

绝缘子连通电力世界

报告关键点:

- 中国最大的瓷绝缘子供应商, 受益于十二五期间电网的全面建设和特高压交直流项目的推进。
- 预测公司2011-2013 年EPS 分别为0.66元、1.10元、1.50元。上市首日定价区间15.18元-17.82元。询价区间9.66元-11.34元。

报告摘要:

- 公司业务:** 大连电瓷的主营业务是从事高压输电线路用瓷、复合绝缘子, 电站用瓷、复合绝缘子, 以及电瓷金具等产品的研发、生产及销售。
- 行业分析:** 十一五期间中国的电力行业经历了较快的发展, 发电装机容量从5亿千瓦增加到9.6亿千瓦, 年复合增长率14%; 110kV及以上输电线路长度从64.2万公里增加到90.4万公里, 年复合增长率为7.1%; 110kV及以上的输变电容量, 从1815GVA增加到3242GVA, 年复合增长率为12.3%。十二五期间, 随着GDP的不断增长, 用电量不断增加, 以及长距离特高压输电网的建设, 使得电力行业的投资在十二五期间仍然会维持一个较高的增速。根据中电联的最新预测, 2015年中国的发电装机容量将达到14.5亿千瓦, 年复合增长率为8.6%; 110kV及以上输电线路长度为133万公里, 年复合增长率为8.9%; 110kV及以上输变电容量为5600GVA, 年复合增长率为11.6%。特高压项目的推进将会为公司带来大量的高端订单, 改善输变电公司的盈利状况。
- 公司竞争优势:** 大连电瓷是中国本土最大的瓷绝缘子生产企业, 08-10年公司的盘形悬式瓷绝缘子产量, 销量和出口量均居全国第一, 并且公司在国家电网集中招标中同类产品的市场份额也是稳居第一。公司的产品已经大量应用在了特高压交直流输电线路中, 并且成为了世界第二个掌握400kN和550kN以上的瓷绝缘子制造技术的公司。
- 募集项目资金分析:** 大连电瓷本次拟公开发行2,500万股, 拟募集资金4.7亿元, 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3个: (1) 瓷绝缘子扩大生产能力项目; (2) 复合绝缘子建设项目; (3) 创建国家级技术中心项目。募投资金将进一步扩大公司的产能, 增强公司的核心竞争力。
- 盈利预测与公司估值:** 预测公司2011-2013 年EPS 分别为0.66元、1.10元、1.50元。我们建议给予公司2011年EPS23-27倍的市盈率, 得出上市公司上市首日定价区间15.18元-17.82元。
- 询价建议:** 按照2010年EPS23-27倍的市盈率询价, 询价区间9.66元-11.34元。
- 风险提示:** 我们认为公司主要的风险来自于大客户采购政策变动的风险, 原材料价格大幅波动的风险、技术替代效应的风险, 同行业恶性竞争的风险。

建议询价区间:

9.66 - 11.34 元

上市首日定价区间:

15.18 - 17.82 元

报告日期: 2011-07-21

发行数据

总股本(万股)	7,500
发行数量(万股)	2,500
网下发行(万股)	500
网上发行(万股)	2,000
保荐机构	渤海证券股份有限公司
发行日期	2011-07-28
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

刘桂雪	56.00%
潘洪沂	8.00%
熊若刚	5.00%
姜可军	5.00%
任贵清	4.00%
吴宝海	3.00%
阎芷苓	3.00%
姜桂兰	2.00%
于树圣	2.00%
彭佩勤	2.00%

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

邢达

 010-66581767
 xingda@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	564.3	594.4	664.5	897.1	1,121.4
Growth(%)	29.0%	5.3%	11.8%	35.0%	25.0%
净利润	106.4	74.3	65.5	109.5	149.7
Growth(%)	265.0%	-30.2%	-11.8%	67.1%	36.7%
毛利率(%)	40.8%	35.5%	38.1%	39.0%	40.0%
净利润率(%)	18.9%	12.5%	9.9%	12.2%	13.4%
每股收益(元)	1.42	0.99	0.66	1.10	1.50
每股净资产(元)	2.53	3.36	8.11	9.18	10.65
净资产收益率(%)	57.0%	29.6%	8.5%	12.6%	14.8%
ROIC(%)	45.3%	19.7%	14.2%	15.6%	12.9%

