



待产能释放，颇具特高压弹性 增持（首次）

投资要点：

- 公司是国内无可争议的瓷绝缘子龙头企业
- 特高压提速带来一定业绩弹性，但产能释放主要在 2013 年
- 未来三年盈利预测为 0.64/0.82/1.14 元，首次“增持”评级

- **无可争议的瓷绝缘子龙头。**公司是国内的瓷绝缘子的龙头企业，近年来一直保持国内和出口市场份额的第一，并为已经建设的几条特高压交直流线路提供瓷绝缘子与复合绝缘子产品，是国内仅有的几家能够生产特高压绝缘子的厂家之一。
- **特高压需求带来较大弹性。**国网计划在 2012 年启动四条特高压交流线路与三条特高压直流线路的建设，如果建设顺利的话，瓷绝缘子总量需求将超过 360 万片。公司在过去的几条特高压交直流线路中表现优异，包括锦屏-苏南瓷绝缘子中标达到 67%、两渡工程瓷绝缘子中标达到 65%，占据了绝对优势。
- **国网招标份额稳定，复合绝缘子有所突破。**2011 年的国网六次统一招标中，公司复合绝缘子和瓷绝缘子分别中标约 5 万只和 75 万片，市场份额分别为 11% 和 18%。但在 500kV 以上电压等级上，复合绝缘子实现了突破，并得到 13% 市场份额；瓷绝缘子继续保持明显的领先优势，占据了 53% 市场份额。
- **募投项目进展顺利，预计今明两年逐步达产。**目前公司募投项目进展顺利，其中复合绝缘子项目已经投入 1 个多亿，有望在 6 月份释放产能；而瓷绝缘子项目将从明年开始达产。目前在手订单饱满，受限于产能不足，公司的战略为同时兼顾特高压、国内常规电压等级以及海外订单三方面，以规避单一类型需求带来的波动风险。
- **2012 年每股收益 0.82 元，首次给予“增持”评级。**我们预计公司 2011/12/13 年的每股收益分别为 0.64/0.82/1.14 元，目前股价对应 2011/12/13 年 PE 分别为 36/28/20 倍，估值偏高，但考虑到其对特高压颇具弹性，因此首次给予公司“增持”评级。

分析师

王静 (S1180207090092)

电话：010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

赵曦 (S1180511010008)

电话：021-51782052

Email: zhaoxi@hysec.com

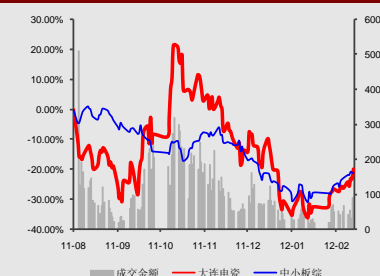
联系人

徐伟

电话：010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



股本结构

总股本 (万股)	10,000.00
流通股 (万股)	2,500.00
控股股东	刘桂雪
持股比例	42.00%

相关研究

主要经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	564.28	594.41	622.92	781.64	1045.81
增长率	28.96%	5.34%	4.80%	25.48%	33.80%
母公司净利润	106.43	74.27	64.12	82.36	113.76
增长率	264.99%	-30.21%	-13.66%	28.44%	38.12%
EPS	1.064	0.743	0.641	0.824	1.138
毛利率	40.82%	35.53%	34.87%	35.20%	35.52%
ROE	58.04%	30.30%	9.19%	10.65%	12.97%

目 录

一、公司是国内瓷绝缘子龙头企业.....	4
（一）公司主营业务：绝缘子	4
（二）股权结构：控股股东持股 42%.....	5
二、技术领先，特高压加速直接受益.....	6
三、国网招标份额稳定，保证 2012 增长.....	8
四、海外空间巨大，产能逐步释放.....	10
五、三类绝缘子：各具优势，长期共存.....	11
六、产能主要在 2013 年释放，“增持”评级.....	13

