

# 占据优势，路径清晰

评级: **买入-A**

上次评级:

目标价格: **47.4 元**

期限: 6 个月 上次预测:

现价 (2011 年 12 月 01 日): 36.93 元

报告日期: **2011-12-02**

## 报告关键点:

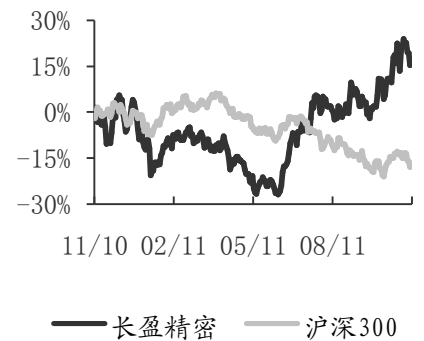
- 公司依托模具开发和精密加工能力承接连接器和屏蔽件产业转移，产品和客户开发成长路径清晰
- 明年金属外观件有望超预期
- 目标价47.4元，未来6个月买入-A的评级

## 报告摘要:

- 公司主要产品是移动通信终端连接器和屏蔽件，2010年合计收入占比80%以上。公司近年业绩增长一方面受益于老客户华为中兴需求放量和新客户三星等的加入，另一方面受益于高端连接器产品占比提升带动毛利率提升。公司2011年前三季度收入同比增长61%，净利润同比增长80%。
- 受益产能转移，享受低端智能手机飞跃式增长机遇** 在全球电子产业产能向大陆转移的背景下，连接器和结构件由于其技术门槛在于工艺而非研发创新，其关键模具能力更多取决于技师水平，使大陆企业有机会通过技师队伍培养逐步具备承接产业转移的能力。在今年到明年低端智能手机需求飞跃式增长的背景下，公司立足华为中兴三星等优势客户，成长性确定。
- 模具开发优势造就清晰成长路径** 公司的技术优势主要在于模具开发能力和精密加工能力，使公司得以围绕手机和平板电脑进行多产品延伸及产品升级以深挖现有客户和开拓新客户。未来公司将围绕新客户加新产品两个维度实现增长。
- 明年增长点: (1) 连接器和屏蔽件产品:** 2.38亿只屏蔽件和5亿只连接器等扩产项目将于今年年底到明年陆续达产，产能瓶颈将得到缓解。客户方面有三星、LG和MOTO的加入以消化新增产能。**(2) 金属外观件明年有望大幅放量** (3) 若BTB连接器研发成功，**高端连接器将继续提升毛利率。**
- 预计公司2011年-2013年营业收入分别为8.25亿元、15.2亿元和19.5亿元；实现归属于母公司净利润分别为1.6亿元、2.7亿元和3.4亿元，对应公司每股收益分别为0.94元、1.58元和1.99元。结合相关公司的估值，给予公司2012年30倍的PE，未来6个月买入-A的评级，目标价47.4元。
- 风险提示:** 智能手机需求增加低于预期，金属外壳手机需求低于预期

总市值(百万元)	6,351.96
流通市值(百万元)	2,242.03
总股本(百万股)	172.00
流通股本(百万股)	60.71
12个月最低/最高	21.88/68.90 元
十大流通股东(%)	48.99%
股东户数	4,124

