

电力设备行业

东源电器 (002074)

公司研究报告

评级: 买入 首次评级

收盘价(元) 12.00

目标价(元) 16.80

市场数据

52 周最高/最低(元) 12.75/5.76

市净率 7.48

总股本(百万) 253.37

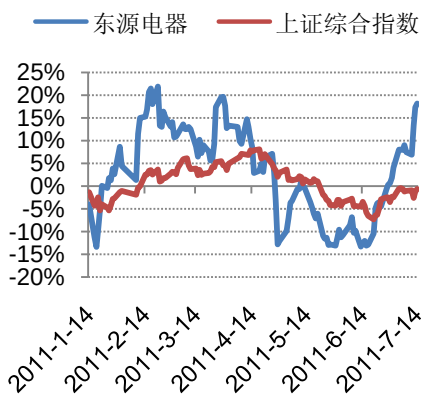
流通 A 股(百万) 215.20

流通 B 股/H 股 (百万) -/-

总市值(百万元) 3040.42

流通 A 股市值(百万元) 2582.36

相对股价表现



相关研究

新能源及电力设备行业研究小组

证书编号 S0120511030001

联系人

何俊峰

8621-68761616-8511

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

海外市场拓展迅猛, 锂电项目打开未来增长空间

投资要点:

- **农网改造有效拉动断路器、开关柜产品的销售收入快速增长。**国内市场上, 农网改造使得配电行业迎来需求小高峰。35kv 设备招标权由省网上交到国网, 有利于打破地方保护主义, 对于东源电器这种技术、规模上均有优势的企业而言是个利好消息, 我们认为东源电器将有效突破地方保护的障碍, 进一步扩大销售规模。
- **海外市场厚积薄发, 销售规模超预期。**公司在海外市场的拓展已有若干年, 在部分国家已有成功项目, 如今厚积薄发, 海外市场销售收入迅猛增长, 预计之后若干年海外市场将成为成为公司重要的增长极。
- **未雨绸缪, 积极筹备锂电池项目, 开拓新能源业务的蓝海。**作为传统电力设备厂商, 公司认识到当前的主业固然能获得较好的收益, 但是市场竞争会越来越激烈, 必须开拓新的业务以为公司赢得长久持续的增长。公司正在与珠海银通新能源洽谈锂电池合作项目, 该项目获得南通市政府在土地、财税政策上的大力支持, 一旦该项目成功落地, 将为公司的长久增长打开空间。
- **风险提示:** 1、原材料价格大幅上涨的风险; 2、销售收入增长低于预期的风险; 3、锂电池项目落地进度不如预期的风险。
- **盈利预测及估值分析。**暂不考虑锂电池项目对利润的贡献, 在公司主营业务快速增长的假设条件下, 我们预计公司2011-2013年的EPS分别为0.46元、0.70元、0.96元, 按2011年30倍的PE算, 公司目标股价为13.80元。由于锂电项目可能为公司带来重大收益, 我们认为公司股价理应享受一定的溢价, 目标价定为16.80元, 首次给予买入评级。

财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	466.14	865.73	1428.95	2091.13
增长率(%)	16.82%	85.72%	65.06%	46.34%
归属母公司股东净利润	27.39	116.96	176.96	243.62
增长率(%)	-19.01%	326.96%	51.29%	37.67%
每股收益(EPS)	0.108	0.462	0.698	0.962
销售毛利率	25.96%	31.25%	30.51%	30.61%
净资产收益率(ROE)	6.74%	22.70%	26.03%	26.87%
市盈率(P/E)	110.99	25.99	17.18	12.48

正文目录

1. 公司基本情况介绍.....	3
2. 主营业务销售预期将高速增长.....	6
2.1 农网改造，未来 3 年总投资规模达 2000 亿，拉动国内销售收入快速增长	6
2.2 海外市场精心哺育，即将开花结果.....	8
3. 上游主要原材料价格走势	9
4. 公司经营管理效率分析	10
5. 新能源业务承载公司转型的使命	12
5.1 动力锂电池市场潜力无限.....	12
5.2 窈窕淑女——银通新能源.....	13
5.3 两情相悦，期待借机切入新能源汽车领域.....	14
6. 盈利预测和估值分析.....	14
6.1 盈利预测.....	14
6.2 估值及投资建议.....	15
6.3 风险提示.....	15

图表目录

表 1: 子公司情况表	5
表 2: 主要原材料清单.....	9
表 3: 原材料价格变化对设备成本敏感性分析	10
表 4: 资产结构及偿债能力比率.....	12
表 5: 二次电池性能对比.....	13
表 6: 全球大型汽车厂商电动汽车生产计划（单位：千台）	13
表 7: 公司主营业务收入预测表（分产品）	14
表 8: 公司盈利预测表.....	15
图 1: 公司主营业务收入总量及构成	4
图 2: 公司发行上市后股权结构.....	4
图 3: 公司当前股权结构.....	5
图 4: 国家电网“十一五”期间农网投资规模.....	7
图 5: 公司主营业务收入分区域估计	8
图 6: 主营业务收入增速估计分区域比较.....	8
图 7: 海外销售收入及毛利率估计	9
图 8: LME3 月期铝价过去一年内历史走势（美元/吨）	10
图 9: LME3 月期铜价过去一年内历史走势（美元/吨）	10
图 10: 公司主营业务分产品毛利率变化趋势	11
图 11: 公司主营业务销售收入比重分地区变化趋势	11