插图

图 1: 公司复合绝缘子收入占比逐步提高.....	5
图 2: 公司过去三年毛利构成情况（万元）	5
图 3: 大连电瓷股权结构图	5
图 4: 国网 2011 年 500kv 以上复合绝缘子中标份额.....	8
图 5: 国网 2011 年 110kv 以上复合绝缘子中标份额.....	8
图 6: 国网 2011 年 500kv 以上瓷绝缘子中标份额.....	9
图 7: 国网 2011 年 66kv 以上瓷绝缘子中标份额.....	9
图 8: 预计 2011 年出口收入占比约为 40%.....	10
图 9: 印度和美国是公司最主要出口国.....	10

表格

表 1: 大连电瓷主要产品明细及用途.....	4
表 2: 大连电瓷历次特高压线路绝缘子中标情况.....	6
表 3: 今年预计开工的特高压线路对绝缘子需求情况.....	6
表 4: 三类绝缘子情况与优缺点比较.....	11
表 3: 公司未来三年产能产量情况预测.....	13

一、公司是国内瓷绝缘子龙头企业

（一）公司主营业务：绝缘子

公司的前身大连电瓷厂是国家机电工业重点骨干企业，绝缘子制造技术可追溯至1915年。目前的主营业务包括高压输电线路用瓷、复合绝缘子，电站用瓷、复合绝缘子，以及电瓷金具等产品的研发、生产和销售，是国内最大的线路瓷绝缘子生产企业。2007年以来其生产的盘形悬式瓷绝缘子的产量、销量和出口量在行业内排名第一，并为已经建设的几条特高压交直流线路提供瓷绝缘子与复合绝缘子产品，是国内仅有的几家能够生产特高压绝缘子的厂家之一。

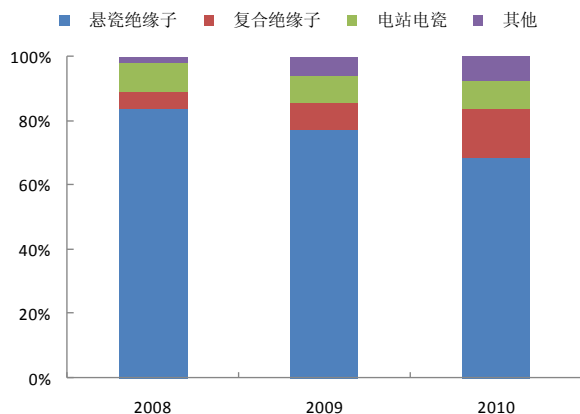
表 1：大连电瓷主要产品明细及用途

产品类别	产品名称	产品用途
输电线路用瓷绝缘子	40kN ~ 550kN 交流系列普通型盘形悬式瓷绝缘子	主要用于高压架空输电线路中绝缘支持导线，包括标准型绝缘子、大爬距绝缘子和防污绝缘子。
	70kN ~ 550kN 交流系列防污型盘形悬式瓷绝缘子（双伞、三伞、草帽形、钟罩形）	
	70kN ~ 550kN 直流系列防污型盘形悬式瓷绝缘子（双伞、三伞、钟罩形）	用于超高压直流输电线路绝缘和固定导线，适用于苛刻的污秽条件，具有优越的直流抗老化性能。
	10kV ~ 800kV 普通和耐污型高强度棒形支柱瓷绝缘子	户外高压支柱瓷绝缘子适用于频率不超过 100Hz 的交流系统中运行的电力设备装置，起到高压电器和导电部分的绝缘和支持作用。户外高压支柱瓷绝缘子按污秽地区分为普通型、耐污型及耐重型。
瓷绝缘子	高压电器瓷套	高压电器瓷套主要用于高压电器和配电装置中，起到引出线通过接地物时的绝缘和支持作用，或作为高压电器和配电装置元件的绝缘容器。主要分为 SF6 断路器瓷套、互感器瓷套、电容器瓷套、变压器瓷套、电缆瓷套、除尘器瓷套等。
复合绝缘子	35kV ~ 1000kV 交流棒形悬式复合绝缘子 ±500kV ~ 800kV 直流棒形悬式复合绝缘子 柱复合绝缘子	复合绝缘子主要用于高压架空输电线路中，起到绝缘和支持导线作用，复合硅橡胶伞裙采用优质配方，表面光滑致密，具有优良的憎水性能。
	10kV ~ 500kV 交、直流棒形支柱复合绝缘子	主要用在发电厂、变电站设备中，起到支撑固定母线作用，或作为隔离刀闸的绝缘支柱。
	25kV 电气化铁道棒型复合绝缘子	用于电气化铁道接触网架空输电线路，起到绝缘和固定导线作用。
其它产品	500kV/120kN 高压线路用复合相间间隔棒	复合相间间隔棒是用于导线间绝缘和导线支持的绝缘件，通过作为绝缘件的间隔棒和子间隔棒的连接共同作用不仅能减弱并抑制高压导线的微风振动和次档距振荡，且能有效地提高在抑制较大风载振荡时的机械性能与电气性能，保证线路安全运行并提高线路输送功率和线路使用寿命。

