

阳光电源 (300274)

龙头优势显著，多核驱动增长

股价：RMB 31.36-33.6

分析师

王海生
SAC 执业证书编号:s1000511030005
021-68498537
wanghaisheng@mail.htlhsc.com.cn

袁瑶
SAC 执业证书编号:s1000511040002
(021) 6849 8607
yuanyao@mail.htlhsc.com.cn

- **阳光电源作为国内光伏逆变器的第一品牌**，2010 年的国内市场占有率为 42.8%，名列第一。在规模、技术、品质、品牌等方面领先国内竞争对手，并积极进军海外市场。在短期内光伏市场增长速度放缓的大环境下，市占率有望快速提升，带动业绩持续增长。

- **多优势打造中国逆变器龙头：**
规模：大幅领先于其他国内逆变器企业，是国内少数能够拿到 IGBT 长单供应的企业，同时在其他原材料采购方面也能享受到规模化带来的折扣。这种规模优势将伴随后期出货量的成长，逐步提升，有助于进一步降低制造成本。

软实力：除了规模、技术、品质、品牌之外，公司目前积极开展售后服务的商业模式探索，尤其在国内市场的服务能力，是海外品牌及其他国产品牌无法相比的。进一步增强了品牌竞争力与同类产品溢价能力。

国产化：在人工、常规物料采购等方面非常显著，以较高的性价比与海外品牌竞争。

- **多核心驱动业务持续高速增长：**
本土市场：作为当之无愧的国内逆变器一哥，2011-2012 年国内市场的高速成长是公司业绩的最大保障。

海外市场：公司逐步获得品质认证、海外融资条件及客户的认可，已成功打入海外市场。凭借性价比优势，我们预计公司海外市场的出货量将稳步提升。

风能变流器产品逐渐获得国内客户认可，在进口替代的趋势下稳步成长。

- **盈利预测：**我们以此测算公司 2011/2012 年营收将分别达到 9.7 亿/14 亿元，对应 EPS 分别为 1.12 元和 1.45 元。综合考虑 A 股相关上市公司的估值水平，公司本身国内行业龙头低位带来的估值溢价。以及大盘的近期波动的风险，我们认为给予公司 2011 年 28-30 倍 PE 有足够安全边际，对应询价范围在 31.36-33.6 元。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	134
流通 A 股 (百万股)	0
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	599	969	1400	1906
(+/-%)	232%	62%	44%	36%
归属母公司净利润(百万元)	148	201	260	328
(+/-%)	320%	36%	29%	26%
EPS(元)	0.83	1.12	1.45	1.83

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

公司概况	4
主营业务	4
首发及募投项目简介	4
光伏市场趋势——短期维持中性增速，平价上网降至	5
短期需求：传统市场下滑抵消新兴市场增长，明年需求仅温和上升	5
光伏平价上网降至	6
光伏逆变器市场趋势与竞争格局	7
阳光电源核心优势显著，多核驱动增长	9
多优势打造中国逆变器龙头	9
多元化驱动业务成长	11
盈利预测	13
估值及询价建议	14
风险提示	14

图表目录

图 1: 公司营收与毛利率情况	4
图 2: 公司主营业务结构	4
图 1: 2011-2012, 光伏各国装机量预测	5
图 2: 近期各主要市场动态	6
图 3: 光伏进入平价上网前的转型期	6
图 3: 2010 年全球各类型逆变器出货量	7
图 4: 新兴市场: 微逆变器与功率优化	7
图 5: 光伏逆变器市场容量增长趋势	8
图 6: 逆变器售后服务市场“水涨船高”	9
图 7: 逆变器售后服务的类型占比	9
图 8: 2011 H1 逆变器直接材料成本构成	10
图 9: 售价与毛利率比较: 阳光电源 vsSMA	10
图 10: 2010 年成本构成比较: 阳光电源 vsSMA	10
图 11: 中国光伏市场增长预测	11
图 12: 2010 年中国逆变器市场份额	11
图 13: 公司 2010 年市场结构	12
图 14: 公司 2011 H1 市场结构	12
图 15: 全球风电年装机量	13
表格 1: 募集资金运用	4
表格 2: 2009-2010 年光伏逆变器全球市场份额	8
表格 3: 公司主营业务收入预测	13
表格 4: 同行业公司相对估值	14
表格 5: 利润表预测 (百万元)	15

公司概况

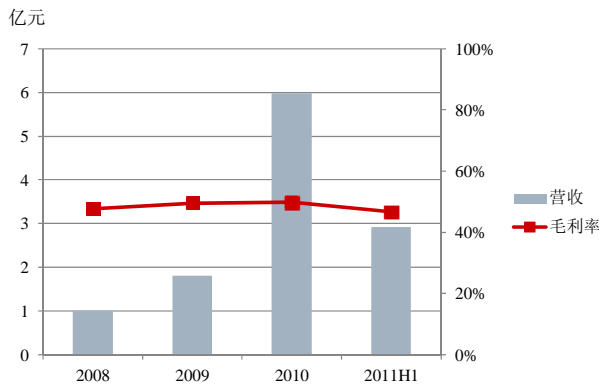
主营业务

合肥阳光电源成立于 1997 年，公司主营业务是新能源行业的关键电气设备——太阳能光伏逆变器与风能变流器，以及其它电力电源等。公司经过长期的技术积累，具备国际水平的成熟技术与产品，近年来受益于全球及中国新能源市场的爆发式启动，业绩得到了快速成长。2010 年营收同比增长 232%，达到 6 亿元，归属母公司净利润 1.48 亿元。是目前国内光伏逆变器行业的龙头企业。

