

汽车研发、测试及轨道交通关键零部件业务值得期待
中国汽研新股询价报告
报告关键点:

- 📖 公司是汽车技术服务、产业化制造的综合型汽车企业
- 📖 汽车研发、测试与评价及轨道交通关键零部件业务值得期待
- 📖 募集资金项目将大幅提升公司在汽车研发、测试与评价业务的实力

报告摘要:

- **公司是汽车技术服务、产业化制造的综合型汽车企业。**中国汽车工程研究院股份有限公司是专门从事汽车领域技术服务和自身研发成果产业化服务的公司。公司主营业务包括汽车研发和咨询、汽车测试与评价业务,专用汽车、轨道交通关键零部件、汽车燃气系统及其关键零部件等产业制造及销售业务。
- **汽车研发、测试与评价及轨道交通关键零部件业务值得期待。**我国汽车产品的测试评价业务集中度较高,已获得政府主管部门全面授权的国家级质量监督检验机构有6家,公司在业务规模中位列第4名左右。公司测试项目中商用车占比较大,我们认为未来重卡国四排放标准的实施将会较大的刺激公司检测业务的增长。公司轨道交通零部件业务主要是为重庆单轨2、3号线提供配套服务,随着2、3号线后续订单的陆续提交,以及未来单轨列车在沈阳、哈尔滨等城市的建设实施,公司的该项业务也有望取得较快增长。
- **募集资金项目将大幅提升公司在汽车研发、测试及评价业务的实力。**公司本次拟公开发行普通股19200万股,占发行后总股本的比例不超过29.96%。募集资金将投向于汽车技术研发与测试基地建设项目,总投资为11.1亿元。项目建成达产后将使公司在汽车研发、测试及评价领域的能力和规模上都将有较大幅度的提升。
- **建议询价区间为6.08元-7.98元。**我们预计公司2012、2013和2014年的营业收入分别同比增长-11.2%、12%和13.6%。净利润分别同比增长20.6%、17.5%和16.2%。全面摊薄后EPS分别为0.38元、0.44元和0.51元。我们给予公司2012年16-21倍PE估值,对应每股合理询价区间为6.08元-7.98元。上市首日定价区间为上市目标价6.46-8.36元,对应2012年PE为17-22倍。
- **风险提示:** 1. 汽车行业增长停滞的风险。2. 国家授权资质缩减的风险。3. 非经常性损益占比较高的风险。4. 市场的系统性风险。

建议询价区间:

6.08 - 7.98 元

上市首日定价区间:

6.46 - 8.36 元

报告日期: 2012-05-24

发行数据

总股本(万股)	44,879
发行数量(万股)	19,200
网下发行(万股)	9,600
网上发行(万股)	9,600
保荐机构	中信建投证券股份有限公司
发行日期	2012-05-30
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

中国通用技术(集团)控股有限责	95.00%
任公司	
中国机械进出口(集团)有限公司	2.00%
中国技术进出口总公司	1.50%
通用技术咨询顾问有限责任公司	1.50%

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
林帆
021-68765916
linfan@essence.com.cn
刘洋
021-68765917
liuyang@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,156.9	1,947.3	1,729.2	1,936.7	2,200.1
Growth(%)	56.7%	-9.7%	-11.2%	12.0%	13.6%
净利润	138.6	200.1	241.3	283.4	329.3
Growth(%)	84.2%	44.4%	20.6%	17.5%	16.2%
毛利率(%)	12.6%	19.9%	22.8%	23.3%	24.0%
净利润率(%)	6.4%	10.3%	14.0%	14.6%	15.0%
每股收益(元)	0.31	0.45	0.38	0.44	0.51
每股净资产(元)	1.88	2.40	2.36	2.80	3.31
净资产收益率(%)	17.8%	18.6%	16.1%	15.9%	15.6%
ROIC(%)	29.9%	1133.6%	30.0%	-24.6%	-32.8%

