

业绩增长稳定，关注真空泵业务进展

汉钟精机公司分析报告

评级:

增持-B

上次评级:

目标价格:

12.24 元

期限: 6个月 上次预测:

现价(2011年12月28日): 11.49元

报告日期:

2011-12-28

报告关键点:

- 真空泵业务有较大的发展空间。
- 中央空调用制冷压缩机将面临激烈竞争。
- 首次给予“增持-B”的投资评级。

报告摘要:

- 公司主要产品有螺杆式制冷压缩机、螺杆式空气压缩机和真空泵等。其中螺杆式制冷压缩机主要应用于制冷工业中的大型商用中央空调设备和冷冻冷藏设备；螺杆式空气压缩机主要应用在工业自动化领域；真空泵是近年新发展的业务。
- 真空泵业务有较大的发展空间。近年来大量的有油真空系统已被无油清洁的真空系统所代替。我国干式真空泵的生产处于刚刚起步阶段，进口替代和市场开拓空间较大。公司一直从事真空泵的维修工作，自2010年开始生产螺杆式干式真空泵。预计今年销量可以达到400台左右。鉴于我国干式真空泵市场较大的发展空间，公司产品的技术指标及性能不逊于爱德华等国外品牌，且公司有可能进一步拓宽真空泵产品线，我们认为公司这一业务有较大的发展空间。
- 公司冷冻冷藏压缩机业务收入占比逐年提高。公司的制冷压缩机业务分为两类，一类是中央空调用制冷压缩机，另一类是供给小型冷库用的冷冻冷藏压缩机。近年来，公司冷冻冷藏压缩机销售收入占制冷压缩机业务的比重逐步上升，从2006年的不到1%上升到2010年的约13%，今年这一比例可能会提升到18%左右。目前，公司的冷冻冷藏压缩机业务下游主要应用在工业冷库中，我们认为未来可能会进入食品冷链产业。
- 公司空压机的主要产品是螺杆空气压缩机机体。面对激烈的市场竞争环境，与整机生产商相比，议价能力稍弱，且被下游组装企业压缩部分利润，毛利率与开山股份等整机生产商相比要低一些。我们预计公司未来几年此业务收入增速为15%左右，毛利率略有下降。
- 我们预计2011-2013年公司营业收入增速分别为23%，20%，20%，EPS分别为0.63元，0.72元，0.86元。公司12月27日收盘价11.56元，相对2012年估值为16倍，首次给予“增持-B”的投资评级。
- 风险提示：制造业投资增速放缓。国家冷链发展速度低于预期。原材料价格和人工成本上涨的风险。募投项目的进展低于预期。市场开拓不利。市场竞争激烈。

总市值(百万元)	2,520.94
流通市值(百万元)	2,520.94
总股本(百万股)	218.07
流通股本(百万股)	218.07
12个月最低/最高	11.55/37.90元
十大流通股东(%)	81.41%
股东户数	10,788

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(23.88)	(27.30)	(35.60)
绝对收益	(34.31)	(39.00)	(59.90)

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

王舒婷

021-68765993

wangst@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	413.2	697.9	856.4	1,028.9	1,229.6
Growth(%)	-4.7%	68.9%	22.7%	20.1%	19.5%
净利润	74.8	137.3	137.6	156.2	175.5
Growth(%)	23.4%	83.7%	0.2%	13.5%	12.3%
毛利率(%)	33.3%	33.2%	29.7%	28.6%	27.7%
净利润率(%)	18.1%	19.7%	16.1%	15.2%	14.3%
每股收益(元)	0.34	0.63	0.63	0.72	0.86
每股净资产(元)	2.64	3.08	3.54	4.06	4.65
市盈率	33.7	18.4	18.3	16.1	14.4
市净率	4.4	3.7	3.3	2.8	2.5
净资产收益率(%)	12.9%	20.3%	17.8%	17.8%	17.5%
ROIC(%)	25.2%	41.1%	27.6%	23.2%	22.2%
EV/EBITDA	16.8	11.6	14.2	12.3	10.8
股息收益率	1.5%	1.6%	1.5%	1.7%	1.9%

前期研究成果

目录

1. 干式真空泵业务迅速发展.....	3
1.1. 干式真空泵市场需求量较大.....	3
1.2. 公司真空泵产品有望打开市场.....	4
2. 制冷压缩机保持平稳增长.....	5
3. 空气压缩机业务毛利率可能会下降.....	7
4. 历史经营情况回顾与预测.....	9
5. 首次给予“增持-B”的投资评级.....	10
6. 风险提示.....	10

图表目录

图 1 真空泵行业规模(单位: 亿元).....	4
图 2 真空泵行业市场格局.....	4
图 3 公司真空泵业务目标.....	5
图 4 农产品冷链物流图.....	6
图 5 我国农产品流通腐蚀率较高.....	6
图 6 我国冷链流通率远低于欧美等发达国家.....	6
图 7 我国农产品冷藏运输率.....	6
图 8 2008 年各国人均冷藏库比较(单位: 立方米).....	6
图 9 公司制冷产品收入及预测(单位: 百万元).....	7
图 10 我国压缩机产量和产值情况(协会统计).....	8
图 11 螺杆机占比逐年提高(协会统计).....	8
图 12 未来几年螺杆式空气压缩机增速将超过 20%(单位: 台).....	8
图 13 公司空气产品收入及预测(单位: 百万元).....	9
图 14 汉钟精机历年营业收入情况(单位: 百万元).....	9
图 15 汉钟精机 2010 年分项业务构成.....	9
表 1 不同行业生产过程中对真空度的需求不同.....	3
表 2 不同类型真空泵性能比较.....	4
表 3 公司产品主要参数对比表.....	5
表 4 冷库用压缩机概算.....	7
表 5 分项业务预测表(单位: 百万元).....	10
表 6 相关公司估值表.....	10

