

永大集团（002622.SZ）调研报告：真空永磁开关前景广阔

行业分类：电力设备

2011. 11. 09

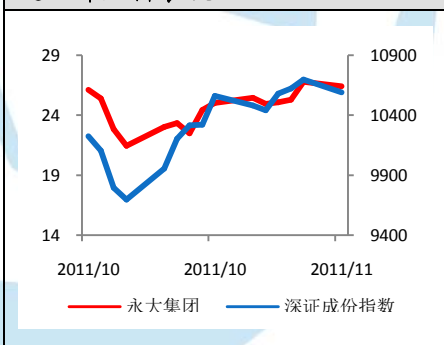
研究员：薄小明
(执业证书编号：S0640511040002)
联系人：尚钧、黄智函、孔繁迪
电话：15121068966
邮箱：silverhzh@hotmail.com

首次覆盖

基础数据 2011. 11. 09

深圳成分股指数	10625.88
当前价格(元)	26.77
总市值(亿元)	40.16
流通 A 股市值(亿元)	8.14

近一年股价表现



投资要点:

- 公司主要产品真空永磁开关使用永磁操动机构，大大减少了操动机构故障率，在稳定性上优于弹簧机构产品，并于 2007 年突破了永磁机构控制电路上的技术瓶颈，使得公司拥有更加完善的产品系列，为大规模推广真空永磁开关扫清了障碍。
- 公司主要产品真空永磁开关在关键性能指标：额定短路开断电流、开合次数以及在价格上都要比弹簧机构开关和同规格的外资真空永磁开关有优势。
- 公司过去由于时机不成熟，一直采用直销模式，未来公司将逐步发展代理商销售，突破销售瓶颈。目前公司已经尝试了代理商销售，效果明显。
- 市场开拓风险；股权高度集中的风险。
- 我们预计 2011~2013 的 EPS 预测为 0.70/0.87/0.92 元。综合同类上市公司和公司的情况，给予公司 2011 年 36 倍 PE，对应 2011 合理股价为 25.20 元。

单位:百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	413	436	551	628
收入同比(%)	34%	6%	26%	14%
归属母公司净利润	83	106	131	138
净利润同比(%)	23%	28%	24%	6%
毛利率(%)	43.6%	46.9%	44.3%	42.7%
ROE(%)	26.8%	9.3%	10.3%	9.8%
每股收益(元)	0.55	0.70	0.87	0.92
P/E	45.92	35.95	28.99	27.48
P/B	12.30	3.34	2.99	2.70
EV/EBITDA	38.84	32.73	27.34	24.85

目录

事件	3
不同于市场的观点	3
一、真空永磁开关比传统弹簧开关性能更好、价格更低	4
1、真空永磁开关的两个核心技术	4
2、产品性能优于弹簧开关、优于国外永磁开关	6
3、产品价格优势明显	6
二、技术足够成熟、市场足够大，只待开发	7
1、真空永磁开关得到业内普遍认可	7
2、市场足够大	7
3、逐步打造代理商网络	9
三、和传统开关柜企业不一样	9
四、风险提示	11
五、盈利预测及估值	12

图表目录

图 1: 弹簧开关内部结构	4
图 2: 永磁开关内部结构	4
图 3: 双线圈式永磁机构的结构	5
图 4: 产品技术指标比较	6
图 5: 公司产品价格与同规格弹簧机构产品价格对比	7
图 6: 公司产品价格与同规格永磁机构产品价格对比	7
图 7: 12kV真空断路器产量和发电装机容量拟合图	8
图 8: 40.5kV真空断路器产量和发电装机容量拟合图	8
图 9: 与成套设备企业净资产收益率比较	10
图 10: 与成套企业销售毛利率比较	10
图 11: 与成套企业销售净利率比较	11
图 12: 经营活动产生的现金流量净额/营业收入的比较	11
图 13: 与成套企业营业总收入同比增长率比较	11
图 14: 归属母公司股东的净利润 (同比增长率)比较	11
表格 1: 真空断路器市场容量预测	8
表格 2: 可比公司估值	12
表格 3: 分产品盈利预测	13

事件

我们近期调研了吉林永大集团，就公司产品的核心技术、市场情况及公司未来的战略部署与公司高管进行了交流，并实地参观了公司部分生产场地。

不同于市场的观点

- 不同于传统的开关柜企业，公司专注于开关柜的核心部件真空永磁开关的研发、生产和销售，享有更高的毛利率和更充裕的现金流。目前市场对公司采用相对估值法估值所选的可比企业都为开关柜企业，相比之下永大集团应享有更高的估值。
- 公司过去的销售大都依赖直销，是因为真空永磁开关是一个近两年才大规模推广的产品，市场对其认识不充分，大规模开展代理商销售困难较大。目前公司产品累积了良好的运行业绩，逐步得到用户的认可，借助上市公司的知名度，下阶段逐步发展代理商有望带来突破销售的瓶颈。
- 弹簧断路器 80%~90%的故障出自于机械故障，真空永磁断路器能有效减少机械故障，在控制电路上也足够稳定，公司真空永磁断路器推出至今未出现过事故。永磁开关在技术上不存在大规模推广的障碍。

