

投资评级:

买入

当前价格: 12.14 元

目标价格: 20 元

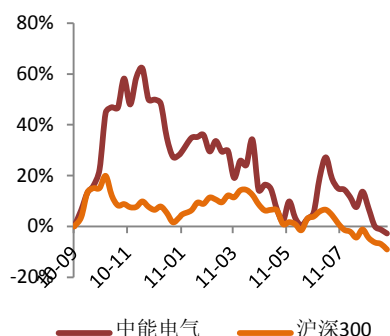
目标期限: 6 个月

市场数据

总股本(百万股)	154
流通股(百万股)	44
总市值(亿元)	18.7
11 年 EPS (元)	0.5
11 年 BVPS (元)	4.65
资产负债率	15.25%

注: 2011 年 9 月 23 日数据

近十二个月股价表现



分析师: 朱程辉

执业证书编号: S0500511040001

联系人: 张俊

(8621) 68634510-8646

zj3173@xcsc.com

凝聚资本市场的力量让公司如虎添翼

投资逻辑

■ 预制式电缆附件、C-GIS 环网柜竞争优势明显, 募投扩展 5 倍产能:

- 公司主要产品中, 中压预制式电缆附件占有 13% 的市场份额, 是国内品牌企业中的龙头; 12KV C-GIS 环网柜产品本地化特点突出, 在国际品牌企业主导的市场中, 该产品在国内品牌企业中居于领先地位。
- 中压预制式电缆附件进口替代空间巨大。虽然国内品牌企业的产品从 2000 年 5% 的市场份额提升至目前的 60% 左右, 但其余市场依然被国外品牌占据, 公司相关产品具有很大的进口替代空间。由于公司掌握核心技术, 我们有理由相信打破产能瓶颈的中能电气将在未来相关市场中取得更大的份额。
- C-GIS 环网柜外资垄断的情况更为严重, 目前 70% 以上的市场被 ABB、施耐德、西门子、阿海珐、欧玛嘉宝等国外品牌厂家所垄断。公司是该领域少数几家能与各著名跨国企业技术抗衡的企业之一。2005 年以来公司陆续推出 12KV~40.5KV C-GIS 基本单元组件, 产品在市场上打破了跨国企业的垄断地位, 并逐步替代进口产品。
- 由于掌握了预制式电缆附件、C-GIS 充气柜等配电系统的核心元器件的生产能力, 因此相对可比公司拥有更高的毛利率。
- 募投项目年底投产, 产能翻 5 倍解决瓶颈问题。公司目前场地问题限制了产能扩张。公司在福清工业园三个地块 268 亩工业用地已被收入麾下, 原有土地上已经有大约 3 万平方米的厂房, 只需要经过简单修缮、装修和调整, 就可以把生产设备放入投产。今年年底明年年初将能达产。建筑面积及产能比现在翻 5 倍以上。届时很大程度上解决目前的产能瓶颈问题。

■ 收购武昌电控形成协同效应, 轨道交通 10 年 300 亿市场就在眼前:

- 中能电气的产品以元器件和小型成套设备为主, 在高铁和普铁领域之前也以供应元器件为主。收购武昌电控, 有助于公司充分进军高铁领域和轨道交通领域的成套设备市场, 充分发挥公司在元器件生产上的优势和武昌电控在成套设备领域的核心技术优势, 有助于公司和武昌电控之间充分发挥规模效应和协同效益, 获得并保持高于行业平均水平的收益水平。
- 武昌电控多年来和铁路 5 大设计院的良好关系将给公司带来更广阔城市轨道交通市场。我们测算, 未来十年公司能够做的轨交配电设备市场将达到 300 亿以上, 目前这块产品主要是海外企业所把持, 进口替代还是有很大空间的。

■ 充裕资金在手, 积极谋划产业链整合:

- 我们认为, 公司能从众多竞争对手中脱颖而出, 以非常合理的价格收购武昌电控 (四年收回投资成本), 从一个侧面体现公司管理层的远见卓识、超常的谈判能力以及人格魅力。2 亿超募资金在手, 我们对公司未来做出类似成功并购充满信心。

■ 6-12 个月目标价 21 元, “买入”评级:

- 我们预计公司今年增长在 60% 以上, 明年募投项目达产后, 将会有 40% 左右的增长, 考虑公司未来扩张性的发展, EPS 今年 0.5, 明年 0.68 元, 目前市盈率 24.28 和 17.85 倍, 买入评级, 6-12 个月目标价为 20 元。

正文目录

盈利预测假设	3
重点关注事项	5
股价催化剂（正面）	5
风险提示（负面）	5
1 主营业务运用广泛，竞争优势明显.....	6
1.1 进口替代进行时	8
1.2 成功收购武昌电控，进入轨道交通非竞争市场.....	10
1.3 核心技术在手，产品毛利率高.....	11
2“十二五”电网投资提速及轨道交通高速发展利好公司发展.....	13
2.1 中压预制式电缆附件渐入佳境	14
2.2 C-GIS 环网柜不甘落后，高成长可期待	16
2.3 SMC 巨量扩产体现企业雄心	17
2.4 轨道交通市场十年 300 亿，公司先发优势明显	18
3 募投项目提升产能，解决瓶颈问题.....	21

图表目录

图 1、中压预制式电缆附件市场国内外占有率变化趋势	图 2、国内厂商中压预制式电缆附件市场占有率
图 3、2010 年公司在 C-GIS 环网柜市场占有率情况	图 5、武昌电控主打产品高压预装箱式变电站
图 4、2010 年铁路系统配电集成市场占比情况	图 8、2007-2010 主营业务收入
图 6、中能电气相对可比公司有更高的毛利率	图 10、公司综合毛利率和三种主要产品毛利率
图 7、2007-2010 主要产品净利润变化	
图 9、2010 年分产品收入结构	
图 11、电网投资比例逐年提升	
图 12、我国电力电缆市场需求逐年提升 (万千米)	
图 13、中压预制式电缆附件需求逐年提升 (万套)	
图 14、C-GIS 环网柜需求逐年提升	
图 15、2010 年 SMC 市场占比情况	图 16、SMC 市场持续增长 (万单元)
图 17、募投达产前后对比	
表 1、各项子业务盈利预测与假设	
表 2、同行业公司估值比较估值偏低	
表 3、公司主营产品类别、应用领域及其优势	
表 4、近三年研发费用占营收比重 (单位: 元)	
表 5、2010 年度各个产品营收占比	
表 6、2009-2014 年中压预制式电缆附件需求预测	
表 7、SMC 箱体市场预测	
表 8、铁路箱变投资测算	
表 9、九洲电气中标哈尔滨地铁 1 号线一期、二期配电设备表	
表 10、铁路箱变投资测算	
表 11、五大铁路设计院	
表 12、生产纲领表	
表 13、募投产能表	

盈利预测假设

■ 预计今年武昌电控带来的铁路系统的电气化设备的营业收入将超过 1.4 亿，为公司贡献净利达 1400 万左右。今年高铁建设速度虽然有所放缓，但整体市场规模还在，对武昌电控的营业收入影响并不大。我们测算铁路系统未来十年有 74 亿元的市场规模。输变电业务受益于特高压建设及海外业务提升，平稳增长是大趋势。

■ 公司各项业务平稳增长，去年全年 4863 万的净利润，去除去年四季度并表的武昌电控的净利润 550 万，去年公司本部净利为 4313 万元。结合今年上半年的发展趋势，公司原有业务全年增速保持在 30% 以上还是有比较大的把握。这主要归功于公司使用募投资金 2000 多万元的设备已经放在老厂区，部分缓解了公司产能不足的情况。

■ 我们预计公司今年业绩将有 60% 以上的增速，明年募投项目达产后，将会有 40% 以上的增长，考虑公司未来扩张性的发展，估计今年 EPS0.53，明年 0.68 元，目前市盈率 24.28 倍和 17.85 倍，买入评级，6-12 个月目标价为 20 元。今年的 EPS0.50 元的估值我们是以今年下半年业绩同比增长 45% 左右测算出来的。公司净利润 1 季度同比增长 193%，2 季度单季净利润同比继续保持 100% 以上的高增长，因此结合上半年的公司经营情况，下半年出现 45% 以上的增长将是在预期之内的。