- 公司主要产品有螺杆式制冷压缩机、螺杆式空气压缩机和真空泵等。我们认为，公司制冷压缩机业务将保持平稳增长；空气压缩机业务增速有限；真空泵是近两年发展起来的新业务，由于基数低，短期内增速较快。

1. 干式真空泵业务迅速发展

1.1. 干式真空泵市场需求量较大

- 真空泵是根据一定的工作原理，用来产生、改善和维持真空环境的装置，广泛用于塑料机械、农药化工、染料化工、砖瓦机械、低温设备、造纸机械、医药化工、食品机械、工业电炉、电子行业、真空设备、化肥、冶金、石油、矿山、地基处理等领域。

表1 不同行业生产过程中对真空度的需求不同

粗低真空	高真空	超高真空
食品行业	冶炼	空间模拟
化工行业	真空热处理	材料科学分析
冷冻干燥	真空焊接	物理现象研究
轻工行业	集成电路	表面分析
制药行业	半导体制造	高纯材料制备(如: MBE)
导电(真空放电灯具)	各种镀膜工艺	
	各种表面加工工艺	
	化学研究	
	离子注入	
	隔离作用(绝热)	

数据来源：真空泵培训资料，安信证券研究中心

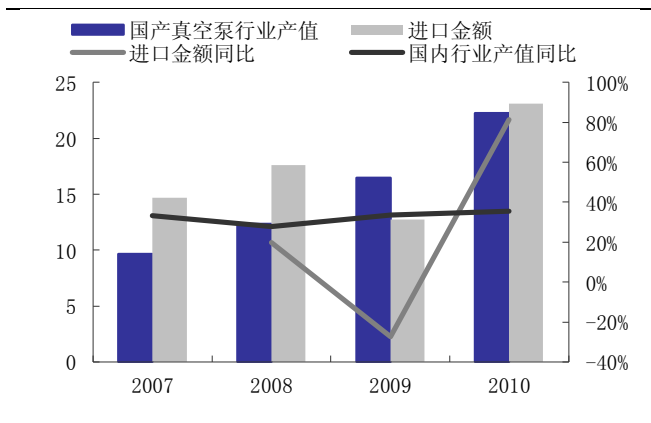
- 为了满足工业生产对真空环境越来越严格的要求，干式真空泵应运而生。近年来大量的有油真空系统已被无油清洁的真空系统所代替。螺杆真空泵属于非接触型干式泵，具有抽速范围宽、结构简单紧凑、抽气腔元件无摩擦、寿命长、能耗低、无油污染等优点，市场需求量较大。
- 国外干式机械真空泵市场不断增长。主要驱动来自于半导体行业、化学工业、薄膜产业的迅速发展。日本半导体行业已全部用干式真空泵代替油封式机械泵，欧美半导体行业 45%以上用干式真空泵代替了油封式机械泵，大大提高了产品的性能和质量。
- 我国干式真空泵的生产处于刚刚起步阶段，进口替代和市场开拓空间较大。目前国内生产的干泵绝大多数用于实验室及化学、医药等领域，而国内半导体工业用的干泵全部从国外进口，其价格十分昂贵。全国 200 多家生产真空泵的企业中，能够生产干式真空泵的企业不足 10 家，年产量不足 1000 台。我国干式真空泵行业存在较大的进口替代和市场开拓空间。
- 2010年，我国真空泵市场规模约为45亿元。其中，国产金额约22亿元，进口金额约23亿元。目前市场上较具竞争力的公司有大连大耐、爱德华、倍缔纳士等。

表 2 不同类型真空泵性能比较

	螺杆式干式真空泵	液环式真空泵	油封式旋片真空泵
真空度	螺杆式干式真空泵无论流程气体中水蒸气含量多少, 都可以保持真空度。吸入工作压力水平: 133.3-1333.2Pa	由于夏天工作液的温度变化, 真空度不稳定。吸入工作压力水平: 7999.2Pa	起始真空度良好, 但由于流程中的水蒸气会与真空油混合, 从而导致真空水平下降。由于水蒸气的蒸发, 吸入工作压力水平133.3-1333.2Pa
公用冷却水	在夹套中需要水来冷却压缩热(少量), 因而冷却水清洁而且可以回收。例如15.08kW的真空泵, 所需的冷却水的消耗量仅为0.42m ³	污水处理成本昂贵, 水的消耗量大, 例如15.08kW的真空泵, 冷却水的消耗量为1.7m ³ /h	需要冷却水来冷却泵及真空油压缩产生的热量。例如15.08kW的真空泵, 冷却水的消耗量为0.5m ³ /h
功率	1) 在相同的吸入条件下, 功率消耗比其他类型真空泵小。2) 功率消耗恒定	功率消耗随冷却液温度及数量, 蒸汽类型及真空度等因素变化	由于流程气体中的水蒸气及真空油的蒸发, 功率消耗不恒定
维修	由于缺乏冷却水而过热	1) 由于缺乏冷却水供应而机械失效。2) 汽蚀导致叶轮磨损。3) 附件导致流程失效, 如换热器、分离罐等	1) 由于缺乏冷却水导致旋片/滑阀损坏。2) 由于真空油的缺乏而导致真空度下降及机械损坏
其他	无污水处理问题(夹套中冷却水不与工艺气体接触, 清洁而且可以循环)	流程气体与冷却水接触将导致污水处理问题	由于流程气体中的水蒸气蒸发需要经常更换真空油; 由于油的泄漏和油的蒸发要求对油污处理及造成环境污染

