

电力计量，精于智者

报告关键点:

- 中国规模最大的电子式电表生产企业，受益于国家电网公司大规模的智能电表采购。
- 预测公司2011-2013 年EPS 分别为0.94元、1.18元、1.19元。上市首日定价区间21.62元-23.50元。询价区间14.03元-15.25元。

报告摘要:

- 公司业务:** 公司主营业务为电子式电能表、用电信息管理系统及终端产品和其他电工仪器仪表产品的研发、生产和销售，主营产品主要包括：电子式电能表、用电信息管理系统及终端产品。其中电子式电能表包括单相电能表与三相电能表；用电信息管理终端及系统包括专变采集终端、公变配电监测终端和集中抄表终端。
- 行业分析:** 电力仪表行业作为输变电产业链的最下游，主要担负电力计量的任务。从2005年开始电子式的电能表开始取代传统感应式电表成为行业的主流。2009年电子式电能表的销量占全行业的77%，传统感应式电表仅占23%。受益于国家电网公司的大规模智能电网投资，新式智能化电子式电表需求的井喷，将会引领整个产业进行第二次技术升级。在全国4-4.5亿电表保有量的基础上，预计十二五期间全国电表的年需求量约为8000万台，其中大部分是智能电表。
- 公司竞争优势:** 林洋电子是中国规模最大的电子式电表生产企业、中国电子式电能表标准的参与制订者和中国电子式电能表市场的先行者。公司生产的电能表2007-2009三年市场占有率分别为10.32%，12.37%，10.67%，连续多年蝉联国内第一位置
- 募集项目资金分析:** 林洋电子本次拟公开发行7,500万股，拟募集资金8.07亿元，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4个：(1)智能电能表建设项目；(2)智能用电信息管理系统终端建设项目；(3)智能电能表零部件配套项目；(4)技术和服务中心建设项目。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。
- 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、市场饱和带来恶性竞争的风险、毛利率波动的风险。
- 盈利预测与公司估值:** 预测公司2011-2013 年EPS 分别为0.94元、1.18元、1.19元。我们建议给予公司2011年EPS23-25倍的市盈率，得出上市公司上市首日定价区间21.62元-23.50元。
- 询价建议:** 按照2010年EPS23-25倍的市盈率询价，询价区间14.03元-15.25元。

建议询价区间:

14.03 - 15.25 元

上市首日定价区间:

21.62 - 23.50 元

报告日期: 2011-07-25

发行数据

总股本(万股)	21,500
发行数量(万股)	7,500
网下发行(万股)	1,500
网上发行(万股)	6,000
保荐机构	广发证券股份有限公司
发行日期	2011-08-01
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

启东市华虹电子有限公司	79.07%
南通华强投资有限公司	10.23%
徐斌	4.65%
虞海娟	4.65%
广发信德投资管理有限公司	1.40%

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	986.8	1,140.2	1,596.3	1,899.6	1,996.5
Growth(%)	-7.3%	15.6%	40.0%	19.0%	5.1%
净利润	158.9	177.4	272.7	342.9	345.9
Growth(%)	49.0%	11.7%	53.7%	25.7%	0.9%
毛利率(%)	37.6%	34.7%	35.5%	36.0%	35.5%
净利润率(%)	16.1%	15.6%	17.1%	18.1%	17.3%
每股收益(元)	0.74	0.83	0.94	1.18	1.19
每股净资产(元)	1.73	2.79	8.42	9.58	10.75
净资产收益率(%)	41.7%	28.3%	11.8%	13.0%	11.7%
ROIC(%)	75.3%	59.1%	80.5%	51.0%	73.9%