## 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.98	26.84	40.36
绝对收益	(0.24)	17.99	22.74

张龙

021-68766113  
执业证书编号

首席行业分析师

zhanglong@essence.com.cn  
S1450511020030

## 报告联系人

李奇颖

021-68763692  
liqiy1@essence.com.cn

## 财务和估值数据摘要

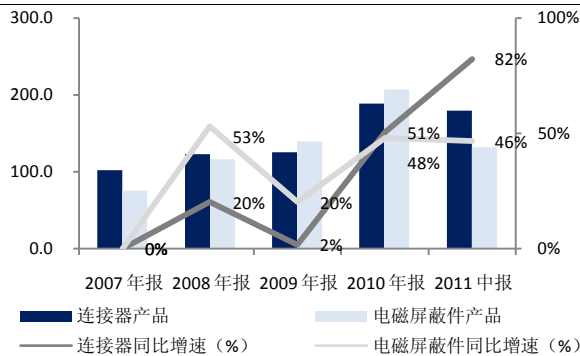
(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	276.0	476.4	825.4	1,515.4	1,948.6
Growth(%)	13.3%	72.6%	73.3%	83.6%	28.6%
净利润	54.2	90.8	162.2	272.5	342.7
Growth(%)	18.5%	67.4%	78.7%	68.0%	25.8%
毛利率(%)	37.7%	37.3%	36.0%	35.9%	35.4%
净利润率(%)	19.6%	19.1%	19.7%	18.0%	17.6%
每股收益(元)	0.32	0.53	0.94	1.58	1.99
每股净资产(元)	1.57	7.05	7.40	8.70	10.23
市盈率	118.0	70.5	39.4	23.5	18.7
市净率	23.6	5.3	5.0	4.3	3.6
净资产收益率(%)	20.0%	7.5%	12.7%	18.2%	19.5%
ROIC(%)	34.0%	42.4%	28.5%	26.0%	21.6%
EV/EBITDA	-	39.5	31.6	18.8	15.1
股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 1. 公司简介——连接器和屏蔽件为主的产品结构

连接器和屏蔽件是公司的收入和利润支柱。总体来看，连接器相对于屏蔽件更具有发展潜力，主要因为长远来看连接器产品仍有不少向高端延伸和横向拓展的空间。

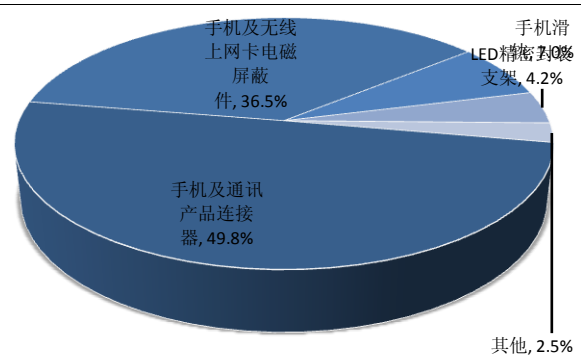
在公司销售费用率和管理费用率基本稳定的背景下，净利率的走势和毛利率的走势基本一致。主要由于金属原材料价格上升，公司屏蔽件毛利率呈下降趋势。但有赖于卡内连接器等高毛利率连接器产品收入占比提升以及自动化程度提高，公司综合毛利率得以保持稳定。

图 1 公司屏蔽件和连接器产品仍保持高速增长



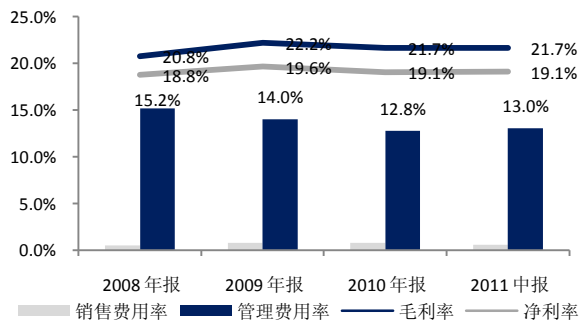
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2 屏蔽件和连接器仍是最主要收入支柱



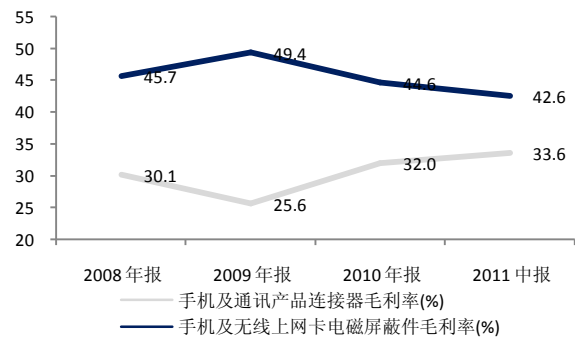
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 3 毛利率是影响净利率的最主要因素



数据来源：WIND、安信证券研究中心

图 4 毛利率保持稳定归功于连接器毛利率上升



数据来源：WIND、安信证券研究中心

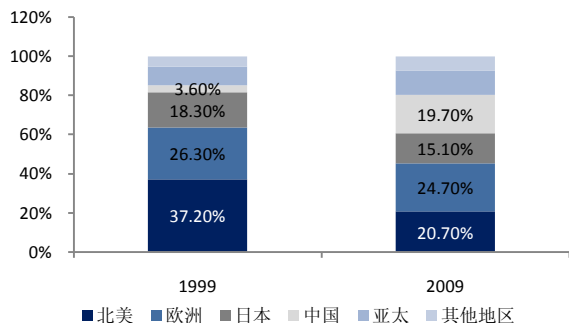
## 2. 公司面临全球连接器和结构件产业向中国转移的机遇

**凭借成本、市场和服务优势，大陆承接全球电子产业转移** 全球电子产业的转移逐步经历了欧美——日韩——台湾——中国大陆的过程，中国大陆厂商能够承接产业转移的前提是技术差距的缩小，这使得大陆厂商能够扮演跟随者角色，依托低成本和更好更快的服务从事生产。同时，中国居民的消费升级将为消费电子产品产业链提供巨大的市场和成长空间，金融危机客观上加速了产业转移的进程。