目录

1. 公司基本情况	4
1.1. 主营业务及所处行业	4
1.2. 公司股权结构	4
2. 公司各业务竞争格局	5
2.1. 汽车产品研发及咨询业务竞争格局	5
2.2. 汽车测试评价业务竞争格局	5
2.3. 专用车业务竞争格局	5
2.4. 轨道交通关键零部件业务竞争格局	5
2.5. 汽车燃气系统及管件零部件业务竞争格局	6
3. 公司经营情况	6
3.1. 公司主营收入情况	6
3.2. 盈利能力分析	6
3.3. 公司竞争优势	7
3.3.1. 较高的行业影响力和市场公信力	7
3.3.2. 完整的、协同发展的业务链	7
3.3.3. 雄厚的技术沉淀打造核心竞争力	7
4. 募投项目对公司未来盈利能力分析	8
4.1. 技术服务业务受益于产能释放, 未来有望保持较高增速	8
4.2. 提升公司测试评价业务的实验能力	8
4.3. 提高公司研发与咨询业务的能力和水平	8
5. 主要风险点	8
5.1. 汽车行业增长停滞的风险	8
5.2. 业务资质缩减的风险	8
5.3. 非经常性损益占比较高的风险	9
6. 可比公司估值	9
7. 询价建议	9
8. 上市首日定价区间预测及对应 PB	9

图目录

图 1: 公司主营业务	4
图 2: 公司股权结构	4
图 3: 公司近 4 年收入及增速	6
图 4: 公司主营产品收入占比	6
图 5: 公司近 4 年毛利率和净利率情况	7
图 6: 公司主营产品毛利率情况	7

表目录

表 1: 公司盈利能力分析	7
表 2: 公司募投项目	8
表 3 可比公司估值情况	9

2. 公司各项业务竞争格局

2.1. 汽车产品研发及咨询业务竞争格局

国内汽车产品研发分为三类：1. 汽车制造厂商下属的汽车产品开发机构；2. 国外的汽车产品研发及咨询公司在国内建立的分支机构；3. 国内独立的汽车产品研发及咨询机构，不依附某个具体品牌的生产厂家。目前各类机构均没有在国内市场形成垄断格局，国内汽车产品研发及咨询服务市场相对分散。

公司的汽车产品研发及咨询业务规模较小，市场占有率较低，但由于拥有汽车测试评价业务的经验积累，可以为汽车产品开发及咨询服务提供良好的协同效应，从而为客户提供全流程的产品研发咨询服务，未来发展前景较大。

2.2. 汽车测试评价业务竞争格局

我国汽车测试评价行业根据检测目的不同可以分为普通测试评价和质量监督检验业务。2009-2011年，由第三方汽车测试评价机构完成的业务规模分别约为30亿元、35亿元和40亿元，普通测试评价业务和质量监督检验业务的市场规模各占50%左右。

我国汽车产品的测试评价业务集中度较高，已获得政府主管部门全面授权的国家级质量监督检验机构有：国家轿车质量监督检验中心（天津）、国家汽车质量监督检验中心（长春）、国家汽车质量监督检验中心（襄樊）、国家客车质量监督检验中心、国家机动车产品质量监督检验中心（上海）以及本公司下属的国家机动车质量监督检验中心（重庆）。上述6家机构占据了汽车测试评价业务大约70%的市场份额，公司市场份额占据6家机构总份额的10%左右。

公司竞争优势有以下三点：1. 公司拥有40多年的历史，是国家一类科研院所，经过多年的积累与发展，具有深厚的技术沉淀；2. 公司注重服务的质量和效率，在业内树立了良好的口碑；3. 公司拥有较为完整的整车及零部件测试评价特色业务，综合服务能力较强，目前在汽车、摩托车零部件和汽车用材料方面的综合试验检测能力居国内领先水平。公司测试项目中商用车占比较大，我们认为未来重卡国四排放标准的实施将会较大的刺激公司检测业务的增长。

2.3. 专用车业务竞争格局

专用汽车可分作两大类，一类是适用于规模化生产的专用汽车，如自卸车、混凝土搅拌车等。这类专用汽车技术成熟，行业利润率水平低。行业内主要有重汽集团专用汽车公司、新宏昌重工集团、中集华骏车辆有限公司等。另一类是满足特种作业需求的特种专用汽车，如机场专用汽车、带电高空作业车、医疗救护车、高空消防车等。这类专用汽车技术含量高，附加值高，行业利润率水平高，实力较强的是威海广泰空港设备股份有限公司。