敬请阅读本报告正文后各项声明

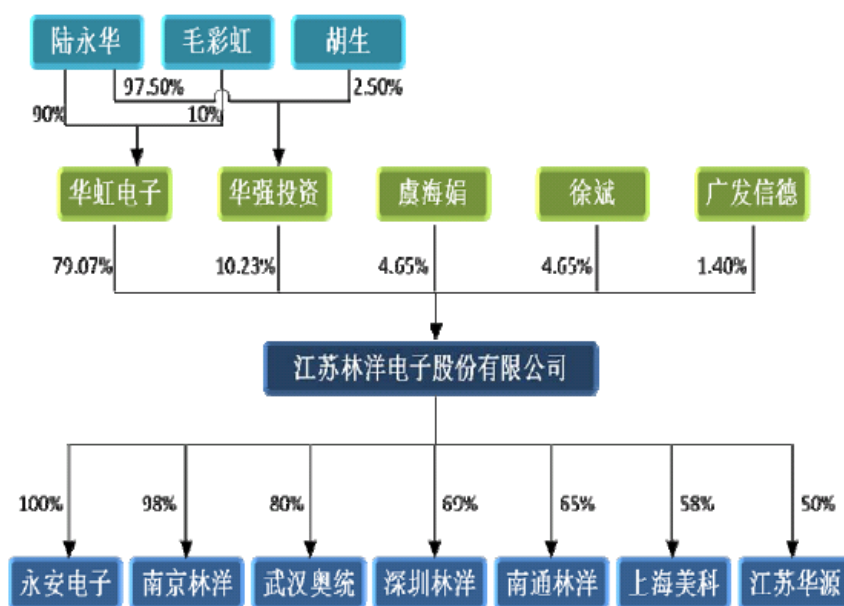
1. 国内规模最大的电表生产商

林洋电子是中国规模最大的电子式电能表生产企业，也是中国电子式电能表标准制定的参与者。拥有年产 850 万台单相电子式电能表和 70 万台三相电子式电能表的能力，根据中国仪器仪表协会统计，公司生产的电能表 2007-2009 三年市场占有率分别为 10.32%，12.37%，10.67%，连续多年蝉联国内第一位置。公司在国家电网公司集中招标的市场份额也是稳居前三名。

1.1. 股权结构

林洋电子的前身是南通林洋电子有限公司，于 1995 年 11 月，由香港棋港和启东计算机厂共同出资建立。2001 年 4 月 18 日，公司更名为江苏林洋电子有限公司，后几经股权转让和增资，华虹电子和华强投资成为公司的大股东，并于 2010 年 2 月 8 日整体变更为股份公司。陆永华先生持有林洋电子前两大股东华虹电子和华强投资 90%、97.5% 的股份，是公司的实际控制人。

图 1 林洋电子发行前股权结构图



数据来源：招股意向书

本次发行前公司总股本为 21,500 万股，本次拟向社会公众公开发行 7,500 万股人民币普通股，发行后公司股本总额为 29,000 万股，本次发行的股份占发行后总股本的比例为 25.68%。

表 1 林洋电子发行前后股权比例

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、有限售条件的股份	华虹电子	17,000	79.07%	17,000	58.62%
	华强投资	2,200	10.23%	2,200	7.59%
	徐斌	1000	4.65%	1000	3.45%
	虞海娟	1000	4.65%	1000	3.45%
	广发信德	300	1.40%	300	1.03%
二、本次发行流通股		-	-	7,500	25.68%
总股本		21,500	100.00%	29,000	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

公司主营业务为电子式电能表、用电信息管理系统及终端产品和其他电工仪器仪表产品的研发、生产和销售，主营产品主要包括：电子式电能表、用电信息管理系统及终端产品。其中电子式电能表包括单相电能表与三相电能表；用电信息管理系统及终端产品，包括专变采集终端、公变配电监测终端和集中抄表终端。公司的电力计量产品的收入占总收入的 85%以上。

图 2 单相电子式电表



数据来源：林洋电子公司网站

图 3 三相电子式电表



数据来源：林洋电子公司网站

图 4 单相智能电表



数据来源：林洋电子公司网站

图 5 三相智能电表



数据来源：林洋电子公司网站

图 6 采集器



数据来源：林洋电子公司网站

表 2 林洋电子主要产品的分类及用途

种类	使用位置	代表产品
单相电子式电能表	单相普通电子式电能表	具有正反向计量、防窃电、有源、反向或窃电指示等功能，采用计度器显示，采用计度器或液晶显示，可配置通信功能
	单相电子式多费率电能表	除具有单相普通电子式电能表功能外，还增加各分费率电能计量，时钟、时段、时区等参数，具备多种通信功能，可选用双计度器或液晶显示
	单相电子式预付费电能表	除具有单相普通电子式电能表功能外，还具有预付费功能，可通过 CPU 卡或射频卡等介质实现；售电卡和系统具有加密功能
	单相电子式载波电能表	除具有单相普通电子式电能表功能外，还具有载波通信功能，可实现载波集中远程抄表
	单相远程费控智能表	具有通信接口及有功电能计量、分时计量、日历、时钟、远程费控等功能，能测量、记录、显示电压、电流、功率、功率因数等运行参数
	单相远程费控智能表（载波）	除具备单相远程费控智能表的全部功能外，增加了可插拔载波通信模块，可以在远程通过电力线载波对电能表数据进行抄读
	单相本地费控智能表	除具备单相远程费控智能表的全部功能外，具有本地费控功能，可通过 CPU 卡或射频卡对电能表进行参数设置、预存等，支持阶梯电价计费
三相电子式电能表	单相本地费控智能表（载波）	除具备单相本地费控智能表的全部功能外，增加了可插拔载波通信模块，可以在远程通过电力线载波对电能表数据进行抄读
	三相普通电子式电能表	具有正反向计量、矢量或绝对值计量方式选择、三线或四线接线方式选择，有源（或缺相）、反向、错相指示等功能，采用计度器或液晶显示，可配置通信功能