**连接器和结构件产品特性决定其向中国产能转移的趋势** 连接器和屏蔽件产品的主要竞争力不在于新技术新产品的创新研发，而是如何以更低的成本、更快速的响应客户需求，同时实现产品性能指标。因此其技术门槛不在于创新开发能力，而在于工艺、快速反应能力和低成本。因此中国企业有机会利用其服务、成本优势和不断提升的工

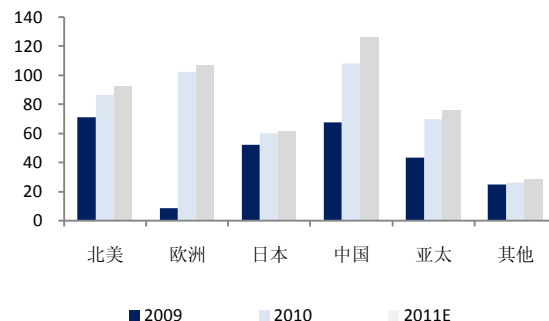
艺技术水平承接连接器和结构件产品的产能转移。

图 5 全球各地区连接器市场 10 年增长  
(1999-2009)



数据来源: Bishop & Association、安信证券研究中心

图 6 中国连接器市场已成为增长最快/最大的市场  
(单位: 亿美元)



数据来源: Bishop & Association、安信证券研究中心

### 产业转移过程中龙头企业受益

相对于国际巨头,国内龙头企业主要靠反应速度和性价比取胜。连接器和屏蔽件等产品目前在智能手机、平板电脑和笔记本等要求快速响应市场的应用增长明显,国际巨头虽然有品质优势,但响应速度太慢,市场逐渐被更注重服务、更有地缘优势的国内优质厂商抢占。同时,国内厂商如长盈精密价格比国际厂商便宜 30-40%。

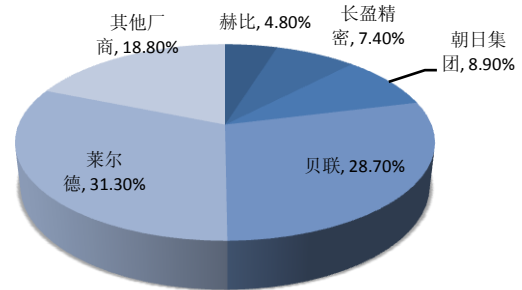
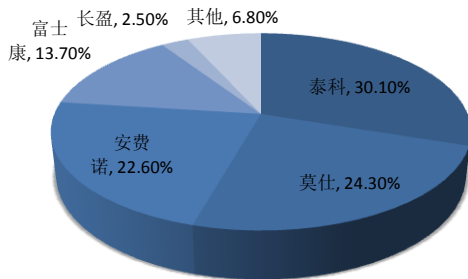
相对于国内厂商,国内龙头企业已经形成先发优势和壁垒。连接器和屏蔽件等精密电子零组件产品需要较长的认证时间,尤其是对国际大客户的供应关系相对稳定,有较高的客户壁垒。同时工艺的积累,技工队伍的培养都是在较长时间内完成的。优势企业具有明显的先发优势,能够借助产能转移以及移动互联网产品市场崛起的这一机遇迅速做大做强。

