安信证券
ESSENCE SECURITIES

公司新股分析　　和顺电气(300141)

询价定价报告

电网电能质量行业的领先企业

建议询价区间:
33.75 － 37.50 元
上市首日定价区间:
38.85 － 44.40 元

报告日期: **2010-10-24**

报告关键点:

- 公司是国内产品较为齐全、公网电能质量改善行业领先企业之一
- 预测公司2010-2012 年EPS 分别为0.75元、1.11元、1.52，上市首日定价区间38.85元-44.40元，询价区间33.75元-37.50元

报告摘要:

- **公司业务:** 和顺电气在公用电网电能质量改善领域，是国内产品较为齐全、能为各类公用电网电力用户提供优质产品和服务的行业领先企业之一，公司生产的谐波治理设备和无功补偿设备等电能质量改善产品已经涵盖了从无源到有源、从低压到高压、从静态到动态的全系列产品，在行业内具有较强的品牌影响力。
- **行业分析:** "十二五"期间城乡电网升级改造投资力度加大，电力成套设备行业将从中受益；对电能质量的要求越来越高，推动着电力电子设备行业的快速发展，未来无功补偿和滤波装置在公共电网中的应用将逐渐增加，对电力电子设备的需求也相应增加。智能节电设备真逐渐得到推广和应用，未来公共电网电力电子和节能节电设备行业发展前景广阔。
- **公司竞争优势:** 在江苏省电力设备市场经营多年，对江苏省市场具有充分的了解，建立起了良好的客户基础和市场基础。在江苏市场占有一定的市场份额，公司正立足于江苏市场，扩展至全国。公司产品具备较强的技术优势，得到了多个国家部门的相关认证，达到了行业领先水平。
- **募集项目资金分析:** 公司拟公开发行人民币普通股1,400万股，计划募集资金约1.64亿元，投向主要有两个:（1）电力电子设备产品线产能扩大项目;（2）电力电子设备研发中心项目。
- **盈利预测与公司估值:** 我们预测公司2010-2012 年EPS 分别为0.75元、1.11元、1.52。我们建议按照公司2011年EPS35-40倍得出上市公司上市首日定价区间38.85元-44.40元。
- **询价建议:** 按照2010年EPS45-50倍的市盈率询价，询价区间33.75元-37.50元。
- **风险提示:** 我们认为公司主要的风险来自于客户集中的风险、市场竞争加剧的风险以及原材料价格波动的风险。

发行数据

总股本(万股)	4,120
发行数量(万股)	1,400
网下发行(万股)	280
网上发行(万股)	1,120
保荐机构	中信建投证券有限责任公司
发行日期	2010-11-01
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

姚建华	63.16%
杜军	31.26%
肖岷	1.24%
秦勇	.61%
汤玉明	.49%
褚晟	.49%
陈汝龙	.49%
刘海云	.44%
王海冠	.29%
王强	.29%

研究员

黄守宏　高级行业分析师
010-66581627　huangsh@essence.com.cn
证书编号　S1450210030003
汲亚飞　行业分析师
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	99.3	131.4	177.6	240.8	335.1
Growth(%)	*21.2%*	*32.3%*	*35.2%*	*35.6%*	*39.1%*
净利润	17.9	25.2	41.4	61.4	83.8
Growth(%)	*19.5%*	*40.5%*	*64.4%*	*48.0%*	*36.6%*
毛利率(%)	27.8%	33.0%	40.6%	39.9%	40.4%
净利润率(%)	18.1%	19.2%	23.3%	25.5%	25.0%
每股收益(元)	0.19	0.26	0.75	1.11	1.52
每股净资产(元)	0.72	0.74	6.97	7.85	9.07
市盈率	171.9	122.4	42.6	28.8	21.1
市净率	44.2	43.3	4.6	4.1	3.5
净资产收益率(%)	25.7%	35.3%	10.8%	14.2%	16.7%
ROIC(%)	74.3%	88.3%	248.7%	108.7%	44.3%
EV/EBITDA	31.8	43.2	29.6	20.1	14.3
股息收益率	0.0%	1.4%	0.5%	0.7%	0.9%