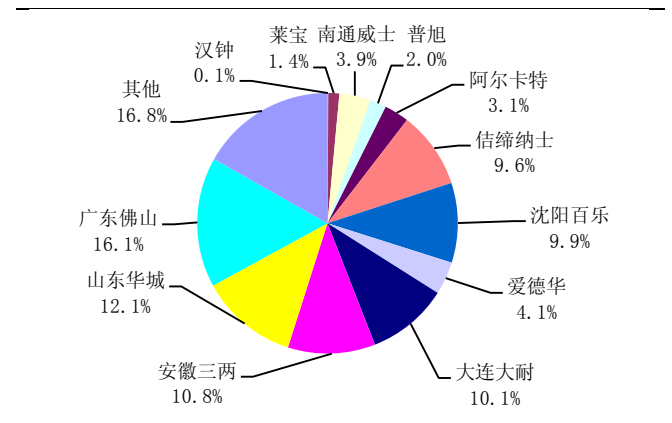
数据来源: 新一代 KINNEY 干式真空泵, 安信证券研究中心

图 1 真空泵行业规模(单位: 亿元)



数据来源: 汉钟精机整理, 安信证券研究中心

图 2 真空泵行业市场格局

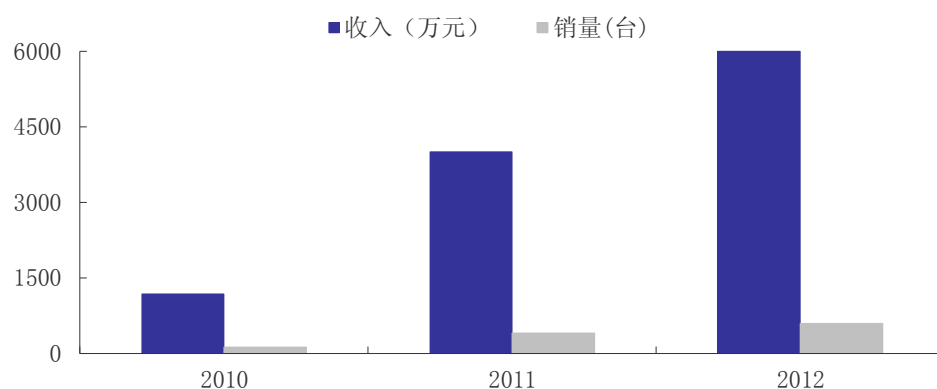


数据来源: 汉钟精机整理, 安信证券研究中心

1.2. 公司真空泵产品有望打开市场

- 公司一直从事真空泵的维修工作, 自2010年开始生产螺杆式干式真空泵。预计今年销量可以达到400台左右, 公司的目标是明年销售600台。鉴于我国干式真空泵市场较大的发展空间, 公司产品的技术指标及性能不逊于爱德华等国外品牌, 且公司有可能进一步拓宽真空泵产品线, 我们认为公司存在较大的可能性达到销售目标。

图 3 公司真空泵业务目标



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 3 公司产品主要参数对比表

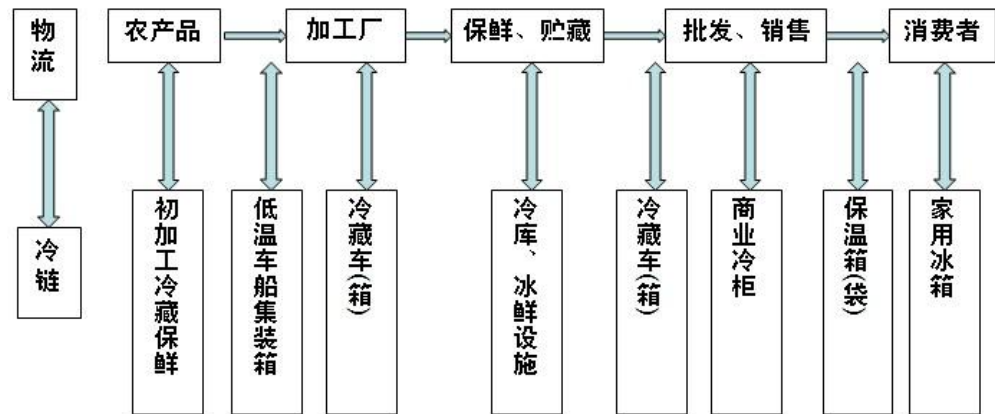
公司	螺杆干泵型号	抽气速率	极限真空	功率	质量	噪声
		m ³ /h	mbar	KW	KG	dB
汉钟精机	PS80	80/96	1*10 ⁻²	2.98	280	70
	PS160	130/156		4.47	300	
	PS180	150/180			320	
	PS602	500/600	1*10 ⁻³	2.98+2.98	450	
	PS902	750/900		4.47+2.98	520	
	PS1302	1080/1300		4.47+4.47	540	
	PS1802	1500/1800			545	
爱德华	GXS160	160	<1*10 ⁻²	5.8	350	<64
	GXS160/1750	1200	<1*10 ⁻³	6.7	510	<64
	GXS250	250	<1*10 ⁻²	7.7	350	<64
	GXS250/2600	1925	<1*10 ⁻³	8.5	550	<64
	IDX1000	1000	5*10 ⁻²	30	1560	82
	IDX1300	1300	5*10 ⁻²	30	1590	82