### 公司走在承接连接器和屏蔽件产能转移前列

- **公司是唯一进入电磁屏蔽件市场前五的国际企业** 电磁屏蔽技术及产品最早应用在电子产品应用技术发达的美国、日本、德国等国家,同时培养了技术与生产实力较强的全球性电磁屏蔽件厂商,多年来对全球电磁屏蔽件市场形成垄断控制的局面。赛迪统计数据显示,2009年,莱尔德、贝联、朝日电子及赫比等国外厂商占有率超过 70%,国内厂商中仅长盈精密进入 TOP5 行列,排名第四。公司在屏蔽件产品方面主要与国外手机在国内设厂的企业竞争。
- **公司是大陆承接连接器产能转移的龙头公司** 泰科电子、安费诺、莫仕等 3 家外资企业占据了中国移动通信终端和数码产品微小型精密连接器近 80% 的市场空间。2009 年富士康作为手机代工巨头,在中国企业中市场份额第一,达到 13.7%。长盈精密市场份额为 2.5%。公司在连接器产品方面主要同国外和台湾厂商竞争,另外深圳有一家良哲,但主要为山寨机供货。

目前国内企业承接国际连接器和结构件产能转移还面临一定的壁垒,主要在高端产品方面,模具精度、表面处理等距欧美日企业还有一定差距。在国内人工成本上涨的背景下,不断提高模具精度等技术工艺和自动化能力才能在产业格局转变的过程中得到生存发展。

图 5 中国市场主要数码产品和移动通信终端连接器 图 6 中国移动通信终端电磁屏蔽件市场销售额品牌厂商市场份额 (2009) 结构 (2009)



数据来源: 赛迪顾问《2009-2010 年中国电子产品五金零组件市场研究报告》、安信证券研究中心

数据来源: 赛迪顾问《2009-2010 年中国电子产品五金零组件市场研究报告》、安信证券研究中心

### 3. 公司成长路径清晰: 依托技术优势的多产品多客户战略

#### 3.1. 精密模具开发能力造就产品延伸空间

公司在技术层面的优势主要在于精密模具的开发能力。

##### 模具能力——快速反应的模具开发能力和精密加工能力

- **工人技艺保证模具开发速度和精度** 精密模具开发能力是精密制造行业的核心能力, 精密模具开发能力的关键体现在于精度和开发速度, 而这两方面的关键在于技术工人的技艺。公司通过长时间的积累, 已经培育出一支用高薪维持的技师队伍和新人培养体系, 拥有超过 1000 名模具工人和设计人员, 公司的熟手、技师比较多、技师队伍稳定。而形成这样的队伍和系统需要时间, 从而在中短期内形成了壁垒, 为抓住智能手机和平板电脑这波机会进行业务扩张打下了根基。
- **公司模具开发速度和精度达到国际先进水平** 具体来说, 公司相对于国内大部分厂商的模具加工优势主要体现在两个方面: (1) 我国专业模具企业约有 2 万多家, 但精密模具企业只占 5%, 而真正能够达到微米级技术水平精密模具企业不足 1%, 公司开发的高速多工位进模精度一般在 2 微米以内, 寿命达到 3 亿次以上, 与国际上的一些技术较高的模具企业相当了。(2) 大部分从事精密电子零组件企业都采用定制、外购的方式解决精密模具的来源问题, 从而导致模具加工周期较长。公司的模具设计开发周期缩短为 20 天, 大大短于行业平均的 30-40 天, 同时, 自己开模成本也比其他厂便宜。

**表面处理能力领先部分国内企业** 一些国内企业的表面处理没有自己的配方, 只能外包生产, 导致利润率降低, 但公司在连接器关键的增值环节电镀加工一直相对比较擅长。

**自动化能力强具有深远意义** 相对于国内大部分企业公司设备自动化能力较强, 近年毛利率提升一部分也来自于自动化替代人工对降低成本的贡献。目前对于全球电子制造业向中国大陆转移趋势的质疑很大部分在于国内人工成本的上升, 但我们认为即使



未来全国范围内人工成本都达到一个相对较高的水平，考虑到在全球范围内几乎很难有一个国家和地区能提供中国这样多的劳动力供应以及一定的技术工艺水平和稳定的政治环境。因此电子制造业向中国的转移在一定时间内都将是趋势。但该趋势中，随着人工成本的上升，拥有较强自动化能力的公司将具有更大的优势和更多的生存机会。

### 3.2. 模具开发和加工能力是公司多产品多客户成长路径的基础

**精密加工能力使公司能够向高端产品延伸** 具体来说，一般电子产品屏蔽件和连接器的精度约为 5 微米，毛利率 30%-40%，但高端产品如卡内连接器、复合式电磁屏蔽件板对板连接器等模具精度要求在 2-3 微米，毛利率可以达到 50%-60%。公司的精密加工能力使公司得以承接更高端产品的产能转移。

