

# 高压隔离开关行业的龙头

建议询价区间:

21.25 - 23.80 元

上市首日定价区间:

22.40 - 25.76 元

报告日期: 2010-07-01

## 报告关键点:

- 公司主营高压隔离开关和接地开关, 在近三年国网和南网招标份额名列第一。
- 预测公司2010-2012年EPS分别为0.85元、1.12元、1.51元, 估值区间为22.40元-25.76元, 询价区间21.25元-23.8元。

## 报告摘要:

- 高压隔离开关行业龙头:** 公司专注于高压隔离开关业务, 目前已经成为国内规模最大的高压隔离开关专业生产企业之一。在国家电网和南方电网的高压隔离开关(含接地开关)设备招标中, 公司连续三年中标份额位居第一名, 近三年市场占有率达25.08%, 优势明显。
- 公司的竞争优势:** (1) 公司以开发高端产品为企业发展的制高点, 研制开发出具有国内外领先水平的近30种高科技产品, 拥有多项国际领先技术, 并拥有完全自主知识产权, 具备较强的科研实力和持续创新能力。(2) 行业具有较高的资质壁垒和技术壁垒, 对于行业的后进入者, 公司具有先发优势。
- 募集项目资金分析:** 公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股2500万股, 计划募集资金3.46亿, 募集资金有三个投向: (1) 高压隔离开关和接地开关易地改建项目; (2) 高压电器公司迁扩建项目; (3) 有色金属特种铸造项目。募投项目扩张了800-1100kV 超高压、特高压交流隔离开关和12-40.5kV 隔离开关及接地开关的产能。
- 盈利预测与公司估值:** 我们预测公司2010-2012年EPS分别为0.85元、1.12元、1.51元, 按照2011年20-23倍市盈率估值, 估值区间为22.40元-25.76元。
- 询价建议:** 按照2010年25-28 倍市盈率询价, 询价区间21.25元-23.8元。
- 主要风险:** 我们认为公司主要风险为原材料波动、单一产品结构以及依赖电力行业发展的风险等。

## 发行数据

总股本(万股)	7,500
发行数量(万股)	2,500
网下发行(万股)	500
网上发行(万股)	2,000
保荐机构	华泰联合证券有限责任公司
发行日期	2010-07-07
发行方式	网下询价, 上网定价

## 股东信息

马孝武	32.47%
其他自然人股东	15.81%
林林	11.20%
廖俊德	11.20%
马晓	4.67%
黄荫湘	2.87%
张常武	2.39%
陈益智	2.39%
上海幸华投资管理有限公司	2.00%
蒋静	2.00%

## 研究员

<b>黄守宏</b>	<b>高级行业分析师</b>
010-66581627	huangsh@essence.com.cn
证书编号	S1450210030003
<b>汲亚飞</b>	<b>行业分析师</b>
010-66581629	jiyf@essence.com.cn

## 财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	399.1	393.4	459.9	599.7	786.3
Growth(%)	16.7%	-1.4%	16.9%	30.4%	31.1%
净利润	71.1	74.5	84.8	112.2	150.6
Growth(%)	42.9%	4.8%	13.8%	32.2%	34.2%
毛利率(%)	34.0%	36.6%	35.0%	35.5%	36.0%
净利润率(%)	17.8%	18.9%	18.4%	18.7%	19.1%
每股收益(元)	0.71	0.75	0.85	1.12	1.51
每股净资产(元)	2.48	3.21	7.39	8.29	9.49
市盈率	28.1	26.8	23.6	17.8	13.3
市净率	8.1	6.2	2.7	2.4	2.1
净资产收益率(%)	28.7%	23.2%	11.5%	13.5%	15.9%
ROIC(%)	51.5%	40.0%	37.2%	22.7%	22.4%
EV/EBITDA	16.8	15.0	16.3	12.4	9.3
股息收益率	0.0%	0.3%	0.8%	1.1%	1.5%

## 1. 高压隔离开关行业的龙头

湖南长高高压开关集团股份公司（以下简称“长高集团”）是国内规模最大的高压隔离开关生产企业之一，主营业务为高压隔离开关及接地开关的生产和销售，主要用于输配电领域。公司产品覆盖 12~1100kV 各电压等级，主要为 126kV 及以上高压隔离开关，主要用户包括电网企业、发电企业及工矿企业。

