

超级本驱动 2012 年大幅增长

评级: **增持-A**

上次评级:

目标价格: **23.4 元**

期限: 6 个月 上次预测:
现价 (2012 年 04 月 17 日): 17.60 元

报告日期: **2012-04-18**

报告关键点:

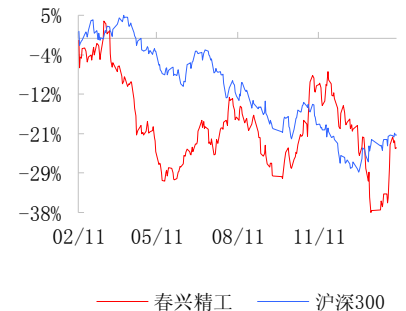
- 超级本业务 2012 年为公司带来业绩大幅增长
- 2012 年 EPS 0.78 元, 给予增持-A 评级

报告摘要:

- 超级本需求驱动铝合金机壳** 超级本将于 2012-2013 年掀起笔记本电脑新一轮换机热潮, 由于其将大量使用以铝合金为主的金属外壳, 因此其需求放量将带来铝合金金属外壳的跨越式增长。
- 公司是精密铝合金制造龙头, 具有客户优势** 公司在国内精密铝合金市场份额排名第二。已经进入三星等公司的超级本供应链, 该业务将于今年放量, 预计将为公司贡献 1 亿多元的收入。
- 产能扩张提供保障** 公司 2011 年有 200 台 CNC 设备, 到 2011 年底新增 300 台, 2012 年预计至少有 500 台设备, 假设约 1/3-1/2 的产能用于超级本生产, 对应产能达到 27-45 万套, 收入 2、3 亿元。
- 传统业务稳定增长** 公司 90% 以上收入来自通信设备零部件铝合金结构件产品, 公司是全球主要通信设备集成商、设备商和器件商的重要供应商, 该业务未来将稳定增长。公司近年来开拓汽车零部件精密铝合金结构件市场, 预计将成为公司另一重要增长点。
- 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.78 元、1.08 元、1.20 元, 对应 2012 年 PE 为 21.4 倍。结合公司 2012 年的增幅, 给予 2012 年 30 倍 PE, 对应股价 23.4 元。给予增持-A 评级。
- 风险: 公司超级本业务进度低于预期。

总市值(百万元)	2,499.20
流通市值(百万元)	973.28
总股本(百万股)	142.00
流通股本(百万股)	55.30
12 个月最低/最高	13.13/25.23 元
十大流通股东 (%)	27.72%
股东户数	8,026

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(9.55)	17.37	13.63
绝对收益	(12.66)	22.31	(10.71)

张龙 首席行业分析师
021-68766113 zhanglong@essence.com.cn
执业证书编号 S1450511020030

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	525.9	827.2	1,184.7	1,511.2	1,843.7
Growth(%)	29.8%	57.3%	43.2%	27.6%	22.0%
净利润	66.2	46.4	111.0	153.4	170.2
Growth(%)	18.9%	-29.9%	139.3%	38.2%	10.9%
毛利率(%)	24.8%	19.2%	21.4%	21.4%	21.4%
净利润率(%)	12.6%	5.6%	9.4%	10.2%	9.2%
每股收益(元)	(¥0.62)	(¥0.33)	(¥0.78)	(¥1.08)	(¥1.20)
每股净资产(元)	(¥2.88)	(¥6.17)	(¥6.96)	(¥8.04)	(¥9.24)
市盈率	26.8	51.3	21.42	15.50	13.98
市净率	5.8	2.7	2.4	2.1	1.8
净资产收益率(%)	21.7%	5.3%	11.2%	13.4%	13.0%
ROIC(%)	34.3%	17.2%	12.0%	13.1%	12.1%
EV/EBITDA	-	24.4	13.6	11.1	9.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

报告联系人

李奇颖 021-68763692
liqiy1@essence.com.cn

前期研究成果

春兴精工: 精密结构件制造龙头, 积极向其它行业拓展

2011-01-27

1. 公司概况

1.1. 主营业务与主要工艺

公司属于精密铝合金制造业 精密铝合金结构制造及其产品主要应用于通讯设备、汽车零部件、航空器材、高速机车等对结构件的加工精度和产品质量精度有严格要求的高精尖领域中。其中通讯、汽车领域占全部下游采购量的70%以上。

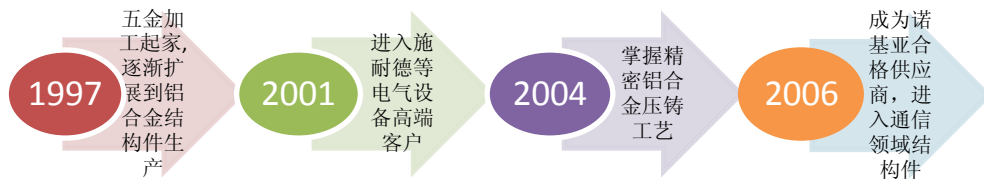
表1 精密铝合金结构件应用领域

产品名称	应用行业	应用领域举例
精密铝合金结构件	通讯设备	基站设备用滤波器、散热器等
	汽车零部件	冷却系统、减振系统、微型电机、动力系统等
	航空器材	机翼、尾翼、起落架系统、各类紧固件等
	高速机车	高速机车车体及其组件、制动系统、车厢内装构件等

