

分析师： 刘元瑞

denghl1@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 邓浩龙

(8621) 68751072

denghl1@cjsc.com.cn

## 科大智能——中国中压配电载波通信产品细分龙头

### 事件描述

上海科大智能科技股份有限公司将于近日在深圳证券交易所首次公开上市，基本情况如下：

- 科大智能采取采用网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式公开发行人 1500 万股（A 股），占发行后总股本（6000 万股）的 25%。

我们预测 2011 年到 2013 年 EPS 分别为：1.21，1.57，1.90，以国内外同行业公司 35~40 倍市盈率作为参考计算，对应估值区间应为 42.3~49.4，建议询价区间为：42.0~50.0 元。

### 事件评论

### 公司概况

科大智能是一家专业从事配电自动化系统、用电自动化系统软硬件产品研发、生产与销售以及配用电自动化工程与技术服务的企业，是既熟悉我国配电网运行状况又掌握核心产品技术的配用电自动化系统供应商和技术服务商，能够为电力行业用户提供定制化的配用电自动化系统整体解决方案。本公司长期致力于中压配电载波通信技术的研究、开发和市场应用，是我国中压配电载波通信领域的领军企业。

### 股权结构

科大智能本次发行前的总股本为 4,500.00 万股，本次发行 1,500.00 万股。公司本次发行前后股本情况如下：

表 1：公司本次发行前后股本情况

| 股 东         | 本次发行前      |        | 本次发行后      |        |
|-------------|------------|--------|------------|--------|
|             | 持股数（股）     | 比例（%）  | 持股数（股）     | 比例（%）  |
| 东财投资        | 17,100,000 | 38.000 | 17,100,000 | 28.500 |
| 黄明松         | 16,875,000 | 37.500 | 16,875,000 | 28.125 |
| 易波          | 2,479,500  | 5.510  | 2,479,500  | 4.133  |
| 中科大公司（SS）   | 2,250,000  | 5.000  | 750,000    | 1.250  |
| 杨锐俊         | 2,250,000  | 5.000  | 2,250,000  | 3.750  |
| 朱宁          | 2,018,250  | 4.485  | 2,018,250  | 3.364  |
| 其他 24 名自然人  | 2,027,250  | 4.505  | 2,027,250  | 3.378  |
| 全国社会保障基金理事会 | -          | -      | 1,500,000  | 2.500  |
| 社会公众股       | -          | -      | 15,000,000 | 25.000 |

合 计 45,000,000 100.000 60,000,000 100.000

资料来源：招股说明书

## 人员结构

报告期内，科大智能随着经营规模的扩张，员工人数逐年增长。截至 2010 年 12 月 31 日，公司员工总数为 180 人，其结构如下：

**表 2：公司人员专业结构**

| 专业类别   | 人 数 | 占员工总数比例 |
|--------|-----|---------|
| 研发人员   | 50  | 27.78%  |
| 生产人员   | 48  | 26.67%  |
| 技术服务人员 | 36  | 20.00%  |
| 销售人员   | 23  | 12.78%  |
| 管理人员   | 23  | 12.78%  |
| 合 计    | 180 | 100.00% |

资料来源：招股说明书

**表 3：公司人员受教育程度**

| 学历类别 | 人 数 | 占员工总数比例 |
|------|-----|---------|
| 硕士   | 15  | 8.33%   |
| 本科   | 85  | 47.22%  |
| 大专   | 52  | 28.89%  |
| 大专以下 | 28  | 15.56%  |
| 合 计  | 180 | 100.00% |

资料来源：招股说明书

## 行业分析

配用电网是电力系统的一个重要环节，具有设备数量多、分布范围广、网架结构复杂的特点。随着计算机技术、软件技术、信息技术、通信技术及新型电力设备技术的发展，二十世纪九十年代末配用电自动化已经成为国际趋势。配用电自动化在提高配电网运行的可靠性和效率，提高供电质量，降低劳动强度，缩短停电时间和减少停电面积等方面，具有重要的经济效益和社会效益。配用电自动化系统由主站、通信系统、自动化监控终端设备三大部分构成，形成一个完整的信息传输与处理系统，实现对配电网运行的远方管理。对于配用电自动化系统来说，三大部分中通信系统是实现数据传输的关键和核心，通信系统将主站的控制命令准确地传送到众多的远方终端，且将远方设备运行状况的数据信息收集到控制中心。配用电自动化通信系统可由多种通信方式组成，主要采用光纤和电力载波通信方式。

随着我国经济的快速发展，配电网规模不断扩大，各地供电局配电网生产运营部门的压力逐年增大，故障处理和运行维护效率不高等运行管理问题日益突出，有必要加快配用电自动化建设，提高配电网供电可靠性以及运行和管理效率。

