



锌溴电池成为公司业务新亮点

买入首次

目标价格：19.75 元

投资要点：

- 募投和自筹建设的项目逐渐达产，产能大幅提升
- 营销人员逐步成熟，销量增长迅速
- 进军锌溴液流储能电池生产领域

报告摘要：

- **募投和自筹建设的项目逐渐达产，产能大幅提升。**随着募投项目的陆续达产，未来成套和元器件业务将保持较快增长，达产产值将超 20 亿，其中元器件业务增长更快，占营业收入比例持续小幅提高。另外，自动化产品方面，公司以自筹方式先期投入，加之公司在自动化领域储备的人才队伍和销售队伍，未来发展潜力巨大。公司销售人员有 600 多人，经过锻炼逐步成熟，将拉动公司业绩成长。
- **通过技术合作方式快速拓展节能减排业务。**公司成立安徽佑赛科技公司致力于电能质量治理业务，公司持股 58%，北京华腾开元以 HT-APF 有源滤波装置和 HT-SVG 动态无功发生装置两项专有技术资产出资持股 40%。通过技术引进方式，公司将快速切入节能减排领域。最近三年，公司在自动化领域持续保持高投入，储备了一批专业化的技术人才，而自动化募投项目投产将大幅提升了二次设备的产能。
- **进军锌溴液流储能电池生产领域。**旗下鑫东投资与美国 ZBB、美国 PowerSav 合资成立安徽美能储能有限公司，从事大容量锌溴液流储能电池及其管理系统的生产和销售。从投资收益的角度来看，未来对业绩的贡献力甚至有望超过主业。本次储能项目的生产基地可能安排在公司目前的成套二厂附近，储能项目规模化后，将大量采购公司的成套设备、中低压元器件，对公司主业产生积极的影响。
- **盈利预测与估值。**预测公司 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.47 元、0.79 元、1.12 元，按 10 月 10 日的公司收盘价为 12.92 元计算，对应的市盈率分别为 27.5、16.4、11.5 倍，按 2012 年 20—25 倍市盈率估值，未来 6 个月的目标价格为 15.8—19.75 元，首次给予“买入”评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	512.85	609.53	894	1,330	1,745
增长率	22.44	18.85	46.71	48.68	31.27
净利润	37.99	42.74	78	131	186
增长率	36.72	12.50	80.89	68.17	42.28
EPS-基本	0.23	0.26	0.47	0.79	1.12
PE	56.17	49.69	27.54	16.39	11.52

中小市值上市公司研究组

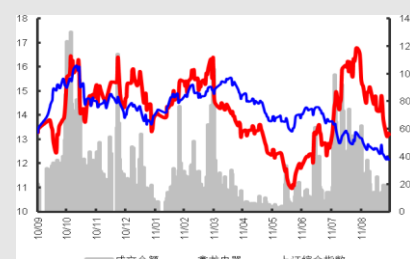
高级分析师：

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



公司重要数据

总股本 (百万)	165
流通股本 (百万)	78
BPS (2011 年中报)	3.07
EPS (2011 年中报)	0.19
净资产收益率	6.04%
10 月 10 日股价	12.92

数据来源：wind

*实习生岳苗对本文亦有贡献。

目录

一、公司简介	5
(一) 公司基本情况	5
(二) 公司股东及子公司情况	5
1、公司前十名的股东	5
2、公司控股、参股子公司的情况	6
(1) 公司控股子公司情况	6
(2) 公司全资子公司情况	6
(3) 参股子公司的情况	6
二、公司主营业务分析	7
(一) 公司主营业务介绍	7
(二) 公司主营业务财务分析	8
1、公司主营业务分产品情况	8
2、公司主营业务分地区情况	9
(三) 公司主营业务未来发展趋势	10
1、费用率下降，净利润率上升	10
2、募投和自筹建设的项目逐渐达产，产能大幅提升	10
3、引入技术合作方式，快速拓展节能减排业务	11
三、行业发展及竞争格局	11
(一) 输配电及控制设备行业竞争格局	11
(二) 输配电及控制设备行业发展现状	12
(三) 输配电及控制设备行业未来发展趋势	12
1、未来行业市场分析	12
2、未来行业技术分析	13
3、未来行业整体发展	13
四、首发募投项目陆续达产	14
(一) 智能化电力供配电微机综合保护装置生产线项目	14
1、项目介绍	14
2、产品产量及收入	14
(二) 智能化永磁真空断路器生产线技术改造项目	14
1、项目介绍	14
2、产品产量及收入	15
(三) 智能化箱式变电站生产线技术改造项目	15
1、项目介绍	15
2、产品产量及收入	15
(四) 项目已经投产，开始贡献收入和利润	16
五、公司投资新方向	16
(一) 进军锌溴液流储能电池生产领域	16
成立鑫东投资公司	16
(二) 锌溴液流储能电池介绍	17

1、锌溴储能电池技术.....	17
2、ZBB 是全球实力最强的锌溴液流电池研发和制造中心	17
3、美国 PowerSav 提供能源管理系统。	18
(三) 公司锌溴电池项目情况	19
1、公司锌溴电池项目目前进展情况.....	19
2、锌溴电池项目未来规划.....	19
3、锌溴电池与其他储能技术比较.....	19
4、公司资金需求情况.....	19
六、公司增发方案	19
(一) 增发项目介绍	20
(二) 增发项目市场前景	20
1、年产 2 万台 VA-12 智能化固封极柱式高压真空断路器项目	20
2、年产 17 万台智能型产品生产线建设项目	20
3、智能型高分断低压断路器生产线建设项目	20
4、高、低压开关柜及元件技术研究中心建设项目	20
七、盈利预测与估值	21
(一) 营业收入预测	21
营业收入分产品分析.....	21
(二) 盈利预测.....	21
1、盈利预测表.....	22
2、公司历史 PE、PB 值	23

插图

图 1: 公司控股、参股、全资子公司结构图	7
图 2: 公司主营产品结构图	8
图 3: 公司主营业务收入分产品构成	9
图 4: 2011 年上半年主营收入构成	9
图 5: 公司主营业务收入	9
图 6: 公司主营业务毛利率变动趋势	9
图 7: 公司主营业务的分地区构成	10
图 8: 合资公司股权结构	16
图 9: 锌溴电池成本变化	18
图 10: 公司的 PE-Band 图	24
图 11: 公司的 PB-Band 图	24

表格

表 1: 公司前十名股东的持股情况	5
表 2: 2011 上半年主营业务分产品经营情况	8
表 3: 输配电及控制设备行业市场的大致分类	11
表 4: 募投项目达产后公司产能变化情况:	16
表 5: ZBB 近一年订单	17
表 6: 营业收入预测 (百万)	21
表 7: 利润预测表	22
表 8: 预测的资产负债表	22
表 9: 主要财务指标	23

一、公司简介

（一）公司基本情况

1998年5月15日，公司经由芜湖市电器设备厂和束龙胜等222名自然人出资共同成立，专业生产各种高低压成套开关设备、高低压元件、自动化、电力变压器和铁路专用智能型箱式变电站，年产50000台（套）新型电控及输配电设备。公司产品主要应用于发电厂、变电所及城市、农村、工矿企业、交通运输、高层建筑、公用设施等领域的变、配电时接受和分配电能。从应用的行业来说，公司的产品应用范围很广，包括城市供水、供电、化工、冶金、医药、金融等。比较大型的项目如：北京2008奥运场馆、北京奥林匹克公园、中央电视台（CCTV）新台址、北京地铁（1、2、4、5、10号线）等。

目前，公司销售网络已遍及全国，涉及众多中高端细分市场，已成长为国内智能中低压电气行业的龙头企业，2010年营业收入6.1亿元，产成品存货3.7亿元，经营规模位居同类上市公司前列。2011年上半年的营业收入约为4.1亿元，比上年同期增长了48.12%，公司的业绩增长势头迅猛，市场前景良好。

（二）公司股东及子公司情况

1、公司前十名的股东

公司的实际控制人为束龙胜先生，束龙胜直接持有公司29.54%的股份，并通过鑫诚科技间接持有公司11.13%的股份，为公司的实际控制人。

表 1：公司前十名股东的持股情况

股东名称	股东性质	持股比例	持股总数（股）
束龙胜	境内自然人	29.54%	48,733,673
合肥世纪创新投资有限公司	境内非国有法人	11.34%	18,709,104
芜湖市鑫诚科技投资有限公司	境内非国有法人	11.13%	18,360,468
芜湖市建设投资有限公司	国有法人	5.05%	8,331,656
芜湖市鸠江建设投资有限公司	国有法人	5.05%	8,331,656
安徽鑫科新材料股份有限公司	境内非国有法人	4.48%	7,394,198
安徽省国有资产运营有限公司	国有法人	3.79%	6,248,743
哥伦比亚大学	境外法人	0.61%	999,997
吴晓云	境内自然人	0.44%	731,450
唐荣保	境内自然人	0.32%	534,100