■ 公司在拓展原有业务的同时，城市轨道交通方面将会有比较大突破，如果今年能有一两个项目中标成功，将对公司未来在相关领域的拓展打下良好基础。结合原来武昌电控和 5 大铁路设计院的良好关系，我们认为公司在相关领域的突破将是指日可待的。目前被外资品牌牢牢把控的轨道交通电气设备将会逐步改观，十年 240 亿的市场将打开公司成长空间，未来几年保持 40% 以上的复合增长率可能性非常高。

■ 公司手头有近 2 亿的超募资金，目前正在寻找产业链上相关合适标的，产品领域从智能化一次设备制造商扩展到智能化、网络化二次设备领域。如果出现产业链整合的公告出来，将对公司股价有相当的促进作用。我们认为，作用不亚于 2010 年收购武昌电控。

■ 由于掌握了配电系统核心元器件的生产能力，公司与可比公司相比有较高的盈利能力，而市盈率偏低，目前正是介入良机。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	242	407	564	796
收入同比(%)	29%	68%	39%	41%
归属母公司净利润	49	77	104	146
净利润同比(%)	19%	57%	36%	40%
毛利率(%)	47.7%	43.4%	43.1%	42.7%
ROE(%)	7.4%	10.8%	13.0%	15.8%
每股收益(元)	0.32	0.50	0.68	0.95
P/E	42.59	24.28	17.85	12.78
P/B	3.17	2.91	2.59	2.25
EV/EBITDA	25	16	11	8

表 1、各项子业务盈利预测与假设

(营业收入 百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
C-GIS 环网柜及其配件	112	92	110	160	232
yoy(%)	-	-17.93%	20.00%	45.00%	45.00%
电缆附件及成套件	56	85	110	166	248
yoy(%)	-	52.39%	30.00%	50.00%	50.00%
SMC 箱体及其配件	15	18	40	56	78
yoy(%)	-	18.73%	127.00%	40.00%	40.00%
箱式变电站	-	44	142	163	204
yoy(%)	-	-	223%	25%	30%
主营业务收入	183	238	403	559	789
yoy(%)	-	30.61%	68.88%	38.82%	41.22%
其他业务收入	4	3	3	3	4
yoy(%)	-	-41.97%	5.00%	15.00%	25.00%
营业收入	187	241	405	562	793
yoy(%)	-	28.92%	68.21%	38.66%	41.13%
(营业成本 百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
C-GIS 环网柜及其配件	61	47	61	89	129
电缆附件及成套件	29	43	57	87	132
SMC 箱体及其配件	9	11	24	34	47
箱式变电站	-	25	87	109	142
主营业务成本	99	125	228	318	450
其他业务成本	3	1	1	2	2
营业成本	102	126	230	320	452
(毛利率)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
C-GIS 环网柜及其配件	45.60%	48.96%	45.00%	44.50%	44.20%
电缆附件及成套件	47.40%	49.28%	48.10%	47.50%	47.00%
SMC 箱体及其配件	40.65%	39.95%	40.80%	40.00%	39.50%
箱式变电站	-	43.44%	39.00%	38.50%	38.50%
主营业务毛利率	45.75%	47.39%	43.32%	43.03%	42.95%
其他业务毛利率	36.97%	59.68%	48.00%	48.00%	48.00%
综合毛利率	45.54%	47.52%	43.35%	43.06%	42.97%

信息来源：公司公告、湘财证券研究所

表 2、同行业公司估值比较估值偏低

代码	公司名称	现价	总股本 (亿)	市值 (亿)	EPS			PE		
					2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
300062	中能电气	12.14	1.54	18.70	0.50	0.68	0.95	24.28	17.85	12.78
300001	特锐德	17.49	2.00	35.05	0.75	1.04	1.47	23.29	16.81	12.10
000400	许继电气	24.80	3.78	93.81	0.48	0.67	0.87	33.20	25.49	19.47
002298	鑫龙电器	13.71	1.65	22.62	0.44	0.68	1.02	31.31	19.84	13.63
002168	深圳惠程	14.54	6.31	91.74	0.16	0.29	0.85	93.61	49.86	17.20
600290	华仪电气	9.32	5.27	49.11	0.48	0.65	0.75	19.32	14.43	12.36
均值								37.50	24.05	14.59
中位数								27.80	18.85	13.20

信息来源：公司公告、湘财证券研究所

重点关注事项

股价催化剂（正面）

- 短期看公司成功实施产业链整合，城市轨道交通项目实现突破
- 中长期看成能顺利达产，顺利占领外资把持的市场

风险提示（负面）

- 原材料大幅上涨，市场开拓不力，市场竞争风险

1 主营业务运用广泛，竞争优势明显

■ 公司主要产品中，中压预制式电缆附件占有 13% 的市场份额，是国内品牌企业中的龙头；12KV C-GIS 环网柜产品本地化特点突出，在国际品牌企业主导的市场中，该产品在国内品牌企业中居于领先地位。

■ 中能电气是国内最早生产中压预制式电缆附件的企业之一，生产历史长，是国内同行的龙头，产品竞争力强；同时掌握了三元乙丙橡胶(EPDM)和硅橡胶(SR)两类橡胶原材料配方的关键技术；产品电压等级覆盖范围为 10kV~35kV；四类产品 15kV/200A、15kV/600A、24kV/250A、24kV/630A 通过荷兰 KEMA 型式试验和墨西哥 LAPEM 认证。中能电气 2010 年度销售中压预制式电缆附件约 25 万只(套)，市场占有率约 15%，排名第一。

■ 公司在 C-GIS 智能环网柜市场中也处于领先地位。公司 2010 年度销售 12KV C-GIS 约 5000 单元，在国际品牌企业主导的市场中，该产品在国内品牌企业中居于领先地位，市场占有率约 5%，在国内品牌企业中排名前三名。

■ 中能电气是国内最早研究开发传统金属配电设备箱体替代产品的企业之一，该领域的竞争企业相对较少，目前公司在 SMC 配电设备箱体领域具有领先优势，尤其是在大型 SMC 环网柜箱体和高压电缆分支箱箱体领域，生产企业很少，本公司处于主导地位。随着新一轮农村电网升级改造工程的开展，适合农村电网使用特点的 SMC 低压配电箱体将有更大的市场空间。2010 年公司 SMC 配电设备箱体销量达到 1762 万元，增长迅速，目前在国内市场占有率排名第二。

表 3、公司主营产品类别、应用领域及其优势

	产品类别	应用领域	产品优势
C-GIS 环网柜及其配件	12kV C-GIS	电力系统、铁路系统、工矿企业	12-40.5kV 智能化免维护型环网设备(C-GIS),是利用 SF6 气体优异的绝缘及灭弧特性，将高压元件如母线、负荷开关、接地开关、熔断器筒、断路器等密封在充有较低压力(0.02~0.05Mpa)SF6 气体的不锈钢充气隔室内，气体年相对泄露率较低,从而具备小型化、全封闭、免维护和高可靠性的特征；它通过遥控、遥信、遥测部件，与自动化和数字化控制装配一起构成智能电网基础层面的智能化配电开关设备，并且具备信息化、数字化、自动化和互动化的特征。公司该系统产品先后通过了国内权威机构型式试验和福建省经济贸易委员会组织的成果鉴定，产品技术性能达到国外同类产品的先进水平。
	24kV C-GIS	电力系统、铁路系统、工矿企业	
	40.5kV C-GIS	电力系统、铁路系统、工矿企业	
电缆附件及其成套件	12kV 电缆附件	电力系统、铁路系统、工矿企业	公司是国内最早生产中压预制式电缆附件的企业之一，生产历史长，是国内同行的龙头，产品竞争力强；同时掌握了三元乙丙橡胶(EPDM)和硅橡胶(SR)两类橡胶原材料配方的关键技术；产品电压等级覆盖范围为 10kV~35kV；四类产品 15kV/200A、15kV/600A、24kV/250A、24kV/630A
	24kV 电缆附件	电力系统、铁路系统、工矿企业	
	40.5kV 电缆附件	电力系统、铁路系统、工矿企业	