## 市场容量

随着国家加大智能电网建设，配用电自动化建设将成为我国电力行业新一轮的投资重点，未来十年市场空间广阔。按照国家电网公司 2009 年 5 月出台的《统一坚强智能电网配电环节实施报告》和《统一坚强智能电网用电服务环节实施报告》，预计 2009-2020 年间，在配电环节将投资 13,005.90 亿元。南方电网公司的投资规模约为国家电网公司的 25.00%，据此估算南方电网公司在智能配电网建设方面的投资约为 3,251.48 亿元。因此，国网和南网智能配电网投资约为 16,257.38 亿元。根据国家电网公司、南方电网公司以及相关省、市电力企业规划，其中较大部分投资将投向配用电自动化建设领域。

根据国家电网公司 2010 年 9 月出台的《国家电网公司“十二五”电网智能化规划》，并结合南方电网公司投资，“十

二五”期间，两网配用电自动化建设总投资约为 1,398.76 亿元，其中配电自动化系统 421.13 亿元，用电自动化系统 977.63 亿元。此外，国家已决定实施新一轮农村电网改造升级工程，而农网改造主要是配用电设施建设，这将为配电、用电自动化系统建设带来更大的发展空间。

间。

## 宏观背景

我国电力行业投资长期以来存在重电源、轻电网的情况，电源投资和电网投资比例失衡，配用电自动化建设投入尤为不足。国家电力监管委员会在 2007 年《电力监管年度报告（2006）》中明确指出：“当前电力建设发展中存在的主要问题之一是‘输变电建设严重滞后于电源建设，配电网建设滞后于主网建设，负荷中心受端电网建设滞后于送端电网建设’。”

在投资结构方面，我国电网投资与电源投资比例已由 40: 60，逐步调整到 50: 50。2008 年电网投资占电力行业总投资比重首次超过 50.00%。2009 年，我国电力投资规模继续增加，总投资额 7,558.00 亿元，同比增长 19.93%。其中，电源、电网分别完成投资 3,711.00 亿元和 3,847.00 亿元，同比分别增长 8.92% 和 33.34%。电网投资增速显著高于电源投资增速，电网投资占电力投资的比重大幅增加。今后，我国电力投资将继续向电网倾斜。

根据国家电网统计，截止到 2008 年底，国家电网公司累计建设配电线路 16.06 万条，总长 164.85 万公里，线路保护设备共 185,341 套。我国配用电网当前存在网架薄弱、供电能力不足、线路设备功能分散且可靠性较差、线损较高，特别是自动化程度低等问题。

2007 年以前，我国部分城市在不同层次、不同规模上对配用电自动化进行了试点，但主要集中在北京、上海、浙江、山东等直辖市和东部发达地区。目前，国内城市配电自动化系统的覆盖率仅为 8.90%，与国外发达国家相比我国配用电自动化水平很低。日本配网自动化覆盖率为 58.00%（其中，东京为 70.00%、九州为 80.00%、福冈为 100.00%），德国为 56.00%，韩国为 45.00%。

## 市场壁垒

配用电自动化行业属于电力行业，电力系统对安全运行的要求很高，进入该行业面对着技术、人才、经验、资金等形成的较高的综合行业壁垒，主要表现在以下几个方面：

### 1、技术壁垒

电力自动化行业是一个技术壁垒较高的行业。由于电力自动化涉及的技术领域广泛，是计算机技术、通信技术、自动化控制技术、网络技术、嵌入式技术、软件开发及病毒防护、电力电子技术等的综合运用，因此能够进入这一领域的企业需要具备较强的技术研发能力。

### 2、人才壁垒

电力自动化产品涉及的技术领域广泛，是信息技术和电力系统理论紧密结合的产物。要为电力企业提供可靠实用的电力自动化产品，必须拥有一批既精通计算机技术、电子技术、通信技术、自动化控制技术、电力电子技术，又熟悉电力系统运行和管理的人才，此外产品还需要根据客户的不同需求进行定制化设计。这不仅要求从业人员有较强的学习和创新能力，还需要拥有长时间的经验积累和技术储备，一般的公司很难同时拥有这类多元化复合型人才，进入本行业的人才壁垒较高。

### 3、行业准入壁垒

出于对电力和电网安全运行的考虑，电力系统对电力设备制造商实行资质审查，进入电网运行的设备必须严格按照国家标准和电力行业标准生产和验收。厂商新研制的设备要取得入网资格，除了必须通过国家或行业权威检测机构的各种动模试验、型式试验等检测并通过鉴定外，还需要有一定时间的挂网试运行，这对新进入的企业形成一定准入限制。此外，国家对部分电力自动化产品生产施行强制认证制度，要取得相关生产许可证，需具备相应的技术检测报告或技