### 1.1. 公司股权结构概况

图 1 长高集团发行前股权结构

数据来源：招股说明书

长高集团的前身为创立于 1965 年的长沙市高压开关厂，1997 年改制为有限责任公司，2006 年初整体变更为股份有限公司，注册资本 5000 万元。公司发起人为马孝武先生在内的 36 名自然人，实际控制人为马孝武先生，共持有本公司 32.472% 股权，近三年来一直是公司的第一大股东，马孝武先生近三年来也一直担任公司董事长、总经理及法定代表人，对本公司的经营决策存在重大影响。

本次发行前公司的总股本 7500 万股，本次发行 2500 万股，发行后公司总股本为 10000 万股，本次发行的股份占发行后总股本的比例为 25%。本次发行后控股股东马孝武先生持股比例为 24.35%。

表 1 长高集团发行前后股权比例

项目	股东名称	发行前		发行后	
		股份数 (万股)	持股比例	股份数 (万股)	持股比例
一、有限 售条件的 股份	马孝武	2,435.37	32.47%	2,435.37	24.35%
	廖俊德	840	11.20%	840	8.40%
	林林	840	11.20%	840	8.40%
	马晓	350	4.67%	350	3.50%
	黄荫湘等 29 位自然人	3,034.63	40.46%	3,034.63	30.35%
二、本次发行流通股		-	-	-	2,500
总股本		7,500	7,500	100.00%	10,000

数据来源：招股说明书

## 1.2. 公司业务简介

长高集团自公司成立以来，就专注于高压隔离开关业务，目前已经成为国内规模最大的高压隔离开关专业生产企业之一。公司高压隔离开关产品覆盖 12~1100kV 所有电压等级，产品种类齐全。在国家电网和南方电网的高压隔离开关（含接地开关）设备招标中，公司连续三年中标份额位居第一名，近三年市场占有率达 25.08%，优势明显。

公司的主要产品为隔离开关，隔离开关是一种没有专门灭弧装置的开关设备，在电力系统中，其主要用途是隔离电源，将电气设备与带电系统隔离，或改变电流运行方式，将设备或线路从一组母线切换到另一组母线上，以保证被隔离的设备能安全地进行检修。

图 1 隔离开关的外观

数据来源：招股说明书

公司产品所在行业属于输配电一次设备中的高压开关类，细分市场属于隔离开关（含接地开关）行业。我国高压电网按照电压等级分为高压、超高压、特高压，高压隔离开关也根据电压等级不同进行分类。高压隔离开关主要用于高压电网建设及输电工程中的各电压等级变电站、以及电源建设中发电厂的升压变电站、以及高压电网直接介入供电的工矿企业等大用户。公司产品高压隔离开关和接地开关的主要用户为电网公司（包括国家电网和南方电网）及其下属各省级分公司、发电企业及工矿企业的自备电厂等。