本公司下属凯瑞特种车公司年改装能力达到5000辆，是上汽依维柯红岩商用汽车有限公司全国最大的一级经销商，销售的汽车产品达到上汽依维柯红岩公司总销量的20%以上。凯瑞特种车公司同时也是包头北方奔驰重型汽车有限责任公司在西南地区的最大一级经销商。相对于西南地区其他专用汽车企业，公司无论是规模实力、品牌还是技术创新开发能力，都处于领先地位。公司的主要产品为自卸车、混凝土搅拌车以及环卫车等特种专用汽车，其中自卸车、混凝土搅拌车市场占有率在1%左右。

2.4. 轨道交通关键零部件业务竞争格局

公司主要从事单轨列车的零部件配套业务，目前只有重庆轨道交通 2、3 号采用跨座式单轨模式，沈阳、哈尔滨等城市的单轨列车尚在筹备中。公司先后签订了重庆轨交 2 号线 26 辆，3 号线 114 辆、126 辆，以及 2、3 号延长线 186 辆共计 452 辆单轨列车的关键零部件合同，约占市场需求总额的 84%，在轨道交通单轨领域处于全国领先地位。

2.5. 汽车燃气系统及管件零部件业务竞争格局

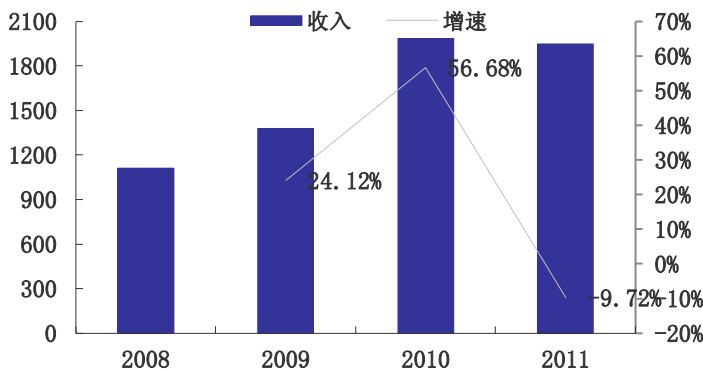
目前燃气汽车系统行业集中度较高，主要有公司的子公司鼎辉燃气、北京朗第伦索汽车燃气系统有限公司、上海依相燃气设备有限公司 3 家企业，国内市场占有率近 85%。公司燃气系统主要配备重型商用车，尤其是公交车领域。

3. 公司经营情况

3.1. 公司主营收入情况

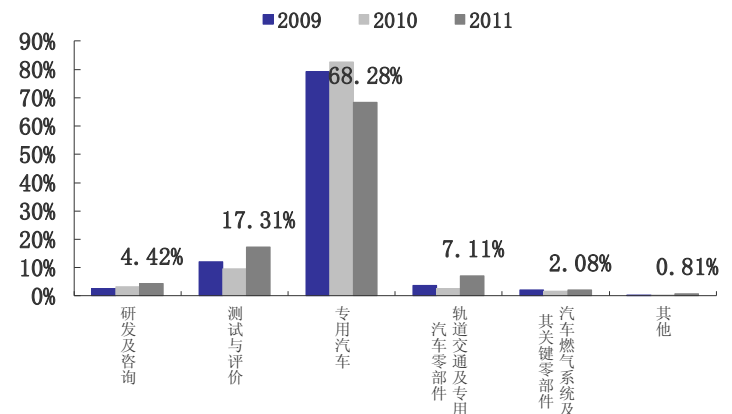
2008-2011 年，公司分别实现营业收入 13.77 亿元、21.57 亿元和 19.47 亿元，三年复合增长率高达 21%。从收入构成来看，2011 年专用汽车、测试与评价、研发及咨询、轨道交通及专用汽车零部件、汽车燃气系统及关键零部件和其他业务收入占比分别为 68.28%、17.31%、4.42%、7.11%、2.08 和 0.81%。专用汽车收入占比较高，但呈现下降趋势，2010 年专用汽车占比 82.73%，2011 年下降到 68.28%。而汽车测试与评价、研发咨询业务发展较快，汽车测试与评价业务收入 2010 年占比为 9.65%，2011 年占比为 17.31%，比 2010 年上升了 7.66 个百分点。尽管目前技术服务业务占公司营业收入的比重较低，但是公司未来发展的核心业务。我们预计随着公司汽车技术研发与测试基地及苏州凯瑞汽车检测研发有限公司等项目的建设完工，公司在该领域的能力将得到较大的提升，收入比重将逐年提高。