术成果鉴定、销售业绩、注册资金、生产场地、设备人员等一系列条件。

#### 4、从业经验壁垒

由于电力设备对于电力系统的安全稳定运行至关重要，电力系统对这类设备的运行稳定性和可靠性等有很高的要求。同时，在市场竞争中，供应商的品牌、信誉、经验、实力是确定投标资格和影响中标结果的重要依据，只有长期从事电力自动化行业、积累了丰富的行业运行经验的企业才能保持持续的发展态势。

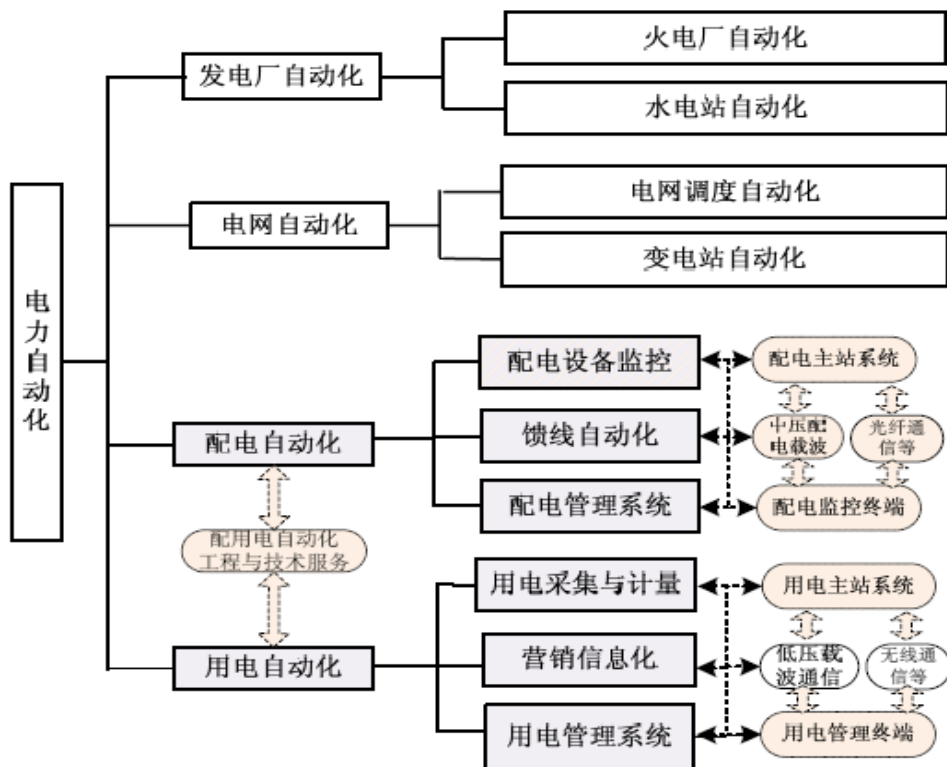
#### 5、资金壁垒

电力系统设备招投标通行的质量保证金制度要求供应商有足够的流动资金以保证生产和销售的可持续性；而且，目前国内电力行业的设备采购、货款结算遵守严格的资金预算管理制度，付款时间一般集中在年底或次年年初，从而对生产企业的资金周转速度造成不利影响，对企业的持续生产经营形成资金压力。同时，技术不断进步以及行业竞争日趋激烈要求企业不断投入人力和物力进行新产品、新技术研究开发，没有一定资金积累或支持的公司将难以适应市场竞争的需要。