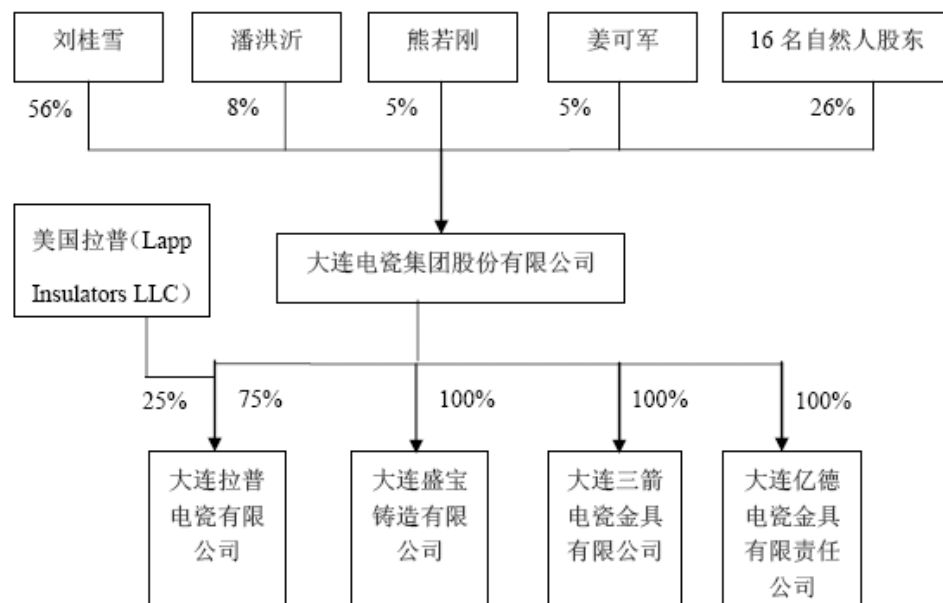
1. 国内绝缘子市场的龙头企业

大连电瓷集团股份有限公司的前身大连电瓷厂是国家机电工业重点骨干企业，其绝缘子制造技术可以追溯到 1915 年。经过多年的发展，大连电瓷集团股份有限公司成为中国最大的绝缘子生产企业之一，经电器工业协会绝缘子分会认定，2007-2009 年之间公司生产的盘形悬式瓷绝缘子的产量，销量和出口量在行业内排名第一。从 2005 年开始，公司陆续为 ±500kV 直流工程“三峡-上海”、第一条 750kV 线路“兰州东-官亭”、第一条 ±800kV 直流工程“云南-广东”、±800kV 直流示范工程“向家坝-上海”、第一条特高压 1000kV 交流示范工程“晋东南-南阳-荆门”和第一条 ±660kV 直流工程“宁东-青岛”提供大量的产品，其中个别项目中同类产品的市场份额在 50% 以上。目前公司生产的直流 400kN 和 550kN 的高强度绝缘子产品，在国际上只有日本的 NGK 公司可以生产。

1.1. 股权结构

大连电瓷前身是大连电瓷集团有限公司，于 2009 年 9 月 2 日整体变更为股份有限公司。公司成立于 2003 年 11 月 25 日，由刘桂雪先生等 22 名自然人和华信信托共同设立。刘桂雪先生是公司的控股股东和实际控制人，持有公司发行前股份的 56.00%。

图 1 大连电瓷发行前股权结构图



数据来源：招股意向书

本次发行前公司总股本为 7,500 万股，本次拟向社会公众公开发行 2,500 万股人民币普通股，发行后公司股本总额为 10,000 万股，本次发行的股份占发行后总股本的比例为 25%。

表 1 大连电瓷发行前后股权比例

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
一、有限售条件的	刘桂雪		56.00%		42.00%

股份	4,200		4,200	
潘洪沂	600	8.00%	600	6.00%
熊若刚	375	5.00%	375	3.75%
姜可军	375	5.00%	375	3.75%
16 名自然人	1950	26.00	1950	19.50%
二、本次发行流通股	-	-	2,500	25.00%
总股本	7,500	100.00%	10,000	100.00%