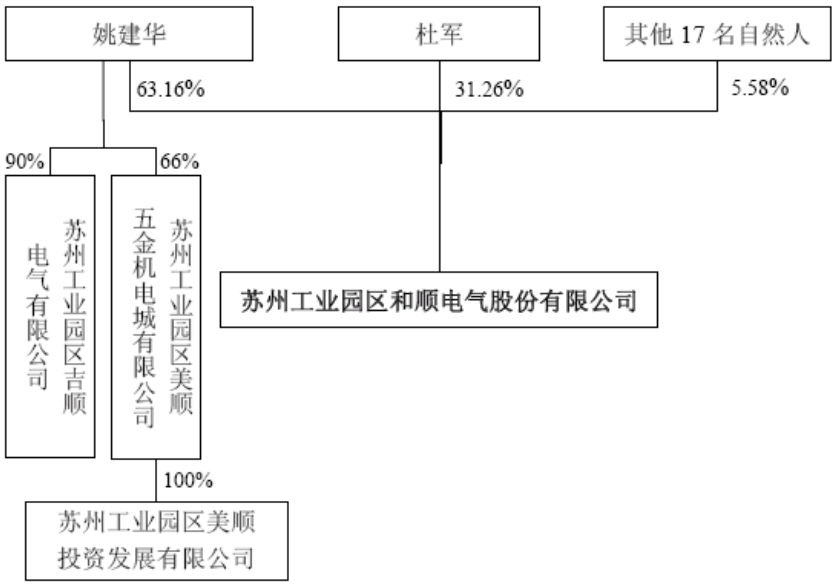
敬请参阅报告结尾处免责声明

1. 公网电能质量行业的领先企业

苏州工业园区和顺电气股份有限公司（以下简称“和顺电气”）一直致力于电力成套设备和电力电子设备的研发、制造、销售和服务。公司生产的谐波治理设备和无功补偿设备等电能质量改善产品已经涵盖了从无源到有源、从低压到高压、从静态到动态的全系列产品，在公用电网电能质量改善领域，是国内产品较为齐全、能为各类公用电网电力用户提供优质产品和服务的行业领先企业之一，在行业内具有较强的品牌影响力。

和顺电气前身为苏州工业园区和顺电气有限公司，成立于 1998 年 12 月。2009 年 9 月由有限责任公司整体变更为股份有限公司，注册资本为 4,120 万元。公司的控股股东和实际控制人为姚建华先生，现持有公司 2,602 万股股份，占公司股份总数的 63.16%。本次发行后，姚建华先生持有股份降为 47.14%，仍为公司的实际控制人。

图 1 和顺电气的股权结构



数据来源：招股说明书

发行前公司的总股本为 4,120 万股，本次发行 1,400 万社会公众股，发行后总股本为 5,520 万股，本次发行股份数量占发行后总股本的 25.36%。

表 1 和顺电气发行前后股权比例

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	姚建华	2,602	63.16%	2,602	47.14%
	杜军	1,288	31.26%	1,288	23.33%
	肖珉等 17 位自然人	230	5.58%	230	4.17%
二、本次发行流通股		-	-	1,400	25.36%
总股本		4,120	100.00%	5,520	100.00%

数据来源：招股说明书

和顺电气所生产的产品广泛应用于电力、工业、民用、商业、行政事业等公用电网领域，主要分为两大类：电力成套设备和电力电子设备。其中，电力电子设备包括电能质量改善类产品和节电产品。公司的两大类产品公用电网供、配、用电系统中的电力用户，在销售模式、生产模式、采购模式上具有很高的共性。

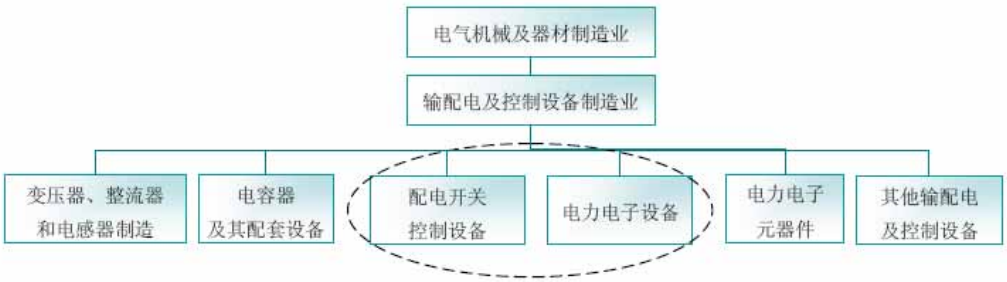
表 2 和顺电气主要产品和功能

产品类别		产品名称	功能与应用	生产状态
电力成套设备		高压中置柜、环网柜、箱式变电站，低压抽屉柜、固定柜、固定间隔柜	电能分配和控制	批量生产
电力电子设备	电能质量改善产品	动态消谐补偿综合电力设备、 APF 有源滤波装置、APF/inside 装置、PF 无源滤波装置、 FC 高压滤波装置、TSC 动态无功补偿装置、TSC/inside 装置	治理谐波、动态补偿无功功率，提高电能质量，保障供用电的安全，减少危害，节约用电	批量生产
	节电产品	智能节电装置	通过调速和调压，降低负载的功率损耗，节约用电，延长负载寿命	中试生产