三相电子式多费率电能表	除具有三相普通电子式电能表功能外，还增加分费率电能计量，日历、时段、时区等参数，可选用双计度器或液晶显示。
三相电子式预付费电能表	具有三相普通电子式电能表功能外，还具有预付费功能，可通过 CPU 卡或射频卡等介质实现；售电卡和系统具有加密功能。
三相电子式载波电能表	具有三相普通电子式电能表功能外，还具有载波通信功能，实现载波集中远程抄表
三相多功能电能表	具有正反向有功、分时计量和分相计量功能，可设置 4 个费率，20 个时段，多套日时段表和多个时区；具有电表事件操作的记录功能、电能表电量冻结、双路 RS485 和调制式红外通讯、停电唤醒抄表、报警输出等功能。
1 级三相三线/四线智能电能表	具有电能计量、分时计量、分相计量功能，支持尖、峰、平、谷四个费率，具有 2 套时区 2 套时段、电能表事件操作的记录、电能表电量冻结、通讯、唤醒抄表、报警等功能
0.5S 级三相三线/四线智能电能表	除具备 1 级三相智能电能表的全部功能外，还具有线路电源和辅助电源双电源供电，可自动切换，且辅助电源优先等功能
1 级三相三线/四线费控智能电能表（远程/开关内置/外置）	除具备 1 级三相智能电能表的全部功能外，还具有红外等通信功能。内置安全认证模块，可实现远程费控功能和抄表等功能
1 级三相三线/四线费控智能电能（本地/开关内置/外置）	除具备 1 级三相智能电能表的全部功能外，还具有红外等通信功能。内置安全认证模块，可以通过 CPU 卡或射频卡实现对电能表进行参数设置、预存电费等功能
1 级三相四线费控智能电能表（载波/远程/开关内置/外置）	除具备 1 级三相智能电能表的全部功能外，还具有红外等通信功能。内置安全认证模块，可实现远程主站/售电系统借助有线网络进行充值及参数设置实现费控等功能
1 级三相四线费控智能电能表（载波/本地/开关内置/外置）	除具备 1 级三相智能电能表的全部功能外，还具有红外等通信功能。内置安全认证模块，可以通过 CPU 卡或射频卡实现对电能表进行参数设置、预存电费等功能
1 级三相三线/四线费控智能电能表（无线/远程/开关内置/外置）	除具备 1 级三相智能电能表的全部功能外，还具有红外、无线等通信功能，并具备抄读并转发外挂表数据等功能。
1 级三相三线/四线费控智能电能表（无线/本地/开关内置/外置）	除具备 1 级三相智能电能表的全部功能外，还具有红外、无线等通信功能，并具备抄读并转发外挂表数据的功能；内置安全认证模块，可以通过 CPU 卡或射频卡实现对电能表进行参数设置、预存电费等功能
0.5S 级三相三线/四线费控智能电能表（无线/远程/开	除精度等级稍高外，功能同 1 级三相三线/四线费控智能电能表（无线/远程/开关外置）相同

关外置)

	0.5S 级三相 三线/四线费 控智能电能表 (无线/本地/ 开关外置)	除精度等级稍高外, 功能同 1 级三相三线/四线费控智能电能表(无线/本地/开关外置)
	0.2S 级三相 三线/四线费 控智能电能表 (无线/本地/ 开关外置)	精度等级最高, 功能同 1 级三相三线/四线费控智能电能表(无线/本地/开关外置)
	专变采集终端	对专变用户用电信息进行采集, 实现电能表数据的采集、电能计量设备工况和供电电能质量监测并对采集数据的管理和双向传输
用电信息管理 系统及终端	公变配电监测 终端	用于对公用变压器的运行状况进行实时监测, 并内具计量功能
	集中抄表终端	对低压用户用电信息进行采集, 包括集中器和采集器。集中器是指收集各采集器或电能表的数据, 并进行处理储存, 同时能和主站或手持设备进行数据交换; 采集器是用于采集多个或单个电能表的电能信息, 并可与集中器交换数据

数据来源: 招股意向书

1.3. 销售模式与销售渠道

由于用户需求的多样性, 电能表的生产采用“订单模式”, 紧跟市场的变化。获得订单的方法是参加国家电网公司和南方电网公司及下属的网省公司组织的招标活动。在国家电网公司的范围内, 各地网省公司主要针对本地的农网改造采购普通的电子式电表或传统的感应电表, 智能电表采购主要在国家电网公司组织的集中招标中进行, 每年大约 5 次左右, 每年采购约 6000 万块左右, 大部分是智能式电表, 还包括少量的电子式电表和感应电表。从获得订单、组织生产到确认收货, 大概需要 3-6 个月的时间。具体的交货时间由最终客户的安排来确定。