## 公司经营分析

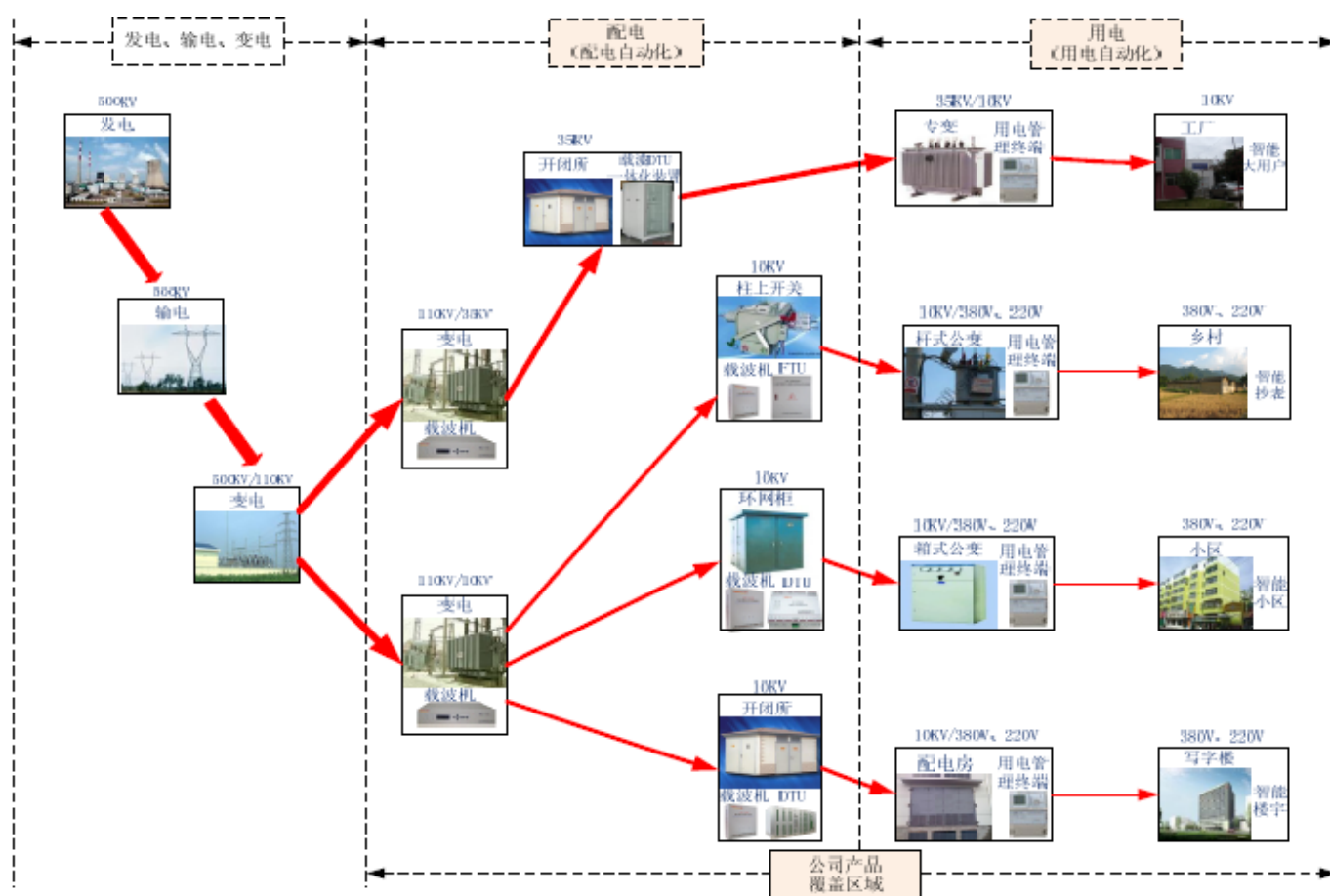
公司 2002 年成立以来一直致力于配用电自动化领域的研发和生产，业务涵盖配电自动化系统、用电自动化系统、配用电自动化工程与技术服务三块。

图 1：公司业务在电力自动化产品分类中的位置（灰色部分）



资料来源：招股说明书 长江证券研究部

图 2：本公司产品在电能传输链中的具体应用



资料来源：招股说明书 长江证券研究部

## 主营产品

科大智能已经建立以中压电力线载波通信技术为特色，以配电自动化系统为核心，以用电自动化系统和配用电自动化工程与技术服务为支撑的业务体系。公司配电自动化系统、用电自动化系统、配用电自动化工程与技术服务的产品和服务内容系按配用电自动化业务各环节进行分类。

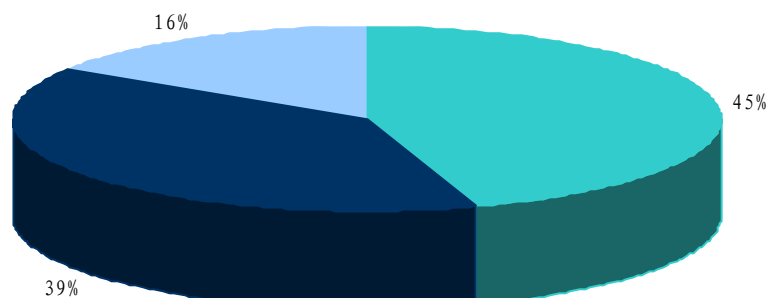
配电自动化系统由主站、通信系统、自动化监控终端设备三大部分构成，形成一个完整的信息传输与处理系统，实现对配电网运行的远方管理。公司配电自动化系统的产品和服务为系列化软硬件产品及技术开发与服务，主要包括中压配电载波通信系统、配电自动化主站软件和配电自动化监控终端产品。