**模具开发能力+上规模的 CNC 设备使公司得以进入金属外观件和小五金市场** 公司依托较强的模具开发能力和精密加工能力，开发多种用于手机和平板电脑的小五金件，目前手机和平板电脑所需要的所有五金结构件公司都能做。同时，在 CNC 产能受限的背景下，公司的 CNC 设备初具规模，使公司得以进军金属外观件，把握明年金属外观件渗透率提升的趋势。

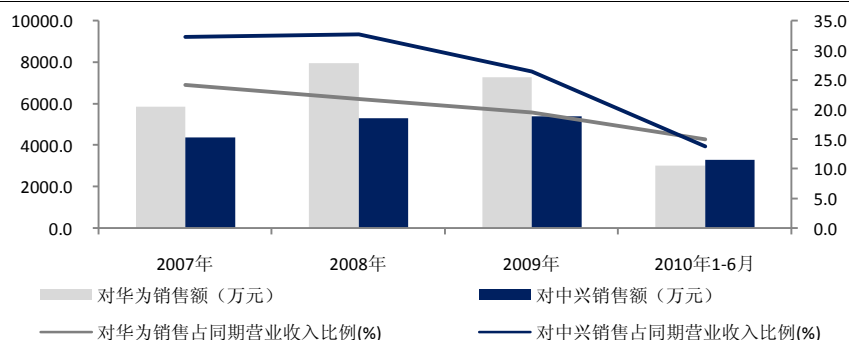
综上，未来公司产品线的增长主要在（1）依托精密加工能力，加深进口替代、产品结构向高端延伸（2）借助较强的模具能力和上规模的 CNC 设备，开发应用于各种移动通信终端的金属外观件。多产品的策略使得公司能够深挖客户需求，同时增加开发新客户的机会。

## 4. 屏蔽件和连接器：高端产品提升利润率，新客户带动收入增长

### 4.1. 现有产品客户空间仍具有广阔空间

**进口替代初开始，期待更多国际客户加入** 公司对华为、中兴两名客户销售额占公司营业收入比例较高，公司与这两名客户合作均达到五年以上。公司从 2009 年末成功开发三星\TCL-阿尔卡特，三星今年已经成为第二大客户。

图 1 华为和中兴销售额贡献占比日趋缩小



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

目前公司的客户结构为：华为中兴三星三家收入占比 40%-50%左右。预计 2011 年客户收入贡献次序为：（1）华为第一：华为今年上半年销售额占比 22%，销售额约 8000 万，其中 50%为屏蔽件，增长主要来自连接器供应大幅度上升，同时毛利率 50%-60%的卡内连接器比较多；（2）三星第二：三星及其合作企业今年上半年出货量 7000-8000

万，其中近一半来自惠州三星。公司占惠州三星采购已经达到3成左右，且采购的主要是复合屏蔽件，明年连接器产品将放量；(3)中兴第三，上半年销售额约占17%。

公司的进口替代才刚开始，国际客户开发空间巨大。LG、MOTO都已经通过了认证，明年将贡献屏蔽件和连接器收入。

**老产品老客户仍有增长空间** 屏蔽件的采购三星第一、华为第二、中兴第三。屏蔽件产品占华为采购量的70%-80%，中兴的40%-50%以及惠州三星的70%以上（其中约1/4是复合式屏蔽件）。另外还有TCL-阿尔卡特等厂商。公司连接器约占华为连接器采购量的30%-40%，中兴采购量的60%-70%。连接器产品是今年主要成长动力，增速预计在80%以上，其中华为增幅很大。我们看好华为连接器产品的发展空间，不仅仅因为公司产品在华为连接器采购量的占比较小，也因为我们认为华为在国外的通信基础设施布局广泛，为其在海外拓展移动通信业务打下了更好的基础，未来发展空间更大。

## 4.2. BTB 连接器是未来增长点

**BTB 连接器放量将提升销售额和毛利率** BTB 连接器产品产值很高，一般来说传统的手机需要一个，而智能手机要用好几对（总值达5元左右，相当于公司目前在单个智能手机应用的连接器产品的总价），越高端的手机该连接器会用得越多（苹果手机用7个BTB连接器）。该产品毛利率高达50%-60%，1-2元/个。BTB连接器产品开发的成功，不仅提高产品销售额，还将提升公司连接器整体毛利率。