光伏逆变器是太阳能光伏发电系统的关键设备，其作用是将太阳电池发出的直流电转化为符合电网电能质量要求的交流电（DC->AC），是公司的核心业务。自 2008 年到 2011 年上半年，光伏逆变器营业收入占比分别为 72%、68%、92%、88%，营业毛利占比分别达到 72%、69%、94%、92%。

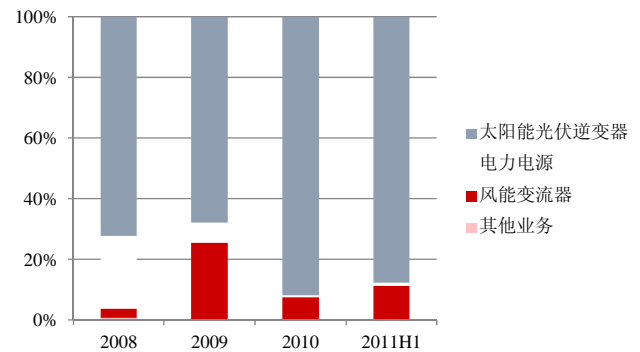
风能变流器是风力发电机组的关键部件之一，其作用是通过控制发电机的电磁转矩，从而使风轮的转速处于最佳发电功率，同时将风力发电机发出的不稳定的交流电能，经过交流-直流-交流转换，变为稳定的、符合电网电能质量要求的交流电能馈入电网，一般分为双馈型和全功率型两类。

图 1： 公司营收与毛利率情况



资料来源：招股书，华泰联合证券研究所整理

图 2： 公司主营业务结构



资料来源：招股书，华泰联合证券研究所整理

首发及募投项目简介

公司本次计划发行 4,480 万股，发行后总股本 17,920 万股。本公司控股股东及实际控制人是曹仁贤先生，持有发行后总股本的 38.84%。4 个主要的募投项目及资金使用计划如下表：

表格 1： 募集资金运用

序号	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
1	年产 100 万千瓦太阳能光伏逆变器项目	24 个月	10,649.48	9,735.52	20,385.00
2	研发中心建设项目	18 个月	5,827.53	3,137.90	8,965.43

3	全球营销及服务平台建设项目	12 个月	3,285.00	-	3,285.00
4	其他与主营业务相关的营运资金项目	-	-	-	-
合计		-	19,762.01	12,873.42	32,635.43

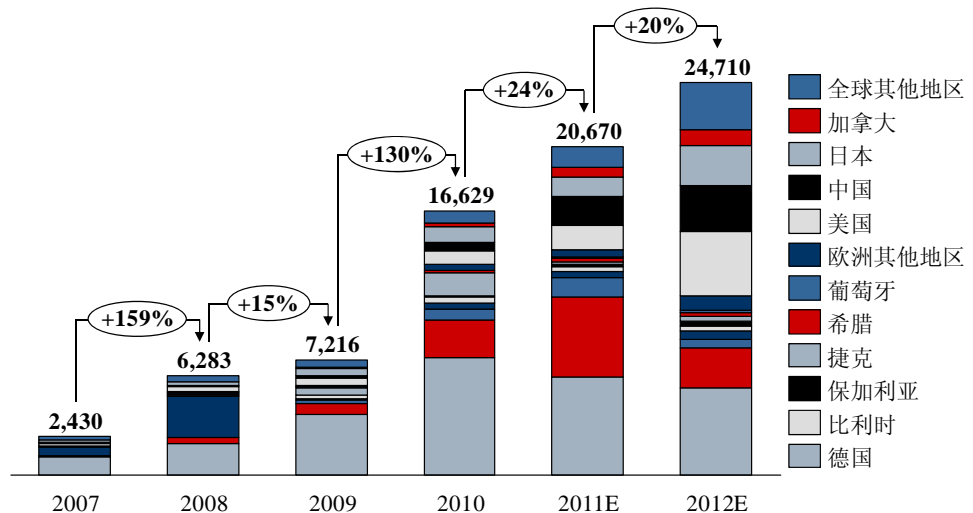
资料来源：招股书，华泰联合证券研究所

光伏市场趋势——短期维持中性增速，平价上网降至

短期需求：传统市场下滑抵消新兴市场增长，明年需求仅温和上升

2010 年，得益于意大利和德国市场装机量翻番，光伏市场大幅增长 130%，一跃进入 10GW 时代，达到 16.6GW。我们认为今年光伏市场需求，主要来自欧洲的德国、意大利、法国，及新兴市场中国、美国和日本。明年欧洲 3 国需求将集体下滑，而新兴市场的需求集体爆发，总量增速 20% 左右水平，是历史上的“小年”。