用电自动化系统由主站、通信系统、自动化管理终端设备三大部分构成，形成一个完整的信息传输与处理系统，实现对用电设备运行的远方管理。公司用电自动化系统的产品和服务为系列化软硬件产品及技术开发与服务，主要包括用电自动化主站软件产品和用电自动化管理终端产品。

配用电自动化工程与技术服务主要为用电客户提供专业化的服务，解决客户自用或公共用电的电力自动化工程建设、项目设计优化咨询、运营维护服务等。公司配用电自动化工程与技术服务的产品和服务主要包括用户配变电新建和改扩建工程、工程方案设计与技术咨询以及运营维护服务。

图 3：各大类产品 2010 年占总营业收入比例

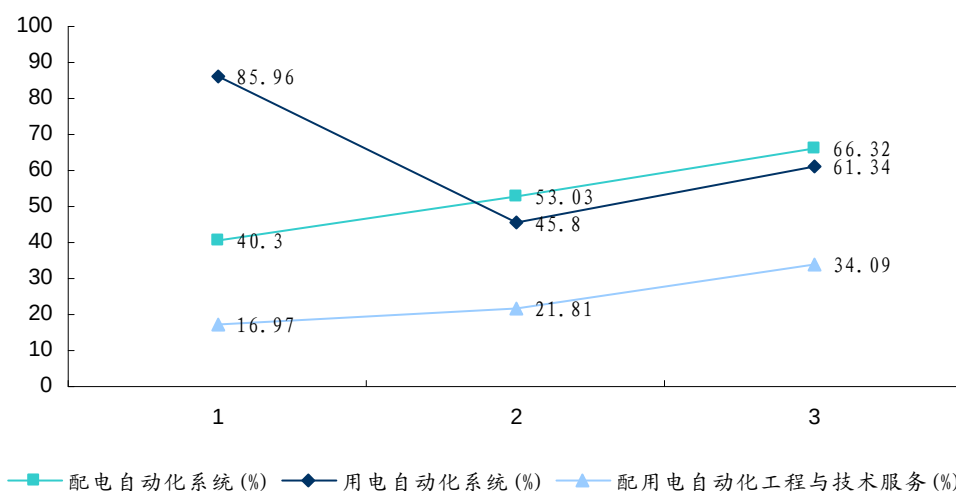




■ 配电自动化系统 ■ 用电自动化系统 ■ 配用电自动化工程与技术服务

资料来源：招股说明书 长江证券研究部

图 4：各大类产品 2008 年-2010 年毛利率变化



■ 配电自动化系统 (%) ■ 用电自动化系统 (%) ■ 配用电自动化工程与技术服务 (%)

资料来源：招股说明书 长江证券研究部

## 竞争对手和市场份额

### 配电自动化系统领域竞争对手和市场份额

目前公司在该细分产品领域的主要竞争对手有：南瑞水情、许继电控设备公司、深圳市业通达实业有限公司、华北电力大学四方研究所等。根据国内有关城市配电自动化建设情况估算，公司最近三年在中压配电载波通信系统的市场份额均排名第一，市场占有率约为 40%-50%。

### 用电自动化系统领域市场份额

目前公司在该领域的主要竞争对手有：长沙威胜仪表集团有限公司、深圳市科陆电子科技股份有限公司、深圳浩宁达仪表股份有限公司。因在用电自动化管理终端细分产品领域无公开渠道获取有效市场数据，故未作市场份额排名比较。

### 配用电自动化工程与技术服务领域市场份额

我国配用电自动化工程与技术服务市场空间广阔，公司在该业务领域积累了丰富的经验，取得了一系列资质，拥有一

支优秀的产品开发和项目管理队伍，在市场竞争中处于优势地位，目前主要在上海和江苏开展业务，招投标过程中的主要竞争对手有：上海大华工程设备安装有限公司、上海华军电力安装工程有限公司和江苏昆山通用电气实业公司。因在该领域无公开渠道获取有效市场数据，故未作市场份额排名比较。

## 公司竞争优势

### 技术与研发优势

科大智能围绕掌握的核心技术，已经研制出中压配电载波通信系统、配电自动化主站软件、配电自动化监控终端、用电自动化主站软件、用电自动化管理终端等系列化产品。本公司的核心产品电力线多址载波通信机是国家级火炬计划项目产品，其通信速率、误码率、无中继传输距离、接收灵敏度、抗雷击、抗高温等多项技术指标处于国内领先水平。