	110kV 电缆附件	电力系统、铁路系统、工矿企业	通过荷兰 KEMA 型式试验和墨西哥 LAPEM 认证。
	12kV 电缆分支箱	电力系统、铁路系统、工矿企业	
	40.5kV 电缆分支箱	电力系统、铁路系统、工矿企业	
SMC 箱体及其配件	低压电缆分支箱箱体	电力系统	利用 SMC 板材制品简单拼装而成的箱体,代替目前电力行业中广泛使用的金属材质配电箱体,主要优势: 1.绝缘材料,安全系数高;2.耐高低温、耐老化、美观环保;3.阴燃低烟、防腐防盗;4.绝热材料,隔热效果好。5.比重小,机械性能优异。6.无电磁屏蔽。
	电表箱箱体	电力系统	
	动力箱箱体	电力系统、工矿企业	
	高压电缆分支箱箱体	电力系统、工矿企业	
	户外环网柜箱体	电力系统、工矿企业	
箱式变电站	铁路电力远动箱变	铁路系统专用	1.参与 GB_17467-2010 国家标准的制定。 2.产品通过了型式试验,型式试验项目合格。 3.产品取得多项专利:(1)铁路隧道内组合式智能箱式变电站(2)变电站(3)电力远动开关操作电源(4)电力远动开关箱 4.采用现场总线技术,实现小电流接地系统馈电线路相间短路及接地故障区段快速定位。 5.采用现场总线技术,将箱式变电站内部出口断路器柜与馈电线路分段开关柜(包括它们之间的通讯线)组成一个基系统,通过基系统单元内的运算形成并执行指令,自动隔离故障区段,迅速恢复全区段的供电。6.智能控制系统及防护系统采用太阳能提供电源。
	高速铁路电力远	动箱变高铁专用	
	10/0.4kV 预装式站变电	电力系统、铁路系统、工矿企业	

信息来源:公司公告、湘财证券研究所

1.1 进口替代进行时

■ 公司生产的预制式电缆附件产品无论从材料、工艺，还是从产品性能方面都已经达到国际先进水平，与进口产品达到同一质量水平。在国内市场，国产预制式电缆附件产品逐步替代进口产品是必然趋势，2010 年国产的预制式电缆附件产品市场占有率已经超过进口产品，占比接近 60%。

- 预制式电缆附件产品与进口产品的差距：品牌知名度和影响力不如进口品牌产品，生产过程的自动化程度不如欧美品牌企业，生产规模不如欧美品牌企业。
- 预制式电缆附件产品与进口产品相比的优势：综合成本比欧美企业低，对客户的服务响应速度和技术支持力度明显优于欧美企业，对客户需求的理解和个性化需求满足方面优于欧美企业。

■ 公司 2010 年度销售中压预制式电缆附件约 25 万只（套），在国内品牌企业中的市场占有率为 26%，在国内品牌企业中居龙头地位。国内生产中压预制式电缆附件的企业，主要有中能电气、广东长园电缆附件有限公司（以下简称“广东长园”）、安迪普科技（深圳）有限公司（以下简称“深圳安迪普”）、深圳市罗庚电能科技有限公司（以下简称“深圳罗庚”）、北京芳远电器有限公司（以下简称“北京芳远”）、武汉科锐电气有限公司（以下简称“武汉科锐”）、深圳惠程电气股份有限公司（以下简称“深圳惠程”）等。

图 1、中压预制式电缆附件市场国内外占有率变化趋势

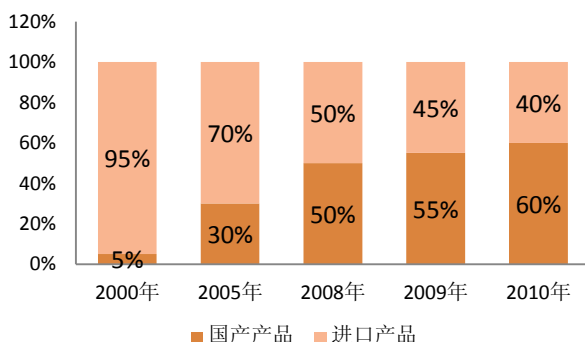
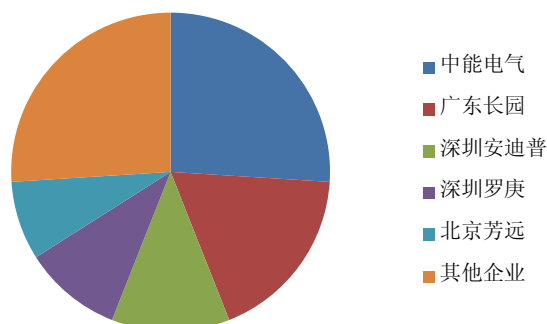


图 2、国内厂商中压预制式电缆附件市场占有率



信息来源：公司公告、湘财证券研究所

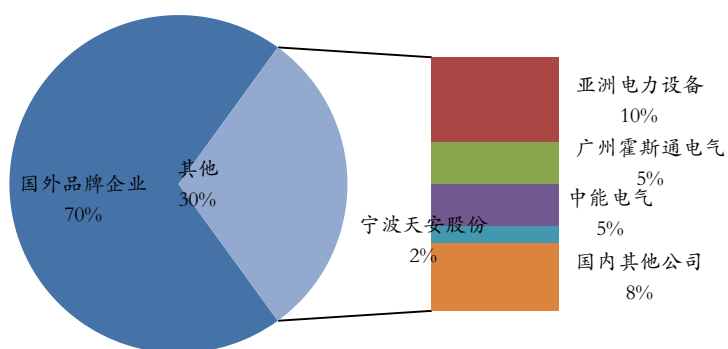
信息来源：公司公告、湘财证券研究所

■ 公司生产的 C-GIS 产品无论从配件质量，还是从产品综合性能方面，都已经达到进口产品水平，个别技术指标，例如，反映产品密封性能的泄露率指标要优于进口产品。但是在国内市场，短期内欧洲品牌企业仍然占据主导的市场地位，目前他们的市场占有率接近 70%，从长期发展趋势来看，国产品牌产品市场占有率将逐步提高，逐步替代欧洲品牌产品。

■ 随着公司成套设备顺利进入铁路配电系统，公司生产的具有与跨国企业技术抗衡能力的 C-GIS 环网柜产品有望在 2011 年打破跨国企业在铁路配电系统的垄断地位。从产品应用领域来看，在国家电网和南方电网电力系统，通过多年的市场竞争，已经形成了本土品牌逐步取代国外品牌的竞争格局，但是在铁路和城市轨道交通领域，跨国企业凭借强大的品牌优势和营销网络，在市场竞争中占据绝对优势地位。

- C-GIS 产品与欧洲品牌企业的产品差距：生产规模远不如欧洲品牌企业，生产设备的自动化程度远不如欧洲品牌企业，工艺过程没有欧洲品牌企业完善，品牌知名度和销售网络远不如欧洲品牌企业。
 - C-GIS 产品与欧洲品牌企业相比的优势：主要元件由企业自己加工生产，而不是外购外协，综合成本控制具有一定的优势；可以根据客户的具体方案快速设计并生产出满足不同客户需求的产品方案。
- 公司 2010 年度销售 12KV C-GIS 约 5000 单元，在国际品牌企业主导的市场中，该产品在国内品牌企业中居于领先地位，市场占有率约 5%，在国内品牌企业中排名前三名。我国 C-GIS 环网柜市场长期被 ABB、施耐德、西门子、阿海珐、欧玛嘉宝等国外品牌厂家所垄断，近几年来，少数国内品牌企业开始自主研发 C-GIS 环网柜，并成功占据了国内 30% 左右的市场份额。