图 3： 2011-2012，光伏各国装机量预测



资料来源：EPIA，2011-2012 年数据为华泰联合证券研究所估算

- 德国：今年仍旧是全球最大的光伏市场，保持稳定放量，原因在于成熟的市场体系与稳定可靠的内部回报率。我们预计明年年初补贴将会下调 18%，但随着今年光伏组件及系统成本的大幅下降，德国明年依然能够维持客观的市场需求。
- 意大利：该市场下半年难有新的亮点——该市场今年的装机量大多数来自于去年未并网项目，今年下半年地面电站受限，而屋顶项目的单一拉动力不足。意大利市场机会在于日照资源条件优厚，已实现居民侧平价上网。
- 美国：我们预计，新十年，美国市场崛起。

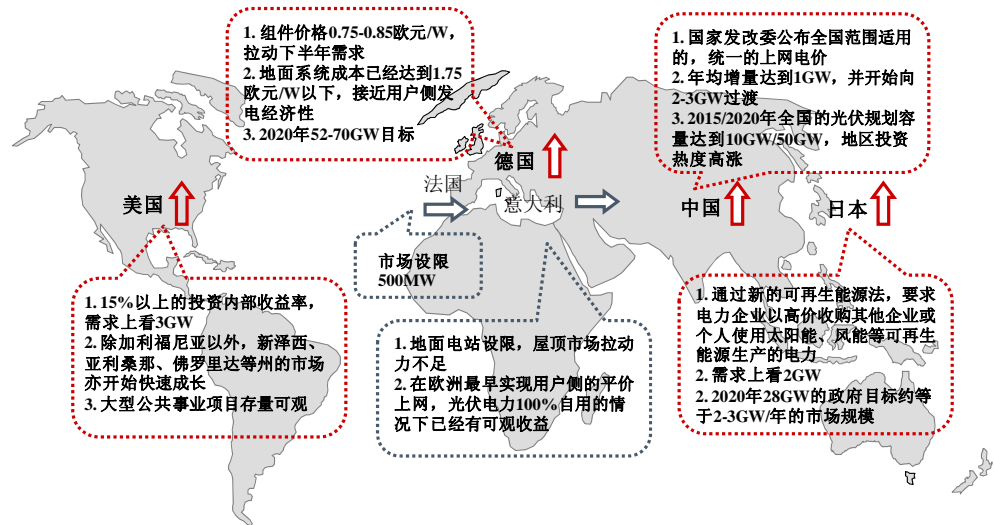
1) 由地方市场转变为全国市场。相比 09 年仅有 5 个州装机量超过 10MW, 10 年 10 个州的装机量均超过 10MW, 最大的加利福尼亚州新增装机容量由 2009 年的 48.7% 下降至 29.5%。然而，排名前 10 的州仍旧代表了 85% 的美国市场。

2) 公用事业项目成为新的增长点。传统上，美国市场由商业屋顶项目引领，民用屋顶项目紧随其后，公用事业项目排最末，2010 年之前，每年公用事业光伏装机量从未突破 100MW。在 08 年的投资税费减免法案修订稿(Investment Tax Credit, ITC)中，公用事业项目被首次纳入其中，同样享受系统初装抵税 30%，

大大地刺激了公用事业的发展。美国公用事业项目存量可观，四年内已签约项目存量各为 690MW, 1075MW, 1947MW, 1100MW。

- 中国：我们看好明后年的中国市场，超预期是大概率事件，理由是来自地方大型地面电站项目的需求。这些项目主要分布于青海、甘肃、宁夏、西藏等西部地区，投资主体是电力央企（如中电投青海 200MW 项目将于今年建成并网），并有少量民营光伏企业的项目（如超日西藏 10MW 项目）。保守估计这批由地方政府配合央企及民营光伏企业建设的大型地面电站项目将由去年的 220MW 增加至今年的 1500MW 左右，明年将达到 2000MW。我们预计 2011, 2012 年中国市场装机容量将达到 2GW, 3GW。