**公司产品依托性价比优势，正处于研发阶段** 目前该产品主要由molex，京瓷，松下电工供应，公司的优势在于能比他们现在的供货商日本厂商便宜50%。目前该产品还处于研发阶段。最大的问题是良率问题。

## 5. 新产品深挖客户需求

### 5.1. 进军金属边框\外观件市场把握金属外壳手机流行趋势

**金属外壳手机将成为流行** 虽然对手机来说，塑胶外壳和金属外壳各有优劣。但受苹果手机带动，金属边框和外壳手机逐步成为流行的标志。

**公司已经具备一定的生产能力，明年收入贡献可观** 金属边框的制造主要有4大工序：模具开发——金属加工——CNC加工——表面处理。除了模具开发要考验厂商模具的精度和开发速度外，CNC加工的设备需要上一定规模，投入大，是主要的瓶颈。公司目前有80台，50万一台，按十年折旧期的话一台每年折旧也要5万，80台就有400万的折旧费用，对今年净利润的影响应该比较有限。如果按照一台机器一个小时生产3个，极限产能是3个\*80台\*360天\*24小时=207.4万个，按照每只35元估算，将贡献收入7200多万，相当于2010年收入的15%。公司计划再购100台，如果达产则收入增幅高达30%以上。

**竞争主要来自台湾企业，公司的优势是性价比** 金属边框和外壳主要供应商有捷普、富士康、可程等台湾厂商。预计公司产能释放后将进入部分老客户的供应链。

## 5.2. 其他新产品深挖客户需求将成为新增长点

**看好手机滑轨业务增长** 滑轨是滑盖机的重要结构件，在手机结构件中利润相对高一点，但其加工难度大，对模具设计工程师考核严格，工程师在设计模具时必须考虑到不锈钢成型时千变万化的变形，形成较高技术壁垒。公司的模具开发能力是开拓该产品的重要优势。虽然受到苹果等品牌直板手机的冲击，滑盖手机业务一度下降，但随着技术的成熟，其市场占比将仍有提升空间。我们认为未来滑盖手机将重新成为市场热点，主要的原因是：从产品的生命周期来说，直板机流行了几年之后，本身新工艺已经基本穷尽了，而滑盖手机新工艺可挖掘的空间更多；同时对厂家来说，直板机的整体利润空间下降，相对来说滑盖机随着工艺的更新，利润增长空间更大。

今年5月公司滑轨产品销售急剧下滑，7月有回暖趋势，全年收入增速估计在3位数。滑轨生产电镀的产能是瓶颈，预计公司将从日本引进一些做电镀的人以提高该产品的工艺水平。

**各种小五金产品能帮助公司巩固客户基础** 公司利用其模具开发能力开发各种小五金产品，这些小五金件供给华为、中兴、三星等老客户，也供给诺基亚、MOTO、亚马逊等，毛利率不低于30%-40%。虽然目前这些小五金件数量和种类难以统计，但我们相信对于公司的任何一个前三大客户出货量增长空间都是非常大的，将持续关注该类产品的出货量情况。

### 公司在LED封装市场产品生产中有技术优势

在LED封装市场产品中，LED表面贴装式封装支架大约占40%的市场份额，其余60%则是引脚式，从技术的更替来看，引脚式将在未来几年内逐步被表面贴装式取代。

表面贴装式LED精密支架产业为LED封装产业配套，属于产业链的中游，具有较高的技术含量，目前主要由日本和台湾企业所垄断，国内LED封装企业需要大量从海外进口，无法形成本地化配套和体现成本优势，对我国LED产业形成制约。2009年，公司在中国内资企业中唯一成功开发出性能好、生产自动化水平高的LED精密支架产品，并开始投量生产。

暂时贡献业绩有限。从09年推出以来，2010年实现了3547万元收入，增速38.16%，而2011年上半年同比下降-0.29%，原因是从去年下半年开始，市场比较淡，原来的团队有所波动。LED产业仍面临供过于求的状态，特别是LED厂商普遍面临降低库存的压力，因此2011年Q4的LED价格仍有下滑空间。不过近期LED照明需求有逐渐加温迹象。除了原本日本及欧美的需求之外，澳洲政府也开始替换LED路灯，预计到明年下半年行业应正式回暖。

目前LED产品的电镀环节是由外包厂商完成，而电镀工艺成本约占总成本的40%，毛利率在50%以上，如果可以实现全部自主加工，工艺完备之后产品毛利率将至少达到30%。该项目目前正在进行中。