一、真空永磁开关比传统弹簧开关性能更好、价格更低

断路器是用以切断或关合电路中工作电流或故障电流的电器。用电负载出现故障时，会产生短路电流冲击配电网，需要断路器来断开配电网和用电负载的联系；在工业生产中，许多场合需要不停的开启和关和电源。

电气开关则是对输配电设备整体性能产生重要影响的核心零部件，只是开关需要配装到开关柜中发挥作用。公司的产品永磁开关主要应用于：①发电领域，主要指发电厂；②输配电领域，主要指电网系统及各地的供电部门；③用电领域，即众多的工业企业。

在五大发电集团对断路器招标的打分细则中，技术评分加权系数和价格得分加权系数都为0.4~0.5。由此可见稳定性、性能和价格是下游用户最关心的三个方面。

1、真空永磁开关的两个核心技术

真空永磁开关永磁断路器的零部件很少、简单，弹簧断路器的零件多，而且复杂。永磁机构的零部件只有五个，运动当中只有几个参加运动，弹簧断路器相对来说是几百个，运动起来非常复杂。减少了中间的许多可能会发生故障的机械结构，永磁机构的可靠性大大增加。

➤ 永磁操动机构让机构可靠性大大增加

永磁操动机构较其他机构的最大优势就是非常经久耐用，工作时运动部件仅有一个，机构的零件总数也很少，仅为弹簧机构的35%~40%，由于其结构简单、零部件少，从而使机械系统可靠性大大提高，可实现免维护或少维护运行。这一新技术的问世，从根本上解决了操动机构的可靠性问题。

图 1：弹簧开关内部结构



资料来源：公司资料，中航证券金融研究所

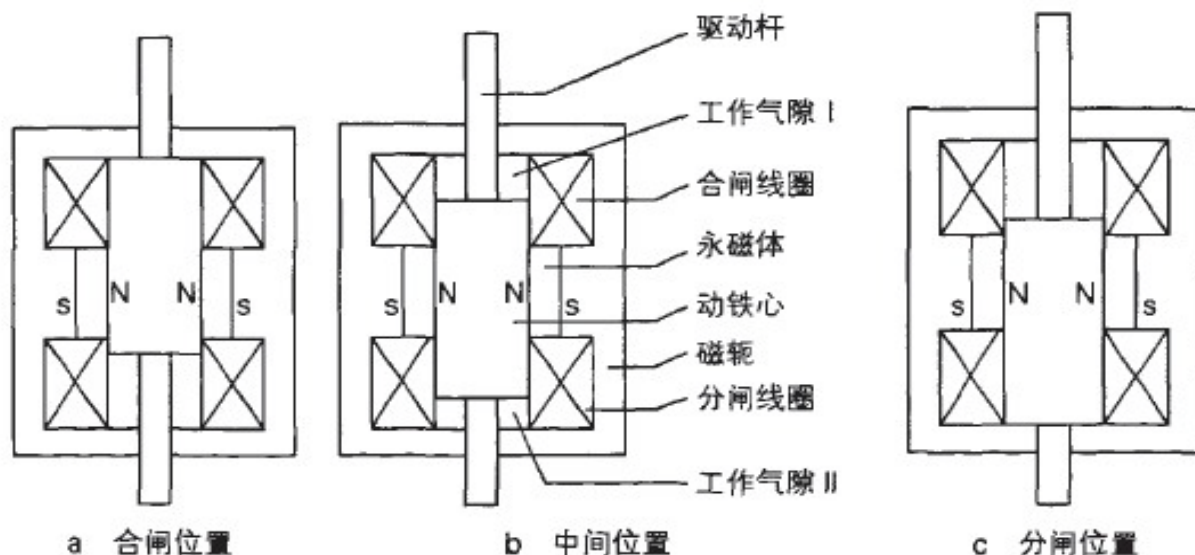
图 2：永磁开关内部结构



资料来源：公司资料，中航证券金融研究所

公司所在地吉林市是中国具有重要地位的永磁材料研发基地，公司在永磁技术研究上具有一定的区域优势，公司的永磁操动机构核心技术人员来自原国营第八二七二厂。吉林市的原国营第八二七二厂是国内较早从事永磁材料及其应用产品生产研发的单位，曾经是国内最大永磁材料生产厂。

图 3：双线圈式永磁机构的结构



资料来源：万方，中航证券金融研究所整理

双线圈式永磁机构的特点是采用永久磁铁使真空断路器分别保持在分闸和合闸的极限位置上，使用一个激磁线圈将机构的铁心从分闸位置推动到合闸位置，使用另一激磁线圈将机构的铁心从合闸位置推动到分闸位置。

