

民用防雷的龙头企业

建议询价区间:

8.25 - 8.40 元

上市首日定价区间:

11.00 - 12.32 元

报告日期: 2011-06-28

报告关键点:

- 中国电涌保护行业第一股, 已经成功开拓海外市场, 国内市场潜力巨大。
- 预测公司2010-2012 年EPS 分别为0.44元、0.63元、0.81元。上市首日定价区间11元-12.32元。询价区间8.25元-8.4元。

报告摘要:

- 公司业务:** 明家科技的主营业务是电涌保护产品的研发, 生产和销售。同时辅助生产一些塑料模具和塑胶制品。电涌保护产品主要应用于民用电器的保护, 以及工业设备的过电压保护, 如通信, 安防, 电力, 建筑, 铁路, 石化等行业。另外公司在订单不饱和时, 会利用注塑机生产一些塑胶制品。
- 行业分析:** 公司所面对的市场分为国际、国内和工业、民用两个维度。目前国际市场相对比较成熟, 国内的民用市场一直得不到用户的重视。随着国内电气化程度的不断提高, 各种精密仪器的大量使用, 以及人们对用电稳定性和安全性意识的提高, 国内民用电涌保护市场将逐渐打开。国内工业电涌保护市场也将受益于石化, 煤炭, 钢铁, 风电等行业的大规模投资。
- 公司竞争优势:** 明家科技专注于做电涌保护产品, 并且跟国际知名的渠道分销商建立了良好的合作关系。在进行ODM业务的同时, 积极开发具有自主知识产权的产品, 巩固公司的行业龙头地位。
- 募集项目资金分析:** 明家科技本次拟公开发行1,900万股, 拟募集资金1.4亿元, 全部用于公司主营业务相关项目和运营资金。募集资金项目主要包括2个: (1) 系列化电涌保护器 (SPD) 开发技术改造项目; (2) 其他与主营业务相关的营运资金项目。募投资金将进一步扩大总司的产能, 增强公司的竞争力。
- 盈利预测与公司估值:** 预测公司2010-2012 年EPS 分别为0.44元、0.63元、0.81元。我们建议给予公司2011年EPS25-28倍的市盈率, 得出上市公司上市首日定价区间11元-12.32元。
- 询价建议:** 按照2010年EPS25-28倍的市盈率询价, 询价区间8.25元-8.4元。
- 风险提示:** 我们认为公司主要的风险来自于客户集中度过高的风险, 原材料价格大幅波动的风险、海外需求变化的风险, 进出口退税政策变动的风险, 人民币汇率变动的风险。

发行数据

总股本(万股)	5,600
发行数量(万股)	1,900
网下发行(万股)	378
网上发行(万股)	1,522
保荐机构	民生证券有限责任公司
发行日期	2011-07-04
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

周建林	58.96%
周建禄	21.43%
其他自然人股东	6.73%
王平	5.14%
朱志林	2.57%
黄映凤	1.50%
敖访记	1.07%
马洪明	.93%
黄俊	.88%
李浩棠	.79%

黄守宏
 010-66581627
 执业证书编号

首席行业分析师
 huangsh@essence.com.cn
 S1450511020024

报告联系人
财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	132.2	203.3	264.2	343.5	446.6
Growth(%)	44.0%	53.8%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润	17.8	24.5	33.0	46.9	61.1
Growth(%)	41.4%	37.7%	34.9%	42.0%	30.4%
毛利率(%)	32.4%	29.6%	31.0%	32.0%	32.0%
净利率(%)	13.4%	12.0%	12.5%	13.6%	13.7%
每股收益(元)	0.24	0.33	0.44	0.63	0.81
每股净资产(元)	1.10	1.43	4.31	4.81	5.46
净资产收益率(%)	21.5%	22.9%	10.2%	13.0%	14.9%
ROIC(%)	59.4%	46.4%	44.9%	22.9%	21.3%