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

公司是国内领先的专业精密铝合金结构件制造与服务供应商 公司的客户包括诺基亚西门子、阿尔卡特朗讯、摩托罗拉等世界知名通讯设备系统集成商；波尔威、安德鲁、安弗施等世界知名专业通讯器件制造商；国人通讯、摩比天线等国内排名前列的通讯器件制造商；德国贝洱、德国博世、日本电产、美国江森自控、法国哈金森、美国天合等全球排名前列的汽车零部件及设备制造商。

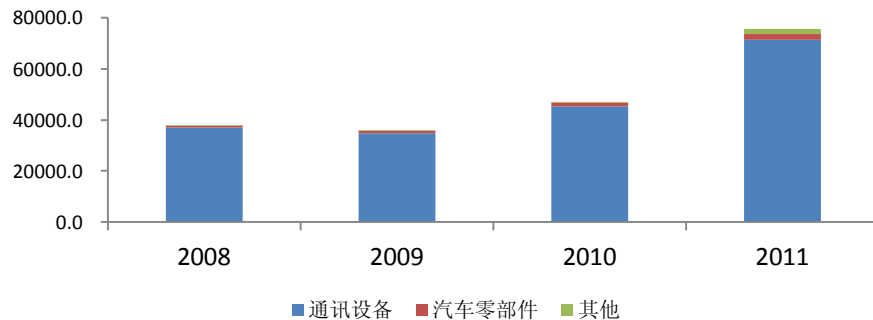
图1 公司发展历程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

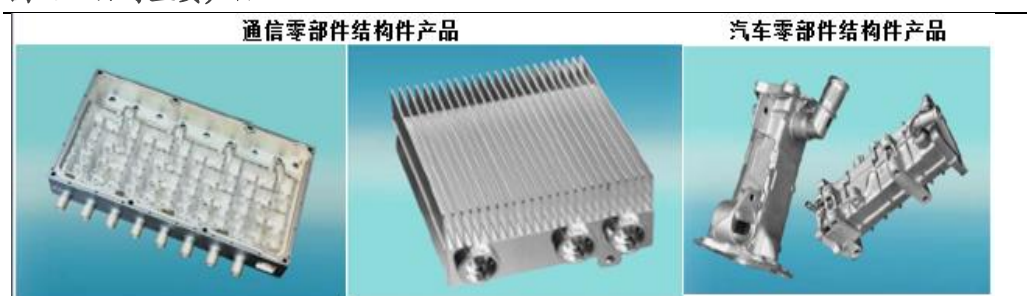
公司收入主要来源于通信设备领域 从2006年以来公司的收入主要来源于通信设备领域，2010年汽车领域开始贡献收入，近两年保持3位数增长。公司去年进入消费电子领域，从今年开始该部分收入将成为未来1-2年的主要增长点。

图2 通信设备产品占公司收入比例90%以上（单位：万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3 公司主要产品



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2 公司主要产品和供应客户

下游应用行业	主要产品名称	产品精密度要求	主要供应客户
通讯设备	滤波器结构件	功能表面对表面粗糙度要求均较高(至少达到 Ra<0.8 微米)、外观表面要求至少达到 Ra<1.6 微米的表面粗糙度；机械加工精度等级要求达到 IT 8 级，铸造精度等级达到 CT 4。	诺基亚西门子、阿尔卡特朗讯、波尔威、安弗施、安德鲁、摩比天线等
	散热器结构件		
	双工器结构件		
	功率放大器结构件		
汽车零部件	冷却系统结构件	致密性要求甚高，需要在制造时利用浸渗技术及进行防泄漏测试保证产品致密性；同时机械加工精度等级要求达到 IT 7 级，铸造精度等级达到 CT 4。	德国贝洱
	微型电机结构件	尺寸精度、形状精度和位置精度要求比通讯类结构件提高了十倍，公差范围需达到正负 0.01 毫米以内；机械加工精度等级达到 IT 7 级，铸造精度等级达到 CT 4。	日本电产
	减振系统结构件		法国哈金森

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 分享超级本第一勺粥

2.1. 超级本将逐步对传统笔记本电脑形成替代

超级本是对传统笔记本的更新换代 超级本是一种区别于上网本的轻薄笔记本电脑，拥有全尺寸的屏幕和键盘，强劲的电池续航、快速的启动和唤醒时间，功能强大，足以处理普通用户日常处理的各种任务。超级本的概念是由芯片巨头英特尔公司(Intel)推动的，从本质上说，超级本就是对MacBook Air的模仿，其功能比传统笔记本强大，又有平板电脑轻薄的优势。但同Air不同的是，超级本将走入大众用户，并且采用大众熟悉的windows操作系统。

表3 超级本的定义

指标	要求
处理器	核心特点是配备了英特尔第二代酷睿低电压处理器
重量	不超过 1.4 公斤
厚度	14 英寸超级本厚度小于 18 毫米
开机速度	7 秒之内启动