资料来源：公司2011半年报 宏源证券

2、公司控股、参股子公司的情况

(1) 公司控股子公司情况

公司的控股子公司有两家：安徽鑫龙电器元件销售有限公司，主要从事高低压元器件、工控元器件、智能化仪器仪表、变压器、电线电缆销售；安徽佑赛科技有限公司，从事电能质量治理设备、电力节能设备、电网监测系统、新能源系统和装置的研发、制造和销售。

其中安徽佑赛科技有限公司成立于 2011 年 5 月 27 日，是公司和北京华腾开元电气有限公司共同成立，北京华腾开元电气有限公司以其持有的“HTSAPF 智能有源电力滤波器和 HTSVG 电能质量智能柔性控制器”二项专有技术组成的技术组合所有权价值出资。该子公司的成立有利于公司与清华大学进一步地进行技术合作，共同研发，同时也有利于公司拓展销售业务，形成公司新的利润增长点，从而提升公司未来的经营业绩。

(2) 公司全资子公司情况

公司的全资子公司共有 5 家，分别是：

安徽森源电器有限公司，从事高、低压电器元器件，开关配件设计、制造、销售。它持有的芜湖斯高电器有限公司 75% 的股份，芜湖斯高电器有限公司主要从事生产和销售高、低压电器元件、开关配件；钣金机械加工。

安徽鑫龙低压电器有限公司，从事低压电器设备、原件及配件的设计、制造和销售。

安徽鑫龙自动化有限公司，从事变电站微机综合自动化系统，数控直流电源柜及部件，全数字软启动器及装置，智能型全数字晶闸调功器，全数字交直流供调速系统及装置，工业生产过程自动化控制系统，DCS、PLC 控，智能化数字仪表设计、生产，安全防范技术工程设计、施工、维修。

安徽鑫龙变压器有限公司，从事油浸式变压器和干式变压器生产、销售和维修，预装式变电站的设计。

安徽鑫龙电力工程安装有限公司，从事电气设备，工业过程控制及监控系统，计算机应用服务与综合信息网络工程，电子声像工程，职能化系统和技术防范工程安装、调试、维护。

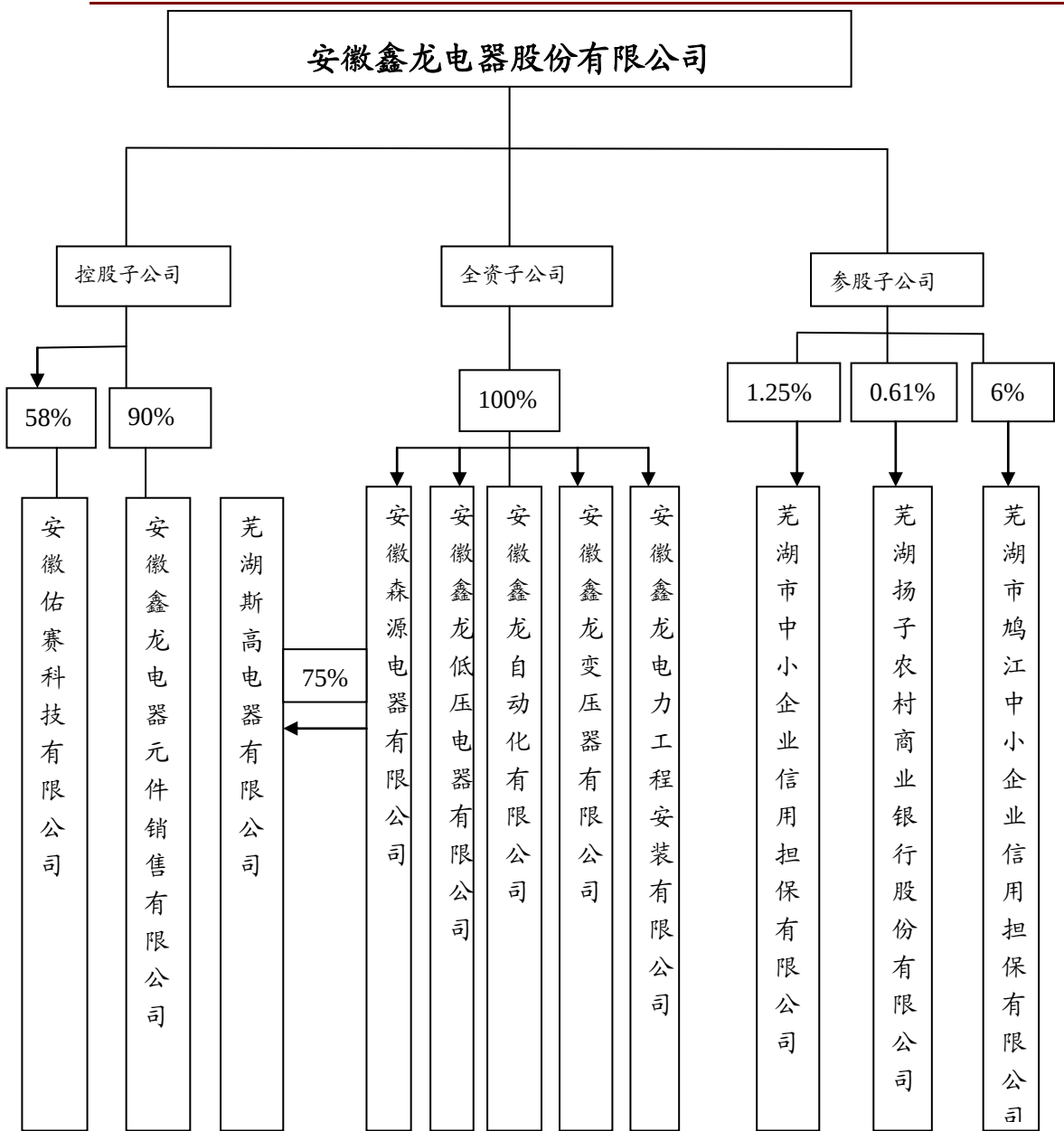
(3) 参股子公司的情况

芜湖扬子农村商业银行股份有限公司

芜湖市中小企业信用担保有限公司，主要从事中小企业融资担保及其他担保、证券投资、受委托资产管理处置、再担保及分保、配套中介业务。

芜湖市鸠江中小企业信用担保有限公司，为中小企业融资提供担保。安徽鑫龙电器股份有限公司持有其 6% 的股份。

图 1：公司控股、参股、全资子公司结构图



资料来源：宏源证券 公司招股说明书 公司 2011 中报

二、公司主营业务分析

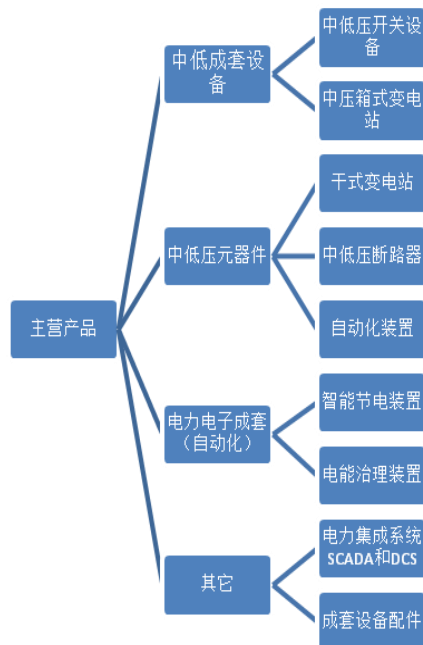
（一）公司主营业务介绍

公司的主营业务：高低压成套开关设备、元器件和自动化产品的生产和销售。主要产品包括 40.5kV 系列开关设备、12kV 系列开关设备、12kV 系列开关、12kV 箱式变电站、低压开关设备、自动化产品、低压元器件等。

经过多年的发展，公司逐渐形成了中低压成套、元器件（变压器、断路器和自动化装置）和自动化产品（智能节电装置：软启动，柔性电能质量治理：无功发生器和有源滤波

装置)三大主营板块及丰富的中低压产品系列。公司在引进国外高低压开关柜的生产技术过程中,一直把重点放在对技术的消化和吸收上,在引进、消化、吸收国外先进技术时,把自主开发的重点放在整套开关柜系统的匹配、集成和优化上,目前公司已掌握多种品种规格开关柜柜体、元件配置、一次、二次配线和机械联锁等核心技术,获得了多项发明专利和实用新型专利,拥有整套高低压成套开关设备生产技术的自主知识产权。

