

远传直读引领者，燃气表迎来快速增长

——积成电子(002339)动态报告

民生精品——动态报告/电气设备、新能源行业

2012年8月8日

一、事件概述

近日住建部公布《全国城镇燃气发展“十二五”规划》，到“十二五”期末，城镇燃气供气总量约1782亿立方米，较“十一五”期末增加113%。我们认为公司作为远传直读引领者，燃气表业务迎来快速增长。

二、分析与判断

➤ 智能燃气表将迎来快速发展，适合油气联动的远传表将逐渐成为主流

全国城镇燃气发展“十二五”规划提出城镇燃气价格要形成油气联动机制，而智能表中IC卡表将不能适合油气联动的要求，远传表将逐渐成为主流。预计十二五末智能燃气表占全部燃气表之比到54%，市场容量为37.8亿元/年，其中远传燃气表占比全部燃气表18%左右，远传表未来市场容量为12.6亿元/年，目前整个燃气表行业市场空容量为15-18亿元/年，增长空间巨大，智能燃气表将在十二五期间迎来快速发展。

➤ 智能燃气表有望复制 04-09 智能电表爆发式增长

2003年开始我国电力部门逐步实施峰谷分时计费、扩大两部制电价实施范围等政策，智能电表迎来爆发式增长，目前公用事业领域的自动化水平要远低于同期电网自动化发展水平，未来随着阶梯气价实施以及油气联动的推动，未来公用事业自动化发展路径有望复制电网发展路径，即将迎来爆发式增长。

➤ 公司作为远传制度表引领者，燃气表业务将迎来快速增长

公司是国内直读式自动抄表领域的技术倡导者、产业化的推动者和行业标准的制定者，拥有电子远传燃气表最完整的产品线。目前产能为7万台智能远传燃气表，随着公司定增项目的达产，将形成年产智能燃气自动化主站系统100套，智能终端1万台，智能燃气表70万只的生产能力，随着行业快速发展，燃气表业务将迎来快速增长。

三、盈利预测与投资建议

预计公司2012-2014年EPS为0.55、0.75和1.02元，对应的市盈率分别为24、17和13倍，预计未来三年符合增速超过30%以上，同时业绩也具有爆发性，维持“强烈推荐”评级，目标价17元。

四、风险提示：

1) 智能变电站、配网自动化建设低于预期。2) 公司开拓公用事业自动化较缓慢。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	548	758	1,005	1,362
增长率(%)	38.82%	38.43%	32.47%	35.61%
归属母公司股东净利润(百万元)	63	94	128	175
增长率(%)	15.82%	48.45%	36.66%	36.54%
每股收益(元)	3.68	0.55	0.75	1.02
PE	3.55	23.89	17.48	12.80
PB	0.26	2.12	1.90	1.66

资料来源：民生证券研究所

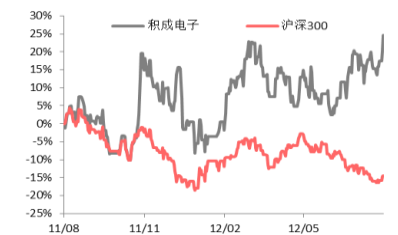
强烈推荐 维持评级

合理估值：17元

交易数据(2012-8-7)

收盘价(元)	14.05
近12个月最高/最低	14.65/9.94
总股本(百万股)	172.00
流通股本(百万股)	101.12
流通股比例%	58.79
总市值(亿元)	24.17
流通市值(亿元)	14.21

该股与沪深300一年走势比较



分析师

分析师：陈龙

执业证书编号：S0100511080002

电话：(021) 68885796

Email: chenlong@mszq.com

联系人：黄彤

电话：(021) 68885572

Email: huangtong@mszq.com

 地址：上海浦东新区浦东南路588号
 浦发银行大厦31楼200120

1. 中标公告点评-《公司将受益智能变电站的快速推广》2012.5.16

2. 增发点评-《增发面向配电网、智能燃气表自动化，奠定长期发展基础》2012.6.4

3. 公告点评：《国网第三批中标超预期，业绩进入快速增长期》2012.6.21

4. 深度研究-《业绩高速增长确定，未来发展具备爆发性》2012.7.2

一、城镇燃气迎来发展黄金期，智能燃气表迎来快速发展

(一) 城镇燃气迎来发展黄金期

根据住建部《全国城镇燃气发展“十二五”规划》，到“十二五”期末，城镇燃气供气总量约 1782 亿立方米，较“十一五”期末增加 113%。过去 10 年间我国天然气消费量年均增长 16%，2010 年突破千亿立方米至 1,070 亿立方米，比 2000 年增长 4.4 倍，占一次能源中的比重也由 2000 年的 2.4% 提高到 2010 年的 4.4%。我国在“十二五”能源规划中明确提出大力发展天然气，制定的量化指标为 2015 年天然气消费 2,300 亿立方米，占能源消费总量的 8.5%，天然气消费量将迎来较快增长。