数据来源：招股说明书

和顺电气所生产的电力成套设备属于“配电开关控制设备”细分行业，电能质量改善类产品和节电产品属于“电力电子设备”细分行业。“配电开关控制设备”细分行业是专门按配电系统要求将一个或多个开关设备和与之相关的控制、测量、信号、保护、调节等设备，用结构件完整地组装成电力成套设备的制造行业，设备安装于用电设备与输配电线路之间起接受、分配和转换电能之用，在行业内一般称为电力成套设备行业或高低压成套设备行业。“电力电子设备”细分行业是将电子技术与电力技术相结合，利用各种电力电子元器件或器件所构成的电路来完成电能的变换和控制装置的制造行业，根据不同的用电需求，通过电力电子设备转换成不同性质、不同用途的电能，可大幅度节约能源，降低原材料消耗，实现自动化控制，提高生产效率。

图 2 和顺电气主营产品所属行业



数据来源：招股说明书

2. 行业发展趋势

2.1. 电力成套设备行业发展受惠于城农网投资力度增加

电力成套设备是输配电行业中重要的成套电气装置，主要起到接受、分配和控制电能的作用，行业产品种类繁多。按产品电压等级划分，电力成套设备可分为超高压设备

（126kV 及以上）、高压设备（35kV-72.5kV）、中压设备（1kV-35kV）低压设备（1kV 及以下，主要为 0.4kV）。超高压及高压市场用户主要为电网专用线路供电的重工业和大型企业，如冶金、化工、发电厂、钢铁、铁路、电力变电站等；中压和低压市场用户主要为公用电网供电的用户，如商业、民用、办公、一般工矿企业等工业民用电力用户。

中低压电力成套设备主要应用于城乡供电网络，未来将受惠于电网公司投资结构向中低压配网的倾斜。近期，国家能源局召开全国农村电网改造升级工作会议，将启动为期三年的新一轮农网升级改造，三年投资规模将超过 2000 亿，加之国网公司计划投资中，农网投资比例也逐年增长，35kV 及以下中低压电力成套设备的需求量将保持持续增长态势。

中低压电力成套设备行业技术门槛较低，产品具有非标准化和定制化的特点，行业内的从业企业较多，市场集中度偏低，竞争相对激烈，中低压电力成套设备行业市场集中度很低，参与竞争的规模以上企业超过了上千家，形成了市场区域相对分割、各企业的市场占有率相对较小的竞争局面。

2.2. 电能质量的高要求推动电力电子设备行业的发展

电力系统自动化程度的提高、产品精细化要求的提高和负荷特性的转变等因素对电力系统的安全稳定与供电质量提出了新的挑战。在我国经济发展过程中，除了电能需求的成倍增长，电能质量也日益受到重视。例如，大型工业生产线、写字楼、医院、飞机场等重要场所的计算机系统断电，或者受电网瞬态电磁的干扰，导致系统无法正常运行；无功功率得不到有效快速补偿引起的电压跌落导致生产线停止；谐波干扰导致精密加工业产品次品率升高，都会给人们的生产和生活带来巨大的损失。因此，电力系统安全稳定与供电质量要求的提高将有力的推动电能质量改善类电力电子设备的发展。

随着科技的发展，计算机等现代办公设备、节能灯等节电装置、变频类家用电器逐渐普及，太阳能、风能等新能源逐步推广使用，越来越多的谐波源接入公用电网，从而对公用电网和用电设备都造成污染和危害。治理电网环境，保障电器效率和使用寿命，推动了谐波治理等电能质量改善类产品需求的快速增长。

目前解决电网电能质量问题的技术和产品主要分为三大类。**解决谐波污染问题：**包括无源滤波装置和有源滤波装置两种，主要用来解决谐波污染问题，改善电能质量；**解决无功补偿问题：**分为静态无功补偿设备和动态无功补偿装置两种，改善电能直流；**同时解决谐波污染和无功补偿问题：**主要指集成了电能质量改善装置的动态消谐补偿综合电力设备。

2.3. 智能节电设备逐渐得到广泛推广和应用

智能节电设备主要用于工业、民用、商业、事业等公用电网电力用户配、用电系统，其主要特点是应用电力电子技术实现动态调压、变频调速，提高电能利用效率，减少电能消耗，延长负载寿命。目前，国外发达国家已经普遍运用电力电子技术进行节电，节能的效果已经达到了总功率的 15%-40%。受国民经济和电力电子技术发展水平所处阶段的限制，我国节电领域使用电力电子技术仍处于初级阶段，智能节电产品的应用尚未形成规模。