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心整理

1.2. 主要业务与产品简介

大连电瓷主要从事高压输电线路用复合绝缘子，电站用瓷、复合绝缘子，以及电瓷金具等产品的研发、生产和销售。

输电线路用绝缘子用于架空输电线中，其中绝缘子串一般由单个悬式或棒形绝缘子串接而成，需满足绝缘强度和机械强度的要求。

电站绝缘子用作电站建设中导电部分的绝缘支持或连接物。公司主要有棒形支柱瓷绝缘子和棒形支柱复合绝缘子两种产品。

图 3 输电线路用绝缘子



数据来源：招股意向书

图 4 电站用绝缘子和高压瓷套



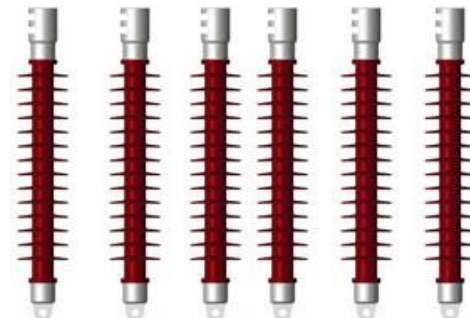
数据来源：招股意向书

图 5 瓷绝缘子



数据来源：大连电瓷公司网站

图 6 复合绝缘子



数据来源：大连电瓷公司网站

图 7 支柱绝缘子/瓷套



数据来源：大连电瓷公司网站

表 2 大连电瓷主要产品的分类及用途

种类	使用位置	代表产品		
悬瓷绝缘子	160kN 以下	100kN 普通型盘形悬式瓷绝缘子	双伞形 100kN 交流防污型盘形悬式瓷绝缘子	双伞型 120kN 交流防污型盘形悬式瓷绝缘子
	160kN 至 300kN (含 160kN)	双伞型 160kN 交流防污型盘形悬式瓷绝缘子	双伞型 240kN 交流防污型盘形悬式瓷绝缘子	210kN 直流防污型盘形悬式瓷绝缘子
	300kN 及以上 (含 300kN)	420kN 普通型盘形悬式瓷绝缘子	530kN 普通型盘形悬式瓷绝缘子	550kN 直流防污型盘形悬式瓷绝缘子
复合绝缘子	200kV 及以下	66 kV/100kN 交流棒形悬式复合绝缘子	110kV/100kN 交流棒形悬式复合绝缘子	132kV/120kN 交流棒形悬式复合绝缘子
	220kV 及以上 (含 220kV)	500kV/160kN 交流棒形悬式复合绝缘子	± 800kV/300kN 直流棒形悬式复合绝缘子	1,000kV/530kN 交流棒形悬式复合绝缘子
电站电瓷	200kV 及以下	126kV 棒形支柱绝缘子	126kV 避雷器瓷套	126kV 断路器瓷套支柱瓷套
	220kV 及以上 (含 220kV)	550kV 棒形支柱绝缘子	550kV 避雷器瓷套	550kV 瓷套组件

数据来源：招股意向书

1.3 销售模式与销售渠道

公司的产品主要面对电力系统的客户，在国内采用直销的模式，直接参与用户的招标

活动来获得订单。招标分为公开竞争性招标及有限制竞争性谈判等方式，国家电网公司和南方电网公司是最主要的客户。国外市场产品销售采用自营出口方式，客户主要分布在东南亚，南亚，西亚，以及非洲、美洲和澳洲等部分地区。目前公司的海外业务的收入占比呈上升趋势，2010 年海外业务的收入占比超过 40%。

表 3 公司主要客户简介

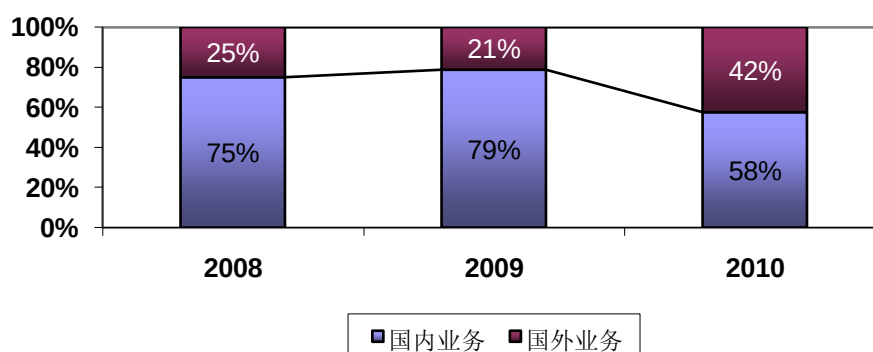
客户名称	客户简介
国家电网公司	国家电网公司作为关系国家能源安全和国民经济命脉的国有重要骨干企业，以投资建设运营电网为核心业务，为经济社会发展提供坚强的电力保障。经营区域覆盖 26 个省、自治区、直辖市，覆盖国土面积的 88% 以上。
南方电网公司	公司经营范围为广东、广西、云南、贵州和海南五省（区），负责投资、建设和经营管理南方区域电网，经营相关的输配电业务，参与投资、建设和经营相关的跨区域输变电和联网工程；从事电力购销业务，负责电力交易与调度；从事国内外投融资业务；自主开展外贸流通经营、国际合作、对外工程承包和对外劳务合作等业务。

数据来源：国家电网公司网站，南方电网公司网站

1.4. 财务分析

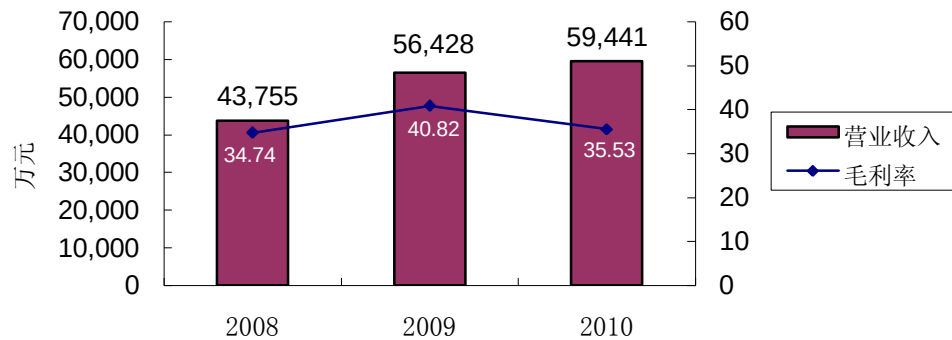
大连电瓷 2010 年的营业收入同比增速较为缓慢，同时毛利率，净利润和净利率下滑较为明显，原因是由于十一五的最后时期，国家电网公司的电网建设投资呈现了负增长，行业产能过剩导致的恶性竞争压低价格，导致了营业收入和毛利率的降低。公司在维持国内市场份额的同时，积极开拓海外业务，维持了营业收入的增长，同时也大幅的提高了海外销售的收入占比。