图 1: 城镇燃气年供气总量十二五将大幅增长

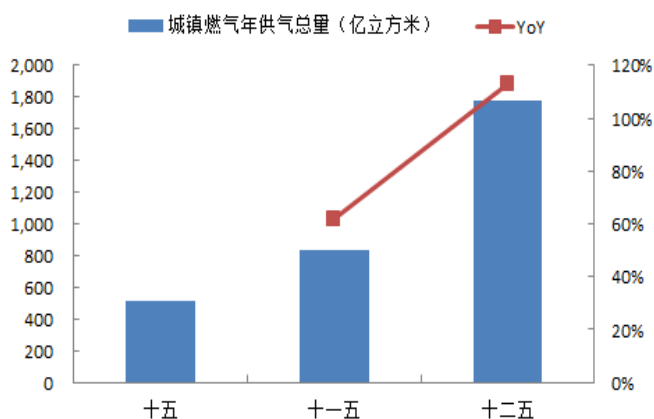
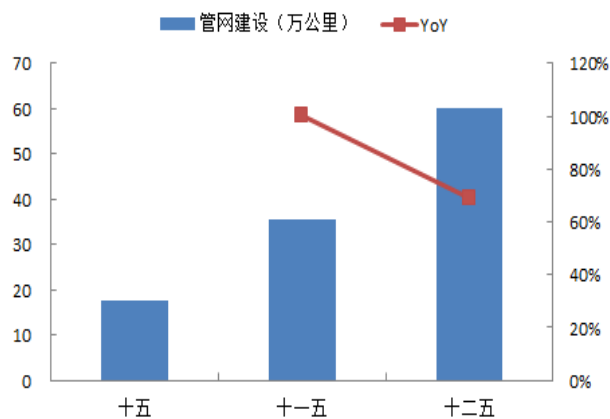


图 2: 管网建设十二五将大幅增长



资料来源: 住建部、民生证券研究所

资料来源: 住建部、民生证券研究所

根据住建部《全国城镇燃气发展“十二五”规划》，“十二五”期间，我国新建城镇燃气管道约 25 万公里，到“十二五”期末，城镇燃气管道总长度达到 60 万公里。城市管道燃气和工业用气引领燃气表市场高速增长。根据国家统计局的数据，我国供气管道长度由 2004 年的 14.8 万公里增加至 2008 年的 25.8 万公里。随着西气东输一线、二线，以及陕京线、川气东送等多条管道相继投产，覆盖全国的天然气管道网络已初步形成。今后，随着西气东输三线、四线等几条主要干线的规划建设，我国地区管道和城市燃气管道建设将进入一个高速增长阶段。

图 3: 城镇燃气年投资额十一五期间大幅上升

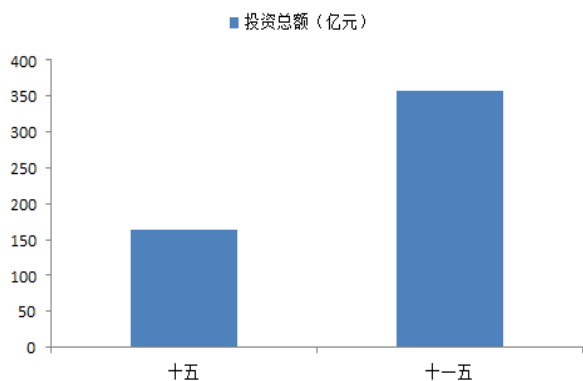
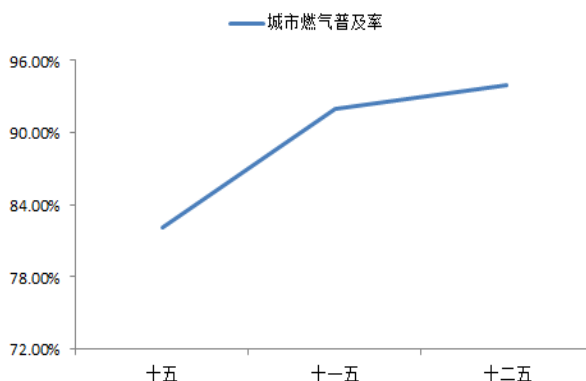