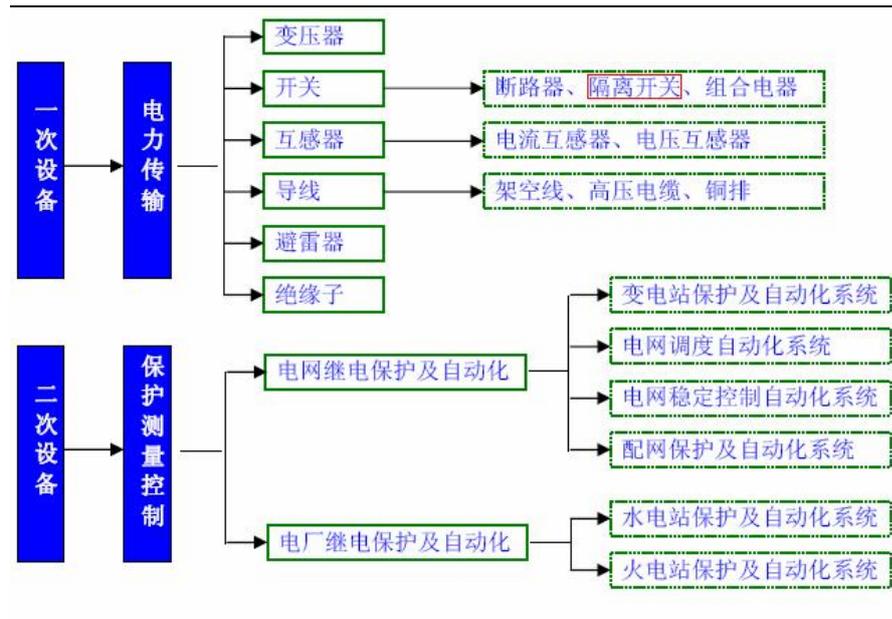
表 2 高压隔离开关交流电压等级划分

电压等级	电压范围		高压隔离开关产品 (按交流电压等级划分)
	交流	直流	
特高压	1000kV 及以上	± 800kV 及以上	1100kV 及以上
超高压 注 1	330-750kV	± 500kV、± 660kV	363-800kV
高压	10-220kV	± 100kV	12-252kV

数据来源：安信证券研究中心（注 1 超高压交流输电网中，750kV 和 330kV 电压等级大部分在西运用，500kV 电压等级广泛运用在国家电网除西北之外的地区和南方电网。）

## 1.3. 隔离开关在行业细分中所在位置

图 2 隔离开关细分行业所在位置

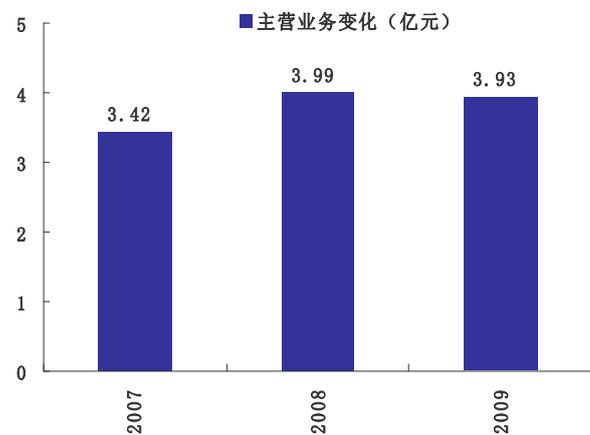


数据来源：招股说明书

### 1.4. 公司的财务状况

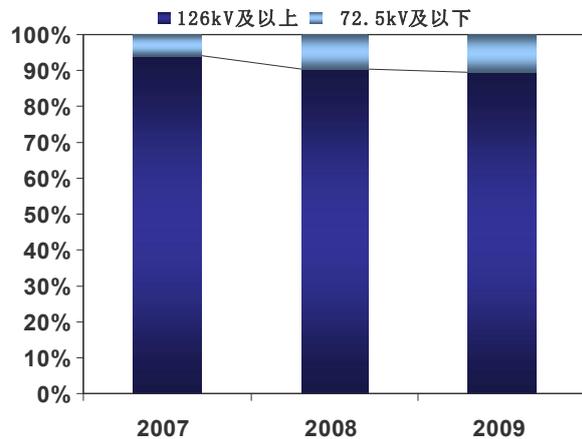
公司 2007-2009 年主营业务收入（高压开关）分别为 34,125.97 万元、39,825.09 万元和 39,209.61 万元，2008 年较 2007 年增长 16.70%，主要得益于电网投资的快速增长，2009 年营业收入较 2008 年降低 7.97%，主要原因是受到原材料铜价下跌的影响。2009 年上半年铜价下跌至近几年的最低点。

图 3 公司近三年来的主营收入情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

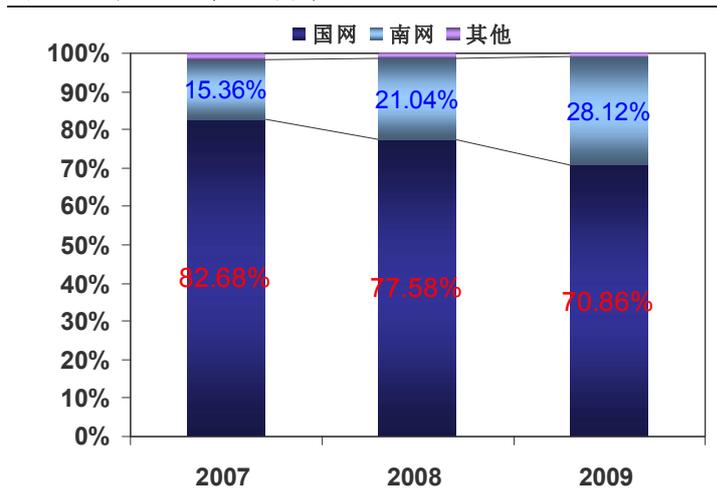
图 4 公司 126kV 及以上产品占比



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

126kV 及以上等级的高压隔离开关构成公司主营业务收入的主要来源，2007-2009 年主营业务收入的 93.95%、90.51%和 89.37%，平均为 91.26%。公司的客户主要为国网公司和南网公司，公司收入 98%以上来自两家电力公司。