当断路器处于合闸位置时(如图1a所示)，永久磁铁利用动、静铁心及工作气隙I提供的低磁阻抗通道将动铁心保持在合闸位置。当机构接到分闸命令时，分闸线圈通电。分闸线圈在工作气隙I产生的磁感应强度的方向与永磁材料所产生的磁感应强度的方向相反。当分闸线圈的电流达到某一值，使动铁心在工作气隙II处产生的向下的吸力大于在工作气隙I处向上的吸力时，动铁心开始向下运动，并随着位移的增加，工作气隙I的磁阻逐渐减小，磁感应强度越来越大，动铁心向下呈加速运动。动铁心运动至超过运动行程1/2后(如图1b所示)，永磁体在工作气隙II处产生的磁感应强度大于在工作气隙I处的磁感应强度，于是进一步加速了动铁心的运动速度，直到分闸到位(如图1c所示)。当切断分闸线圈中的电流后，动铁心在永磁体的单独作用下将自动保持在分闸位置。当机构进行合闸时，情况与分闸基本相同。遇到紧急情况需要手动分闸时，可采用机械方法强行将动铁心与静铁心拉开，进行手动紧急分闸。此种设计结构有一个显著的特点：当改变当前的工作状态时，即合闸状态一分闸状态或分闸状态一合闸状态，由于在大气隙中线圈产生的吸力需大于小气隙中永磁体产生的吸力，所以，在线圈中需要加入较大的激磁电流，以保证可靠的状态转换。

► 独创控制电路突破激磁电流瓶颈

控制电路无法承受较大的激励电流一直是永磁开关发展的瓶颈。2007年，公司永磁开关的控制电路技术开发实现重大突破，解决了高尖峰电压和大电流导致控制电路寿命较短的问题，永磁开关技术走向成熟。上述控制电路技术于2007年申请两项发明专利。

工业企业的输配电设备系统复杂，一个项目往往需要多种规格和型号的电气开关产品，而最终用户出

于运行安全和易于维护的考虑，客户一般要求一家供应商提供的电气开关能够满足一个项目全部的要求，这就需要电气开关生产企业的产品必须规格品种齐全。但是，由于影响电气开关产品运行性能的关键指标包括额定电压、额定电流、短路开断电流、开关次数等，而其中每一个指标的不同都会对开关技术的研发提出更大的挑战，且电压和电流的要求越高，研发的难度越大。

国内外公司一直受制于控制电路的瓶颈无法推出全系列真空永磁开关产品，大规模推广也就无从说起。

2、产品性能优于弹簧开关、优于国外永磁开关

断路器两个关键的性能指标：

- 一个是额定短路开断电流，在相同电压等级相同额定电流的情况下，**额定短路开断电流越大越好**。
- 一个是开合次数，**开合次数越多越好，机械寿命和操动机构寿命指标越大越好**。

公司产品在这两个关键指标上要优于传统弹簧机构开关。

图 4：产品技术指标比较

产品技术指标		本公司 永磁开关	ABB 永磁开关	特瑞德 永磁开关	ABB 传统开关
12kV 高压真空断路器（YWL-12/D4000-50 型号）	额定电流	4,000A	2,500A	2,000A	4,000A
	额定短路开断电流	50kA	40kA	31.5kA	50kA
	机械寿命	3 万次	5 万次	3 万次	3 万次
	操动机构寿命	10 万次	10 万次	5 万次	3 万次
40.5kV 高压真空断路器（ZN107-40.5/D3150-40 型号）	额定电流	3,150A	ABB 没有	特瑞德没	2,500A
	额定短路开断电流	40kA	同类型永	有同类型	40kA
	机械寿命	3 万次	磁产品	永磁产品	3 万次
	操动机构寿命	12 万次			3 万次
万能式低压真空断路器（YDW1-2500 型号）	额定短时耐受电流	65kA	ABB 没有	特瑞德没	65kA
	短路电流分断次数	30 次	同类型永	有同类型	3 次
	机械寿命	5 万次	磁产品	永磁产品	2 万次
	电气寿命	2 万次			8,000 次