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。

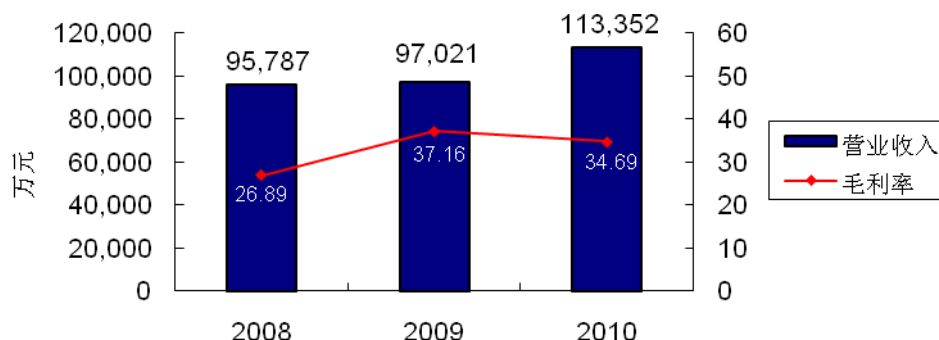
数据来源: 国家电网公司网站, 南方电网公司网站

1.4. 财务分析

林洋电子 2010 年的营业收入同比增速较有所增加，主要是由于国家电网公司在 2010 年开始了大规模的智能电表更换的结果。但是由于在集中招标的体制下，最低价的得分最高，使得供应商恶性竞争导致的价格下跌明显，因此毛利率同比 2009 年有所下滑。

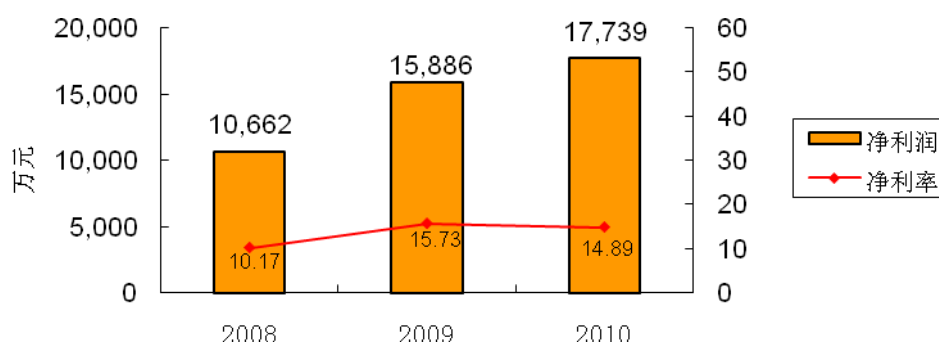
公司在 2008 年-2010 年净利润保持了较快速度的增长。其中 2009 年的净利润增长主要是公司的产品毛利率提升所致。在 2010 年公司虽然毛利率下滑严重，但是公司有效的控制了管理和销售的成本，使得净利率仍然维持了较高的水平。

图 7 林洋电子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 8 林洋电子近三年净利润增长情况



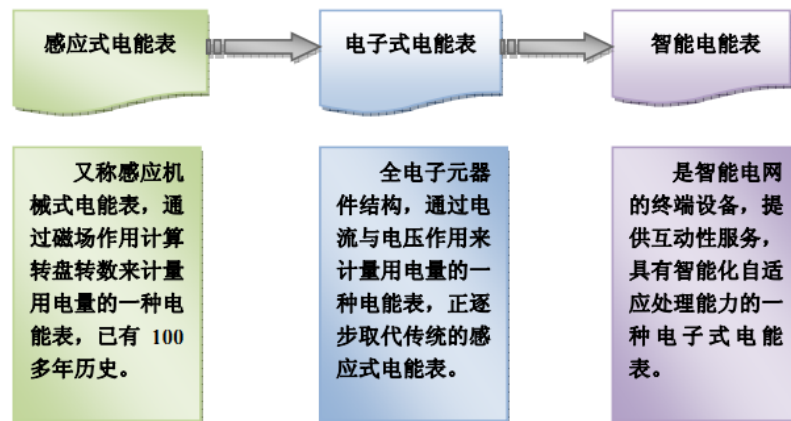
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心整理