图 5 公司 2009 年主要客户占比



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

表 3 公司近三年的盈利情况

	2007 年	2008 年	2009 年
营业收入 (百万元)	393.4	399.1	341.9
净利润 (百万元)	74.4	71.1	49.8
净资产收益率 (%)	32.2	28.7	23.2
综合毛利率 (%)	36.62	33.99	33.93
期间费用率 (%)	14	13.0	16.5

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

## 2. 行业分析及公司竞争地位

### 2.1. 高压开关行业呈稳定增长态势

电网投资“十二五”期间将维持在较高水平。高压开关行业与电力行业发展和电网投资规模是密切相关的。在“十一五”期间，电网建设投资每年以高于 20% 的速度持续高速增长。根据国网规定特高压规划以及智能电网规划推断，“十二五”期间电网建设投资将维持在较高的水平。

表 4 近年来电网建设的投资规模

公司名	项目	2005	2006	2007	2008	2009
国家电网公司	电网建设投资 (亿元)	1108.0	1760.0	2130.0	2496.8	3058.6
	同比增长		58.84%	21.02%	17.22%	22.50%
南方电网公司	电网建设投资 (亿元)	311.0	382.0	537.0	647.0	914.9
	同比增长		22.83%	40.58%	20.48%	41.41%
两网合计	电网建设投资 (亿元)	1419.0	2142.0	2667.0	3143.8	3973.5
	同比增长		50.95%	24.51%	17.88%	26.39%

数据来源：国网公司，南网公司，安信证券研究中心收集整理

### 2.2. 高压隔离开关行业具有较高的壁垒

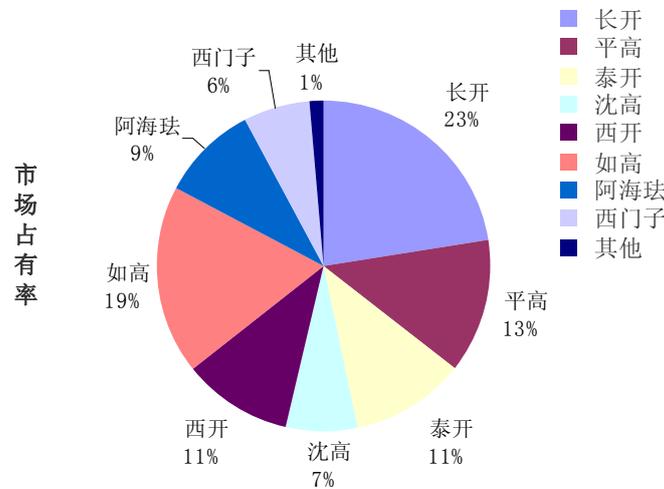
由于高压开关产品直接运行在高压电网中，对电力系统和电网安全运行至关重要，企业在进入该领域时必须经过严格审查，包括质量体系认证、各种挂网运行许可证、安

全运行业绩及全部质量合格证书等资质证明。对高压隔离开关设备则要求必须有经国家技术监督局授权的国家级试验单位对该产品出具的合格型式试验报告，一般新产品需要挂网试运行一年左右并获得相关部门的新产品新技术鉴定，对拟进入本行业的企业形成一定的资质壁垒。

由于高压开关行业的产品是定制供货，必须根据客户的技术要求进行个性化参数设计，需要较高的加工精度，要求企业具备较强的研发和工艺设计能力，同时企业的生产系统要依据市场行情及合同的变化情况，及时调整产出。随着电压等级的提高，产品涉及电子、材料、机械、力学等多个科技领域最新技术的应用与研究，要求生产、销售人员必须具有良好的专业技术素质，能够为用户提供从技术交流、设计到安装服务及运行维护指导的全程服务，特别是应用新技术、新工艺生产的产品，生产制造商必须有高效的技术服务网络提供支持。对拟进入本行业的企业形成一定的技术壁垒。