图 8 大连电瓷国内/外业务对比



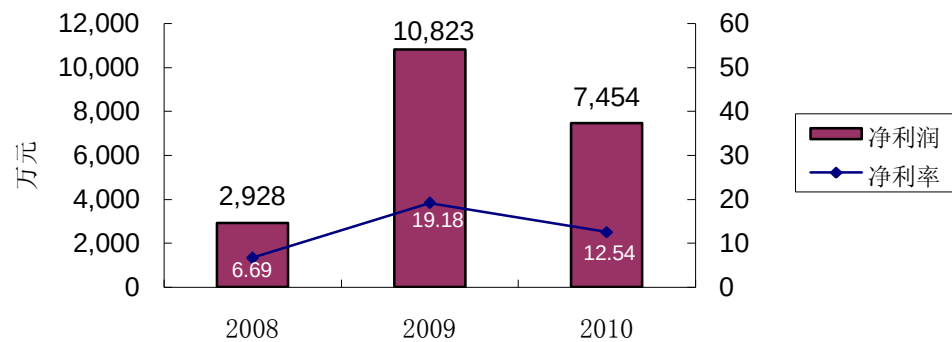
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心整理

图 9 大连电瓷近三年营业收入增长情况



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心整理

图 10 大连电瓷近三年净利润增长情况



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心整理

2. 行业及公司竞争优势分析

2.1. 三大绝缘子技术路线之争

20 世纪 90 年代以前，国内电力行业主要使用瓷绝缘子，玻璃绝缘子使用的很少，复合绝缘子尚处于研发阶段。90 年代中期，外资企业在中国的建厂，客观上推动了瓷绝缘子和玻璃绝缘子在制造技术上的发展。到目前为止，瓷绝缘子，玻璃绝缘子和复合绝缘子在国内市场基本上形成了鼎足之势，并且在国家电网的集中招标中，玻璃绝缘子的绝对数量已经超过了瓷绝缘子。根据应用场合的不同，最终客户会使用不同类型的绝缘子。

表 4 三种绝缘子技术路线的优缺点

	瓷绝缘子	玻璃绝缘子	复合绝缘子
预期寿命	较高	最高	较低
失效检出率	较低	较高	较低
机械强度	低	较高	最高
重量	较重	较轻	相同条件最轻
电击穿强度	较低	最高	较高
电压分布	一般	最均匀	很不均匀
耐电弧性能	一般	最强	较强
导线落地事故	较多	没有	较少
耐污性能	一般	较好	最好
经济性	成本较高	成本较高	成本较低

数据来源：金利华电招股意向书

表 5 国家电网 220kV 及以上线路三类绝缘子招标数量统计

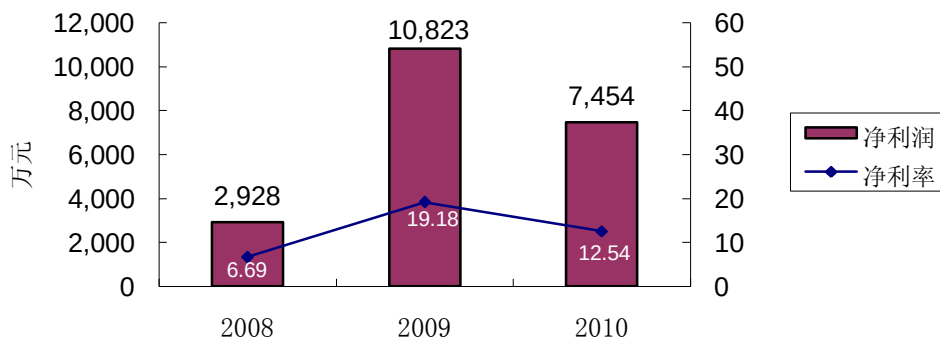
分类	2009 年	2008 年	2007 年	总计
复合绝缘子 (支)	341,657	262,502	242,083	846,242
瓷绝缘子 (片)	3,258,129	2,439,800	3,667,485	9,365,414
玻璃绝缘子 (片)	4,568,414	4,338,447	3,977,674	12,884,535

