以及整流、变频、家用电器等电力电子设备的广泛应用在对电网中无功功率不断损耗的同时也给电网带来了大量的谐波污染。

无功的缺失以及谐波的出现不但造成电能的大量浪费,同时也给电网安全稳定运行提出了新的挑战。

另一方面,节能减排力度的不断加大却要求电网损耗持续显著得降低,而智能电网建设也客观上要求必须首先保证电网的安全稳定运行。

安装无功补偿装置和滤波器等谐波治理装置则是改善电能治理、降低电网损耗、提高系统稳定性的必然选择。

高压并联无功补偿装置的每年市场容量为 30-35 亿元

新增装机容量的增长使得无功补偿装置的每年市场容量约为 20-25 亿元:未来几年每年新增发电装机容量有望保持 1 亿千瓦左右,而电网对电能质量要求的不断提高使得并联无功补偿装置与新增发电装机容量的比例目前已提高到 0.8:1 并有望提高到 1:1 甚至更高,按照每千乏无功补偿装置 25 元计算,则每年并联无功补偿装置的市场容量为 20-25 亿元。

根据国网公司规划,到 2020 年将建成特高压交流变电站 53 座,变电容量 3.36 亿千伏安。根据设计规划,特高压交流变电站变电容量与所采用的高压并联无功补偿装置容量存在约为 1:1 左右的比例关系。按照每千乏 25 元计算,未来几年每年特高压交流变电领域对高压并联无功补偿装置的市场需求约为 8.4 亿元人民币。

在直流输电线路中,并联无功补偿装置的容量与线路输电容量的比率约为 50%。根据国家电网规划,“十二五”、“十三五”期间将建成直流输电工程 38 项,输电容量 1.91 亿千瓦,则平均每年并联无功补偿装置的需求金额为 2.4 亿元左右。

静止式动态无功补偿装置每年市场容量约为 50-70 亿元

随着电力电子技术的发展,静止式动态无功补偿装置(SVC)获得了长足的发展,并成为柔性交流输电的重要组成部分。从应用范围来看,SVC 可应用与输

电系统波阻抗补偿及长距离输电的分段补偿，并大量应用于负载无功补偿。

我们认为，结合国外 SVC 应用状况及我国智能电网发展的客观要求，平均每年 SVC 的需求量约为 50-100 台，假设每台 250MVar，并按照 150 元/千乏计算，电网系统每年 SVC 的市场需求量为 20-40 亿元。

按照国家能源局所提出的风电并网指标，将在 2015 年之前实现 9000 万千瓦风电机组上网，而目前我国风电装机容量约为 2000 万千瓦，这意味着未来 5 年中，每年平均要实现 1400 万千瓦的风电机组实现上网，目前风电所需无功补偿的容量约占装机容量的 20%-30%，以平均为 25% 计算，每年风电机组所需的 SVC 装置大概在 350 万千乏左右。以单位价格 150 元/千乏计算，风电建设方面每年市场容量大概 5.25 亿元左右。

按照国家《中长期铁路网规划》，截至 2020 年，全国铁路运营里程将达到 12 万公里，电气化率达到 60%，这意味着到 2020 年全国电气化铁路运营里程将达到 7.2 万公里。通常电气化铁路要求每隔 50 公里就需要设一个变电站，截至到目前，我国电气化铁路里程已经突破 3 万公里，以未来十年内建设 4 万公里计算，则要同时建设 800 个牵引变电站，以每个变电站 SVC 装置造价为 250 万计算，每年市场容量在 2 亿元左右。

因冶金、电力、煤炭、化工等行业的非线性负载运行时会对电网造成冲击，因此需要在用户端安装无功补偿装置，根据公司估计，每年市场容量约为 10 亿元。

滤波器市场容量年均 12.5 亿元

根据公司测算，“十二五”期间，超特高压长距离输电将形成 600 万千乏的无源滤波器需求量，平均每年 2412 万千乏。按照 35 元/千乏进行测算，无源滤波器平均每年市场容量为 8.44 亿元。

从用电侧来看，我国每年将会新增 1000 万千瓦的谐波源，如果这些谐波源都安装无源滤波器并考虑 20% 的裕量，则每年将会有 1200 万千乏的无源滤波器需求，按照 35 元/千乏进行测算，则市场容量为 4.2 亿元。