1. 公司基本情况介绍

东源电器地处江苏南通，是原机电部、能源部首批定点的高低压开关设备生产厂家，华东地区高压成套开关设备生产基地和电器开关行业重点骨干企业。

公司主要从事高、低压开关及成套设备，数字化电器设备，配网智能化设备及元器件，三箱产品的研发、制造、销售、安装；风电电器及风电设备、节能环保电器及设备、船舶电器及船舶制造设备，轻型及船舶钢结构件研发、制造、销售和安装；变压器及变电站研发、制造、销售；经营本企业自产产品及技术的出口业务；自营和代理各类商品及技术的进出口业务（国家限定企业经营和国家禁止进出口的商品及技术除外）。公司主要客户为电力单位（电网等）和用电单位（工矿企业）。

公司在国内本土中压开关厂商中，有一定的技术、规模优势，配备永磁机构的 40.5kV 真空断路器公司排名全国第一，在全部的 40.5kV 真空断路器、开关柜产品领域，也进入了全国前三名。

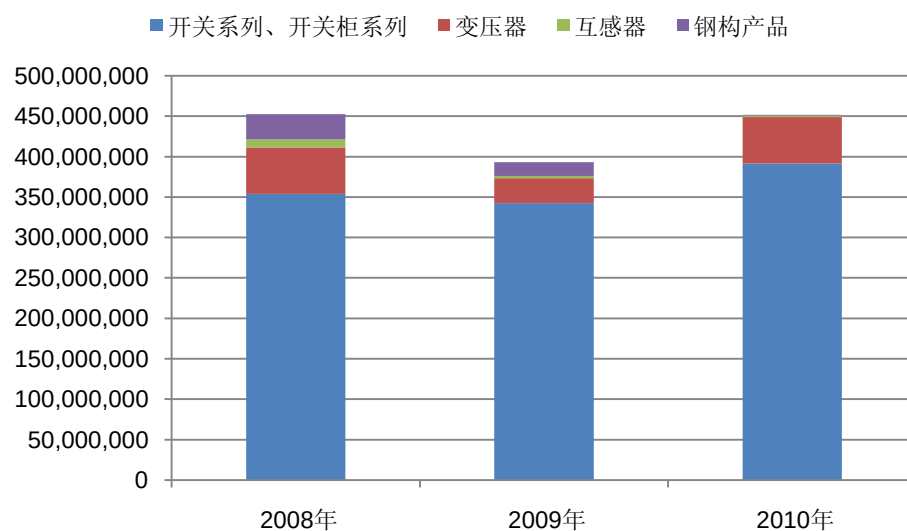
（1）12kV - 40.5kV 系列开关：主要是用于三相交流 50Hz、额定电压分别为 12kV、40.5kV 的电路中，能关合、承载、开断运行回路中正常电流，也能在规定的时间内关合、承载及开断规定的过载电流（包括故障、短路电流），可供工矿企业、高层建筑、发电厂、变电站及大型高压电动机等电气设施的控制及保护之用。

（2）12kV - 40.5kV 系列开关柜：主要用于三相交流 50Hz、额定电压分别为 12kV - 40.5kV 的电路中，用作接受和分配 12kV - 40.5kV 系统的电能和对运行电路实行自动关合控制、切断故障（包括过载、短路、过电压等故障）保护、监测及事件记录，广泛适用于电力系统各类变电所以及发电厂、电气化铁路、城市地铁、市政港口建设、机场、工矿企事业等高压配电站。

（3）126kV 系列断路器（含 GIS 组合电器）：主要用于三相交流 50Hz 的高压开关设备，适用于交流额定频率为 50Hz、额定电压分别为 126kV 的电网中，用以切断、分合系统的额定电流和故障电流，从而实现对电网的负荷分配、线路调度和对电力系统的控制和保护；也可作为电网中联络断路器使用及分合电容器组的场合。

（4）轻钢结构产品：指以钢材制成的结构体。广泛应用于重型厂房结构、大跨度结构、塔桅结构、多层、高层及超高层建筑、轻钢结构等，为多层及高层建筑提供了一种崭新的、经济高效的建房方式。