图 3: 公司近 4 年收入及增速



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

图 4: 公司主营产品收入占比



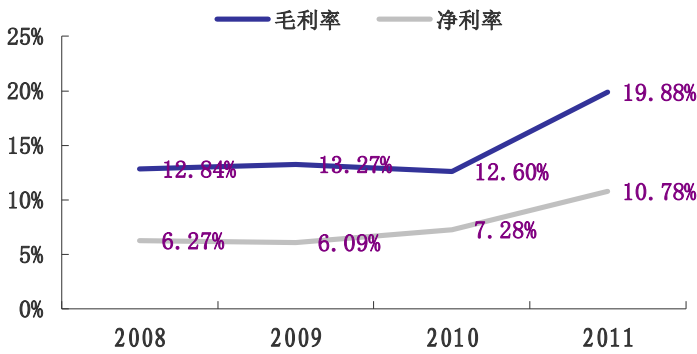
数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

3.2. 盈利能力分析

公司 2008-2011 年毛利率分别为 12.84%、13.27%、12.60%和 19.88%。2011 年毛利率增速较快，主要原因是：毛利率较高的技术服务业务收入占比大幅上升，毛利率较低的专用车占比下降。2011 年技术服务业务毛利率高达 42.89%，收入占比为 13.65%，比 2010 年提升 6.89 个百分点。技术服务业务是公司未来发展的重要方向，我们认为随着技术服务业务占比的不断提升，公司毛利率整体将呈现上升趋势。

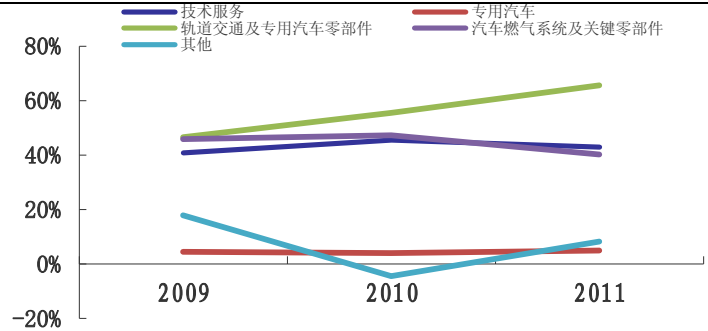
从产品毛利率来看，2011 年技术服务、专用汽车、轨道交通及专用汽车零部件和汽车燃气系统及关键零部件毛利率分别为 42.89%、4.91%、65.56%和 40.21%，技术服务、轨道交通及专用汽车零部件毛利率较高，而专用汽车整车的毛利率较低。

图 5: 公司近 4 年毛利率和净利率情况



数据来源: 公司招股意向书、安信证券研究中心

图 6: 公司主营产品毛利率情况



数据来源: 公司招股意向书、安信证券研究中心

2008-2011 年归属于母公司所有者的净利润分别为 0.64 亿元、0.75 亿元、1.39 亿元和 2.0 亿元，三年复合增长率达到 46.3%，增速较高。公司 2008-2011 年净利率分别为 6.27%、6.09%、7.28%和 10.78%，净利率在 2011 年上升较快，我们认为主要原因是由于公司毛利率提升较快所致。我们预计随着公司毛利率在未来几年的逐步提升，公司的净利率水平也有望持续稳步上升。

表 1: 公司盈利能力分析

项目	2009 年	2010 年	2011 年
营业收入(百万元)	1376	2157	1729
营业收入增长率	24.1%	56.7%	-9.7%
归属母公司净利润(百万元)	75.2	138.6	200
归属母公司净利润增长率	17.78%	84.23%	44.38%
综合毛利率	13.27%	12.6%	19.88%

