

明年看产能提升和结构改善

评级: 中性-A

上次评级: 增持-A

目标价格: 16 元

期限: 6 个月 上次预测: 18.60 元

现价(2011 年 12 月 02 日): 14.65 元

报告日期: 2011-12-04

报告关键点:

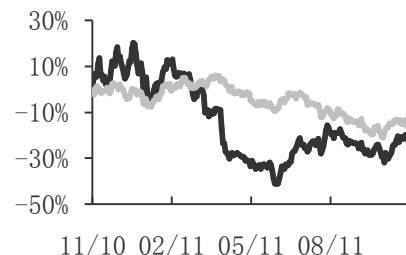
- 成本压力和管理费用压力将逐步缓解
- 下调2011年EPS到0.37元, 未来6个月目标价16元

报告摘要:

- 公司明年的看点在于 (1) 产能增加: 因为上角和长实工业基地的 5500 万套产能 11 月才开始投产, 加上明年中期投产的东城 4000 万套产能, 预计明年产能提升 60%-70%。(2) 产品结构改善: 明年低端定制智能机放量大幅增长, 公司大客户中兴华为受益, 公司目前出货的智能手机单价大多在 30 元/只以上, 是功能手机单价的 2 倍, 明年智能手机出货占比提升, 将大幅提升收入。
- 毛利率: 塑胶原料和人工成本压力告一段落, 明年毛利率下降幅度减小 公司第三季度总成本增幅达 50%, 毛利率环比下降 3.5 个百分点。主要由于为大客户提供服务而增加低毛利率工序、以及新基地投产初期良率较低造成。随着新基地逐步走入正轨, 这部分成本将逐步减少。明年随着平板电脑和强化玻璃产品的放量, 以及智能手机比重提高, 将对毛利率形成一定的支撑。
- 管理费用率如期下降 今年上半年公司管理费用率从去年4季度的13%上升到16%, 最主要的原因是管理人员工资以及各种福利的增加。另外新基地的开办费、试生产费等也是较往年增加较多的费用。从三季报情况来看, 我们认为管理人员工资福利环比增加额虽然保持在一定额度, 仍需要持续关注防止其超预期拖累利润。
- 预计公司2011年-2013年营业收入分别为13.3亿元、21.5亿元和29.2亿元; 对应公司每股收益分别为0.37元、0.64元和0.88元。结合相关公司的估值, 给予公司25倍的PE, 目标价16元, 目前股价偏高, 给予中性-A评级, 建议持续关注。
- 风险提示: 主要客户智能手机放量低于预期; 人工成本增加超预期

总市值(百万元)	2,980.00
流通市值(百万元)	885.06
总股本(百万股)	200.00
流通股本(百万股)	59.40
12 个月最低/最高	11.80/50.28 元
十大流通股东(%)	41.38%
股东户数	5,741

12 个月股价表现



11/10 02/11 05/11 08/11

—— 劲胜股份 —— 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.50	1.56	(13.79)
绝对收益	(2.72)	(7.29)	(31.41)

张龙
021-68766113
执业证书编号

首席行业分析师
zhanglong@essence.com.cn
S1450511020030

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	719.2	959.9	1,334.5	2,147.0	2,916.6
Growth(%)	34.0%	33.5%	39.0%	60.9%	35.8%
净利润	69.9	75.3	74.8	128.6	178.6
Growth(%)	72.4%	7.7%	-0.6%	71.9%	38.9%
毛利率(%)	23.8%	23.1%	21.9%	21.7%	21.1%
净利润率(%)	9.7%	7.8%	5.6%	6.0%	6.1%
每股收益(元)	0.35	0.38	0.37	0.64	0.88
每股净资产(元)	1.22	5.84	6.00	6.46	7.09
市盈率	45.7	42.5	42.7	25.1	18.2
市净率	13.1	2.7	2.7	2.5	2.3
净资产收益率(%)	28.7%	6.4%	6.2%	9.9%	12.4%
ROIC(%)	45.7%	37.9%	15.7%	12.3%	13.3%
EV/EBITDA	-	39.1	20.4	14.5	11.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%