图 2: 公司主营产品结构图



资料来源: 宏源证券 公司网站

(二) 公司主营业务财务分析

1、公司主营业务分产品情况

2011 年 1-6 月,公司主营业务收入 4.06 亿元,同比增长 48.12%, 主营业务实现稳步增长。增长主要原因是公司加大市场营销力度,保证销售收入增长,盈利增加。

表 2: 2011 上半年主营业务分产品经营情况

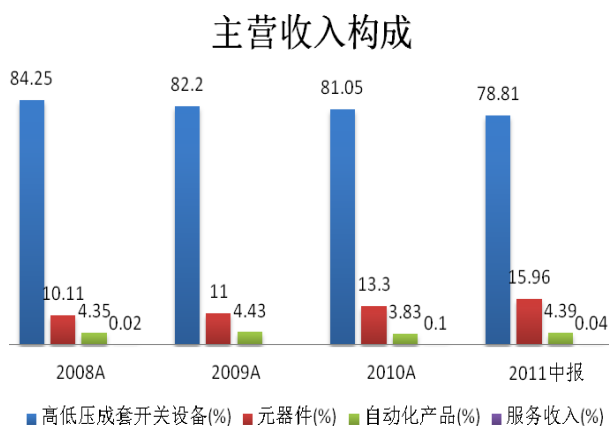
主营产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年同期增减 (%)	营业成本比上年同期增减 (%)	毛利率比上年同期增减 (%)
高低压成套开关设备	31,974.07	22,119.72	30.82%	36.62%	35.57%	0.54%
元器件	6,476.12	3,862.05	40.36%	159.56%	154.95%	1.07%
自动化产品	1,784.10	1,052.31	41.02%	51.76%	45.26%	2.64%
服务收入	16.50	5.67	65.64%	-73.54%	-88.09%	42.00%
其他业务收入	319.17	117.21	63.28%	26.43%	-8.11%	13.81%

资料来源: 宏源证券 公司中报

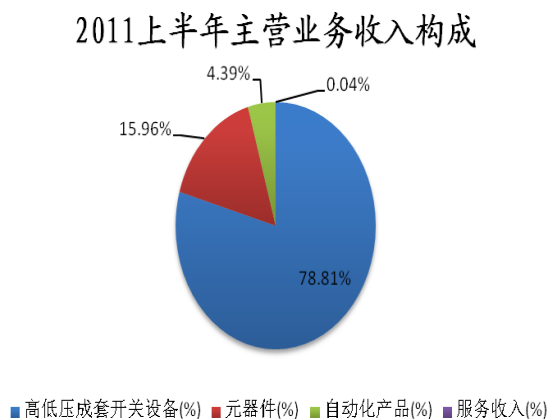
从主营收入的构成来看,近几年的主营构成并没有发生很大的变动,占主营收入比例最大的高低压成套开关设备近几年的主营构成保持在 80%左右,虽然所占比例每年都有小

幅的下降,但对主营构成没有大的影响。占比第二的元器件业务每年占主营收入的比例都有小幅的增长,已经从2008年的10.11%增长到2011年中期的15.69%。自动化产品占主营收入的比例稳定保持在4.3%左右。

随着募投项目的陆续达产以及前期布局效应释放,未来成套和元器件业务将保持较快增长,其中元器件业务增长更快,占营业收入比例持续小幅提高。另外,自动化产品方面,公司以自筹方式先期投入,加之公司在自动化领域储备的人才队伍和销售队伍,未来发展潜力巨大。

图 3: 公司主营业务收入分产品构成


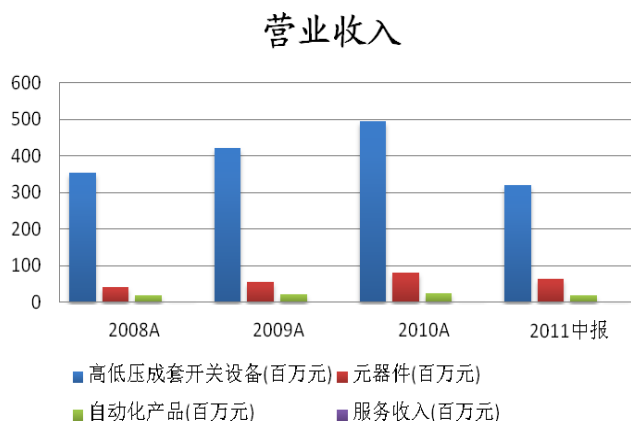
资料来源: 宏源证券 Wind

图 4: 2011 年上半年主营收入构成


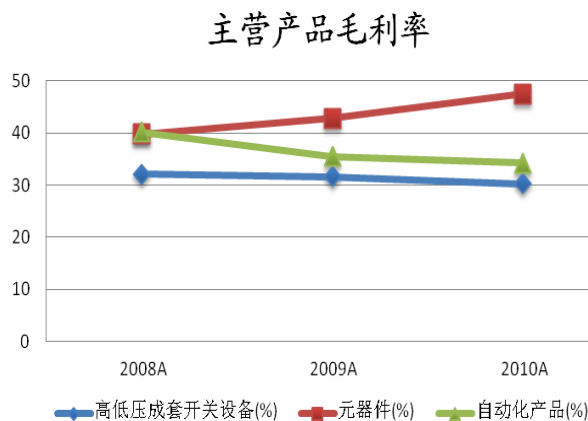
资料来源: 宏源证券 Wind

从主营业务的盈利情况看,公司最主要的业务高低压成套开关设备和元器件的收入保持稳定的增长。高低压成套开关设备的毛利稳定保持在30%左右;元器件的毛利今年上半年40.36%,比上年同期增长1.07%,总的来看,近几年毛利率呈明显上升的趋势;自动化产品的毛利率近几年基本上也比较稳定,下降幅度比较小。

总体来看,最近五年,公司产品综合毛利率维持在34%左右的较高水平上。随着公司募投项目的陆续达产及前期布局效应,公司外购元器件占比将持续下降,原材料占比将持续上升,公司综合毛利率水平有望持续小幅上涨。

图 5: 公司主营业务收入


资料来源: 宏源证券 Wind

图 6: 公司主营业务毛利率变动趋势


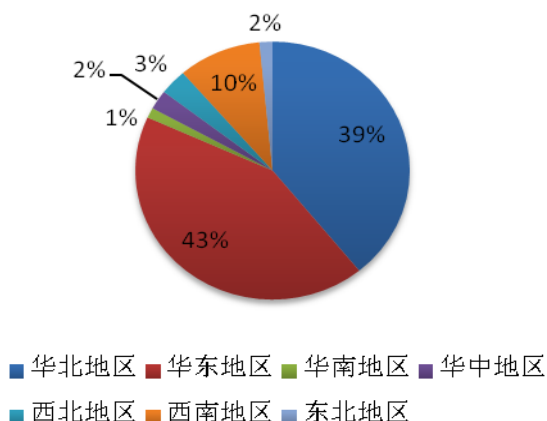
资料来源: 宏源证券 Wind

2、公司主营业务分地区情况

公司的主营业务主要集中在华东和华北两大地区，在华东地区的营业收入中，安徽省的比例大约为 46%，另外，西南地区的业务占大约 10%的比例。2011 年上半年各地区的营业收入都实现了稳定的增长，其中西北和东南地区的增幅最大，分别为 691.82%和 490.35%。

图 7：公司主营业务的分地区构成

营业收入分地区构成



资料来源：宏源证券 2011 中报

（三）公司主营业务未来发展趋势

1、费用率下降，净利润率上升

近五年，公司净利润率徘徊在 7%左右，属于行业最低水平，期间费用率高是导致净利润率低的关键原因。销售费用率的增长主要是公司扩大销售人员队伍，并配合了薪酬激励制度所致，是公司在募投项目达产前提前进行全国性销售网路扩张的需要，销售网络完善之后，销售费用会有所下降。管理费用率较高主要是研发费用持续大幅增长所致，研发费用从 2006 年 624 万增长到 2010 年 3420 万元，占营业收入的比例由 2.4%上升到 5.6%，位居行业前列。虽然与竞争对手相比，公司 34%左右的综合毛利率处于同行业的较高水平，但由于期间费用率较高，公司整体的盈利能力远落后于其他可比公司。

目前，公司前期的营销和研发布局已经完成，未来期间费用占比将逐步下降，预计公司今年净利润率将上升 4%左右。

2、募投和自筹建设的项目逐渐达产，产能大幅提升

2011 年以前，高低压开关成套设备产能 37000 台/年（其中箱式变电站产能约 500 台/年），高压元器件产能 3800 台/年，低压元器件产能 11000 台/年，自动化元器件产能 1200 套/年，正常达产产值约 6.5 亿；除低压元器件生产线的利用率约为 60%外，其它产品线产能利用率均在 90%以上。随着募投和自筹建设的项目在 2011 年陆续达产，我们预计未来公司高低压开关成套设备实际产能将翻几倍（其中箱式变电站产能约 2000 台/年），高压元器件产能达 12000 台/年，低压元器件产能约 50000 台/年，自动化元器件产能达 15000 套/年，达产产值将超 20 亿。

