

关注新业务带动明年业绩高速增长

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

18.4 元

期限: 6 个月 上次预测:

现价(2011 年 12 月 29 日): 15.90 元

报告日期:

2011-12-29

报告关键点:

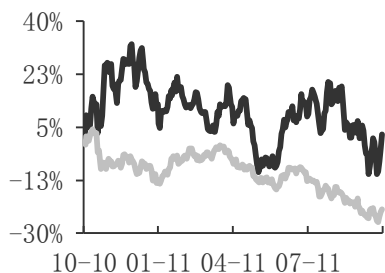
- 公司深挖华为中兴两大客户, 明年新业务有望推动业绩大幅增加
- 预计明年EPS0.92元, 目标价18.4元, 给予增持-A评级

报告摘要:

- 占据华为中兴客户基础** 公司主要以ODM/EMS模式为国内外的品牌厂商提供网络通讯终端类, 和便携式消费电子产品的合约制造服务, 主要客户是华为和中兴。
- 复制鸿海路径任重道远** 公司属于精密制造行业, 同行业龙头鸿海崛起时面临类似的产业转移机遇和电子产品渗透普及的趋势。所不同的是公司面临中兴华为等在全球范围有影响力的相关产业厂商的支持, 但存在人工成本上升的问题。从公司本身看, 在对关键技术的掌握、对核心客户的渗透以及一体化程度上同鸿海相比都处于初期, 尚有较大的成长空间。
- 固网终端产品保持快速增长** 公司是华为固网终端产品的主要供货商, 近年DSL产品升级明显, 带来单位产品收入的不断提升; 公司已经作好PON产品准备, 未来PON普及将增加公司单位产品收入。
- 手机业务是明年最大亮点** 公司明年预计将有40条左右SMT生产线, SMT设备产能已充足。基本是来料加工; 明年代料整机组装预计占比大幅增加。单部手机整机业务收入显著高于贴片业务, 而贴片业务毛利率显著高于公司目前的固网终端产品毛利率。因此明年手机业务将有望为公司大幅贡献收入并提升利润率。
- 我们预测公司明年收入3.1亿, EPS0.92元。按照明年20倍PE, 给予公司目标价18.4元。给予增持-A投资评级。
- 风险提示: 手机制造是新业务, 生产过程中工艺控制和管理仍需要接受近期的大批量生产的考验。公司业务将采用循序渐进的方式发展, 主要风险在于手机业务进度低于预期。

总市值(百万元)	3,180.00
流通市值(百万元)	1,021.00
总股本(百万股)	200.00
流通股本(百万股)	64.21
12个月最低/最高	14.50/46.33 元
十大流通股东(%)	40.44%
股东户数	7,402

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.61)	4.78	(0.12)
绝对收益	(14.00)	(5.92)	(24.63)

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	516.9	870.5	1,333.0	3,101.7	4,899.4
Growth(%)	37.4%	68.4%	53.1%	132.7%	58.0%
净利润	49.7	74.0	102.7	230.5	390.5
Growth(%)	63.1%	48.8%	38.9%	124.5%	69.4%
毛利率(%)	15.9%	13.7%	13.2%	12.8%	13.3%
净利润率(%)	9.6%	8.5%	7.7%	7.4%	8.0%
每股收益(元)	(¥0.25)	(¥0.37)	(¥0.51)	(¥0.92)	(¥1.56)
每股净资产(元)	(¥0.89)	(¥3.70)	(¥3.87)	(¥7.71)	(¥8.22)
市盈率	64.8	43.5	31.4	17.5	10.3
市净率	18.1	4.4	4.2	2.1	2.0
净资产收益率(%)	27.9%	10.0%	13.3%	12.0%	19.0%
ROIC(%)	66.5%	56.2%	25.5%	37.7%	23.4%
EV/EBITDA	-	47.1	20.1	11.2	7.1
股息收益率	0.0%	1.6%	2.2%	3.9%	6.6%

