

相关研究:

- 1、阳光电源新股定价报告, 2010.10.19
- 2、阳光电源调研简报, 2010.11.25

投资评级:

买入

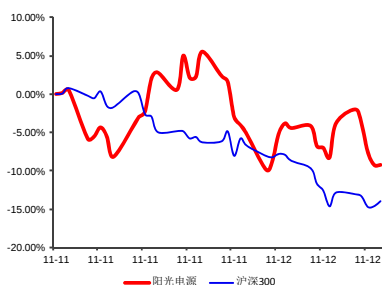
当前价格: 31.53 元
目标价格: 43.80 元
目标期限: 6-12 个月

基本数据

收盘价 (元): 31.53
总股本 (百万股): 179.20
流通股本 (百万股): 35.84
总市值 (亿元): 56.50
流通市值 (亿元): 11.30
PETTM: 36.10
每股净资产: 2.92

注: 2011 年 12 月 23 日数据

近十二个月股价表现



分析师: 侯文涛

执业证书编号: 0500511090002

联系人: 徐颢

Tel: 021-68634518-8990
E-mail: xh3309@xcsc.com

逆变器龙头，国内光伏市场最大受益者

——阳光电源深度报告

投资要点:

□ **公司是国内光伏逆变器的绝对龙头。**

公司 2010 年光伏逆变器销量为 343MW，收入达到 5.5 亿元，其中国内销量约为 192MW，占 2010 年国内光伏逆变器市场的 42.8%，是国内市场的绝对龙头。在技术领域，公司是光伏逆变器相关国家标准制定的参与者，大型产品的效率指标可达 98.5%，最大功率跟踪效率达到 99.9%，核心技术达到国际先进水平，是国内绝对领跑者。

□ **未来将受益于国内光伏市场启动。**

目前，我国西部新建光伏电站项目内部收益率可达 8.76%，未来组件价格下降将是大概率事件，明年即使上网电价为 1 元/度，在组件价格下降的 10%-20% 的情况，仍有盈利空间，因此，我们认为，2012 年的我国市场的装机量将保持高增速，有望达到 3-5GW。在目前国际光伏市场疲软的情况下，公司将充分受益于国内市场的高增长。

□ **公司产品在国内市场竞争力明显。**

公司是国内最早从事光伏逆变器研究开发的公司之一，产品质量已经得到国内业主的认可。国内其他企业大部分为新进入者，产品质量及性价比与公司仍存在一定差距，同时，业主对于逆变器价格敏感性较低，公司产品的品牌溢价较易被市场接受。相比与国际竞争对手，本土逆变器企业的渠道、售后服务等优势导致市场的地域性较为明显。

□ **价格下降不改公司高毛利率。**

2011 年全球光伏逆变器产能已达 48GW，供大于求的局面将长期保持，价格下降将是必然趋势。光伏逆变器属于轻资产制造业，产能弹性很大，因此逆变器价格降幅不会出现组件的降价幅度，预计未来光伏逆变器年均降幅约为在 10%-15%。随着公司产能扩张及自动化生产线的投产，生产效率大幅提升，规模效应将得以充分体现，明年成本下降幅度有望达到 5%-7%。因此，公司明年毛利率仍有望保持在 40% 以上。

□ **募投项目扩大产能及完善研发和销售平台。**

公司募投项目将新建年产 100 万千瓦太阳能光伏逆变器项目、研发中心及全球营销平台。公司目前光伏逆变器产能为年产 50 万千瓦，扩产项目达产后年收入将达到 10 亿元，税后利润总额为 1.7 亿元，大幅提升公司营收水平。

□ **估值和投资建议**

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 1.01、1.46、1.91，对应目前股价的 PE 为 33X、22X、14X，考虑公司优良的成长性及盈利能力，给予公司 2012 年 30 倍 PE 的估值，目标价格 43.8 元。

□ **重点关注事项**

股价催化剂(正面): 风机变流器业务超预期，海外业务发展超预期

风险提示 (负面): 降价幅度、国内光伏市场、公司市占率低于预期

正文目录

1	国内光伏市场启动，逆变器龙头受益.....	3
1.1	全球光伏市场低迷，国内市场启动	3
1.2	国内逆变器龙头，市场竞争力强	4
1.3	逆变器降价不可避免，高毛利难维持.....	6
1.4	募投项目进展顺利，对 2012 年业绩贡献大.....	9
2	盈利预测及估值.....	10
3	重点关注事项	11
3.1	股价催化剂（正面）	11
3.2	风险提示（负面）	11