图 3、2010 年公司在 C-GIS 环网柜市场占有率情况



信息来源：公司公告、湘财证券研究所

1.2 成功收购武昌电控，进入轨道交通非竞争市场

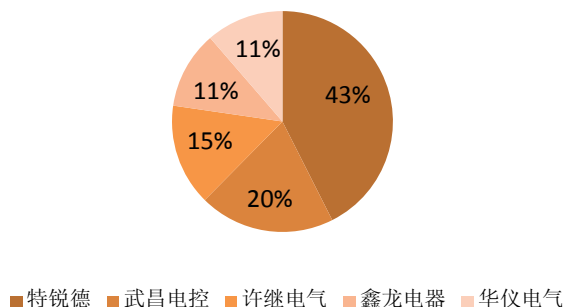
■ 2010 年 8 月，公司通过收购武昌电控 51% 的股份进入广阔的轨道交通市场。目前国内铁路电力远动箱变设备市场供货商除武汉市武昌电控外，还有青岛特锐德股份有限公司、安徽鑫龙电器股份有限公司、浙江华仪电力设备制造有限公司、许继集团等，目前竞争格局较为稳定。由于铁路系统竞争格局的特殊性，基本上外来企业要进入这个领域将面临较高的行业壁垒，可以认为是一个非竞争市场的格局。

■ 武昌电控是领先世界的中国高铁四电集成设备主要供应商之一，为武广、郑西、京沪、京石武等时速 350km 及以上高速铁路提供的电力远动箱式变电站、感性无功补偿装置等产品。提供电力远动箱变的沪杭高铁运行最高时速达到 416.6 公里，创世界铁路运营试验最高速。

■ 武昌电控 2010 年的营业收入达到 1.4 个亿，武昌电控 2010 年第四季度单季度净利润就达到 1100 万元。从市场占有率看，武昌电控在铁路系统的市场占有率为 20% 左右，排名第二，保持了一个比较前列竞争地位。

■ 我们认为，公司能从众多竞争对手当中脱颖而出，以非常合理的价格收购武昌电控（四年收回投资成本），从一个侧面体现公司管理层的远见卓识、超常的谈判能力以及人格魅力。2 亿超募资金在手，我们对公司未来做出类似成功并购充满信心。

图 4、2010 年铁路系统配电集成市场占比情况



信息来源：公司公告、湘财证券研究所

图 5、武昌电控主打产品高压预装箱式变电站



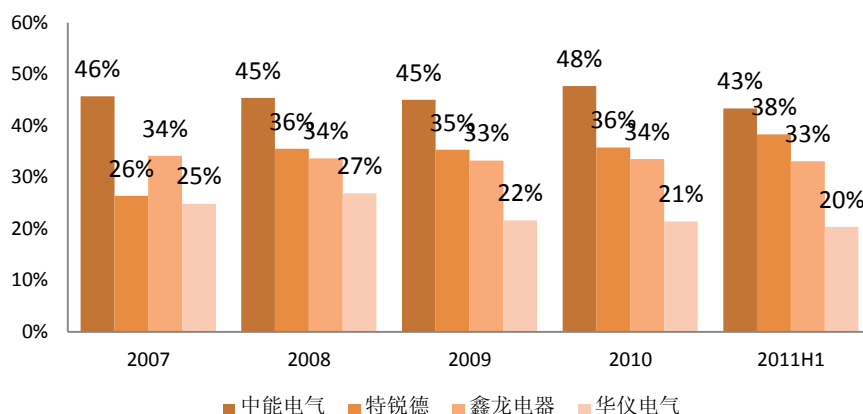
信息来源：公司公告、湘财证券研究所

1.3 核心技术在手，产品毛利率高

■ 2010 年公司产品的毛利率居可比公司之首。公司历来重视科技创新，掌握核心技术，由此带来产品附加值的提高，综合毛利率达到 40% 以上。公司在电气绝缘材料和基础核心部件方面进行了原创性的研究，对于容易模仿的技术和产品通过申请专利进行保护，对于不易模仿的技术（例如材料配方）通过严格权限和保密制度保证其不被其他企业模仿。截止 2010 年 12 月底，公司申请了 7 项发明专利、18 项实用新型专利，其中已经取得授权的专利包括 2 项发明专利、15 项实用新型专利，其他专利还在审查过程中。

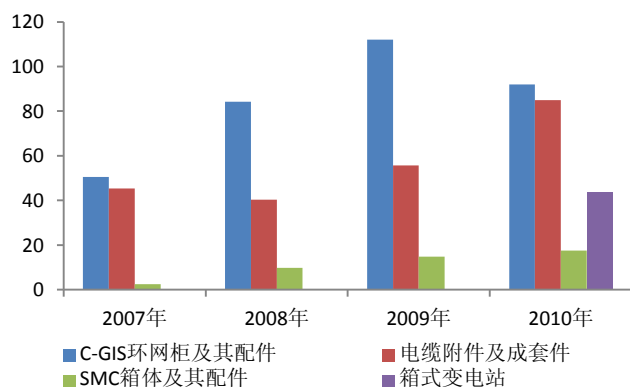
■ 公司产品总体毛利率较高，主要原因在于公司已在输配电设备制造业积累了较强的产品研发能力和服务能力，公司的主打产品 C-GIS 环网柜及其配件和预制式电缆附件产品作为进口产品的替代，一直定位于中高端市场，具有较强的竞争能力；在生产流程上，公司主要产品均是从初级原材料开始自行加工，拓宽了公司的利润空间。报告期内，公司主要产品的毛利率保持稳定，波动范围基本上均在 5% 以内。

图 6、中能电气相对可比公司有更高的毛利率



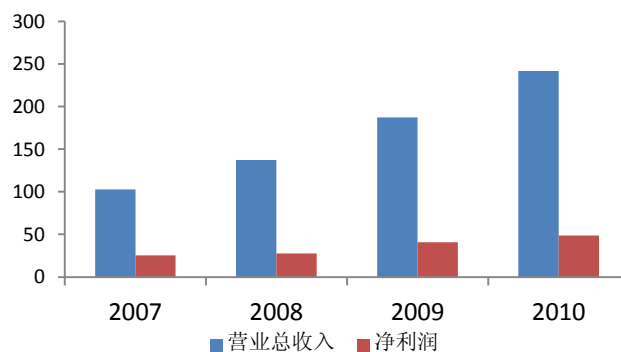
信息来源：Wind、湘财证券研究所

图 7、2007-2010 主要产品净利润变化



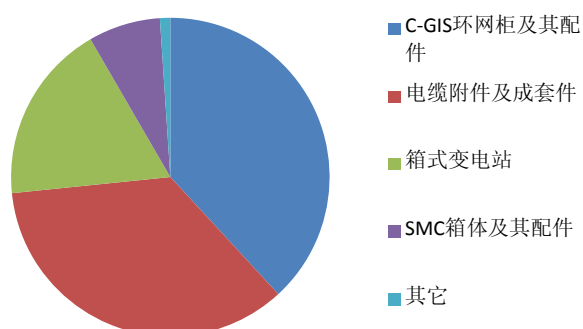
信息来源：公司公告、湘财证券研究所

图 8、2007-2010 主营业务收入



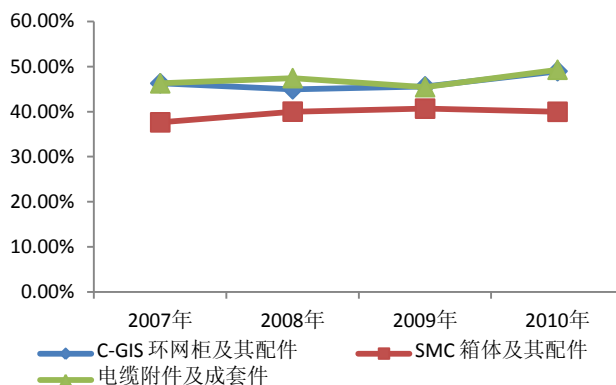
信息来源：公司公告、湘财证券研究所

图 9、2010 年分产品收入结构



信息来源：公司公告、湘财证券研究所

图 10、公司综合毛利率和三种主要产品毛利率



信息来源：公司公告、湘财证券研究所

表 4、近三年研发费用占营收比重 (单位：元)