由于隔离开关电压等级越高，对其技术要求也相应越高，形成较高的行业进入壁垒，因此，在高电压等级隔离开关，市场集中度高，行业竞争格局比较稳定。目前高电压等级压隔离开关（包括接地开关）的生产主要集中于长高集团在内的 8 家企业，此 8 家合计占国家电网公司总部集中招标（252kV 及以上隔离开关）的 99.77%，另据统计，上述 8 家企业合计占我国 126kV 隔离开关 78.13% 的市场份额。

图 6 2009 年隔离开关市场竞争格局



数据来源：国网公司，安信证券研究中心整理

### 2.3. 公司专注于隔离开关行业，为该行业内的领头羊

公司是目前国内规模最大的高压隔离开关专业生产企业之一，公司一直专注于高压隔离开关行业，产品品种齐全，涵盖 12~1100kV 所有等级。公司在国家电网总部集中招标和南方电网及其下属省份的隔离开关（含接地开关）招标中一直名列第一，按中标数量计算，近三年平均市场占有率达 25.08%，优势地位显著。专业化形成的全产品系列以及领先的市场占有率，奠定了本公司在隔离开关行业的领先优势。

高压开关行业属于技术和资金密集型行业。公司从创立至今，始终坚持以科技创新为企业发展的动力，以开发高端产品为企业发展的制高点。公司研制开发出具有国内外领先水平的近 30 种高新科技产品，拥有多项国际领先技术，并拥有完全自主知识产权，具备较强的科研实力和持续创新能力，可以根据用户需要设计、生产 4000~12000A 的大电流高压隔离开关。在湖南、湖北、河南、广西、贵州、云南、宁夏、四川等省及华中、华北、南方电网的招投标评定中，公司产品的总分特别是技术分名列前茅。

### 3. 募集资金项目分析

公司本次向社会公开发行人 2500 万股，计划募集资金 3.46 亿，募集资金有三个投向：  
 （1）高压隔离开关和接地开关易地改建项目；（2）高压电器公司迁扩建项目；（3）有色金属特种铸造项目。

表 5 公司募集资金项目情况

序号	项目名称	使用募集资金 (万元)	募集资金使用计划(万元)			
			第一年	第二年	第三年	第四年
1	高压隔离开关和接地开关易地改建	24,079	10,864	9,471	2,679	1,065
2	高压电器公司迁扩建	5,423	2,400	1,862	830	331
3	有色金属特种铸造	5,066	2,500	1,639	662	265
	合计	34,568	15,764	12,972	4,171	1,661

数据来源：招股说明书

**高压隔离开关和接地开关易地改建项目：**拟投入募集资金 2.4 亿，建设周期为 18 个月，第二年开始投产，生产负荷 30%，第三年生产负荷 80%，第四年完全达产。正式达产后，预计年新增 550kV 及以下高压交流隔离开关及接地开关 1400 组，年新增 800-1100kV 超高压、特高压交流隔离开关及接地开关 88 组，年新增±500-±800kV 直流超高压、特高压隔离开关及接地开关 70 组。

**高压电器公司迁扩建项目：**拟投入募集资金 5423 万，项目建设周期为 18 个月，第二年开始投产，生产负荷 30%，第三年生产负荷 80%，正式达产后，预计年产 12-40.5kV 隔离开关及接地开关 7000 组，年产 40.5kV 断路器 600 组。

**有色金属特种铸造项目：**拟投入募集资金 5066 万元，项目建设周期为 18 个月，第二年开始投产，生产负荷 30%，第三年生产负荷 80%，第四年完全达产。正式达产后，预计年产底座、转动座、齿轮箱、连接叉、动触头、固定座等铸铝件 176,000 件，折重量约 1,740.90 吨。项目产品拟全部用于公司高压开关配套。

### 4. 公司风险分析

#### 4.1. 原材料价格变动导致公司利润变化的风险

原材料价格变化对公司经营业绩影响较大。原材料成本占公司高压开关主营业务成本的 90% 左右，原材料价格短期的剧烈波动对公司的成本管理造成一定的负面影响。由于本公司一般根据交货时间进行采购，组织生产，从投标报价到材料采购有一定的时间跨度，在此期间，如果主要原材料价格持续上涨，则仍会造成公司主营业务成本上升，进而影响公司的盈利水平。