图 4: 城市燃气普及率十二五期间要求进一步提高



资料来源: 住建部、民生证券研究所

资料来源: 住建部、民生证券研究所

“十一五”期末, 城镇燃气行业固定资产投资总额由“十五”期末的 164.3 亿元提高至 358 亿元, 实现翻番。“十一五”期末, 燃气已广泛用于居民、工商业、发电、交通运输、分布式能源等多个领域, 燃气的市场需求快速扩大, 较“十五”期末, 城市燃气普及率从 82.08% 提高至 92.04%, 到“十二五”末, 城市的燃气普及率达到 94% 以上, 县城及小城镇的燃气普及率达到 65% 以上。其中: 居民用气人口达到 6.25 亿以上, 用气家庭数达到 2 亿户, 居民用气量达到 330 亿立方米。

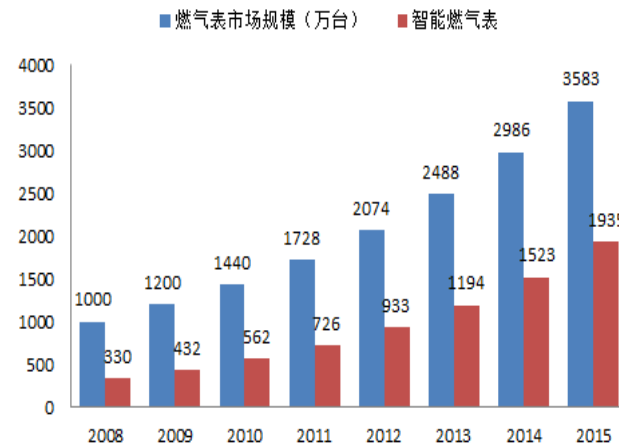
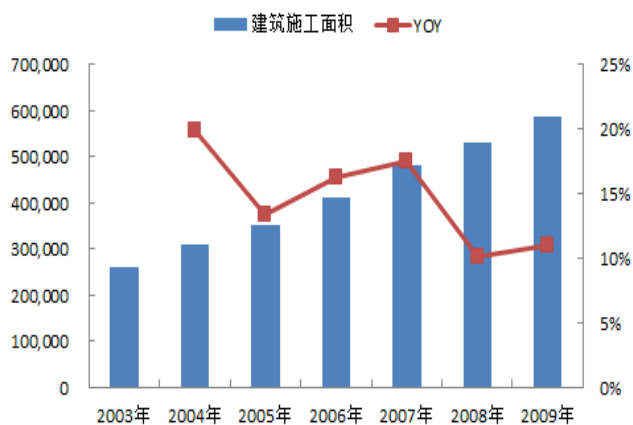
(二) 智能燃气表市场刚刚打开, 未来将迎来快速发展

智能燃气表市场容量广阔。中国城市燃气协会估计国内民用燃气表的市场容量约为 2 亿台, 国家计量检定规程《膜式燃气表》规定: 以天然气为介质的燃气表使用期限一般不超过 10 年, 以人工燃气、液化石油气等为介质的燃气表使用期限一般不超过 6 年, 需周期性地强制更新替换。根据中国城市燃气协会的数据, 2010 年我国燃气表市场规模在 1,440 万台, 其中智能燃气表 562 万台; 到 2015 年我国燃气表的总需求量可达 3,583 万台左右, 其中智能燃气表 1,935 万台, 保守估计远传燃气表将占到智能燃气表 1/3 的数量, 市场容量广阔。

2010 年 6 月,《住宅远传抄表系统》JG/T162-2009 标准开始实施, 燃气公司等开始越来越多安装智能燃气表, 主要动力为: 一、能够节省大量的人力抄表成本。二、杜绝偷气、防止囤积。第三、智能燃气表调整具有及时和准确性, 能够适应阶梯气价计费方式的实行。

图 5: 新增城市人口对住宅的需求带动了燃气表产业的发展

图 6: 我国燃气表未来市场规模预测



资料来源: 民生证券研究所

资料来源: 中国城市燃气协会、民生证券研究所

按照我国 2.3 亿城镇人口测算, 对燃气表的总需求在 2.3 亿只左右, 按照每只 300 元计算, 总市场空间在 700 亿元左右。由于燃气表规定 10 年更换一次, 故未来市场空间在 70 亿元/年左右。据测算, 十二五末智能表占比达到 54%, 则智能表市场空间为 37.8 亿元, 远传燃气表占比全部燃气表 18% 左右, 则远传表未来市场空间在 12.6 亿/年。