2. 行业及公司竞争优势分析

2.1. 电子式电表已经成为行业的主流

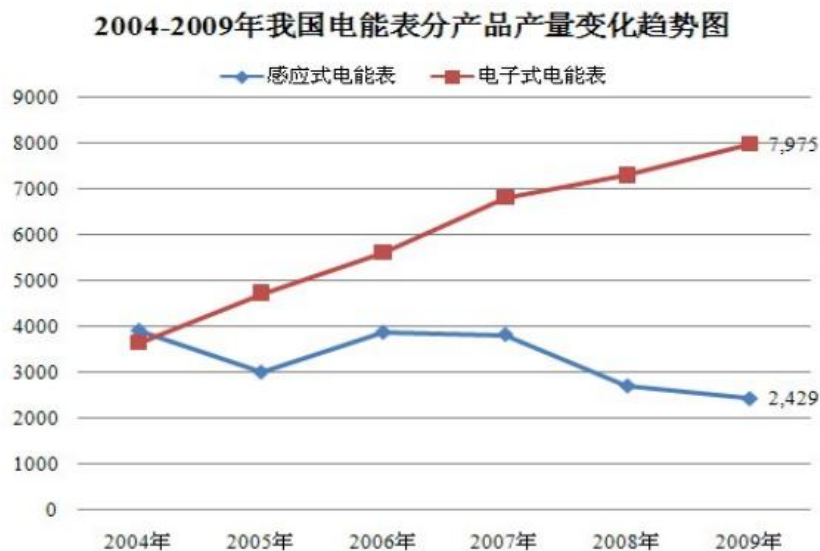
电力仪表行业作为输变电产业链的最下游，主要担负电力计量的任务。2005 年之前，中国使用的电能表主要是传统的感应式电能表；从 2005 年开始电子式电能表的销量首次超过了感应式电能表。根据中国仪器仪表行业协会电工仪器仪表分会统计数据，2009 年中国的电能表销量中，77%是电子式电表，传统的感应式电表只有 23%。可以预计到随着农网改造的大规模普及，感应式电表比例将会进一步降低。

图 9 电表发展历程



数据来源：招股意向书

图 10 中国电能表分产品采购量趋势图



数据来源：招股意向书

2.2. 大规模智能电表的采购促进产业结构再次升级

从 2009 年 12 月开始，国家电网公司开始大规模推行智能电表，并对智能电表采购实施集中规模招标的模式。2010 年国家电网公司组织了 5 次智能电表集中招标，公采购 5004 万块电表，其中传统感应电表 110 万块，电子式电表 375 万块，智能电表 4519 万块。从金额上看传统感应电表的采购额度不足 1%，电子式电表占 3%，智能电表的采购金额超过 95%。2011 年上半年国网公司组织了 3 次智能电表集中招标，智能电表仍然是主流，超过了 90%。值得一提的是上半年国网公司集中招标采购 4375 万块电表，已经逼近了去年全年的水平，预计全年约有 6000 万块电表招标。

表 4： 国家电网公司 2010 年智能电表集中招标统计

电表类型	采购数量	估计金额	金额占比
智能单相表	41,492,826 块	600,000 万元	72%
智能三相表	3,694,599 块	200,000 万元	24%
电子式单相表	3,749,203 块	30,000 万元	3%
感应式单相表	1,106,644 块	7,500 万元	1%

数据来源：国家电网公司集中招标网站，安信证券研究中心整理

表 5： 国家电网公司 2011 年上半年智能电表集中招标统计

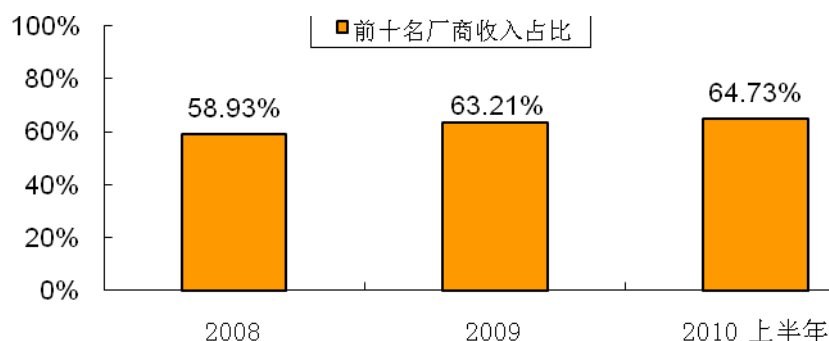
电表类型	采购数量	估计金额	金额占比
智能单相表	33,817,811 块	510,000 万元	67%
智能三相表	3,728,045 块	200,000 万元	26%
电子式单相表	5,168,748 块	43,000 万元	6%
感应式单相表	1,038,206 块	8,500 万元	1%