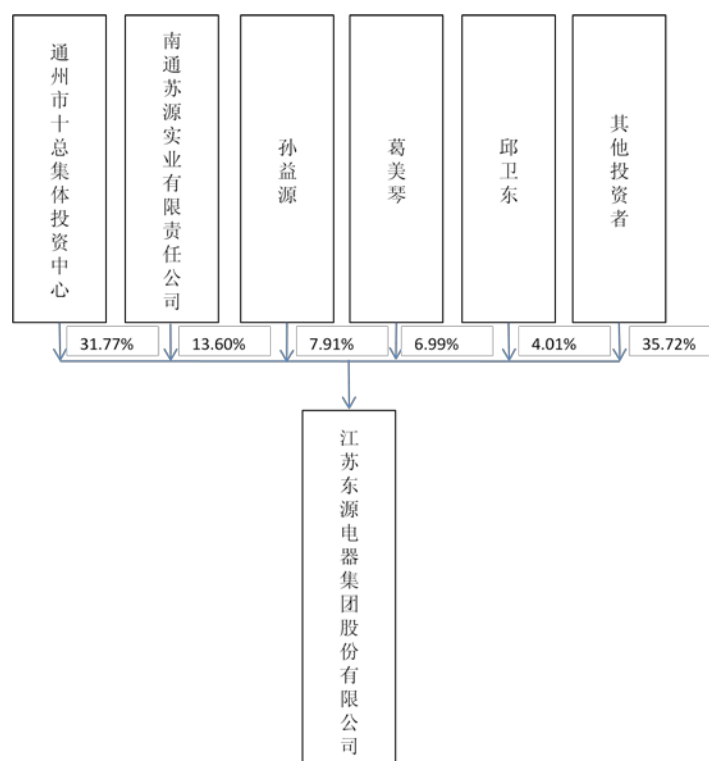
图 1：公司主营业务收入总量及构成



资料来源：公司公告、德邦证券研究所

公司发行上市后股权结构如图 2 所示

图 2：公司发行上市后股权结构



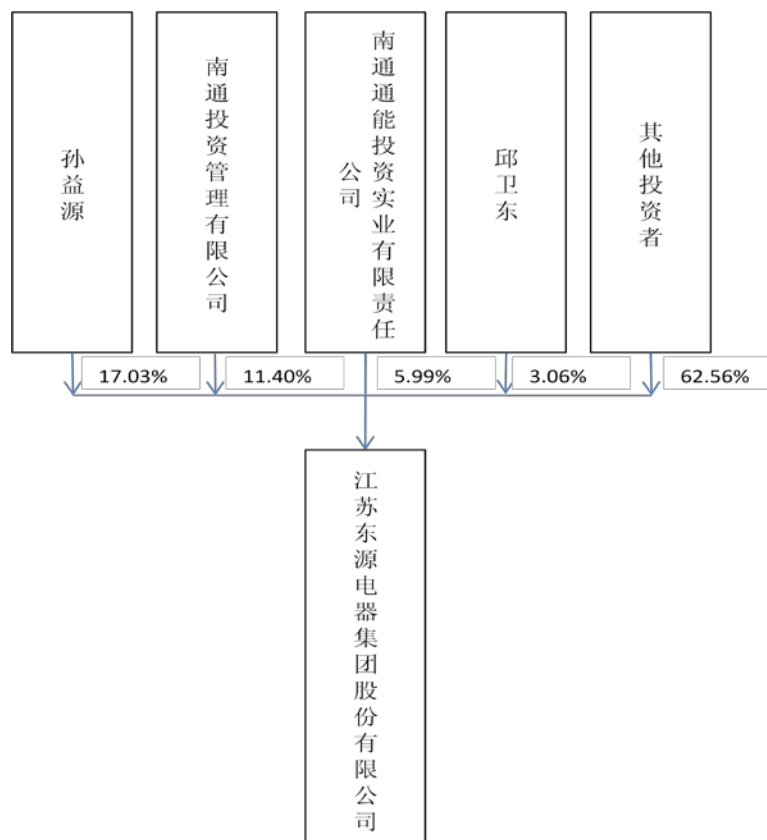
资料来源：公司公告、德邦证券研究所

重大股权转让事件包括 2010 年 1 月通州市十总集体投资中心向孙益源转让占总股本 9% 的股权，2010 年 9 月通州市十总集体投资中心分别向南通投资管理有限公司、

王建、孔筱平转让占总股本 12%、4%、2.26%的股权。

公司最新的股权结构如图 3 所示

图 3：公司当前股权结构



资料来源：公司公告、德邦证券研究所

公司控股子公司如表 1 所示

表 1：子公司情况表

被参控公司	参股比例 (%)	注册资本(元)	2010 年净利润 (元)	被参控公司主营业务
苏州东源天利电器有限公司	97.19	30,000,000	-1,650,000	研发, 生产, 销售: 变压器, 调压器, 高低压开关柜, 电气控制箱; 销售: 自动化保护装置, 仪器仪表, 电线电缆
南通泰富电器制造有限公司	51.25	20,000,000	15,180,000	生产销售 10-110KV 系列真空断路器, SF6 断路器, 机械, 新型电子产品及元器件
南通东源互感器制造有限公司	50.96	7,850,000	1,040,000	电流, 电压互感器, 总程, 开关, 刀闸及配件, 控制箱, 绝缘材料制造, 销售; 机械零部件加工, 销售

南通东源电力智能设备有限公司	90	120,000,000		电力智能开关设备, 光纤数字式电流电压互感器, 智能化成套高低压开关柜生产, 销售。(国家有专项规定的从其规定)
南通阿斯通电器制造有限公司	74.19	6,200,000	6,930,000	生产加工高、低压开关及成套设备, 电气自动化, 配网设备及元器件
江苏东源集团南通电器工程有限公司	86.67	15,000,000	140,000	轻钢网架结构, 钢结构件, 输变电钢构, 高低压电器元件, 各种彩钢制造与销售