## 6. 盈利预测与估值

### 主要假设：

- (1) **收入：**公司产品众多，但按照公司厂房面积一万平方米平均产值1-1.5亿元计算，预计今年收入8.2亿元，明年14亿元，同比增长均在70%以上。

- (2) **毛利率:** 虽然明年连接器毛利率将由于板对板等高端产品收入贡献占比提升而提升,但保守预计屏蔽件毛利率将下降,明后年毛利率仍然保持地位并有所下降。

根据上面的假设,我们预计公司 2011 年-2013 年营业收入分别为 8.25 亿元、15.2 亿元和 19.5 亿元;实现归属于母公司净利润分别为 1.6 亿元、2.7 亿元和 3.4 亿元,对应公司每股收益分别为 0.94 元、1.58 元和 1.99 元。

表 8 相关公司估值比较

		EPS				PE			
		2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
300115	长盈精密	0.67	0.94	1.58	1.99	70.5	39.5	23.5	18.7
002106	莱宝高科	1.05	0.90	1.22	1.57	63.0	27.3	20.2	15.6
002241	歌尔声学	0.74	0.68	1.09	1.57	74.3	38.9	24.1	16.7
300136	信维通信	0.36	0.62	0.92	1.11	66.5	38.5	26.1	21.7
300083	劲胜股份	0.38	0.37	0.64	0.88	45.7	42.5	25.1	18.2

数据来源: WIND、安信证券研究中心

总体来说,我们认为长盈精密属于幸运同时有能力的公司。在全球电子向大陆转移的大趋势下,凭借其模具能力等技术优势和服务能力进入了华为、中兴和三星的供应链,开启了进口替代的过程。而其客户在低端智能手机即将进入快速增长的时期拥有地缘优势、成本优势和运营商关系优势,从而使公司得以快速成长。公司具有敏锐的市场洞察力和快速应变能力,今年进入金属外观件领域,为把握明年手机和超薄本带动的金属外观件市场机会奠定基础。从长远来看,公司模具能力走在国内厂商前列,模具能力是精密制造的关键和根基,为其进一步发展奠定了深厚的基础。公司不断进口替代,进入新客户的成长路径清晰,确定性更大,因此给予比同类厂商更高的估值,给予 2012 年 30 倍 PE,对应目标价 47.5 元。

**风险提示:** 公司明年主要客户中兴华为低端智能手机放量低于预期,或者新客户三星、LG 和 MOTO 的订单不能支持新增产能。但更大的风险在于由于塑胶件的成本优势,明年智能手机金属外观件需求受到影响,加上超级本的进展低于预期,从而使金属外观件这一新增长点的实现延缓。