数据来源：国家电网公司集中招标网站，安信证券研究中心整理

2.3. 生产企业众多，行业集中度较高

中国的电能表行业市场化程度较高，企业数量较多，但是规模较大，综合实力强的公司数量不多，市场集中度较高。根据中国仪器仪表行业协会电工仪器仪表分会统计数据显示，2008-2010 年上半年，行业前十名厂家的销售收入合计占全行业的 58.93%、63.21%、64.73%，市场集中度在逐年提高。由于国家电网公司每年的集中采购占全国需求量的 75%以上，因此国家电网集中招标中的市场份额比较能够代表各厂商的综合竞争力。从国家电网集中招标的结果来看，市场份额前几名的供应商主要有江苏林洋，华立仪表，湖南威胜，深圳科陆，宁波三星等公司。这五家公司均为上市公司，其中湖南威胜在香港上市，华立仪表是上市公司华智控股的子公司。。

图 11 电表行业前十名厂商行业集中度情况



数据来源：中国仪器仪表行业协会电工仪器仪表分会

2010 年国家电网集中招标中价格较低，很多大公司不愿意去赢得国网公司集中招标的订单；2011 年国网公司改变了评标规则后，价格提升明显，各大公司积极参与国网集中招标，从林洋电子的订单结构可以看出，公司在 2011 年上半年一度放弃了电子式电表的订单，在第三次招标价格回暖后重新积极参与。随着电表行业的龙头公司纷纷上市募集资金，扩大产能，公司的技术和规模优势将更加明显，将会进一步提高市场集中度，挤压小公司的生存空间，促进产业重新整合，使全行的供给和需求处在一个相对平衡的水平。

表 6: 林洋电子 2011 年上半年国家电网集中招标订单统计

电表类型	2011.01	2011.02	2011.03
智能单相表	485,038 台	910,777 台	588,549 台
智能三相表	198,778 台	193,875 台	68,713 台
电子式单相表	-	-	104,904 台

数据来源: 国家电网集中招标网站, 安信证券研究中心整理

3. 募集资金项目分析

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 4 个: (1) 智能电能表建设项目; (2) 智能用电信息管理终端建设项目; (3) 智能电能表零部件配套项目; (4) 技术和服务中心建设项目。公司募投资金进行智能电表产能扩建的项目是在国网公司全面建设智能电网的背景下进行的, 面对行业高速发展的态势, 公司亟需扩大相关产品的产能, 完善公司的产品结构, 增强公司的竞争力。

表 7 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)
智能电表建设项目	44,119.50	31,995.90	12,123.60
智能用电信息管理终端建设项目	14,135.50	10,178.90	3,956.60
智能电能表零部件配套项目	15,333.10	12,127.90	3,205.20
技术和服务中心建设项目	6,989.70	6,589.70	400.00
合计	80,557	60,892.40	19,685.40

数据来源: 招股意向书

智能电表建设项目: 本项目是由公司在江苏省启东市开发区林洋路 666 号投资 44,119.50 万元人民币用于 550 万台/年智能电能表项目。项目与智能用电信息管理终端共建 1 座生产厂房, 总建筑面积 29,895.00 平方米, 项目占用建筑面积为 19,930.00 平方米; 拟购置生产检测及公辅设备共计 1,418 台(套)。项目建成后可以形成 36 个品种、550 万台的生产能力, 其中: 单相智能电能表 12 个品种, 共 500 万台; 三相智能电能表 24 个品种, 共 50 万台。

智能用电信息管理终端建设项目: 本项目拟购置生产及检测设备、扩建生产办公场地、建设智能用电信息管理终端生产线及相应的测试实验室等。项目建成投产后的年生产能力为: 20,000 套专变采集终端、20,000 套公变监测终端和 112,000 套集中抄表终端(集中器 12,000 台、采集器 100,000 台)。

智能电能表零部件配套项目: 本项目是由公司在江苏省启东经济开发区内投资 15,333.10 万元人民币新建智能电能表零部件生产项目, 项目建成投产后形成年新增磁保持继电器 810 万只、电流互感器 945 万只、分流器 675 万只、表壳及结构件 765 万套生产能力, 以上产品均为公司智能电能表配套生产。

技术和服务中心建设项目: 本项目是由公司在江苏省启东经济开发区内投资 6,989.70 万元人民币新建技术研发和服务中心项目。拟建设技术研发和服务中心楼一幢, 作为技术研发和服务中心办公、培训用房, 建筑面积合计 4,950.00 平方米。拟进口电快速脉冲群、声学扫描显微镜、高频电磁场等研发设备和仪器 70 台套, 购置程控电源等国产设备和仪器 59 台套, 购置工程计算软件、数据库、实验室信息管理系统软件等 11 套。

表 8 公司产能扩充后营业状况预测

产品类别	现有产能	新增/转化产能	达产后产能
电子式单相表	850 万台	-600 万台	250 万台
电子式三相表	70 万台	-	70 万台
智能单相表	-	770 万台	770 万台
智能三相表	-	80 万台	80 万台