报告联系人

李奇颖

 021-68763692
 liqy1@essence.com.cn

前期研究成果

1. 公司简介

公司主要以 ODM/EMS 模式为国内外的品牌厂商提供网络通讯终端类和便携式消费电子产品的合约制造服务,主要客户是华为和中兴。目前固网终端产品收入占总收入的 80%以上,其中华为占绝大部分份额。公司正在积极开拓中兴等客户手机等移动互联网终端的合约制造服务。

表 1 公司上市前主要产品和客户情况

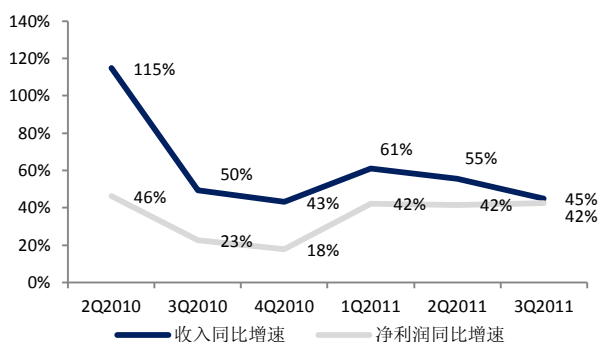
主要产品	主要品牌	主要客户
一、网络通讯终端类		
ADSL 调制解调器 (ODM)	华为	深圳华为通信技术有限公司 ^①
	中兴	深圳市中兴康讯电子有限公司(中兴通讯下属企业) 华硕电脑股份有限公司
	华硕	华谦商贸(上海)有限公司(华硕关系企业) 华捷联合信息(上海)有限公司 ^② (华硕关系企业) 北京中电华纬电子科技有限公司(华硕关系企业)
		永硕联合国际股份有限公司(华硕关系企业)
		Sterlite optical Technologies Ltd (印度电信主要供应商之一)
	Mnti	
无线路由器、无线网卡 (ODM)	华硕	华硕电脑股份有限公司 华谦商贸(上海)有限公司 华捷联合信息(上海)有限公司 北京中电华纬电子科技有限公司
	中兴	中兴通讯股份有限公司
	DASAN	DASAN Networks, Inc.-A Siemens Company 泰山网络股份有限公司(韩国电信主要供应商)
数字电视机顶盒	华硕	华谦商贸(上海)有限公司
	COSHIP	深圳市同洲电子股份有限公司
可视电话	特发信息	深圳中广立人数码科技有限公司
	华为	深圳华为通信技术有限公司 ^①
二、便携式消费电子类	好视达	浙江爱普拉斯通信技术有限公司
音视频产品(ODM)	iHome	SDI Technologies Inc. (美国)
	Best Buy	Best Buy China, Ltd.
	SI	Sonic Impact Technologies LLC (美国)
	ASTONE	Atone Hongkong LTD (香港)
手持式 GPS 卫星导航设备 (EMS)	Invision, Dual	Honhai Enterprise (HK) Co. (香港)
	Lidl	Lidl Dienstleistung GmbH & Co. KG (德国)
电子字典	赛昂星	深圳市南尔数码技术有限公司
	文画星	北京金远见电脑技术有限公司
MP3	宏基 (Acer)	超硕科技股份有限公司(台湾)
	朗科 (Netac)	深圳市朗科科技有限公司 (Netac)

资料来源:公司公告 安信证券研究中心

2010 年之后,收入大幅增长的原因是随着互联网终端产品市场持续快速扩张,华为、中兴等客户的网络通讯终端类产品的采购量大幅上升,公司网络通讯终端类产品的销售收入大幅提高。

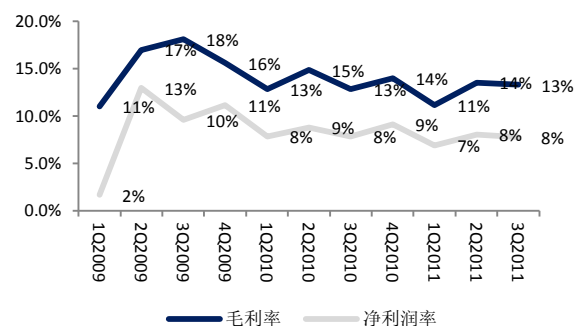
今年以来由于设备增加导致固定资产折旧大幅增加,从而造成毛利率下滑。随着新增产能利用率提升,折旧对毛利率的压制作用将会逐步减弱。