经过多年发展，科大智能形成了一支优秀的技术研发团队，该团队成员学历层次高，学科分布合理，年龄结构以中青年为主，年富力强，富于创新精神，有能力通过创新保持公司的技术领先优势。本公司现在有研发人员 50 人，占公司总人数的 28%，高级研究开发人员 18 人，其中高级工程师 4 人，工程师 12 人，高级技术顾问 2 名，专业涵盖电力自动化、通信工程、计算机、电子技术、网络工程、电力电子等多个专业学科，不但拥有深厚的理论基础，且在工作中积累了丰富的技术实践经验。

### 产学研合作优势

科大智能与合肥工业大学、中国科学技术大学技术转移中心签订了《产学研战略合作协议》，长期与其在电力自动化、电子信息、计算机信息系统等领域开展紧密型技术合作，目前正就有关智能电网、通信网络、电力电子应用领域关键技术开展项目合作。此外，本公司还积极与中国电力科学院、上海电力公司、广东电力设计院等机构开展技术交流与合作，保持研发紧跟客户的需求，紧跟智能配电网的技术发展方向。

### 市场先入优势

科大智能是国内最早从事中压配电载波通信技术研究并将该项技术进行产业化的企业之一，经过多年积累和市场开拓，公司在技术、品牌、市场等方面已经确立了领先地位。

配电自动化行业在技术、人才、行业、产品等方面的综合壁垒较高，目前在配电自动化中压载波通信、主站软件和监控终端市场领域竞争对手较少，科大智能依托在技术、品牌、市场等方面已经确立的地位，在今后市场开拓中的市场先入优势明显。公司不仅能够抢抓中压配电载波通信产品市场大发展的先机，而且可以利用中压配电载波通信系统在配电自动化系统中的关键作用，开发中压配电载波通信与配电监控终端一体化产品，提高产品的技术含量和附加值，进一步提升公司开拓配电自动化监控终端细分产品市场的竞争力。

### 品牌及产品优势

科大智能依托于股东单位中国科学技术大学的社会知名度，从成立伊始就树立了良好的品牌形象。经过多年的发展，公司已经成为中压配电载波通信领域的领军企业，国家电力招标网的供应商会员企业，在全国的市场知名度和美誉度较高。

依托业已建立的品牌形象，科大智能不仅能够很好地开拓中压配电载波通信产品市场，而且能够向其他配用电自动化领域乃至行业应用领域拓展，进而在市场开拓过程中形成良好的品牌效应。

## 募资投向分析

公司本次拟发行 1,500 万股社会公众股，本次发行拟募集资金 16,252 万，主要投向智能配电网通信和监控终端产业化建设项目、研发中心建设、营销网络建设三个项目。

**表 4：发行募集资金扣除发行费用后将投资于以下项目：**

| 序号 | 项目名称                | 项目投资<br>总额 | 预计固<br>定资产投<br>资 | 项目备案情况                            |
|----|---------------------|------------|------------------|-----------------------------------|
| 1  | 智能配电网通信与监控终端产业化建设项目 | 11,296.00  | 8,896.00         | 合肥市发展和改革委员会发改备[2010]313 号         |
| 2  | 研发中心建设项目            | 2,490.00   | 1,391.50         | 合肥市发展和改革委员会发改备[2010]314 号         |
| 3  | 市场营销网络建设项目          | 2,466.00   | 2,290.00         | 上海市张江高科技园区管理委员会沪张江园区管备[2010]113 号 |
| 4  | 其他与主营业务相关的营运资金项目    | -          | -                | -                                 |

资料来源：公司招股说明书

本项目建成后将形成年产中压配电载波通信系列产品 15,000 套、配变监测与计量终端（即用电自动化管理终端）系列产品 40,000 台及馈线监控终端产品（即配电自动化监控终端）2,500 套的综合生产能力，预计实现销售收入 30,519.00 万元，年利润总额 8,531.82 万元。



## 风险提示

### 依赖于电力行业投资的风险

科大智能是一家专业从事配电自动化系统、用电自动化系统软硬件产品研发、生产与销售以及配用电自动化工程与技术服务的企业，主营业务的增长依赖于国内电力行业发展，尤其是电网建设投资。近年来，国家不断加大对电网的投资力度，电网建设投资不断增长，2008 年电网投资占电力行业总投资比重首次超过 50%。2009 年，国家提出了投资规模巨大的智能电网建设规划，本公司面临广阔的行业发展前景，且本公司在配用电自动化领域竞争优势突出，特别是在中压配电载波通信领域处于技术和市场领先地位，具备把握行业发展机遇的能力。但如果电力行业发展特别是电网建设、改造的产业政策发生变化，投资出现波动，使得本公司所处细分行业发展放缓，公司的业务经营将受到影响，存在着主营业务依赖电力行业投资的风险。