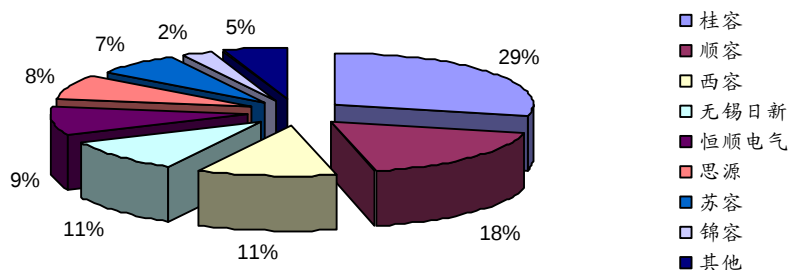
公司优势在于核心器件配套能力

高压并联无功补偿装置领域国内领先

电容器是高压并联无功补偿装置的最核心器件，公司具备高电压大容量电容器生产能力并与国内老牌电容器制造厂家及部分合资外资厂家一起垄断了国内高压并联无功补偿装置市场。

因具备较强的电容器研发和制造能力，公司已经成为全国 110KV 并联无功补偿装置运行套数最多、运行时间最长的厂家之一。

图 1: 2009 年高压并联无功补偿装置厂家市场占有率



资料来源: 公司招股书 国信证券经济研究所

MCR 型 SVC 市场优势明显

2009 年以前, 国内 SVC 市场主要由 TCR 型 SVC 所主导, 市场集中度很高, 市场份额大部分集中在荣信股份、中国电科院和西整三家企业, 合计市场占有率超过 70%。

近年来, 随着核心元件的突破, MCR 型 SVC 装置开始由原来的示范性应用不断获得推广, 目前 MCR 型 SVC 在电网中的应用比例已经接近 15%。

与 TCR 型 SVC 相比, MCR 型 SVC 除响应速度相对较慢之外, 在可靠性和适应性方面都具备优势。

表 5: TCR 和 MCR 型 SVC 对比

项目	TCR 型 SVC	MCR 型 SVC
可控硅和电抗器处于同一相电压之下, 降低了可控硅		
可靠性	(SRC) 的可靠性, 任何一只 SRC 击穿, 都会使可控硅整体损坏。	SRC 安装在控制回路, 承受的电压仅为为主回路的 1%。
谐波情况	TCR 虽然可连续调整, 但滤波呈锯齿形, 滤波源较大。	谐波含量低, 三相角相接系统的 THD 小于 5%。
设备造价	控制系统比较复杂, 冷却措施的要求决定设备造价较高。	MCR 体积仅为 TCR 的 1/3 左右, 设备造价低。
建设费用	安装时需要单独放置, T R 的占地面积较庞大, 建设费用高。	磁控电抗器结构简单, 占地面积小, 基础投资大大压缩, 节约了土地资源。
运行费用	因设备复杂, 可靠性, 稳定性不高等原因, 造成设备故障点多, 故障率高, 给维护和维修工作带来一系列的麻烦, 运行费用高。	MCR 本体为油浸电抗器, 采用优质硅钢片和漆包线, 并采用低温升设计, 设计寿命达到 30 年以上, 维护简单, 且工作量少, 运行费用低。
响应时间	响应时间短	响应时间相对较长
适用范围	冶金、电力、煤炭、有色金属、电气化铁路、风力发电等领域	高压、超高压、特高压输电领域、冶金、电力、煤炭、有色金属、电 化铁路、风力发电等
目标客户	以电力系统外客户为主	以电力系统内客户为主, 以电力系统外客户为辅

数据来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所预测

在 MCR 型 SVC 领域，公司是国内首批将 MCR 磁阀式电抗器应用于 SVC 装置中的企业，产品电压等级已经实现 3~110kV，补偿后功率因数可达 0.9~0.99。

在核心元件配套方面，公司具备核心元件 MCR 电抗器、电容器和普通电抗器的全配套能力。

表 6: MCR 型 SVC 生产商状况

企业名称	电压等级	是否自己生产 MCR	是否自己生产电容器	是否自己生产电抗器
青岛市恒顺电气股份有限公司	110kV 及以下	是	是	是
山东泰开电力电子有限公司	6-35kV	是	是	是
杭州银湖电气设备有限公司	6-35kV	是	否	否
丹东欣泰电气股份有限公司	66kV 及以下	是	是	是
北京三得普华有限公司	6-35kV	是	否	否

资料来源：公司招股书 国信证券经济研究所整理

滤波器市场竞争格局

无源滤波成套装置的核心器件为滤波电容器，所以目前生产滤波成套装置的企业主要集中在电容器生产厂家，目前生产技术水平较高、销量较大的企业主要有恒顺电气、西安 ABB、桂容等几家企业。