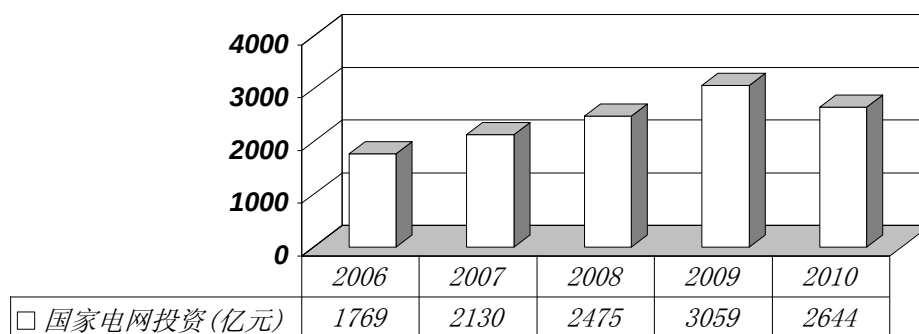
数据来源：招股意向书

4. 公司风险分析

4.1. 对大客户投资依赖度过高

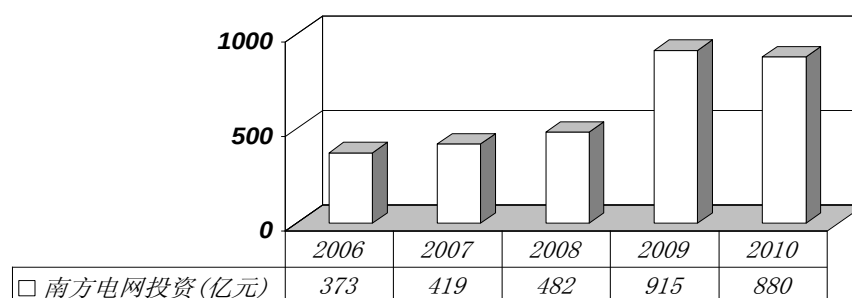
公司所处的行业是输变电行业下游的电力计量产品行业，最终客户是国家电网公司和南方电网公司下属各省市分公司，客户集中度非常高，经营状况高度依赖于电力行业的发展和国家电网公司、南方电网公司的投资情况。如果未来的电力体制发生革命性变革，或者最终客户的投资策略发生变化，会极大的影响公司的业绩。

图 12 国家电网十一五期间投资



数据来源：国家电网公司网站

图 13 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. 市场饱和导致竞争加剧的风险

目前公司所处的电力仪表行业的总体情况是保持供需平衡。但是由于近两年国家电网公司大力推进智能电网项目，尤其是对智能电表的大规模采购，导致电表公司竞相增加产能。随着智能电表更新换代的工作逐渐完成，根据国家电网的计划，新增市场将

逐渐萎缩，未来只剩下设备更换的市场，那么可以预见到 2015 年之后电表供给将远远大于需求，供应商为了维持市场份额，存在进行恶性竞争的风险。

4.3. 毛利率波动的风险

从 2010 年开始，国家电网公司开始组织全网范围内的集中招标采购，对每个供应商的投标进行精确的量化评分，采用最低价的得分最高的评标原则。在集中招标体系下，供应商经常采用压低价格的方法获得订单，使得电表行业在国网公司中获得订单的毛利率非常低。过去公司的订单中，国家电网公司集中招标的订单只是一小部分，因此对公司的整体毛利率影响不是非常大，随着国家电网公司的采购量越来越大，这部分订单的比重也越来越大，会极大的影响公司的毛利率。从 2011 年开始，国家电网公司为了遏制供应商恶性竞争的事件，改变了评标规则，从最低价最高分改为次低价最高分，使得价格有所回升。但是对于这样一个集中招标体系，客户的议价能力非常强，未来存在着毛利率进一步波动的风险。