项目	2010 年度	2009 年度	2008 年度
研发费用	10,416,950.41	7,817,533.61	7,126,646.55
营业收入	241,812,023.21	187,192,216.14	137,388,252.80
研发费用占营收比重	4.31%	4.18%	5.19%

信息来源：公司公告、湘财证券研究所

表 5、2010 年度各个产品营收占比

分产品或服务	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年 同期增减	营业成本比上年 同期增减	毛利率比上年 同期增减
C-GIS 环网及其配件	9,191.46	4,691.41	48.96%	-17.92%	-22.98%	7.36%
SMC 箱体及其配件	1,762.24	1,058.17	39.95%	18.75%	20.15%	-1.73%
电缆附件及成套件	8,491.35	4,307.21	49.28%	52.39%	41.63%	8.49%
箱式变电站	4,398.62	2,488.40	43.43%			
其它	253.39	101.96	59.76%	-41.86%	-63.58%	67.04%
其他业务收入	84.14	0.00	100.00%	192.13%	-100.00%	8.35%
合计	24,181.20	12,647.15	47.70%	29.18%	22.84%	6.00%

信息来源：公司公告、湘财证券研究所

2 “十二五”电网投资提速及轨道交通高速发展利好公司发展

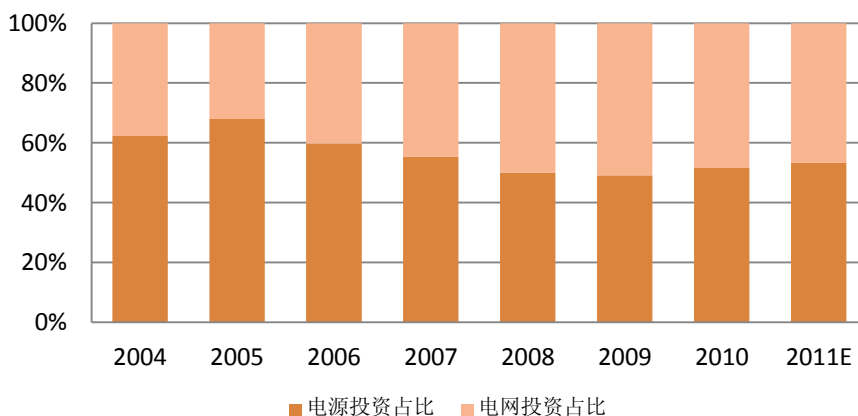
■ **1979~2010 年 30 年间，我国经济年均增长速度达到 9.25%。**2003 年至 2010 年，我国国内生产总值增长率分别达到 10%、10.1%、10.4%、11.6%、13%、9%、8.7%和 10.3%，国民经济的高速发展必将推动电力工业等相关产业的快速发展。

■ 电力投资的两大方向是电源和电网投资，我国长期以来存在“重发电，轻输电”的现象，电源投资和电网投资比例失衡。除了 2002 年仍在受“三年不上火电”的禁令影响外，我国电网投资都小于电源投资额。发达国家电网与电源的投资比例为 6: 4，而我国一般低于这一比例。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 45: 55，逐步向发达国家比例接近。

■ **目前我国电网建设速度明显滞后于用电量的快速增长。**根据电力年鉴统计，我国用电量已由 2001 年的 14,683 亿千瓦时增长到 2010 年的 41,900 亿千瓦时，年均复合增长 12%。我国电网需电量和装机容量的巨大缺口使得输变电行业存在较大发展空间。

■ 快速发展的电缆配电网正是公司中压预制式电缆附件、12KV C-GIS 环网柜、SMC 箱体等产品的主要应用领域。目前，12kV 配电网线路占我国配电网线路总长的 86%，城网改造资金的 30~40%也投入 12kV 配电网改造。据电监会电力可靠性管理中心统计，全国 366 个主要城市 10KV 供电线路电缆化率水平已经从 2000 年不到 20%提高到目前接近 50%。

图 11、电网投资比例逐年提升



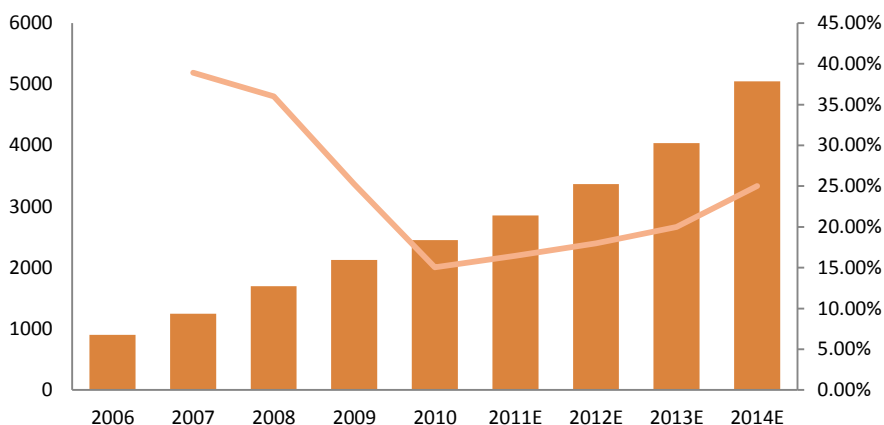
信息来源：公司公告、湘财证券研究所

2.1 中压预制式电缆附件渐入佳境

■ 中压预制式电缆附件

- 通常平均 200 米中压电力电缆就需要一套电缆附件。根据赛迪网的预测, 09 年到 11 年, 电力电缆及其附件市场需求量就有望保持年度 15-35% 以上的速度增长。电力电缆及电缆附件是发电及供电系统中用于传送和分配电能的基础载体, 产品主要用于发、配、输、变、供电线路中的强电电能传输。中压预制式电缆附件主要应用于电缆分支箱、小型化全绝缘全密封环网开关柜 (C-GIS) 和箱式变压器中。
- 随着对输配电设备安全化、小型化和智能化发展的要求, 中压预制式电缆附件的使用量占中压电缆附件使用量的比例会持续提高, 逐步取代其他类型的电缆附件是一个基本趋势。此外随着国产化 C-GIS 逐步得到用户的普遍认可, 其应用量及其与环网柜总量的比率将会迅速提高, 配套使用的中压预制式电缆附件产品数量也将迅速提高。
- 结合公司在中压预制电缆的龙头地位以及未来行业的高成长性, 我们认为解决产能瓶颈、掌握核心技术的中能电气将在未来相关行业保持一个高成长性, 今年预计增长 20% 左右 (产能限制原因), 年底新厂落成后, 未来几年将保持 50% 以上的增长速度, 公司将巩固在相关行业的领先地位。

图 12、我国电力电缆市场需求逐年提升 (万千米)



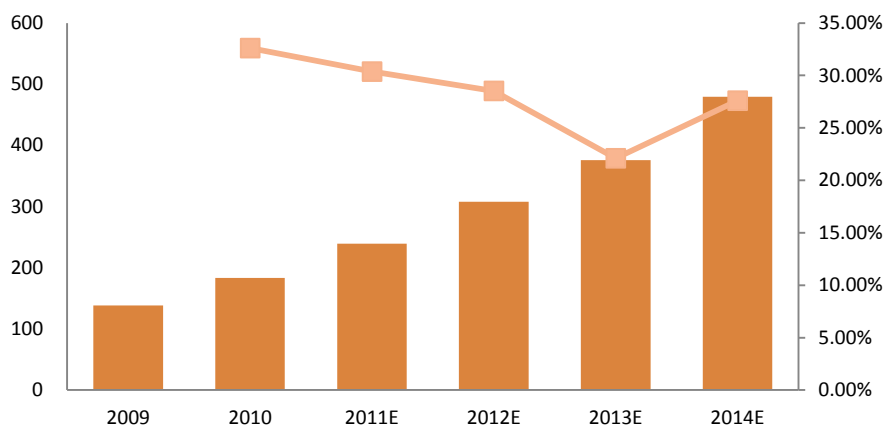
信息来源：赛迪网、湘财证券研究所

表 6、2009-2014 年中压预制式电缆附件需求预测

年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
电缆附件产量 (万套)	1065	1224	1408	1619	1878	2179
中压预制式电缆附件占中压电缆附件比例	13%	15%	17%	19%	20%	22%
中压预制式电缆附件产量 (万套)	138	184	239	308	376	479

