

# 中原配电开关龙头

**建议询价区间：**

28.70 - 32.80 元

**上市首日定价区间：**

32.70 - 38.15 元

**报告日期： 2010-01-26**
**报告关键点：**

- 📖 在华中地区是配电开关龙头公司
- 📖 掌握有源滤波器技术
- 📖 预测公司09-11年EPS为0.82元、1.09元、1.54元。按照10年30-35倍市盈率估值，估值区间为32.7-38.15元。建议询价区间28.7-32.8元。

**报告摘要：**

- 公司主营高低压开关成套设备和高压电器元器件系列产品两大类。公司主要销售地区在河南省。是国内户内隔离开关生产的龙头企业。
- **行业分析：**公司主要产品为配电开关，国网公司今年将配电网列为了投资重点之一，配电网投资加大有利于公司产品销售。国网公司对配电设备进行分区域集中招标，配电设备公司今年将是确立行业地位的一年，确立了龙头地位的公司今后将发展得更好。森源电气已经两次通过了国网公司招标验收，在华中地区，森源电气被列入重点公司，集中招标将进一步加大公司在华中地区的市场份额，同时公司扩张到其他区域的难度也将减少。公司在有源滤波器产品未来市场可达每年100亿元，公司是国内少数掌握该项技术的公司。
- **竞争优势分析：**40.5kV KYN系列高压开关成套设备、高压真空断路器、GN系列户内高压隔离开关有技术的优势。
- **财务分析：**公司毛利率稳定，在行业中属较高水平；期间费用率控制得较好，公司期间费用率较低；应收账款周转率和存货周转率不断改善；公司资产负债率较低，流动比率和速动比率处于较好水平，利息保障倍数处于上升趋势。
- **募集资金项目分析：**本次发行拟募集资金2.1亿元，募集资金主要投向SAPF 有源滤波成套设备产业化、KYN系列金属铠装高压开关柜产业升级与改造、GN 系列隔离开关产能扩大项目等三个项目。都是公司有竞争力产品和发展潜力产品，将进一步扩大公司竞争能力。
- **盈利预测与公司估值：**我们预测公司09-11年EPS为0.82元、1.09元、1.54元。按照10年30-35倍市盈率估值，估值区间为32.7-38.15元。
- **询价建议：**按照09年35-40倍市盈率询价，询价区间28.7-32.8元。
- **风险提示：**公司主要销售地区在河南省，销售区域过于集中。

**发行数据**

总股本(万股)	6,400
发行数量(万股)	2,200
网下发行(万股)	440
网上发行(万股)	1,760
保荐机构	华泰证券股份有限公司
发行日期	2010-02-01
发行方式	网下询价, 上网定价

**股东信息**

河南森源集团有限公司	38.73%
楚金甫	32.86%
河南隆源投资有限公司	17.96%
杨合岭	6.59%
彭晓华	3.86%
河南森源集团有限公司	38.73%
楚金甫	32.86%
河南隆源投资有限公司	17.96%
杨合岭	6.59%
彭晓华	3.86%