图表目录

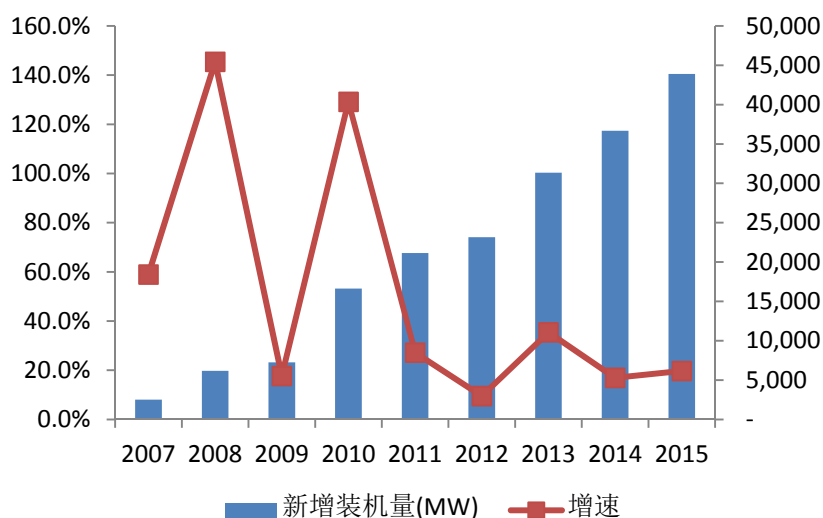
图 1、全球光伏装机量	3
图 2、光伏电站内部收益率 VS 组件价格敏感性分析.....	4
图 3、我国光伏装机量预测	4
图 4、光伏电站成本构成	4
图 5、全球及中国逆变器市场规模	4
图 6、2010 年国内光伏逆变器市场.....	5
图 7、阳光电源国内外收入比例	5
图 8、逆变器公司产能扩张情况	6
图 9、逆变器产能利用率	6
图 10、逆变器价格较 2010 年价格变化.....	8
图 11、逆变器价格 YOY 变化.....	8
图 12、阳光电源光伏逆变器成本构成	9
图 13、规模上升，成本下降	9
图 14、光伏逆变器毛利率对比	9
图 15、阳光电源产能、价格变化	10
表 1、西部地区光伏电站内部收益率.....	3
表 2、各公司研发投入情况.....	5
表 3、公司研发项目	5
表 4、各公司所在国市场份额及内销比例.....	6
表 5、金太阳工程逆变器入围企业及价格.....	7
表 6、阳光电源募投项目.....	10
表 7、同行业公司估值对比.....	11
表 8、阳光电源收益预测.....	12

1 国内光伏市场启动，逆变器龙头受益

1.1 全球光伏市场低迷，国内市场启动

全球光伏市场增速将放缓。由于欧洲市场补贴政策支持力度减弱，2011 年装机量已出现明显下滑，2012 年德国及意大利补贴下调已成定局，明年的装机量不乐观。根据各家机构预测，2011 年全球光伏市场有望达到 21-23GW，而 2012 年装机量增速降明显放缓，约在 0%-10%之间。

图 1、全球光伏装机量



资料来源：EPIA、湘财证券研究所

上网电价出台使我国西部地区光伏电站具备投资价值。光伏上网电价的出台使得我国西部光伏电站已具有一定的盈利能力，在青海、甘肃等地区的日照大于 1500 小时/年的地区，以目前系统 11.5 元/W 的投资成本及 1.15 元/度(含税)的发电收入计算，光伏电站项目内部收益率可达 8.76%，如果以 1.00 元/度(含税)的发电收入计算，光伏电站项目内部收益率可达 6.72%。

表 1、西部地区光伏电站内部收益率

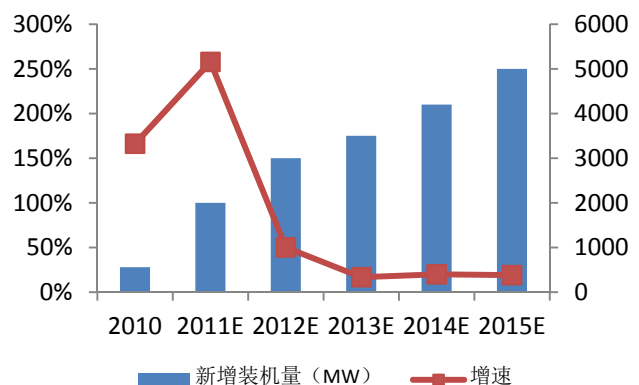
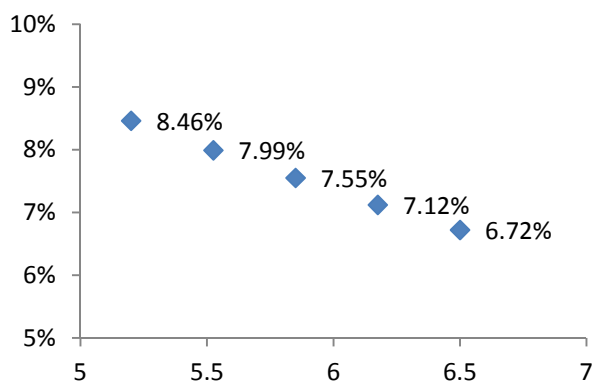
光伏电站假设		单位价格假设	
电站发电效率	0.95	组件价格 (元/W)	6.5
系统年满发小时数	1100	逆变器价格 (元/W)	0.9
运营期	20	安装、工程费用 (元/W)	4.1
折旧期	15	合计	11.5
固定资产折旧率	100%	电价 (含税)	1.15
年运行费用/固定资产投资	0.5%	内部收益率: 8.76%	
增值税	17.0%		
所得税率	25.0%		