图 1 卓翼科技收入利润历史趋势



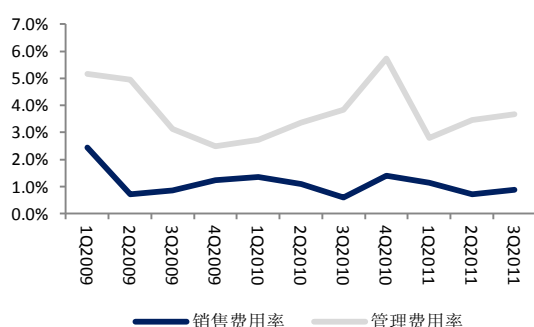
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 2 2011 年毛利率比 2010 年有所下滑



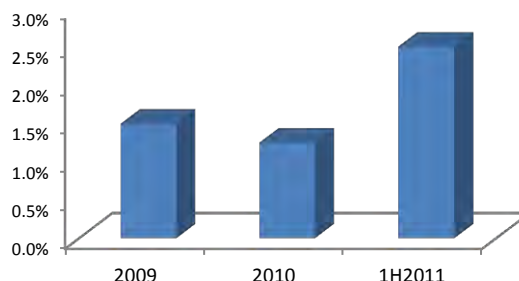
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 3 2011 年费用率比 2010 年有所降低



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 4 固定资产折旧/收入



数据来源：WIND，安信证券研究中心

2. 借力移动互联网终端普及趋势复制鸿海路径

2.1 背景类似，有喜有忧

鸿海的成功在于在正确的时间、正确的地点，打造了全球代工产业中最低的成本构架，凭借产品优质、准时交货、价格低廉、和订单弹性区间大的优势成为精密制造行业龙头。

这其中，“正确的时间，正确的地点”是鸿海崛起不可或缺的背景。我们认为这个背景包含两个方面的因素：一个是行业产能转移的条件，一个是产能转移的驱动力。

- **产能转移的条件：**日本电子制造业向台湾转移时，鸿海集团 2000~2008 年间收入规模增长超过 40 倍。日本电子制造业之所以能够转移到台湾，因为台湾企业拥有了完善的产业链和资本扩张优势。
- **产能转移的契机：**鸿海成长的背景是 PC 和笔记本从高科技产品成为消费品迅速渗透，成本和价格竞争成为主线。这种背景下，品牌厂商如果不把产品拿给台湾企业代工，就注定要在竞争中败下阵来。

卓翼科技等大陆厂商目前面临的背景和鸿海当年崛起的背景有相同之处，但也有其独特性：

相似之处：

- **产能转移的背景：**大陆厂商在实现技术突破的条件下，正利用成本优势和快速响应的服务优势承接来自欧、美、日和台湾的产业转移
- **电脑迅速普及 VS. 移动互联终端迅速渗透** 从智能手机、到平板电脑再到超级本，

移动互联网终端产品正依次步入以成本、价格竞争为主线的渗透期。寻求成本控制能力强的上游零部件供应商和代工厂商是品牌厂商竞争的必经之路。在此背景下，大量成本低廉、易得的技工是大陆厂商参与竞争的最大优势。