数据来源: 公司招股意向书、安信证券研究中心

3.3. 公司竞争优势

3.3.1. 较高的行业影响力和市场公信力

公司长期致力于汽车行业战略研究、规划制定、标准起草等工作，为国家主持了三次重大汽车技术引进，牵头承担了多项重大装备开发和联合设计。作为国家级第三方技术服务机构，公司拥有一流的研究开发及测试评价设施、人才队伍及较高的组织管理水平，为企业提供了大量技术咨询、产品研发、测试评价服务，为我国汽车工业的发展作出了重要贡献，从而形成了较高的行业影响力及市场公信力。

3.3.2. 完整的、协同发展的业务链

公司的研发咨询、测试评价业务互为支撑，具有较强的协同效应。公司在为企业、政府部门提供大量研发咨询和测试评价技术服务的过程中，形成了专门、领先的技术积累，为公司拓展相关产业化制造业务创造了条件。

3.3.3. 雄厚的技术沉淀打造核心竞争力

公司在四十多年的发展历史中，先后协助我国政府部门组织相关企业完成了法国贝利埃、奥地利斯太尔、日本五十铃三次重大整车技术引进及国产化工作，为汽车行业开发了 300 多个车型，30 多种发动机，100 多种零部件总成，70 多种新材料新工艺。雄厚的技术积淀是公司的核心竞争力。

4. 募投项目对公司未来盈利能力分析

公司发行募集资金将投资于汽车技术研发与测试基地建设项目，总投资为 11.1 亿元，预计工期为 36 个月。新增产能对公司未来盈利产生以下几个方面的影响：

4.1. 技术服务业务受益于产能释放，未来有望保持较高增速

募投项目建成投产将推动公司的技术服务收入大幅增长。预计建成第二年新增销售收入有望达到 2.28 亿元，全部达产后可新增业务收入约 4.8 亿元，新增利润总额约 1.99 亿元。未来 3 年服务业务收入复合增长率在 40% 左右。

4.2. 提升公司测试评价业务的实验能力

本次募集资金建设项目建成后，新建汽车振动噪声和安全技术国家重点实验室、电磁兼容试验室、发动机环境模拟排放试验室，改扩建汽车产品研发中心、国家燃气汽车工程技术研究中心、电动汽车工程技术研究中心、汽车电子技术研发中心、柴油机技术研发中心、轨道交通关键零部件制造中心，改造升级整车及零部件试验室、节能与排放试验室等，将大幅拓展、提升公司的检测服务水平和能力。

4.3. 提高公司研发与咨询业务的能力和水平

通过本次募投项目的实施和高素质人才队伍的建设，公司将大大提高汽车设计、节能、环保、安全、NVH、EMC、电动汽车、汽车电子等重点领域的关键共性技术攻关和科技创新能力，提高公司汽车技术的自主创新能力。

表 2: 公司募投项目

序号	项目	项目总投资	拟使用募集资金	资金使用进度		
				2011	2012	2013
1	汽车技术研发与测试基地建设项目	110972	95972	47766	47659	547

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

5. 主要风险点

5.1. 汽车行业增长停滞的风险

未来可能出现的经济不景气会导致汽车行业增长停滞，对本公司业务将产生负面影响。此外，我国汽车制造行业的市场化程度越来越高，竞争日益激烈，在高度市场化竞争的背景下，行业利润率有下降趋势，这将使得上游的汽车技术服务行业也存在需求和利润率下降的风险。

5.2. 业务资质缩减的风险

根据相关规定，公司从事汽车测试评价业务除了具备必要的检验检测条件外，还需要获得工信部、国家质监总局（国家认监委）、环保部等国家相关部门的授权或许可。

另外，公司产业化业务如专用汽车的改装或者生产等亦需要取得相关资质或许可。公司目前拥有开展业务所需要的必备资质或许可，但仍不排除未来公司相关资质因各种原因被缩减、撤销或收回的可能。