资料来源：湘财证券研究所

我国 2012 年光伏装机量增速将超 50%。根据我国光伏“十二五”规划，以 2015 年 15GW 装机规模计算，未来每年装机量将在 2,5GW 以上。参考风电规划及发展现状，我们认为，装机量超预期的可能性较大。同时，由于上网电价政策的出台，各家业主为了争取 1.15 元/度的上网电价从而在 2011 年下半年出现了装机潮，市场普遍预计 2011 年我国市场装机量将在 1.6-2.4GW 之间。未来组件价格的下降将是大概率事件，明年即使上网电价为 1 元/度，在组件价格下降的 10%-20% 的情况，仍有盈利空间。因此，我们认为，2012 年的我国市场的装机量将保持高增速，有望达到 3-5GW。

图 2、光伏电站内部收益率 VS 组件价格敏感性分析

图 3、我国光伏装机量预测



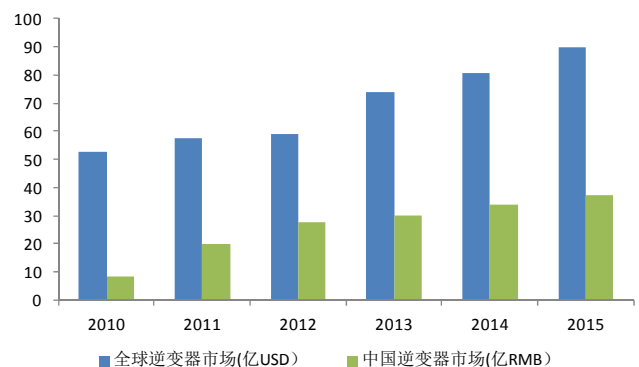
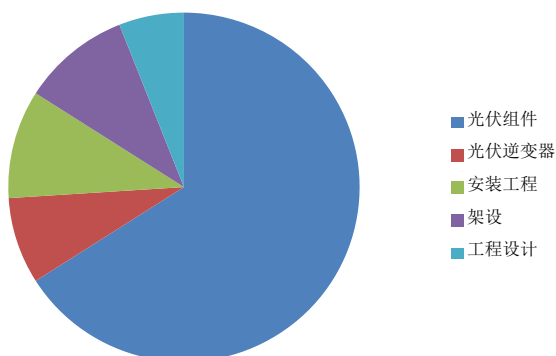
资料来源：EPIA、湘财证券研究所

1.2 国内逆变器龙头，市场竞争力强

国内市场启动，逆变器需求旺盛。逆变器是光伏电站中重要组成部分之一，其逆变效率及控制系统对于光伏电站的实际发电起着至关重要的作用。逆变器在电站成本占比在 5%-8% 之间，根据之前对于我国光伏电站装机量的分析，我们预计 2012 年我国逆变器市场规模约为 30 亿元，较 2011 年增幅近 40%。

图 4、光伏电站成本构成

图 5、全球及中国逆变器市场规模



资料来源：EPIA，湘财证券研究所

公司是国内绝对龙头逆变器龙头。公司 2010 年光伏逆变器销量达到 343MW，收入达到 5.5 亿元，其中国内销量约为 192MW，占 2010 年国内光伏逆变器市场的 42.8%，是国内市场的绝对龙头。国内市场启动，公司必将是从中受益最多的企业之一。

图 6、2010 年国内光伏逆变器市场

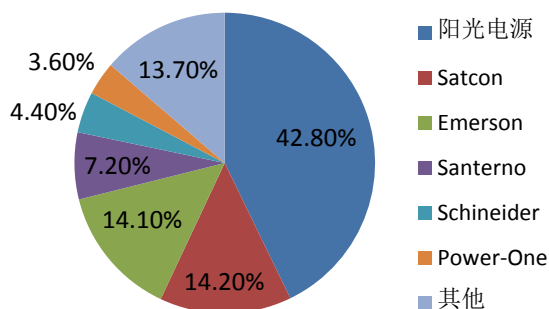
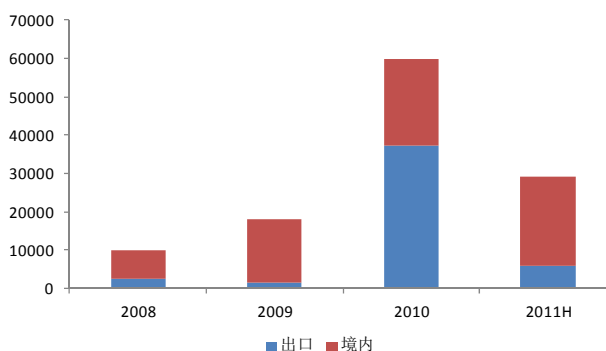