表 1: 十二五末燃气表市场容量测算

项目	数值
城镇户数	2.3 亿

燃气表总需求	2.3 亿
燃气表价格	300 元
市场容量	700 亿
更换年限	10 年
燃气表市场空间	70 亿/年
智能表占比	54%
智能表市场空间	37.8 亿
远传表占比	18%
远传表市场空间	12.6 亿/年

资料来源：公开资料整理、民生证券研究所

二、智能远传燃气表领跑者，未来受益行业快速增长

(一) 行业处于跑马圈地阶段

行业处于跑马圈地阶段。目前，国内智能燃气表生产厂家虽然较多，估计将超过 100 家，但是规模较小，产品主要为 IC 卡表，技术水平离市场需求存在较大差距，而且 IC 卡表不能够满足推广阶梯气价的要求，市场将逐步被远传智能表替代。

目前，国内智能燃气表的主要企业浙江先锋电子技术有限公司、陕西航天动力高科技股份有限公司、浙江金卡高科技工程有限公司、浙江威星智能仪表股份有限公司、重庆前卫克罗姆表业有限责任公司等，其中先锋电子、威星智能仪表、金卡股份目前在智能燃气表处于第一梯队，产能为 70-100 万块，但是主要为 IC 卡表，无法适应未来油气联动机制推行。

表 2：行业主要竞争对手以 IC 卡表为主

行业主要公司	燃气表类型	智能燃气表产能
杭州先锋电子	IC 卡表	约 100 万
浙江威星智能仪表	IC 卡表	约 100 万
金卡股份	IC 卡表	70 万
新天科技	IC 卡表	2 万
积成电子	远传表	7 万

资料来源：公开资料整理、民生证券研究所

智能燃气表一般采取招标方式进行，一般燃气集团设定 4-6 家左右的供应商，每次采购从这 4-6 家中竞标。客户壁垒较高，一旦进入大型燃气集团的采购体系，需求稳定并且持续，一般三年更换一次供应商，评标时技术标和价格标一般 6:4。

天然气运营公司市场格局：主要是两种，一种原来地区垄断公司，如北京、四川、重庆地区天然气公司，另一种是全国性的公司，如中燃（覆盖 150 个城市）、昆仑（覆盖 50-70 个城市）、华润（覆盖 80 个城市）、港华燃气（外资、覆盖 70 个城市），新奥（外资、覆盖 50 个城市）以及华通、中越等覆盖 20-30 个城市的小规模公司，大燃气集团约占国内燃气市场的 80%。

表 3：天然气运营公司市场格局

行业主要公司	燃气项目(个)	供应量(亿立方米)	气源保障
港华燃气	93	85	晋城煤层气
昆仑燃气	100 多	64	中石油
华润燃气	47	56	中石化、中石油
新奥燃气	90	38	西气东输、中海油

资料来源：公开资料整理、民生证券研究所

行业中，燃气表的购买由燃气公司完成，但是燃气表费用的买单有不同的情况。

- 1.新建小区安装：开发商买单，转嫁到房价中。每户收取开户费 1000-2000 元，包含了燃气表钱。
- 2.旧小区改造：居民支付。每户收取开户费 1000-2000 元，包含了燃气表钱。
- 3.原有表更换：居民、当地政府、燃气公司共同承担。承担比例各地不同，需要一事一议的谈判。

表 4：燃气表不同安装方式支付方式

安装方式	支付方式
新建小区安装	开发商买单，每户收取开户费 1000-2000 元，包含了燃气表钱
旧小区改造	居民支付。每户收取开户费 1000-2000 元，包含了燃气表钱
原有表更换	居民、当地政府、燃气公司共同承担。承担比例各地不同，需要一事一议的谈判。

资料来源：公开资料整理、民生证券研究所

（二）油气联动要求推广智能远传燃气表

住建部《全国城镇燃气发展“十二五”规划》提出城镇燃气价格机制不完善，尤其是天然气价格尚未形成上下游联动机制，天然气销售价格没有实施鼓励高峰节气、低谷用气的季节差价、峰谷差价和可中断气价等差别性政策，不利于天然气高效合理的使用和发展的需要。