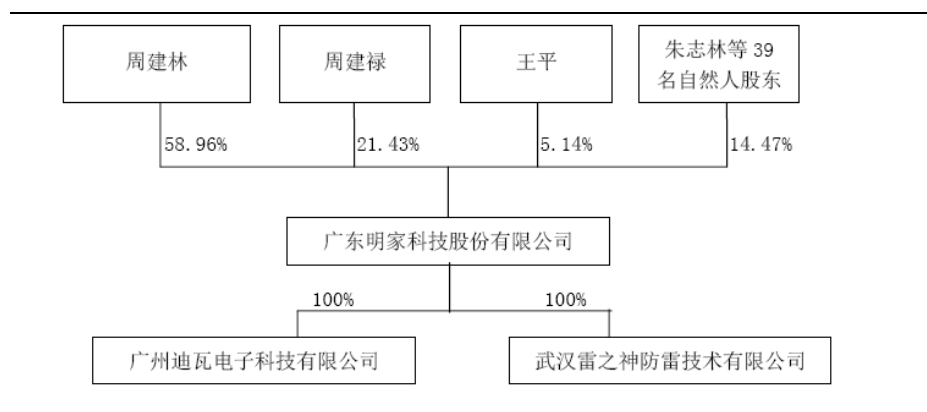
1. 专注于海外民用防雷细分市场的龙头企业

广东明家科技股份有限公司是一家专注于海外民用防雷细分市场的，集研发、生产、销售电涌保护产品，防雷工程设计和防雷工程施工于一体的龙头公司。公司产品主要销往美国，日本和欧洲等经济发达地区。同时与国际知名的渠道分销商建立了密切的合作关系。目前公司的产品已经广泛的应用于通讯，石化，铁道，建筑，安防等行业。公司具有较强的研发能力和创新能力，近年来共获得 53 项技术专利和多项荣誉，大多数产品获得了美国，加拿大，日本，德国，英国，中国等国家的质量认证。

1.1. 股权结构

明家科技前身是东莞市明家电子工业有限公司，于 2008 年 10 月 23 日整体变更为股份有限公司，公司的发起人为周建林、周建禄、王平、朱志林、黄映凤、敖访记、李浩棠、梁玉英、吴汉生、张涛、汤松榕、方礼霞、欧阳勇斌、王培育、曾凡然、和柳勇共 16 名自然人股东。其中周建林是公司的实际控制人，持有公司发行前股份 58.96%。

图 1 明家科技发行前股权结构图



数据来源：招股说明书

本次发行前公司总股本为 5,600 万股，本次拟向社会公众公开发行 1,900 万股人民币普通股，发行后公司股本总额为 7,500 万股，本次发行的股份占发行后总股本的比例为 25.33%。

表 1 明家科技发行前后股权比例

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
	周建林	3,302	58.96%	3,302	44.03%
	周建禄	1,200	21.43%	1,200	16.00%
	其他自然人股东	337	6.02%	337	4.49%
	王平	288	5.14%	288	3.84%
一、有限售条件的股份	朱志林	144	2.57%	144	1.92%
	黄映凤		1.50%		1.12%

	84		84	
敖访记	60	1.07%	60	0.80%
马洪明	52	0.93%	52	0.69%
黄俊	49	0.88%	49	0.65%
李浩棠	44	0.79%	44	0.59%
吉赛	40	0.71%	40	0.53%
二、本次发行流通股	-	-	1,900	25.33%
总股本	5,600	100.00%	7,500.0	100.00%

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

1.2. 主要业务简介

明家科技的主营业务是电涌保护产品的研发、生产和销售。同时辅助生产一些塑料模具和塑胶制品。电涌保护产品主要应用于民用电器的保护，以及工业设备的过电压保护，如通信，安防，电力，建筑，铁路，石化等行业。公司的民用电涌保护产品主要销往美国，日本，欧洲等发达国家；工业产品销往国内，但是比例较小。另外公司在订单不饱满时，会利用注塑机生产一些塑胶制品。

表 2 明家科技主要电涌保护产品的用途

名称	使用位置	功能
插座式精细化电涌保护器	住宅和办公场所室内终端低压用电设备	防止因雷击、操作过电压、人为误操作等引起的电涌对设备造成的损害，属第 III 级(精细化)防护。可根据客户需求，具备电源和信号电涌保护、防触电、滤波、遥控等单一功能或集成功能
集成型电涌保护器	低压交流配电系统、建筑物入户端	防止因雷击、操作过电压、人为误操作等引起的电涌对设备造成的损害，属第 I/II 级防护。可独立安装，也可用于室外，内置多种电涌保护模块，可根据客户需要增加遥控等附属功能
电源电涌保护模块	安装在配电箱内或单独使用	防止因雷击、操作过电压、人为误操作等引起的电涌对设备造成的损害，属第 I/II 级防护。需与空气开关配合使用，主要用于各类建筑物的入户端、变压器的输出端、建筑物的分配电系统
信号电涌保护器	通信信号设施的前端	防止雷击、操作过电压、静电感应等引起的电涌对设备造成的损害，属第 III 级防护。主要用于广播线路、路由器、网络服务器、网络终端、各种视频监控系统等各种通信信号设施的电涌保护。