**研究员**

**张龙** 首席行业分析师  
021-68766113 zhanglong@essence.com.cn

**财务和估值数据摘要**

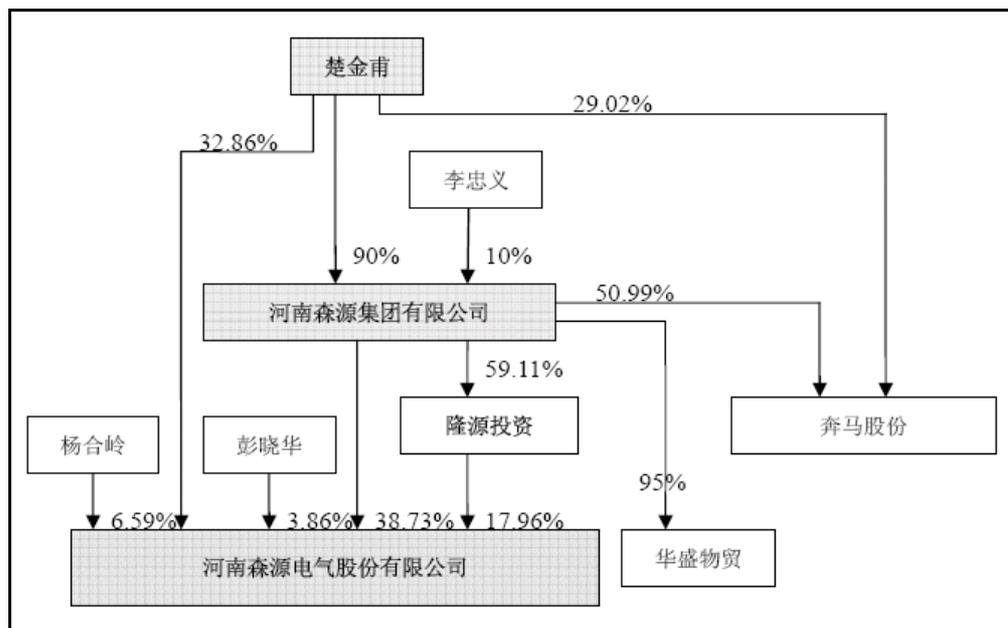
(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	287.6	332.4	418.7	540.2	705.3
Growth(%)	63.2%	15.6%	26.0%	29.0%	30.6%
净利润	33.2	50.2	70.4	94.0	132.8
Growth(%)	103.0%	51.0%	40.2%	33.7%	41.2%
毛利率(%)	28.5%	32.1%	33.2%	31.9%	33.4%
净利润率(%)	11.6%	15.1%	16.8%	17.4%	18.8%
每股收益(元)	0.39	0.58	0.82	1.09	1.54
每股净资产(元)	1.58	2.16	3.78	9.83	11.06
市盈率	62.1	41.1	29.3	21.9	15.5
市净率	15.2	11.1	6.3	2.4	2.2
净资产收益率(%)	24.5%	27.0%	29.1%	11.1%	14.0%
ROIC(%)	31.1%	36.1%	35.6%	26.3%	22.4%
EV/EBITDA	25.0	21.4	16.3	14.5	10.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.9%	0.9%	1.3%

## 1. 中原配电开关龙头

### 1.1. 股权结构

森源电气是由楚金甫、周保臣、杨合岭、隆源投资和隆昌物资共同发起设立的股份有限公司，其前身是 1992 年成立的河南省长葛市开关厂，实际控制人是公司董事长楚金甫。本次发行 2,200 万股，占本次发行后总股本的比例 25.58%。

图 1 发行前股权结构图



数据来源：招股说明书

表 1 森源电气发行前后股权对比

序号	股东	本次发行前		本次发行后	
		股份数(股)	持股比例(%)	股份数(股)	持股比例(%)
1	森源集团	24,786,880	38.73	24,786,880	28.82
2	楚金甫	21,030,032	32.86	21,030,032	24.45
3	隆源投资	11,491,200	17.96	11,491,200	13.36
4	杨合岭	4,220,512	6.59	4,220,512	4.91
5	彭晓华	2,471,376	3.86	2,471,376	2.87
6	社会公众 股股东			22,000,000	25.58
	合计	64,000,000	100	86,000,000	100

数据来源：招股说明书

### 1.2. 主营业务简介

公司与许继电气和平高电气为河南省电力装备制造业三个有代表性的企业，是国内户内隔离开关生产的龙头企业。森源电气目前所从事的业务包括高低压开关成套设备、高压元器件等产品的生产销售，公司产品可分为高低压开关成套设备和高压电器元器件系列产品两大类。公司主要销售地区在河南省。