#### 4.2. 产品结构单一的风险

公司的主要产品为高压隔离开关和接地开关，报告期内，占公司主营业务收入的比例分别为 100%、100% 和 99.72%，产品结构比较单一。尽管公司已经在高压隔离开关和接地开关领域形成领先优势，但由于在其他行业领域开拓较少，产品线不够丰富，如果电力行业的发展速度减缓，或高压隔离开关和接地开关市场发生其他重大不利变化，将对公司经营造成较大不利影响，从而影响公司的发展和效益。

#### 4.3. 依赖于电力行业发展的风险

主要用户是国家各级电网企业及大型发电企业，公司生产经营和电力行业的发展状况、发展趋势息息相关。我国进行大规模、远距离输电、特高压电网建设、新农村电网建设、大规模城市电网改造、电气化铁道改造等重点项目，为行业内企业提供了大好的发展机会和巨大的市场空间，推动高压开关行业将保持一个较长的景气周期。但若国家支持电力行业发展的产业政策发生变化，则将影响高压开关行业的发展，进而影响本公司的经济效益。

#### 4.4. 行业竞争风险

全国主要高压开关设备和控制设备制造企业有 313 家，加上国外厂商、中外合资、中外合作企业等几十家，国内高压开关设备市场呈现出竞争激烈的局面，给公司市场销售带来一定的冲击和影响，公司短期内大幅度进一步提高市场占有率有一定的困难。此外，由于历史原因，我国输变电设备领域长期以来存在一定程度上的市场分割局面，如果公司不能有效应对新形势下的市场竞争和局部业务领域的销售壁垒，将会直接影响公司的市场占有率和经营业绩。

### 5. 盈利预测与公司估值

#### 关键假设:

800kV 及以上隔离开关主要用于西北 750kV 电网和特高压交直流电网，主要集中在国网公司。根据国网公司中标结果显示，长高集团中标 30 多组 800kV 应于 2009 年交付，而 2009 年公司未确认收入，因此 30 多组隔离开关将在 2010 年收入确认，我们预测 2009 年公司销售量为 45 组，而 2011 年和 2012 年，随着 750kV 电网建设和 1000kV 后续招标的进行，公司 800kV 及以上隔离开关销售量将增长迅速，我们预测 2011 年-2012 年 800kV 及以上隔离开关销售量分别为 50 组和 70 组。收入和毛利率预测如表 6，表 7

#### 盈利预测和估值:

我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.85 元、1.12 元、1.51 元，按照 2011 年 20-23 倍市盈率估值，估值区间为 22.40 元-25.76 元。

询价建议：按照 2010 年 25-28 倍市盈率询价，询价区间 21.25 元-23.8 元，相对于公司 2009 年摊薄后 EPS0.75 元，市盈率为 28.33-31.73。

表 6 长高集团收入预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>800kV 及以上高压开关</b>				
收入 (百万元)		36	39	54
销量		45	50	70
单价 (百万元)		80.00	78.40	76.83
单价增长率			-2.00%	-2.00%
<b>550kV 高压开关</b>				
收入 (百万元)	82	59	70	68
销量	327	250	300	300
单价 (万元)	24.97	23.72	23.24	22.78
单价增长率	-15.93%	-5.00%	-2.00%	-2.00%
<b>363kV 高压开关</b>				
收入 (万元)	17	17	22	25
销量	101	100	130	150
单价 (万元)	17.32	16.97	16.80	16.63
单价增长率		-2.00%	-1.00%	-1.00%
<b>252kV 高压开关</b>				
收入 (万元)	153	153	152	150
销量	2070	2100	2100	2100
单价 (万元)	7.38	7.31	7.23	7.16
单价增长率	4.10%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
<b>126kV 高压开关</b>				
收入 (万元)	98	136	175	225
销量	3368	4700	6110	7943
单价 (万元)	2.92	2.89	2.86	2.83
单价增长率	-0.74%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
<b>72.5kV 及以下高压开关</b>				
收入 (万元)	42	57	83	106
销量	3575	5000	7500	9750
单价 (万元)	1.17	1.13	1.11	1.09
单价增长率	-13.49%	-3.00%	-2.00%	-2.00%
<b>新业务</b>				
新业务收入 (万元)			5675	15500
<b>合计</b>				
营业收入 (万元)	392	458	598	784
营业收入增长率	-1.54%	16.90%	30.41%	31.13%