图 7、阳光电源国内外收入比例



资料来源：阳光电源招股说明书、湘财证券研究所

与国内企业相比：公司产品、品牌及研发优势明显。公司是国内最早从事光伏逆变器研究开发的公司之一，产品覆盖面广，最高效率可达 98% 以上。公司产品质量已经得到国内外业主的认可，大部分国内企业为新进入者，产品质量与公司仍存在一定差距。由于光伏逆变器占光伏电站成本较低，业主对于逆变器价格敏感性较低，公司产品的品牌溢价较易被市场接受。光伏逆变器的技术壁垒在于产品设计，由于目前逆变器效率已接近 100% 的极限，公司未来研发方向主要集中在控制技术、系统集成及“电网友好型”产品，以大功率产品为主，符合国内外市场需求。公司研发支出逐年增长，与国外逆变器公司相比，公司的研发投入比例也处于高位。

表 2、各公司研发投入情况

公司	2008		2009		2010		研发团队人数
	研发投入	研发占比	研发投入	研发占比	研发投入	研发占比	
SMA (百万欧元)	35.0	5.1%	56.3	6.0%	82.9	4.3%	600+
Satcon (百万美元)	5.1	9.4%	8.4	16.0%	15.7	9.1%	125
Power-One (百万美元)	23.7	4.4%	15.6	3.6%	23.2	2.2%	395
阳光电源 (百万人民币)	13.5	13.4%	19.3	10.7%	35.9	6.0%	187

资料来源：公司公告、湘财证券研究所

表 3、公司研发项目

项目名称	项目描述
下一代数字控制平台	采用最新的 32 位或 64 位微芯片和可编程逻辑器件相结合架设下一代数字控制平台。适合于模块化设计，提高算法效率；使平台易于维护和升级，更加适用于实时信号处理。

大功率模组技术开发	采用最新的拓扑结构和大功率模块，实现大功率模组并联，为将来大功率应用提供新的解决方案。
故障穿越技术	结合低电压穿越技术，研究其他相关的电网故障穿越技术。如高电压穿越、小功率穿越等功能。
单机 1MW、1.5MW 及以上光伏逆变器研制	针对百兆瓦及以上大型光伏电站建设需求，研制面向智能电网的单机更大功率的光伏逆变器。
适合北美地区应用的大功率光伏逆变器研制	针对北美地区电网制式的不同特点，以及直流电压限制、户外型应用的偏好等要求，研发系列适合北美地区应用的大功率光伏逆变器。
微型逆变技术	微型逆变技术作为小型屋顶、幕墙、BIPV 等光伏系统的解决方案，未来具有广阔的应用前景。
分布式光伏发电并网控制技术	针对光伏发电分布式接入中低压配电网，研究由此引起的谐波抑制、孤岛检测等系统关键技术。

资料来源：公司招股说明书、湘财证券研究所

与国外企业相比：渠道及系统服务优势突出。电站建设一般由系统集成商或者电力公司承担，在价格及性能差别不大时，本土逆变器企业的渠道、售后服务等优势导致市场的地域性较为明显。通过对 4 家国内外上市公司 SMA、Satcon、Power-One 及阳光电源 2010 年收入分析，我们发现，4 大逆变器公司在其所在国的市场份额在 34%-57%之间，都处于龙头地位；同时，各大公司的内销比例在 34%-56%之间，说明各公司的市场重心都在其总部所在国。因此，我们看好阳光电源在国内市场启动的时候能够保持一定市场份额。

表 4、各公司所在国市场份额及内销比例

公司	总部所在地	2010 所在国装机容量	2010 年所在国销量(MW)	所在国市场份额	2010 年公司总销量 (MW)	内销比例
SMA	德国	7408	4286	57.9%	7750	55.3%
Satcon	美国	878	302	34.4%	688	43.9%
Power-One	意大利	2321	907	39.1%	2600	34.9%
阳光电源	中国	520	192	36.9%	343	56.0%