注：①其他公司的对比开关产品选取原则：相同额定电流，如果无相同额定电流产品，则选取最大额定电流产品

资料来源：招股说明书，中航证券金融研究所

3、产品价格优势明显

与传统的弹簧真空断路器价格比较，公司在各个规格产品上均有价格优势；与国外企业的真空永磁开

关比价格优势更为明显。

图 5: 公司产品价格与同规格弹簧机构产品价格对比

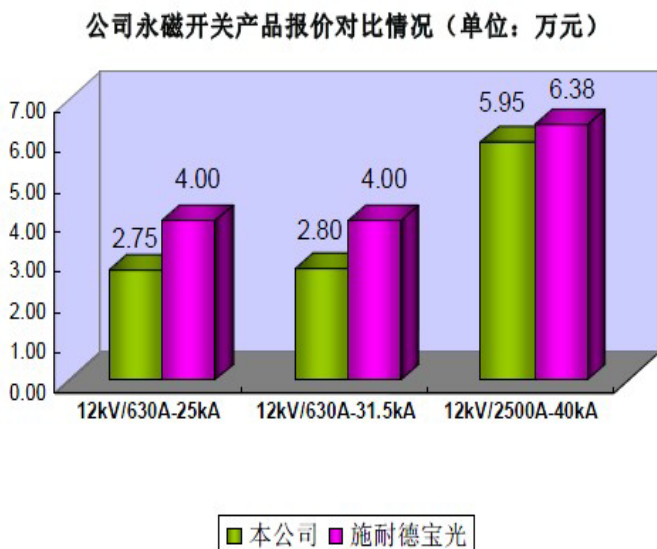
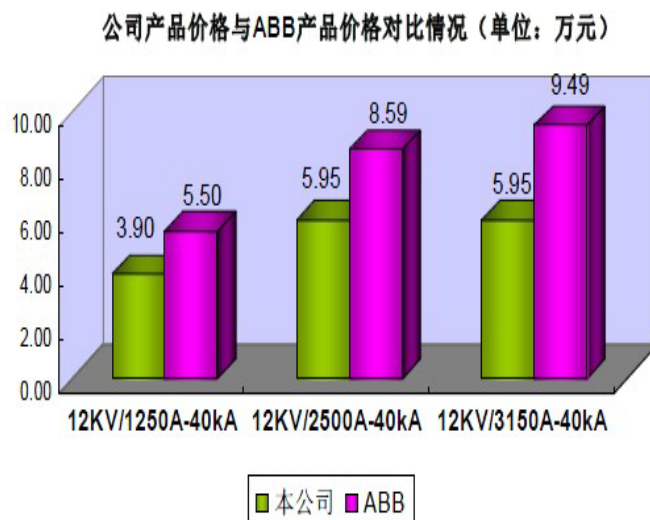


图 6: 公司产品价格与同规格永磁机构产品价格对比



资料来源: 招股说明书, 中航证券金融研究所

资料来源: 招股说明书, 中航证券金融研究所

二、技术足够成熟、市场足够大, 只待开发

1、真空永磁开关得到业内普遍认可

- 2009年, 国家电网公司《国家电网公司重点应用技术目录(2009年版)》(国家电网科[2009]855号)将永磁操动机构真空开关(断路器)作为配电与用电领域的新技术应用方向, 指出: ① 35kV及以下电压等级电网普遍采用永磁机构的真空开关(断路器), 以保护环境, 降低操作噪声。②在城区柱上开关、开关柜推广应用永磁机构真空开关(断路器)。
- 2010年, 国家工业和信息化部将40.5~126kV、不使用SF₆气体的小型化、环保型中高压开关列入《装备制造业技术进步和技术改造投资方向(2010年)》。

从技术层面看, 永磁开关技术已经成熟, 产品开始进入产业化阶段。国际电气开关厂商特瑞德在全球范围内的永磁开关年销售量达到4万台, 其永磁开关在中国国内也大范围应用于中国铁路系统。

国内上市公司东源电器、森源电气、北京科锐和鑫龙电器都公告称已经或即将投入永磁开关的研发和生产。部分上市开关柜企业也从公司采购真空永磁断路器。

2、市场足够大

高压开关产值由2003年的232亿元增至2009年的826亿元, 年复合增长率为23.66%, 高压开关行业正处于快速上升通道。2009年国内永磁开关产量为3万台左右, 约占高压开关产量的5%。未来替代弹簧开

关的市场大有可为。

高压开关产量和发电装机容量密切相关，我们对2001~2010年发电装机容量和12KV、40.5KV真空断路器产量进行线性拟合的结果也证明了这点。按照我们的预测，2015年我国发电装机容量将达到143,600万千瓦，2010~2015期间，我国发电装机容量复合增长率为8.34%，高压开关市场容量上百亿。

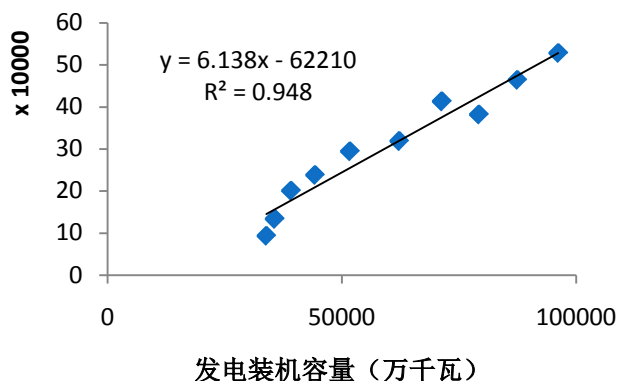
表格 1: 真空断路器市场容量预测

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
装机容量（万千瓦）	96,200	104,225	112,919	122,338	132,544	143,600
12kV 真空断路器产量（单位：台）	528,257	577,513	630,877	688,694	751,333	819,198
单价（万元）	2	2	2	2	2	2
市场容量（亿）	106	116	126	138	150	164
40.5kV 真空断路器产量（单位：台）	53,738	59,685	66,127	73,107	80,669	88,862
单价（万元）	7	7	7	7	7	7
市场容量（百万）	38	42	46	51	56	62

资料来源：中航证券金融研究所

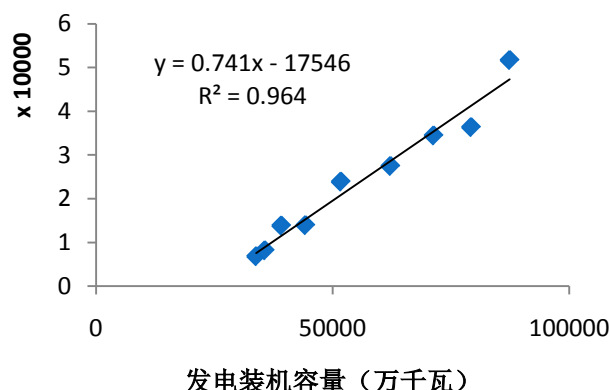
图 7: 12kV 真空断路器产量和发电装机容量拟合图

图 8: 40.5kV 真空断路器产量和发电装机容量拟合图



◆ 12kV真空断路器产量 (单位: 台)