数据来源：招股说明书

图 2 插座式民用电涌保护器



数据来源：招股说明书

图 3 集成型电涌保护器



数据来源：招股说明书

图 4 电源电涌保护模块



数据来源：招股说明书

图 5 信号电涌保护器

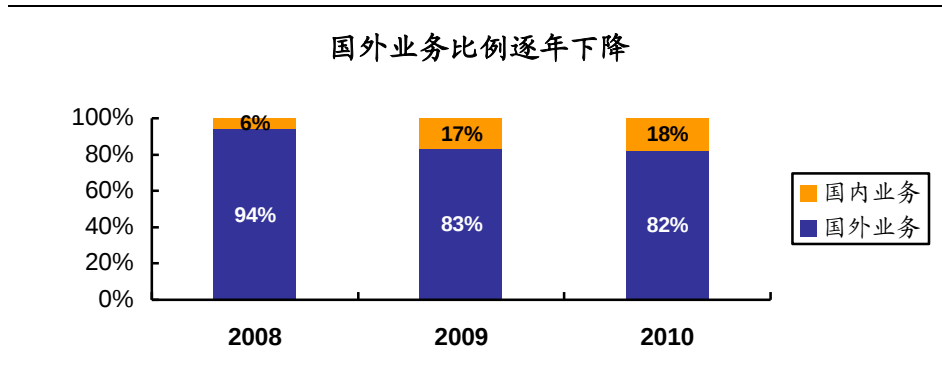


数据来源：招股说明书

1.3 销售模式与销售渠道

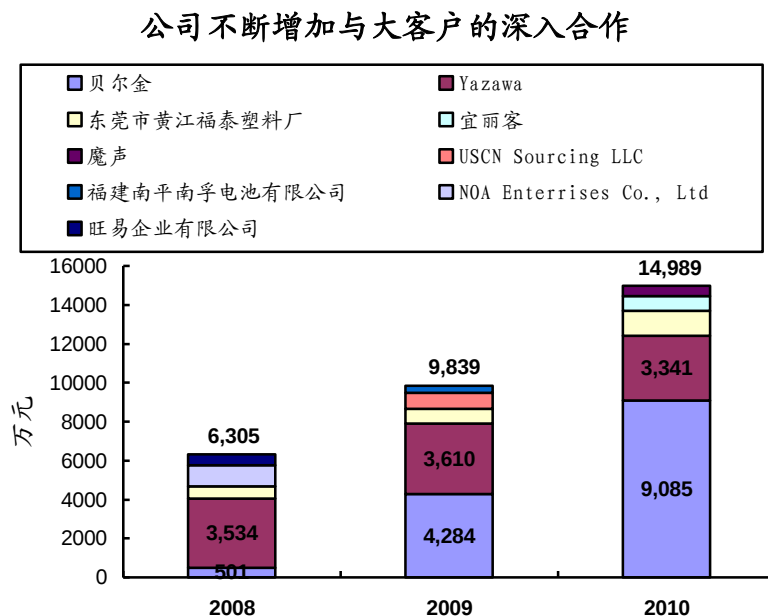
公司面对的市场主要是国际的民用电涌保护市场。虽然公司近两年在不断的拓展国内工业电涌保护市场，但是出口的民用电涌保护产品仍然占了销售收入的 80%以上。国际民用电涌保护市场目前基本被国际知名渠道商所控制，因此通过与国际知名渠道商的合作，将产品销往海外是公司的重要的营业模式。目前公司的出口业务基本上采用的是 ODM 模式，即由委托方提出产品的功能，性能构思，制造商负责产品的研发、设计和制造，产品采用委托方指定的商标。目前公司的核心客户包括贝尔金、YAZAWA 等国际知名企业。