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		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>利润表</b>						<b>成长性</b>					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	13.3%	72.6%	73.3%	83.6%	28.6%
减: 营业成本	171.9	298.6	528.5	971.8	1,258.0	营业利润增长率	18.9%	68.6%	75.7%	71.0%	26.0%
营业税费	0.6	1.2	2.3	3.9	5.2	净利润增长率	18.5%	67.4%	78.7%	68.0%	25.8%
销售费用	2.0	3.7	7.4	15.2	19.5	EBITDA 增长率	21.4%	67.4%	58.2%	76.3%	24.5%
管理费用	38.6	60.9	110.5	203.1	261.0	EBIT 增长率	18.8%	69.8%	61.2%	81.8%	25.9%
财务费用	1.2	2.7	-10.5	0.7	0.7	NOPLAT 增长率	18.6%	68.8%	63.7%	78.4%	25.7%
资产减值损失	0.4	5.9	5.7	10.6	13.3	投资资本增长率	35.6%	143.0%	96.0%	51.4%	16.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	53.8%	347.8%	4.9%	17.5%	17.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
<b>营业利润</b>	<b>61.3</b>	<b>103.3</b>	<b>181.5</b>	<b>310.3</b>	<b>390.9</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	2.0	1.3	5.0	3.0	3.0	毛利率	37.7%	37.3%	36.0%	35.9%	35.4%
<b>利润总额</b>	<b>63.3</b>	<b>104.6</b>	<b>186.4</b>	<b>313.2</b>	<b>393.9</b>	营业利润率	22.2%	21.7%	22.0%	20.5%	20.1%
减: 所得税	9.0	13.8	24.2	40.7	51.2	净利润率	19.6%	19.1%	19.7%	18.0%	17.6%
<b>净利润</b>	<b>54.2</b>	<b>90.8</b>	<b>162.2</b>	<b>272.5</b>	<b>342.7</b>	EBITDA/营业收入	26.8%	26.0%	23.7%	22.7%	22.0%
<b>资产负债表</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	EBIT/营业收入	22.6%	22.3%	20.7%	20.5%	20.1%
货币资金	120.7	823.9	565.9	454.6	584.6	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	68	64	72	63	56
应收账款	69.5	107.2	191.2	358.5	450.0	流动营业资本周转天数	167	168	215	236	280
应收票据	27.2	87.0	121.8	216.5	307.2	流动资产周转天数	327	569	517	326	336
预付帐款	7.5	19.7	26.1	44.2	71.9	应收帐款周转天数	79	66	64	64	74
存货	81.9	161.3	268.6	493.9	652.8	存货周转天数	78	92	94	91	106
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	415	654	609	391	386
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	250	286	346	314	318
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	100.0	-	-	-	ROE	20.0%	7.5%	12.7%	18.2%	19.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	13.9%	6.8%	11.2%	14.8%	14.7%
固定资产	71.7	97.3	230.9	301.8	308.4	ROIC	34.0%	42.4%	28.5%	26.0%	21.6%
在建工程	0.1	-	104.3	31.3	18.8	<b>费用率</b>					
无形资产	5.5	34.8	33.1	31.4	29.9	销售费用率	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	5.2	-88.5	-92.9	-91.5	-90.5	管理费用率	14.0%	12.8%	13.4%	13.4%	13.4%
<b>资产总额</b>	<b>389.4</b>	<b>1,342.6</b>	<b>1,448.9</b>	<b>1,840.8</b>	<b>2,333.0</b>	财务费用率	0.4%	0.6%	-1.3%	0.0%	0.0%
短期债务	70.0	54.8	-	-	-	三费/营业收入	15.2%	14.1%	13.0%	14.4%	14.4%
应付帐款	32.0	55.7	139.0	205.9	277.4	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	7.2	4.4	7.7	资产负债率	30.4%	9.6%	12.1%	14.9%	16.5%
其他流动负债	11.5	16.9	27.3	48.3	61.1	负债权益比	43.7%	10.7%	13.8%	17.5%	19.8%
长期借款	-	2.0	2.0	2.0	2.0	流动比率	2.59	9.41	6.75	6.04	5.95
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.90	8.14	5.21	4.14	4.07
<b>负债总额</b>	<b>118.5</b>	<b>129.4</b>	<b>175.8</b>	<b>261.5</b>	<b>349.1</b>	利息保障倍数	53.38	38.59	16.35	457.30	575.92
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>分红指标</b>					
股本	64.5	86.0	172.0	172.0	172.0	DPS(元)	0.05	-	-	-	-
留存收益	206.4	1,127.2	1,101.1	1,324.3	1,588.4	分红比率	16.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>270.9</b>	<b>1,213.2</b>	<b>1,273.1</b>	<b>1,496.3</b>	<b>1,760.4</b>	股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
净利润	54.2	90.8	162.2	272.5	342.7	EPS(元)	0.32	0.53	0.94	1.58	1.99
加: 折旧和摊销	15.3	24.6	24.6	33.8	37.5	BVPS(元)	1.57	7.05	7.40	8.70	10.23
资产减值准备	0.4	5.9	5.7	10.6	13.3	PE(X)	118.0	70.5	39.4	23.5	18.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	23.6	5.3	5.0	4.3	3.6
财务费用	1.5	3.0	-10.5	0.7	0.7	P/FCF	243.3	-26.3	-15.7	-18.2	-104.7
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	23.2	13.4	7.8	4.2	3.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	39.5	31.6	18.8	15.1
营运资金的变动	-39.6	-52.7	-126.9	-421.2	-282.1	CAGR(%)	71.3%	55.7%	6.3%	-15.4%	-43.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>31.7</b>	<b>-28.3</b>	<b>55.0</b>	<b>-103.7</b>	<b>112.1</b>	PEG	1.7	1.3	6.2	-1.5	-0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-38.1</b>	<b>-74.0</b>	<b>-160.7</b>	<b>-30.0</b>	<b>-30.0</b>	ROIC/WACC	3.4	4.2	2.9	2.6	2.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>70.8</b>	<b>805.7</b>	<b>-94.4</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.7</b>	REP	-	2.1	2.1	1.6	1.6

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
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	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