报告联系人

李奇颖

021-68763692
liqy1@essence.com.cn

前期研究成果

劲胜股份: 下半年中兴放量, 期待明年业绩增长

2011-09-26

1. 公司明年看点之一：智能手机占比提升提高单价和利润率

1.1 三季度收入涨幅略低于预期，全年预计收入增速 40%左右

公司今年三季度单季收入同比增速 50%，虽然涨幅略低于我们的预期，但总体趋势符合预期。

几个主要客户的出货情况：

中兴：我们在上一篇报告指出今年下半年主要看公司今年第二大客户——中兴的放量。中兴上半年估计因受模具产能限制和开模时间需要（需要 2-3 个月）等原因的影响，收入很少，其 6 月份收入贡献 2600 万，下半年每月大致 250 万套/月的协议量（约 1/5 是智能手机），月销售额 3000 万元。据此估计今年中兴收入贡献 2 亿左右。

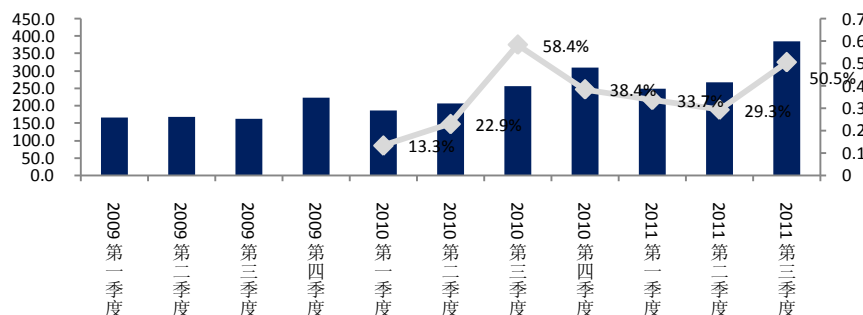
三星：三星今年上半年收入贡献 3 亿左右，下半年按照每月 500-600 万套计算，预计贡献收入 6 亿左右。

华为：公司今年给华为的数据网卡出货量相当于其数据网卡总出货量的 40%，给华为的功能机出货量相当于其功能机总出货量的 30%。估计今年收入 1-2 亿。

日本客户：今年夏普 120 万套左右的出货量，京瓷大概 300—400 万/年左右，单价都在 40 元以上。

另外，今年四季度中兴的平板电脑结构件将批量出货，估计出货量在 30-40 万片左右。

图 1 公司收入同比增速如期回升



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2 明年看智能手机占比提升拉动单价利润率

明年低端智能手机放量将提升公司智能手机出货占比 公司目前智能机的产能比例仅 6.7%。今年华为智能手机出货量 1800 万部，中兴 1500 万部，明年华为中兴计划出货 5000-6000 万部，同时，我们预计明年中低端智能手机 70%-80% 来自于运营商定制，因此明年公司的智能手机出货占比将有较大提升。

明年主要客户出货量预计

- 三星明年销售量增加 10%。
- 明年中兴目标 250-300 万套/月，旺季 450 万套/月，基本都是手机。今年中兴智能手机出货占比约 20%，明年预计 40% 左右。
- 华为网卡目前平均每个月 200-250 万个，预计明年仍保持这个量；明年手机 100-150 万个/月，在整个份额中大概 10% 以上。今年公司没有拿到华为智能手机订单，明年华为会改变策略将智能手机分给至少 2 家供应商，因此公司明年供给华为的智能手机占

比将显著提升。

- 宇龙明年智能机总体销售计划 1000-1500 万只，定制的大概 100 万只；TCL 今年手机销售量 5000 万只左右，明年目标 7000 万只；金立明年总出货预计 4500 万只，其中 1500 万是智能手机。预计 TCL 明年公司出货 1000-1500 万只。金立宇龙 OPPO 各 30-50 万只。
- 明年日本客户的销售量约 20% 的增速，一个月 40 万套左右。

智能手机单价利润率更高 智能手机一般单价都在 30 元/只以上(最低价 20 元/只)，是功能手机单价的 2 倍，利润率也更高，因此其占比提升将有力拉动公司明年的收入和利润率。

根据了解到的信息，我们估算公司明年的收入在 21 亿元左右，比今年增加 60% 多。

表 1 公司 2012 年主要客户出货量预测 (单位: 万只/亿元)