表 2 森源电气近三年收入构成

单位：万元

产 品	2006 年		2007 年		2008 年		2009 年 1-6 月	
	销售收入	比例	销售收入	比例	销售收入	比例	销售收入	比例
40.5kV 开关成套设备	1,158.60	6.58%	4,709.66	16.37%	7,785.85	23.53%	3,333.67	19.65%
12kV 开关成套设备	6,589.55	37.40%	12,745.69	44.31%	14,050.31	42.47%	7,978.74	47.03%
40.5kV 真空断路器	26.07	0.15%	202.31	0.70%	290.43	0.88%	121.73	0.72%
12kV 真空断路器	714.65	4.06%	729.72	2.54%	876.22	2.65%	922.8	5.44%
12kV 隔离开关	2,800.44	15.89%	3,859.88	13.42%	4,755.36	14.37%	1,504.53	8.87%
0.4kV 开关成套设备	4,514.82	25.62%	5,353.10	18.61%	3,816.60	11.54%	2,263.44	13.34%
有源滤波装置					177.78	0.54%		
其它	1,815.04	10.30%	1,161.74	4.04%	1,332.13	4.03%	838.59	4.94%
合计	17,619.17	100%	28,762.10	100%	33,084.68	100%	16,963.49	100%

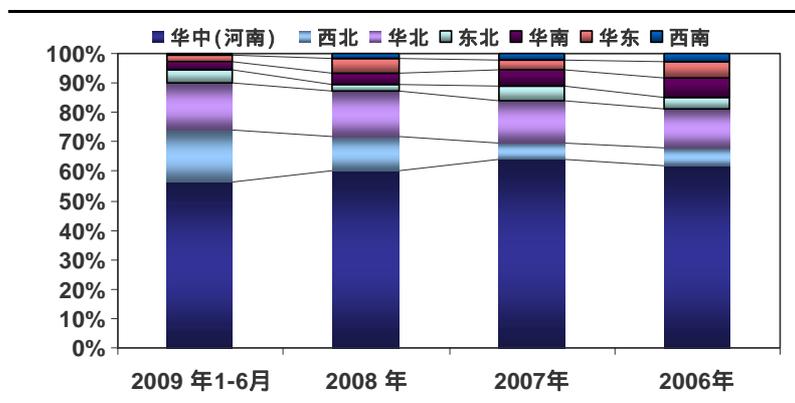
数据来源：招股说明书

表 3 森源电气近三年盈利情况

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-6 月
营业收入(万元)	17,622.97	28,764.27	33,241.22	17,102.61
净资产收益率	16.06%	24.51%	27.01%	10.74%
销售毛利率	33.78%	28.52%	32.11%	31.37%
销售净利率	9.29%	11.56%	15.10%	13.00%
期间费用率	17.80%	13.04%	14.16%	13.16%

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 2 公司收入地区分布



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

## 2. 配电开关行业分析

公司主要客户为国家电网公司、煤炭、钢铁、冶金等，2006年-2009年1-6月份，来自电网的收入占公司比重为16%、14%、28%和25%。煤炭行业也一直是公司的重点行业，煤炭行业企业给公司带来了持续的大额定单，如平顶山煤业（集团）有限公司、焦作煤业（集团）有限公司、义马煤业集团有限公司、山西焦化等。国家大力发展铁路和城市轨道交通，轨道交通建设的供配电配套需要大量的12kV~126kV等级中高压开关设备，也会成为公司的重点行业之一。

### 2.1. 配电网成为国网公司投资重点

国家电网公司近日发布【国家电网办[2010]1号】文件《关于加强推进坚强智能电网

建设的意见》，《意见》在基本原则中强调“着力解决骨干网架和配电网“两头薄弱”问题”。我们理解在经过“十一五”头四年的建设之后，500kV 网架的建设已经取得了很大的成就，为实现“各级电网的协调发展”，今后的建设重点将转向骨干网和配电网建设。

配电网的阶段建设目标为：1) 2010 年配电网建设加大投入；2) 配电网供电能力、供电质量和供电可靠性显著提升，城市配电网供电可靠率达到 99.915%以上、综合电压合格率达到 99.5%以上，农网供电可靠率达到 99.73%以上、综合供电电压合格率达到 98.45%以上。