数据来源：金利华电招股意向书

2.2. 国内输变电市场需求持续旺盛

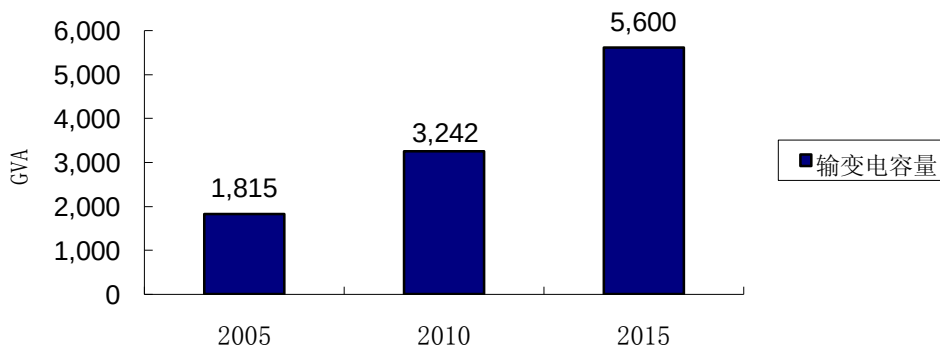
中国的电力行业在十一五期间经历了高速的增长，主要原因是由于十一五初期高耗能工业的快速发展，使全国的用电需求猛增，由于电源和电网建设相对落后，跨区域的超高压输电网的不完善导致了电力供应的紧张。十一五末期的装机容量较十一五初期相比增长了 90%，110kV 及以上的输变电容量增长 80%，110kV 及以上输电线路长度增长 40%。十二五期间中国的装机容量不再是工业增速的瓶颈，而发电中心和负荷中心之间的矛盾逐渐显现，在三华电网夏季拉闸限电的时候，西部省份会出现电力富裕。因此区域间的长距离输电将是十二五电力建设的主题，输变电环节的增速将会超过电源环节的增速，对于公司是一个利好因素。

图 11 十一五期间和十二五期间电源装机容量统计



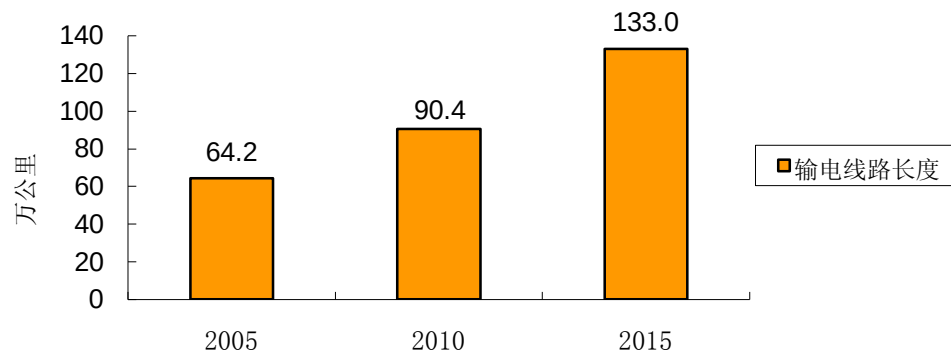
数据来源：中电联十二五规划报告

图 12 十一五期间和十二五期间 110kV 及以上输变电容量统计



数据来源：中电联十二五规划报告

图 13 十一五期间和十二五期间 110kV 及以上输电线路长度统计

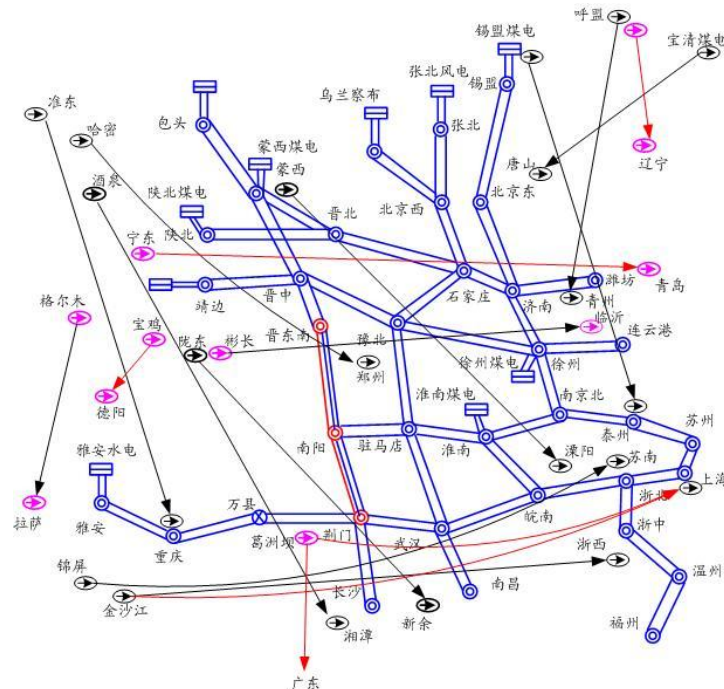


数据来源：中电联十二五规划报告

2.3. 特高压交/直流线路将带来大量的高端订单

截至到目前，我国已经开通多条特高压直流输电项目。2009 年，我国第一条 1000kV 交流特高压示范项目“晋东南-南阳-荆门”工程投运；2010 年南方电网公司的世界上第一条 ± 800 kV 直流输电项目“云南-广东”工程投运；2010 年国家电网公司的 ± 800 kV 直流输电项目“向家坝-上海”工程投运标志着我国的特高压输电技术已经不断成熟，大规模的建设即将展开。目前国家电网公司计划到 2020 年建成特高压交流变电站 53 座，变电容量 3.36 亿 kVA，线路长度 4.45 万公里；建成直流输电工程 38 项，输电容量 1.91 亿 kVA，线路长度 5.23 万公里。