公司是国内极少数能够可以从初始的系统测试、方案设计、产品设计及制造、安装调试、售后服务等方面为用户提供整体谐波治理解决方案的企业且是滤波器领域多个行业标准的起草单位。

表 7: MCR 型 SVC 竞争格局

企业名称	滤波成套装置（万元）	滤波电容器（万元）
青岛市恒顺电气股份有限公司	320.51	--
西电集团西安电力电容器厂	--	3,471
桂林电力电容器有限责任公司	14,530	808.95
新东北（锦州）电力电容器厂	724.58	5,469.24
上海上电电容器厂有限公司	99	1,450
上虞电力电容器厂	170	420

资料来源：公司招股书 国信证券经济研究所整理

财务状况分析

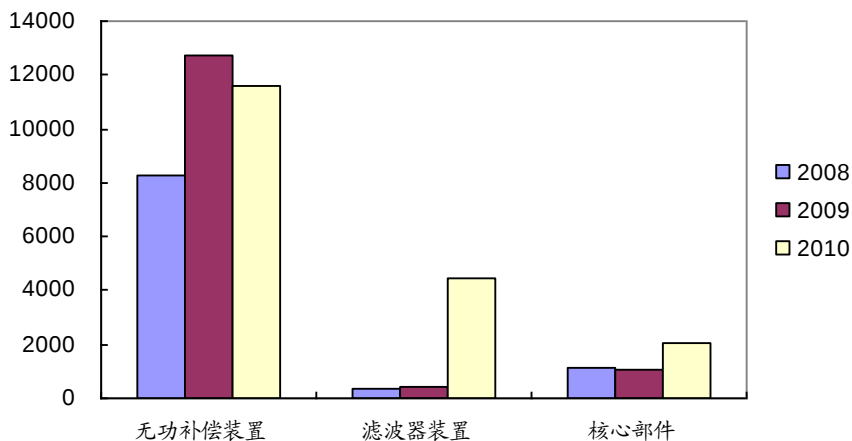
成长性分析

在公司产品结构中，SVC 产品占有较大比重，但 2010 年电网投资略有下滑，同时公司 SVC 产品主要应用于电网侧，所以 SVC 销售收入也出现轻微下滑。我们预计，未来几年，电网对 SVC 的需求仍会增长，从而对公司产品形成拉动。

2008 年以来，受资金限制，公司系统外客户销售比例下降，滤波装置受影响较为突出，2010 年随着公司资金面的宽裕，加大了在网外客户的销售力度，因而，滤波器收入 2010 年增长明显。

核心部件主要销售给荣信股份，我们认为，未来荣信股份对公司电容器的采购量有增多的趋势，相对应公司产品的销售收入也会保持较快增长。

图 2： 公司分产品销售收入情况



资料来源：招股说明书 国信证券经济研究所

盈利能力分析

近三年公司无功补偿装置和核心部件的毛利率维持稳定并略有上升，我们认为，由于这一领域竞争相对缓和，未来产品毛利率应会略有下滑，但仍可维持相对稳定。

滤波器装置的毛利率水平下滑较为明显，由于无源滤波器的技术壁垒相对较低，竞争环境相对激烈，这一产品的毛利率水平将会继续缓慢下滑。

表 8： 公司产品毛利及毛利率水平

产品	2008 年		2009 年		2010 年	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
无功补偿装置	3,246.74	39.09%	5,395.61	42.30%	4,912.20	42.33%
滤波器装置	160.23	44.55%	157.13	39.79%	1,636.88	36.79%
核心部件	388.96	34.16%	327.02	30.79%	953.86	45.85%