2010 年配网建设的重点为：组织开展配电网统一规划，实现与主网架规划和地方城乡经济社会发展规划的有效衔接，从源头上解决电网结构性不合理问题。加大城市配电网和农村配电网建设和改造力度，特别要加大中低压配电网投资比例，建设网络坚强、结构合理、安全可靠、运行灵活、节能环保、经济高效的配电网，解决供电“卡脖子”等突出问题，提高供电质量和可靠性。积极推进配电网智能化工作，研发应用相关新设备、新材料、新技术，提升配电网技术和装备水平。当前，要继续推进国家拉动内需城农网项目建设，并根据国家启动新一轮农网改造的统一部署，提前做好农村电网前期论证，项目储备和开工计划等工作，确保工程项目规范有序实施。

2008 年国网在 110kV 及以下电压等级投资 1251 亿元，预计 2010 年国网在 110kV 及以下投资将超过 2008 年的投资额。

## 2.2. 110kV 以下设备国网集中招标，对森源电气有利

目前国网公司信息化 SG186 工程接近完工，27 家网省公司 ERP 系统投入运行，上海等 10 家单位建成 SG186 工程并通过验收，信息化支撑为人财物集约化管理创造了条件。

2009 年 11 月国家电网公司在四川成都召开会议，全面部署深化物资集约化管理工作，同时印发了《关于深化物资集约化管理的意见》，要求公司系统各部门、各单位按照统筹集约的原则转变物资管理模式，按照统一高效的原则再造业务流程，加快创新与建设统一坚强智能电网要求相协调、与深入推进集团化运作要求相适应的集中采购模式，全面提升物资集约化管理水平。要通过创新物资集中采购模式，不断扩大一级集中采购范围，到 2010 年年底，实现一级集中采购比例达到 85%以上的目标，充分发挥集团规模优势，有效降低采购成本，提高物资采购质量、效率和效益，推进公司物资集约化管理达到先进水平。

我们了解到，从 2010 年开始，110kV 电压等级的一次设备和二次设备也要集中到国家电网总部进行招标。对国网公司来说是为了有效降低采购成本，但对电力设备公司来说，也就意味着价格很可能下降。110kV 电压等级设备在各省招标时价格下降还不离谱，业界担心，集中到国网采购之后，竞争将会非常激烈，价格下降厉害。

配电网设备之前在省网招标，集中度低、价格水平高，一些配网设备公司靠区域的市场也可以存活甚至活的很滋润。集中到国网招标之后，价格水平下降，市场份额集中度将提高，在部分公司无法存活的同时，也可能产生配电设备龙头公司。配电设备公司今年将是确立行业地位的一年，确立了龙头地位的公司今后将发展得更好。

森源电气已经两次通过了国网公司招标验收，在华中地区，森源电气被列入重点公司，集中招标将进一步加大公司在华中地区的市场份额，同时公司扩张到其他区域的难度也将减少。

表 4 12kV 和 40.5kV 开关优势企业地区分布

区域	厂家
华东区	ABB、西门子、GE、阿海珐、东源、华仪、泰开、大全、正泰、德力西、天安、天灵、天宇、耐吉、飞洲、柘中、鑫龙
华中区	森源、索凌、祥和、永鼎
华南区	白云、正超、明阳、顺开、银河
华北区	北开、福斯特、科锐、北京华东
东北区	沈阳成套、华利、锦开
西南区	川开、云开、博森
西北区	长城、宝光、陕开

数据来源：招股说明书

### 3. 公司竞争优势分析

#### 3.1. 技术优势明显

公司目前共获得 139 项专利技术，另有 12 项专利申请已通过国家知识产权局的审查，充分体现了公司产品的技术优势。

**40.5kV KYN 系列高压开关成套设备：**在电气绝缘和机械寿命两方面填补国内空白。柜宽 1.2 米产品，为完全替代进口的小型智能化开关柜，国内只有公司和厦门 ABB 能够生产；柜宽 1.4 米产品处于国内领先水平；柜宽 1.68 米产品为填补国内空白，国内市场唯一满足《国家电网公司十八项电网重大反事故措施》要求的最新产品，在 2008 年 3 月河南省电力系统的年度框架招标会上，该产品被河南省电力系统定为装备河南电网的首选产品，指定 2008 年新建和改造项目总需求量的 50% 定为公司产品。