图 6 明家科技国内订单与出口业务对比



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 7 明家科技主要客户订单份额



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

表 3 公司主要海外分销商介绍

客户名称	客户简介
贝尔金 (Belkin International, Inc.)	创立于 1983 年，是美国最大的 IT 外设配件产品供应商。总部位于美国洛杉矶，在中国、英国、德国、巴西、印度、韩国设有分支机构。贝尔金在全球拥有 2000 名以上的员工，全球营业额 10 亿美元。
YAZAWA	成立于 1981 年 5 月，现有员工 230 人，在东京、大阪、名古屋等 7 个城市有营业机构。
魔声 (Monster)	创立于 1979 年，是全球第二大从事高级音响线材研发和销售的公司，业务领域主要在家庭、汽车和专业级连接音频电缆，以及防雷、防噪的供电组件，至今魔声有超过 4000 个产品在 80 个国家销售
宜丽客 (Elecom 株式会社)	成立于 1986 年，是日本最大的 IT 外设配件、办公用品、音响配件供应商之一，员工超过 300 人，业务遍及美国、欧洲和亚洲，2007 财年营业收入 480 亿日元(约 4 亿美元)。

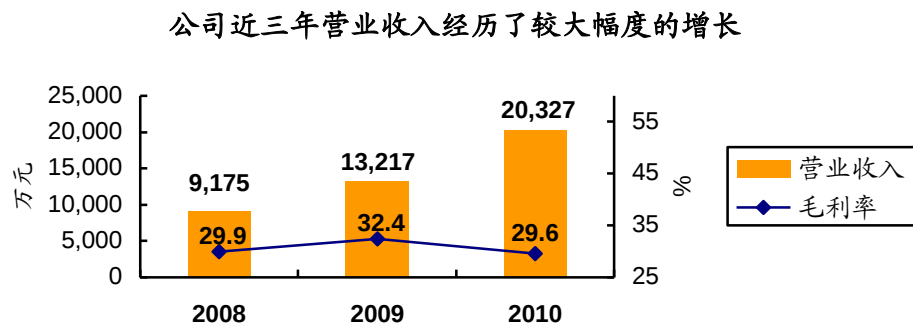
数据来源：招股说明书

1.4. 财务分析

明家科技 2010 年的营业收入和净利润经历了较大的增长，原因是维持已有大客户的同时，开拓了与贝尔金公司的深入合作。公司在 2009、2010 年收入增速分别为 44% 和 54%，净利润增速分别为 38% 和 42%。公司的净利润率近三年内逐年下降，因此净利润的增速略低于营业收入增速。2010 年铜价涨幅较大，虽然公司通过提高价格来转嫁成本，抵消了一部分原材料涨价因素，但是仍然经历了较大的毛利率下滑，直接影响

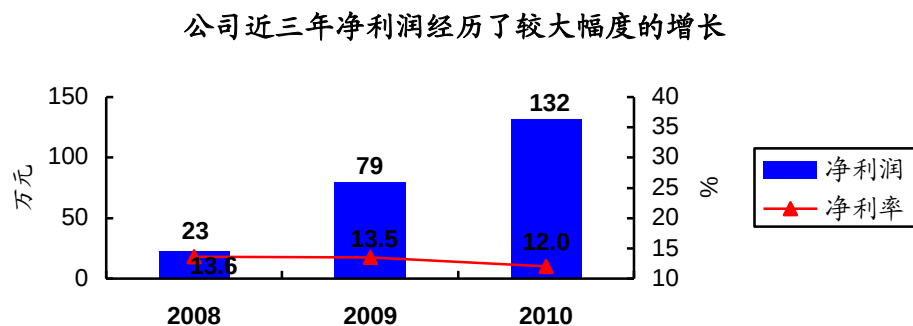
了 2010 年的净利率。除此以外，公司的净利润还会受出口退税政策波动的影响。

图 8 明家科技近三年营业收入增长情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 9 明家科技近三年净利润增长情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

表 4 公司近三年的盈利情况

	2010 年	2009 年	2008 年
营业收入 (百万元)	20,327	13,217	9,175
净利润 (百万元)	2,446	1,777	1,248
净资产收益率 (%)	25.82	24.97	21.02
综合毛利率 (%)	29.57	32.36	29.90
期间费用率 (%)	17.26	19.43	16.20
销售净利率 (%)	12.04	13.45	13.60