5.3. 非经常性损益占比较高的风险

报告期内，本公司作为国家汽车工程研究领域的重点单位，得到的政府补助金额较多。此外，公司还利用闲置资金购买银行理财产品及进行新股申购，所得收益也是公司非经常性损益的重要构成部分。2009年、2010年和2011年，公司非经常性损益占同期净利润的占比例分别为12.04%、34.27%和5.83%，其中2010年公司非经常性损益在净利润中的占比超过30%，存在非经常性损益占比较高的风险。

6. 可比公司估值

公司主营业务包括汽车技术服务、专用汽车、轨道交通关键零部件、汽车燃气系统等，目前A股没有类似的可比公司，因此我们采用各业务板块加权平均的相对估值方法。参照表3，2012年各业务板块的平均估值为：技术服务板块22倍、专用车板块16倍、轨道交通零部件板块15倍以及天然气系统及零部件业务板块28倍。我们预测2012年公司技术服务业务、专用车业务、轨道交通零部件业务和天然气系统及零部件业务的毛利占比分别为53.5%、13.2%、27.8%和5.5%。因此我们认为公司2012年的动态PE为21倍，2012年的相对估值的区间为16-21倍。

表3 可比公司估值情况

股票代码	证券简介	收盘价 (2012.05.23)	EPS				PE			
			2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E	2014E
300012.SZ	华测检测	20.06	0.52	0.70	0.94	1.23	39	29	10	16
300284.SZ	苏文科	11.35	0.55	0.73	0.98	1.24	21	16	12	9
技术服务板块均值							30	22	11	13
600375.SH	华菱星马	11.50	1.24	1.25	1.68	1.56	9	9	7	7
000157.SZ	中联重科	10.31	1.05	1.23	1.46	1.76	10	8	7	6
专用车板块均值							10	9	7	7
000887.SZ	中鼎股份	9.95	0.50	0.71	0.85	1.03	20	14	12	10
00458.SH	时代新材	14.07	0.45	0.51	0.68	0.86	20	16	11	11
轨道交通零部件板块均值							20	15	11	10
300228.SZ	富瑞特装	43.10	1.05	1.55	2.09	2.65	41	28	21	16
天然气车系统及零部件板块均值							41	28	21	16

数据来源：WIND、安信证券研究中心

7. 询价建议

预计公司2012、2013和2014年的营业收入分别同比增长-11.2%、12%和13.6%，净利润分别同比增长20.6%、17.5%和16.2%，全面摊薄后EPS为0.38元、0.44元和0.51元。我们给予公司2012年16-21倍的PE，则每股合理询价区间为6.08元-7.98元。