续航	8 小时
价格	1000 美元以内
存储	使用以 SSD 固态硬盘

资料来源：市场调研、安信证券研究中心

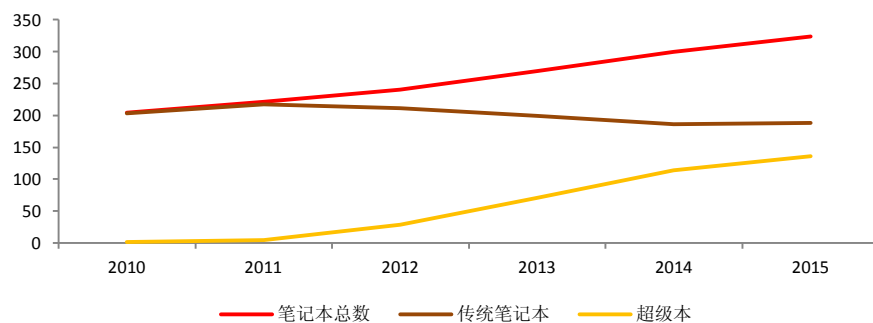
表 4 市场主要品牌超级本

	苹果	宏基	三星	华硕	联想	东芝
名称	Macbook Air	Aspire S3	530U3B-A 01	UX21/UX3 1	IdeapadU 300s-ISE	Portege Z830
电池续航	5-7 小时	7 小时	7 小时	6 小时	6.5 小时	8 小时
机壳材料	铝一体成型	镁合金	铝	铝一体成型	铝	镁合金
厚度	16mm	13.1-17.5	14.9mm	17mm	14.9mm	16mm
重量 (千克)	1.35	1.35	1.39	1.4	1.39	1.1
价格 (元)	7998-29999	8750	7799	8999	14699	10999

资料来源：市场调研、安信证券研究中心

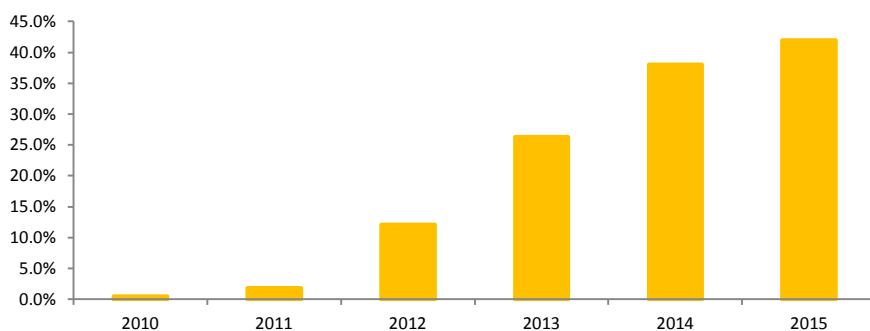
超级本出货前景看好 由于超级本相对于传统笔记本电脑的明显优势以及区别于 PAD 和上网本的定位，其将扮演超级本更新换代的角色。笔记本电脑在结束渗透后已经经历了 2 年的空档期，正等待一款性能优势突出、价格合理的新产品掀起换机热潮，“更轻、更强”的超级本将毋庸置疑成为这样的新产品。isuppli 预测，超级本到 2015 年市场占有率达到 40%。而英特尔预计截止到 2012 年底，消费级笔记本电脑中，将会有 40% 是超级本。尽管市场对于超级本的迅速普及还存在不同的声音，但业界包括 Intel 的竞争对手 AMD 在内都已经在“超轻薄本将是下一个市场甜点(sweet spot)”这个观点上达成了共识。

图 4 超级本出货量预测 (单位: 百万)



资料来源：isuppli，安信证券研究中心

图 5 超级本出货占比预测

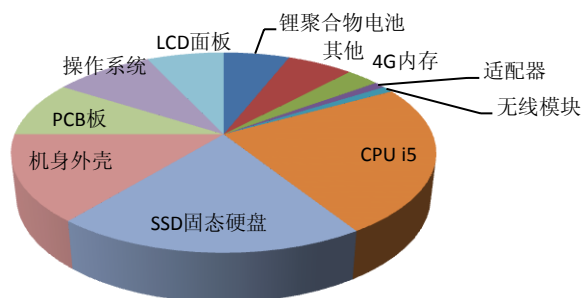


资料来源: isuppli, 安信证券研究中心

预计超级本在2012下半年到2013年开始放量 我们预计超级本将从今年下半年到明年上半年有明显的放量, 主要原因在于:

- **固态硬盘和金属机壳有望找到降低成本方案** 目前阻挠超级本需求放量的主要是零部件成本太高造成价格无法降低至笔记本的主流价格区间4000元-6000元, 从而暂且难以被笔记本的主流消费人群接受。超级本的组件成本大概是传统笔记本的1-2倍, 主要体现在硬盘(均占到超级本总成本的1/5以上)、合金材质外壳(一般只用在高端笔记本上, 超级本外壳成本是普通笔记本成本的2倍)以及电池(成本增加接近1倍) 增加制造成本。目前128GB的固态硬盘售价大概1500元左右, 市场上一些相对低价的产品都是采用混合硬盘的方式。根据摩尔定律, 每18个月集成电路芯片上所集成的电路的数目翻一番, 微处理器(CPU)的处理能力提高一倍, 而价格会下降一半。固态硬盘也附和这个规律, 因此预计其价格下降只是时间问题。我们预计从2011年固态硬盘的升级后, 到2012年年底有望再经历一次技术升级和降价, 从而推动超级本价格下降。苹果采用的一体成型金属机壳制程预计将更多用在较高端的产品, 而相对低端的产品将采用冲压制成。