我国节电行业普遍采用调压技术和变频调速技术。调压技术先后经历了由变压器调压技术发展到可控硅调压技术；之后，由于可控硅调压技术会导致谐波问题，又再回到变压器调压技术；目前，逐渐向电子式动态调压技术方向发展。变频调速技术则向低谐波、高电压等级的智能化方向发展。在节电领域，除了朝智能化方向发展以外，随

着人们对节电意识的增强以及对电能质量认识的提高，系统节电和绿色节电也将成为未来节电技术的发展方向，主要是应用谐波治理和动态无功补偿技术。

3. 公司的行业地位及竞争优势

3.1. 在江苏区域市场具有独特优势

除超高压市场外，电力成套设备行业中厂家众多，竞争激烈，产品又呈非标定制特征，市场比较分散，目前市场上尚无市场占有率特别高的公司。和顺电气的业务主要面向于江苏省市场，根据国家电网公司的统计数据，江苏省电力公司是国家电网公司下属业务量最大的省级公司，旺盛的电力消费极大地拉动了区域内的电力设备需求。同时，江苏省也是国内最早提出电能质量要求的省份，电能质量改善设备在省内的应用较为广泛。和顺电气的注册于苏州工业园区，在江苏省电力设备市场经营多年，对江苏省市场具有充分的了解，建立起了良好的客户基础和市场基础。在江苏市场占有一定的市场份额。根据国家统计局的统计数据，2006 年-2008 年，江苏省电力消费量占全国电力消费量的平均比例为 9.07%，据此测算 2009 年度江苏省电能质量改善设备市场规模为 3.33 亿元，公司当年在江苏省内市场实现同类产品销售收入约为 4,309.53 万元，占江苏省电能质量改善设备市场总量的 12.94%。

公司在立足于江苏省市场的同时，随着公司规模的逐步发展壮大，公司也逐步开始向全国市场渗透，在云南、天津和内蒙等省外市场也开始取得一定量的订单。未来，和顺电气将继续立足于江苏省市场，进一步利用好江苏省电力设备市场需求量大、对电能质量要求高的市场特点，并在此基础之上逐步向其他区域市场拓展，有望发展成为一家全国性的电力设备供应商。

3.2. 公司具备行业领先的技术优势

和顺电气所生产的有源滤波装置、动态无功补偿装置以及动态消谐补偿综合电力设备等核心技术产品拥有优异的电能质量改善指标，能够满足不同场合、不同环境和不同负载状况下的电能质量改善要求，得到了多个国家相关部门的技术认证，达到行业内的领先水平。

谐波治理方面：公司自主研发的双 DSP 全数字有源滤波装置 APF 和通过多种技术集成的核心单元 APF inside，以 100μs 级的快速响应速度达到了国际一流水平；采用 DSP 技术自主研发的动态无功补偿装置 TSC 和通过多种技术集成的核心单元 TSC inside，以其卓越的性价比处于国内领先地位。

智能节电装置：应用电力电子技术，实现了动态调压节电，适合所有负载，性能可靠，成本低；采用计算机技术集成变频技术形成了一系列调速智能节电装置；结合公司拥有成熟的动态无功补偿技术和先进的滤波节电技术，在节电技术上具有明显竞争优势，可为电力用户提供完整的系统节电方案，借此公司将在节电行业树立绿色节电倡导者的市场地位。

防窃电电能计量装置：公司 1999 年开始批量生产防窃电电能计量装置，拥有多项专利，作为系列产品，已形成较高的特色和知名度，在国内同行业中处于领先水平。2008 年 9 月，国家电网公司下达《电能计量装置典型设计研究项目研究大纲》，公司作为国内唯一供应商参与并承担了主要起草工作。

20kV 电力成套设备：公司所在的江苏省苏州工业园区，是国家最早实施 20kV 城市电网试点地区，得益于国家试点优势，较早和较高起点研发 20kV 电压等级电力成套设备，具备丰富的 20kV 电压等级电力成套设备制造和运行经验，占据较高的市场份额。

3.3. 公司具备电能质量产品的先发优势

公司是国内最早研发和生产有源滤波装置和动态无功补偿装置等电能质量相关产品的国内企业之一。2006 年开始先后在终端用户端跟踪检测电能质量的季节变化状态、昼夜变化状态、满载和轻载变化状态，以及治理前后的变化状况，积累了大量宝贵的原始数据资料，为技术、产品的研发和升级提供了基础。