资料来源: 中航证券金融研究所



◆ 40.5kV真空断路器产量 (单位: 台)

资料来源: 中航证券金融研究所

而永磁开关在低压开关领域的产量占比更低。永磁机构在应用于低压接触器时, 不需要连续通电来保持开关的闭合状态, 节能效果明显。公司永磁低压交流接触器与传统电磁式低压交流接触器相比, 根据型号不同, 运行时 (指吸合状态) 电能消耗仅为传统电磁式接触器的0.5%-6.0%。2008年我国万能低压断路器和接触器产量分别为62万台和7000万台, 低压市场即使保持这样的规模, 按照5%的替代率计算永磁低压开关的市场容量也超过20亿元。

3、 逐步打造代理商网络

永磁开关最终用户进行输配电系统项目招投标时, 主要是成套设备厂家参与招投标然后以完整的成套设备销售给最终用户, 而开关产品是装配到成套设备中, 因此单纯的开关生产企业一般不直接参与招投标。本公司在开关产品销售时主要是向最终用户或者电力工程设计院推介,

公司过去一直是以直销为主, 单个合同金额不大。这也是由于公司的产品投入市场时间不长, 采用代理商模式存在一定困难。目前有了在各个行业如首钢、宝钢、五大发电集团等大型工业项目中的良好业绩、和规格完善的产品系列和上市公司的品牌, 公司逐步发展代理商的时机已经成熟。

近一两年公司已经在逐步尝试采用代理商销售的模式, 并取得了不错的效果。未来逐步推广代理商销售是公司销售稳定增长的保证。

三、和传统开关柜企业不一样

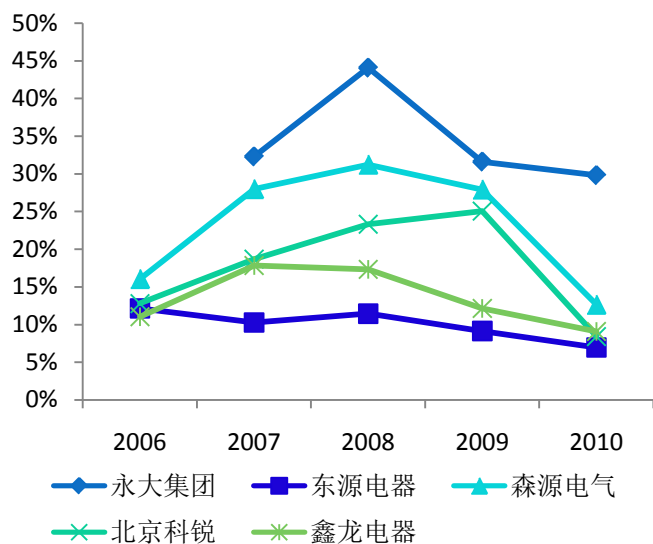
成套设备企业一般有两种业务模式, 一种是外购断路器加工组装, 一种是自产断路器加工组装。开关柜的盈利主要靠断路器, 前文所述, 最终用户招标的时候虽针对成套设备厂家, 但是对断路器这种核心部件会进行指定。部分成套厂商虽然中标, 但是必须外购断路器进行生产, 低附加值业务摊薄了整体毛利率, 而且开关柜企业还面临着回款周期较长的问题, 影响其流动性。

公司专注于真空永磁断路器的研发和生产, 只应老客户的要求生产少量的成套设备使公司的毛利率一直高于上市开关柜企业。公司收到 20%的货款后开始生产, 待收到全额货款以后发货。

在盈利能力和现金流能力上，公司都要远远高于成套设备企业。我们选取东源电器、森源电气、北京科锐和鑫龙电器作为成套设备行业的主要公司，东源电器、森源电气和鑫龙电器的成套设备收入占比均在80%左右：

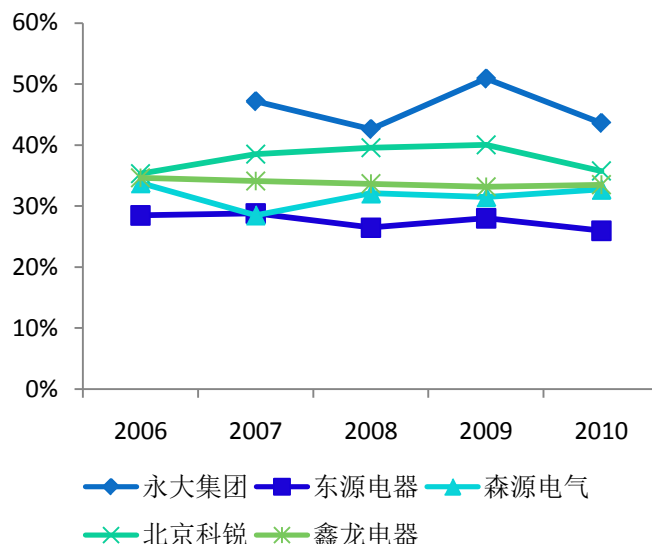
- 他们的营业收入总和在过去5年（2006~2010）的复合增长率为19%，公司的营业收入在过去4年（2007~2010）的复合增长率为25%，预计未来公司的营业收入年增长率保持在20%~30%之间；
- 成套设备行业公司归属于母公司净利润总和在过去5年（2006~2010）的复合增长率为24%，公司归属于母公司净利润在过去4年（2007~2010）的复合增长率为32%，预计未来公司归属于母公司净利润增长率在20%以上。