3、引入技术合作方式，快速拓展节能减排业务

公司成立安徽佑赛科技子公司致力于电能质量治理业务，佑赛科技注册资本 3000 万元，公司以现金 1740 万元投资，持股 58%，北京华腾开元以 HT-APF 有源滤波装置和 HT—SVG 动态无功发生装置两项专有技术资产出资人民币 1200 万元，持股 40%，其它两位自然人出资 60 万元，持股 2%。通过技术引进与合作方式，公司将快速切入节能减排领域。最近三年，公司在自动化（包括电力电子）领域持续保持高投入，储备了一批专业化的技术人才，而自动化募投项目投产将大幅提升了二次设备的产能。

三、行业发展及竞争格局

（一）输配电及控制设备行业竞争格局

公司属于输配电及控制设备行业。根据中国电器工业协会对行业的细分，高低压开关、通用低压电器、变压器、电控配电设备、继电保护及自动化设备等分行业的产品均属于输配电及控制设备范畴。

经过 30 多年的改革开放，目前，我国输配电及控制设备行业形成了国有（国有控股）企业、民营企业和外资（合资）企业并存的市场竞争格局，其中：国有企业面临着资产重组和改制，占总体的比例在逐年缩小；民营企业队伍不断扩大；外资企业进入中国市场，势头强劲。

表 3：输配电及控制设备行业市场的大致分类

市场分类	产品基本特征			市场参与者
	电压等级	技术含量	单一合同规模	
高端市场 (全国性市场)	≥ 126KV	不限	不限	国有大型企业
	3. 6~72. 5kV	高	不限	外资企业，国内具
	3. 6~72. 5kV	中	大	有较强自主创新能力、
	0.4kV	高	大	产品技术达到国际领先水平、装备先进、规模大的企业
中端市场 (区域性市场)	3. 6~72. 5kV	中	中、小	技术引进、装备先
	3. 6~72. 5kV	低	大	进、具有一定规模
	0.4kV	高	中、小	的企业
	0.4kV	中	大	
低端市场	3. 6~72. 5kV	低	中、小	规模小的企业
	0.4kV	中	中、小	
	0.4kV	低	不限	

资料来源：宏源证券，招股说明书

输配电及控制设备行业的市场中，除 ≥ 126KV 电压等级的市场主要由几家国有（国有控股）企业占有外，其他市场的行业集中度较低，市场竞争比较激烈。近几年以来，本公司主要参与高端市场（全国性市场）竞争。

与高压电气行业超前经济进行规划和建设及客户单一不同，中低压电气行业（35KV及以下电压等级）与经济发展基本保持同步且客户众多，传统中低压电气行业规模年均增速约为 GDP 增速的 1.5-2 倍左右。随着通信、控制、计算机、电力电子等技术的发展，中低压电气也朝着智能化、小型化发展，其内涵和外延也在不断扩大，伴随着国内持续不断基础设施升级和建设，我们预计“十二五”其景气度仍将持续。另外与高压电气行业国产化率达 90%以上（例如，国内最先进的输电技术中，特高压交流国产化率在 90%以上，特高压直流 75%以上）显著不同，国内中低压电气市场仍被外资品牌占据 60%左右份额（高端市场更是接近 100%）。与此同时，90%国内企业在低端市场竞争，只有较少的企业参与中端市场竞争，总体上国内中低压企业研发实力较弱、规模小，品牌效应尚未获得广泛认可，随着一部分优质企业陆续上市融资，其研发和产能将得到大幅提高，进口替代市场也很巨大。

（二）输配电及控制设备行业发展现状

最新数据表明，国内高低压输配电及控制设备整体销售收入同比增长约 30%，全年行业收入增长在 25%以上，变压器、高压开关等电网主设备继续保持旺销势头。其中高压、超高压和特高压产品在电网投资中收益最大，并且行业技术、资金壁垒较高，因此，市场竞争不是特别激烈。但中低压产品由于门槛不高，致使竞争日益激烈，盈利前景并不乐观。

目前，电力设备成本普遍加大，特别是低电压等级的输配电设备，材料占成本的比例较大，给企业带来很大压力。随着我国经济持续健康高速发展，电力需求和投入持续快速增长，我国输配电行业市场前景依然很好。电力的发展为整个输配电设备行业的发展注入了强大的动力，目前中国输配电设备年采购量占世界的 32%，已经成为世界同行的最有价值的目标市场。外资公司看到中国有如此巨大的变压器市场，纷纷进入。

在输配电设备制造业，以 ABB、西门子等为代表的跨国公司几乎无一例外地将中国市场作为他们全球化战略的最重要的部分，全力争夺中国这块电力设备大蛋糕。近年来，我国的成套高低压配电设备市场需求量逐年增大，极大地刺激了本行业的发展。我国的成套高低压设备生产厂家大量增加，产品的翻新速度加快，品种增多；而且产品的标准也在逐步向国际标准靠拢，技术性能有了明显的提高，加工工艺有了明显改进。但是同时，国产高低压输配电设备品种和性能还远远不能满足市场的需求，一方面几类产品之间相互竞争很激烈，另一方面又有一些产品不能生产。特别是在拥有自主知识产权的产品开发方面，以及在产品质量和可靠性方面与国际先进水平相比还存在一定差距。

（三）输配电及控制设备行业未来发展趋势

1、未来行业市场分析

预计到 2020 年全社会用电将达到 39400 亿~43200 亿 KWh，需要装机 8.2 亿~9.0 亿 KW；2011~2020 年年均净增电量 1400 亿~1660 亿 KWh，年均需净增装机 2600 万~3200 万 kW。预计 2030 年，全球发电装机容量将增长到 63.69 亿 KW，全球用电量将增长到 31.016 万亿 KWh。

预计在相当长的一段时间，我国输配电及控制设备行业的利润水平将稳步提升。其主要原因：输配电及控制设备行业有着广阔的市场前景，其销售收入必然有着不断增长的

趋势；输配电及控制设备的销售除部分元器件外基本上都是通过招投标方式实现的，在正常情况下，其毛利率水平将在一定的幅度内波动；输配电及控制设备行业的主要原材料，如钢材、铜等，其价格预计未来一段时期有着稳定下降的趋势。

2、未来行业技术分析

目前输配电系统面临着一些新的问题，如受到环保制约的程度将越来越大，由于高压、超高压输电线路和变电站可能产生的电磁干扰、噪音、静电感应以及景观协调等问题，新建输电线路和变电站所需建设用地也受到限制等。这就要求输配电系统具有良好的环境性能、高的可靠性、高的电能质量以及对潮流的灵活控制等，要求输配电设备能够适应未来电力系统的新特点和满足电力系统的新要求。

输配电技术的发展趋势大致是：

（1）高压、超高压交流输电方面为了实现远距离、大容量输电，交流输电的电压等级逐步提高。

（2）高压直流输电技术发展很快。目前，国内超高压直流输电工程换流站设备主要是 ABB 公司和西门子公司提供的，国内西电公司等已经在引进技术，进行国产化工作。现在新建的直流输电线路又比较多，这也就要求加快高压直流输电设备国产化的进程。

（3）柔性交流输电系统技术（FACTS）。这是基于电力电子技术与现代控制技术对交流输电系统的阻抗、电压、相位实施灵活快速调节的输电技术，能改善交流输电系统的可控性、输送容量和稳定性。

（4）紧凑型输电技术。通过减少输电线路的相间距离，改变排列，从而降低线路的电抗，增加容抗，在线路额定电压不变的条件下，提高额定自然功率，这是一种比较经济的提高超高压交流输电能力的输电技术。这种紧凑型输电线路所用的可控电抗器是目前需要自主化生产的关键设备。

（5）高温超导输电有发展前景。未来的十年是高温超导(含发电机、变压器、电动机、电缆等)市场发展和材料产业化的十年。据预测，2010 年和 2020 年，世界超导市场将分别达到 300 亿美元/年和 2440 亿美元/年。

（7）注重输配电设备环保性能。

3、未来行业整体发展

2010 年以后，国家电网建设仍将保持较大的规模。总的来看，在“十二五”期间，输变电行业的景气度仍然有望维持在较高的水平上。作为一个大国，中国各区域经济发展水平、资源禀赋条件的差异决定了跨省、跨区域电能配置对于满足全国电力需求的重要意义。整体来看，中国一次能源在西部分布较多，而电力需求多集中于东部地区，同时不同区域电源结构和负荷特性存在较大互补性，因此“西电东送、南北互供、全国联网”成为了中国跨区电能配置的总体思路。随着电力供需趋于平衡和富裕，电网建设将快速发展，特高压电网、骨干电网、跨区送电工程建设将是电网建设的重中之重。