数据来源：公司网站，安信证券研究中心

2. 制冷压缩机保持平稳增长

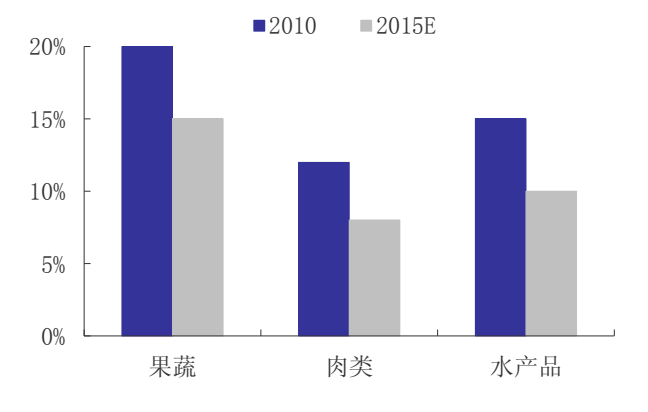
- **中央空调压缩机行业即将面临激烈竞争。**根据我们行业报告中的观点，我们预计未来几年中央空调行业增速有所放缓，但仍将保持10%以上的增速。但随着中央空调行业市场规模增速的下降，未来格力、美的将可能自产中央空调用螺杆机组以降低成本，再加上开山股份自今年以来也实现中央空调用压缩机的小批量销售且明年可能放量，行业即将面临激烈竞争。
- **我们相对更加看好冷冻冷藏行业的发展前景，但需要时间。**我国农产品冷链物流发展仍处于起步阶段，规模化、系统化的冷链物流体系尚未形成。2010年发改委颁布的《农产品冷链物流发展规划》也提出一系列明确的要求，计划到2015年，推动全社会通过改造、扩建和新建，增加冷库库容1000万吨，新增冷藏车4万辆。这将促进冷冻冷藏用制冷设备的大力发展。我们按照果蔬、肉类、水产品每年5%的增长率和一些假设条件估算，不考虑老旧压缩机的更新换代，完成2015年的规划目标需要冷库用制冷压缩机10.5万台，按每台10万元计算，2011-2015年冷库用制冷压缩机市场规模约为21亿元/年。但是，冷冻冷藏产品储存成本高、运输成本高，而居民购买力暂时达不到，消费习惯也不是一朝一夕能够改变的，这些因素都有可能制约我国冷链产业的发展。消除这些阻碍可能仍然需要一些时间。