不同之处：

- **响应速度和成本优势** 大陆本土企业相对于台企在大陆的分公司的独特竞争优势在于，台企重心仍放在欧美厂商，资源上的倾斜使其无法满足华为、中兴、联想等迅速崛起的本土客户需求。另外，由于台企供应链体系全球配置，管理决策异地分割，所以，台企总体来说在反应速度上要劣于本土代工厂商（如卓翼科技 ADSL 的出货速度可以比台企快 1 周左右）。另一方面，台湾喜欢找台湾上游供应商，而卓翼大部分从国内采购（被动元器件、结构件、PCB 等），除了一些 IC、Flash 需要进口，因此成本低于台湾企业。
- **独特客户资源** 另一有利于大陆外包企业的背景为：通信设备厂华为、中兴等强势崛起，其终端业务外包是不可避免的趋势。
- **人力成本优势减弱** 但是，在鸿海崛起的时候，台湾企业相对于欧美企业的人工成本优势显著，而目前大陆人工成本优势在逐步减弱，因此，大陆企业的利润率与成长空间可能会受到限制。未来，优势企业的另一个新的竞争力指标是自动化能力。

表 2：鸿海和卓翼科技的成长背景对比

	鸿海	卓翼等大陆厂商
电子制造业产业转移背景	日本→台湾	台湾→大陆
产业转移契机	电脑和笔记本等从高科技产品逐步转变为消费品迅速渗透	智能手机、平板电脑和超级本正在/将要经历同样的过程
不同点	无相关产业支持	通信设备厂商华为、中兴强势崛起，全球布局，在专注于局端业务时需将终端制造外包
	台湾企业人工成本优势显著	大陆企业人工成本优势在减弱

资料来源：安信证券研究中心

2.2 业务类似，根基尚浅

2.2.1 鸿海的垂直一体化路径

鸿海的垂直一体化路径 从 1977 年开始的几年内，鸿海为模具厂投入了高额成本。早年模具厂打下的坚实基础让鸿海成功切入电脑连接器，并逐步扩展到机壳等关键零部件，利用关键元器件的技术和成本优势进入电脑组装和代工领域，再利用电脑组装和代工的客户基础带动上游其他零组件销售。这是鸿海垂直一体化的精华——通过掌握上游的核心零组件拿到下游整机代工的定单，再通过整机代工订单带动上游零组件销售。