图 4： 近期各主要市场动态

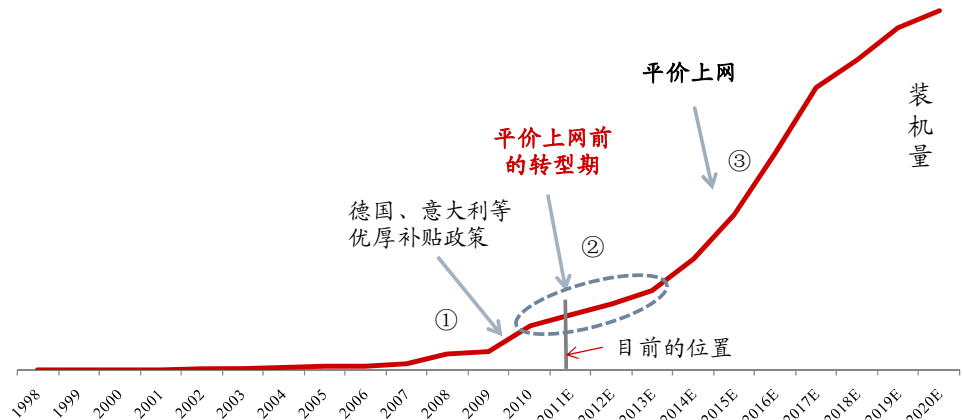


资料来源：公开资料，部分由华泰联合证券研究所估算

光伏平价上网降至

政府的补贴已难以支持光伏市场的快速成长，只有发电经济性，即平价上网的实现，才能成为市场持续快速增长的驱动力。我们将由政府的优厚补贴政策打开的需求市场至平价上网打开市场的中间地带称为平价上网前的转型期。发电经济性主要来自于：1) 产品成本下降。经历了多轮急跌，成本下降已经开始放缓，但距离发电侧平价上网还有很大差距；2) 开发成本下降。开发商环节目前成本仍高，主要是竞争格局分散，管理、融资成本均高，议价力弱。

图 5： 光伏进入平价上网前的转型期



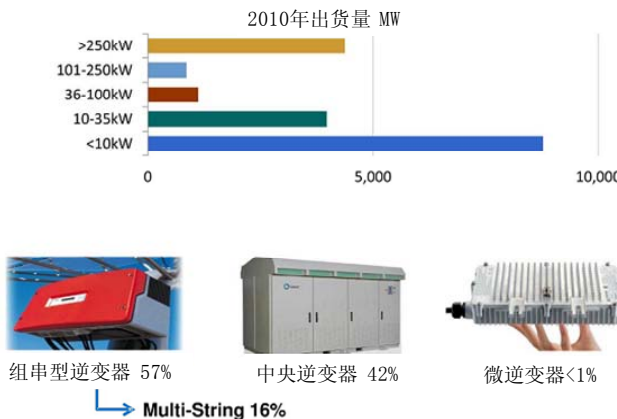
资料来源：华泰联合证券研究所

光伏逆变器市场趋势与竞争格局

在太阳能光伏发电系统中，太阳能通过太阳电池组件转化为直流电能，再通过光伏逆变器中的功率变换及控制系统将直流电能转化为符合电网电能质量要求的交流电。光伏逆变器的可靠性、高效性和安全性直接影响到整个太阳能光伏发电系统的发电量及运行稳定性，是整个光伏发电系统中的关键设备。

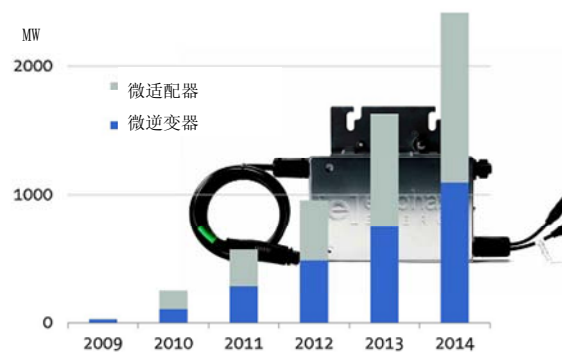
光伏逆变器一般分类为：组串型光伏逆变器，功率范围主要是从 1 千瓦~30 千瓦；电站型光伏逆变器，功率范围主要是从 30 千瓦~1000 千瓦，甚至更大。其中，前者主要应用于住宅型屋顶和一些小型商业屋顶，后者主要应用于大型商业屋顶、工业厂房和大型地面光伏电站，两者的市场占比接近。另外，功率等级在 200 瓦~500 瓦的微型逆变器，可方便地在幕墙、窗台、小型屋面上使用，并有效降低阴影遮挡带来的损耗，虽然当前市占率不足 1%，但却是增长最快的一个细分市场。

图 6： 2010 年全球各类型逆变器出货量



资料来源：IMS，华泰联合证券研究所整理

图 7： 新兴市场：微逆变器与功率优化

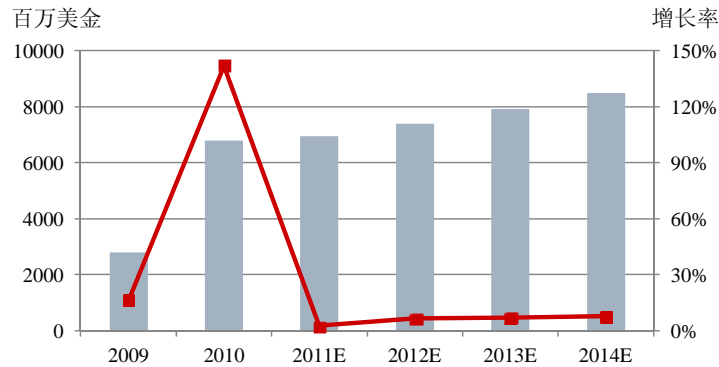


资料来源：IMS，华泰联合证券研究所整理

目前阳光电源已推出的光伏逆变器产品主要涵盖了 1.5KW~30KW 组串型及 30KW~630KW 的电站型。

光伏逆变器的市场容量取决于光伏装机量的增长。2010年由于光伏市场的翻倍成长，全球光伏逆变器产值超过67亿美金，增速达到140%。预计今后两年增速将进入平缓期，在20%左右。同时由于逆变器成本与价格的持续下滑，导致产值的增长幅度在5%左右。