资料来源：赛迪网，湘财证券研究所

图 13、中压预制式电缆附件需求逐年提升（万套）



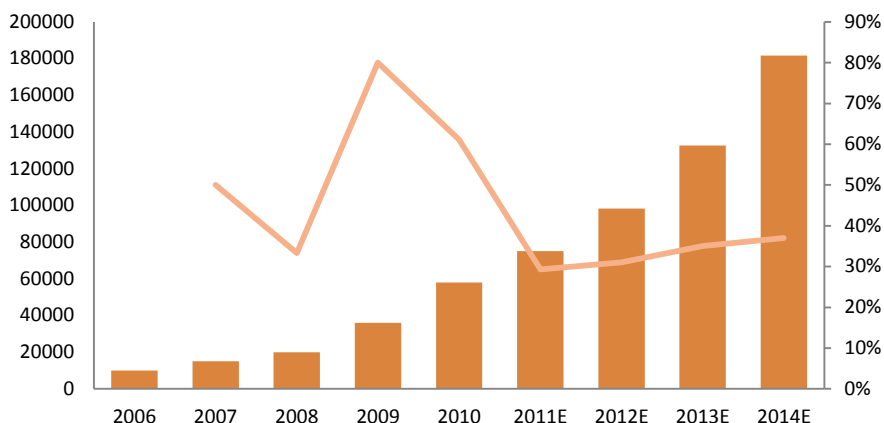
信息来源：公司公告、湘财证券研究所

2.2 C-GIS 环网柜不甘落后，高成长可期待

■ C-GIS 环网柜

- C-GIS 环网柜是顺应电力用户对供电设备提出安全可靠、免维护、体积小等要求而发展起来的代表中压环网柜最高水平的高新技术产品，尤其适应现代配电系统进行电缆化改造时，大量配电设备需要放置在户外环境而不占用户内空间的特殊要求，主要应用于电缆线路连接、分段、保护和控制等。由于其用途广泛，受到市场的青睐，需求量快速增长。
- 国内 C-GIS 环网柜主要有 12kV、24kV、40.5kV 三种电压等级产品，其中 12kV 等级的 C-GIS 产量占 80% 以上。赛迪网 (CCID) 研究报告认为未来的 2009-2011 年期间，国内品牌企业 C-GIS 市场规模仍将表现出较快的增长速度，考虑到进口替代和市场的自然增长，预计到 2011 年国内品牌企业 C-GIS 市场规模有望达到 75,000 单元。
- 与中压预制电缆类似，C-GIS 环网柜行业将受益于电网投资及下游需求旺盛的带动，未来几年也将保持一个高成长性。去年由于产能不足而出现的选择性接单的情况也将随着产能瓶颈的打开而得到缓解。我们对未来几年公司 C-GIS 环网柜业务充满信心，未来几年将保持 40% 以上的高增长。

图 14、C-GIS 环网柜需求逐年提升



信息来源：赛迪网、湘财证券研究所

2.3 SMC 巨量扩产体现企业雄心

■ 目前国内 SMC 箱体市场正处在一个快速成长期,潜在的市场需求还没有完全显现。SMC 箱体是由不饱和聚酯玻璃纤维复合材料通过模具压制成的各种所需箱体。国内厂家生产 SMC 箱体的历史很短,目前生产商有十多家,应用大都集中在通信领域。在电力方面以小型的电表箱、动力箱、照明箱和低压电缆分支箱为主。在大型中压配电设备的大型复合材料箱体(如 12kV 电缆分支箱箱体、12kV 户外环网柜箱体、12kV 户外预装式变电站箱体等)方面,只有深圳惠诚和中能电气两家企业开始开发相关 SMC 箱体。

■ 随着国家“节能减排”政策的推行,钢铁、有色金属、涂料等原材料涨价,以及电力部门对电缆分支箱、环网柜等设施在提高绝缘等级和耐久美观上的需求,国内许多城市电网改造已逐步使用 SMC 箱体作为新一代配电设备箱体,替代传统的金属配电设备箱体。

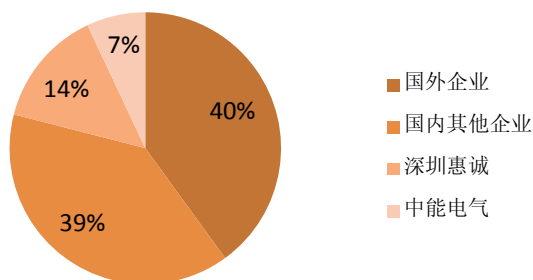
■ 公司掌握了 SMC 原材料配方和混炼工艺,SMC 箱体材料实现自主生产。我们认为,“节能减排”是未来相当一段时间的投资主题。随着基本金属的价格不断上涨,今后各类配电柜箱体被 SMC 材料替代将是主流。作为相关行业的领先企业,公司将受益于整个行业的高速增长。我们对公司保持 50%以上的增长充满信心。

表 7、SMC 箱体市场预测

年度	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E
低压电缆分支箱	0.6	2.5	5	7	9.1	10.92
电表箱(计量箱)	2	5	10	15	19.5	21.45
照明箱	3	4	8	12	15.6	17.16
动力箱	0.5	2	4	6	7.8	8.58
12kV 高压电缆分支箱	0	0.01	0.1	0.4	0.8	1.2
12kV 户外环网柜	0	0	0.05	0.1	0.3	0.5
12kV 预装式变电站	0	0	0.001	0.01	0.02	0.05
合计需求(单元)	6.1	13.51	27.15	40.51	53.12	59.86

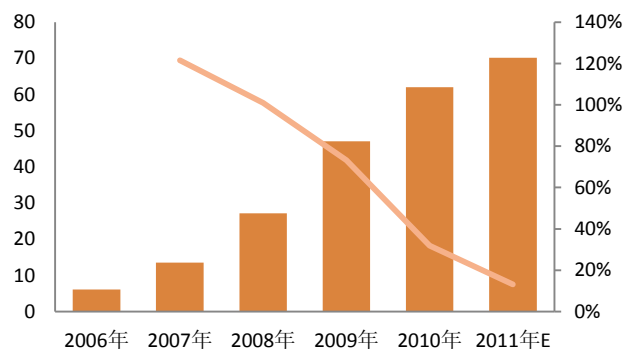
资料来源:招股说明书,湘财证券研究所

图 15、2010 年 SMC 市场占比情况



信息来源:公司公告、湘财证券研究所

图 16、SMC 市场持续增长(万单元)



信息来源:公司公告、湘财证券研究所

2.4 轨道交通市场十年 300 亿，公司先发优势明显

■ 我国中长期铁路网规划重点规划了客运专线，到 2020 年的目标是建成客运专线 1.6 万公里，形成“四纵四横”客运专线骨架，地区快速客运系统铁路 2,000 公里，通过建设客运专线和推进既有线路提速，建成铁路快速客运网，实现 2,000 公里左右范围内夕发朝至，4,000 公里左右范围内一日到达。

■ 在新建的客运专线和城际铁路建设中，到 2020 年我国将建成客运专线 1.6 万公里，根据目前建设情况，每 2 公里客运专线就需要客运专线电力远动箱变 1 台，即仅客运专线电力远动箱变就需要约 8,000 台，按照目前的市场平均价格 40 万/台，该产品的市场容量能达到 32 亿元。