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 0.94 元、1.18 元、1.19 元。我们建议给予公司 2011 年 EPS23-25 倍的市盈率，得出上市公司上市首日定价区间 21.62 元-23.50 元。询价建议：按照 2010 年 EPS23-25 倍的市盈率询价，询价区间 14.03 元-15.25 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	2011-7-22		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	986.8	1,140.2	1,596.3	1,899.6	1,996.5	成长性					
减: 营业成本	616.2	744.1	1,029.6	1,215.8	1,287.8	营业收入增长率	-7.3%	15.6%	40.0%	19.0%	5.1%
营业税费	3.6	10.7	16.0	19.0	20.0	营业利润增长率	27.7%	10.9%	73.4%	26.8%	0.9%
销售费用	83.0	71.2	95.8	114.0	119.8	净利润增长率	49.0%	11.7%	53.7%	25.7%	0.9%
管理费用	112.3	125.6	159.6	190.0	199.7	EBITDA 增长率	23.2%	9.9%	46.6%	34.6%	11.5%
财务费用	7.8	3.2	-38.1	-57.1	-51.4	EBIT 增长率	23.2%	7.9%	50.7%	23.8%	2.7%
资产减值损失	-6.2	-4.0	5.7	2.3	1.2	NOPLAT 增长率	36.6%	6.1%	47.4%	22.7%	2.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	35.1%	8.3%	93.7%	119.0%	20.2%
投资和汇兑收益	0.3	-0.3	-	-	-	净资产增长率	-8.6%	60.9%	307.4%	13.8%	12.2%
营业利润	170.4	189.0	327.8	415.7	419.5	利润率					
加: 营业外净收支	22.8	15.7	14.0	14.0	14.0	毛利率	37.6%	34.7%	35.5%	36.0%	35.5%
利润总额	193.1	204.7	341.8	429.7	433.5	营业利润率	17.3%	16.6%	20.5%	21.9%	21.0%
减: 所得税	37.9	34.9	54.7	68.8	69.4	净利润率	16.1%	15.6%	17.1%	18.1%	17.3%
净利润	158.9	177.4	272.7	342.9	345.9	EBITDA/营业收入	20.3%	19.3%	20.2%	22.9%	24.2%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	18.1%	16.9%	18.1%	18.9%	18.4%
货币资金	248.2	365.6	1,845.4	1,451.3	1,518.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	68	69	60	93	150
应收账款	263.7	222.9	288.8	319.5	335.7	流动营业资本周转天数	-6	6	19	29	27
应收票据	0.2	-	-	-	-	流动资产周转天数	252	255	381	446	409
预付账款	33.9	13.7	24.0	36.2	49.0	应收账款周转天数	86	76	57	57	58
存货	184.4	280.1	338.5	399.7	423.4	存货周转天数	51	73	70	70	74
其他流动资产	0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	356	349	470	605	651
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	93	96	105	185	267
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	51.5	50.5	50.0	50.0	50.0	ROE	41.7%	28.3%	11.8%	13.0%	11.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.3%	14.2%	9.6%	10.6%	9.5%
固定资产	206.9	232.1	301.8	678.0	988.5	ROIC	75.3%	59.1%	80.5%	51.0%	23.9%
在建工程	-	2.9	101.4	450.7	425.4	费用率					
无形资产	19.1	18.8	17.6	16.5	15.5	销售费用率	8.4%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	6.3	7.5	7.6	7.6	7.6	管理费用率	11.4%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%
资产总额	1,014.2	1,194.1	2,975.2	3,409.6	3,813.4	财务费用率	0.8%	0.3%	-2.4%	-3.0%	-2.6%
短期债务	143.9	65.5	-	-	-	三费/营业收入	20.6%	17.5%	13.6%	13.0%	13.4%
应付账款	237.2	289.4	397.8	469.7	497.5	偿债能力					
应付票据	54.5	52.4	70.5	83.3	88.2	资产负债率	63.3%	49.8%	17.9%	18.5%	18.3%
其他流动负债	160.1	157.4	146.8	184.8	224.7	负债权益比	172.3%	99.3%	21.9%	22.8%	22.4%
长期借款	20.0	10.0	10.0	10.0	10.0	流动比率	1.19	1.54	4.86	3.61	3.44
其他非流动负债	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	速动比率	0.89	1.05	4.20	2.95	2.81
负债总额	641.7	594.8	533.7	632.1	697.0	利息保障倍数	22.98	59.43	-7.60	-6.28	-7.17
少数股东权益	7.8	12.4	24.6	39.9	55.4	分红指标					
股本	42.3	215.0	290.0	290.0	290.0	DPS(元)	-	-	0.01	0.02	0.02
留存收益	322.4	371.9	2,126.9	2,447.5	2,771.0	分红比率	0.0%	0.0%	1.5%	1.5%	1.5%
股东权益	372.5	599.3	2,441.5	2,777.5	3,116.4	股息收益率					
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	155.3	169.8	272.7	342.9	345.9	EPS(元)	0.74	0.83	0.94	1.18	1.19
加: 折旧和摊销	23.2	28.7	32.9	75.7	116.0	BVPS(元)	1.73	2.79	8.42	9.58	10.75
资产减值准备	-6.2	-4.0	5.7	2.3	1.2	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	8.6	4.4	-38.1	-57.1	-51.4	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-10.3	0.3	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-3.6	-7.6	14.4	18.0	18.2	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-51.2	-2.9	-60.9	-7.9	10.9	CAGR(%)	32.5%	29.0%	12.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	91.1	207.3	226.6	373.9	440.9	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	4.5	-52.1	-199.6	-800.1	-400.1	ROIC/WACC	16.3	12.8	17.4	11.0	5.2
融资活动产生现金流量	-84.9	-41.1	1,543.5	51.9	46.2	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	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@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