资料来源：公司公告、德邦证券研究所

苏州东源天利电器有限公司是东源电器为进入变压器领域、完善产业链于 2008 年通过股权收购而控制的控股子公司。

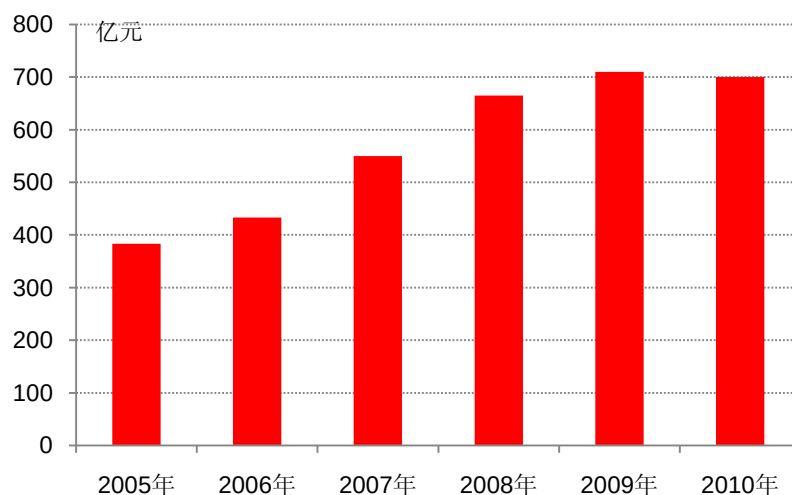
南通东源电力智能设备有限公司是东源电器为迎接国家智能电网建设高潮而设立的专门研发生产智能化输配电设备的控股子公司。

2. 主营业务销售预期将高速增长

2.1 农网改造，未来 3 年总投资规模达 2000 亿，拉动国内销售收入快速增长

2010 年 7 月 12 日至 13 日，国家发改委在京召开全国农村电网改造升级工作会议，国家发改委副主任、国家能源局局长张国宝表示，我国将启动新一轮农村电网改造升级建设，用 3 年时间基本建成安全可靠、节能环保、技术先进、管理规范的新型农村电网，预计投资规模不少于 2000 亿元。国家能源局新能源和可再生能源司副司长史立山表示，这 2000 亿元的投资约有 2/3(约 1300 亿元)会用于购买输变电设备，包括变压器、电线、电缆、铁塔、电杆等。今年 5 月，国务院办公厅转发国家发改委通知，要求“十二五”期间实施新一轮农村电网改造升级工程，在改造范围上“全面开花”。国网计划在“十二五”期间共投入 4200 亿元用于新一轮农村电网改造升级工程，南网将在未来五年安排 1116 亿元的农网建设改造投资，两网合计投资为 5316 亿，未来五年农网改造的年均投资为 1063.2 亿。按此投资规模测算，前 3 年的农网改造投资将超过 3000 亿元，在输变电设备上的投资达 2000 亿元。

图 4：国家电网“十一五”期间农网投资规模



资料来源：国家电网社会责任报告 2010、德邦证券研究所

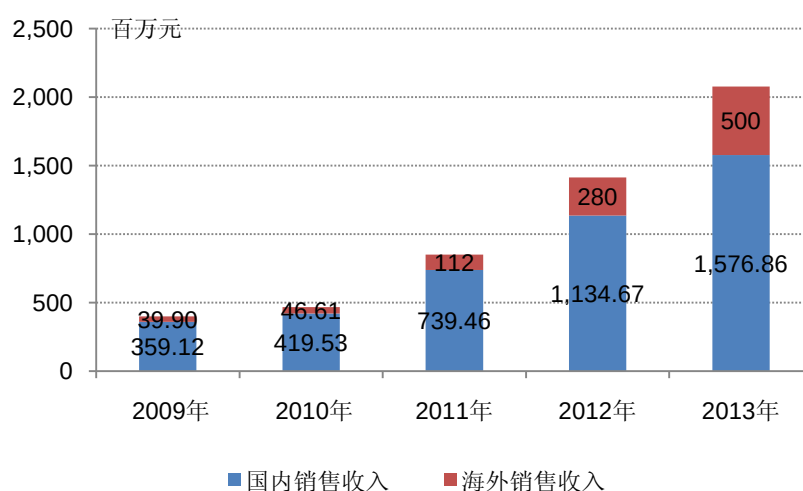
农网设备的主要电压等级是在 10-220kV，其中尤以 35-110kV 的比例较大。从目前的规划来看，低压输配电行业的增长趋势已经比较确定，我们认为生产 10-220kV 的中压输变电设备公司会在此次投资规模加大中受益，东源电器的主打产品即为 10kV、35kV 开关柜，即属于此类公司，有望在农网改造中分得较大一块蛋糕。国家电网公司官方网站的消息称国网公司将正式全面启动新一轮农网改造升级。

以前的农网改造对电力设备制造企业的招标中，省电力公司、地市级电力局以及县电力局都在招标上有自己的权限。现在招标制度设计上有所改动，招标分为两级实施，由国家电网公司物资管理部门负责主要部分，同属国网系统的省级电力公司也负责一小部分。我国配网设备领域有数千家公司，地域化特征明显，随着集中招标额度推广，行业集中度的提高是必然趋势。东源电器作为行业内拥有较强技术实力和较大生产规模的厂商，将受益于集中招标制度。具体到东源电器的主打产品，35kV 电压等级产品由国网统一招标，10kV 电压等级产品由省电力公司负责招标。从今年国网招标的情况来看，同类产品厂商约 20 家，东源电器中标额分别为 5273 万元和 3793 万元，占到国网同类产品招标量的三分之一。