	华为	中兴	三星	日本客户	国内其他客户	TCL	合计
公司对该客户智能手机出货量	600.0	1680.0	2783.0	480.0	150.0	350.0	6043.0
公司对该客户手机总出货量	1200.0	4200.0	5060.0	480.0	150.0	1000.0	12090.0
公司对该客户数据网卡出货量	2400.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2400.0
公司对该客户智能手机销售额	1.5	4.2	5.6	1.9	0.4	0.9	14.4
公司对该客户功能手机销售额	0.6	2.5	2.3	0.0	0.0	0.7	6.0
公司对该客户数据网卡销售额	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4
公司销售额总计	3.5	6.7	7.8	1.9	0.4	1.5	21.9

数据来源: 公司调研, 安信证券研究中心

2. 公司明年看点之二: 产能提升 60%-70%

上角和长实工业基地的 5500 万套产能 11 月才开始投产, 加上明年中期投产的东城 4000 万套产能, 预计明年产能提升 60%-70%。与之前有所调整的是对上角和长实工业基地有了进一步的规划, 其中上角主要给三星和日本客户以及给 MOTO 做 ODM 的厂商, 长实给华为宇龙。——我们认为这同今年华为订单低于预期和三星和日本客户进展顺利有关, 公司将本来规划给华为的产能一部分给了三星和日本客户。

表 2 公司各募投项目产能估算

(单位: 万套/年)	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	
1. 原有产能	5500	5500	5500	5500	5500	其中有 1000 多万套网卡外壳等精密结构件产品
产能利用率	100%	100%	100%	100%	100%	
预计产量	5500	5500	5500	5500	5500	
2. 非募集资金扩产产能	2000	2000	2000	2000	2000	
预计年平均产能利用率	80%	100%	100%	100%	100%	
预计产量	1600	2000	2000	2000	2000	
3. IPO 项目扩充设计产能	4000	4000	4000	4000	4000	2012 年 6 月投产, 实施地点为东城区牛山外经工业园, 主要针对未来新客户拓展
预计年平均产能利用率	0%	0%	30%	100%	100%	
预计产量	0	0	1200	4000	4000	
4. 超募资金扩产 I	3600	3600	3600	3600	3600	2011 年 4 月正式投产, 实施地点为上沙车间, 主要针对中兴 3600 万套/年的供货协
预计年平均产能利用率	5%	60%	100%	100%	100%	

预计产量	180	2160	3600	3600	3600	议
5.超募资金扩产 II		5500	5500	5500	5500	包括手机类及其他电子类产品 4000 万套/年,网卡类 1000 万套/年,平板电脑类产品 500 万套/年。2011 年 10 月底投产,实施地点为上角工业园和长实科技园,上角主要给三星和日本客户以及给 MOTO 做 ODM 的塞隆,长实主要给预计供给华为宇龙。
预计年平均产能利用率		5%	90%	100%	100%	
预计产量		275	4950	5500	5500	
精密结构件产量合计	7280	9935	17250	20600	20600	

数据来源:公司公告,安信证券研究中心

3. 毛利率:原材料和人工压力告一段落,明年毛利率降幅缩小

表 3 公司原材料成本拆分

单位:万元	2007	2008	2009	2010	1Q2011	1H2011	1-3Q2011
塑胶原料成本金额	5188	11868	15715	22601	5804	10574	17921
油漆成本金额	3320	9221	13132	18267	4650	9631	17081
人工成本			7776	13209	3768	8700	14797
试生产费用,以及新招收员工培训\薪酬和福利支出				710		1138	1598
其他成本				19048		10086	19775
成本总额	17213	43204	56145	73834	19470	40128	71172
毛利率	29.8%	23.3%	23.8%	23.8%	22.1%	22.5%	21.2%
塑胶原料占生产成本比重	30.1%	27.5%	28.0%	30.6%	29.8%	26.4%	25.2%
油漆占生产成本比重	19.3%	21.3%	23.4%	24.7%	23.9%	24.0%	24.0%
人工成本占总成本比重			13.9%	17.9%	19.4%	21.7%	20.8%
试生产费用,以及新招收员工培训\薪酬和福利支出比重				1.0%		2.8%	2.2%
其他成本占成本比重				25.8%		25.1%	27.8%