图 8： 光伏逆变器市场容量增长趋势



资料来源: IMS, 华泰联合证券研究所整理

据 IMS 统计，2011 年全球各类逆变器的产能将达到 50.4GW，相对过剩。虽然逆变器工厂的产能调整弹性较高，但依然使的市场进入一个竞争加剧的阶段。全球范围来看，SMA 一家独大占据 31% 的市场，但份额在逐步被蚕食，全球前 15 家企业 2010 年市占率达到 82.7%，相比 2009 年进一步提升。

阳光电源 2010 年市占率 2.3%，全球排名第 13 位，相比 09 年进一步提升。凭借综合实力，并借助中国市场的启动，预计 2011 年将挤进前十。

表格 2: 2009-2010 年光伏逆变器全球市场份额

排名	公司	2010	2009
1	SMA	31.0%	37.8%
2	Power-One	10.4%	4.6%
3	Fronius	6.2%	9.4%
4	Kaco	5.4%	6.9%
5	REFU sol	3.2%	<2.4%
6	Siemens	3.1%	<2%
7	Danfoss	3.1%	2.2%
8	Sputnik	3.1%	4.2%
9	Schneider	2.7%	2.8%
10	Elettronica Santerno	2.7%	<2%
11	Mastervolt	2.4%	<2%
12	Ingeteam	2.4%	2.7%
13	阳光电源	2.3%	<2%
14	Satcon	2.3%	1.5%
15	Diehl AKO	2.1%	<2%
	其他	17.3%	18.8%

资料来源: IMS, 华泰联合证券研究所整理

阳光电源核心优势显著，多核驱动增长

多优势打造中国逆变器龙头

软实力

技术能力：公司产品的关键指标如转换效率，最大功率追踪效率均达到国际水平，并引领国内太阳能光伏逆变器的技术方向，主持起草了光伏逆变器的国家标准：《并网光伏发电专用逆变器技术要求和试验方法》。2010年，在国际权威专业杂志《Photon》（德文版）的评测中，公司的4千瓦逆变器获得“A”级，是当时唯一获得该项荣誉的境内企业。

同时为保证稳定、安全的电网运行，市场对光伏逆变器不断提出新的技术标准，如低电压穿越、无功调节等，对新进业者行程一定壁垒。

品质认证：公司太阳能光伏逆变器产品通过了“金太阳”（中国）、CE认证（欧盟）、TÜV（德国）、ETL（美国）、DK5940（意大利）、AS4777（澳大利亚）等多项国内/国际权威认证，符合全球多个国家的准入标准。同时作为一家1997年成立的公司，其产品品质经受了长期的时间检验。

品牌优势：公司的产品先后成功应用于上海世博会、北京奥运鸟巢、国家“金太阳”工程、敦煌20兆瓦特许权光伏电站、宁夏太阳山30兆瓦光伏电站、京沪高铁上海虹桥客运站、湘电风能项目、内蒙古通辽风场项目、国家“送电到乡”工程、青藏铁路、南疆铁路等等众多标志性的光伏和风力发电项目，这些标志性项目的完成，巩固了公司在业内的地位，取得了良好的业绩和品牌效应。

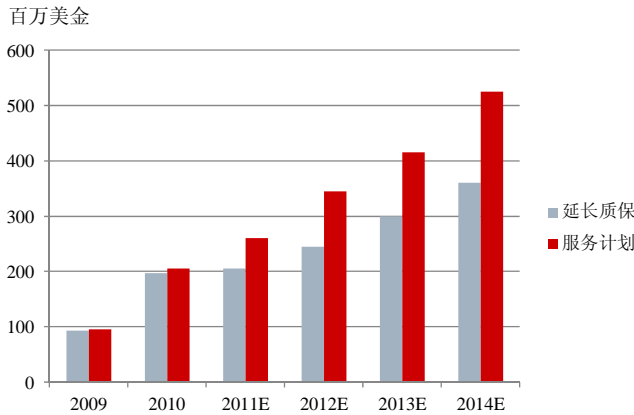
售后服务能力

由于光伏逆变器需要配合组件使用20年以上寿命，逆变器的部分核心电子元器件在使用10年左右之后需要更换。因此除了关键技术指标之外，可靠性与售后服务能力也成为一项关键的竞争要素。据IMS测算，逆变器售后服务市场未来3年将实现翻倍增长，达到8亿美金的规模。

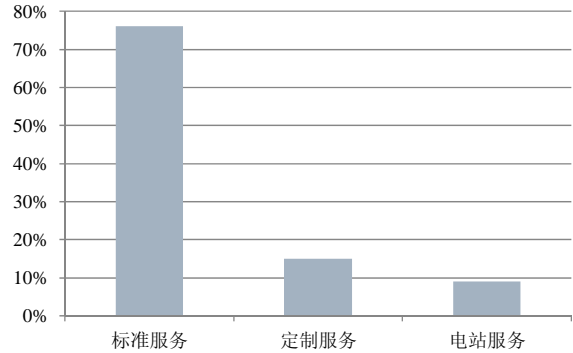
公司目前积极开展售后服务的商业模式探索，同时增强业绩与竞争力。在中国主要市场区域及欧洲等海外市场设立了服务团队，能够第一时间对客户的产品进行维护或更换。尤其在国内市场的服务能力，是海外品牌及其他国产品牌无法相比的。进一步增强了品牌竞争力与同类产品溢价能力。