### 销售较为集中的风险

科大智能的主要客户为各级电力公司及其指定的设备采购单位，以及用电大客户。公司正处于高速成长期，虽然业务发展速度很快，但业务规模相对较小，销售较为集中。2008 年度、2009 年度和 2010 年度，本公司对前五名客户的销售金额分别占公司同期营业收入的 78.05%、60.06%和 67.71%。

同时，受我国电力行业普遍存在由各级电力公司及其指定的设备采购单位统一采购电力设备的情况影响，造成一段时期内公司销售客户相对集中。2008 年度、2009 年度和 2010 年度，科大智能来自上海久隆电力科技有限公司的营业收入分别占同期公司营业收入的 41.21%、26.22%和 29.17%，经营业绩对大客户有一定的依赖。

### 季节性波动的风险

科大智能收入和利润均呈现出一定的季节性特征，公司营业收入和净利润的实现主要集中在下半年，上半年尤其是一季度相对较少。2008 年、2009 年和 2010 年最近三年下半年，公司实现的收入分别为当年全年主营业务收入的 76.75%、73.52%和 71.76%，实现的净利润分别为当年全年净利润的 105.42%、89.82%和 83.57%。

由于受电力系统客户预算管理和春节假期期间生产作业安排等因素影响，导致公司一季度季节性特征更为明显，营业收入较少，2008 年、2009 年及 2010 年最近三年一季度主营业务收入分别为 578.02 万元、660.15 万元、1,089.02 万元，分别占当年主营业务收入的 13.99%、7.95%和 7.89%，由于营业收入较少，而折旧、工资等固定费用按期计提，管理费用等仍持续支出，因此报告期内一季度出现亏损现象。2008 年、2009 年及 2010 年最近三年一季度净利润分别为-56.29 万元、9.30 万元、-106.64 万元，分别占当年净利润的-9.57%、0.52%和-2.17%。

### 市场竞争加剧的风险

我国电力行业投资长期存在重电源、轻电网的状况，对配用电自动化建设投入较少。2007 年以前，我国配用电自动化建设处于技术示范、局部地区试点阶段，行业内从业企业数量较少。随着国家逐步加大电网投资和智能电网建设，我国配用电自动化建设正在步入大规模发展阶段，在未来一段时期内，本行业将得以快速发展，面临广阔的市场发展机遇。该领域将吸引更多的竞争对手进入，从业企业的数量预计将增加，市场竞争将有所加剧。

### 税收优惠政策变化的风险

**所得税优惠：**本公司是上海市科学技术委员会认定的高新技术企业，上海市经济和信息化委员会认定的软件企业。根据《中华人民共和国企业所得税法》及其它相关规定，公司自 2008 年 1 月 1 日起至 2009 年 12 月 31 日止，免征企业所得税；自 2010 年 1 月 1 日起至 2012 年 12 月 31 日止，减征 50%企业所得税税额，实际减按 12.50%税率征收企业所得税。

**增值税优惠：**根据国家相关规定，2010 年底以前，本公司及全资子公司自行开发研制软件产品销售收入按 17.00%的法定税率计缴增值税，对实际税负超过 3.00%的部分实行即征即退政策。

表 4：公司享受的税收优惠对公司各年度净利润的影响（单位：万元）

| 项目                | 2010 年度 | 2009 年度 | 2008 年度 |
|-------------------|---------|---------|---------|
| 税收优惠金额            | 852.7   | 453.7   | 111.7   |
| 其中：增值税返还金额        | 183.1   | 44.9    | 1.1     |
| 所得税优惠金额           | 669.6   | 408.8   | 110.6   |
| 利润总额              | 5658.3  | 1803.6  | 588.2   |
| 税收优惠金额占利润总额的比例（%） | 15.07   | 25.16   | 19.00   |