数据来源：公司招股书，国信证券经济研究所预测

盈利预测

盈利预测的主要假设

公司目前市场主要集中在华东和华北地区，我们认为公司营销网络将逐步健全，且随着未来募投项目的逐步达产和其他地区市场的开拓，公司收入将出现较高的增长

势头。

无功补偿装置受益于智能电网和特高压建设投资拉动，近两年将获得 30-50% 的增长率，此后将逐步放缓。

无源滤波装置预计不会出现 2010 年的增幅，但也可保持 30% 左右的增长速度，此后将逐步放缓。

核心部件属于技术壁垒相对较高的领域，且预计未来荣信的采购量会上升，近两年将获得 30-50% 的增长率，此后将逐步放缓。

公司产品的毛利率水平将缓慢下滑；公司增发后由于规模效益，管理费用率将略有降低。

分产品盈利预测

表 9：分产品盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E
无功补偿装置				
销售收入（百万元）	116.06	174.09	243.73	329.03
增长率（YOY）	-9.02%	50.00%	40.00%	35.00%
毛利率	42.32%	42.00%	42.00%	41.00%
滤波器装置				
销售收入（百万元）	44.49	57.84	75.19	93.99
增长率（YOY）	1026.33%	30.00%	30.00%	25.00%
毛利率	36.78%	36.00%	36.00%	35.00%
核心部件				
销售收入（百万元）	20.80	29.57	40.09	54.83
增长率（YOY）	95.86%	42.16%	30.00%	30.00%
毛利率	45.84%	43.35%	81.99%	94.17%
合计				
销售收入（百万元）	182.75	262.50	360.01	478.84
增长率（YOY）	28.04%	43.64%	37.15%	33.01%
毛利率	41.76%	40.78%	40.81%	39.94%

数据来源：公司招股书，国信证券经济研究所预测

核心判断的主要风险

- 1、我们的核心判断是建立在电网投资持续稳定增长的基础上的，如果电网投资低于预期，公司在电网系统的销售收入将面临增幅降低甚至下滑的风险；
- 2、公司主要产品无功补偿装置和无源滤波器都是相对较为传统的技术，而在电力电子及控制方面，公司目前的技术储备尚不是十分深厚；如果未来技术的进步使得使用先进电力电子技术的 SVC、SVG 和有源滤波装置的性能比提高，公司的产品

将面临来自于替代品的风险。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	68	100	100	100	营业收入	183	253	338	438
应收款项	79	111	148	192	营业成本	106	150	200	264
存货净额	26	46	62	83	营业税金及附加	2	2	3	4
其他流动资产	13	21	29	37	销售费用	8	15	19	22
流动资产合计	187	278	339	412	管理费用	17	23	31	40
固定资产	143	240	246	279	财务费用	4	8	10	9
无形资产及其他	7	6	6	6	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	(0)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	338	526	593	698	营业利润	45	54	75	99
短期借款及交易性金融负债	65	177	156	147	营业外净收支	3	3	3	3
应付款项	49	77	103	138	利润总额	48	57	78	102
其他流动负债	8	14	19	25	所得税费用	7	8	11	14
流动负债合计	122	268	278	310	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	33	33	33	33	归属于母公司净利润	41	49	67	88
其他长期负债	9	9	9	9					
长期负债合计	42	42	42	42	现金流量表 (百万元)				
负债合计	164	310	320	352		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	41	49	67	88
股东权益	174	216	272	346	资产减值准备	(0)	1	0	0
负债和股东权益总计	338	526	593	698	折旧摊销	9	12	15	17
					公允价值变动损失	0	1	1	1
					财务费用	4	8	10	9
关键财务与估值指标					营运资本变动	(26)	(25)	(29)	(33)
	2010	2011E	2012E	2013E	其它	0	(1)	(0)	(0)
每股收益	0.78	0.70	0.96	1.26	经营活动现金流	24	37	53	73
每股红利	0.12	0.11	0.15	0.20	资本开支	(40)	(110)	(22)	(50)
每股净资产	3.32	3.08	3.89	4.95	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	19%	15%	16%	19%	投资活动现金流	(40)	(110)	(22)	(50)
ROE	24%	23%	25%	25%	权益性融资	59	0	0	0
毛利率	42%	41%	41%	40%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	27%	25%	25%	25%	支付股利、利息	(7)	(8)	(11)	(14)
EBITDA Margin	32%	29%	30%	29%	其它融资现金流	7	112	(21)	(9)
收入增长	28%	38%	34%	30%	融资活动现金流	53	104	(31)	(23)
净利润增长率	50%	20%	36%	31%	现金净变动	37	32	0	0
资产负债率	48%	59%	54%	50%	货币资金的期初余额	31	68	100	100
息率	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%	货币资金的期末余额	68	100	100	100
P/E	34.4	38.4	28.2	21.5	企业自由现金流	(15)	(68)	37	28
P/B	8.1	8.8	6.9	5.5	权益自由现金流	(7)	37	8	11
EV/EBITDA	27.0	29.5	22.0	17.8					

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
		刘子宁	021-60933145	闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗 洋	0755-82150633	谭权胜	0755-82136020
		吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
欧阳仕华					
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	