随着能源的紧缺，对天然气的消费必然会同水价、电价一样，进行阶梯气价计费，采用金额计量也可以实现阶梯气价和分时气价功能。随着天然气市场的规范，燃气随石油价格进行调整已成趋势，为保障燃气企业与用户均不受损失，采用智能燃气表一方面杜绝了抄表扰民的问题；另一方面也给燃气公司的管理带来极大的方便。

表 5：全国逐步实行天然气油气联动价格机制

省份	时间	内容
广东	2011 年 12 月	国家发展改革委发出通知，决定在广东省、广西壮族自治区开展天然气价格形成机制改革试点
广西	2011 年 12 月	国家发展改革委发出通知，决定在广东省、广西壮族自治区开展天然气价格形成机制改革试点
海南	2012 年 6 月下旬	海南省物价局已于 6 月下旬建立油气价格联动机制，天然气与 90 号汽油的比价关系确定为 0.75:1。

资料来源：民生证券研究所

近年来，国家根据这个改革方向，积极稳妥地推进了水、电、油、气等重要资源性产品的价格改革。2005 年以来，国家依据弥补成本并获得合理利润的原则，3 次调整了国产陆上天然气出厂基准价格。目前供气方式趋于复杂，供气方式逐步由单气源、单管道转变为多气源、多路径、网络化供应。终端用户难以区分天然气来源和流向，再按现行机制分别制定出厂和管输价格已不能适应形势变化，价格监管的难度增大。

目前，国际市场上天然气价格通常采取与原油或石油产品价格挂钩的方式，随着近年来国际市场原油价格攀升，进口天然气价格也不断上涨，形成国产气价格低、进口气价格高的格局，油气联动改革迫在眉睫。

表 6: 油气联动试点改革内容

改革内容	原有定价方式	改革目标
天然气定价	“成本加成”	“市场净回值”
门站价格	区别气源、路径，分别制定出厂价格和管道运输价格	分省制定统一的门站价格
价格浮动	国家制定的统一价格	自主协商确定实际交易价格，实行动态调整机制，根据可替代能源价格变化情况，每年调整一次，并逐步过渡到每半年或每季度调整

资料来源：发改委、民生证券研究所

传统燃气表已经无法适应油气联动的推行，以及交易价格动态调整机制的实施，而远传计量表则可以计量油气联动和阶梯气价带来的价格调整，其原理为将每一个计量表传感器传出的数据，送到每个表的采集器存储，经过函数变换送到智能电路单元，各单元通过数据总线并联，在数据总线上任何一点皆可以与计算机通讯，自动抄收三表数据。

远传表由于技术成熟时间较 IC 卡晚，无线远传燃气表尚处于市场开拓期，但是因施工简单、成本相对低廉、计量准确、可靠、可实时监测、预付费功能的逐渐完善，迅速在市场中占据了相当份额。

表 7: 直读式燃气表远程集中抄表系统设备成本 (10000 户)

名称	单位	数量	单价	金额
系统软件	套	1	3100	3100
集中器	台	10	3500	35000
中继器	台	625	100	62500
直读式表	只	10000	320	3200000
调置解调器	台	7	600	4200
总计				330 万元