国内各级电网中，配电的基础设施建设最为薄弱，而配网还具有规模巨大的特点，因此，预计配网建设和改造带来的市场需求也将是惊人的，这个细分市场有望成为输配电行业的另一个主要增长点。受益于此，预计“十二五”期间，对配电网相关的变压器等输配电设备的需求将快速增长。

四、首发募投项目陆续达产

（一）智能化电力供配电微机综合保护装置生产线项目

1、项目介绍

本项目产品主要用于电力自动化系统，如变电站综合自动化系统、配网自动化系统、调度自动化系统、计量计费自动化系统、智能化高压断路器、智能化高压开关柜等。市场需求主要来自于与电力相关的新建工程和技术改造工程，其中新建工程指电力行业中新建发电厂、输变电路、变电站等以及石化、冶金等其他行业中新建工程配套的电力装备；技改工程指电力行业及其他行业中因主设备或自动化设备本身技术落伍、效率降低、产品老化、损坏、使用效果不理想等原因，需要进行自动化系统的更新换代，目前的市场需求很大。

目前国内生产该类产品的厂家较多，行业内主要竞争对手大致可以分为三类：第一类为国外知名品牌公司，主要包括 ABB、西门子、GE、美国 SEL 公司、施耐德、法国阿尔斯通等；第二类为国内生产自动化产品的专业企业，如：国电南瑞、南瑞继保、国电南自、许继电器、烟台东方电子、珠海万力达等；第三类为国内生产输配电成套开关设备的综合制造厂商，如：正泰电器、广州白云电器、德力西、大全电器、长城电工等。

2、产品产量及收入

项目建设规模确定为：年产智能化电力供配电微机综合保护装置 8000 台，每台装置的平均价为 1 万元（含税）；变电站自动化系统 50 套，变电站自动化系统平均价为 10 万元（含税），达产后年销售收入为 8500 万元，净利润 1200 万元，投资回报率为 26.97%。建设期为 1.5 年，投产后第 4 年达到生产能力，投资回收期为 5.48 年。

由于本项目产品的专业性和定制性，不同应用系统需要定制开发，所以产品的销售方式采用直销方式。另外本项目产品的重点是为公司生产的开关柜及智能型断路器配套。项目实施后，公司加大与电力主管部门、终端用户全方位沟通力度，提供一体化设计和集成方案，增加自有自动化产品的配套比例。总体来看，本项目产品 40% 用于对外销售，60% 用于自主配套。

（二）智能化永磁真空断路器生产线技术改造项目

1、项目介绍

本项目产品为输配电设备中开关设备的基础元器件，在电网中作为分段保护装置，可以缩小供电半径、提高供电的可靠性。因而在高压开关行业的元器件市场中，真空断路器占有绝对的优势。

目前，国内生产该类产品主要竞争对手主要为厦门 ABB、上海西门子、法国施耐德、常州森源、天水长城、吉林永大等。

项目产品是建立在现代传感技术和数字化控制技术之上，对真空断路器进行智能化升级，具有高效、可靠、免维护和多用途的特点，可以满足自动化配电网络对于断路器的要

求。随着电网电压等级的提高，输变电设备对发电设备的配套定额也呈增加的趋势，这种增长不仅是产量的增长，而且是产品质量和性能的提升，因此本项目产品具有广泛的市场前景。

2、产品产量及收入

根据市场预测，项目建设规模确定为：年新增 VSm 系列智能化真空断路器 1000 台、VSI 系列智能化真空断路器 3000 台的生产能力，VSm 系列每台售价 3 万元，VSI 系列每台售价 2.5 万元，年销售收入共计为 10500 万元。净利润 1300 万元，投资利润率 32.15%，投资回收期为 5.12 年。项目建设期为 1.5 年，投产后第 5 年达到生产能力。总体来看，本项目产品 80% 用于对外销售，20% 用于自主配套。

（三）智能化箱式变电站生产线技术改造项目

1、项目介绍

本项目产品主要应用于城市公用配电、农网新建及改造、轨道交通、高层建筑、住宅小区、工矿企业、矿山油田及临时施工工地等场所。本项目两种产品为：12kV 普通智能化箱式变电站和 12kV 轨道交通智能化箱式变电站。

我国城市都在进行大规模改扩建，需要占用更少空间的供电设备，以节约宝贵的土地资源，因而就需要大量紧凑的箱式变电站产品。与此同时，我国农网中配电系统同样需要大量便于维护的箱式变电站。另外，我国目前规划中的项目包括实现铁路网整体技术的现代化升级和改造，建设电气化铁路、双轨铁路与高速铁路，这些项目的建设需要大量的轨道交通箱式变电站产品。公司的相关产品已获得石德线（石家庄—德州）、石太线（石家庄—太原）、合宁线（合肥—南京）、武汉至广州客运铁路专线、广州至珠海客运铁路专线、郑州至西安客运铁路专线等电气化铁路项目建设的订单，成为电气化铁路建设及改造工程的首批中标单位之一。

目前国内主要竞争对手为宁波天安、沈阳吴诚、泰开电气、许继电气、武汉武昌电控、青岛特瑞德、上海隆旗、西安振力等。

2、产品产量及收入

本项目产品是在原有箱式变电站产品的基础上，应用自动化技术，集成智能系统，成为一种智能化的箱式变电站，以满足配电系统自动化的使用要求，其中轨道交通智能化箱式变电站是针对轨道交通等特殊应用领域的要求，对软件和硬件进行双重优化和冗余设计，从而实现在恶劣环境条件下，产品能够长寿命、高可靠、免维护的平稳运行。

根据企业现有生产能力，结合国内企业的现有生产规模（年产最多的是 2039 台），及企业投资能力，同时考虑智能化产品初期被市场认可的程度，项目投产后产量及收入情况为：轨道交通智能化箱式变电站年产量 200 台，每台售价 30 万元，年收入 6000 万元；普通智能化箱式变电站 800 台，每台售价 15 万元，年收入 12000 万元，年收入总计 18000 万元。净利润总计 1700 万元，投资利润率为 32.39%，投资回收期为 5.46 年。项目建设期为 1.5 年，投产后第 5 年达到生产能力。

本项目产品属于成套设备，直接应用于终端用户，产品销售通过公司的销售体系采取直销方式进行。本项目的产品全部用于对外销售。

（四）项目已经投产，开始贡献收入和利润

根据公司公告，智能化电力供配电微机综合保护装置生产线项目和智能化永磁真空断路器生产线技术改造项目于 5 月 27 日投产，智能化箱式变电站生产线技术改造项目于 8 月 30 日投产，投产后公司的产能得到极大的提高，项目很快开始贡献收入和利润。

表 4：募投项目达产后公司产能变化情况：

	投产前	投产后
中低压开关柜（套/年）	37000	70000
其中：箱式变电站（套/年）	500	2000
高压元器件（台/年）	3800	12000
低压元器件（台/年）	10900	50000
自动化装置（台/年）	1200	15000

资料来源：宏源证券

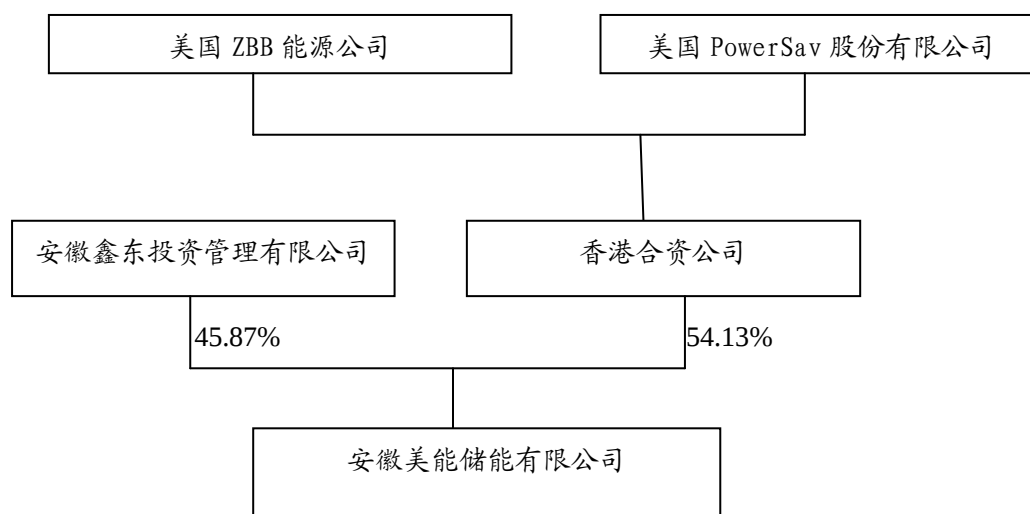
五、公司投资新方向

（一）进军锌溴液流储能电池生产领域

成立鑫东投资公司

8 月 31 日公司公告，旗下鑫东投资与美国 ZBB、美国 PowerSav 合资成立安徽美能储能有限公司，从事大容量锌溴液流储能电池及其管理系统的生产和销售，该子公司注册资本 8720 万元，公司现金投资 4000 万元，持股 45.87%。此举标志着公司进军有千亿市场的大容量储能电池领域，有望实现跨越式发展。