图 6 超级本成本拆分

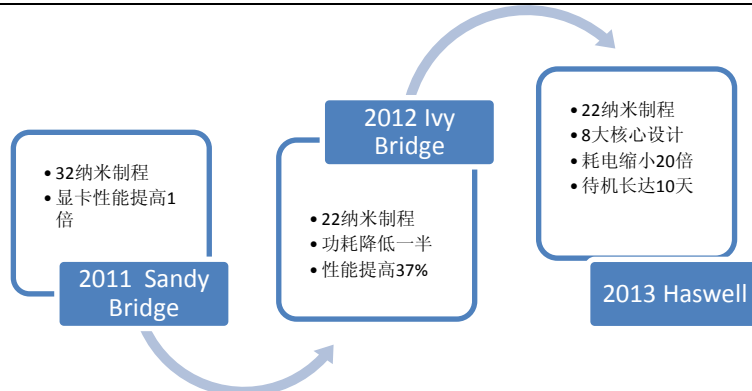


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

- **Ivy Bridge 架构处理器** 英特尔将于4月下旬推出的下一代22纳米的Ivy Bridge架构处理器, 功耗更低, 能保证笔记本兼具高性能和长待机的特性, 吻合超级本“更轻、更薄、更快以及待机时间更久”的要求。该处理器推出后的4月底到5月, 联想、宏基、戴尔等厂商将推出新一代超级本产品, 这一代的超级本肩负着打入主流笔记本市场的重任, 预计将进一步拉低超级本的价格。
- **windows8系统推出** 促使超级本2012年下半年放量的另一个因素是预计在今年三季度推出的windows8系统。windows8的特点除了最显著的支持触控外, 其界面

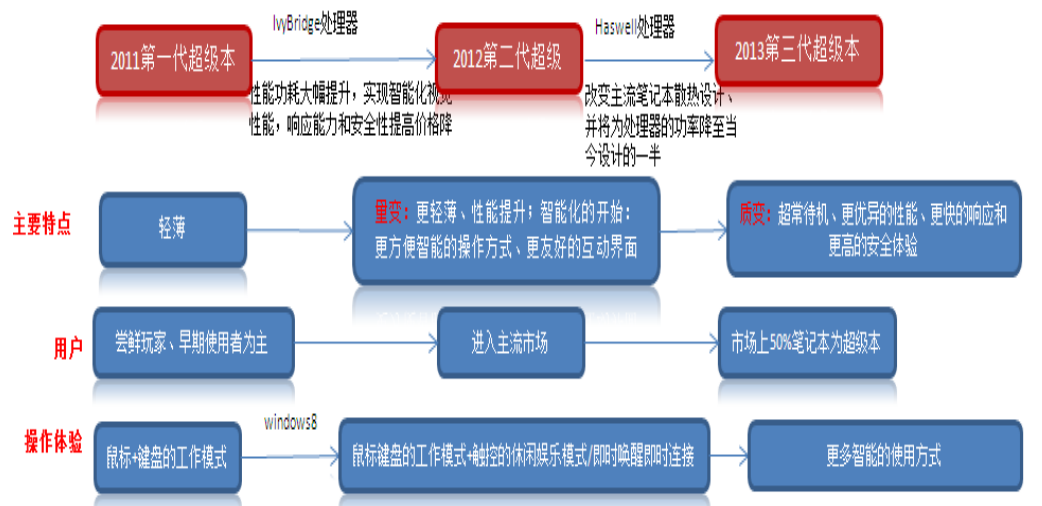
华丽，且具备了即时唤醒即时连接的使用体验，与超级本是天然的契合。同时其触控特性还将为超级本的进一步创新提供了契机，从而达到兼具笔记本电脑和平板电脑特性实现工作生活无缝链接的最终目标。

图 7 英特尔超级本处理器三部曲



资料来源：安信证券研究中心

图 8 英特尔超级本发展三阶段



资料来源：安信证券研究中心

2.2. 超级本带动铝合金机壳需求增长

超级本普及大幅增加金属机壳需求 超级本为了在轻、薄的前提下保持强度和满足散热的需求基本上采用金属机壳。传统笔记本电脑的金属外壳使用率不到4成，超级本的普及将大大增加对金属外观件的需求量。

铝合金和镁铝合金是超级本的主要应用材料 目前应用较多的金属机壳主要是铝合金和镁铝合金。镁铝合金比铝合金更轻，更硬，但韧性差，不耐磨，不易加工，成型困难，且价格稍高。考虑到超级本的降价趋势以及外壳成本相对于传统笔记本成本的差异，铝合金（不包括硬铝等）将可能成为中低端超级本的主流应用材料。今后超级本降价将成为趋势，因此铝合金将愈发凸显其性价比优势，成为中低端超级本主要外观件材料。目前出现的一些替代材料，如玻纤、碳纤维由于其特点（玻纤便宜、碳纤维轻而散热好但很贵）预计未来将分别在低、高端市场占据一定的份额，但短期对金属材料的应用难以形成威胁。

表 5 各种机壳材质优缺点比较

	铝合金	镁铝合金	高玻纤	塑胶
制造成本	低	中	低	低
成型厚度 (毫米)	0.6-0.8	0.6-0.8	0.9-1.1	1.5-1.8
表面处理	多样	少样	比塑胶少	多样
强度	高	最高	中	低
质感	高	高	中	高
重量	轻	最轻	略重	重

资料来源：玉山投资、安信证券研究中心

图 9 预计超级本使用材质的分配



资料来源：安信证券研究中心

2.3. 公司分到第一勺粥

大陆拥有上规模 CNC 机台的极少数厂商，产能人员储备构筑先发优势 目前在台湾和大陆具有 CNC 产能的厂商中，除了可成和鸿准的产能主要被苹果、HTC 等台系和美系厂商占据，台湾的二、三线厂商主要为日腾、巨宝、及成、应华等等。大陆厂商中，目前有上规模 CNC 产能的主要是春兴精工和长盈精密。由于 CNC 的加工速度问题(如一体成型一天只能生产 3 套)，机台必须要上一定的量才有形成有意义的产能，才能得到客户订单，产能是第一瓶颈。同时，该业务需要大量技术人员的储备和积累，才能够达到一定的良率。公司作为提前作好产能布局和人员储备的厂商在超级本的行业机会中占据了先发优势。