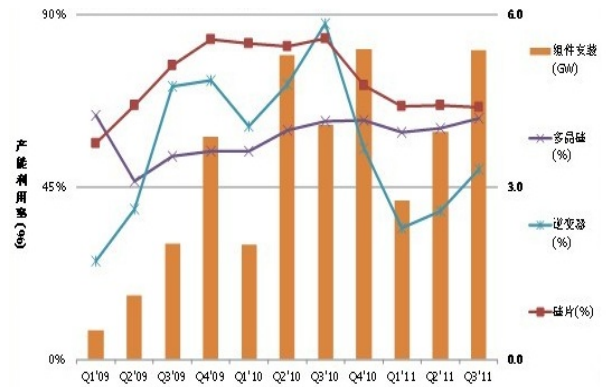
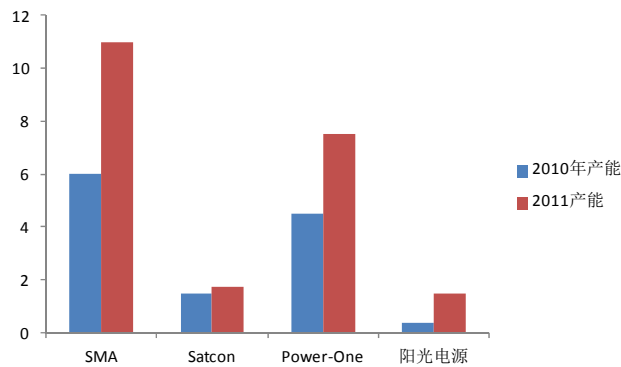
资料来源：公司公告、EPIA、湘财证券研究所

1.3 逆变器降价不可避免，高毛利难维持

全球逆变器产能过剩将导致竞争加剧。根据 SMA 数据，预计 2010、2011 年全球逆变器产能约为 34GW、48GW，产能利用率为 68%及 40%。2010 年下半年的产能利用率较高是由于当时光伏市场需求旺盛，而新建产能未能完全达产，导致大型企业产能开工率极高。我们认为，随着 2011 年大部分逆变器产能全面达产，而光伏市场需求增长放缓，供大于求的局面将长期保持，竞争加剧不可避免。

图 8、逆变器公司产能扩张情况

图 9、逆变器产能利用率



资料来源：公司公告、IMS Research、湘财证券研究所

国内新进入者逐渐成熟，价格战将更激烈。我国光伏逆变器起步较晚，随着光伏市场的启动，越来越多的电源企业利用其技术同源性纷纷进入逆变器行业，但由于逆变器测试及设计需要一定时间的技术积累，导致产品质量参差不齐，我们从金太阳招标的价格不难看出，同类产品的价格差幅可达 40%。我们预计，随着新进入者的产品技术不断完善，产能逐渐释放，国内价格战的激烈程度将大于国际市场。

表 5、金太阳工程逆变器入围企业及价格

序号	入围企业	入围产品规格型号		协议供货价格
		50kW 以上	50kW 以下	
1	北京京仪绿能电力系统工程有限公司	JYNB-100K	JYNB-5KVI	0.69 元/W
		JYNB-500K		
2	北京科诺伟业科技有限公司	KNGI900-100PTA	KGI-5	0.86 元/W
		KNGI900-150PTA		
		KNGI900-250HEA		
		KNGI900-500HEA		
3	北京能高自动化技术有限公司	Sunvert50	Sunvert25	0.918 元/W
		Sunvert 100		
		Sunvert 250		
4	深圳科士达科技股份有限公司	KSG-55K	KSG-2K	0.88 元/W
		KSG-110K	KSG-3K	
			KSG-5K	
5	南京冠亚电源设备有限公司	GSG50KTT-V	无	1.1 元/W

		GSG100KTT-V		
		GSG250KTL-V		
		GSG500KTT-LV		
6	许继集团有限公司	GBL200-100	无	0.98 元/W
		GBL200-500		
7	合肥阳光电源股份有限公司	SG50k3	SG30k3	1.3 元/W
		SG100k3		
		SG250k3		
8	中达电通股份有限公司	ESI53B100 AN	RPI203N	0.98 元/W
		ESI53B250 AN		
		ESI53B500 AN		

资料来源：发改委、湘财证券研究所

光伏逆变器价格下降是必然，但降幅小于组件。光伏逆变器产能过剩导致价格下降将是必然，但是光伏逆变器属于轻资产制造业，产能弹性很大，有许多企业采取外包策略，库存较小，因此逆变器价格下降幅度并不会出现组件的降价幅度。以 2010 年价格为基准，SMA、Satcon 及 Power-One 的价格降幅最大的仅为 18%，远小于组件价格 50%左右的降幅，预计未来光伏逆变器年均降幅约为在 10%-15%。