图 14 国家电网十二五特高压线路规划图



数据来源：国家电网公司，安信证券研究中心绘制

3. 募集资金项目分析

公司本次拟公开发行 2,500 万股，拟募集资金 4.7 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 3 个：1) 瓷绝缘子扩大生产能力项目；(2) 复合绝缘子建设项目。(3) 创建国家级技术中心项目。本次资金的募集项目主要是围

绕提高公司超（特）高压绝缘子生产能力而进行的投资。本次募集资金项目实施后，公司高强度（300kN 及以上）瓷绝缘子的生产能力将大幅提高，复合绝缘子生产能力将进一步扩大，科研实力进一步提升。

表 6 公司募集资金项目投资情况

项目名称	总投资(万元)	建设投资(万元)	铺底流动资金(万元)
瓷绝缘子扩大生产能力项目	26,795.00	23,300.00	3495.00
复合绝缘子建设项目	16,675.00	14,500.00	2,175.00
创建国家级技术中心项目	3,500.00	3,500.00	
合计	46,970.00	41,300.00	5,670.00

数据来源：招股意向书

瓷绝缘子扩大生产能力项目： 本项目主要是对公司原有的瓷绝缘子生产线进行技术改造，项目建设期为 1 年，第 3 年达到设计生产能力。项目达纲后新增生产能力 2.37 万吨，其中年产高吨位悬式瓷绝缘子 88.26 万只，包括悬式棒形瓷绝缘子 5.26 万只和 300kN 以上盘形悬式瓷绝缘子 83.00 万只；电站电瓷 2.48 万只，包括支柱瓷绝缘子 0.30 万只和瓷套管 2.18 万只

复合绝缘子建设项目： 本项目是对公司原有的复合绝缘子生产线进行改造，项目建设周期为 1 年，第三年达到设计生产能力。。项目达纲后新增生产能力 0.52 万吨，包括年产 220kV 及以下交流复合绝缘子 43.50 万只；330kV~1,000kV 交流复合绝缘子 3.00 万只；±500kV~±800kV 直流复合绝缘子 0.90 万只，110kV~1,000kV 空心复合绝缘子 2.10 万只。

创建国家级技术中心项目： 通过本次扩建、改造工程，将公司原有技术中心打造成为一支专业化、高水平、队伍精干的研发队伍，建设一座研发能力、试验设施水平方面行业领先、国内一流的企业技术中心，进一步提高集团的科研创新能力，全面达到国家级企业技术中心的各项要求并取得国家级技术中心的认定资格，为公司持续、快速、稳定发展提供坚强、有利的技术支撑。

表 7 公司产能扩充后营业状况预测

产品类别	现有产能	募投新增产能	达产后产能
悬瓷绝缘子	36,000.00 吨	20,266.00 吨	62,266.00 吨
复合绝缘子	2,100.00 吨	5,236.14 吨	7,366.14 吨
电站电瓷	3,700.00 吨	3,476.00 吨	7,176.00 吨