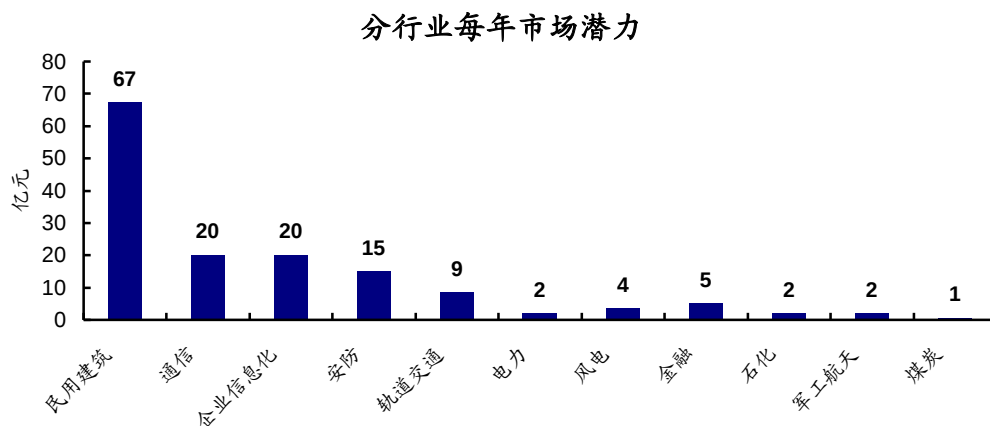
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

2. 行业及公司竞争优势分析

2.1. 国外市场较为成熟，国内市场潜力巨大

国外的电涌保护市场较为成熟，而中国则起步较晚，直到 20 世纪 50 年代才出现。并且在随后的 50 年发展历程中，相关标准的不完善，民众电涌保护意识的薄弱，使得电涌保护行业一直未能得到重视。随着国内经济电气化程度的不断提高，各种精密仪器的大量使用，以及人们对用电稳定性和安全性意识的提高，中国的电涌保护市场将得到长足的发展。

图 10 国内工业电涌保护市场每年分行业市场潜力



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

2.2. 国际民用市场竞争激烈，公司不断拓展国内工业市场

全球电涌保护行业分为民用板块和工业板块。国际市场的工业电涌保护产品附加值较高，长期被跨国公司垄断。国内暂时没有民用电涌保护意识，起步很慢。因此本公司参与的细分竞争市场主要为民用国际市场和工业国内市场。

民用国际市场：民用电涌保护器是欧美等发达国家的必需品，中国的企业通过国际知名的分销商参与国际竞争。目前台湾和大陆的企业是该产品的主要供应商。民用国际市场竞争激烈，市场化程度高。

表 5 国内公司参与国际民用市场竞争情况

企业名称	2010	2009	2008	2007
东莞詮盛电器有限公司	5.06%	7.22%	7.03%	5.41%
美国立维腾电气集团	4.27%	5.67%	4.89%	3.05%
天津大和电器实业有限公司	1.46%	1.25%	0.75%	1.33%
明家科技	1.44%	1.24%	0.81%	0.77%

数据来源：招股说明书

注：是从中国海关出口到国外的电涌保护器产品中，各公司大概的市场份额。

国内工业市场：在国内工业电涌保护行业是一个新兴产业，各企业多以工程总承包的模式为主，明家科技的产品主要应用于安防，电力和通信三个方面，最近两年增长较为明显，并且在总收入中的比重越来越大。

表 6 明家科技在国内工业电涌保护市场的收入变化

项目	收入(万元)		增速
	2010 年	2009 年	
安防	464.84	41.37	1023.6%
通信	656.61	328.47	99.9%
电力	136.64	9.67	1313.0%
其他	251.09	161.83	55.2%
合计	1509.18	541.34	178.8%

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

2.3. 公司具有较强的研发和技术创新能力

公司比较注重研发的投入和研发团队建设。经过多年的发展，公司拥有 130 人的技术团队，占员工总数的 19.06%，形成了包括 53 项专利和 5 项非专利技术的核心技术体系。募集资金后，公司将继续开发节能型和智能型民用电涌保护器，优化产品结构，增强公司的竞争力。