图 10、逆变器价格较 2010 年价格变化

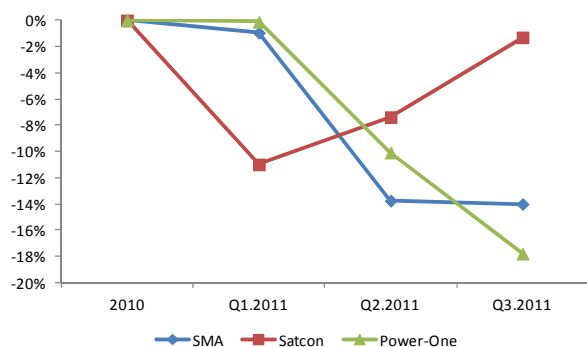
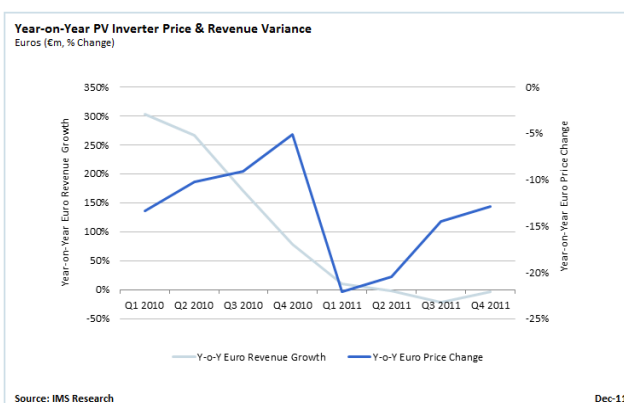


图 11、逆变器价格 YOY 变化



资料来源：公司公告、IMS Research、湘财证券研究所

公司成本下降仍有空间。大型光伏逆变器成本主要是变压器、功率模块、结构件等构成。除功率模块外，其余组成部件为常规电力电子零件，市场供应充足。随着公司规模的扩大，采购成本仍有较大的下降空间；同时，公司自动化生产线将在年底完成，生产效率大幅提升，规模效应将得到充分体现。由于功率模块技术含量较高，主要以进口产品为主，目前公司主要供应商为日本三菱、德国英飞凌、德国赛米控及日本富士等多家企业，缺货风险较小。

因此，我们认为公司明年成本下降幅度有望达到 5%-7%。

图 12、阳光电源光伏逆变器成本构成

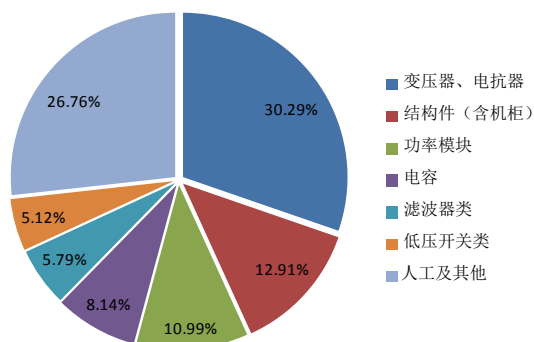
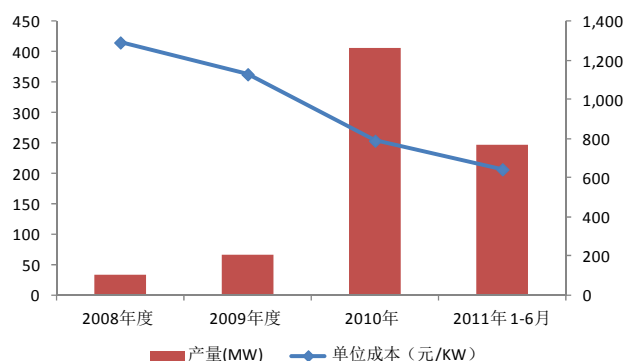


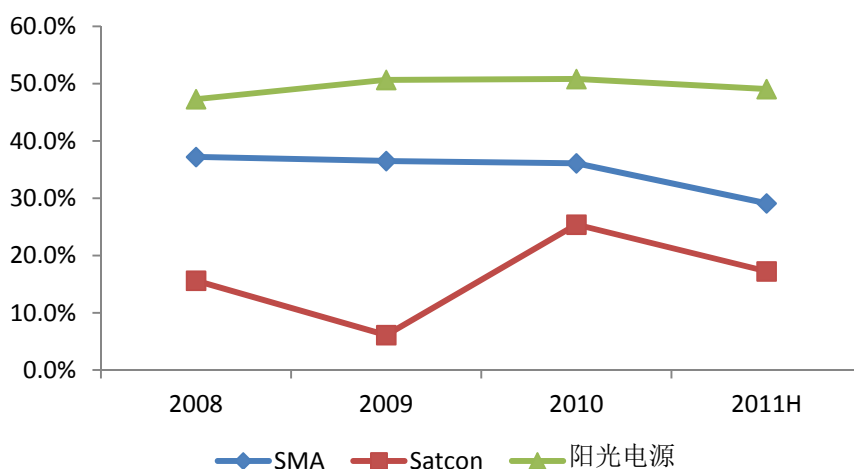
图 13、规模上升，成本下降



资料来源：公司公告、湘财证券研究所

毛利率有望维持在 40% 以上。通过对价格及成本未来趋势的分析，虽然价格下降确定性较大，但是随着未来公司产能扩张，规模效应将有助于公司原材料及生产成本的下降，因此，我们认为公司毛利率将缓慢下降，仍能保持较高的盈利水平。