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

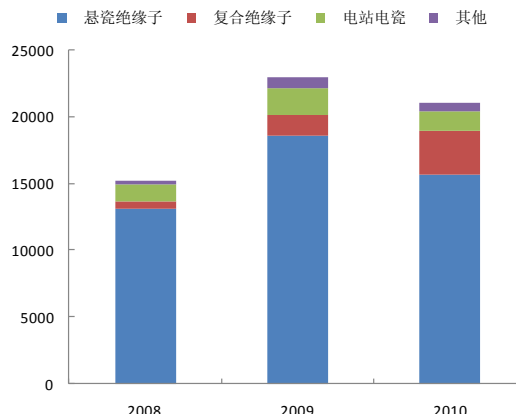
2010 年公司实现营业收入 5.94 亿元，其中悬式瓷绝缘子、复合绝缘子和电站电瓷分别为 4.05 亿元、9350 万元与 4933 万元，毛利贡献分别为 1.57 亿元、3298 万元与 1414 万元，瓷绝缘子是公司收入与利润的主要来源，而复合绝缘子随着产能扩大其占比在不断提升。

图 1：公司复合绝缘子收入占比逐步提高



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 2：公司过去三年毛利构成情况（万元）

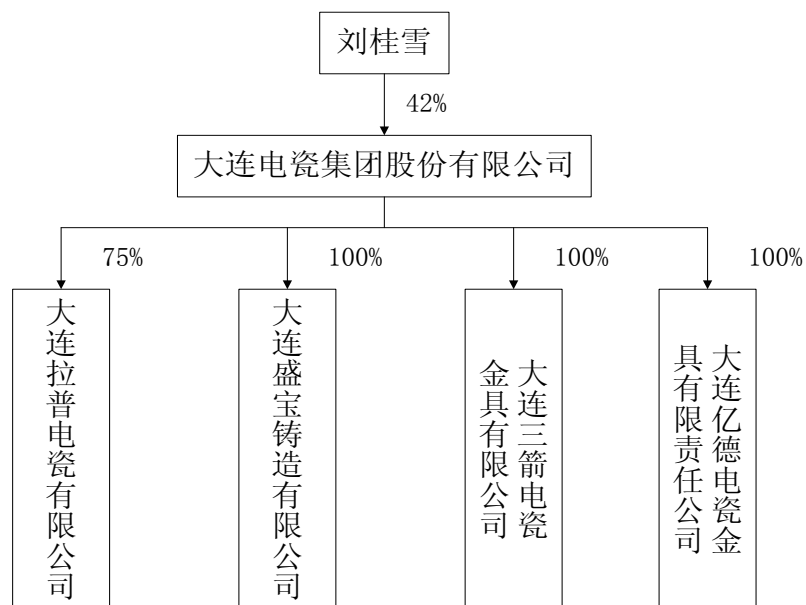


资料来源：公司公告，宏源证券研究所

（二）股权结构：控股股东持股 42%

公司于 2011 年 9 月 21 日在中小板上市，IPO 共发行 2500 万股，发行价 17.00 元，共募集资金 4.25 亿元。目前控股股东为刘桂雪，持股 42%，为公司实际控制人。

图 3：大连电瓷股权结构图



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

从历史沿革上看，公司前身大连电瓷厂于 2003 年改制，由现任董事长刘桂雪等 22 名自然人和华信信托共同出资设立大连电瓷有限公司，公司的民营性质决定了其灵活有效的机制和经营方式。