图 9： 逆变器售后服务市场“水涨船高”

图 10： 逆变器售后服务的类型占比



资料来源: IMS, 华泰联合证券研究所整理



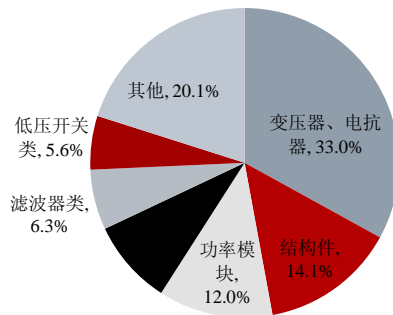
资料来源: IMS, 华泰联合证券研究所整理

规模成本优势

大型逆变器中, IGBT 等大功率元器件短期看依然相对紧缺, 全球仅英飞凌、三菱、赛米控、富士等少数企业能够生产。公司在规模上大幅领先于其他国内逆变器企业, 如冠亚电源、颐和、科诺伟业、山亿等。是国内少数能够拿到 IGBT 长单供应的企业。同时在其他原材料采购方面也能享受到规模化带来的折扣。

公司的规模优势将伴随后期出货量的成长, 逐步提升, 有助于进一步降低制造成本。

图 11: 2011 H1 逆变器直接材料成本构成



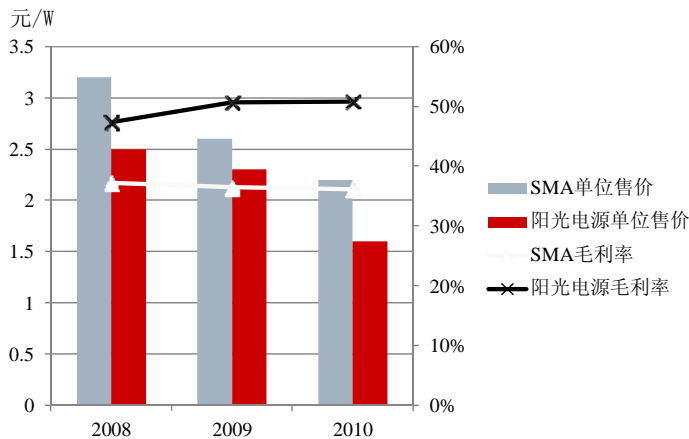
资料来源: 招股书, 华泰联合证券研究所整理

国产化优势

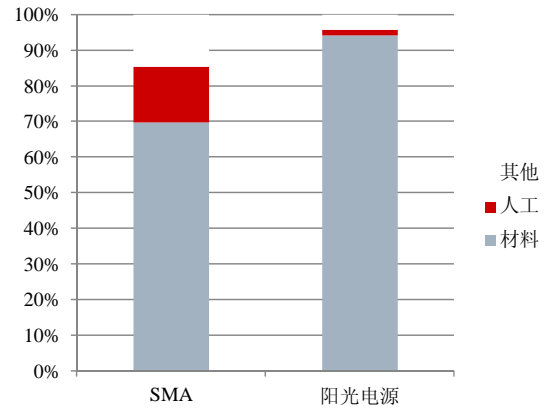
公司的人工占比仅 1.6%, 远低于 SMA 的 15.7%, 国产化的优势显著。由于两公司的产品构成比例不同, 因此在总体的售价、成本及毛利率方面的比较存在误差。但阳光电源同样有比较明显的优势。

图 12: 售价与毛利率比较: 阳光电源 vsSMA

图 13: 2010 年成本构成比较: 阳光电源 vsSMA



资料来源: 招股书, 华泰联合证券研究所整理



资料来源: 招股书, 华泰联合证券研究所整理

多元化驱动业务成长

借助国内市场腾飞

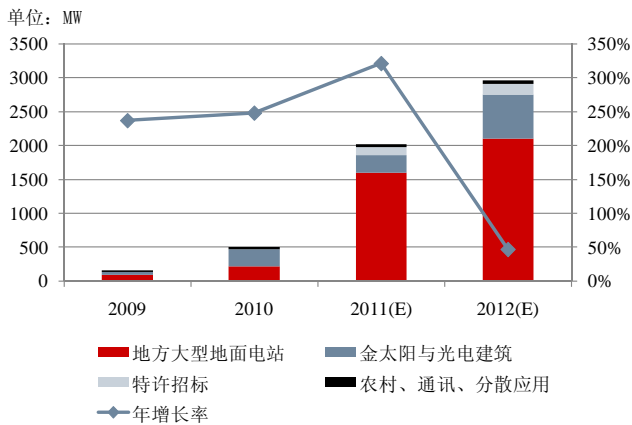
国家发改委于今年7月底正式公布全国范围适用的, 统一的上网电价: 1) 既有在建项目, 如果同时满足7月1日前完成核准, 及年底前建成, 则享受1.15元/度电价。2) 新项目, 全国除西藏外执行1元/度电价, 但未来会考虑下调, 西藏维持1.15元/度电价; 3) 光伏电价超出煤电标杆价部分, 通过全国征收的“可再生能源电价附加”解决。促成了2011年中国光伏市场的又一轮大幅增长。