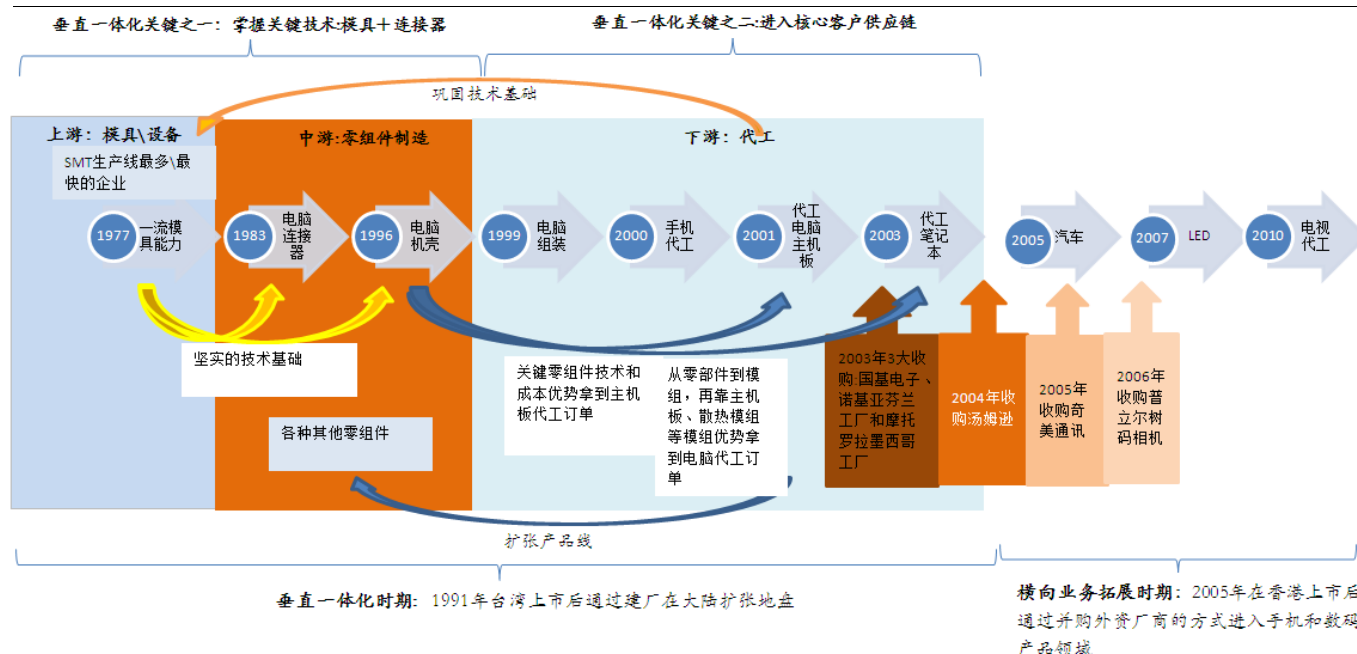
纵观鸿海垂直一体化的路径，我们认为主要有两个关键点：

FOXCONN——模具+连接器——垂直一体化的根基 鸿海的英文名 FOXCONN 清

晰的表明了其得以成长壮大的根基——模具和连接器技术。强大的模具能力是鸿海最深的根基和最核心的竞争能力，模具能力不仅决定了产品的精度和品质，还带来了短期内迅速大量出货、快速提升产能的能力。同时，随着电子行业的进步，连接器开始利用到具备散热、传导、节能、环保等优势纳米、铝镁合金等新材料、新技术，尽管电子元器件体积不断变小，但传导、传输、散热、节能等功能更强大，将“关键零部件”制造成高科技产品极大增加了鸿海的市场竞争力，因此鸿海牢牢掌控者电脑连接器中最核心，难度最大的 CPU 和 DDR 连接器市场。

垂直一体化的关键之二：进入核心客户供应链 当电子产品从渗透期进入换机期，技术创新就会取代价格成为发展的主线和竞争的关键，带来大量新型连接器和精密零部件的需求，而引领这种需求的是为数不多的几个核心大客户，进入核心大客户供应链，才能随客户一起成长，否则就会在这一轮的行业性机会中被淘汰掉。

图 5 鸿海发展路径和经营模式



资料来源：安信证券研究中心

2.2.2 卓翼科技万里长征刚启程

技术根基具有较大挖掘潜力 卓翼科技以前主要为华为中兴的固网终端产品提供 ODM 合约制造服务，贴片是最主要的工序，因此公司模具精度和技术壁垒都相对较低，相对于鸿海以模具和连接器起家的技术根基还有很大提升空间。目前公司已开始引入人才、投入设备打造模具能力和塑胶结构件等关键元器件的生产能力，增强其技术根基。

移动互联终端核心客户尚有较大空间 从核心客户渗透程度看，目前公司主要以国内客户为主，只有消费电子领域进入了苹果供应链。在移动终端领域还有较大的发展空间。

综上，公司的长期发展趋势需要持续关注。

表 3：卓翼科技垂直一体化根基与进度

	卓翼科技情况
关键技术掌握	主要技术在于 SMT 表面贴装技术以及整机组装的技术和经验。引入技术团队不断加强模具能力。
核心客户渗透能力	在华为中兴供应体系中有较好口碑。移动终端领域进入了中兴和联想供应链；消费电子领域进入了苹果供应链。
一体化程度	目前主要做手机贴装，少量进入整机组装，刚开始向上游塑胶结构件和模具延伸
资本实力	上市后有能力在资源投入方面积极配合客户的扩张计划

资料来源：安信证券研究中心

3. 公司业绩增长驱动力

3.1 固网终端产品：仍将快速增长

网络通信的产品仍将因为产品升级和运营商类用户开拓而获得快速增长。

3.1.1 产品和技术升级带来的增长

DSL 产品升级：接入产品未来的发展趋势是融合越来越多的功能，比如随时随地接入、超带宽，从而单价将随着功能增加而提升。目前低端 DSL 用户主要在新兴国家，产品单价大约 60-70 元左右；带 WIFI 功能的接入终端用户主要在中等发达国家，产品单价超过 100 元，而有家庭网关功能的产品用户主要在发达国家，产品单价更高。