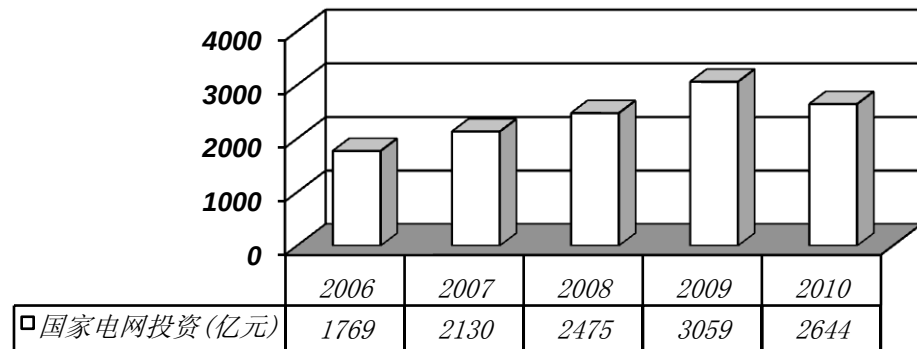
数据来源：招股意向书

4. 公司风险分析

4.1. 国家电网和南方电网投资采购变化的风险

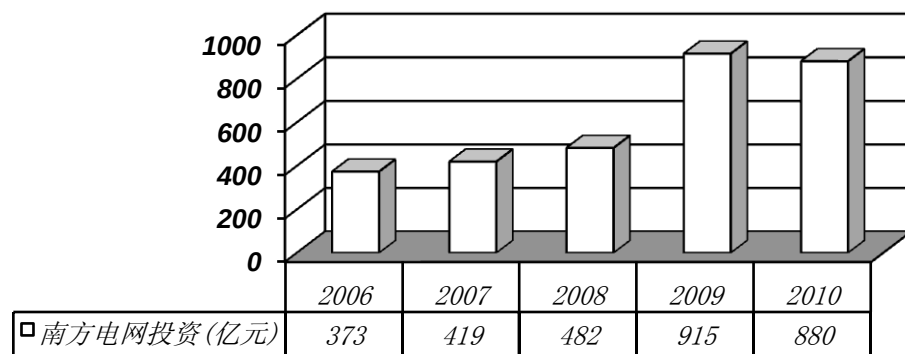
公司所处的输配电设备制造行业下游用户集中度很高，主要为国家电网公司和南方电网公司。因此公司的业绩受两大电网公司的投资变动影响很大。由于两大电网公司在十二五期间会更多的关注于新型智能电网的建设，必然会压缩传统的输变电行业的投资，会给公司的业绩增速带来一定的风险。另外发改委能源局对特高压项目的审批速度，以及电网公司的盈利情况，都会影响公司的盈利情况。

图 15 国家电网十一五期间投资



数据来源：国家电网公司网站

图 16 南方电网十一五期间投资



数据来源：南方电网公司网站

4.2. 主要原材料价格波动的风险

公司产品的主要成本为矿物原料，金属附件和钢材等，生产环节中耗费的能源主要为液化气。其中用来生产金具的钢材是成本比重最高的原材料。近些年来国际上大宗商品价格波动剧烈，导致国内的钢材价格波动明显。输变电行业的最终客户主要是两大电网公司，客户具有非常强大的议价能力，使得公司很难将成本的压力转移到下游，因此原材料价格的波动会对公司的利润造成比较明显的影响。

表 8：生产过程中原材料成本占比

	2010	2009	2008
矿物原料	10.59%	13.27%	12.62%
金属附件和钢材	20.76%	26.19%	35.32%
液化气	8.99%	7.63%	11.96%

数据来源：招股意向书

图 17 中钢协国内钢材价格指数



数据来源: Wind 资讯

4.3. 市场竞争的风险

公司所处的输变电行业的总体情况是, 高端市场需求量较小, 中低端市场需求量大, 但是集中度不高, 产能较为过剩。因此全行业存在恶性压价竞争导致毛利率进一步降低的风险。另外国家电网的 110kV 以上的设备材料采购基本上全部集中采购来完成, 之前推行的低价中标原则使得中标价格持续走低, 虽然国家电网从 2011 年开始重视质量, 改变的评标规则, 使价格略有回升。但是只要行业的产能仍然保持相对过剩的状态, 最终客户始终具有强大的议价能力, 那么就存在毛利率下降的风险。

4.4. 技术替代的风险

绝缘子的绝缘材料可以分为电瓷, 特种功能玻璃和特种有机复合材料(硅橡胶)。从目前来看, 三种绝缘材料各有优缺点, 没有一种材料可以适用于所有的工程环境。电网公司在进行工程设计时, 需要考虑到电压等级, 运行环境, 气候条件, 空气污秽程度来决定使用的绝缘子。玻璃绝缘子和复合绝缘子都在不断的技术进步以改进自身的缺点, 因此不排除未来存在瓷绝缘子在电网中应用越来越少的风险。

4.5. 财务风险

公司成立以来业务扩张较快, 资金主要通过自身积累和债务融资来解决。截至 2010 年 12 月 31 日, 母公司资产负债率为 75.31%, 流动负债比例为 56.34%。公司的流动比率, 速动比率偏低。报告期内流动比率为 1.30, 1.07, 0.54; 速动比率为 0.83, 0.73, 0.33, 与公司产品性质相同的上市公司金利华电相比, 同期负债比例偏高, 因此具有一定的偿债风险。