我们预期2011年中国光伏市场总量或将超过2GW, 其中包括金太阳及光电建筑项目约400MW, 青海省地面电站1010MW, 其他其他省份地面电站项目约600MW, 及少量离网应用及分散市场。2012年总量预计将达到3GW, 其中金太阳及光电建筑项目约700MW, 青海省地面电站在1000MW左右, 其他其他省份地面电站项目将超过1000MW。

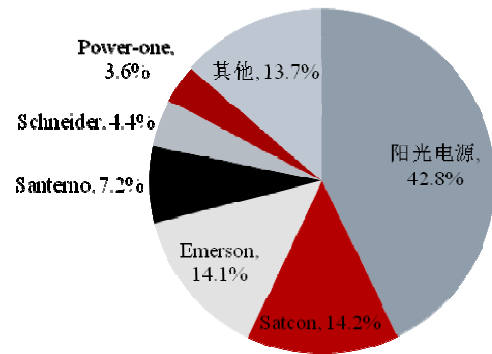
中国市场的启动, 阳光电源受益较大。根据中国资源综合利用协会可再生能源专业委员会统计数据, 公司光伏逆变器2010年的国内市场占有率为42.8%, 名列第一, 大幅领先于其它竞争者。作为本土市场当之无愧的逆变器一哥, 2011-2012年国内市场的高速成长是公司业绩的最大保障。

图 14: 中国光伏市场增长预测

图 15: 2010年中国逆变器市场份额



资料来源：发改委能源研究所，华泰联合证券研究所



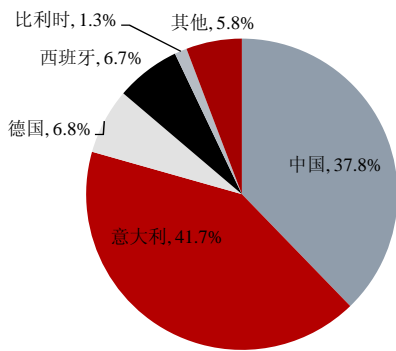
资料来源：中国资源综合利用协会可再生能源专委会

积极开拓海外市场

海外市场主要存在 3 个门槛：1) 海外品质认证：如 TUV、ETL 等，中上水平的国内企业一般都可以做到；2) 海外银行的融资能力：企业规模、品牌及产品可靠性的综合条件，门槛较高；3) 业主客户的认可：产品性价比达标，逆变器的转换效率能够达到国际进口水平，从而保证电站的收益。

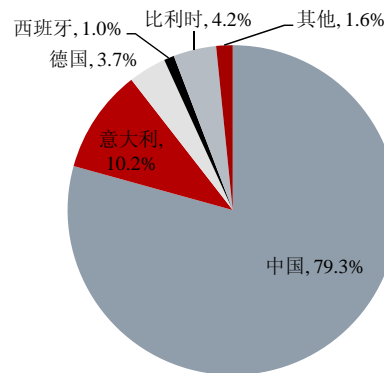
自 2010 年起，公司产品通过渠道商的形式，已经成功打入海外市场，如意大利、德国、比利时等，说明公司实力与产品均得到认可。凭借性价比优势，我们预计公司海外市场的出货量将稳步提升。

图 16： 公司 2010 年市场结构



资料来源：招股书，华泰联合证券研究所

图 17： 公司 2011 H1 市场结构



资料来源：招股书，华泰联合证券研究所

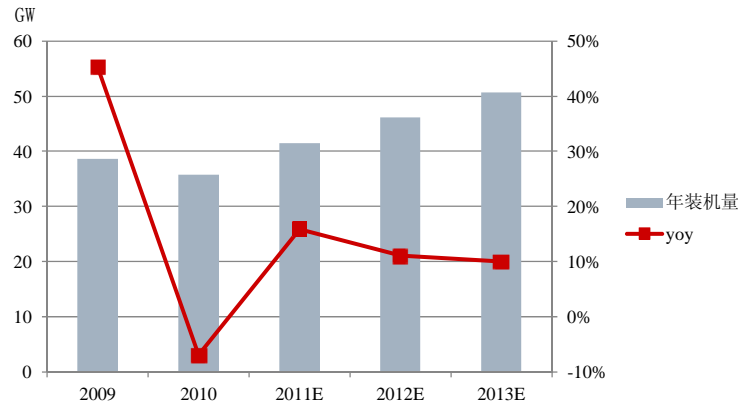
风能变流器业务

我国具有较为丰富的风能资源，风能发电发展较快，2010 年新增装机容量 18.9GW，居世界第一，同时累积装机量达到 44.7GW，跃居世界首位。然而由于我国风力发电整体技术起步较晚，目前风能变流器市场主要被美国超导、ABB、Converteam、西门子国外品牌占据。未来国内风电市场面临增速放缓甚至衰退的风险，但在风能变流器环节有进口替代的市场空间。