2006 年以来，公司产品不断技术升级，第二代有源滤波装置增加了抗干扰和掉电保护技术；第三代有源滤波装置的响应速度从 ms 级跨越到 μs 级；inside 系列核心单元产品已经达到了国际先进水平；目前正在研发的第四代产品由双芯片升级到三芯片，将实现更强大的计算能力和可扩展空间。电力电子技术的快速发展，不断促进行业技术水平的提高，公司宝贵的研发经验和实验数据积累不可或缺，产品的升级换代也是公司实施产品保护、继续保持行业优势地位的重要措施。随着公司各类电能质量产品日趋成熟和完善、产品性能可靠性不断提高，公司已经在行业内形成了良好的声誉和品牌影响力，积累了大量的客户，并为进一步拓展营销网络打下了坚实的基础。

4. 公司的财务分析

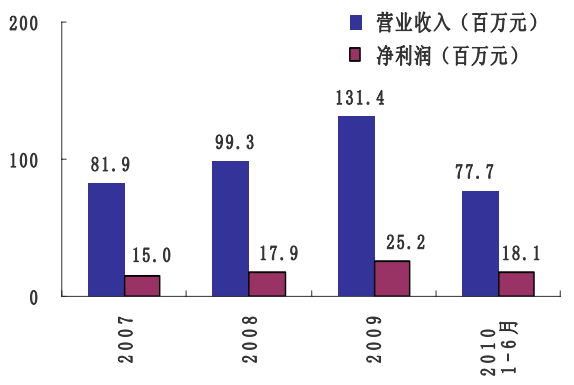
公司 2008 年和 2009 年营业收入同比增长分别为 21.2%和 32.4%，净利润同比增长分别为 19.5%和 40.5%。营业收入和净利润稳定增长。公司电力成套产品毛利率呈现下降趋势，反映出该行业竞争越发激烈，电力电子产品毛利率呈上升的趋势。公司产品综合毛利率总体上升趋势。公司的期间费用率有所提高，营业利润率基本保持稳定。

表 3 公司近三年的盈利情况

	2009 年	2008 年	2007 年
营业收入（百万元）	131.4	99.3	81.9
净利润（百万元）	25.2	17.9	15.0
净资产收益率（%）	35.3	25.7	29.0
综合毛利率（%）	33.0	27.8	30.0
期间费用率（%）	10.1	8.8	7.6
营业利润率（%）	21.8	18.3	21.3

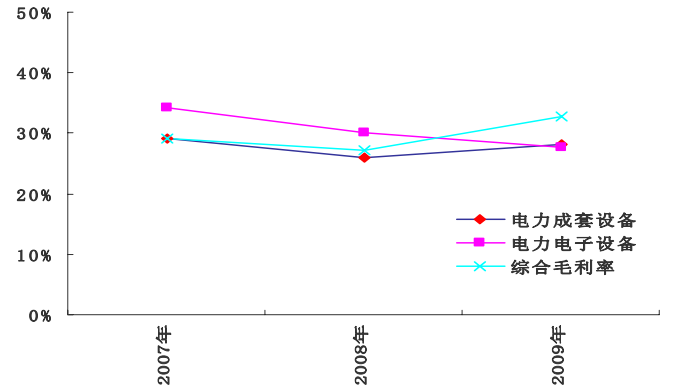
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 3 公司近三年来主营业务收入和净利润



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 4 公司产品的毛利率水平



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

5. 募集资金项目分析

公司拟公开发行人民币普通股 1,400 万股，计划募集资金约 1.64 亿元，投向主要有两个：（1）电力电子设备产品线产能扩大项目；（2）电力电子设备研发中心项目。

表 4 公司近三年的盈利情况

项目名称	资金需求	投资进度计划	
		第一年	第二年
电力电子设备产品线产能扩大项目	10,822	7,737	3,085
电力电子设备研发中心项目	5,528	4,239	1,289
总计	16,350	11,976	4,374

数据来源：招股说明书

（1）电力电子设备产品线产能扩大项目：此募投项目将重点围绕电力电子技术的应用研究以及电力电子设备的生产，提高企业既有产品，包括有源滤波装置 APF、动态无功补偿装置 TSC、动态消谐补偿综合电力设备、无源滤波装置 PF 以及高压滤波装置 FC 等的产能规模，同时提高产品质量和产品技术含量，不断研发在电能质量领域、智能节电领域、新能源应用领域、智能电网领域具有国内甚至国际一流水平的产品，从而继续保持行业领先地位。本次募投项目的实施，还将为公司已经中试生产和挂网试运行的两个产品：智能节电装置、太阳能光伏并网逆变器提供批量生产基地，丰富公司产品结构，寻找新的盈利增长点。