图 4 农产品冷链物流图



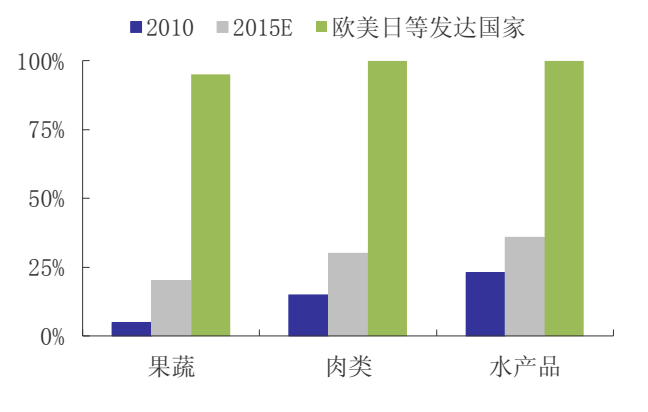
数据来源：水产品冷链物流中三项指标的构建，安信证券研究中心

图 5 我国农产品流通腐败率较高



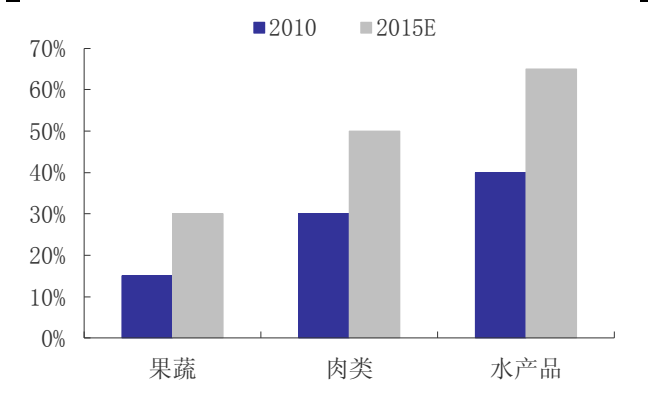
数据来源：农产品冷链物流发展规划，安信证券研究中心

图 6 我国冷链流通率远低于欧美等发达国家



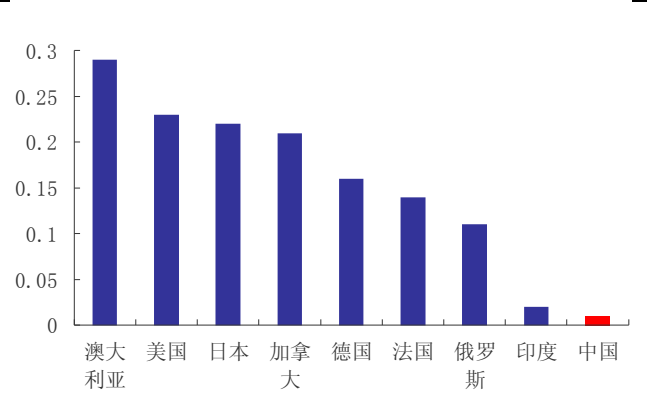
数据来源：农产品冷链物流发展规划，安信证券研究中心

图 7 我国农产品冷藏运输率



数据来源：农产品冷链物流发展规划，安信证券研究中心

图 8 2008 年各国人均冷藏库比较（单位：立方米）



数据来源：国际冷藏仓库协会，安信证券研究中心

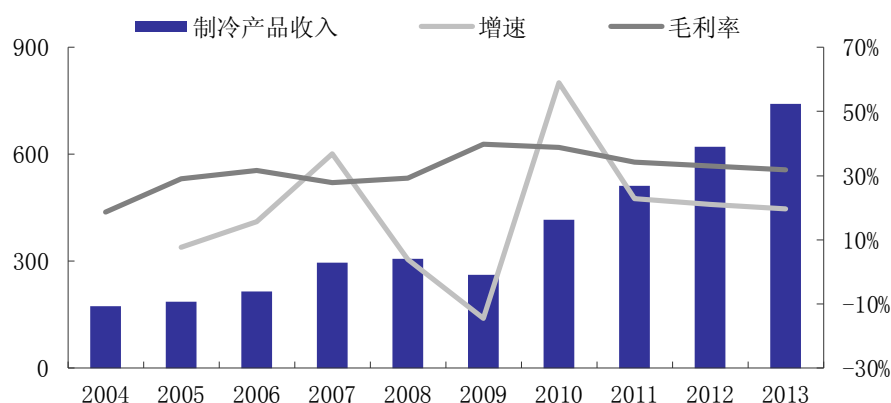
表 4 冷库用压缩机概算

	2010				2015			
	共计	果蔬	肉类	水产品	共计	果蔬	肉类	水产品
农产品产量-万吨	34698	21400	7925	5373	44284	27312	10115	6857
冷链流通率		5%	15%	23%		20%	30%	36%
冷链流通量-万吨	880	140	400	340	2415	715	1021	679
冷链流通量占农产品比重		16%	45%	39%		30%	42%	28%
5年差额-吨						575	621	339
冷库数量-座	20000	3182	9091	7727	40000	11838	16912	11250
冷库数量占比		16%	45%	39%		30%	42%	28%
冷库容量-万吨	880	140	400	340	1880	521	744	495
冷冻温度-℃		0-5℃	低于-18℃	低于-18℃		0-5	低于-18℃	低于-18℃
冷库平均容量-吨	440	440	440	440	440	440	440	440
冷库平均容积-m ³		1913	1100	936		1913	1100	936
单座冷库制冷量-KW		200	140	119		200	140	119
平均制冷压缩机需求-台		6	5	4		6	5	4
冷库共需制冷压缩机-台	95455	19091	45455	30909	200588	71029	84559	45000
2011-2015年需压缩机-台					105134	51939	39104	14091

数据来源：农产品冷链物流发展规划，安信证券研究中心

- 公司冷冻冷藏压缩机业务收入占比逐年提高。公司的制冷压缩机业务分为两类，一类是中央空调用制冷压缩机，另一类是供给小型冷库用的冷冻冷藏压缩机。公司制冷压缩机按台数计算，市场占有率达到25%；按销售额计算，市场占有率为16%。
- 预计明年中央空调用制冷压缩机业务增速在15%左右。中央空调行业与房地产开发、百货仓储物流、大型公共建筑等有较强的关联度，往年的行业增速在20%左右，预计未来几年维持15%左右的增速。预计公司该业务今年增速在25%左右，考虑到公司在这一领域市场竞争力较强，预计明年增速在20%左右，毛利率可能有一定下滑。
- 近年来，公司冷冻冷藏压缩机销售收入占制冷压缩机业务的比重逐步上升，从2006年的不到1%上升到2010年的约13%，今年这一比例可能会提升到18%左右。目前，公司的冷冻冷藏压缩机业务下游主要应用在工业冷库中，我们认为未来可能会进入食品冷链产业。