**高压真空断路器：**公司为 40.5kV 和 12kV 高压开关成套设备配套生产的核心元件，为国内最为先进的 VS++、VSV 系列产品，公司在同型号的断路器产品方面做到了：机械寿命长、质量稳定、安全可靠、外形美观；在智能化、小型化方面也与国外进口产品相一致。

**GN 系列户内高压隔离开关：**采用 45 项具有自主知识产权的专利，在其核心部件——异型铜触头的生产上具有独家生产工艺和核心竞争优势，精细的工艺和可靠的产品质量使产销量已连续 7 年居全国同行业之首，在行业价格制定中具有重要影响力。

#### 3.2. 有源滤波器实现进口替代

随着整流、变频启动和大功率电子产品的应用，电力系统谐波问题日益严重。全部电力负荷中谐波含量不低于 15%。按 2006 年全国用电总量计算有 6000 万 kVA 以上的谐波功率。这些谐波绝大部分没有得到有效的治理。同时，随着我国电力负荷每年以近 15% 的速度增加，估计每年将新增近 1000 万 kVA 的谐波源。这使技术先进、性价比高、消除谐波及节能效果显著的有源滤波产品存在着巨大的市场需求空间。若每年有 800 万 kVA 的谐波采用有源滤波器进行治理，以 1200 元/kVA 的价格计算，则该类产品的市场将达到 100 亿元/年。

目前国内用户使用的有源滤波成套装置大都由国外进口，由于价格昂贵，售后服务成本高，大部分国内用户难以接受，因此未被广泛应用。而森源电气在 SAPF 有源滤波成套装置领域有较强的优势，它是该产品行业标准的主要起草单位，并通过在其并联技术等方面的突破，使该产品具有补偿容量大、响应速度快、节能效果显著、性价比高、可靠性高和结构简单等突出的优势。

森源 SAPF 产品目前已在中国联合水泥集团有限公司南阳分公司、河南天方药业股份有限公司、河南永顺铝业有限公司、焦作瑞丰纸业有限公司、濮阳龙丰纸业有限公司、河南青山金汇不锈钢产业有限公司、许昌宏伟实业集团有限公司、洛阳新安电力集团有限公司等多家企业投入应用。截止到 2009 年 10 月份，公司共装设 45 台 SAPF 产品示范应用，已签订定单 153 台，意向定单 361 台。

## 4. 财务分析

### 4.1. 毛利率稳定

近三年一期，公司综合毛利率分别为 33.76%、28.51%、31.93%和 31.20%，总体比较稳定。2007 年综合毛利率下降主要原因是公司与蓝星许昌 6911 工厂签订了一笔代加工业务，导致 40.5KV 开关成套设备毛利率下降 11.32 个百分点。2008 年 40.5KV 开关成套设备毛利率恢复，公司综合毛利率水平回升到正常水平。与同行业上市公司相比较，公司的毛利率处于较高水平。

表 5 同行业公司开关毛利率比较

	2006 年	2007 年	2008 年
长城电工	12.28%	12.82%	13.88%
长征电气		38.70%	49.46%
东源电器	29.70%	30.31%	28.48%
鑫龙电器	34.08%	32.85%	32.09%
森源电气	33.78%	28.52%	32.11%

数据来源：Wind，安信证券研究中心整理

### 4.2. 周转率指标高于行业平均水平

从历年资产周转能力指标看，近几年公司应收账款周转率和存货周转率不断改善，主要原因是公司通过加强应收账款和存货的管理，使得资产运营效率提高。与同行业上市公司相比，公司应收账款周转率和存货周转率均高于行业平均水平，资产管理能力得以充分体现。

表 6 同行业公司周转率比较

项目	公司	2006 年度	2007 年度	2008 年度
应收账款周转率（次）	平高电气	2.05	1.5	2.2
	长征电气	1.93	2.38	2.63
	长城电工	2.25	2.62	2.27
	东源电器	3.03	2.22	2.17
	鑫龙电器	2.16	3.43	4.25
	森源电气	2.76	3.5	2.98
	存货周转率（次）	平高电气	2.28	2.01
长征电气		2.46	2.62	2.02
长城电工		2.38	2.65	2.56
东源电器		3.78	3.93	4.65
鑫龙电器		0.96	1.2	1.1
森源电气		2.45	3.94	3.91