项目的建设期为 2 年，项目总投资规模为 10,822 万元，第一年投资 7,737 万元，第二年投资 3,085 万元。其中：项目建设投资 6,050 万元、设备投资 2,112 万元、补充流动资金 2,600 万元，募投项目实施后，公司上述主要产品的产能将扩大 200%-400%，按照投资计划进度，上述产能将逐步释放，预计在 5 年左右产能达到设计最大值。

表 5 募投项目完成后产品的产能情况

	动态消谐补偿综合电力设备（套）	APF/TSC inside（台）	APF/TSC（台）	FC/PF（台）
募投前	75	200	60	20
募投后	300	800	300	60
增长率	300%	300%	400%	200%

数据来源：招股说明书

（2）电力电子设备设备研发中心项目：主要目标是在既有的工程技术中心的基础上，进行技术改造，加大基本建设和设备投入，提升公司的研发能力，培养和壮大技术人才队伍，加快研究成果产业化应用进程。通过不断地技术创新和升级，全面提升公司的核心竞争力。

项目预计建设期为 2 年，项目总投资规模为 5,528 万元，第一年投资 4,239 万元，第二年投资 1,289 万元。其中：项目建设投资 2,148 万元、设备投入 1,880 万元、技术服务中心建设 600 万元和样机样柜试验费 900 万元。

6. 公司风险分析

6.1. 客户集中的风险

和顺电气目前处于高速成长期，虽然业务发展速度很快，但与发展处于成熟期的大中型企业相比，业务规模相对较小。因此，受公司资金、品牌、人员等各方面因素的限制，公司将优势资源主要集中于江苏区域，由此导致客户群体也相对比较集中，客户集中度较高。2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月，公司向江苏省内客户合计的销售额占当期销售总额的比例分别为 94.83%、84.35%、84.22%和 73.26%。报告期内，公司的主要客户为地方电力公司或地方电力公司、地方政府下属的国有电力设备经营、电力工程施工或地方开发建设企业。2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月，公司向前 5 名客户合计的销售额占当期销售总额的比例分别为 55.67%、48.13%、59.33%和 68.50%。客户相对集中未来可能对公司的持续经营产生一定的负面影响，公司业务在一定程度上将受制于区域市场规模，并可能承受失去重要客户所带来的经营风险，以及可能出现的大单销售风险。

6.2. 市场竞争加剧的风险

公司所处的电力成套设备细分行业技术门槛较低，产品具有非标准化和定制化的特点，因此，行业内的从业企业较多，市场集中度偏低，竞争相对激烈。目前，该细分行业内尚未出现能够主导国内市场格局的大型企业，但在各区域市场内，已经出现了一些地区性行业领先企业，市场占有率较高，具有较强的影响力。2007 年-2010 年上半年，公司电力成套设备的毛利率分别为 29.06%、25.89%、28.10%和 29.32%，总体保持稳定，与同行业公司的毛利率水平基本一致。未来，如果有更多新的竞争对手进入该行业，行业的竞争将更加激烈，导致行业利润水平进一步下降，公司电力成套设备的毛利率面临着下滑的风险。

公司所处的另一主要业务领域——电力电子设备细分行业，基于电力电子技术的电能质量改善产品的产业化应用正呈现高速发展的态势。在该领域内，有源滤波技术和动态无功补偿技术存在较高的技术壁垒，为行业中少数企业掌握并实施产业化应用，能够生产覆盖高压、低压，同时实现有源消谐和动态无功补偿产品的企业更少，因此，产品面临的竞争较少。2007 年-2010 年上半年，公司电力电子设备产品的毛利率分别为 29.83%、30.08%、37.03%和 45.98%，呈持续上升态势。这主要得益于公司在电力电子设备领域较强的先发优势和技术优势，以及电力电子设备产品销量规模逐步提高为公司在原材料采购和生产领域所带来的规模经济效应。该领域巨大的发展潜力和旺盛的市场需求将吸引更多的竞争对手进入，未来市场竞争的加剧可能会限制公司销售规模的增长速度，影响公司的产品价格和盈利水平，从而导致电力电子设备产品的毛利率水平降低。