二、技术领先，特高压加速直接受益

从 2005 年开始，公司已经为国内几条特高压线路提供绝缘子产品，市场份额保持领先。其中，在南网的云南-广东 $\pm 800\text{kV}$ 直流中标约 11 万片瓷绝缘子；国网的向家坝-上海 $\pm 800\text{kV}$ 直流线路中中标约 28 万片瓷绝缘子，中标金额约为 1.3 亿元；国网首条特高压交流线路晋东南-荆门 1000kV 线路中中标约 10 万片，中标金额 2000 多万元；国网的锦屏-苏南 $\pm 800\text{kV}$ 直流线路中标约 52 万只瓷绝缘子，中标金额约 2.1 亿元；最近的南网两渡工程招标中，中标 22.6 万片，金额约 7338 万元。锦屏-苏南以及溪洛渡-糯扎渡两条直流的瓷绝缘子招标中，大连电瓷的中标份额均超过了 65%，在特高压瓷绝缘子领域，只有唐山 NGK 能与公司有所竞争。

表 2：大连电瓷历次特高压线路绝缘子中标情况

线路	公司中标数量	公司中标金额	中标份额	备注
云广直流	约 11 万片			
向上直流	约 28 万片	约 1.3 亿元		全部为瓷绝缘子，无玻璃绝缘子
晋东南-荆门交流	约 10 万片	2000 多万元		
锦屏-苏南直流	约 52 万片	约 2.1 亿元	67%	瓷绝缘子 74 万，玻璃绝缘子 20 万
糯扎渡-溪洛渡直流	约 22.6 万只	约 7338 万元	65%	瓷绝缘子 35 万，玻璃绝缘子 64 万

资料来源：国家电网，南方电网，宏源证券研究所

而根据目前国网对“十二五”特高压的规划，特高压交流将建成“三横三纵一环网”，共 1.1 万公里；特高压直流共有 10 条线路，共约 1.86 万公里。按照特高压直流每 2000 公里约需绝缘子 100 万片，特高压交流需求量较直流多出约 40%，那么“十二五”期间特高压交流和直流所需绝缘子分别为 770 万片和 930 万片。考虑到未来瓷绝缘子市场份额的下降，占比按照 50% 计算，那么瓷绝缘子需求将达到约 800 万片。

2012 年 1 月 5 日，国家电网在年度工作会议上提出，确保特高压的“四交三直”（锡盟-南京、蒙西-长沙、淮南-南京-上海、雅安-皖南交流；哈密-郑州、溪洛渡-浙西、哈密-重庆直流）年内核准并开工，力争浙北-福州特高压交流及准东-成都、锡盟-泰州特高压直流年内核准。按照该计划，年内核准的 7 条线加上皖电东送的 1 条特高压交流共需要绝缘子约 727 万片（只），按照瓷绝缘子占比 50% 估算，那么瓷绝缘子的需求约为 363 万片。

表 3：今年预计开工的特高压线路对绝缘子需求情况

	线路性质	输送距离	绝缘子需求(万片)	线路投资(亿元)	备注
淮南-皖南-上海	1000kV 特高压交流	$2*656\text{km}$		185	已经开始招标
锡盟-南京	1000kV 特高压交流	$2*1433\text{km}$		322	
蒙西-长沙	1000kV 特高压交流	$2*864\text{km}$		260	扣除晋东南-荆门单回线路
淮南-南京-上海	1000kV 特高压交流	$2*780\text{km}$		~200	
雅安-皖南	1000kV 特高压交流	$2*2178\text{km}$		~500	
哈密-郑州	$\pm 800\text{kV}$ 特高压直流	2280km		254	
溪洛渡-浙西	$\pm 800\text{kV}$ 特高压直流	1688km		194	
哈密-重庆	$\pm 800\text{kV}$ 特高压直流	2300km		~260	

总计	~12179km	~727	1517	其中瓷绝缘子预计占比 50%，则约 363 万片
----	----------	------	------	-----------------------------