进入三星供应链，今年贡献 1-2 亿元收入 公司 2011 年下半年开始供应三星超级本等产品的铝合金外壳。今年 3 月份开始有 1500 套的小规模放量，4 月份出货量开始逐步爬升。公司目前一共 500 台 CNC，预计 150-200 台提供给三星超级本业务，不排除扩产地可能。预计超级本业务能在 2012 年为公司贡献 1 亿多的收入。

今年 CNC 产能仍将供不应求，但行业远期可能竞争激烈 假设生产一台笔记本外观件需要 3 小时(非一体成型)，结合 isuppli 对未来笔记本电脑和超级本出货量的预测，估算 2012 年全球对 CNC 机台的需求量在 3 万台左右。而三大企业可成、鸿准和日腾都要将一部分产能分给手机(如可成手机和笔记本电脑营收占比 5-5 分)，所以从今年的情况看，CNC 产能仍将供不应求。

表 6 公司主要竞争对手产能和业务情况

厂家	估计 2012 年 CNC 台数	CNC 主要生产产品
可成	15000	手机、Macbook
鸿准	13000	iphone、iPad
日腾	5500	Iphone、iPad
巨宝	1500	镁铝合金机壳
春兴精工	500-600	通信设备、汽车、笔记本等结构件
长盈精密	220	手机、笔记本内、外结构件

资料来源：市场调研、公司调研、安信证券研究中心

表 7 CNC 机台需求量估算

	2012	2013	2014	2015
超级本出货量 (百万)	29	71	114	136
金属外壳笔记本出货量 (百万)	63	60	56	56
一年一台 CNC 能生产多少部笔记本	2920	2920	2920	2920
需要多少台 CNC(万台)	3.2	4.5	5.8	6.6

数据来源：isuppli、安信证券研究中心

3. 传统业务稳中求升

3.1 通信领域：受益行业趋势稳定增长

行业有利趋势驱动公司收入持续增长 通讯设备产品贡献公司 90%以上的收入来源，带来公司 2007 年-2011 年 32%的复合增长率。公司的成长主要基于以下几个有利因素：

- **中国市场在全球通讯设备市场的地位：** 2008 年，全球前 6 的通讯设备集成商在华采购份额已经超过 30%，其中华为、中兴、诺基亚西门子在华采购比重占其全球采购比重的 60%以上，直接带动了国内精密铝合金结构件制造行业的发展。
- **金融危机促使供应格局改变：** 在 2008 年金融危机之前，全球通信产业整体处在景气周期当中，制造商—器件商—设备商的行业垂直分工有利于规模化生产和运营效率提升，但 2008 年金融危机后供应格局改变为制造商介入器件功能性设计或者设备商自行设计通信器件，并交由制造商定制器件结构件并进行组装。公司直接受益于第二种模式。2011 年 50%以上的收入增长即主要来自于诺西采购方式的改变。
- **公司的市场地位：** 公司在通信产品精密结构件领域国内市场份额第二，占国内市场的 5.1%，全球市场的 2.3%。公司是诺基亚西门子、阿尔卡特朗讯、波尔威、安德鲁、安弗施等国际知名厂商在中国的重要精密铝合金结构件供应商，其中在诺西、阿朗等的供应体系中占据份额最大。

公司在主要的设备厂商中都占据相当的份额，因此预计该领域将来的增长会相对稳定。

表 8 公司主要客户及所占采购份额情况

客户名称	客户简介	该客户主要的精密铝合金结构件供应商及各自市场份额
诺基亚西门子	2008 年全球市场份额 23%，市场	公司 (49%);Alteams(36%);Enyao

	排名第二	及其它
阿尔卡特朗讯	2008 年全球市场份额 14%，市场排名第三	公司(40%);Marchesi 及其它
安弗施	全球领先通讯基站设备制造商	公司 (70%);Enyao(20%)，其它 (10%)
波尔威	全球领先的通讯基站设备制造商	公司(30%);Alteams 及其它
弗雷通讯	全球领先的通讯基站设备制造商 安德鲁公司在华子公司	公司 (20%) ;强胜机械 (45%)，其他 (35%)
摩比天线	国内主要的通讯基站设备制造商，产品有 30%以上份额给中兴通讯	公司 (40%)；其它 (60%)

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2 汽车、航空等新领域带来公司长期发展空间

3.1 汽车零部件

我国汽车零部件产业发展潜力巨大 据中国汽车工业协会统计，2009 年我国汽车产销量分别达到1,379.10 万辆和1,364.48 万辆，超越美国成为全球最大汽车生产国和消费国。在欧美等汽车成熟市场，汽车整车与汽车零部件的产值规模比例达1: 1.7，而中国该比例远低于100%，中国的汽车零部件市场前景广阔。

汽车零部件使用铝合金结构件成为趋势 预计未来3年内我国汽车领域精密铝合金结构件外包市场规模将达上百亿元。汽车自身重量每减轻 10%，燃油消耗可降低6%—8%，排气量也随之大幅降低，这就在汽车制造过程中对汽车零部件的轻量化要求越来越高，为了实现这一目标，用铝合金结构件为代表的有色轻质合金结构件代替黑色金属合金结构件是大势所趋。