2.2 海外市场精心哺育，即将开花结果

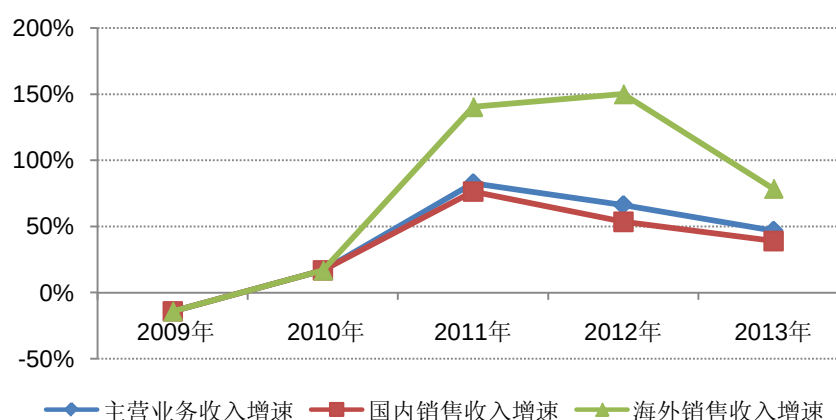
公司近年来投入力量开拓海外市场，与伊朗、苏丹、安哥拉、越南、格鲁吉亚等国进行了产品出口贸易合作，拿到了相关建设配套工程，使公司的产品走出了国门，进入了国际市场，参与了国际间的竞争。公司和中信国际一起联手重点开拓南非市场。目前公司的中压智能开关产品已得到海外合作厂商的充分认可，近年来出口到国外的产品占总营业收入的比重约为 10%，下半年海外销售有望迎来爆炸式增长。

图 5：公司主营业务收入分区域估计



资料来源：公司公告、德邦证券研究所

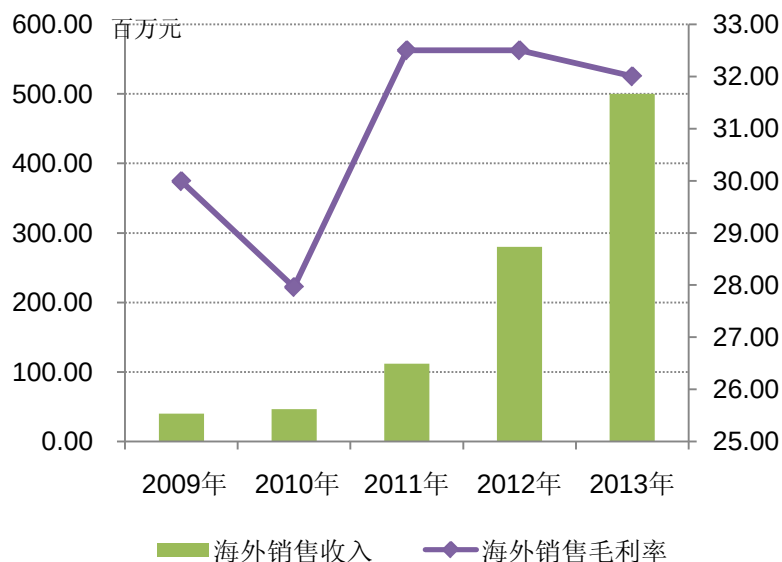
图 6：主营业务收入增速估计分区域比较



资料来源：公司公告、德邦证券研究所

我们预期公司海外销售收入增速将大大高于国内市场，海外销售收入占总销售收入的比重将越来越大。

图 7：海外销售收入及毛利率估计



资料来源：公司公告、德邦证券研究所

海外销售收入的毛利率一般高于国内销售毛利率，随着未来海外销售规模的扩大，规模优势将使得海外销售的毛利率进一步提升。

综上所述，我们认为未来海外市场将成为公司业绩的重要增长点。

3. 上游主要原材料价格走势

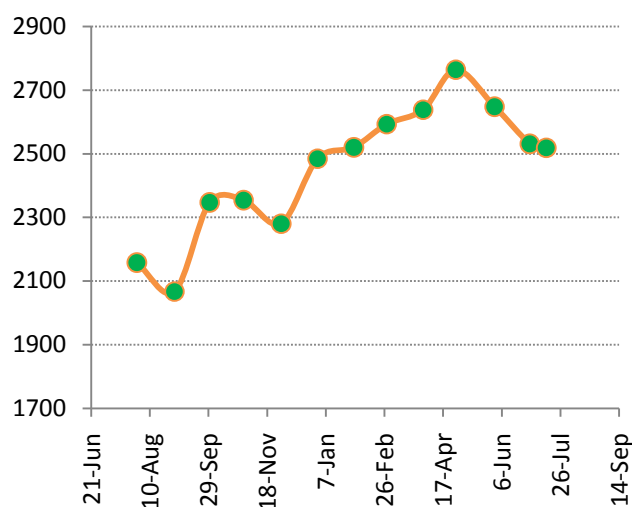
公司主要原材料构成如下表：

表 2：主要原材料清单

产品类别	所需主要原材料
开关类产品	灭弧室、支撑绝缘子、操动机构、进出线支架、钢材
开关柜产品	断路器、电流电压互感器、绝缘套管、隔离刀闸、板材、型钢、绝缘子、铜铝母排、二次小线、油漆
轻钢结构产品	钢板、彩板、开关配件、C 型钢