6.3. 原材料价格波动的风险

公司产品的主要原材料包括电力电子和电器元器件、柜体、铜排以及其他材料（电线、电缆、绝缘体和标准件等）。2009 年度，公司电力电子和电器元器件、柜体、铜排以及其他材料占公司当期采购总额的比例分别为 43.59%、19.13%、7.46%和 29.82%。公司电力电子和电器元器件在报告期内采购价格相对稳定并随着技术的进步呈现逐步下降的趋势，预计未来价格将持续走低，进一步降低公司的采购成本。而钢材和铜材的价格变动比较剧烈，但由于公司柜体和铜排的采购量占总采购额的比例较低，采购周期短，在确定销售价格时已经充分考虑原材料市场价格和未来走势，因此，钢材、铜等大宗商品价格的变动对公司毛利率和利润的影响不大。尽管如此，由于原材料价格的变动将直接影响到产品成本，在原材料价格急剧变化的情况下，仍可能导致公司利润产生一定程度的波动。

7. 盈利预测与公司估值

根据我们的模型，按照发行后股本摊薄，我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.75 元、1.11 元、1.52。我们建议按照公司 2011 年 EPS35-40 倍得出上市公司上市首日定价区间 38.85 元-44.40 元。询价建议：按照 2010 年 EPS45-50 倍的市盈率询价，询价区间 33.75 元-37.50 元。

表 6 公司近三年的盈利情况

产品	2009A	2010E	2011E	2012E
电力成套设备				
收入（万元）	6284	5760	7040	8640
成本（万元）	4518	4090	4998	6134
毛利率	28.10%	29.00%	29.00%	29.00%
收入增长率	-5.80%	-8.34%	18.40%	14.37%
销售量（套）	195	180	220	270
单价（万元/套）	32.23	32.00	32.00	32.00
单价增长率	6.27%	-0.71%	0.00%	0.00%
电力电子设备				
收入（万元）	6579	11700	16744	24567
成本（万元）	4142	6318	9315	13674
毛利率	37.03%	46.00%	44.37%	44.34%
收入增长率	133.04%	77.84%	43.11%	46.72%
动态消谐补偿综合电力设备				
收入（万元）	3907	7150	10450	15400
成本（万元）	2463	4004	5852	8624
毛利率	36.96%	44.00%	44.00%	44.00%
收入增长率	303.86%	83.01%	46.15%	42.11%
销售量（套）	72	130	190	280
单价（万元/套）	54.26	55.00	55.00	55.00
单价增长率	6.58%	1.36%	0.00%	0.00%
防窃电电能计量装置				
收入（万元）	1528	2500	3040	4050
成本（万元）	1089	1450	1763	2349
毛利率	28.75%	42.00%	42.00%	42.00%
收入增长率	-4.88%	83.01%	46.15%	42.11%
销售量（台）	171245	250000	320000	450000
单价（元/台）	89.22	100.00	95.00	90.00
单价增长率	0.61%	12.09%	-5.00%	-5.26%
APF/TSC				
收入（万元）	680	830	1245	1909
成本（万元）	312	291	722	1107
毛利率	54.07%	65.00%	42.00%	42.00%
收入增长率	216.40%	22.15%	50.00%	53.33%
销售量（台）	68	100	150	230
单价（万元/台）	9.99	8.30	8.30	8.30
单价增长率	11.67%	-16.94%	0.00%	0.00%
APF/TSC inside				
收入（万元）	304	1056	1269	1656

成本（万元）	199	475	571	745
毛利率	34.33%	55.00%	55.00%	55.00%
收入增长率		247.87%	20.17%	30.50%
销售量（台）	59	220	270	360
单价（万元/台）	5.15	4.80	4.70	4.60
单价增长率		-6.71%	-2.08%	-2.13%
PF/FC				
收入（万元）	104	84	140	252
成本（万元）	58	58	97	174
毛利率	44.36%	31.00%	31.00%	31.00%
收入增长率	197.68%	-19.00%	66.67%	80.00%
销售量（台）	15	30	50	90
单价（万元/台）	6.91	2.80	2.80	2.80
单价增长率	-20.62%	-59.50%	0.00%	0.00%
智能节电装置				
收入（万元）	57	80	400	800
成本（万元）	22	40	200	400
毛利率	62.06%	50.00%	50.00%	50.00%
收入增长率		39.37%	400.00%	100.00%
销售量（台）	21	10	50	100
单价（万元/台）	2.73	8.00	8.00	8.00
单价增长率		192.68%	0.00%	0.00%
光伏逆变器				
收入（万元）			200	500
成本（万元）			110	275
毛利率			45.00%	45.00%
收入增长率				150.00%
合计				
收入（万元）	12863	17460	23784	33207
成本（万元）	8661	10407	14313	19809
毛利率	32.67%	40.39%	39.82%	40.35%
收入增长率	35.48%	35.74%	36.22%	39.62%