数据来源：Wind，安信证券研究中心整理

### 4.3. 期间费用率控制较好

近三年一期,公司期间费用占营业收入比重分别为 17.80%、13.04%、14.16%和 13.17%,比重逐步下降,公司期间费用率控制得较好。与同行业内上市公司相比,公司期间费用率较低。

表 7 近年期间费用率

项目	2006 年度	2007 年度	2008 年度	2009 年 1-6 月
销售费用	2.44%	1.90%	2.26%	2.17%
管理费用	6.45%	4.95%	6.74%	6.80%
财务费用	8.91%	6.19%	5.16%	4.20%
期间费用合计	17.8%	13.04%	14.16%	13.17%

数据来源:招股说明书

#### 4.4. 偿债能力较强

公司资产负债率较低,流动比率和速动比率处于较好水平,利息保障倍数处于上升趋势。总体看偿债能力较强。

表 8 近年公司偿债能力指标

项目	2006 年度	2007 年度	2008 年度	2009 年 1-6 月
流动比率	2.03	1.95	1.79	1.51
速动比率	1.51	1.54	1.37	1.26
资产负债率(%)	61.38	54.91	51.33	54.08
利息保障倍数	2.89	4.14	5.34	6.2

数据来源:招股说明书

### 5. 募集资金项目分析

本次发行拟募集资金 2.1 亿元,募集资金主要投向 SAPF 有源滤波成套设备产业化、KYN 系列金属铠装高压开关柜产业升级与改造、GN 系列隔离开关产能扩大项目等三个项目。都是公司有竞争力产品和发展潜力产品,将进一步扩大公司竞争能力。

表 9 募集资金项目

序号	投资项目	投资总额(万元)	项目备案情况
1	SAPF 有源滤波成套设备产业化	9,600	豫许昌市工[2008]00005
2	KYN 系列金属铠装高压开关柜产业升级与改造	7,100	豫许昌市高[2008]00004
3	GN 系列隔离开关产能扩大项目	4,300	豫许昌市高[2008]00003
	合计	21,000	-

数据来源:招股说明书

表 10 募集资金项目效益

项目名称	达产期	新增产能(台)	新增收入(万元/年)	新增净利润(万元/年)
SAPF 有源滤波成套设备产业化	2	720	39,600	5,707
KYN 系列金属铠装高压开关柜产业升级与改造	2	5000	35,000	5,874
GN 系列隔离开关产能扩大项目	2	60000	12,000	2,432
合计	2	—	86,600	14,013

数据来源:安信证券研究中心

## 6. 盈利预测与公司估值

我们预测公司 09-11 年 EPS 为 0.82 元、1.09 元、1.54 元。按照 10 年 30-35 倍市盈率估值，估值区间为 32.7-38.15 元。