数据来源:公司公告,安信证券研究中心

表 4 “其他成本”占收入比增幅最大

	1H2011	1-3Q2011
塑胶原料成本/收入	20.4%	19.8%
油漆成本/收入	18.6%	18.9%
人工成本/收入	16.8%	16.4%
试生产费用,以及新招收员工培训、薪酬和福利支出/收入	2.2%	1.8%
其他成本/收入	19.5%	21.9%

数据来源:公司公告,安信证券研究中心

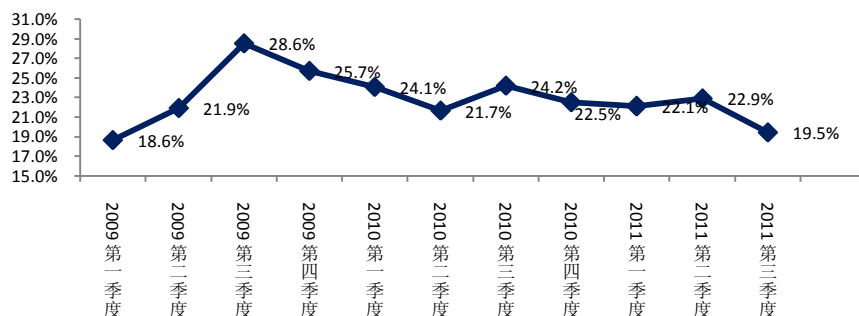
成本增幅 50%主要由于制造工序延长等因素 公司前三季度毛利率 21.2%,其中三季度单季 19.5%,比二季度下降了 3.5 个百分点,三季度单季成本环比增幅高达 50%,相对于二季度增加额达 1 亿元以上。其中塑胶原料成本比二季度多 2578 万元,人工成本比二季度多 1164.6 万元,油漆成本一般保持稳定水平,因此原料和人工成本较二季度增加 4000 多万元,三季度成本的增加额中更多来自于其他成本,我们估计该部分费用一方面因为公司为提高对三星的综合服务能力和市场竞争能力延长工序,增加了低

毛利率的组装等环节；另一方面因为新投产基地的新设备走上正轨需要一定调试的时间，产品良率短期内还较低。

人工成本压力和塑胶成本压力如期降低 去年人工成本涨幅达 100%，今年上半年涨幅 28.7%，前三季度涨幅 21.2%，虽然仍然保持高位，但其占总成本比例下降了 1 个百分点。虽然今年上半年塑胶原料价格上涨 10.8%，但前三季度同比涨幅回落到 5.4%，接近去年全年的水平。因此，我们认为 4 季度人工和塑胶件原料成本压力会继续缓解。

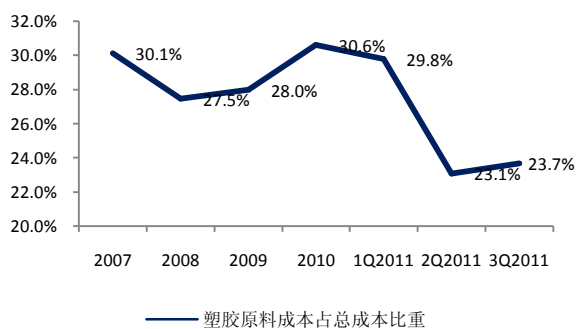
总体来看，产品良品率低以及新设备使用相关的成本增加将随着新基地的陆续走入正轨而得到解决。但工序延长导致的毛利率降低只有通过产品结构提升来缓解。因此预计四季度毛利率也处于相对较低水平。明年随着平板电脑和强化玻璃的放量，以及智能手机在出货中比例的上升，毛利率下降的情况将有望好转。

图 2 第三季度毛利率下降明显



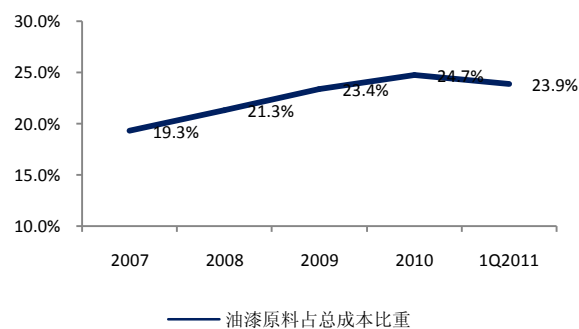
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 3 塑胶原料成本占总成本比重提升幅度较小