数据来源: 安信证券研究中心预测

表 7 长高集团盈利预测表

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入 (百万元)	399	392	459	598	784
营业总成本 (百万元)	263	249	298	386	502
营业收入增长率	16.73%	-1.69%	16.90%	30.39%	31.12%
综合毛利率	33.99%	36.62%	35.00%	35.47%	35.99%
<b>主营业务收入 (百万元)</b>					
传统业务-隔离开关	398	392	458	541	629
新业务				57	155
合计	398	392	458	598	784
<b>主营业务成本 (百万元)</b>					
传统业务-隔离开关	263	249	298	352	409
新业务				34	93
合计	263	249	298	386	502
<b>主营业务毛利率</b>					
传统业务-隔离开关	34.05%	36.62%	35.00%	35.00%	35.00%
新业务			40.00%	40.00%	40.00%
主营毛利率	34.05%	36.62%	35.00%	35.47%	35.99%
<b>主营业务收入增长率</b>					
传统业务-隔离开关	16.70%	-1.54%	16.90%	18.03%	16.24%
新业务					173.13%
合计	16.70%	-1.54%	16.90%	30.41%	31.13%

数据来源: 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-1

财务报表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>利润表</b>						<b>成长性</b>					
营业收入	399.1	393.4	459.9	599.7	786.3	营业收入增长率	16.7%	-1.4%	16.9%	30.4%	31.1%
减: 营业成本	263.5	249.3	299.0	387.0	503.3	营业利润增长率	42.6%	11.1%	14.5%	32.7%	34.6%
营业税费	2.6	2.9	3.2	4.2	5.5	净利润增长率	42.9%	4.8%	13.8%	32.2%	34.2%
销售费用	19.4	20.6	24.4	31.8	41.7	EBITDA 增长率	39.9%	8.9%	14.9%	38.4%	32.5%
管理费用	28.8	32.1	36.8	48.0	62.9	EBIT 增长率	41.9%	9.0%	7.6%	34.8%	35.2%
财务费用	3.8	2.5	-3.2	-2.2	-2.2	NOPLAT 增长率	42.1%	2.7%	6.6%	34.4%	34.8%
资产减值损失	4.2	0.6	1.9	1.1	0.3	投资资本增长率	32.3%	14.6%	120.0%	37.1%	17.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	60.4%	29.5%	130.2%	12.1%	14.5%
投资和汇兑收益	0.0	-	-	-	-						
<b>营业利润</b>	<b>76.9</b>	<b>85.5</b>	<b>97.9</b>	<b>129.9</b>	<b>174.8</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	5.7	1.4	1.3	1.3	1.3	毛利率	34.0%	36.6%	35.0%	35.5%	36.0%
<b>利润总额</b>	<b>82.6</b>	<b>86.9</b>	<b>99.2</b>	<b>131.2</b>	<b>176.1</b>	营业利润率	19.3%	21.7%	21.3%	21.7%	22.2%
减: 所得税	11.5	12.5	14.4	19.0	25.5	净利润率	17.8%	18.9%	18.4%	18.7%	19.1%
<b>净利润</b>	<b>71.1</b>	<b>74.5</b>	<b>84.8</b>	<b>112.2</b>	<b>150.6</b>	EBITDA/营业收入	21.6%	23.8%	23.4%	24.8%	25.1%
						EBIT/营业收入	20.2%	22.4%	20.6%	21.3%	21.9%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	118.5	158.6	378.7	349.9	397.2	固定资产周转天数	50	52	96	145	143
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	68	87	132	159	160
应收帐款	188.4	194.3	199.1	259.6	340.4	流动资产周转天数	280	361	425	414	365
应收票据	2.5	11.3	10.1	13.1	17.2	应收帐款周转天数	141	167	147	131	130
预付帐款	8.8	8.7	11.7	15.5	20.6	存货周转天数	39	44	44	42	42
存货	45.4	51.7	61.4	79.5	103.4	总资产周转天数	367	468	575	605	540
其他流动资产	0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	投资资本周转天数	152	189	276	345	330
可供出售金融资产	-	-	-	-	-						
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	0.0	0.0	-	-	-	ROE	28.7%	23.2%	11.5%	13.5%	15.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	14.9%	13.7%	9.2%	10.3%	11.9%