3. 募集资金项目分析

公司本次拟公开发行 1,900 万股，拟募集资金 1.4 亿元全部用于公司主营业务相关项目和运营资金。募集资金项目主要包括 2 个：（1）系列化电涌保护器 (SPD) 开发技术改造项目；（2）其他与主营业务相关的营运资金项目。资金将进一步增强公司现有业务的竞争力，扩大公司的产能，研发新产品，拓展产品线，完善产品结构；同时可以改造公司的现有生产设备，降低成本。另外公司募集的资金将极大的改善公司的财务状况，降低公司的债务风险。

表 7 公司募集资金项目投资情况

项目名称	总投资（万元）	预计建设周期
系列化电涌保护器 (SPD) 开发技术改造项目	12,041.49	2 年
其他与主营业务相关的营运资金项目	2,229.20	
合计	14,270.69	

数据来源：招股说明书

系列化电涌保护器 (SPD) 开发技术改造项目： 本项目将分两年建设，预计完全达产后将增加产能 445 万套，比产能扩充前增长了 41.1%，每年新增加收入 28,647.79 万元，比产能扩充前增长了 205.0%，每年增加净利润 7,460.75 万元。开发新产品，智能型和节能型。其中建设投资为 3,629.20 万元，铺底流动资金 1,614.39 万元，无形资产 174.00 万元。

表 8 系列化电涌保护器 (SPD) 开发技术改造项目资金分配

项目名称	总投资（万元）	比例
厂房和实验室改造	1,400.00	11.63%
设备投资	2,229.20	73.52%
无形资产	174.00	1.45%
铺底流动资金	1,614.39	13.41%
合计	12,041.49	100.00%

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

表 9 公司产能扩充后营业状况预测

	产能	营业收入	净利润
产能扩充前	1084 万套	20,326.80 万元	2,446.33 万元
产能扩充后	1530 万套	48,974.59 万元	7,460.75 万元
年复合增长率	12.2%	45.0%	34.1%

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

4. 公司风险分析

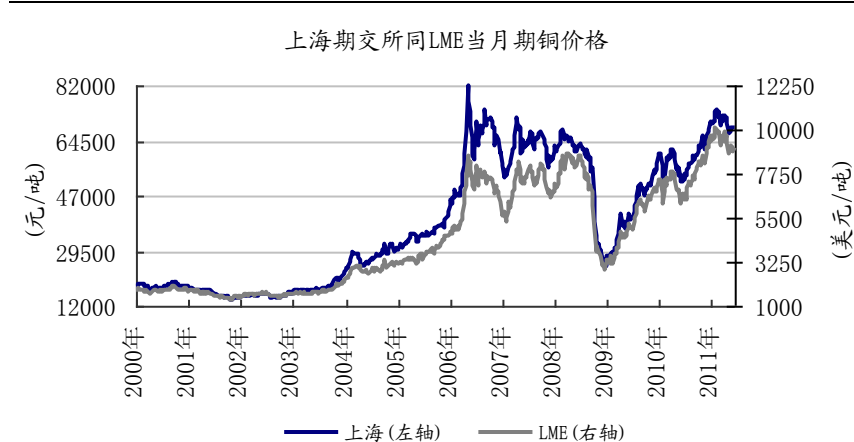
4.1. 客户集中度过高

公司在来自于前五名客户的销售收入占比分别为 2008 年 68.73%, 2009 年 74.44%, 2010 年 73.74%, 客户集中度较高。公司在最近三年公司在维持了与 Yazawa 公司的合作并且拓展了与贝尔金公司的合作, 增加了收入的同时也增大了客户集中度过高的风险。目前来自于贝尔金公司于 Yazawa 公司的收入占公司总收入的 80% 以上。

4.2. 主要原材料价格波动的风险

公司产品的主要成本为铜和塑料, 占成本比例约为 45% 左右。从 09 年以来铜价不断上涨, 虽然公司可以采用转嫁成本, 或签订远期合约来规避短期的铜价风险, 但是仍然存在原材料成本上涨的压力。