询价建议：按照 09 年 35-40 倍市盈率询价，询价区间 28.7-32.8 元。

表 1 长表格 表格标题

	2008	2009E	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	33,241.22	41,874.40	54,024.76	70,529.36
<b>增长率</b>	16%	26%	29%	31%
<b>毛利</b>	10,673.77	13,895.10	17,228.74	23,572.10
<b>毛利率</b>	32.11%	33.18%	31.89%	33.42%
<b>40.5kV 开关成套设备</b>				
<b>收入</b>	7,785.85	10,000	13000	16900
<b>增长率</b>	65%	28%	30%	30%
<b>毛利</b>	2855.97	3500	4290	5408
<b>毛利率</b>	36.68%	35.00%	33%	32%
<b>12kV 开关成套设备</b>				
<b>收入</b>	14,050.31	16,000	18400	21160
<b>增长率</b>	10%	14%	15%	15%
<b>毛利</b>	4,504.42	4960	5152	5925
<b>毛利率</b>	32.06%	31.00%	28%	28%
<b>0.4kV 开关成套设备</b>				
<b>收入</b>	3,816.60	4,500	4950	5445
<b>增长率</b>	-29%	18%	10%	10%
<b>毛利</b>	1,044.75	1215	1337	1470
<b>毛利率</b>	27.37%	27.00%	27.00%	27.00%
<b>40.5kV 断路器</b>				
<b>收入</b>	290.43	365	474.5	616.85
<b>增长率</b>	44%	26%	30%	30%
<b>毛利</b>	206.37	135	176	222
<b>毛利率</b>	71.06%	37.00%	37.00%	36.00%
<b>12kV 断路器</b>				
<b>收入</b>	876.22	2800	3640	4732
<b>增长率</b>	20%	220%	30%	30%
<b>毛利</b>	366.47	1078		
<b>毛利率</b>	41.82%	38.50%	37.00%	36.00%
<b>12kV 隔离开关</b>				
<b>收入</b>	4,755.36	4,500	4950	6435
<b>增长率</b>	23%	-5%	10%	30%
<b>毛利</b>	1,369.53	1125	1238	1609
<b>毛利率</b>	28.80%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>有源滤波装置</b>				
<b>收入</b>	177.78	1709	6410	12821
<b>增长率</b>		862%	275%	100%
<b>毛利</b>	136.26	1282	4487	8333
<b>毛利率</b>	76.65%	75%	70%	65%

其他				
收入	1,488.67	2,000	2200	2420
增长率	28%	34%	10%	10%
毛利	190.00	600	550	605
毛利率	12.76%	30.00%	25.00%	25.00%