图 14、光伏逆变器毛利率对比



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

1.4 募投项目进展顺利，对 2012 年业绩贡献大

募投项目进展顺利，明年产能有望翻番。公司募投项目包括年产 100 万千瓦太阳能光伏逆变器项目、研发中心结社及全球营销平台建设，其中，公司已利用自有资金投入新增产能，预计 1GW 逆变器项目明年初可以顺利投产，年底可达产，完全达产后销售收入可达 7-8 亿元，为公司 2010 年收入的 1.5 倍。同时，研发中心及全球营销平台的顺利建成将有助于公司保持其领先研发水平并进一步增强公司的营销及海外市场业务。

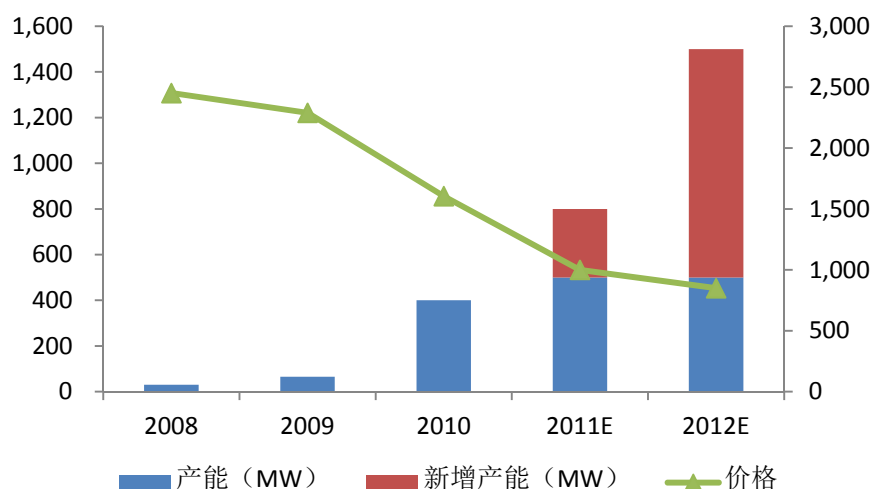
表 6、阳光电源募投项目

项目名称	建设期	募集资金使用计划（万元）		
		第一年	第二年	合计
年产 100 万千瓦太阳能光伏逆变器项目	24 个月	10,649	9,736	20,385
研发中心建设项目	18 个月	5,828	3,138	8,965
全球营销及服务平台建设项目	12 个月	3,285	-	3,285
合计		19,762	12,873	32,635

资料来源：公司公告、湘财证券研究所

未来业绩增长主要看销量上升。受益于国内光伏市场启动，公司 2012 年产能完全释放确定性较大，虽然被动的价格下降无法避免，但是产量的增速远大于价格的降幅，因此，我们看好公司 2012 年光伏逆变器业务仍能保持较好的业绩。

图 15、阳光电源产能、价格变化



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

2 盈利预测及估值

- 随着我国 2011 年光伏市场启动，2012 年光伏逆变器市场需求有望达到 3-5GW。公司作为国内逆变器龙头，研发实力突出，渠道优势明显，假设以 35-40%市场占有率计算，2012 年公司光伏逆变器销量有望达到 1.4GW-1.6GW。
- 光伏逆变器竞争将日趋激烈，但公司将享有一定品牌溢价，预计公司 2012 年价格将下降 10-15%，远小于组件价格降幅。另外，公司

规模化生产将降低原材料的采购成本，虽然高毛利率难以维持，但是仍看好公司毛利率稳定在 35% 以上。

- 我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 1.01、1.46、1.91，对应目前股价的 PE 为 33X、22X、14X，考虑公司优质的成长性及盈利能力，给予公司 2012 年 30 倍 PE 的估值，目标价格 43.8 元。

表 7、同行业公司估值对比

公司代码	公司名称	现价	总股本 (百万股)	市值 (亿元)	EPS			PE		
					2011	2012	2013	2011	2012	2013
002121.SZ	科陆电子	9.54	397	37.8	0.42	0.61	0.84	22.7	15.5	11.35
002335.SZ	科华恒盛	17.19	160	27.5	0.71	0.92	1.20	24.1	18.6	14.31
002518.SZ	科士达	22.41	115	25.8	0.84	1.19	1.63	26.7	18.8	13.73
均值					0.66	0.91	1.22	24.5	17.7	13.1
300274.SZ	阳光电源	33.40	179	59.9	1.01	1.46	1.91	33.1	22.8	17.5