公司产品升级明显，100 元以上产品出货占比从上市前的 30% 上升到目前的一半左右。

技术升级：公司目前以 DSL 为主，2012 年 PON 类产品将贡献收入。一个 PON 大概 200 元-500 元左右，从 DSL 到 PON 将不会对公司收入规模增长造成负面影响。

3.1.2 运营商用户开拓

公司在华为中兴采购地位有望提升 一线代工企业如鸿海、伟创力都是立足于 PC 产品。因为 PC 是沿着欧美-日本-台湾-大陆的路径产业转移的，所以大陆厂商在 PC 产品代工领域没有竞争优势。但在通讯领域，华为、中兴已经是国际一流设备商，其网络接入设备都是外包的，而相对于外资和台企，他们更偏向于同大陆供应商合作，而大陆企业目前也逐步具备了相应的实力，所以大陆企业在通信领域更能承接产能转移。

公司目前在华为 DSL 市场中份额超过 50%，在中兴市场份额不到 20%，仍有一定的提升空间。

3.2 手机业务：产能到位，只欠东风

3.2.1 手机业务规划：来料加工 SMT 贴装到代工代料 ODM

业务升级是趋势所在 目前还存在主板 SMT 和组装分开的业务模式，但未来客户将逐渐整合这两个方面，而后制造业务和原材料供应链管理也有整合趋势。因此公司有必要跟随客户的战略，不断进行业务模式升级，提高单位产品附加值。

贴片-整机组装-ODM 公司手机业务未来的进程是，从简单制造起步，从手机板的贴装，到整体组装，再到 ODM。虽然 3 种业务模式的毛利率依次下降，但单机收入以

及客户粘性大大增加。产品方面初期仍以功能手机为主，在完成经验积累后再进入高端和智能手机制造。

3.2.2 手机业务进展：国内客户为主，初步进入整机供货

目前公司手机业务主要客户是中兴和联想。

- **中兴——以 PCBA 加工为主** 目前公司给中兴的 PCBA（Printed Circuit Board Assembly，也就是 PCB 空板经过 SMT 上件，再经过 DIP 插件的整个制程）已经开始生产，贴片产品包含功能机及智能机主板。
- **联想——已有两款批量供货生产** 联想目前业务包含贴片和整机组装业务。整机组装主要是低端机和半智能机，智能手机比例将逐步加大。整机供货目前属于来料加工，所有的原材料都是联想采购。

明年预计这两个客户的整机供货比例和总出货量会大幅提升。

3.2.3 产能就绪，只欠东风

松岗基地现在 24 条 SMT 线，每条线 3 条贴片机，共 72 台贴片机。8 条 SMT 线是西门子的，16 条是松下的。以贴片产能而言，2011 年的 16 台 SMT 设备每小时点数比 2010 年的 8 台设备高出 2.5 倍。天津基地分两期，第一期今年年底结束基本建设，预计明年 2 季度投产。依据公司非公开增发可行性报告来看，SMT 设备明年深圳可能再买 10 条线，天津买 8 到 10 条。如果 40 条 SMT 生产线全用来做手机，按照平均每个手机 300 个点计算，预计每个月能有 1149.86 万部的产能。

另外，公司 3000 平米、10 万等级的组装车间已经建好，定位于智能手机和平板电脑的整机组装。

3.2.4 加强垂直一体化能力

从 ADSL 组装到手机组装提高对垂直一体化要求：手机组装还涉及到其他组件的生产技术，包括塑料件、背光模组、五金件等。组件采用外购方式更容易进入，但是也会导致利润率的下降。因此公司未来将把纵向一体化延伸作为重要发展思路。

上下游延伸提升接单能力 公司通过引入模具人才，强化模具、塑胶结构件等核心零组件的技术，不仅利于保障产品品质，提升模具开发和产品交货效率。这是因为影响交货期的 80% 都是跟结构件有关，结构件自给能大大提升公司响应速度和短期产能爬升能力。