资料来源：灵通产业研究中心、民生证券研究所

(三) 智能燃气表有望复制 04-09 智能电表爆发式增长

公司的公用事业自动化业务主要分布在控股子公司青岛积成电子有限公司（控股 70%）和上海积成慧集信息技术有限公司（控股 70%）。

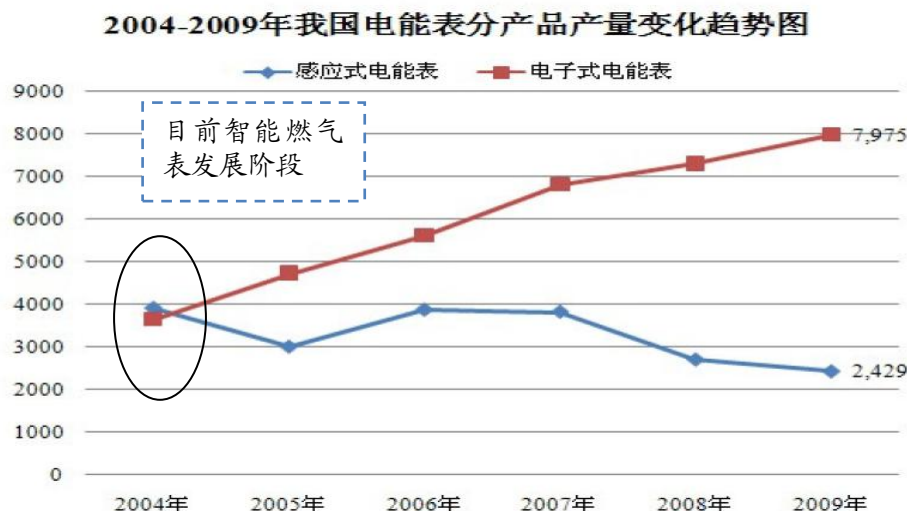
水务和燃气的自动化系统类似于电力行业的用电环节（包括智能电表、采集器、集中器、主站等），目前公用事业领域的自动化水平要远低于同期电网自动化发展水平，未来随着阶梯气价实施以及油气联动的推动，未来公用事业自动化发展路径有望复制电网发展路径，即将迎来爆发式增长。

从 1998 年开始，国内电表行业进行了大规模 IC 卡电表改造工程。短短的 3 年内，全国完成了 500 万只 IC 卡电表改造，加上新建楼房的安装数量，IC 卡电表总的需求量已经超过了 1100 万只。

2003 年开始我国电力部门逐步实施峰谷分时计费、扩大两部制电价实施范围等政策，给电子式电能表带来了市场空间，电子式电能表逐步占据我国电能表市场的主导地位。其中感应式电表工作原理主要是通过电流线圈与可动铅盘中感应的涡流相互作用进行计量的，可以类比为水、气中的机械表。而电子式智能电表主要工作原理是先通过对用户供电电压和电流的实时采样，对采样信号进行处理并转换成脉冲，显示为用电量并输出，可以类比为水、气

中的智能表。

图 7: 2004-2009 年电子式电能表市场迎来爆发式增长



资料来源: 林洋电子招股说明书、民生证券研究所

燃气表 2010 年市场规模在 1,440 万台, 其中智能燃气表 562 万台, 但是智能燃气表中绝大多数为 IC 卡表, 随着全国逐步推行天然气油气联动, 类比 2003 年国家逐步实施峰谷分时计费、扩大两部制电价实施范围, 我们认为目前智能燃气表处于 2004 年智能电表的发展阶段, 智能燃气表有望复制 04-09 智能电表爆发式增长。

表 8: 智能燃气表有望复制 2004-2009 年智能电表快速增长

2003 年	2012 年
智能电表	逐步实施峰谷分时计费、扩大两部制电价实施范围
智能燃气表	全国逐步实行天然气油气联动价格机制

资料来源: 民生证券研究所

(四) 公司为燃气远传直读引领者

公司是国内直读式自动抄表领域的技术倡导者、产业化的推动者和行业标准的制定者, 拥有电子远传燃气表最完整的产品线。公司自 2001 年开始研究开发燃气行业自动化、信息化产品, 先后开发出了主站系统、终端产品、远传燃气表、抄表系统, 客户遍及国内近 200 家燃气公司, 是我国燃气行业自动化产品的主要提供商之一, 拥有目前国内最完整的直读式远传表产品线, 取得了 8 项直读式抄表方面的发明专利和实用新型专利。iES-AMR2000 直读式自动抄表系统最早取得“制造计量器具许可证”, 在全国各地广泛应用。而近期公司研制的无线预付费智能燃气表取得了制造计量器具许可证, 具备了批量生产的条件, 获得了大规模进入市场的“准入证”。

燃气自动化推进顺序我们认为类似智能电表的推进顺序, 首先是智能燃气表市场迎来爆发式增长, 之后采集器和燃气主站将迎来快速发展。其中燃气主站我们假设每个城市只上一套主站, 整个市场规模将有 135 亿, 十年年均 13.5 亿元。

公司竞争优势在于能够提供整体燃气自动化解决方案, 产品涵盖: 无线远传表、有线远传表、智能抄表终端、抄表收费主站系统、采集器、燃气主站系统等。公司增发拟投资 9,390

万元建设智能燃气表项目，项目建成达产后，将形成年产智能燃气自动化主站系统 100 套，智能终端 1 万台，智能燃气表 70 万只的生产能力。我们认为随着公司产能的扩大，未来将受益行业快速增长。

表 9: 燃气主站系统市场容量测算

	城市数量	主站系统价格 (万元)	总金额 (亿元)
省会城市	32	2000	6.4
地级城市	283	1000	28.3
县级城市	2010	500	100.5
总金额 (亿元)			135.2