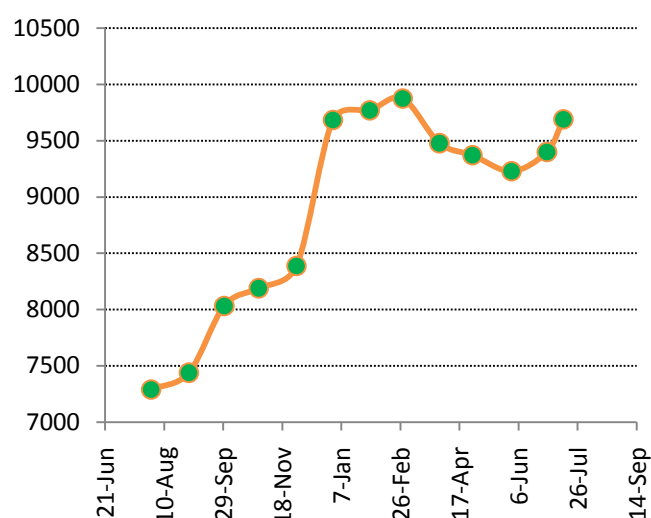
资料来源：公司公告、德邦证券研究所

图 8：LME3 月期铝价过去一年内历史走势（美元/吨）



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 9：LME3 月期铜价过去一年内历史走势（美元/吨）



资料来源：Wind，德邦证券研究所

表 3：原材料价格变化对设备成本敏感性分析

	GIS (断路器)	隔离开关
铜、铝占原材料比例	30%	40%
原材料占总成本比例	65%	70%
铜、铝价格变化引致成本变化的幅度		
-10%	-1.95%	-2.80%
10%	1.95%	2.80%
20%	3.90%	5.60%
30%	5.85%	8.40%

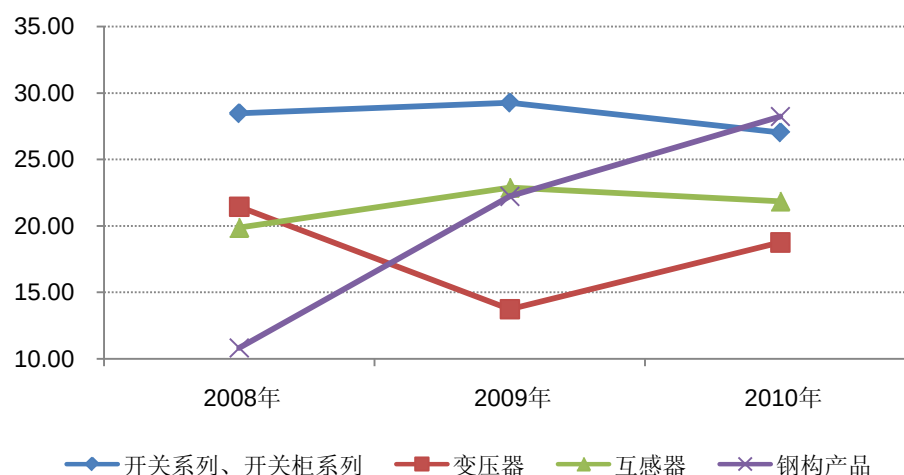
资料来源：德邦证券研究所

从铜材、铝材的价格走势来看，前期经过一段时间的上涨，目前价格在高位盘整，继续大幅上涨的可能性较小。同时，公司在生产成本控制上实施了以下两项措施：1、通过招投标制度优选原材料供应商，通过反复洽谈降低原材料购买价格；2、切割形成的原材料碎片尽量再利用，减少原材料浪费，对生产车间进行成本核算和考核。从一季度的情况来看，公司主要产品的成本率控制较好。综合来看，我们认为公司全年业绩受原材料价格上涨而降低的风险较小。

4. 公司经营管理效率分析

公司主要产品毛利率变化趋势如图所示

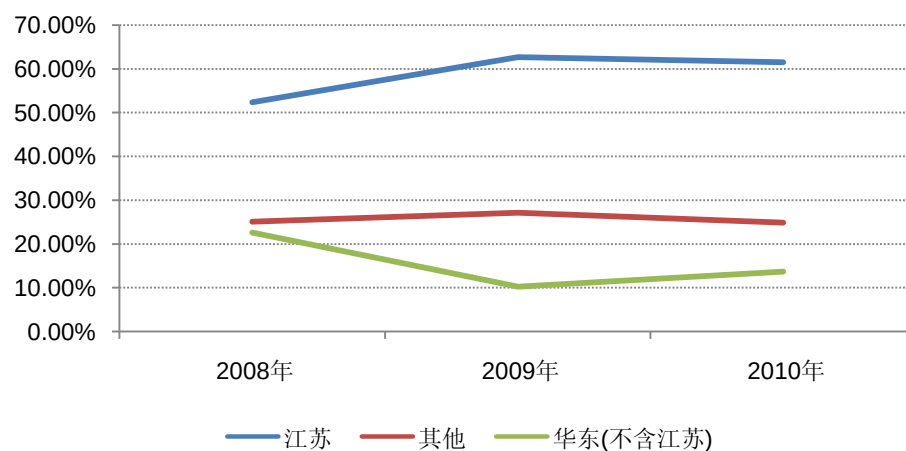
图 10：公司主营业务分产品毛利率变化趋势



资料来源：公司公告、德邦证券研究所

从图 10 中看到过去三年最主要的产品开关、开关柜的毛利率相对其他产品而言稳定在一个较高的水平，而占营业收入比重第二位的产品变压器则毛利率较低。公司的战略是继续加大力度发展开关、开关柜产品，同时变压器产品由特种变压器向高电压等级电力变压器转型，以提高公司整体的毛利率。从今年一季度的情况来看，行业的毛利率呈下降的趋势，但公司的毛利率却有所提升，主要原因有两点：一是开关柜的销售中，开关柜中的断路器过去一般由客户指定或提供，现在则由公司提供，断路器毛利率较高，使得公司整体毛利率提升；二是公司狠抓生产成本控制，在成本率方面相对同行业公司表现出比较优势。