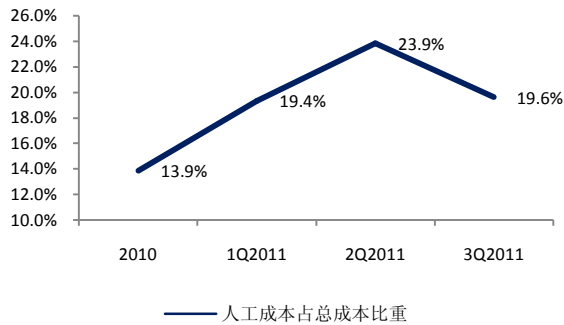
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4 油漆原料成本占总成本比重相对稳定



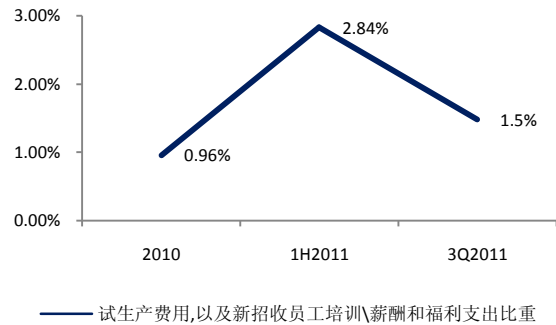
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5 人工成本占总成本比重出现下降



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6 试生产费用/新招员工薪酬福利支出成本比重下降



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

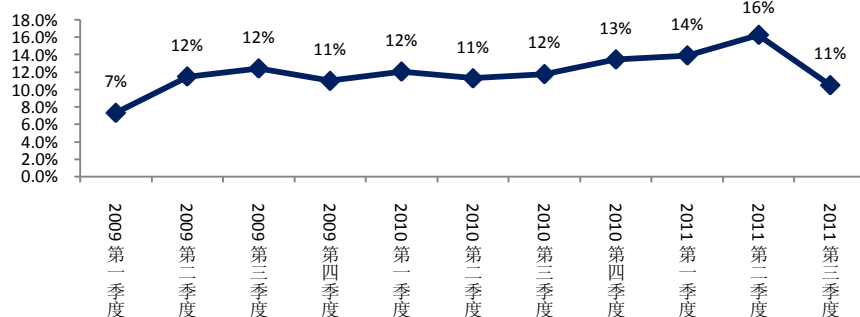
4. 管理费用率如期下降

公司上半年管理费用增加主要由于开办费和管理人员工资、薪酬福利支出增加导致。上半年管理费用同比增加 70.6%。我们在上一篇报告时即预计公司的管理费用率会出现大幅下降，主要的原因是：

(1) **扩产项目相关费用逐渐减少** 分析几个扩产项目的进度,今年4月上沙车间投产,上角和长实今年10月底投产,计划明年1月达产;明年就只剩东城区4000万套的项目将于明年6月投产。因此今年下半年到明年上半年主要是上角和长实项目剩余的摊销、东城区项目的摊销以及强化玻璃项目的摊销。今年上半年新招收员工培训和薪酬福利支出(计入成本,影响毛利率,下同)1137.7万元,三季度该费用发生459.9万元;今年上半年开办费、试生产费用476.7万元,三季度该费用发生886.2万元,主要是上角和长实项目,以及强化玻璃项目的摊销。预计今年四季度到明年该费用将少于今年的绝对额。

(2) **管理人员工资福利费用仍需持续关注** 公司2010年管理人员工资1611.9万元,伙食费、劳动保险费、住房公积金等福利性开支1283.5万元;今年上半年管理人员工资1431.5万元,伙食费、劳动保险费、住房公积金等福利性开支1106.7万元。这两项费用成为公司今年上半年管理费用同比增加70%的最主要原因。如果考察同比增加额,2011年上半年管理人员工资福利等支出比2010年同期增加1000多万元,而2011年前三季度相应支出则比同期增加2379万元,即第三季度单季同比增加额在1000万元以上。我们认为其中一部分的原因是公司扩充新的基地所需要的人员投入,如果该费用增加额持续保持在1000-2000万,对利润率的影响将随着规模效应持续下降,但我们需要持续关注该项费用超预期大幅增加所带来的影响。