8. 上市首日定价区间预测及对应PE

上市目标价6.46-8.36元，对应2012年PE为17-22倍。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012/05/23
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	2,156.9	1,947.3	1,729.2	1,936.7	2,200.1	成长性					
减: 营业成本	1,885.1	1,560.2	1,335.0	1,485.5	1,672.1	营业收入增长率	56.7%	-9.7%	-11.2%	12.0%	13.6%
营业税费	25.6	32.0	21.2	26.2	31.0	营业利润增长率	55.6%	58.5%	23.5%	18.2%	15.6%
销售费用	29.8	28.9	26.8	31.8	37.0	净利润增长率	84.2%	44.4%	20.6%	17.5%	16.2%
管理费用	79.2	85.1	80.1	89.7	102.3	EBITDA 增长率	49.5%	50.5%	16.9%	12.6%	15.4%
财务费用	-0.9	-7.4	-23.2	-42.9	-46.0	EBIT 增长率	58.7%	54.5%	17.5%	12.5%	16.8%
资产减值损失	4.3	6.1	-5.2	1.8	2.5	NOPLAT 增长率	91.7%	29.7%	15.1%	11.8%	17.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-96.6%	4255.7%	-236.3%	-12.0%	-15.5%
投资和汇兑收益	17.6	-2.3	2.0	5.8	4.0	净资产增长率	21.2%	27.8%	39.5%	18.9%	18.5%
营业利润	151.4	240.0	296.6	350.5	405.2	利润率					
加: 营业外净收支	36.4	12.6	1.0	-1.0	1.0	毛利率	12.6%	19.9%	22.8%	23.3%	24.0%
利润总额	187.8	252.7	297.6	349.5	406.2	营业利润率	7.0%	12.3%	17.1%	18.1%	18.4%
减: 所得税	30.7	42.7	44.6	52.4	60.9	净利润率	6.4%	10.3%	14.0%	14.6%	15.0%
净利润	138.6	200.1	241.3	283.4	329.3	EBITDA/营业收入	8.3%	13.8%	18.1%	18.2%	18.5%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	7.0%	11.9%	15.8%	15.9%	16.3%
货币资金	859.5	355.8	2,801.9	2,988.0	3,209.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	42	54	75	85	83
应收账款	146.0	152.1	138.4	145.8	171.2	流动营业资本周转天数	-49	-65	-62	-98	-92
应收票据	35.9	54.8	35.6	42.2	51.7	流动资产周转天数	208	223	438	622	590
预付账款	142.9	79.1	99.6	100.7	86.8	应收帐款周转天数	17	20	22	19	18
存货	252.2	329.3	213.3	250.1	300.7	存货周转天数	35	55	58	44	46
其他流动资产	-	0.3	-51.7	-75.4	-64.6	总资产周转天数	317	384	639	789	730
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	45	74	-29	-185	-141
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	45.8	42.6	20.0	20.0	20.0	ROE	17.8%	18.6%	16.1%	15.9%	15.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.2%	10.6%	6.1%	6.9%	7.5%
固定资产	294.3	290.4	425.4	494.5	520.6	ROIC	29.9%	1133.6%	30.0%	-24.6%	-32.8%
在建工程	135.1	410.8	247.1	148.8	89.9	费用率					
无形资产	247.1	239.8	223.9	209.1	195.3	销售费用率	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%
其他非流动资产	15.6	20.3	7.6	8.0	8.2	管理费用率	3.7%	4.4%	4.6%	4.6%	4.7%
资产总额	2,174.2	1,975.2	4,161.0	4,331.7	4,589.1	财务费用率	0.0%	-0.4%	-1.3%	-2.2%	-2.1%
短期债务	-	10.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	5.0%	5.5%	4.8%	4.1%	4.2%
应付账款	322.8	191.6	266.1	244.3	271.2	偿债能力					
应付票据	479.5	108.6	247.7	252.3	236.9	资产负债率	59.4%	42.9%	43.6%	41.2%	39.0%
其他流动负债	383.7	410.5	558.9	673.6	782.4	负债权益比	146.4%	75.1%	77.3%	70.0%	63.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.21	1.35	2.93	2.87	2.84
其他非流动负债	105.5	126.7	112.6	107.5	93.6	速动比率	1.00	0.88	2.74	2.66	2.61
负债总额	1,291.8	847.4	1,215.7	1,308.1	1,414.4	利息保障倍数	167.40	31.35	11.79	7.17	7.81
少数股东权益	40.1	50.3	61.9	75.6	91.6	分红指标					
股本	448.8	448.8	640.8	640.8	640.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	393.5	628.7	870.0	1,153.4	1,482.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	882.4	1,127.8	1,572.7	1,869.8	2,215.1	股息收益率					
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	157.1	210.0	241.3	283.4	329.3	EPS(元)	0.31	0.45	0.38	0.44	0.51
加: 折旧和摊销	30.2	37.7	40.3	45.6	48.4	BVPS(元)	1.88	2.40	2.36	2.80	3.31
资产减值准备	4.3	6.1	-5.2	1.8	2.5	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	7.3	-	-23.2	-42.9	-46.0	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-17.6	-2.3	-2.0	-5.8	-4.0	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	18.5	9.8	11.6	13.7	16.0	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	662.8	-317.5	553.0	62.5	21.5	CAGR(%)	23.7%	18.0%	16.9%	16.6%	17.1%
经营活动产生现金流量	344.6	-87.3	815.8	358.3	367.8	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	320.4	-218.5	22.5	3.7	1.9	ROIC/WACC	7.0	266.7	7.1	-5.8	-7.7
融资活动产生现金流量	-94.0	-4.1	235.2	42.9	46.0	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	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@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
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@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