资料来源：国家电网，宏源证券研究所

以公司目前的技术实力、市场地位来看，公司有能力获得 50% 以上的市场份额，但由于公司目前要兼顾三个市场：即国际市场、国内常规线路以及特高压，以降低单一方向所带来的行业性风险。同时，国网的特高压如果建设顺利，那么绝缘子的提供一定会受限于几大厂商的产能不足，国网层面也料将寻求其他解决方式如提高玻璃绝缘子的比例或加长交货时间等，因此未来几年公司将获得与其产能较为匹配的订单金额。从特高压产品毛利率情况来看，我们判断由于需要保证高端产品的质量，同时几大厂的产能并不充足，因此毛利率会略有下滑而不至于十分明显。

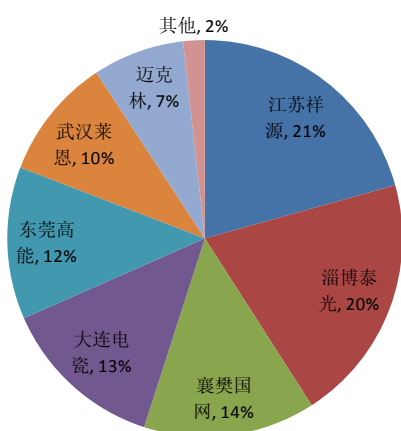
在生产工艺方面，公司掌握国内领先的窑炉烧制技术，从美国引进了长度为 80 米的燃气隧道窑，五座全自动控制燃气抽屉窑，烧成过程中温差精度高，可以控制在 1℃ 范围内，领先于国内其他厂家的窑炉控制能力，保证了瓷质的质量。同时，公司拥有行业领先的瓷配方技术，配方中主晶相 Al_2O_3 含量可达到 50% 左右，比同行业其他主要生产厂家提高 10% 左右，残余石英含量 $\leq 0.20\%$ ，大大降低了瓷质缺陷，提高了产品的机械性能、电气性能及热稳定性。从产品的瓷质性能分析，产品的体积比重 $\geq 2.70\text{g/cm}^3$ ，开口孔隙率控制在 0.15% 以下，以上指标均居行业同类产品之首。

三、国网招标份额稳定，保证 2012 增长

根据我们对 2011 年国网绝缘子统一招标的统计，复合绝缘子方面，国网 2011 年六次招标 110kV 以上复合绝缘子共招标约 45 万只，大连电瓷中标 50451 只，市场份额约为 11%；其中 500kV 以上复合绝缘子共招标约 2.8 万只，大连电瓷中标 3745 支，市场份额约为 13%。

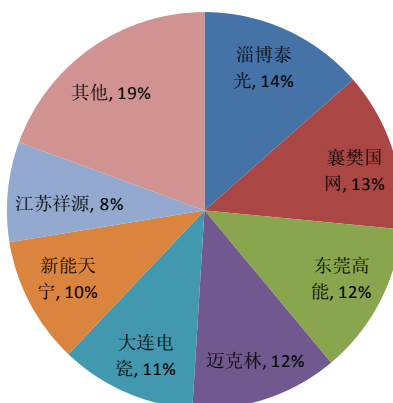
相较 2010 年的情况，公司在 2010 年中标 38111 只，市场份额约为 19%，但由于 2010 年统一招标均为 220kV 以上电压等级，因此统计口径并不完全相同；但从 500kV 以上等级来看，公司实现了由无到有的突破，表明公司的技术和产品已经迅速达到了国内一流水平。

图 4：国网 2011 年 500kV 以上复合绝缘子中标份额



资料来源：国家电网，宏源证券研究所

图 5：国网 2011 年 110kV 以上复合绝缘子中标份额

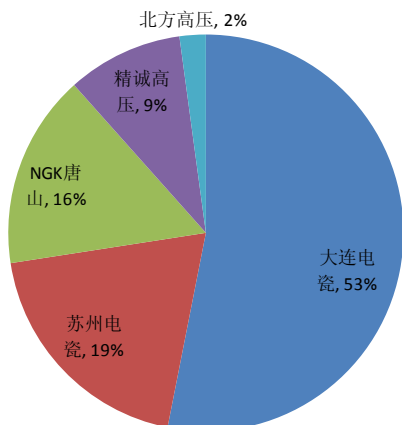


资料来源：国家电网，宏源证券研究所

而在瓷绝缘子方面，国网 2011 年共招标约 413 万片，大连电瓷中标约 75 万片，市场份额约为 18%；其中 500kV 以上电压等级共招标约 79 万片，大连电瓷中标约 42 万片，市场份额约为 53%，领先优势十分明显。