资料来源: 民生证券研究所

图 8: 远传表解决方案



资料来源: 公司网站、民生证券研究所

三、未来受益智能水表比重不断提升

水资源短缺对水表提出更高要求，智能水表将开始全面推广。全国 600 多个城市中，有 400 多个城市供水不足，其中严重缺水的城市有 110 个。据统计，我国城市年缺水总量达 60 亿立方米，每年因缺水造成的直接经济损失达 2000 亿元。2012 年 1 月，国务院出台《关于实行最严厉水资源管理制度的意见》，确立将水资源开发应用、节约和维护的主要指标归入经济社会综合评价体系，全面增强节约用水管理，强化用水定额管理，加快推进节水技术改造，把节约用水贯穿于经济社会开展和大众生活消费全过程，以促进水资源合理开发应用和节约维护，保证经济社会可持续开展。

阶梯水价推行必须安装智能水表。 国务院批转发展改革委《关于 2010 年深化经济体制

改革重点工作意见的通知》中明确指出，将稳步推进水价改革，在有条件的地区实行居民用水阶梯价格制度。《水利发展规划(2011~2015)》提出稳步推行阶梯水价制度。水表行业正朝着两个非常明确的方向发展：一是提高水表计量精度等级；二是改善水表抄读方法，向着信息化、数字化和自动化发展，对智能水表有着迫切需求。

水务公司使用智能远传水表动力十足：一、解决入户抄表扰民，尊重用户隐私，规避不安全隐患；二、降低人工抄表差错率引起的经济纠纷，保证准确的抄表时间，避免抄表时间差引起“阶梯水价”计算的争议；三、降低抄表成本在系统可靠性高，维护量低的前提下，预计可节省 2/3 甚至更高的人工成本。

表 10: 智能水表其他国家概况

国家	情况
美国	所有家庭的 57.7%，至少有一个电表使用了自动抄表系统。但水表用量不多
欧洲	电表远传抄表用量大，达 7000 万只。水表近几年开始使用自动抄表系统
芬兰	全部采用电力载波远传水表
韩国	采用了全电子远传水表

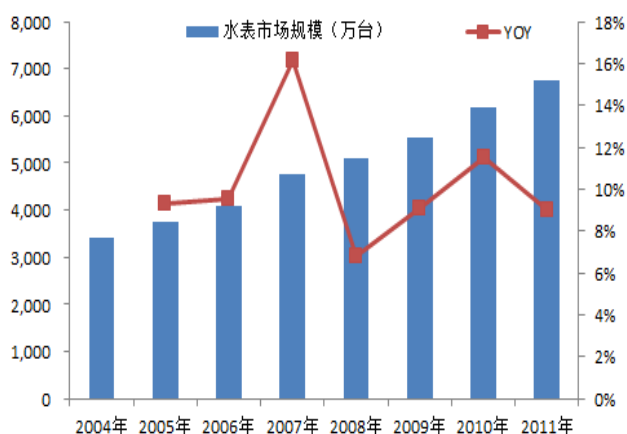
资料来源：国家电网、民生证券研究所

行业集中度低。目前我国智能水表行业集中度不高，2009 年行业内最大的企业所占据的市场份额为 5.8%，行业内多数企业规模较小，国内智能水表市场基本以国内企业为主。

随着阶梯水价制度的实施、一户一表工程的推行、原有机械式水表的定期轮换以及降低用水管理成本的要求，智能水表在水表中的比重将越来越大，公司作为智能水表模块提供商，将受益于未来智能水表占比不断提升。

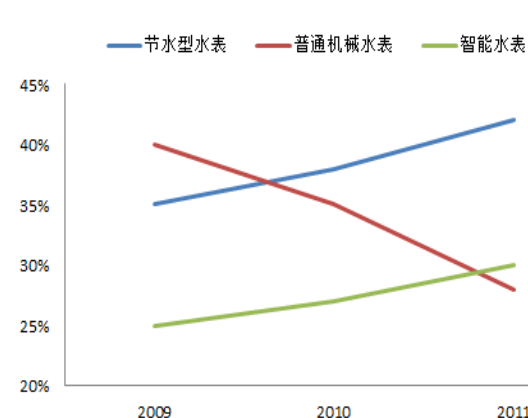
2011 年全国水表销售约 2800 万块，其中智能水表约 500 万块，总的来看水表的增量为 10% 左右，而智能化水表占比为 20% 左右，未来智能化率有着较大的提升空间。