另外一方面，公司引进手机整机业务向下游拓展，增加客户粘度。

4. 盈利预测和投资评级

主要假设：

- 明年手机业务正式放量，假设 2012 年手机整机业务比例大幅提升，从而使手机

业务毛利率降低而收入大幅增加, 2013 年手机 ODM 模式占比大量增加, 从而使手机业务毛利率有一定幅度提升。

- 假设费用率在收入规模大幅扩大的情况下呈下降趋势, 三项费用率分别为 3.6%、3.5%、3.5%。
- 未来 3 年所得税率 15%

表 4: 主要产品收入预测 (单位: 百万元)

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
网络通讯	营业收入	318.7	444.4	796.5	1195.7	1650.1	2277.1
	营业成本	278.7	381.3	699.7	1052.2	1485.1	2049.4
	毛利率	12.6%	14.2%	12.2%	12.0%	10.0%	10.0%
便携电子	营业收入	49.6	60.8	42.1	54.3	58.6	63.3
	营业成本	37.3	44.2	30.0	42.9	47.5	51.9
	毛利率	24.8%	27.2%	28.6%	21.0%	19.0%	18.0%
手机类	营业收入				83.0	987.0	1775.0
	营业成本				62.3	846.3	1501.3
	毛利率				25.0%	14.3%	15.4%

资料来源: WIND, 安信证券研究中心

我们预测公司明年收入 3.1 亿, EPS0.92 元。按照明年 20 倍 PE, 给予公司目标价 18.4 元。给予增持-A 投资评级。

主要风险: 手机制造是新业务, 生产过程中工艺控制和管理仍需要接受近期的大批量生产的考验。公司业务将采用循序渐进的方式发展, 主要风险在于手机业务进度低于预期。

表 5: 主要公司盈利预测与估值

	2011EPS	2012EPS	2013EPS	2012PE
长盈精密	0.94	1.58	1.99	22.5
劲胜股份	0.37	0.64	0.88	17.6
信维通信	0.61	0.95	1.11	18.7
卓翼科技	0.52	0.90	1.54	17.5