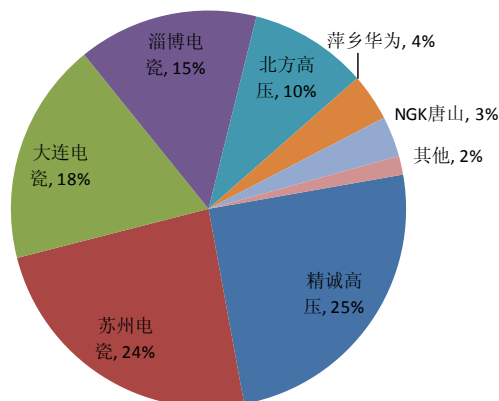
相较 2010 年招标情况，公司在 2010 年共中标约 88 万片，市场份额约为 31%；其中 500kV 以上电压等级中标约 38 万片，市场份额约为 44%。整体上来看市场份额有所下降，这主要是由于 2011 年 66kV 和 110kV 纳入统一招标体系，低电压等级的瓷绝缘子的大量招标稀释了公司的市场占有率，而 500kV 以上无论从中标数量还是份额上都有所提升。

图 6: 国网 2011 年 500kv 以上瓷绝缘子中标份额



资料来源: 国家电网, 宏源证券研究所

图 7: 国网 2011 年 66kv 以上瓷绝缘子中标份额



资料来源: 国家电网, 宏源证券研究所

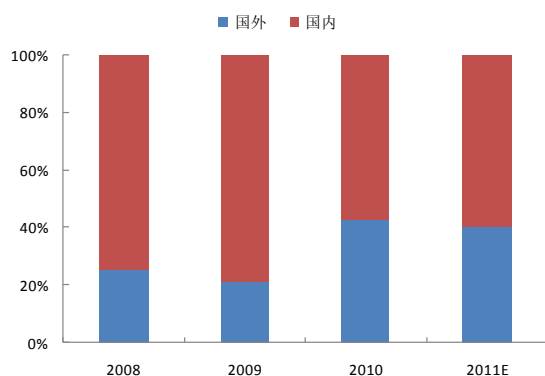
从中标价格上来看, 到 2011 年下半年国内外的绝缘子产品价格均呈现上升趋势, 国网统一招标的价格和其他一次设备类似, 均有所上升, 但幅度并不很大; 南方电网的招标价格在去年下半年大概同比提升了约 15% 左右。

从成本方面来看, 2011 年以来劳动力成本上升, 同时生产瓷绝缘子所需的液化石油气价格上升导致成本上升约 10%, 这两个主要因素导致国内产品毛利率有所下降; 而国际市场方面由于价格上升较多, 因此能够维持比较稳定的毛利率。

四、海外空间巨大，产能逐步释放

由于公司及其前身大连电瓷厂技术优势明显，其出口历史已经超过 50 年，产品在国际上享有较高的知名度，出口对象包括美国、印度、韩国、印度尼西亚、缅甸、苏丹、尼日利亚等近 40 个国家和地区，其中，印度和美国是公司最主要的出口国，2010 年在印度和美国的销售额分别达到了 1.53 亿元和 3451 万元，约占出口的 61% 和 14%。

图 8：预计 2011 年出口收入占比约为 40%



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

从出口占收入的比重来看，过去几年呈上升趋势，2010 年出口占比约为 42%，我们预计未来几年公司会保持 40% 左右的出口比例，以同时满足国内外的需求。

从出口的产品类型来看，公司出口产品由中端产品逐步过渡到高端产品。在印度，大连电瓷、赛维丝和 NGK 是最主要的绝缘子国外厂商，由于国外对于产品品质要求较高且竞争相对缓和，因此其毛利率要远高于国内水平，同时其价格随成本的上升速度也较快，因此能够维持较为稳定的毛利率。