图 9 公司制冷产品收入及预测（单位：百万元）



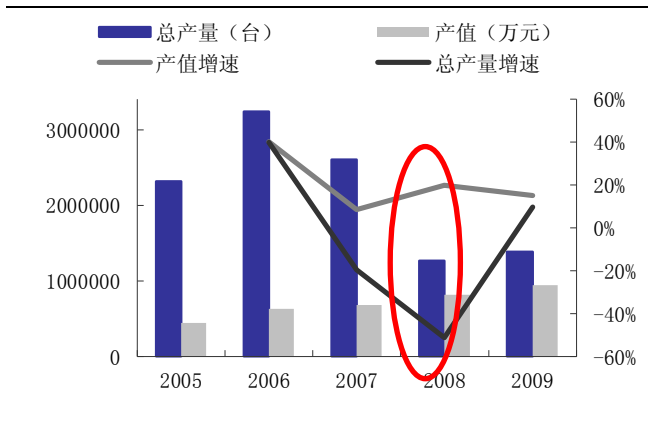
数据来源：WIND，安信证券研究中心

3. 空气压缩机业务毛利率可能会下降

- 根据我们行业报告中的预测，未来几年，螺杆式空气压缩机行业增速在20%以上。我们根据空气压缩机下游行业未来的增速、权重比以及各行业应用的空气

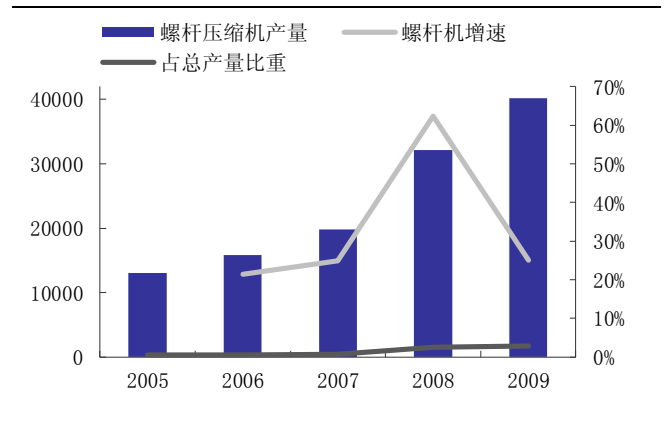
压缩机的特点，估算出未来5年，压缩机行业产量年增速在11%左右。由于螺杆压缩机的使用符合节能环保的要求，经济效益显著，我们预计未来螺杆机替代活塞机的趋势仍将延续。基于协会统计的数字，我们估算未来5年内，螺杆空气压缩机产量增速将达到20%以上。

图 10 我国压缩机产量和产值情况（协会统计）



数据来源：通用机械工业年鉴，安信证券研究中心

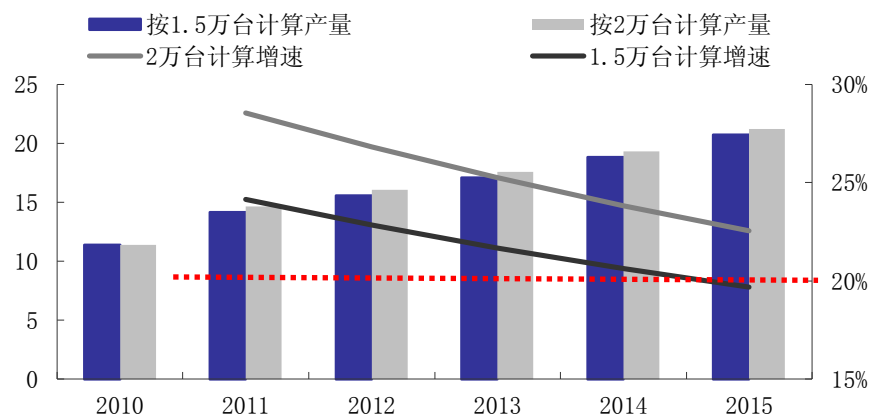
图 11 螺杆机占比逐年提高（协会统计）



数据来源：通用机械工业年鉴，安信证券研究中心

- 我们预计到2015年，我国螺杆空气压缩机市场规模约为373亿元。据统计，我国2010年度螺杆式空气压缩机的总销量为11.4万台，市场容量约为150亿元（按单价13.2万元计算）。预计至2015年，我国螺杆式空气压缩机市场需求将达到28.37万台，市场容量将达到373亿元。

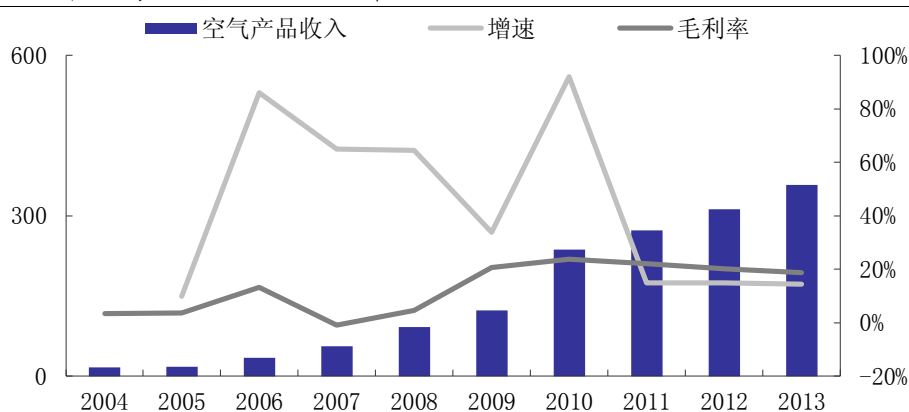
图 12 未来几年螺杆式空气压缩机增速将超过 20%（单位：台）



数据来源：通用机械工业年鉴，安信证券研究中心

- 公司空压机的主要产品是螺杆空气压缩机机体。面对激烈的市场竞争环境，与整机生产商相比，议价能力稍弱，且被下游组装企业压缩部分利润，毛利率与开山股份等整机生产商相比要低一些。我们预计公司未来几年此业务收入增速为15%左右，毛利率略有下降。

图 13 公司空气产品收入及预测 (单位: 百万元)