图 8：合资公司股权结构



资料来源：宏源证券 公司公告

本次合资，公司虽然不处于控股地位，但储能潜在千亿规模也足够引人注目。从投资收益的角度来看，未来对业绩的贡献力甚至有望超过主业。本次储能项目的生产基地可能

安排在公司目前的成套二厂附近，储能项目规模化后，将大量采购公司的成套设备、中低压元器件，对公司主业产生积极的影响。锌溴储能系统，如果不考虑其最核心的电堆部分，其生产、制造、集成、工程过程与中压电气设备几乎类同。另外，大容量储能电池瞄准的大多是 35KV 及以下电压等级，从范畴来看，依然属于中低压电气领域。

（二）锌溴液流储能电池介绍

1、锌溴储能电池技术

液流储能电池技术是解决太阳能、风能等可再生能源发电系统随机性和间歇性非稳态特征的有效方法，是实现电网互动化管理的关键技术，因此在可再生能源发电和智能电网建设中有着重大需求。液流储能电池还可用于电动汽车充电站，实现对电动车的集中、快速充电而不影响电网稳定性。另外，液流储能电池也可用作国家重要部门的备用电源以及通讯基站电源，因此液流储能电池有着广阔的市场前景，商业潜力巨大。

锌溴液流电池在常温下工作，不需要复杂的热控制系统，其大部分组件由聚烯烃塑料制成，便宜的原材料和较低的制造费用使它在成本上具有竞争力。锌溴液流电池的这些特点使它有望成为规模储能和电动车应用的技术选择之一。

20 世纪 70 年代中期，有人将锌溴电池的电解液由静止改为流动，抑制了锌沉积结晶的产生，锌溴电池逐步走向了商业化。目前，美国、日本等国组装了 5~45kWh 的锌溴电池，用作电动车电源；ZBB 能源公司设计了 400 Kwh 的示范电堆，是目前在锌溴电池领域研究水平最为先进的公司；日本装配了 1~4 MWh 的锌溴电堆，整体能量效率约为 65.9%。与液相储能体系不同，锌溴电池的容量受限于沉积锌的总量；此外，还有溴腐蚀问题，且隔膜材料仍需改进。

2、ZBB 是全球实力最强的锌溴液流电池研发和制造中心

ZBB 是全球实力最强的锌溴液流电池研发和制造企业，目前在手订单预计在近千万美元，是全球唯一商业化锌溴液流电池生产的企业。本次与公司合作旨在进一步大幅降低锌溴液流电池的生产成本，共同开发中国储能市场。

经过 30 多年的研究，ZBB 已具备全球最领先的锌溴电池技术，大幅提高锌溴电池系统在充放电性能、长期循环性能以及运行可靠性。经过几年的产业化培育，公司已逐步进入商业化阶段，从 2010 年底开始，公司新增锌溴液流电池订单大幅增长，为其扩大生产规模奠定基础。

美国特殊的能源结构使得 ZBB 一直没有办法做大生产规模，这也是它来到中国寻找市场和合作伙伴的主要原因。美国没有大规模的风电场，也很少有大型太阳能电站，在削峰填谷和应对负荷高峰时是通过燃气轮机来解决的。军方是目前公司的主要客户。

表 5：ZBB 近一年订单

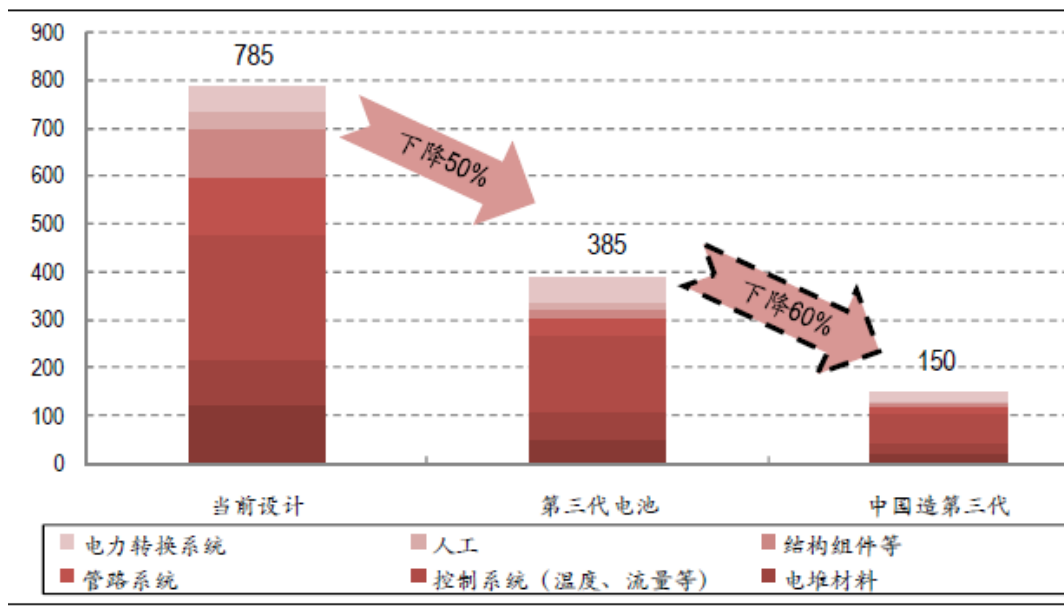
时间	领域	事件	金额
2011.08.11	军事	与美国海军签署交付 500kW/1MWh 储能系统的合同应用于微网应用	>100 万美金

2011.07.13	商业楼	与美国 IIT 大学签署交付 250kW/1MWh 储能系统的合同应用于微网应用	未公布
2011.04.04	军事	与美国军队签署交付 250kW/1MWh 储能系统的合同应用于微网应用	未公布
2011.01.20	微网	与中国两家公司（一家世界领先的太阳能公司和一家最大的石化生产商）签署提供高效储能系统的合同投保	未公布
2010.12.07	军事	与美国军队签署了一份初步合同关于设计和交付储能原型机型（用于远距离对能源的需求）	未公布
2010.11.11	微网	与 Sunflower Wind 签署购买储能系统的合同	未公布
2010.09.20	微网	与 UWM 实验室签订提供储能系统的合同	未公布

资料来源：宏源证券

本次合作产品系 ZBB 开发的使用寿命能达到 20 年的第三代产品 ZESS 50V3, 在中国大规模建设风能、太阳能和市政微电网中将被广泛应用。ZBB 液流电池技术特别适用于中、大功率应用场合。ZBB 第三代电池单位成本较之前版本有了大幅的下降，在还没有形成大的生产规模的情况下，已经将成本从 785 美元/千瓦时下降至 385 美元/千瓦时，使用寿命高达 20 年，而通过与合作公司生产放在安徽芜湖，预计成本仍然将进一步大幅下降。整个储能电池的所有环节都有望实现“中国化”，借助中国在新材料方面的突破，在制造、工程等领域的成本优势，预计 ZBB 第三代电池成本有望控制在 150 美元/千瓦时以下，这在储能电池领域具有绝对的竞争力。本次合资不仅针对中国市场，从成本优势来看，未来还将进一步面向全球市场。

图 9：锌溴电池成本变化



资料来源：宏源证券

3、美国 PowerSav 提供能源管理系统。

美国 PowerSav 是一家致力于清洁电力、节能技术、电力整体解决方案的新能源投资和供应商。PowerSav 提供综合的 ClearEdge（捷电）燃料电池热电系统、ZBB（溴化锌液流）储能和管理系统、PowerSav DC（优能）直流不间断电源系统和其他高科技新能源电力系统和解决方案。

PowerSav 推出了能量管理系统（ZESS POWER PECC）适合配网（尤其是微网、海岛、通信基站等），ZESS POWER PECC 采用开放式架构，通过灵活的模块配置，能够同时接入和管理多个外部 AC&DC 供电电源，并向 AC&DC 负荷供电。