图 9：印度和美国是公司最主要出口国




资料来源：公司公告，宏源证券研究所

五、三类绝缘子：各具优势，长期共存

根据绝缘件材质来分类，绝缘子可分为瓷绝缘子、玻璃绝缘子和复合绝缘子，分别利用工业陶瓷、特种玻璃和合成橡胶作为绝缘体，三种绝缘子各自均有比较明显的优缺点。

表 4：三类绝缘子情况与优缺点比较

分类	瓷绝缘子	玻璃绝缘子	复合绝缘子
图片			
预期寿命	较长（15~25 年）	长（40 年）	较短（10 年）
失效检测	材料老化后，需逐只检测	失效后自爆，方便检测	检测方法不成熟，到期全部更换
导线落地事故	掉串较多	无掉串现象	掉串较少
机械性能	一般	机械强度是瓷的 2 倍	轴线强度更高，但径向强度很小
电击穿强度	一般	是瓷的 3.4~4.3 倍	略强于瓷
电压分布	均匀程度一般	分布均匀	加装金属均压环，但耐雷电水平下降 10~30%
耐污性	较好	较差	耐污闪能力为前两者的 3~4 倍
尺寸重量	较大较重	较小较轻	最小最轻
运行经济性	运行成本高	运行成本较高	运行成本低
适用环境	较清洁、需抵抗外力腐蚀的环境	较清洁、需抵抗外力腐蚀的环境	污染严重的地区（除林区外）
可靠性	多年运行经验，可靠性强	90 年代中期规模化	2001 年以后快速推广
代表公司	大连电瓷、苏州电瓷、NGK 唐山、 内蒙古精诚高压	南京电气、浙江泰伦、宜宾环球、 自贡赛迪维尔	襄樊国网、东莞高能、山东泰光、 广州迈克林、江苏祥源、新疆新能 天宁
具备技术优势的国 家或地区	日本（NGK）	法国（赛迪维尔）、意大利（迪艾 夫）	美国（Reliable）、德国（Honstor）

资料来源：宏源证券研究所

在实际的电力建设中，用户会根据具体用途、电压等级以及使用环境等实际情况来选择合适的绝缘子。根据公司招股书的数据，2007~2009 年国网招标的瓷绝缘子、玻璃绝缘子和复合绝缘子的市场份额分别约为 45%、30%和 25%；而根据我们的统计，2011 年国网招标中 66kV 以上盘形悬式绝缘子中，瓷绝缘子和玻璃绝缘子的比例约为 1.14: 1，可以看出玻璃绝缘子的市场份额在不断提升。

而在超/特高压等高电压等级方面，瓷绝缘子仍是主流产品，主要原因是其生产历史悠久、技术成熟度高、性能稳定性强、具有丰富的经验数据等。例如在向家坝-上海±800kV 特高压直流线路中，没有使用玻璃绝缘子；而在锦屏-苏南±800kV 特高压直流线路中，盘形绝缘子中瓷绝缘子占比超过 78%。但目前随着玻璃绝缘子技术的成熟以及瓷绝缘子产能的受限，玻璃绝缘子的占比有明显的提高趋势，在最近南方电网的两渡工程的线路绝缘

子招标中,玻璃绝缘子的使用达到了 72%,因此我们判断在国网后续的特高压工程招标中,瓷绝缘子的比例将会有所下降。在悬垂串方面,复合绝缘子凭借较高的轴线强度和较好经济性,迅速成为了该项应用的主流产品。

可以看出,由于三类产品均具备各自的优缺点,因此在未来相当长一段时间内将会并存,呈现三分天下的市场格局。

六、产能主要在 2013 年释放，“增持”评级

基于对行业和公司基本面的判断，我们盈利预测的关键假设如下：

- 公司募投项目进展顺利，即复合绝缘子产能到今年 6 月开始释放，而瓷绝缘子产能主要在 2013 年释放；
- 国网特高压线路尤其是直流特高压线路进展顺利，瓷绝缘子占悬式绝缘子的比例有所下降，约为 50%；
- 由于过去几年产能利用率非常高，2 年内的订单不成问题，发展主要受限于产能释放速度而不是订单；
- 公司在产能分配上遵循同时兼顾特高压、常规电压等级以及海外市场三部分，且由于订单饱满，因此瓷绝缘子毛利率略有上升，而复合绝缘子毛利率保持稳定；