资料来源: 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元

模型更新时间

利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	516.9	870.5	1,333.0	3,101.7	4,899.4	成长性					
减: 营业成本	434.5	751.6	1,157.4	2,705.7	4,245.5	营业收入增长率	37.4%	68.4%	53.1%	132.7%	58.0%
营业税费	0.8	0.9	1.5	3.8	5.5	营业利润增长率	58.2%	72.1%	44.0%	123.4%	69.7%
销售费用	6.2	9.6	12.0	27.9	44.1	净利润增长率	63.1%	48.8%	38.9%	124.5%	69.4%
管理费用	18.1	35.9	40.0	86.8	132.3	EBITDA 增长率	37.5%	49.7%	71.1%	120.5%	67.9%
财务费用	1.8	-7.2	-4.3	-5.5	-6.7	EBIT 增长率	45.5%	51.6%	51.9%	127.0%	70.7%
资产减值损失	6.5	-4.3	5.3	12.4	19.6	NOPLAT 增长率	49.6%	29.5%	48.4%	128.1%	70.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	53.3%	226.4%	54.6%	174.4%	21.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	38.8%	316.1%	4.5%	149.3%	6.6%
营业利润	48.9	84.1	121.1	270.5	459.2	利润率					
加: 营业外净收支	5.2	1.6	-0.3	0.7	0.2	毛利率	15.9%	13.7%	13.2%	12.8%	13.3%
利润总额	54.0	85.7	120.8	271.2	459.4	营业利润率	9.5%	9.7%	9.1%	8.7%	9.4%
减: 所得税	4.3	11.8	18.1	40.7	68.9	净利润率	9.6%	8.5%	7.7%	7.4%	8.0%
净利润	49.7	74.0	102.7	230.5	390.5	EBITDA/营业收入	11.4%	10.2%	11.4%	10.8%	11.5%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	9.8%	8.8%	8.8%	8.5%	9.2%
货币资金	182.5	367.7	274.9	521.5	438.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	44	61	65	44	47
应收账款	174.1	294.9	453.1	1,061.1	1,691.1	流动营业资本周转天数	14	35	53	49	61
应收票据	18.3	43.5	44.6	95.3	183.2	流动资产周转天数	210	260	240	175	184
预付账款	2.5	9.7	11.2	9.6	24.2	应收账款周转天数	81	96	100	87	100
存货	43.2	117.9	154.0	366.6	587.5	存货周转天数	32	34	38	31	36
其他流动资产	-	3.9	5.6	14.2	26.0	总资产周转天数	272	337	328	260	260
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	68	105	133	130	134
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	27.9%	10.0%	13.3%	12.0%	19.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.5%	6.7%	7.8%	7.3%	9.9%
固定资产	72.4	224.3	258.6	503.3	770.8	ROIC	66.5%	56.2%	25.5%	37.7%	23.4%
在建工程	1.4	12.3	73.7	468.0	93.6	费用率					
无形资产	22.0	21.4	21.0	94.0	92.2	销售费用率	1.2%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%
其他非流动资产	6.1	12.4	21.7	26.7	22.5	管理费用率	3.5%	4.1%	3.0%	2.8%	2.7%
资产总额	522.6	1,107.9	1,318.5	3,160.4	3,929.8	财务费用率	0.4%	-0.8%	-0.3%	-0.2%	-0.1%
短期债务	121.8	26.7	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	5.1%	4.4%	3.6%	3.5%	3.5%
应付账款	194.5	314.7	501.2	1,171.9	1,810.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	66.0%	33.2%	41.4%	39.0%	47.7%
其他流动负债	12.3	17.8	22.2	24.5	22.3	负债权益比	193.9%	49.7%	70.5%	63.9%	91.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	(¥1.26)	(¥2.33)	(¥1.77)	(¥1.71)	(¥1.60)
其他非流动负债	10.0	8.7	11.7	26.1	32.7	速动比率	(¥1.12)	(¥1.99)	(¥1.47)	(¥1.40)	(¥1.27)
负债总额	344.8	367.9	545.2	1,232.5	1,875.4	利息保障倍数	(¥27.64)	(¥10.66)	(¥27.04)	(¥48.43)	(¥67.51)
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	75.0	100.0	200.0	250.0	250.0	DPS(元)	(¥-)	(¥0.25)	(¥0.35)	(¥0.62)	(¥1.06)
留存收益	102.9	640.0	573.3	1,677.9	1,804.4	分红比率	0.0%	67.6%	67.6%	67.6%	67.6%
股东权益	177.9	740.0	773.3	1,927.9	2,054.4	股息收益率	0.0%	1.6%	2.2%	3.9%	6.6%
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	49.7	74.0	102.7	230.5	390.5	EPS(元)	(¥0.25)	(¥0.37)	(¥0.51)	(¥0.92)	(¥1.56)
加: 折旧和摊销	10.8	16.2	34.8	69.3	108.8	BVPS(元)	(¥0.89)	(¥3.70)	(¥3.87)	(¥7.71)	(¥8.22)
资产减值准备	6.5	-4.3	5.3	12.4	19.6	PE(X)	64.8	43.5	31.4	17.5	10.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	18.1	4.4	4.2	2.1	2.0
财务费用	1.2	1.0	-4.3	-5.5	-6.7	P/FCF	27.4	-10.9	-25.7	-4.9	120.4
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	6.2	3.7	2.4	1.3	0.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	47.1	20.1	11.2	7.1
营运资金的变动	-23.2	-49.7	-10.4	-203.0	-323.7	CAGR(%)	66.8%	74.1%			
经营活动产生现金流量	42.1	42.6	128.2	103.7	188.4	PEG	1.0	0.6			
投资活动产生现金流量	-35.3	-203.8	-135.1	-781.2	-	ROIC/WACC	6.7	5.6	2.6	3.8	2.3
融资活动产生现金流量	97.7	327.3	-81.8	929.6	-257.3	REP	-	1.9	2.0	0.6	0.8

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	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人		
010-59113593	mazn@essence.com.cn		
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@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