图 11：公司主营业务销售收入比重分地区变化趋势



资料来源：公司公告、德邦证券研究所

从图 11 可以看出，公司在江苏地区的销售收入占总销售收入的比重一直维持在高

位，形成这一现象的原因是行业内厂家数量众多，在销售上区域特征明显。随着国网设备招标权的上移，东源电气这类技术实力较强、规模较大、成本控制能力较强的厂商有望扩大市场份额，预期东源电器对其他地区的销售收入比重将大幅度上升。

公司的部分资本结构比率和偿债能力比率如表所示

表 4：资产结构及偿债能力比率

	2008 年	2009 年	2010 年
资产负债率 (%)	45.68	46.63	44.37
有形资产 / 总资产 (%)	43.65	41.88	42.85
流动比率	1.51	1.47	1.51
已获利息倍数 (EBIT / 利息费用)	5.73	6.51	5.7

资料来源：Wind、德邦证券研究所

经过我们与同行业公司比较，其负债率在行业属中等水平。又从表可以看出，流动比率及已获利息倍数均较高，因而我们认为公司的经营状况非常稳健。

公司目前销售收入增长迅猛，产能即将遇到瓶颈，公司有计划将产能扩大一倍。从扩产资金的来源看，公司目前银行授信额度尚未用完，且公司经营稳健，能够得到银行及地方政府的大力支持，通过债务筹资问题不大；公司亦考虑采用定向增发的形式筹集所需资金。

相对同业其他企业而言，公司的核心竞争力体现在：

- 1、公司重视技术研发，有较深厚的技术积累，有自主知识产权的产品；
- 2、在实际的运行中，公司的产品表现出较好的技术性能；
- 3、公司生产车间已经实现完全数控化，设备与工艺优良。

5. 新能源业务承载公司转型的使命

5.1 动力锂电池市场潜力无限

世界上主要国家出于降低对石油的依赖和降低二氧化碳排放，把发展新能源汽车提高到战略高度，对新能源汽车的研发、生产、销售各个环节均采取扶持政策。现阶段，新能源汽车主要是电动汽车，动力电池是实现新能源汽车产业化在技术和成本上的最大瓶颈，因而也是新能源汽车产业链中技术最核心、利润最丰厚的一环。动力电池行业从无到有，未来几年将呈现上百倍的增长，全球市场将形成几千亿元的市场规模。

电动汽车使用的电池主要有铅酸电池、镍镉电池、镍氢电池和锂电池，这几种电池的性能对比如表 5 所示

表 5：二次电池性能对比

项目	铅酸电池	镍镉电池	镍氢电池	锂电池
能量密度	100Wh/L	150Wh/L	250Wh/L	350-400Wh/L
	30Wh/kg	50Wh/kg	60-90Wh/kg	100-150Wh/kg
循环寿命	300 次	1000 次	500 次	> 1000 次
每月自放电率	4-5%	20-30%	30-35%	<5%
记忆效应	无	有	有	无
绿色产品	否	否	是	是
价格	< 0.2\$/Wh	0.5\$/Wh	0.5-1\$/Wh	0.3-1\$/Wh

资料来源：德邦证券研究所

综合来看，锂电池有能量密度高、使用寿命长、自放电率低、无记忆效应等优点，是中长期动力电池的重点发展方向。全球大型汽车厂商电动汽车生产计划如表 6 所示

表 6：全球大型汽车厂商电动汽车生产计划（单位：千台）

时间	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
锂电池 HEV	0	18	158	354	638	1708
锂电池 PHEV	0	3.3	12	29	110	180
锂电池 BEV	0.4	4.9	29	61	183	372
锂电汽车总计	0.4	26.2	199	444	931	2260
增长率	/	6450%	659.50%	123.10%	109.70%	142.80%

资料来源：IIT、德邦证券研究所

我们认为锂电池未来的市场规模将高速增长，在这一领域投资将有可能获得丰厚回报。

5.2 窈窕淑女——银通新能源

珠海银通新能源有限公司(以下简称银通新能源)是由银通集团发起成立的高新技术企业，公司主营业务是大容量、高功率锂离子动力电池、大功率锂离子储能电池的生产及销售，产品主要应用在照明设备、医疗设备、电动工具、应急储能、电动自行车、电动汽车等领域。银通新能源产业园预计总投资达 50 亿元人民币，产业园总占地 26 万平方米，建筑面积约为 15 万平方米。一期工程总投资 9 亿元人民币，于 2010 年 8 月 10 日正式投产，年产能 1 亿安时电池。银通公司在珠海金湾三灶建设银通新能源产业园，产业园由锂电池生产基地、新能源研究院、新能源客车总装、新能源汽车电控和动力总成系统、储能电站、电动无人直升机等几大主要板块构成。设计产能为 10 亿安时动力、储能锂离子电池、5 万辆新能源大巴、5 万辆电动出租车、10 万台公务车、30 万辆家用

车和 50 万套电动车动力总成，年产值将达到 1500 亿。

5.3 两情相悦，期待借机切入新能源汽车领域

在做好原有主业的同时，为公司的长远发展计，公司也在积极拓展新项目。公司正在与珠海银通新能源商谈合作事项，计划合资成立锂电池生产基地。南通市政府非常支持这一项目，目前已为这一项目划拨了土地储备，未来将给予进一步支持。目前谈判的焦点在于双方的持股比例，两方都希望能够控股合资公司，因而使得谈判僵持了一段时间。一个新的变化是珠海银通新能源方面更换了谈判代表，预期谈判进度将加快。变则通，通则久，公司的转型是必然的，新能源业务承载了公司转型的使命，也打开了公司未来长久增长的空间。