■ 在完善路网布局和西部开发性新线的建设规划中，规划建设新线约 4.1 万公里。根据目前建设情况，每 8 公里新建线路就需要铁路电力远动箱变一台，则铁路电力远动箱变需要约 5,000 台，按照目前的市场平均价格 25 万/台，该产品的市场容量超过 12 亿元。

■ 在路网既有线路改造中，规划既有线路增建二线 1.9 万公里，既有线路电气化 2.5 万公里。根据目前建设情况，每 8 公里改造线路就需要铁路电力远动箱变一台，则铁路电力远动箱变需要约 5,500 台，按照目前的市场平均价格 25 万/台，该产品的市场容量超过 13 亿元。

■ 另外，无论客运专线还是普速铁路，只要是电气化铁路，每 25 公里左右还需要牵引供电箱式分区所或开闭所等箱式开关站类产品 1 台，客运专线的电气化率是 100%，普速铁路电气化率的目标是 50%，即牵引供电箱式分区所或开闭所等产品的需求量约为 2,300 台。每台按照 70 万元计，共有 16 亿左右的市场容量。这几项加起来预计总共有 73 亿元的市场容量。

■ 结合武昌电控在铁路配电系统的市场地位，目前 20% 的市场占比将是比较稳固的，我们测算未来十年公司年均市场份额将达到 1.46 亿元，这一块将是比较稳健的增长。

表 8、铁路箱变投资测算

	规划里程 (万公里)	电力远动箱 (台)	单价 (万)	总市场容量 (亿元)
客运专线	1.6	8000	40	32
新建线路	4.1	5000	25	12
既有线路改造	4.4	5500	25	13
电气化开关站	1.6+4.15	2300	70	16

信息来源：铁道部、湘财证券研究所

■ 城市轨道交通的将成为公司未来业绩的最大看点。根据第七届城市轨道交通国际峰会的数据，截至目前，我国已有 36 个城市制定了城市轨道交通的规划，其中 28 个城市已获得国务院的审批，2011-2020 年，城市轨道交通新增营业里程将达到 6000 公里，截至 2020 年，我国城市轨道交通累计营业里程将达到 7395 公里。以每公里 5 亿元造价计算，2011-2020 年将投入 3 万亿，年均达 3000 亿元，我国城市轨道交通建设将迎来黄金十年。

■ 我们以哈尔滨地铁 1 号线一期、二期中标配网设备为例，让大家对于轨道交通建设对电气化设备需求有个更加直观的印象。哈尔滨市轨道交通 1 号线一期、二期工程共设 18 座地下车站，全长 17.44 公里。近期哈尔滨九洲电气股份有限公司发布中标通知书，城共中标哈尔滨 1 号线一期、

二期电气化设备共计 8691.35 万元。

■ 城市轨道交通未来发展具有很大的空间。我们估计，一条 20-30 公里长的地铁项目，公司能够参与的配网设备市场容量大约是 1 个亿，一个二线城市如果上四条线，相关市场容量就有 4 个亿。2011-2020 年全国新增里程数为 6000 公里，我们假设每 25 公里投资于配网设备 1 个亿，那么未来十年光城市轨道交通的市场容量即为 240 亿元，年均达到 24 亿元。全国各个城市目前地铁项目都是前期土建，未来两-三年都将是配网设备招投标的高峰期。

■ 武昌电控原实际控制人沈详裕先生在铁路电力系统有二十多年的业务合作，和 5 大铁路设计院一直保持着良好的合作关系。公司通过武昌电测，和 5 大铁路设计院合作，为目前主要由外资控制的地铁配电系统的替代打下基础。由于在铁路系统成功的运用经验，我们有理由相信，公司在未来在轨道交通配电设备方面将会有更大的成长空间。

■ 未来年均 24 亿元的城轨配网设备，公司占比将逐步提升，未来两年将是关键时期，我们认为公司只要能在某一城市拿下订单，将成为一个标志性事件，公司业绩将因此出现大幅提升空间。（公司 2010 年全年营业收入才 2.4 亿元）投资者应积极关注此类信息。

表 9、九洲电气中标哈尔滨地铁 1 号线一期、二期配电设备表

序号	项目名称	招标人	产品名称	设备数量	中标价格 (万元)
1	哈尔滨市轨道交通 1 号线 一、二期工程环控电控柜 货物采购项目	哈尔滨地铁集团有限公司	0.4kv 低压开关成套设备	233 台/套	216.96
2	哈尔滨市轨道交通 1 号线 一、二期工程环控电控柜 货物采购项目	哈尔滨地铁集团有限公司	0.4kvBlockSet 低压 开关成套设备	359 台/套	1,955.53
3	哈尔滨市轨道交通 1 号线 一、二期工程 35kvGIS 开 关柜设备采购项目	哈尔滨地铁集团有限公司	35kv GIS 开关柜成 套设备	356 台/套	4,018.86
4	哈尔滨市轨道交通 1 号线 一、二期工程 0.4kv 低压 开关柜设备采购项目	中铁电气化局集团有限公 司城铁公司	0.4kv 8PT 型低压 开关柜	423 台	2,500.00
合计					8,691.35

信息来源：九洲电气公司公告、湘财证券研究所

表 10、铁路箱变投资测算

2011-2020 年新增里程数	2011 年-2020 年城市轨道交通总投资	每 25 公里配网设备投资	未来 10 年配网设备总投资
6000 公里	3 万亿元	1 亿元	240 亿元

信息来源：铁道部、湘财证券研究所

表 11、五大铁路设计院

名称	总部所在地	成立时间	铁路项目业绩	地铁项目业绩	员工数 (人)
铁一院	西安	1953 年	铁路累计完成各阶段研究及勘测设计 40 万公里，建成正线里程近 20000 公里，其中包括兰新铁路、青藏铁路、包兰铁路、宝中铁路等国家长大干线新中国第一条铁路成（都）渝（重庆）铁路在内等铁路重要干线、支线上百条，相继参与了遂渝无碴轨道快速铁路、福厦、厦深、胶济四线、柳州至南宁、粤海通道、海南东环客运专线和成-绵-峨城际快速客运专线的总体设计和郑西、武广客运专线的设计及咨询工作	进入了全国十个城市的地铁项目，先后承揽了全国 10 多个省市的公路项目，主持设计了在全国极具影响力的大型立交枢纽	4000
铁二院	成都	1952 年	完成铁路勘察设计 25000 多公里，占我国铁路通车里程的三分之一，完成境外铁路勘测设计 3000 多公里	先后承担了北京地铁一号线、上海地铁、广州地铁、深圳地铁、杭州地铁、南京地铁、成都地铁、重庆城市轻轨一期工程	4000
铁三院	天津	1953 年	完成了 41000 公里铁路和 19 个大型铁路枢纽的勘测设计任务，占建国后全国铁路建设任务的 30%。其中有一次建成里程最长的铁路干线——京九铁路、亚洲最大的铁路枢纽——郑州枢纽、全国最长的双线电气化铁路隧道——大瑶山隧道、中国第一条准高速铁路——广深准高速铁路	完成了大型枢纽及地区 26 个、编组站 22 个。先后参加了香港新机场交通中心、香港西部铁路等设计	2000
铁四院	武汉	1953 年	参加过多条铁路干线的工程技术咨询、建设监理和施工技术研究；完成了百余项大型建筑项目的规划设计	承担了广州、深圳、南京、上海、北京地铁的设计工作，是武汉市第一个轨道交通项目——武汉轻轨一号线一期工程和苏州地铁的总体设计单位	3000
铁五院	北京	2005 年	具有铁道行业铁路综合甲（I）级、工程勘察综合类甲级资质以及市政工程（地铁、轻轨、桥隧、道路等）、建筑工程、工程咨询、工程造价、测绘工程、工程监理、工程总承包等 31 项甲级资质	具有工程勘察、设计、咨询、监理等十余项国家甲级资质和国家商务部颁发的对外承包工程经营资格证书，业务范围涵盖铁路、地铁、城市轻轨、建筑、市政和公路等行业	500
中铁咨询	北京	2004 年	-	-	1600