我们对公司的产能、产量及价格预测结果如下：

表 5：公司未来三年产能产量情况预测

产能（吨）						
年份	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
悬瓷绝缘子	29,000.00	36,000.00	32,300.00	36,000.00	41,000.00	62,266.00
复合绝缘子	525.00	1,050.00	2,100.00	2,100.00	7,336.00	7,336.00
电站电瓷	2,700.00	3,700.00	3,700.00	3,700.00	4,200.00	7,176.00
产量（吨）						
年份	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
悬瓷绝缘子	37,065.00	39,529.00	32,747.20	38,000.00	42,000.00	53,000.00
复合绝缘子	555.30	1,361.20	2,464.80	2,500.00	4,500.00	7,000.00
电站电瓷	2,710.36	3,232.30	3,235.07	3,500.00	4,000.00	6,000.00
单价（元/吨）						
年份	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
悬瓷绝缘子	10,519.46	11,453.74	10,609.22	11,000.00	11,500.00	11,500.00
复合绝缘子	38,990.23	40,001.01	39,426.15	39,000.00	39,000.00	39,000.00
电站电瓷	16,803.43	15,984.13	15,426.47	15,500.00	15,500.00	15,500.00

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

据此，我们预计公司 2011/12/13 年的每股收益分别为 0.64/0.82/1.14 元，目前股价对应 11/12/13 年 PE 分别为 36/28/20 倍，估值偏高，但考虑到其对特高压颇具弹性，因此首次给予公司“增持”评级。

附表 1 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	505	900	878	1,061	营业收入	594	623	782	1,046
货币资金	53	399	281	323	营业成本	383	406	506	674
应收与预付款项	273	275	317	376	营业税金及附加	4	5	6	8
存货	180	226	281	362	销售费用	41	41	51	67
非流动资产	428	520	596	588	管理费用	92	98	121	160
固定资产在建工程	321	424	512	515	财务费用	14	13	15	18
无形资产待摊费用	108	96	85	73	资产减值损失	7	0	0	0
资产总计	933	1,419	1,474	1,649	投资收益	-1	0	0	0
流动负债	383	437	516	626	利润总额	84	75	97	134
短期借款	219	219	269	319	所得税	9	11	15	20
应付与预收账款	164	218	247	307	净利润	75	64	82	114
长期借款	160	140	40	0	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	299	279	179	139	归属母公司净利	74	64	82	114
负债合计	682	715	695	764	EPS（元）	0.743	0.641	0.824	1.138
股本	75	100	100	100	主要财务比率				
资本公积	26	394	394	394	成长能力				
留存收益	145	203	279	383	营业收入	5.34%	4.80%	25.48%	33.80%
少数股东权益	7	7	7	7	净利润	-31.13%	-13.98%	28.44%	38.12%
归属于母公司权益	245	698	773	877	获利能力				
负债股东权益合计	933	1,419	1,474	1,649	毛利率	35.53%	34.87%	35.20%	35.52%
现金流量表					净利率	12.54%	10.29%	10.54%	10.88%
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	ROE	30.30%	9.19%	10.65%	12.97%
经营活动现金流	-14	137	94	127	偿债能力				
净利润	73	51	70	101	资产负债率	73.02%	50.39%	47.11%	46.37%
折旧摊销	25	58	73	88	流动比率	1.32	2.06	1.70	1.69
资产减值损失	7	0	0	0	速动比率	0.85	1.54	1.16	1.12
利息费用	12	22	18	18	营运能力				
投资活动现金流	5	-137	-137	-67	总资产周转率	0.64	0.44	0.53	0.63
融资活动现金流	38	347	-75	-17	应收账款周转率	2.59	2.79	3.12	3.66
现金流量净额	28	347	-119	42	存货周转率	2.13	1.80	1.80	1.87

注：资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

分析师简介:

王静: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

赵曦: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。