图 9：与成套设备企业净资产收益率比较



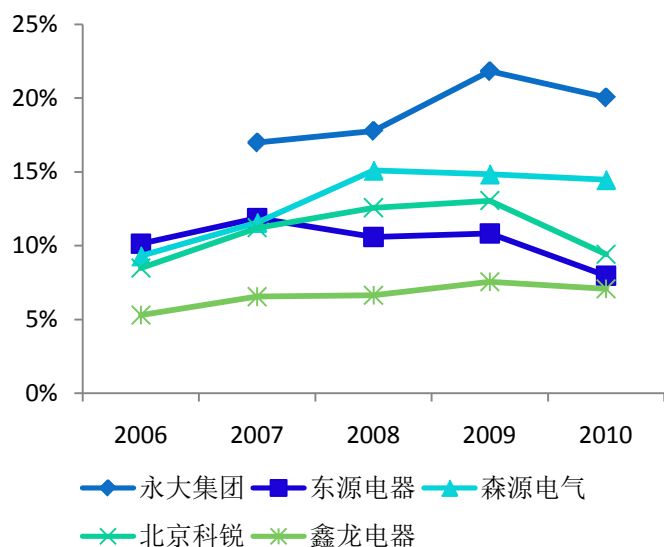
资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 10：与成套企业销售毛利率比较



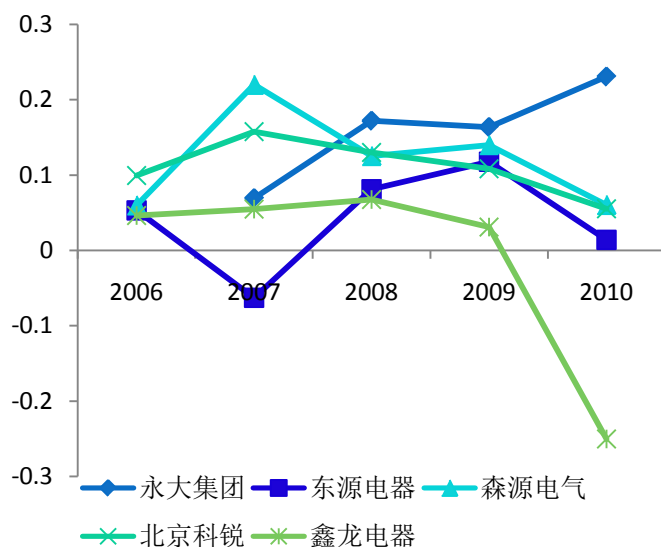
资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 11: 与成套企业销售净利率比较



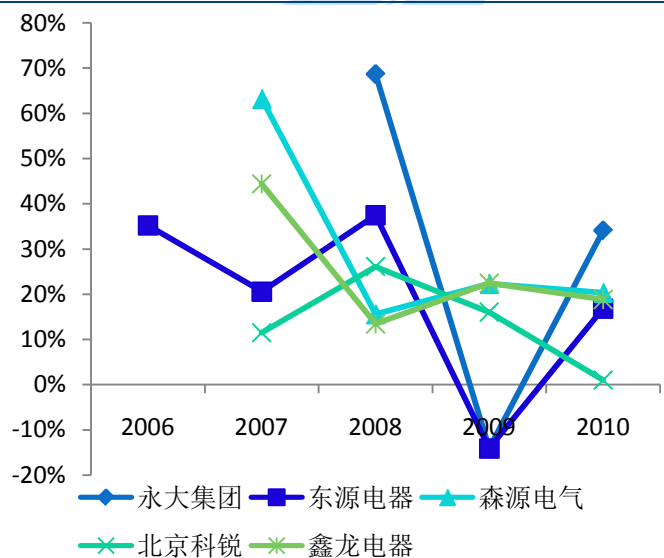
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 12: 经营活动产生的现金流量净额/营业收入的比较