图 11 上海期交所 LME 当月期铜价格走势



数据来源：上海期交所，安信证券研究中心

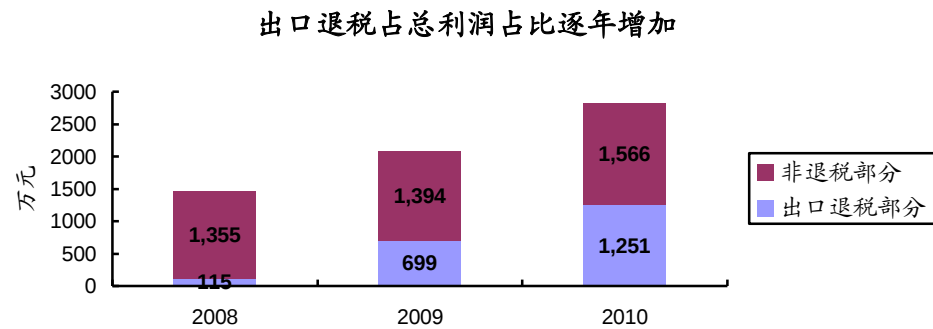
4.3 国外市场需求变动的风险

公司在 2008-2010 年内, 公司的出口收入的占比虽然呈逐年下降趋势, 但是仍然在 70% 以上。因此公司的收入对国外的需求变化非常敏感。公司的产品主要销往美国, 日本, 欧洲等发达国家地区, 在经历了 2008 年的金融危机, 各个国家纷纷采取刺激性的财政政策, 虽然经济有了一定的复苏, 但是各个国家正面临新一轮的通胀, 较高失业率和债务危机的压力, 不排除经济在未来两年放缓的可能。而发达国家经济增速的放缓将直接影响公司的营业收入。

4.4 出口退税政策调整的风险

由于公司在报告期内连续三年出口收入占比在 74.32% 以上, 而 2010 年出口退税的金额占公司利润总额的占比为 44.38%, 因此出口退税率的下调会极大的影响公司的利润。经公司测算, 出口退税率下调 1%, 公司毛利率下降 0.67%。

图 12 出口退税金额占公司净利润比重变化



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

表 10 中国出口退税税率变动情况

产品类别	出口退税率				
	2007-1-1 至 2007-6-30	2007-7-1 至 2008-11-30	2008-12-1 至 2008-12-31	2009-1-1 至 2009-5-31	2009-6-1 至今
电涌保护产品	13%	9%	11%	14%	17%
塑胶产品	11%、13%	5%、11%	9%、11%	11%、13%	13%、15%

数据来源：招股说明书

4.5 人民币对美元升值的风险

公司出口产品以美元结算，自从 2005 年 7 月国家调整人民币汇率机制以来，人民币对美元不断升值对公司的经营业绩造成一定的影响。以 2010 年相关数据为基础，美元汇率上涨 1%，利润总额减少 2.7%。因此未来人民币升值的预期将会对公司的经营状况造成一定的压力。

5. 盈利预测与公司估值

□ 盈利预测与公司估值：预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.44 元、0.63 元、0.81 元。我们建议给予公司 2011 年 EPS25-28 倍的市盈率，得出上市公司上市首日定价区间 11 元-12.32 元。