中国精密铝合金结构件制造厂商面临 行业机会 目前为汽车制造业提供铝合金材料的供应商主要为大型汽车整车制造企业或大型汽车零部件及设备制造商的配套企业，但随着行业竞争的加剧及专业化分工的深入，越来越多的零部件厂商专注于其自身核心业务及品牌的发展，而将对加工精度要求严格的铝合金结构件外包给拥有精密制造设备及精密制造能力的专业化精密铝合金结构件厂商，充分发挥专业厂商的设备、技术、制造以及规模优势，从而获取良好的协同效应。

以贝洱、博世、电产、江森自控等为代表的全球跨国汽车零部件采购商为增强成本竞争力，已纷纷对其用于精密系统零部件制造的精密铝合金结构件采购商进行调整，把中国精密铝合金结构件制造厂商纳入其全球采购资源库，加大了在华采购份额，这给本行业企业提供了快速发展的良好机会。

公司汽车精密结构件收入 2012 年实现全面增长 公司汽车精密结构件收入占比为 4%左右，重点服务的公司包括德国贝洱、德国博世、日本电产、美国江森自控、法国哈金森、美国天合等全球排名前列的汽车零部件及设备制造商。公司在汽车精密结构件业务过去三年增长比较缓慢，主要原因一方面进入下游客户供应体系周期较长，其次公司产能紧张、设备性能难以满足客户要求。随着公司上市募集资金扩大生产规模和提升设备性能，预计 2012 年汽车领域能实现较高增幅。

表 9 公司汽车零部件领域主要客户和产品情况

主要产品	客户	客户地位
冷却系统结构件	德国 贝洱	世界领先的汽车空调和发动机冷却系统设备制造商
微型电机结构件	日本 电产	全球最大的精密马达制造商之一
减振系统结构件	法国 哈金森	全球领先的交通运输行业减振系统设备制造商
ABS 制动系统用 铝合金结构件	美国 天合	全球领先的汽车安全系统制造商
座椅骨架及微电 机结构件	美国江森自控	全球领先的专业汽车空调和发动机冷却系统设备制造商

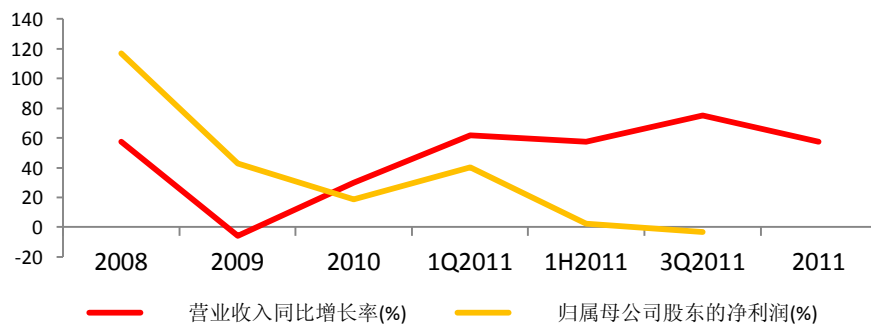
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5 财务分析

盈利能力和增长能力

2011年1季度公司营业收入增长呈现加速迹象，增幅达61.62%。主要原因是下游客户诺基亚西门子改革供应体制，开始自行设计滤波器，并向春兴等结构件厂商定制结构件来进行组装，公司滤波器结构件出货量大幅增长。2-3季度虽然营业收入增幅仍维持稳中有升的趋势，净利润增幅却大幅下滑。公司2011年前三季度净利率比2010年同期下降了5个多百分点。

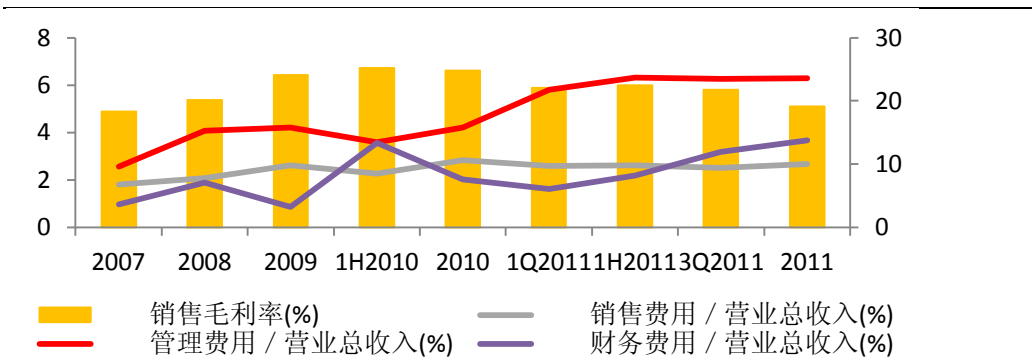
图 10 公司营业收入和利润增长趋势



资料来源：WIND、安信证券研究中心

公司2011年净利率和净利润增速相对于2010年下滑的主要原因是毛利率下降和费用率提升。公司2011年前三季度毛利率相较于2010年同期下降3个百分点左右；2011年前三季度管理费用3919万元，同比增长了161%，管理费用率相较于2010年同期上升2-3个百分点。造成毛利率下降和管理费用率上升的主要原因是人工成本的增加和固定资产投入导致的折旧增加。