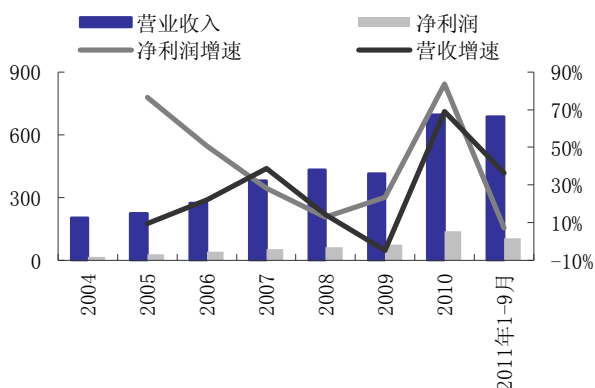


数据来源: WIND, 安信证券研究中心

4. 历史经营情况回顾与预测

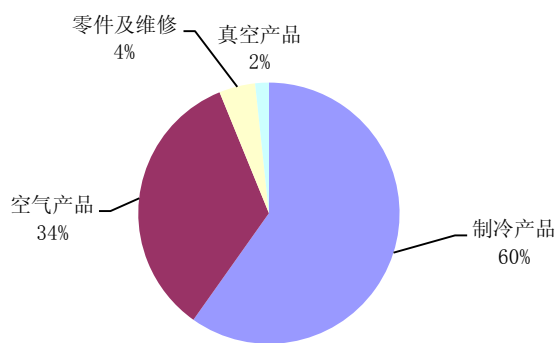
- 2008-2010年营业收入和净利润分析:** (1) 由于金融危机导致市场需求减少, 公司2008年和2009年的业绩受到影响。2008年的原材料价格上涨给公司带来较大的成本压力, 公司净利润增速也出现一定下滑。2009年下半年由于国家的一系列提升内需的政策, 国内市场逐步回暖, 再加上公司新产品的投放和募投项目释放产能产生效益, 带动公司业绩好转, 毛利率较2008年提升8个多点。(2) 2010年市场需求旺盛, 公司加大适销产品的生产, 加强市场开拓力度, 全年营业收入和利润均出现大幅上升。

图 14 汉钟精机历年营业收入情况(单位: 百万元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 15 汉钟精机 2010 年分项业务构成



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

- 2011年1-9月, 公司实现营业收入6.87亿元, 归属母公司净利润1.05亿元, 分别同比增长36.43%和7%。实现每股收益0.48元。每年第三季度是传统的销售旺季, 第四季度环比有一定下滑, 因此我们预计公司全年收入在8.5亿元左右。2012年销售收入同比增长20%左右, 有望达到10亿元左右。**

表 5 分项业务预测表(单位: 百万元)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
合计	204.28	223.73	273.42	379.34	433.52	412.70	697.19	856.38	1028.90	1229.64
增速		9.5%	22.2%	38.7%	14.3%	-4.8%	68.9%	22.8%	20.1%	19.5%
制冷产品	173.40	186.66	216.01	295.74	307.05	262.29	417.00	512.22	620.30	742.06
增速		7.6%	15.7%	36.9%	3.8%	-14.6%	59.0%	22.8%	21.1%	19.6%
空气产品	16.62	18.25	33.97	56.03	92.18	123.46	237.20	272.31	312.74	357.50
增速		9.8%	86.1%	64.9%	64.5%	33.9%	92.1%	14.8%	14.8%	14.3%
零件及维修	14.26	18.82	23.44	27.57	34.30	26.95	31.18	34.06	39.17	45.05
增速		32.0%	24.5%	17.6%	24.4%	-21.4%	15.7%	9.3%	15.0%	15.0%
真空产品							11.81	37.79	56.69	85.03
增速								220.0%	50.0%	50.0%

数据来源: WIND, 安信证券研究中心

5. 首次给予“增持-B”的投资评级

- 我们预计2011-2013年公司营业收入增速分别为23%, 20%, 20%, EPS分别为0.63元, 0.72元, 0.86元。公司12月27日收盘价11.56元, 相对2012年估值为16倍, 首次给予“增持-B”的投资评级。

表 6 相关公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 元	预测EPS (元)			PE		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
300257	开山股份	57.05	2.01	2.57	3.18	28.37	22.20	17.92
002158	汉钟精机	11.56	0.63	0.72	0.80	18.33	16.14	14.37
000530	大冷股份	7.81	0.41	0.47	0.60	19.01	16.65	12.92
000811	烟台冰轮	11.15	0.48	0.66	0.88	23.37	16.78	12.66
601369	陕鼓动力	11.46	0.52	0.66	0.80	22.04	17.39	14.31
2598	山东章鼓	11.22	0.55	0.67	0.81	20.35	16.83	13.78
300091	金通灵	11.16	0.41	0.60	0.84	27.32	18.71	13.26
	平均	17.34	0.72	0.91	1.13	22.68	17.81	14.17

数据来源: WIND, 安信证券研究中心(收盘价为12月27日)