（三）公司锌溴电池项目情况

1、公司锌溴电池项目目前进展情况

锌溴液流电池目前在美国军方微网已经有过成功应用案例，技术已经成熟，锌、溴存在剧毒及腐蚀的问题都已经成功解决，该电池已经经过卢强院士的严格把关，并得到卢强院士的高度认可；公司计划先组装两台电池系统，预计在 12 月底产品会出来，其中一台将放在南京电科院进行测试，目前正在联系测试相关事宜，预计测试一周时间即可结束；另一台将用于芜湖太阳能示范项目（50KW，投资额度超过 100 万）；生产场地将由芜湖市政府免费提供（三年免费），场地面积为 4000 平米左右，目前厂房已经建好，正在进行装修，随着设备的到位，即可以开始生产，进展顺利；公司将根据市场需求情况，决定未来上几条生产线。

ZBB 与公司签订了技术入股协议，中国市场将由公司作为唯一生产与销售厂商，最终技术将由公司所掌握；ZBB 近年的盈利情况不理想，主要原因是美国市场对储能电池需求并不多，市场规模不大，而中国对于储能电池需求则非常大，ZBB 与 PowerSav 公司非常看好中国市场，经过对 70 多家合作对象的筛选，最终选择了公司作为合作伙伴，主要看中公司强大的研发能力及市场开拓能力。合作公司 ZBB 和 PowerSav 的公司背景都非常强大。

2、锌溴电池项目未来规划

公司计划锌溴电池首先用于电网，公司鑫东投资的两个自然人股东实际上是华东电网员工，与华东电网存在密切的关系，因此公司锌溴产品在电网的市场将比较容易打开；在电网领域取得突破之后，公司将开拓民用市场，诸如办公楼、数据中心、银行、铁路等，应用空间非常大；另外军方需求也很大，但是公司与 ZBB 公司签订了协议，锌溴电池产品将不准卖给军方。

公司计划未来将实现美能储能成功上市，ZBB 与 PowerSav 公司对于美能储能盈利都有周详的计划，预计未来很快即能实现盈利。

3、锌溴电池与其他储能技术比较

锌溴液流电池在 ZBB 的成本是 600-700 美元/KWh，经过公司国产化后，成本有望降到 100-150 美元/KWh，成本优势将非常明显；同时锌溴电池的能量密度可达到 70Wh/kg，是铅酸电池的 3-5 倍，是目前现有储能技术里能量密度最高的电池；相比其他储能技术，锌溴液流电池相比其他储能技术具有能量密度大、充放电次数多、使用寿命长（20 年）等优势，发展前景非常好。

4、公司资金需求情况

公司 1.5 亿的公司债目前已被中诚信评级机构评为 A 级，预计很快会发行结束，但是公司资金需求还是比较紧张，公司目前正在进行增发，已经形成具体方案。高额债务负担及较高的资产负债率已对公司的经营造成了不利影响，并制约未来发展战略的实施。在满足公司生产经营的前提下，利用募集资金调整短期借款结构，可较大幅度降低融资成本，提高经营效益。

六、公司增发方案

（一）增发项目介绍

公司拟向不超过 10 名的特定对象非公开发行不超过 4000 万股,发行价格不低于 12.88 元/股,募集资金不超过 5.3 亿元。公司控股股东、实际控制人束龙胜将不参与本次认购。

据公告,此次募集资金将用于年产 17 万台智能型产品生产线、智能型高分断低压断路器生产线、年产 2 万台 VA-12 智能化固封极柱式高压真空断路器、高低压开关柜及元件技术研究中心建设等 4 个项目;预计建成后公司年销售收入合计增加近 15 亿元。

（二）增发项目市场前景

1、年产 2 万台 VA-12 智能化固封极柱式高压真空断路器项目

公司研发的 VA 智能化固封极柱式高压真空断路器是将智能化技术引入到断路器电气性能中去,它使断路器能更好地进行自我保护和控制,从而提高了开断的可靠性,提高了断路器的综合技术性能。

智能化断路器更适合发电、配电和电网自动化、以及城市、工矿企业、交通运输、高层建筑、公用设施等领域的变、配电时接受和分配、控制电能,符合国家节能减排,电力规划和国家智能电网改造的要求,具有广阔的市场空间。项目总投资 20000 万元。预计项目达产年份年新增销售收入 100000 万元,利润总额 10441.23 万元,税后利润 7830.93 万元。

2、年产 17 万台智能型产品生产线建设项目

生产产品为智能化、数字化的前端采集元件,技术先进、性能价格比高,具有很高的推广价值,市场前景好,扩大其产能对可大大提高市场占有率。本项目总投资为 15000 万元。项目达产年销售收入(不含税)26405.65 万元,达产年利润总额 3524.88 万元,年总成本费用为 22630.77 万元,税后利润 2643.66 万元。

3、智能型高分断低压断路器生产线建设项目

低压断路器是基础的配电产品,产品产值占低压电器总产值的 50%以上,其市场需求与目前我国发电设备装机容量的日益增加密切相关。随着智能电网的兴起,对电力系统的可靠性和自动化要求越来越高,智能型高分断低压断路器作为低压配电系统中最重要控制与保护元件,将朝智能电网的方向靠拢,促进低压成套设备向智能化发展,是低压电器产业新的增长点。国内主要高档产品市场被施耐德、ABB、西门子等知名外企占领,智能型高分断低压断路器的投产能够提高产品行业竞争力,促进我国低压电器发展。项目总投资为 10000 万元。预计项目达产年销售收入 22525 万元(不含税),税后利润 2000.78 万元。

4、高、低压开关柜及元件技术研究中心建设项目

该项目建成后虽然不直接产生经济效益,但是可以通过集中优势科研资源,提供公司产品质量,不断提高公司的核心竞争力。该项目拟建的试制车间和试验室,每年可为公司节约 300 万元以上的试验费,加快产品开发周期;该项目拟建的技术培训中心,为企业员工的技术培训提供了必要的硬件和软件设施,使员工的技术水平和产品的开发相适应,从而提高生产力。

七、盈利预测与估值

(一) 营业收入预测

营业收入分产品分析

募投项目增加收入和利润:

假设条件: 第一年的达产率为 50%, 第二年 80%, 第三年 90%。

年产智能化电力供配电微机综合保护装置 8000 台, 每台装置的平均价为 1 万元 (含税); 变电站自动化系统 50 套, 变电站自动化系统平均价为 10 万元 (含税), 达产后年销售收入为 8500 万元, 净利润 1200 万元。5 月 27 日投产, 11 年贡献 7 个月收入和利润。

年新增 VSm 系列智能化真空断路器 1000 台、VSI 系列智能化真空断路器 3000 台的生产能力, VSm 系列每台售价 3 万元, VSI 系列每台售价 2.5 万元, 年销售收入共计为 10500 万元, 净利润 1300 万元。5 月 27 日投产, 11 年贡献 7 个月收入和利润。

轨道交通智能化箱式变电站年产量 200 台, 每台售价 30 万元, 年收入 6000 万元; 普通智能化箱式变电站 800 台, 每台售价 15 万元, 年收入 12000 万元, 年收入总计 18000 万元, 净利润总计 1700 万元。8 月 30 日投产, 11 年贡献 4 个月收入和利润。

可以据此汇总营业收入的情况如下:

表 6: 营业收入预测 (百万)

鑫龙电器	2008	2009	2010	2011 中期	2011E	2012E	2013E
高低压成套开关设备	352.90	421.54	494.04	319.74	696.95	1011.04	1324.49
元器件	42.36	56.42	81.09	64.76	140.10	226.31	292.85
自动化产品	18.24	22.74	23.39	17.84	56.37	91.19	126.68
服务收入	0.10	-	0.62	0.17	0.84	1.09	1.44
营业收入总计	413.6	500.7	599.14	402.15	894.26	1329.63	1745.46

资料来源: 宏源证券 Wind

(二) 盈利预测

在不考虑电池业务贡献的情况下, 根据我们的业绩估值模型, 预测公司 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.47 元、0.79 元、1.12 元, 按 10 月 10 日的公司收盘价为 12.92 元计算, 对应的市盈率分别为 27.54 倍、16.39 倍、11.52 倍, 由于公司近 3 年的复合增长率高达 57.75%, 按 2012 年 20—25 倍市盈率估值, 未来 6 个月的目标价格为 15.8—19.75 元。我们认为, 目前的业绩足以支持现在的股价, 锌溴电池业务作为公司的业务亮点将带来超预期的可能, 首次给予“买入”评级。

1、盈利预测表

表 7：利润预测表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	610	894	1,330	1,745
减：营业成本	405	590	851	1,100
营业税金及附加	2	4	4	6
销售费用	73	109	164	223
管理费用	67	96	152	194
财务费用	13	5	8	7
资产减值损失	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	46	90	152	216
加：营业外收支净额	0	0	0	0
三、利润总额	50	90	152	216
减：所得税费用	7	12	21	30
四、净利润	43	78	131	186
归属于母公司的利润	43	77	130	185
五、基本每股收益（元）	0.26	0.47	0.79	1.12