资料来源：Wind、湘财证券研究所

3 重点关注事项

3.1 股价催化剂（正面）

- 国外光伏逆变器需求旺盛，公司在海外市场销售提升。
- 风机变流器市场化超预期。

3.2 风险提示（负面）

- 国内光伏市场增速低于预期。
- 国内光伏逆变器价格战激烈导致公司被动大幅降价。
- 公司市场占有率难以维持。

表 8、阳光电源收益预测

		2011E	2012E	2013E
光伏逆变器	产能(MW)	900	1600	2600
	销量 (MW)	810.0	1520.0	2470.0
	单价 (元/W)	1.05	0.91	0.82
	收入 (百万元)	850.5	1388.5	2030.7
	YOY		63.3%	46.3%
	毛利率	45.0%	42.0%	40.0%
风能变流器	产能(MW)	400	600	900
	销量 (MW)	360	540	810
	单价 (元/W)	0.37	0.33	0.30
	收入 (百万元)	133.2	179.8	242.8
	YOY		35.0%	35.0%
	毛利率	25.0%	25.0%	25.0%
电力电源	收入 (百万元)	7	10	15
	YOY		42.9%	50.0%
	毛利率	40.0%	40.0%	40.0%
总收入(百万元)		990.7	1578.3	2288.5
成本 (百万元)		571.9	946.2	1409.5
总利润 (百万元)		418.8	632.1	879.0

资料来源：湘财证券研究所

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	784	1,974	2,667	3,601	营业收入	599	991	1,578	2,288
现金	321	1,202	1,471	1,858	营业成本	300	572	946	1,409
应收账款	180	295	433	634	营业税金及附加	0	1	1	2
其他应收款	14	33	47	71	营业费用	54	89	142	206
预付账款	40	70	119	176	管理费用	79	129	205	298
存货	229	373	596	861	财务费用	3	-1	-13	-17
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	7	6	7	6
非流动资产	71	648	695	658	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	58	599	684	648	营业利润	155	195	291	384
无形资产	5	5	5	5	营业外收入	18	18	18	18
其他非流动资产	4	42	2	2	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	855	2,622	3,362	4,259	利润总额	172	213	308	402
流动负债	443	731	1,209	1,765	所得税	24	32	46	60
短期借款	5	0	0	0	净利润	148	181	262	341
应付账款	236	431	723	1,072	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	202	300	486	692	归属母公司净利润	148	181	262	341
非流动负债	20	20	20	20	EBITDA	157	211	311	404
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.83	1.01	1.46	1.91
其他非流动负债	20	20	20	20	主要财务比率				
负债合计	462	750	1,229	1,784	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	134	179	179	179	营业收入	232.2%	65.4%	59.3%	45.0%
资本公积	137	1,390	1,390	1,390	营业利润	545.8%	26.1%	49.1%	32.2%
留存收益	122	302	564	906	归属于母公司净利润	320.4%	22.0%	45.1%	30.3%
归属母公司股东权益	393	1,872	2,134	2,475	获利能力				
负债和股东权益	855	2,622	3,362	4,259	毛利率(%)	49.8%	42.3%	40.1%	38.4%
现金流量表					净利率(%)	24.7%	18.2%	16.6%	14.9%
单位:百万元					ROE(%)	37.7%	9.7%	12.3%	13.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	150.1%	24.1%	34.9%	49.5%
经营活动现金流	222	182	336	370	偿债能力				
净利润	148	181	262	341	资产负债率(%)	54.1%	28.6%	36.5%	41.9%
折旧摊销	0	17	34	37	净负债比率(%)	1.08%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	3	-1	-13	-17	流动比率	1.77	2.70	2.21	2.04
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.25	2.19	1.71	1.55
营运资金变动	0	-28	41	-10	营运能力				
其他经营现金流	71	13	12	19	总资产周转率	1.06	0.57	0.53	0.60
投资活动现金流	-34	-595	-80	-0	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	32	595	80	0	应付账款周转率	2.01	1.71	1.64	1.57
长期投资	-3	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-6	-0	-0	-0	每股收益(最新摊薄)	0.83	1.01	1.46	1.91
筹资活动现金流	77	1294	13	17	每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	1.02	1.87	2.07
短期借款	-18	-5	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.19	10.44	11.91	13.81
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	104	45	0	0	P/E	40.43	33.13	22.84	17.53
资本公积增加	89	1253	0	0	P/B	15.24	3.20	2.81	2.42
其他筹资现金流	-98	1	13	17	EV/EBITDA	36	27	18	14
现金净增加额	264	881	269	387					

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。