6. 风险提示

- 制造业投资增速放缓。
- 国家冷链发展速度低于预期。
- 原材料价格和人工成本上涨的风险。
- 市场开拓不利。市场竞争激烈。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-12-28		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表						成长性						
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	-4.7%	68.9%	22.7%	20.1%	19.5%	
减: 营业成本	275.6	466.2	601.6	734.2	888.6	营业利润增长率	23.3%	79.9%	5.5%	14.6%	12.6%	
营业税费	0.2	0.4	0.5	0.6	0.7	净利润增长率	23.4%	83.7%	0.2%	13.5%	12.3%	
销售费用	22.0	32.9	38.5	43.2	51.6	EBITDA 增长率	46.3%	77.0%	3.4%	15.7%	13.1%	
管理费用	36.1	52.7	65.1	76.1	91.0	EBIT 增长率	47.9%	85.2%	9.6%	14.8%	12.6%	
财务费用	-4.9	-4.7	1.0	1.5	1.6	NOPLAT 增长率	51.3%	89.2%	5.0%	15.1%	12.3%	
资产减值损失	1.3	3.7	0.1	0.7	0.5	投资资本增长率	16.1%	56.3%	36.9%	17.4%	15.4%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	8.4%	16.8%	14.7%	14.8%	14.5%	
投资和汇兑收益	0.7	3.6	9.0	9.0	9.0							
营业利润	83.6	150.3	158.5	181.6	204.5	利润率						
加: 营业外净收支	2.5	8.2	3.0	4.0	4.0	毛利率	33.3%	33.2%	29.7%	28.6%	27.7%	
利润总额	86.1	158.5	161.5	185.6	208.5	营业利润率	20.2%	21.5%	18.5%	17.7%	16.6%	
减: 所得税	11.6	22.2	24.2	27.8	31.3	净利润率	18.1%	19.7%	16.1%	15.2%	14.3%	
净利润	74.8	137.3	137.6	156.2	175.5	EBITDA/营业收入	22.8%	23.9%	20.1%	19.4%	18.4%	
资产负债表						运营效率						
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	19.0%	20.9%	18.6%	17.8%	16.8%	
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资本周转天数	83	71	80	92	94	
应收账款	60.9	108.0	131.4	157.9	188.7	流动营业资本周转天数	161	111	129	138	140	
应收票据	58.7	71.4	93.8	112.8	134.8	流动资产周转天数	455	272	230	218	219	
预付帐款	11.2	13.3	16.4	20.0	24.5	应收帐款周转天数	50	43	49	50	50	
存货	81.3	128.3	164.8	201.1	243.5	存货周转天数	65	55	62	64	65	
其他流动资产	1.0	0.3	0.3	0.3	0.3	总资产周转天数	585	414	394	376	363	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	260	212	249	261	254	
持有至到期投资	49.3	109.5	100.0	100.0	100.0	投资回报率						
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	12.9%	20.3%	17.8%	17.8%	17.5%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.2%	15.5%	13.8%	13.7%	13.4%	
固定资产	124.6	150.4	230.7	295.7	347.5	ROIC	25.2%	41.1%	27.6%	23.2%	22.2%	
在建工程	8.2	59.1	65.5	45.3	30.2	费用率						
无形资产	12.8	28.0	27.1	26.2	25.4	销售费用率	5.3%	4.7%	4.5%	4.2%	4.2%	
其他非流动资产	4.9	6.9	6.5	6.5	6.5	管理费用率	8.7%	7.5%	7.6%	7.4%	7.4%	
资产总额	727.4	879.5	997.0	1,151.5	1,325.1	财务费用率	-1.2%	-0.7%	0.1%	0.1%	0.1%	
短期债务	61.5	60.1	60.1	59.8	59.5	三费/营业收入	12.9%	11.6%	12.2%	11.7%	11.7%	
应付帐款	71.8	120.0	149.5	182.4	220.8	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	20.8%	23.5%	22.6%	23.1%	23.5%	
其他流动负债	18.0	26.6	30.4	28.4	25.9	负债权益比	26.3%	30.8%	29.3%	30.1%	30.7%	
长期借款	-	-	13.4	23.4	33.4	流动比率	3.48	2.54	2.67	2.79	2.93	
其他非流动负债	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	速动比率	2.94	1.91	1.90	1.96	2.06	
负债总额	151.7	207.0	225.6	266.2	311.6	利息保障倍数	15.91	30.90	159.52	121.52	127.65	
少数股东权益	7.7	6.7	6.4	8.0	9.7	分红指标						
股本	158.0	181.7	218.1	218.1	218.1	DPS(元)	0.17	0.18	0.18	0.20	0.23	
留存收益	410.0	484.2	546.9	659.3	785.7	分红比率	50.3%	28.8%	28.0%	28.0%	28.0%	
股东权益	575.8	672.6	771.3	885.4	1,013.5	股息收益率	1.5%	1.6%	1.5%	1.7%	1.9%	
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	74.5	136.3	137.6	156.2	175.5	EPS(元)	0.34	0.63	0.63	0.72	0.86	
加: 折旧和摊销	17.0	23.0	12.9	16.5	19.6	BVPS(元)	2.64	3.08	3.54	4.06	4.65	
资产减值准备	1.3	3.7	0.1	0.7	0.5	PE(X)	33.7	18.4	18.3	16.1	14.4	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.4	3.7	3.3	2.8	2.5	
财务费用	1.6	1.3	1.1	1.0	1.5	P/FCF	37.9	-56.8	-74.5	53.9	41.1	
投资收益	-0.7	-3.6	-9.0	-9.0	-9.0	P/S	6.1	3.6	2.9	2.5	2.1	
少数股东损益	-0.3	-1.0	-0.3	1.6	1.8	EV/EBITDA	16.8	11.6	14.2	12.3	10.8	
营运资金的变动	4.5	-60.5	-49.5	-54.5	-63.7	CAGR(%)	28.4%	9.2%	15.0%	-75.7%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	90.4	100.1	92.8	112.8	126.2	PEG	1.2	2.0	1.2	-0.2	-0.1	
投资活动产生现金流量	-95.1	-170.4	-82.5	-52.0	-47.0	ROIC/WACC	2.6	4.2	2.8	2.4	2.3	
融资活动产生现金流量	5.3	-39.9	-26.1	-35.5	-41.1	REP	1.9	0.9	1.3	1.3	1.2	

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

黄方祥

021-68765913

凌洁

021-68765237

梁涛

021-68766067

潘冬亮

010-59113590

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

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