公司与湘电风能、东汽自控、北车风电、长星风电等多个整机厂合作，提供的变流器获得整机厂认可，已通过了低电压穿越测试及欧盟的 CE 认证，目前，国外品牌风能变流器占有国内主要市场份额，公司与禾望电气、科诺伟业等处于国产风能变流器行

业的第一梯队。随着产品日趋成熟及客户对阳光电源产品的进一步验证和认可，我们认为阳光电源将凭借成本优势、及时维护优势等，逐步提高其在国内风能变流器市场中的占有率，在价格企稳的趋势下，出货量及营收将维持较快的增长。

图 18： 全球风电年装机量



资料来源：GWEC，华泰联合证券研究所整理

盈利预测

营收预测：同时根据招股书披露，公司截止上半年在手订单有 6.1 亿，不含金太阳中标项目。由于受光伏行业的一贯周期影响，下半年需求环比更加旺盛，由此将带动公司下半年的海外市场出货；同时公司受益于国内光伏上网电价的推出及市场的启动，2011/2012 年国内市场分别 2/3GW 的规模，即便考虑公司市占率的下滑，我们也认为公司今年两年两年的出货量将大幅增长，分别至 0.85/1.4GW。

单价与毛利：我们假设公司规模优势下成本将逐渐下降 5-10%。逆变器单价在今明两年的竞争期价格下浮 20%左右。

其他业务：假设风电变流器、电源等其他业务以同期相比逐渐下降的合理增速成长。

我们以此测算公司 2011/2012 年营收将分别达到 9.7 亿/14 亿元，对应 EPS 分别为 1.12 元和 1.45 元。

表格 3：公司主营业务收入预测

	2010	2011 H1	2011E	2012E	2013E
光伏逆变器：					
营收 百万元	550.71	256.02	847.95	1,217.59	1,658.44
规模 MW	343	203	823.25	1,399.53	2,099.29
单价 元/W	1.61	1.26	1.03	0.87	0.79
毛利率	50.8%	49.1%	44.0%	40.0%	38.0%
风能变流器：					
营收 百万元	43.32	31.83	112.44	170.19	231.45
规模 MW	122	84	303.90	486.24	680.74
单价 元/W	0.36	0.38	0.37	0.35	0.34
毛利率	37.6%	27.6%	28.0%	25.0%	25.0%
其他：					

营收 百万元	4.80	4.30	8.64	12.10	15.73
毛利率	46.3%	44.4%	45.0%	40.0%	40.0%

资料来源：华泰联合证券研究所估算

估值及询价建议

目前取 A 股上市公司中暂时没有以光伏逆变器为主业的公司，因此我们选取电力设备及新能源板块中业务涉及光伏逆变器的企业为样本，与阳光电源进行比较。相关公司有科士达、汇川技术、许继电器及科华恒盛。股价选取 2011 年 10 月 18 日的收盘价，盈利预测取 Wind 统计数字的中值。

表格 4：同行业公司相对估值

股票代码	公司名称	股价	EPS		PE	
			2011E	2012E	2011E	2012E
002518	科士达	25.07	0.83	1.16	30.20	21.61
300124	汇川技术	67.62	1.81	2.66	37.36	25.42
000400	许继电器	22.89	0.50	0.67	45.60	34.23
002335	科华恒盛	19.75	0.73	0.94	26.91	20.96

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

上述上市公司在 2011 年的 PE 平均为 35.02 倍。根据我们的测算，阳光电源 2011 年每股收益为 1.12 元，对应的股价为 39.22 元。考虑到公司是国内行业的龙头，综合竞争力方面占据优势，未来的业绩成长性优于同行业，应享受一定的估值溢价。

由于公司主业是国内光伏市场，因此受海外债务风险的影响相对较小，但考虑近期中国宏观经济及大盘的下调风险，我们认为给予公司 2011 年 28-30 倍 PE 是有足够安全边际的，对应询价范围在 31.36-33.6 元。

风险提示

市场风险：光伏市场对各国补贴政策的依赖性较强，整体增速存在不确定风险；中国市场增长达不到预期的风险；欧洲及美国的债务危机将影响公司对海外市场的开拓进展。

国内市场竞争：跨国电力公司加大中国市场逆变器的发展力度，以及国内较多的电力器件背景的公司开始进入光伏逆变器行业，促使竞争加剧。公司毛利率下滑速度可能高于预期。

表格 5：利润表预测（百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	599	969	1400	1906
营业成本	300	561	865	1211
营业税金及附加	0	1	1	1
营业费用	54	87	115	156
管理费用	79	102	129	173
财务费用	3	-8	-6	-13
资产减值损失	7	9	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	155	218	286	365
营业外收入	18	15	17	16
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	172	234	302	382
所得税	24	33	42	54
净利润	148	201	260	328
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	148	201	260	328
EBITDA	157	213	282	356
EPS（元）	1.10	1.12	1.45	1.83

资料来源：华泰联合证券研究所测算



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。