5. 盈利预测与公司估值

根据我们的模型, 按照发行后股本摊薄, 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.66 元、1.10 元、1.50 元。我们建议给予公司 2011 年 EPS23-27 倍的市盈率, 得出上市公司上市首日定价区间 15.18 元-17.82 元。询价建议: 按照 2010 年 EPS23-27 倍的市盈率询价, 询价区间 9.66 元-11.34 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		2011-7-19		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表						成长性						
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	29.0%	5.3%	11.8%	35.0%	25.0%	
减: 营业成本	333.9	383.2	411.4	547.3	672.9	营业利润增长率	120.1%	-35.2%	53.6%	66.3%	36.5%	
营业税费	4.8	4.3	5.3	7.2	9.0	净利润增长率	265.0%	-30.2%	-11.8%	67.1%	36.7%	
销售费用	40.4	41.2	45.2	59.2	74.0	EBITDA 增长率	95.9%	-27.5%	59.9%	53.9%	36.5%	
管理费用	90.7	91.9	99.7	130.1	162.6	EBIT 增长率	87.6%	-29.3%	44.0%	48.1%	35.6%	
财务费用	13.5	14.3	15.6	8.7	10.6	NOPLAT 增长率	184.7%	-27.1%	-6.9%	48.7%	35.8%	
资产减值损失	1.1	7.1	8.1	12.7	12.3	投资资本增长率	67.6%	29.3%	35.7%	63.8%	13.5%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	129.3%	32.7%	222.1%	13.2%	16.0%	
投资和汇兑收益	-	-0.7	-	-	-							
营业利润	79.7	51.7	79.4	132.0	180.1	利润率						
加: 营业外净收支	45.2	32.2	-1.0	-1.0	-1.0	毛利率	40.8%	35.5%	38.1%	39.0%	40.0%	
利润总额	124.9	83.9	78.4	131.0	179.1	营业利润率	14.1%	8.7%	11.9%	14.7%	16.1%	
减: 所得税	16.7	9.3	9.4	15.7	21.5	净利润率	18.9%	12.5%	9.9%	12.2%	13.4%	
净利润	106.4	74.3	65.5	109.5	149.7	EBITDA/营业收入	21.5%	14.8%	21.2%	24.2%	26.4%	
						EBIT/营业收入	16.5%	11.1%	14.3%	15.7%	17.0%	
资产负债表						运营效率						
货币资金	23.6	48.8	181.1	179.4	112.1	固定资产周转天数	160	140	164	200	235	
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	33	157	179	214	231	
应收账款	307.8	230.8	327.7	442.4	553.0	流动资产周转天数	276	303	344	350	335	
应收票据	-	3.6	3.6	4.9	6.1	应收帐款周转天数	113	137	143	129	133	
预付帐款	7.0	38.3	58.9	86.3	119.9	存货周转天数	97	103	102	92	94	
存货	161.4	179.9	197.2	262.4	322.6	总资产周转天数	520	545	621	651	665	
其他流动资产	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	投资资本周转天数	229	313	372	418	443	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率						
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	57.0%	29.6%	8.5%	12.6%	14.8%	
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	12.5%	8.0%	5.1%	6.1%	7.0%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	45.3%	19.7%	14.2%	15.6%	12.9%	
固定资产	226.8	235.8	370.8	625.4	838.6	费用率						
在建工程	20.9	84.8	110.9	186.5	213.9	销售费用率	7.2%	6.9%	6.8%	6.6%	6.6%	
无形资产	109.3	106.8	99.7	93.2	87.1	管理费用率	16.1%	15.5%	15.0%	14.5%	14.5%	
其他非流动资产	5.8	7.1	5.8	5.8	5.8	财务费用率	2.4%	2.4%	2.3%	1.0%	0.9%	
资产总额	862.6	935.9	1,355.8	1,886.3	2,259.2	三费/营业收入	25.6%	24.8%	24.1%	22.1%	22.0%	
短期债务	224.0	219.0	-	215.2	242.9	偿债能力						
应付帐款	177.6	142.4	169.0	224.9	276.5	资产负债率	78.0%	73.1%	40.2%	50.9%	52.2%	
应付票据	56.0	20.0	33.8	45.0	55.3	负债权益比	354.5%	271.7%	67.2%	103.7%	109.4%	
其他流动负债	8.8	4.1	12.2	21.2	32.4	流动比率	1.07	1.30	3.64	1.94	1.85	
长期借款	60.0	160.0	160.0	160.0	160.0	速动比率	0.73	0.83	2.71	1.42	1.31	
其他非流动负债	146.4	138.7	173.7	290.0	402.2	利息保障倍数	6.91	4.63	6.10	16.23	18.04	
负债总额	672.8	684.1	544.8	952.3	1,165.3	分红指标						
少数股东权益	6.4	6.7	9.6	14.5	21.2	DPS(元)	-	0.25	0.01	0.02	0.02	
股本	75.0	75.0	100.0	100.0	100.0	分红比率	0.0%	24.9%	1.5%	1.5%	1.5%	
留存收益	108.4	170.1	701.4	803.8	943.8	股息收益率						
股东权益	189.8	251.8	811.0	918.3	1,065.0							
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	108.2	74.5	65.5	109.5	149.7	EPS(元)	1.42	0.99	0.66	1.10	1.50	
加: 折旧和摊销	29.7	24.8	46.0	76.4	105.7	BVPS(元)	2.53	3.36	8.11	9.18	10.65	
资产减值准备	1.1	7.1	8.1	12.7	12.3	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-	
财务费用	12.4	12.3	15.6	8.7	10.6	P/FCF	-	-	-	-	-	
投资收益	-	0.7	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-	
少数股东损益	1.8	0.3	3.4	5.8	7.9	EV/EBITDA	-	-	-	-	-	
营运资金的变动	24.3	-141.6	-57.9	-29.0	-32.7	CAGR(%)	2.1%	28.4%	45.0%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	10.5	-17.1	80.7	184.1	253.4	PEG	-	-	-	-	-	
投资活动产生现金流量	-65.8	5.1	-200.1	-400.1	-340.1	ROIC/WACC	5.7	2.5	1.8	2.0	1.6	
融资活动产生现金流量	43.8	37.9	259.4	204.9	14.9	REP	-	-	-	-	-	

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	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@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