图 11 2011 年费用率和毛利率情况



资料来源: WIND、安信证券研究中心

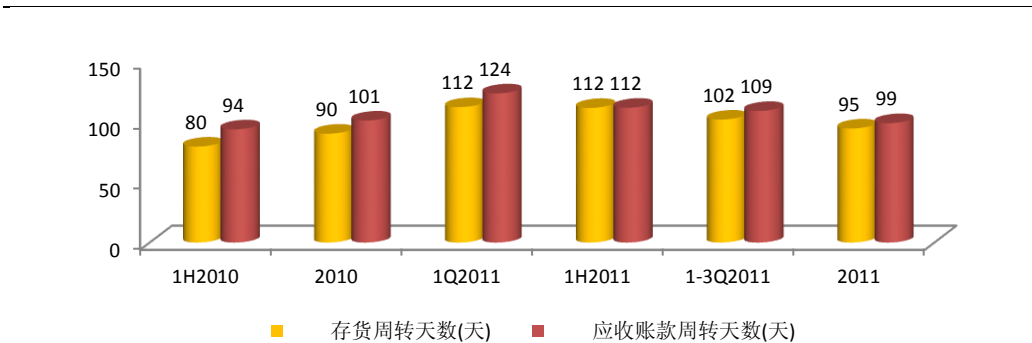
另外, 欧债危机引发欧元汇率暴跌令公司产生近1000万的汇兑损失导致财务费用大幅增加。

经营效率

公司2011年前三季度存货周转天数相比2010年水平有所上升, 至2011年三季度末存货比年初增加98.8%。2011年前三季度预付帐款相较2010年总额增幅达272%, 而与此同时总资产周转率和固定资产周转率却呈上升趋势。因此存货和预付帐款的增加更多是公司未来订单所做的原材料备货而并非经营效率的降低。

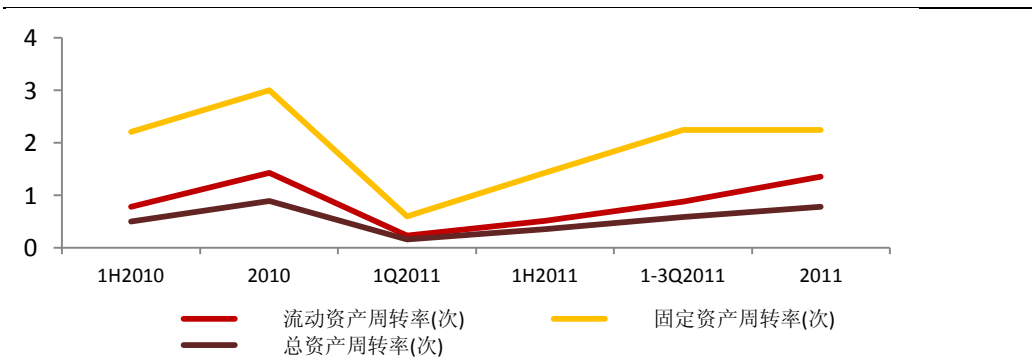
另外, 应收账款周转天数相对于2010年度整体水平有所上升, 反映了2011年紧张的资金环境一定程度上也对公司的经营现金流造成了拖累。

图 12 公司存货周转天数和应收账款周转天数增加



资料来源: WIND、安信证券研究中心

图 13 公司固定资产和总资产周转率



资料来源: WIND、安信证券研究中心

6. 盈利预测和估值分析

- **收入假设：**假设公司超级本能如期放量，将在2012年为公司带来大幅收入增长，假设2012-2013年公司收入为11.8亿元和15.1亿元，增幅分别为43.2%、27.6%。
- **毛利率假设：**由于超级本外壳毛利率略高，同时公司相比2011年折旧、人工成本和存货支出有望好转，因此对老产品毛利率有一定的提升作用。
- **费用率：**2012年公司各项工作走上正轨，且人工费用、汇兑损益支出有望减少，预计费用率呈下降趋势。

预计公司2011-2013年EPS分别为0.78元、1.08元、1.20元，对应2012年PE为21.4倍。结合公司2012年的增幅，给予2012年30倍PE，对应股价23.4元。给予增持-A评级。

表 10 相关公司盈利预测

证券代码	证券简称	收盘价 元	预测 EPS (元)			PE		
			2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
002547	春兴精工	17.60	0.78	1.08	1.20	22.56	16.30	14.67
300115	长盈精密	36.60	1.46	2.08	2.67	12.05	8.46	6.59
002369	卓翼科技	15.32	0.80	1.24	1.47	22.00	14.19	11.97
300083	劲胜股份	14.66	0.62	0.87	1.13	28.39	20.23	15.58
	平均	21.05	0.92	1.32	1.62	21.25	14.80	12.20