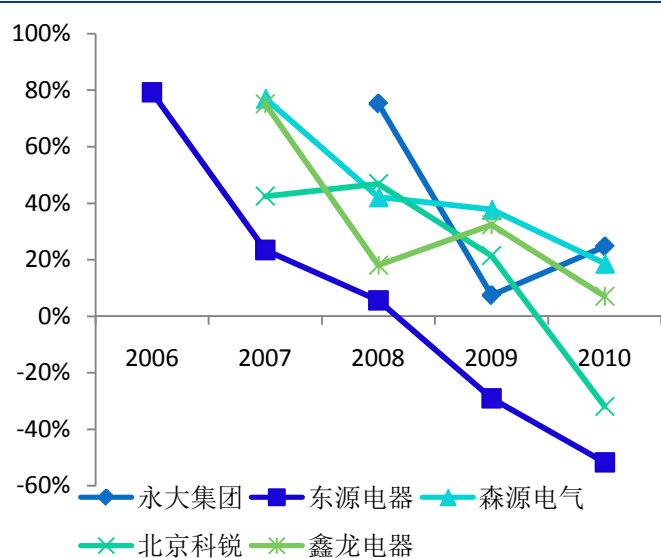
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 13: 与成套企业营业总收入同比增长率比较



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 14: 归属母公司股东的净利润 (同比增长率)比较



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

四、风险提示

市场开拓风险; 股权高度集中的风险; 下游行业投资大幅下降风险。

五、盈利预测及估值

综合同类上市公司的情况，可比公司 2011 年平均 PE 倍数为 30 倍，考虑到公司和成套设备公司相比拥有更好的盈利能力和充裕的现金流，给予公司 20% 的估值溢价，公司 2011 年的 PE 为 36 倍。

表格 2: 可比公司估值

股票简称	2011.11.01- 11.03 平均收	收盘日期			EPS				PE			
		11月1日	11月2日	11月3日	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
东源电器	8.68	8.43	8.69	8.92	0.19	0.44	0.63	0.96	45.68	19.73	13.83	9.03
森源电气	21.83	21.3	22.2	21.98	0.86	0.66	0.96	1.31	25.38	33.08	22.74	16.64
北京科锐	19.92	19.43	19.67	20.66	0.39	0.56	0.78	1.07	51.08	35.50	25.53	18.65
鑫龙电器	15.19	15	15.38	15.19	0.26	0.46	0.74	1.08	58.65	33.32	20.47	14.00
广电电气	14.75	14.7	14.64	14.9	0.49	0.54	0.76	1.00	30.02	27.26	19.47	14.82
平均	16.07				0.44	0.53	0.77	1.08	42.16	29.78	20.41	14.63

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

表格 3: 分产品盈利预测

		2008A	2009A	2010A	2011H1	2011E	2012E	2013E
12kV 永磁高压真空断路器	销售量(台)	6,155	5,845	6,558	2,774	9,240	11,987	15,151
	平均售价 (元/台)	24,002	27,572	24,310	26,613	23,095	21,940	20,843
	销售收入 (百万元)	148	161	159	74	213	263	316
	YOY		9.09%	-1.08%		33.85%	23.24%	20.08%
	单位成本 (元)	8881	10022	9444	9474	9474	9474	9474
	毛利率	63%	63.65%	61.15%	64.40%	58.98%	56.82%	54.54%
40.5kV 永磁高压真空断路器	销售量(台)	200	269	259	168	477	727	1,097
	平均售价 (元/台)	92,133	77,746	85,788	87,658	81,499	77,424	73,552
	销售收入 (百万元)	18	21	22	15	39	56	81
	YOY		13.50%	6.24%		75.14%	44.72%	43.22%
	单位成本 (元)	34,089	28,261	33,329	31,206	31,206	31,206	31,206
	毛利率	63%	63.65%	61.15%	64.40%	61.71%	59.69%	57.57%
万能式永磁低压真空断路器 (台)	销售量(台)	140	116	318	41	479	722	1,089
	平均售价 (元/台)	43,059	27,091	17,075	29,126	16,221	15,410	14,640
	销售收入 (百万元)	6	3	5	1	8	11	16
	YOY		-47.87%	72.78%		43.18%	43.18%	43.18%
	单位成本 (元)	15,932	9,848	6,634	10,369	31,206	31,206	31,206
	毛利率	63%	63.65%	61.15%	64.40%	61.15%	61.15%	61.15%
永磁低压交流接触器 (台)	销售量(台)	7,485	4,718	3,360	2,624	4,368	5,678	7,382
	平均售价 (元/台)	433	517	560	454	532	505	505
	销售收入 (百万元)	3	2	2	1	2	3	4
	YOY		-24.74%	-22.86%		23.50%	23.50%	30.00%
	单位成本 (元)	160	188	218	162	218	218	218
	毛利率	1	63.65%	61.15%	64.40%	59.02%	56.87%	56.87%
永磁高压交流接触器 (台)	销售量(台)			77	88	114	149	193
	平均售价 (元/台)			22,877	12,814	21,733	20,646	19,614
	销售收入 (百万元)			2	1	2	3	4
	YOY					41.14%	23.50%	23.50%
	单位成本 (元)			8,888	8,888	8,888	8,888	8,888
	毛利率			61.15%	30.64%	59.10%	56.95%	54.69%
高低压开关成套设备 (台)	销售量(台)	1,057	1,072	877	359	1,197	1,436	1,723
	平均售价 (元/台)	72,381	65,914	75,358	68,112	64,706	61,471	58,398
	销售收入 (百万元)	77	71	66	24	77	88	101
	YOY		-7.64%	-6.47%		17.16%	14.00%	14.00%
	单位成本 (元)	48,495	40,109	41,070	42,611	41,070	41,070	41,070
	毛利率	33%	39.15%	45.50%	37.44%	36.53%	33.19%	29.67%
电子式电能表 (台)	销售量(台)	315,239	232,367	404,406	66,895	424,626	445,858	468,150
	平均售价 (元/台)	82	54	55	53	55	55	55
	销售收入 (百万元)	26	13	22	4	23	24	26
	YOY		-51.46%	76.62%		5.00%	5.00%	5.00%
	单位成本 (元)	67	41	41	40	41	41	41
	毛利率	18.14%	24.77%	25.32%	25.18%	25.18%	25.18%	25.18%
高速公路交通设施	销售量(吨)	11,414	6,561	16,763	1,548	8,382	12,572	10,058
	平均售价 (元/台)	6,943	6,626	6,950	6,697	6,626	6,950	6,626
	销售收入 (百万元)	79	43	117	10	56	87	67
	YOY		-45.14%	167.99%		-52.33%	57.32%	-23.73%
	单位成本 (元)	5,922	5,193	5,466	5,775	5,466	5,466	5,466
	毛利率	14.71%	21.62%	21.35%	13.76%	17.50%	21.35%	17.50%
其他	销售收入 (百万元)	1	1	18	0	15	15	15
	YOY		-16.38%	1797.94%		-18.52%	0.00%	0.00%
	成本 (百万元)	1	1	15	0	12	12	12
	毛利率	53.88%	13.26%	19.75%	42.66%	20%	20%	20%
营业收入 (百万元)		358	315	414	130	436	551	628
YOY			-11.97%	31.26%		5.38%	26.44%	13.85%
营业成本		205	155	218	60	232	307	360
毛利率		42.79%	50.93%	47.26%	53.97%	46.86%	44.27%	42.66%