信息来源：铁道部、湘财证券研究所

3 募投项目提升产能，解决瓶颈问题

■ 过去几年公司产品产销率都保持在 100%左右，产能利用率已接近饱和。募投项目达产后将大大缓解目前公司产能不足的问题，大幅提升公司业绩。

■ 公司募集资金投资项目达产后，中压预制式电缆附件及其组合设备（电缆分支箱）、智能化免维护型环网设备（C-GIS）和特种纤维增强聚脂绝缘材料（SMC）及制品的产能将会大幅提高。募投项目达产后，中压预制式电缆附件的产能将是目前产能的 4.2 倍；C-GIS 环网柜产能扩张到 13000 单元，为 4.3 倍；SMC 产能更是目前产能的 7.25 倍。产能大幅扩张也体现公司对未来市场的信心。

■ 募投项目土地方面，公司更改募投地点后的福清工业园的土地规划共有三个地块，其中两个地块已经被公司收于麾下，最后一个地块也在 7 月份收入公司囊中，三个地块共有 268 亩。原有土地上已经有大约 3 万平方米的厂房，只需要经过简单修缮、装修和调整，就可以把生产设备放入投产。估计在今年九月份以后，设备将陆续进场安装，再有几个月的调试期，明年年初将能达产。建筑面积及产能比现在翻 5 倍以上。

■ 武昌电控也有新产能扩张的计划，原有只有 13 亩地，现在还有 33 亩的新厂区，正在填土阶段，估计明年上半年也能达产，这将大大缓解目前其产能不足的问题。

■ 公司去年部分募投资金新建和扩建在老产区实施 2051 万元，新购和置换了部分设备，部分设备进行了改良，有效提高了金山产区的生产效率，目前这些设备可以提升产能利用率，可以解决目前的产能瓶颈。

■ 公司目前手头还剩余 1.9 亿多的超募资金，我们认为，公司未来将会根据相关多元化战略需要，选择跟主业相关的合适的标的，进行产业链上下游整合需要的并购，重组。去年公司 4300 万元成功收购武昌电控 51% 的股权即是很好的一個例子。

表 12、生产纲领表

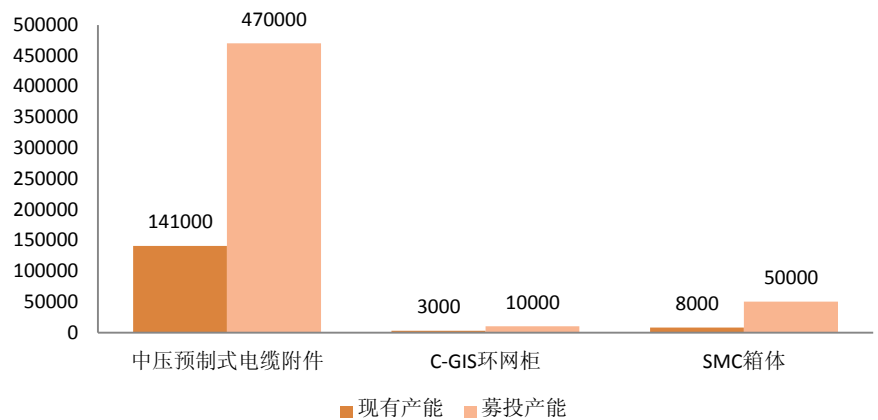
时间	产品		产量	销量	产销率
2009	预制式电缆附件	单件（只）	149,029	149,912	1.01
		成套（台）	1,087	1,067	0.98
	C-GIS 环网柜（单元）		3,981	3,958	0.99
	SMC 箱体（台）		9,014	8,940	0.99
2008	预制式电缆附件	单件（只）	131,536	129,145	0.98
		成套（台）	374	402	1.07
	C-GIS 环网柜（单元）		3,048	3,200	1.05
	SMC 箱体（台）		7,489	7,350	0.98
2007	预制式电缆附件	单件（只）	140,197	139,631	1
		成套（台）	963	940	0.98
	C-GIS 环网柜（单元）		2,081	1,887	0.91
	SMC 箱体（台）		1,236	1,050	0.85

信息来源：公司公告、湘财证券研究所

表 13、募投产能表

项目	现有产能	募投产能	合并产能	产能倍数	预计达产时间
中压预制式电缆附件 单件 (只 (套) /年)	140,000	450,000	590,000	4.2	2011-12-31
及其组合设备 成套 (台/年)	1,000	2,000	3,000	3	2011-12-31
智能化免维护环网设备 (C-GIS) (单元/年)	3,000	10,000	13,000	4.3	2011-12-31
特种纤维增强聚酯绝缘材料 (SMC) (台/年)	8,000	50,000	58,000	7.25	2011-12-31

信息来源：公司公告、湘财证券研究所

图 17、募投达产前后对比


信息来源：公司公告、湘财证券研究所

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	784	855	999	1232
现金	492	662	546	848
应收账款	189	100	343	261
其他应收款	7	10	15	22
预付账款	6	10	14	20
存货	86	68	74	72
其他流动资产	3	5	7	10
非流动资产	83	137	183	220
长期投资	0	0	0	0
固定资产	59	53	147	178
无形资产	16	22	29	36
其他非流动资产	8	62	7	7
资产总计	867	992	1182	1452
流动负债	159	215	300	425
短期借款	0	0	0	0
应付账款	88	106	158	235
其他流动负债	72	109	142	190
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	159	215	300	425
少数股东权益	54	66	83	106
股本	77	154	154	154
资本公积	442	365	365	365
留存收益	135	193	282	403
归属母公司股东权益	654	711	800	922
负债和股东权益	867	992	1182	1452

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-39	250	-51	374
净利润	56	89	121	169
折旧摊销	5	6	12	20
财务费用	-4	-7	-7	-8
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-115	168	-194	200
其他经营现金流	18	-7	17	-6
投资活动现金流	-29	-61	-57	-57
资本支出	19	55	50	50
长期投资	-1	0	0	0
其他投资现金流	-11	-6	-7	-7
筹资活动现金流	456	-19	-8	-15
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	20	77	0	0
资本公积增加	435	-77	0	0
其他筹资现金流	0	-19	-8	-15
现金净增加额	387	170	-116	302

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	242	407	564	796
营业成本	126	230	321	456
营业税金及附加	1	1	2	3
营业费用	21	32	43	58
管理费用	27	45	63	89
财务费用	-4	-7	-7	-8
资产减值损失	5	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	65	104	141	197
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	66	104	141	198
所得税	10	15	20	28
净利润	56	89	121	169
少数股东损益	8	12	17	23
归属母公司净利润	49	77	104	146
EBITDA	66	103	146	209
EPS (元)	0.63	0.50	0.68	0.95

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	29.2%	68.2%	38.7%	41.2%
营业利润	31.2%	58.5%	36.0%	40.1%
归属于母公司净利润	19.0%	57.5%	35.9%	40.0%
获利能力				
毛利率(N)	47.7%	43.4%	43.1%	42.7%
净利率(N)	20.1%	18.8%	18.5%	18.3%
ROE(%)	7.4%	10.8%	13.0%	15.8%
ROIC(%)	23.7%	72.3%	34.0%	89.6%
偿债能力				
资产负债率(N)	18.4%	21.7%	25.4%	29.2%
净负债比率(N)	5.02%	0.93%	0.83%	0.74%
流动比率	4.91	3.97	3.33	2.90
速动比率	4.37	3.66	3.08	2.73
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.44	0.52	0.60
应收账款周转率	2	3	2	2
应付账款周转率	2.37	2.38	2.43	2.32
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.50	0.68	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.25	1.62	-0.33	2.43
每股净资产(最新摊薄)	4.25	4.62	5.20	5.99
估值比率				
P/E	38.44	24.40	17.95	12.83
P/B	2.86	2.63	2.34	2.03
EV/EBITDA	22	14	10	7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。