资料来源：WIND、安信证券研究中心（股价截止日：2012-4-17）

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2012/4/18		
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	成长性					
营业收入	525.9	827.2	1,184.7	1,511.2	1,843.7	营业收入增长率	29.8%	57.3%	43.2%	27.6%	22.0%
减: 营业成本	395.6	668.7	930.9	1,188.0	1,448.3	营业利润增长率	4.6%	-38.7%	178.2%	38.6%	26.4%
营业税费	0.4	2.5	3.5	4.5	5.5	净利润增长率	18.9%	-29.9%	139.3%	38.2%	10.9%
销售费用	15.0	22.1	29.6	36.3	42.4	EBITDA 增长率	16.3%	8.6%	80.1%	27.7%	20.5%
管理费用	22.2	52.1	71.1	78.6	92.2	EBIT 增长率	13.9%	-11.3%	87.6%	36.4%	25.4%
财务费用	10.6	30.2	14.5	16.9	19.5	NOPLAT 增长率	5.1%	-0.3%	61.0%	36.1%	10.1%
资产减值损失	3.4	5.1	5.9	7.6	9.2	投资资本增长率	98.9%	130.4%	24.4%	19.7%	13.7%
加: 公允价值变动收益	-3.4	-	-	-	-	净资产增长率	27.7%	187.5%	12.7%	15.5%	14.9%
投资和汇兑收益	0.8	-	0.4	0.2	0.3						
营业利润	76.0	46.6	129.6	179.6	226.9	利润率					
加: 营业外净收支	0.3	5.4	1.0	0.9	-	毛利率	24.8%	19.2%	21.4%	21.4%	21.4%
利润总额	76.3	52.0	130.6	180.5	226.9	营业利润率	14.4%	5.6%	10.9%	11.9%	12.3%
减: 所得税	10.0	5.6	19.6	27.1	56.7	净利润率	12.6%	5.6%	9.4%	10.2%	9.2%
净利润	66.2	46.4	111.0	153.4	170.2	EBITDA/营业收入	19.1%	13.2%	16.5%	16.6%	16.4%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	16.5%	9.3%	12.2%	13.0%	13.4%
货币资金	82.7	175.1	161.1	149.3	217.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	120	161	146	109	83
应收帐款	186.0	280.4	546.0	674.2	823.5	流动营业资本周转天数	78	122	170	199	214
应收票据	2.8	27.0	22.6	39.1	41.4	流动资产周转天数	254	266	294	307	314
预付帐款	50.5	65.8	114.6	177.0	253.0	应收帐款周转天数	101	99	123	143	144
存货	123.7	227.6	313.0	380.3	465.6	存货周转天数	68	78	84	84	85
其他流动资产	0.2	0.2	0.1	-	-0.1	总资产周转天数	406	464	474	442	418
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	229	320	350	334	319
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	20.0	20.0	20.0	ROE	21.7%	5.3%	11.2%	13.4%	13.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.8%	3.4%	6.4%	7.8%	7.4%
固定资产	253.7	486.0	474.2	441.9	403.3	ROIC	34.3%	17.2%	12.0%	13.1%	12.1%
在建工程	33.7	28.3	4.8	5.0	10.0	费用率					
无形资产	17.4	77.2	75.8	74.4	73.0	销售费用率	2.8%	2.7%	2.5%	2.4%	2.3%
其他非流动资产	1.4	13.4	7.6	8.2	7.0	管理费用率	4.2%	6.3%	6.0%	5.2%	5.0%
资产总额	752.1	1,381.1	1,739.8	1,969.3	2,313.6	财务费用率	2.0%	3.7%	1.2%	1.1%	1.1%
短期债务	222.0	325.5	355.5	415.5	475.5	三费/营业收入	9.1%	12.6%	9.7%	8.7%	8.4%
应付帐款	138.8	174.4	284.7	328.7	360.7	偿债能力					
应付票据	81.3	36.9	121.4	97.6	79.4	资产负债率	59.4%	36.5%	43.2%	42.0%	43.3%
其他流动负债	2.3	-32.8	-8.4	-11.2	71.0	负债权益比	146.6%	57.5%	76.0%	72.5%	76.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	(¥1.00)	(¥1.54)	(¥1.54)	(¥1.71)	(¥1.79)
其他非流动负债	0.2	-	-2.0	-3.0	-4.6	速动比率	(¥0.72)	(¥1.07)	(¥1.11)	(¥1.24)	(¥1.32)
负债总额	447.1	504.0	751.4	827.5	1,001.7	利息保障倍数	(¥8.14)	(¥2.54)	(¥9.94)	(¥11.59)	(¥12.62)
少数股东权益	-	0.6	0.6	0.6	0.6	分红指标					
股本	106.0	142.0	142.0	142.0	142.0	DPS(元)	(¥)	(¥)	(¥)	(¥)	(¥)
留存收益	198.6	734.8	845.8	999.2	1,169.4	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	305.0	877.1	988.4	1,141.8	1,312.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	66.2	46.4	111.0	153.4	170.2	EPS(元)	(¥0.62)	(¥0.33)	(¥0.78)	(¥1.08)	(¥1.20)
加: 折旧和摊销	13.6	32.2	51.9	53.7	55.1	BVPS(元)	(¥2.88)	(¥6.17)	(¥6.96)	(¥8.04)	(¥9.24)
资产减值准备	3.4	5.1	5.9	7.6	9.2	PE(X)	26.8	51.3	21.42	15.50	13.98
公允价值变动损失	3.4	-	-	-	-	PB(X)	5.8	2.7	2.4	2.1	1.8
财务费用	8.3	29.7	14.5	16.9	19.5	P/FCF	11.3	-0.5	-21.7	-62.8	57.9
投资收益	-0.8	-	-0.4	-0.2	-0.3	P/S	0.5	0.3	2.0	1.6	1.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	24.4	13.6	11.1	9.3
营运资金的变动	-49.8	-308.2	-174.0	-263.3	-217.8	CAGR(%)	32.3%	54.2%	-153.7%	-	-110.1%
经营活动产生现金流量	45.3	-193.0	8.9	-31.9	35.9	PEG	0.8	0.9	-0.1	-	-0.1
投资活动产生现金流量	-188.4	-319.7	-39.7	-19.9	-19.8	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	167.8	609.0	15.5	43.1	60.5	REP	-	-	-	-	-

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

朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	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