6. 盈利预测和估值分析

6.1 盈利预测

假设：分业务收入预测

暂不考虑锂电项目对利润的贡献，主营业务收入预测如下

表 7：公司主营业务收入预测表（分产品）

	2010A	2011E	2012E	2013E
开关系列、开关柜系列				
营业收入年同比增速		90%	70%	50%
营业收入（万元）	39,151.00	74,386.90	126,457.73	189,686.60
营业成本（万元）	28,568.48	50,583.09	87,255.83	130,883.75
毛利率（%）	27.03	32	31	31
变压器				
营业收入年同比增速		80%	40%	20%
营业收入（万元）	5,738.32	10328.976	14460.5664	17352.67968
营业成本（万元）	4,661.81	7,540.15	10,556.21	12,667.46
毛利率（%）	18.76	27.00	27.00	27.00
互感器				
营业收入年同比增速		50%	30%	20%
营业收入（万元）	218.97	328.455	426.9915	512.3898
营业成本（万元）	171.13	256.69	333.69	400.43
毛利率（%）	21.85	21.85	21.85	21.85

钢构产品

营业收入年同比增速		30%	20%	10%
营业收入（万元）	78.12	101.556	121.8672	134.05392
营业成本（万元）	56.06	78.98	94.78	104.25
毛利率（%）	28.24	22.23	22.23	22.23

合计

营业收入年同比增速		88.43%	66.15%	46.81%
营业收入（万元）	45,186.41	85,145.89	141,467.16	207,685.72
营业成本（万元）	33,457.48	58,458.91	98,240.52	144,055.89
综合毛利率（%）	25.96	31.34	30.56	30.64

在上述盈利假设下，我们预测公司 11/12/13 年净利润分别是 1.17/1.77/2.44 亿元，每

股盈利分别是 0.46/0.70/0.96 元。

6.2 估值及投资建议

按 2011 年 30 倍的 PE 算，公司目标股价为 13.80 元。由于锂电项目可能为公司带来重大收益，我们认为公司股价理应享受一定的溢价，目标价定为 16.80 元，首次给予买入评级。

6.3 风险提示

- 1、原材料价格大幅上涨的风险；
- 2、销售收入增长低于预期的风险；
- 3、锂电池项目落地进度不如预期的风险。

表 8：公司盈利预测表

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	464.54	399.02	466.14	865.73	1428.95	2091.13
减：营业成本	341.60	287.34	345.14	595.17	992.99	1451.14
营业税金及附加	1.66	0.99	1.42	2.63	4.34	6.34
营业费用	26.51	30.42	34.96	38.96	71.45	104.56

管理费用	29.18	29.46	49.05	51.94	85.74	146.38
财务费用	12.47	9.14	10.12	9.24	11.17	13.35
资产减值损失	3.73	4.95	0.73	0.73	0.73	0.73
加: 投资收益	0.26	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.52	0.15	-0.01	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	49.15	36.87	24.71	167.07	262.55	368.64
加: 其他非经营损益	9.12	12.60	18.13	19.08	19.08	19.08
利润总额	58.27	49.47	42.84	186.14	281.62	387.71
减: 所得税	9.14	6.30	5.78	27.92	42.24	58.16
净利润	49.13	43.17	37.06	158.22	239.38	329.56
减: 少数股东损益	9.71	9.34	9.66	41.26	62.42	85.94
归属母公司股东净利润	39.42	33.83	27.39	116.96	176.96	243.62
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	139.13	155.45	155.53	8.66	14.29	20.91
应收和预付款项	278.92	292.04	295.22	791.50	1003.11	1622.96
存货	83.91	98.40	115.18	253.11	361.34	536.62
其他流动资产	0.27	0.85	0.61	0.61	0.61	0.61
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	194.63	208.90	233.08	242.32	239.56	235.48
无形资产和开发支出	30.21	35.60	35.04	31.91	28.79	25.66
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	727.06	791.24	834.65	1328.11	1647.70	2442.24
短期借款	173.00	179.00	199.00	187.27	191.38	240.87
应付和预收款项	149.50	181.36	163.01	518.17	606.65	1030.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	9.04
其他负债	2.52	4.37	4.80	4.80	4.80	4.80
负债合计	325.02	364.73	366.81	710.24	802.84	1284.87
股本	140.76	140.76	140.76	140.76	140.76	140.76
资本公积	85.96	85.96	85.61	85.61	85.61	85.61
留存收益	133.08	152.83	180.22	288.99	453.56	680.13
归属母公司股东权益	359.80	379.55	406.59	515.36	679.93	906.50
少数股东权益	42.25	46.96	61.25	102.51	164.93	250.87
股东权益合计	402.05	426.51	467.84	617.87	844.86	1157.36
负债和股东权益合计	727.06	791.24	834.65	1328.11	1647.70	2442.24
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	37.84	47.04	7.53	-104.76	27.49	-19.73
投资性现金净流量	-39.11	-32.21	-21.49	-13.79	-3.79	-3.79
筹资性现金净流量	9.14	-15.56	19.11	-28.33	-18.07	30.13
现金流量净额	7.88	-0.73	5.16	-146.87	5.63	6.62

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%

减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。