固定资产	56.5	57.3	187.2	297.2	328.4	ROIC	51.5%	40.0%	37.2%	22.7%	22.4%
在建工程	10.3	13.4	20.0	18.3	8.2	<b>费用率</b>					
无形资产	44.6	47.9	47.8	47.7	47.6	销售费用率	4.8%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%
其他非流动资产	1.9	2.0	9.3	9.4	6.0	管理费用率	7.2%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%
<b>资产总额</b>	<b>476.8</b>	<b>545.1</b>	<b>925.3</b>	<b>1,090.4</b>	<b>1,269.0</b>	财务费用率	1.0%	0.6%	-0.7%	-0.4%	-0.3%
短期债务	60.0	55.0	10.0	36.4	30.0	三费/营业收入	13.0%	14.0%	12.6%	12.9%	13.0%
应付帐款	127.0	135.1	153.2	198.3	257.9	<b>偿债能力</b>					
应付票据	22.2	7.0	9.8	12.7	16.5	资产负债率	48.0%	41.1%	20.2%	24.0%	25.2%
其他流动负债	14.5	15.0	15.5	16.9	18.8	负债权益比	92.4%	69.8%	25.2%	31.6%	33.7%
长期借款	3.2	3.2	-0.0	-0.0	-0.0	流动比率	1.62	2.00	3.72	2.84	2.82
其他非流动负债	2.0	8.8	8.8	8.8	8.8	速动比率	1.42	1.76	3.37	2.52	2.49
<b>负债总额</b>	<b>229.0</b>	<b>224.1</b>	<b>186.5</b>	<b>261.8</b>	<b>320.0</b>	利息保障倍数	21.26	34.90	-29.22	-57.12	-77.12
少数股东权益	-	3.9	3.9	3.9	3.9	<b>分红指标</b>					
股本	75.0	75.0	100.0	100.0	100.0	DPS(元)	-	0.05	0.17	0.22	0.30
留存收益	172.8	242.1	634.9	724.7	845.1	分红比率	0.0%	7.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>247.8</b>	<b>321.0</b>	<b>738.8</b>	<b>828.6</b>	<b>949.1</b>	股息收益率	0.0%	0.3%	0.8%	1.1%	1.5%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	71.1	74.4	84.8	112.2	150.6	EPS(元)	0.71	0.75	0.85	1.12	1.51
加: 折旧和摊销	6.1	6.6	13.0	21.3	24.8	BVPS(元)	2.48	3.21	7.39	8.29	9.49
资产减值准备	4.2	0.6	1.9	1.1	0.3	PE(X)	28.1	26.8	23.6	17.8	13.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.1	6.2	2.7	2.4	2.1
财务费用	3.3	4.2	3.1	-3.2	-2.2	P/FCF	68.6	48.2	-8.8	-48.4	65.1
投资收益	-0.0	-	-	-	-	P/S	5.0	5.1	4.3	3.3	2.5
少数股东损益	-	-0.1	-	-	-	EV/EBITDA	16.8	15.0	16.3	12.4	9.3
营运资金的变动	-15.8	-4.6	5.2	-36.2	-48.5	CAGR(%)	16.4%	26.5%	28.7%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>71.5</b>	<b>71.0</b>	<b>101.6</b>	<b>96.2</b>	<b>125.0</b>	PEG	1.7	1.0	0.8	-0.2	-0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-40.8</b>	<b>-21.6</b>	<b>-158.6</b>	<b>-130.7</b>	<b>-42.7</b>	ROIC/WACC	5.2	4.0	3.7	2.3	2.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>18.4</b>	<b>-5.7</b>	<b>288.1</b>	<b>6.2</b>	<b>-34.3</b>	REP	1.5	1.6	1.0	1.2	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

黄守宏，执业证书编号 S1450210030003，电力设备与新能源行业高级分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16年电力行业工作经验。2007.7 加盟安信证券研究中心。

汲亚飞，执业证书编号 S1450110040335，电力设备与新能源行业分析师，清华大学工学硕士，3年电力行业工作经验。2010.4 加盟安信证券研究中心。

## 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

黄方祥	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113572	nanfang@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@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