资料来源：宏源证券

表 8：预测的资产负债表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	192	89	133	175
应收票据	22	18	27	35
应收账款	286	250	332	436
预付账款	19	36	53	70
其他应收款	21	31	44	60
存货	470	590	851	1,100
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,009	1,015	1,440	1,875
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	58	54	50	46
在建工程	46	46	46	46
无形资产	37	35	32	30
其他非流动资产	2	2	2	2
非流动资产合计	149	142	136	130
资产总计	1,158	1,157	1,576	2,005
短期借款	361	201	271	416
应付票据	76	106	170	220
应付账款	89	136	196	253
预收账款	124	148	148	148
其他应付款	4	0	0	0

应交税费	6	1	1	1
其他流动负债	6	0	0	0
流动负债合计	666	591	786	1,038
长期借款	0	0	100	100
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	100	100
负债合计	666	591	886	1,138
股本	165	165	165	165
资本公积	172	172	172	172
留存收益	21	95	219	394
少数股东权益	3	4	5	6
所有者权益合计	361	435	560	737
负债和股东权益合计	1,158	1,026	1,445	1,875

资料来源：宏源证券

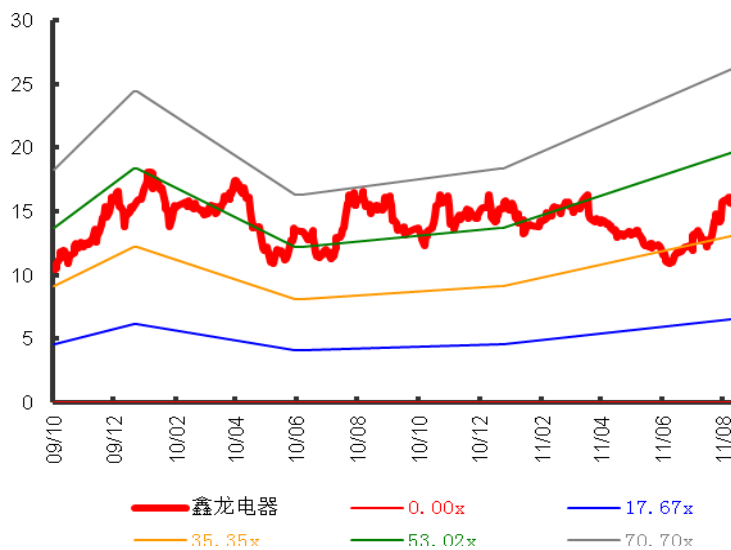
表 9：主要财务指标

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA		30.8	20.5	15.7
成长能力：				
营业收入同比	18.9%	46.7%	48.7%	31.3%
营业利润同比	8.2%	98.6%	67.8%	42.6%
净利润同比	11.3%	80.9%	68.2%	42.3%
营运能力：				
应收账款周转率	2.93	3.34	4.56	4.54
存货周转率	1.02	1.11	1.18	1.13
总资产周转率	0.60	0.77	0.97	0.97
盈利能力与收益质量：				
毛利率	33.5%	34.0%	36.0%	37.0%
净利率	7.0%	8.7%	9.8%	10.6%
总资产净利率 ROA	3.7%	6.7%	8.3%	9.2%
净资产收益率 ROE	11.8%	17.8%	23.2%	25.1%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.51	1.72	1.83	1.81
资产负债率	57.5%	51.1%	56.2%	56.7%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	11.3%	8.8%
每股指标：				
每股收益	0.67	0.47	0.79	1.12
每股经营现金流量		0.40	(0.69)	(0.53)
每股净资产	3.54	2.64	3.39	4.47

资料来源：宏源证券

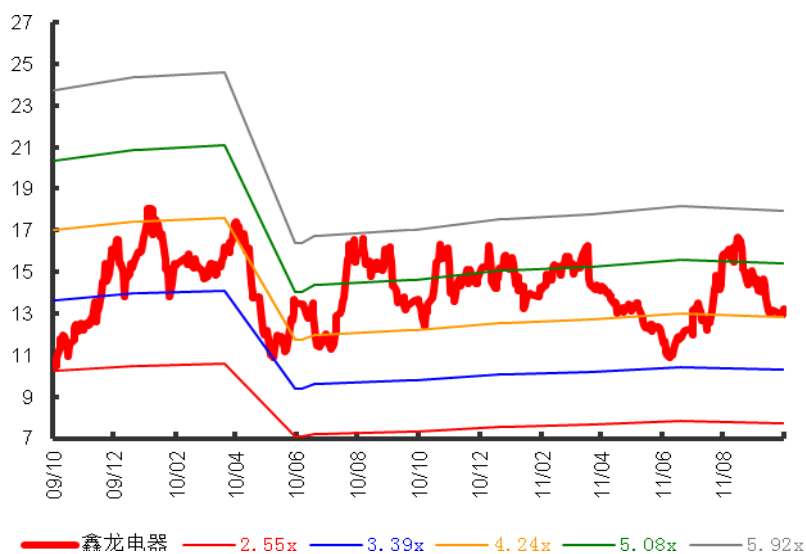
2、公司历史 PE、PB 值

图 10: 公司的 PE-Band 图



资料来源: 宏源证券 Wind

图 11: 公司的 PB-Band 图



资料来源: 宏源证券 Wind

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	610	894	1,330	1,745	货币资金	192	89	133	175
减：营业成本	405	590	851	1,100	应收票据	22	18	27	35
营业税金及附加	2	4	4	6	应收账款	286	250	332	436
销售费用	73	109	164	223	预付账款	19	36	53	70
管理费用	67	96	152	194	其他应收款	21	31	44	60
财务费用	13	5	8	7	存货	470	590	851	1,100
资产减值损失	0	0	0	0	其他流动资产	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0	流动资产合计	1,009	1,015	1,440	1,875
二、营业利润	46	90	152	216	长期股权投资	6	6	6	6
加：营业外收支净额	0	0	0	0	固定资产	58	54	50	46
三、利润总额	50	90	152	216	在建工程	46	46	46	46
减：所得税费用	7	12	21	30	无形资产	37	35	32	30
四、净利润	43	78	131	186	其他非流动资产	2	2	2	2
归属于母公司的利润	43	77	130	185	非流动资产合计	149	142	136	130
五、基本每股收益 (元)	0.26	0.47	0.79	1.12	资产总计	1,158	1,157	1,576	2,005
主要财务指标					短期借款	361	201	271	416
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	应付票据	76	106	170	220
EV/EBITDA	30.8	20.5	15.7		应付账款	89	136	196	253
成长能力：					预收账款	124	148	148	148
营业收入同比	18.9%	46.7%	48.7%	31.3%	其他应付款	4	0	0	0
营业利润同比	8.2%	98.6%	67.8%	42.6%	应交税费	6	1	1	1
净利润同比	11.3%	80.9%	68.2%	42.3%	其他流动负债	6	0	0	0
营运能力：					流动负债合计	666	591	786	1,038
应收账款周转率	2.93	3.34	4.56	4.54	长期借款	0	0	100	100
存货周转率	1.02	1.11	1.18	1.13	其他非流动负债	0	0	0	0
总资产周转率	0.60	0.77	0.97	0.97	非流动负债合计	0	0	100	100
盈利能力与收益质量：					负债合计	666	591	886	1,138
毛利率	33.5%	34.0%	36.0%	37.0%	股本	165	165	165	165
净利率	7.0%	8.7%	9.8%	10.6%	资本公积	172	172	172	172
总资产净利率ROA	3.7%	6.7%	8.3%	9.2%	留存收益	21	95	219	394
净资产收益率ROE	11.8%	17.8%	23.2%	25.1%	少数股东权益	3	4	5	6
资本结构与偿债能力：					所有者权益合计	361	435	560	737
流动比率	1.51	1.72	1.83	1.81	负债和股东权益合计	1,158	1,026	1,445	1,875
资产负债率	57.5%	51.1%	56.2%	56.7%	现金流量表				
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	11.3%	8.8%	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
每股指标：					经营活动现金流量	(153)	66	(113)	(88)
每股收益	0.67	0.47	0.79	1.12	投资活动现金流量	(62)	0	0	0
每股经营现金流量		0.40	(0.69)	(0.53)	筹资活动现金流量	195	(169)	157	129
每股净资产	3.54	2.64	3.39	4.47	现金及等价物净增加	(21)	(103)	44	42

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员、高级策略分析师, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 光线传媒、超华科技、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、富安娜、罗莱家纺、希努尔、航民股份、森马服饰、美邦服饰、报喜鸟、九牧王、嘉麟杰、七匹狼、探路者、凯撒股份、搜于特等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。