资料来源: 中航证券金融研究所预测

附表：财务报表预测和分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	302	990	933	1101	营业收入	413	436	551	628
现金	74	766	673	830	营业成本	233	232	307	360
应收账款	65	65	72	69	营业税金及附加	3	3	4	4
其他应收款	13	13	17	19	营业费用	40	44	55	63
预付账款	9	9	12	14	管理费用	41	48	61	69
存货	133	132	154	162	财务费用	7	-14	-29	-31
其他流动资产	9	4	6	6	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	153	226	427	406	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	96	146	403	381	营业利润	91	124	154	162
无形资产	25	25	25	25	营业外收入	6	0	0	0
其他非流动资产	32	56	0	0	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	455	1216	1360	1507	利润总额	95	124	154	162
流动负债	142	76	89	97	所得税	13	19	23	24
短期借款	72	0	0	0	净利润	83	106	131	138
应付账款	23	21	28	32	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	48	55	61	65	归属母公司净利润	83	106	131	138
非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	98	116	139	153
长期借款	4	4	4	4	EPS (元)	0.74	0.70	0.87	0.92
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	146	80	93	101					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	112	150	150	150					
资本公积	1	685	685	685					
留存收益	196	301	432	570					
归属母公司股东权益	309	1136	1267	1405					
负债和股东权益	455	1216	1360	1507					
现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	95	113	93	126	成长能力				
净利润	83	106	131	138	营业收入	34.1%	5.7%	26.4%	13.9%
折旧摊销	0	6	14	21	营业利润	28.9%	36.2%	24.0%	5.5%
财务费用	7	-14	-29	-31	归属于母公司净利润	23.1%	27.7%	24.0%	5.5%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	0	11	-23	-2	毛利率(%)	43.6%	46.9%	44.3%	42.7%
其他经营现金流	6	5	0	0	净利率(%)	20.0%	24.2%	23.7%	22.0%
投资活动现金流	-14	-85	-215	0	ROE(%)	26.8%	9.3%	10.3%	9.8%
资本支出	14	85	215	0	ROIC(%)	27.8%	24.9%	17.7%	19.3%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	0	0	0	资产负债率(%)	32.2%	6.6%	6.8%	6.7%
筹资活动现金流	-38	664	29	31	净负债比率(%)	52.04%	4.95%	4.28%	3.92%
短期借款	-15	-72	0	0	流动比率	2.12	13.00	10.51	11.31
长期借款	-0	0	0	0	速动比率	1.19	11.26	8.78	9.64
普通股增加	0	38	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	684	0	0	总资产周转率	0.98	0.52	0.43	0.44
其他筹资现金流	-23	14	29	31	应收账款周转率	6	7	8	9
现金净增加额	43	692	-93	157	应付账款周转率	12.71	10.66	12.67	11.99
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.55	0.70	0.87	0.92
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.76	0.62	0.84
					每股净资产(最新摊薄)	2.06	7.57	8.45	9.37
					估值比率				
					P/E	45.92	35.95	28.99	27.48
					P/B	12.30	3.34	2.99	2.70
					EV/EBITDA	39	33	27	25

资料来源：中航证券金融研究所预测

投资评级定

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

薄小明，SAC执业证书号S0640511040002。工学硕士、经济学硕士、CFA，2007年8月加入中航证券金融研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。