资料来源：公司招股说明书

## 财务报表及指标预测

| 利润表（百万元）   |       |       |       |       | 资产负债表（百万元） |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |            | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 营业收入       | 138   | 227   | 333   | 465   | 货币资金       | 65    | 670   | 403   | 584   |
| 营业成本       | 56    | 102   | 165   | 249   | 交易性金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 毛利         | 82    | 125   | 168   | 216   | 应收账款       | 35    | 57    | 83    | 117   |
| % 营业收入     | 59.1% | 55.2% | 50.4% | 46.5% | 存货         | 22    | 39    | 64    | 97    |
| 营业税金及附加    | 2     | 3     | 5     | 7     | 预付账款       | 6     | 11    | 18    | 27    |
| % 营业收入     | 1.4%  | 1.4%  | 1.4%  | 1.4%  | 其他流动资产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 销售费用       | 11    | 20    | 30    | 42    | 流动资产合计     | 128   | 777   | 568   | 825   |
| % 营业收入     | 7.7%  | 9.0%  | 9.0%  | 9.0%  | 可供出售金融资产   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 管理费用       | 16    | 27    | 40    | 56    | 持有至到期投资    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入     | 11.8% | 12.0% | 12.0% | 12.0% | 长期股权投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用       | 1     | -1    | -2    | -2    | 投资性房地产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入     | 0.4%  | -0.3% | -0.6% | -0.4% | 固定资产合计     | 49    | 165   | 523   | 453   |
| 资产减值损失     | 0     | 2     | 2     | 2     | 无形资产       | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 公允价值变动收益   | 0     | 0     | 0     | 0     | 商誉         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益       | 0     | 0     | 0     | 0     | 递延所得税资产    | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润       | 52    | 74    | 93    | 111   | 其他非流动资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入     | 37.5% | 32.4% | 28.0% | 23.9% | 资产总计       | 182   | 946   | 1096  | 1282  |
| 营业外收支      | 5     | 10    | 15    | 20    | 短期贷款       | 25    | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额       | 57    | 84    | 108   | 131   | 应付款项       | 37    | 66    | 108   | 164   |
| % 营业收入     | 41.0% | 36.9% | 32.6% | 28.2% | 预收账款       | 12    | 19    | 28    | 40    |
| 所得税费用      | 7     | 11    | 14    | 17    | 应付职工薪酬     | 0     | 0     | 1     | 1     |
| 净利润        | 49    | 73    | 94    | 114   | 应交税费       | 8     | 12    | 15    | 19    |
| 归属于母公司所有者  |       |       |       |       | 其他流动负债     | 1     | 1     | 2     | 3     |
| 的净利润       | 49.2  | 72.7  | 94.1  | 114.1 | 流动负债合计     | 82    | 99    | 154   | 226   |
| 少数股东损益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 长期借款       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EPS（元/股）   | 0.82  | 1.21  | 1.57  | 1.90  | 应付债券       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 现金流量表（百万元） |       |       |       |       | 递延所得税负债    | 0     | 0     | 0     | 0     |
|            | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 其他非流动负债    | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 经营活动现金流净额  | 46    | 84    | 134   | 184   | 负债合计       | 84    | 101   | 156   | 228   |
| 取得投资收益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 归属于母公司     | 97    | 845   | 939   | 1053  |
| 收回现金       |       |       |       |       | 所有者权益      |       |       |       |       |
| 长期股权投资     | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东权益     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产投资     | 0     | 0     | 0     | 0     | 股东权益       | 97    | 845   | 939   | 1053  |
| 固定资产投资     | -15   | -130  | -403  | -5    | 负债及股东权益    | 182   | 946   | 1096  | 1282  |
| 其他         | 0     | 0     | 0     | 0     | 基本指标       |       |       |       |       |
| 投资活动现金流净额  | -14   | -130  | -403  | -5    |            | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 债券融资       | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS        | 0.819 | 1.212 | 1.568 | 1.902 |
| 股权融资       | 0     | 675   | 0     | 0     | BVPS       | 2.16  | 18.78 | 15.65 | 17.55 |
| 银行贷款增加（减少） | 22    | -25   | 0     | 0     | PE         | 54.92 | 37.14 | 28.69 | 23.65 |
| 筹资成本       | 19    | 1     | 2     | 2     | PEG        | 1.69  | 1.15  | 0.88  | 0.73  |
| 其他         | -39   | 0     | 0     | 0     | PB         | 20.83 | 2.40  | 2.88  | 2.56  |
| 筹资活动现金流净额  | 2     | 651   | 2     | 2     | EV/EBITDA  | 48.72 | 23.09 | 16.83 | 11.43 |
| 现金净流量      | 34    | 605   | -267  | 181   | ROE        | 50.6% | 8.6%  | 10.0% | 10.8% |

### 分析师介绍

邓浩龙，上海交通大学模式识别与智能系统硕士，从事电力设备行业研究

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，从事行业研究

### 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话              | E-mail                             |
|-----|---------|-----------------|------------------------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理  | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 鞠 雷 | 华南区总经理  | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理 | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理 | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn  |

### 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                     |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 相对表现弱于市场                                                                                                          |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

### 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。