图 7 公司管理费用率大幅下降



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 5 公司近年管理费用拆分 (单位: 万元)

			1H2010		2010		1H2011		1-3Q2011	
	1H2009	2009	总额	同比增 加额	总额	同比增 加额	总额	同比增 加额	总额	同比增 加额
管理费用	3153.8	7627.3	4600.8	1447	11788.3	4161.0	7846.5	3245.7	11899.2	4279.7
YOY		39%	46%		55%		70.60%		56.20%	
管理费用拆分:										
研发费用	1276.7	3458	1611.6	334.9	4354.9	896.9	2517.4	905.8		575.1
管理人员工资	537.8	1002.7	613.4	75.6	1611.9	609.2	1431.5	818.1		2378.7
伙食费、劳动保险费、 住房公积金等福利性 开支增加	301.9	683.5	591.3	289.4	1283.5	600.0	1106.7	515.4		
开办费、试产费							476.7	476.7		887.2
租赁费用	340.2	690.2	442.6	102.4	867.6	177.4	379.1	-63.5		
其他	696.8	1792.7	1341.6	644.8	3671.6	1878.9	1934.8	593.2		

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

5. 盈利预测和估值评级

我们主要作了如下假设:

- 管理费用率 2011-2013 年分别为 12.7%、12%、11%
- 毛利率 2011-2013 年分别为 21.9%、21.7%、21.1%

表 6 公司业务收入主要数据

		2010A	2011E	2012E	2013E
精密模具业务					
业务收入 (万元)		2858	3429	4046	4694
销售毛利率		31.1%	30.0%	29.0%	27.0%
精密结构件业务					
业务收入 (万元)		92005	124970	200023	269995
销售毛利率		22.9%	21.6%	21.4%	20.7%
	手机外壳				
	业务收入(万元)	80008	112860	176706	242725
	销售毛利率	22.5%	21.4%	21.1%	20.5%
	数据网卡类外壳				
	业务收入(万元)	9576	10010	12877	13020
	销售毛利率	25.3%	23.0%	22.6%	22.0%
	平板电脑外壳				
	业务收入(万元)		2100	10440	14250
	销售毛利率		27.0%	25.0%	23.0%
强化玻璃					
业务收入(万元)				9200	15400
销售毛利率			25.0%	26.0%	26.0%

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

预计公司2011年-2013年营业收入分别为13.3亿元、21.5亿元和29.2亿元；对应公司每股收益分别为0.37元、0.64元和0.88元。结合相关公司的估值,给予公司25倍的PE,目标价16元,目前股价偏高,给予中性-A评级,建议持续关注。

6. 风险提示

我们认为公司主要面临如下风险:

- (1) 主要客户中兴、华为、三星等明年智能手机出货量不达预期,或者公司所得到的智能手机订单量低于预期
- (2) 公司员工薪酬福利超预期增长

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-12-02		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	719.2	959.9	1,334.5	2,147.0	2,916.6	成长性					
减: 营业成本	547.8	738.3	1,041.9	1,680.3	2,301.8	营业收入增长率	34.0%	33.5%	39.0%	60.9%	35.8%
营业税费	0.5	0.7	11.7	18.8	25.6	营业利润增长率	67.3%	5.8%	4.2%	73.5%	39.4%
销售费用	16.1	21.2	26.7	42.9	58.3	净利润增长率	72.4%	7.7%	-0.6%	71.9%	38.9%
管理费用	76.3	117.9	170.1	258.3	321.5	EBITDA 增长率	48.4%	7.5%	48.9%	51.7%	31.4%
财务费用	1.3	-2.9	-3.4	-4.1	-1.0	EBIT 增长率	50.5%	0.3%	3.7%	75.7%	42.7%
资产减值损失	0.9	3.9	3.4	4.8	7.1	NOPLAT 增长率	53.1%	1.7%	-0.7%	73.9%	42.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.6%	139.8%	122.4%	31.2%	6.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	40.3%	380.6%	2.7%	8.6%	10.6%
营业利润	76.3	80.7	84.1	145.9	203.4	利润率					
加: 营业外净收支	2.8	5.9	1.9	1.9	1.8	毛利率	23.8%	23.1%	21.9%	21.7%	21.1%
利润总额	79.1	86.6	86.0	147.8	205.3	营业利润率	10.6%	8.4%	6.3%	6.8%	7.0%
减: 所得税	9.2	11.4	11.2	19.2	26.7	净利润率	9.7%	7.8%	5.6%	6.0%	6.1%
净利润	69.9	75.3	74.8	128.6	178.6	EBITDA/营业收入	12.9%	10.4%	11.1%	10.5%	10.1%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	10.8%	8.1%	6.0%	6.6%	6.9%
货币资金	101.4	797.7	447.5	272.9	358.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	60	73	115	106	83
应收账款	42.4	82.3	113.5	164.5	240.5	流动营业资本周转天数	17	12	39	52	54
应收票据	44.8	15.8	55.5	86.1	95.4	流动资产周转天数	140	256	270	155	141
预付账款	9.8	32.2	50.0	75.3	126.0	应收账款周转天数	25	23	26	23	24
存货	73.5	151.6	222.8	309.7	462.9	存货周转天数	50	43	51	45	48
其他流动资产	2.0	12.8	18.0	33.3	53.2	总资产周转天数	217	354	402	283	249
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	87	122	199	197	171
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	100.0	100.0	100.0	100.0	ROE	28.7%	6.4%	6.2%	9.9%	12.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.4%	5.3%	4.8%	7.0%	8.1%
固定资产	129.5	259.9	592.7	667.2	675.3	ROIC	45.7%	37.9%	15.7%	12.3%	13.3%
在建工程	4.9	28.5	39.8	173.9	104.3	费用率					
无形资产	30.2	30.5	28.9	27.5	26.1	销售费用率	2.2%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	16.4	-80.8	-121.0	-79.7	-40.8	管理费用率	10.6%	12.3%	12.7%	12.0%	11.0%
资产总额	454.9	1,430.4	1,547.7	1,830.6	2,201.7	财务费用率	0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	0.0%
短期债务	64.0	3.2	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	13.0%	14.2%	14.5%	13.8%	13.0%
应付账款	123.6	212.9	277.6	437.2	625.3	偿债能力					
应付票据	2.3	10.0	14.3	17.7	29.0	资产负债率	46.6%	18.3%	22.5%	28.8%	34.6%
其他流动负债	21.1	35.6	46.0	64.7	99.5	负债权益比	87.1%	22.4%	29.0%	40.5%	52.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.30	4.17	2.61	1.78	1.75
其他非流动负债	0.8	0.2	0.1	-1.7	-3.0	速动比率	0.94	3.59	1.96	1.19	1.14
负债总额	211.8	262.1	348.0	527.8	760.8	利息保障倍数	60.82	26.77	23.91	34.57	199.64
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	75.0	100.0	200.0	201.6	203.2	DPS(元)	-	-	0.10	-	-
留存收益	168.1	1,068.4	999.6	1,101.2	1,237.6	分红比率	0.0%	0.0%	26.7%	0.0%	0.0%
股东权益	243.1	1,168.4	1,199.6	1,302.8	1,440.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%
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	69.9	75.3	74.8	128.6	178.6	EPS(元)	0.35	0.38	0.37	0.64	0.88
加: 折旧和摊销	20.8	25.7	67.4	82.9	92.8	BVPS(元)	1.22	5.84	6.00	6.46	7.09
资产减值准备	0.9	3.9	3.4	4.8	7.1	PE(X)	45.7	42.5	42.7	25.1	18.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.1	2.7	2.7	2.5	2.3
财务费用	1.3	-2.9	-3.4	-4.1	-1.0	P/FCF	78.9	-12.7	-6.7	-17.0	36.9
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	4.4	3.3	2.4	1.5	1.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	39.1	20.4	14.5	11.0
营运资金的变动	39.7	73.7	-46.9	-71.9	-116.4	CAGR(%)	22.5%	33.4%	60.0%	54.4%	71.7%
经营活动产生现金流量	132.9	86.9	95.3	140.3	161.0	PEG	2.0	1.3	0.7	0.5	0.3
投资活动产生现金流量	-72.6	-217.4	-410.0	-290.0	-30.0	ROIC/WACC	4.6	3.8	1.6	1.2	1.3
融资活动产生现金流量	-20.8	826.7	-9.9	5.7	2.6	REP	-	2.2	1.9	2.0	1.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

分析师声明

张龙声明，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

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