数据来源：安信证券研究中心预测

风险提示：公司主要销售地区在河南省，销售区域过于集中。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-1-26
	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>利润表</b>											
<b>营业收入</b>	<b>287.6</b>	<b>332.4</b>	<b>418.7</b>	<b>540.2</b>	<b>705.3</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	205.6	225.7	279.8	368.0	469.6	营业收入增长率	63.2%	15.6%	26.0%	29.0%	30.6%
营业税费	2.3	2.3	2.9	3.8	4.9	营业利润增长率	69.1%	23.7%	54.6%	37.0%	41.2%
销售费用	5.5	7.5	12.1	21.6	28.2	净利润增长率	103.0%	51.0%	40.2%	33.7%	41.2%
管理费用	14.2	22.4	29.3	36.7	48.0	EBITDA 增长率	45.4%	16.2%	37.1%	22.9%	37.9%
财务费用	17.8	17.2	13.3	-1.7	-1.7	EBIT 增长率	47.6%	15.6%	35.5%	15.8%	41.8%
资产减值损失	0.0	5.2	0.5	1.2	0.1	NOPLAT 增长率	59.1%	31.9%	21.3%	13.4%	41.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	13.9%	22.7%	54.0%	66.6%	18.8%
投资和汇兑收益	-	0.1	-	-	-	净资产增长率	33.0%	37.0%	30.3%	249.2%	12.6%
<b>营业利润</b>	<b>42.2</b>	<b>52.2</b>	<b>80.8</b>	<b>110.6</b>	<b>156.2</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	6.2	9.0	2.0	-	-	毛利率	28.5%	32.1%	33.2%	31.9%	33.4%
<b>利润总额</b>	<b>48.4</b>	<b>61.3</b>	<b>82.8</b>	<b>110.6</b>	<b>156.2</b>	营业利润率	14.7%	15.7%	19.3%	20.5%	22.1%
减: 所得税	15.1	11.1	12.4	16.6	23.4	净利润率	11.6%	15.1%	16.8%	17.4%	18.8%
<b>净利润</b>	<b>33.2</b>	<b>50.2</b>	<b>70.4</b>	<b>94.0</b>	<b>132.8</b>	EBITDA/营业收入	22.1%	22.2%	24.1%	23.0%	24.3%
<b>资产负债表</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	20.9%	20.9%	22.5%	20.2%	21.9%
货币资金	52.9	58.1	83.5	311.0	319.9	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	45	57	64	93	105
应收帐款	92.7	141.1	180.1	232.4	303.4	流动营业资本周转天数	156	147	162	185	192
应收票据	1.8	-	-	-	-	流动资产周转天数	283	281	285	362	397
预付帐款	38.9	18.5	38.1	63.9	96.7	应收帐款周转天数	103	120	132	131	131
存货	49.4	65.8	76.7	100.8	128.7	存货周转天数	65	62	61	59	59
其他流动资产	-	-	0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	353	370	380	497	538
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	219	225	250	313	328
持有至到期投资	4.0	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	0.3	0.3	0.3	ROE	24.5%	27.0%	29.1%	11.1%	14.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	11.1%	13.1%	14.0%	9.5%	11.9%
固定资产	36.6	67.8	80.6	199.4	211.2	ROIC	31.1%	36.1%	35.6%	26.3%	22.4%
在建工程	13.8	4.0	17.0	56.1	36.7	<b>费用率</b>					
无形资产	7.6	24.6	23.0	21.6	20.4	销售费用率	1.9%	2.3%	2.9%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	3.2	1.9	3.0	3.0	3.0	管理费用率	5.0%	6.7%	7.0%	6.8%	6.8%
<b>资产总额</b>	<b>300.8</b>	<b>381.8</b>	<b>502.2</b>	<b>988.5</b>	<b>1,120.2</b>	财务费用率	6.2%	5.2%	3.2%	-0.3%	-0.2%
短期债务	69.0	73.0	160.6	10.0	10.0	三费/营业收入	13.0%	14.2%	13.1%	10.5%	10.6%
应付帐款	43.5	73.0	89.7	117.9	150.5	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	54.9%	51.3%	51.8%	14.5%	15.1%
其他流动负债	7.9	12.2	9.3	15.7	9.7	负债权益比	121.8%	105.5%	107.4%	16.9%	17.7%
长期借款	39.0	28.4	-	-	-	流动比率	1.95	1.79	1.51	5.29	5.32
其他非流动负债	5.6	9.2	9.2	9.2	9.2	速动比率	1.54	1.37	1.20	4.53	4.51
<b>负债总额</b>	<b>165.2</b>	<b>196.0</b>	<b>260.1</b>	<b>143.1</b>	<b>168.7</b>	利息保障倍数	3.37	4.05	7.08	-64.97	-90.43
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>分红指标</b>					
股本	64.0	64.0	64.0	86.0	86.0	DPS(元)	-	-	0.22	0.22	0.31
留存收益	71.6	121.8	178.1	759.3	865.6	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>135.6</b>	<b>185.8</b>	<b>242.1</b>	<b>845.3</b>	<b>951.6</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.9%	0.9%	1.3%
<b>现金流量表</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
净利润	33.2	50.2	70.4	94.0	132.8	EPS(元)	0.39	0.58	0.82	1.09	1.54
加: 折旧和摊销	3.8	4.9	7.0	15.2	16.8	BVPS(元)	1.58	2.16	3.78	9.83	11.06
资产减值准备	0.0	5.2	0.5	1.2	0.1	PE(X)	62.1	41.1	29.3	21.9	15.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	15.2	11.1	6.3	2.4	2.2
财务费用	16.2	16.9	15.3	13.3	-1.7	P/FCF	111.7	1,670.9	259.0	-7.1	92.6
投资收益	-	-0.1	-	-	-	P/S	7.2	6.2	3.7	3.8	2.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	25.0	21.4	16.3	14.5	10.6
营运资金的变动	12.8	-30.6	-55.7	-67.5	-105.2	CAGR(%)	41.4%	38.3%	47.0%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>63.3</b>	<b>41.7</b>	<b>35.4</b>	<b>41.3</b>	<b>42.8</b>	PEG	1.5	1.1	0.6	-0.2	-0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-39.7</b>	<b>-14.6</b>	<b>-33.0</b>	<b>-173.0</b>	<b>-8.0</b>	ROIC/WACC	3.2	3.8	3.7	2.7	2.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-8.7</b>	<b>-21.9</b>	<b>31.9</b>	<b>360.2</b>	<b>-24.8</b>	REP	2.6	1.8	1.3	1.1	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，4年证券从业经验。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。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有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；
- 推荐 — 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	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581689	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	张茜萍	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558089	zhangqp@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: 200122

### 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