图 9: 水表市场规模 (万台)



资料来源：wind、民生证券研究所

图 10: 我国民用水表产品品种未来市场份额预测



资料来源：国家电网、民生证券研究所

子公司慧集信息是家专业的计算机软件开发公司，长期致力于地理信息系统(GIS)工程的应用研发与系统集成，其竞争优势在于提供基于地理信息 GIS/GPS 的水务管网信息化解决方案，2011 年斩获了数个标志性项目，包括上海奉贤、南汇、浦东区，浙江台州，江苏南京等地自来水公司的 GIS 项目。

图 11: 水务自动化平台架构



资料来源: 国家电网、民生证券研究所

表 11: 公用事业自动化业务盈利预测

	2011	2012E	2013E	2014E
公用事业自动化 (万元)	8,949	12,887	18,299	28,364
增速		44%	42%	55%
毛利率	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	548	758	1,005	1,362
减：营业成本	333	487	638	870
营业税金及附加	4	1	1	1
销售费用	55	72	95	129
管理费用	86	114	151	202
财务费用	1	0	1	1
资产减值损失	3	3	5	5
加：投资收益	1	0	0	0
二、营业利润	66	82	114	155
加：营业外收支净额	16	38	49	68
三、利润总额	82	120	163	223
减：所得税费用	12	17	23	31
四、净利润	69	103	141	192
归属于母公司的利润	63	94	128	175
五、基本每股收益 (元)	3.68	0.55	0.75	1.02

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	11.11	21.00	16.03	12.69
成长能力:				
营业收入同比	38.8%	38.4%	32.5%	35.6%
营业利润同比	55.3%	23.9%	39.8%	35.8%
净利润同比	15.8%	48.4%	36.7%	36.5%
营运能力:				
应收账款周转率	2.04	2.83	3.56	3.59
存货周转率	4.17	3.91	3.62	3.66
总资产周转率	0.52	0.57	0.60	0.65
盈利能力与收益质量:				
毛利率	39.2%	35.8%	36.5%	36.2%
净利率	11.5%	12.4%	12.8%	12.9%
总资产净利率 ROA	6.0%	6.8%	7.6%	8.3%
净资产收益率 ROE	7.9%	9.7%	11.9%	14.2%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	3.38	2.93	2.60	2.39
资产负债率	24.2%	30.4%	36.4%	41.5%
长期借款/总负债	82.4	216.3	228.3	228.5
每股指标 (元)				
每股收益	3.68	0.55	0.75	1.02
每股经营现金流量	0.58	(0.06)	(0.16)	(1.53)
每股净资产	50.98	6.15	6.87	7.87

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	410	661	780	909
应收票据	35	27	36	49
应收账款	292	243	322	437
预付账款	42	86	143	222
其他应收款	17	31	41	56
存货	148	240	315	429
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	944	1,288	1,638	2,101
长期股权投资	14	0	0	0
固定资产	39	40	42	44
在建工程	5	3	3	2
无形资产	132	123	115	107
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	212	230	219	212
资产总计	1,157	1,518	1,857	2,313
短期借款	60	251	397	582
应付票据	43	0	0	0
应付账款	66	93	122	167
预收账款	18	25	35	49
其他应付款	3	13	17	24
应交税费	17	22	22	22
其他流动负债	56	56	56	56
流动负债合计	279	439	629	878
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	21	46	81
非流动负债合计	0	21	46	81
负债合计	280	461	675	960
股本	86	172	172	172
资本公积	540	540	540	540
留存收益	227	312	425	579
少数股东权益	24	33	46	62
所有者权益合计	877	1,057	1,182	1,353
负债和股东权益合计	1,157	1,518	1,857	2,313

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	10	23	8	(14)
投资活动现金流量	4	11	(2)	(2)
筹资活动现金流量	(4)	244	120	150
现金及等价物净增加				

分析师与行业专家简介

陈龙，华中科技大学工学与管理学双学士，经济学硕士。曾就职于上海电气集团股份有限公司，从事电站设备技术研发工作，具备多年行业工作经验。2011年2月，加盟民生证券有限责任公司，覆盖电气设备、新能源等行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
韦珂嘉	北京	010-85127772	13701050353	weikejia@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
刘毅	广深	0755-22662101	13760348848	liuyi_sz@mszq.com
许力平	广深	020-87374866	18601368846	xuliping@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。