□ 询价建议：按照 2010 年 EPS25-28 倍的市盈率询价，询价区间 8.25 元-8.4 元。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-6-28		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	132.2	203.3	264.2	343.5	446.6	成长性					
减: 营业成本	89.4	143.2	182.3	233.6	303.7	营业收入增长率	44.0%	53.8%	30.0%	30.0%	30.0%
营业税费	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	营业利润增长率	15.0%	38.9%	46.2%	47.5%	33.1%
销售费用	5.2	10.0	15.9	22.7	29.9	净利润增长率	41.4%	37.7%	34.9%	42.0%	30.4%
管理费用	20.3	23.4	29.1	36.1	44.7	EBITDA 增长率	11.7%	42.1%	40.0%	48.8%	31.0%
财务费用	0.2	1.7	1.0	-1.6	-1.6	EBIT 增长率	13.6%	47.4%	40.1%	39.0%	34.0%
资产减值损失	0.7	1.5	1.6	2.0	2.4	NOPLAT 增长率	40.0%	45.8%	29.3%	34.6%	31.1%
加: 公允价值变动收益	6.1	-	-	-	-	投资资本增长率	86.8%	33.4%	164.6%	40.6%	3.8%
投资和汇兑收益	-5.6	-	-	-	-	净资产增长率	38.0%	29.6%	202.3%	11.6%	13.5%
营业利润	16.9	23.5	34.3	50.6	67.4	利润率					
加: 营业外净收支	4.0	4.7	4.5	4.5	4.5	毛利率	32.4%	29.6%	31.0%	32.0%	32.0%
利润总额	20.9	28.2	38.8	55.1	71.9	营业利润率	12.8%	11.6%	13.0%	14.7%	15.1%
减: 所得税	3.2	3.7	5.8	8.3	10.8	净利润率	13.4%	12.0%	12.5%	13.6%	13.7%
净利润	17.8	24.5	33.0	46.9	61.1	EBITDA/营业收入	15.2%	14.0%	15.1%	17.3%	17.4%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	12.9%	12.4%	13.4%	14.3%	14.7%
货币资金	26.1	46.6	155.3	118.3	164.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	98	64	71	113	125
应收账款	27.0	48.9	66.6	86.6	112.6	流动营业资本周转天数	8	45	69	78	73
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	179	182	265	271	240
预付账款	2.8	1.6	1.8	2.0	2.3	应收账款周转天数	48	63	73	74	74
存货	20.9	30.2	38.4	47.6	60.6	存货周转天数	42	45	48	48	47
其他流动资产	1.7	0.2	0.2	0.2	0.2	总资产周转天数	290	254	388	438	385
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	118	117	187	251	230
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	21.5%	22.9%	10.2%	13.0%	14.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.0%	14.5%	8.2%	10.8%	11.7%
固定资产	36.0	36.7	67.8	147.1	162.2	ROIC	59.4%	46.4%	44.9%	22.9%	21.3%
在建工程	-	-	60.0	22.0	6.4	费用率					
无形资产	3.8	4.0	4.7	5.3	5.9	销售费用率	3.9%	4.9%	6.0%	6.6%	6.7%
其他非流动资产	0.4	0.6	6.2	5.9	5.8	管理费用率	15.4%	11.5%	11.0%	10.5%	10.0%
资产总额	118.6	168.7	400.8	435.0	520.5	财务费用率	0.1%	0.8%	0.4%	-0.5%	-0.4%
短期债务	-	15.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	19.4%	17.3%	17.4%	16.6%	16.3%
应付账款	26.2	41.0	52.6	67.4	87.6	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	30.4%	36.6%	18.0%	20.4%	22.9%
其他流动负债	9.6	5.5	11.0	17.9	26.8	负债权益比	43.8%	57.7%	21.9%	25.6%	29.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.17	2.06	3.70	2.76	2.80
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.59	1.58	3.14	2.20	2.25
负债总额	36.1	61.7	70.8	92.4	121.4	利息保障倍数	93.26	14.70	35.83	-31.64	-40.56
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	56.0	56.0	75.0	75.0	75.0	DPS(元)	-	-	0.09	0.13	0.16
留存收益	26.5	51.0	248.4	285.9	334.8	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	82.5	107.0	323.4	360.9	409.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	1.0%	1.4%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	17.8	24.5	33.0	46.9	61.1	EPS(元)	0.24	0.33	0.44	0.63	0.81
加: 折旧和摊销	3.2	3.6	4.6	10.3	12.1	BVPS(元)	1.10	1.43	4.31	4.81	5.46
资产减值准备	0.7	1.5	1.6	2.0	2.4	PE(X)	50.6	36.8	27.3	19.2	14.7
公允价值变动损失	-6.1	-	-	-	-	PB(X)	10.9	8.4	2.8	2.5	2.2
财务费用	-	0.4	1.0	-1.6	-1.6	P/FCF	-106.2	43.7	-8.8	-99.9	21.0
投资收益	5.6	-	-	-	-	P/S	6.8	4.4	3.4	2.6	2.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	32.2	22.4	19.4	13.8	10.0
营运资金的变动	-15.3	-16.4	-10.7	-9.9	-12.6	CAGR(%)	38.2%	35.7%	32.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	9.0	12.1	29.5	47.8	61.4	PEG	1.3	1.0	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-10.4	-5.7	-102.0	-52.0	-12.0	ROIC/WACC	6.0	4.7	4.5	2.3	2.1
融资活动产生现金流量	-	14.6	177.4	-7.8	-10.6	REP	1.9	1.8	0.9	1.3	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

黄守宏，电力设备与新能源行业首席分析师，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。2010年《新财富》最佳电力设备与新能源行业分析师。

分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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;
- 增持 — 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
张勤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
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: 200123

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