数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-10-24

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	**99.3**	**131.4**	**177.6**	**240.8**	**335.1**
减: 营业成本	71.7	88.1	105.6	144.6	199.6
营业税费	0.5	1.1	1.4	1.9	2.7
销售费用	0.9	1.3	1.9	2.6	3.6
管理费用	7.9	12.1	19.5	24.1	33.5
财务费用	-0.1	-0.2	-0.1	-2.5	-2.2
资产减值损失	0.2	0.3	1.5	-1.1	0.3
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	0.0	-	-	-	-
营业利润	**18.2**	**28.7**	**47.8**	**71.2**	**97.6**
加: 营业外净收支	2.6	1.1	1.0	1.0	1.0
利润总额	**20.7**	**29.8**	**48.8**	**72.2**	**98.6**
减: 所得税	2.8	4.6	7.3	10.8	14.8
净利润	**17.9**	**25.2**	**41.4**	**61.4**	**83.8**

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	37.9	54.4	343.7	284.6	314.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	34.1	31.1	49.1	67.9	94.5
应收票据	-	0.1	0.1	0.2	0.3
预付帐款	2.3	0.9	1.9	3.4	5.4
存货	11.7	10.8	14.0	19.6	27.1
其他流动资产	0.0	-0.0	-0.0	0.0	-0.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	3.5	3.3	3.5	3.5	3.5
固定资产	5.3	4.7	11.0	102.1	144.0
在建工程	-	-	2.0	24.4	12.9
无形资产	2.4	2.4	2.2	2.1	1.9
其他非流动资产	0.4	0.4	1.4	1.4	1.5
资产总额	**97.6**	**108.0**	**429.0**	**509.2**	**605.8**
短期债务	-	3.0	3.0	20.0	30.0
应付帐款	23.3	23.8	28.9	39.6	54.7
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	4.6	9.9	12.6	16.0	20.5
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	**27.9**	**36.7**	**44.5**	**75.7**	**105.2**
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	20.0	41.2	55.2	55.2	55.2
留存收益	49.7	30.1	329.3	378.4	445.4
股东权益	**69.7**	**71.3**	**384.5**	**433.6**	**500.6**

现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	17.9	25.2	41.4	61.4	83.8
加: 折旧和摊销	0.8	0.9	0.9	6.7	9.8
资产减值准备	0.2	0.3	1.5	-1.1	0.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-	0.0	-0.1	-2.5	-2.2
投资收益	-0.0	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-5.4	10.7	-16.0	-10.8	-17.0
经营活动产生现金流量	**11.6**	**37.1**	**27.6**	**53.7**	**74.7**
投资活动产生现金流量	**1.9**	**-0.0**	**-10.0**	**-120.0**	**-40.0**
融资活动产生现金流量	**-0.2**	**-20.6**	**271.8**	**7.2**	**-4.5**

财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长性					
营业收入增长率	21.2%	32.3%	35.2%	35.6%	39.1%
营业利润增长率	4.3%	57.8%	66.4%	49.0%	37.1%
净利润增长率	19.5%	40.5%	64.4%	48.0%	36.6%
EBITDA 增长率	3.7%	55.4%	65.5%	55.5%	39.5%
EBIT 增长率	3.8%	57.7%	67.2%	44.2%	38.8%
NOPLAT 增长率	19.0%	40.3%	65.4%	43.3%	38.3%
投资资本增长率	18.1%	-41.3%	227.8%	239.0%	29.4%
净资产增长率	34.7%	2.3%	439.1%	12.8%	15.5%
利润率					
毛利率	27.8%	33.0%	40.6%	39.9%	40.4%
营业利润率	18.3%	21.8%	26.9%	29.6%	29.1%
净利润率	18.1%	19.2%	23.3%	25.5%	25.0%
EBITDA/营业收入	19.0%	22.3%	27.3%	31.3%	31.4%
EBIT/营业收入	18.2%	21.7%	26.8%	28.5%	28.5%
运营效率					
固定资产周转天数	21	14	16	85	132
流动营业资本周转天数	64	40	48	69	72
流动资产周转天数	305	251	513	586	439
应收帐款周转天数	102	84	79	86	85
存货周转天数	42	31	26	26	25
总资产周转天数	348	282	544	701	599
投资资本周转天数	95	62	72	179	228
投资回报率					
ROE	25.7%	35.3%	10.8%	14.2%	16.7%
ROA	18.4%	23.3%	9.7%	12.0%	13.8%
ROIC	74.3%	88.3%	248.7%	108.7%	44.3%
费用率					
销售费用率	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用率	7.9%	9.2%	11.0%	10.0%	10.0%
财务费用率	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-1.0%	-0.7%
三费/营业收入	8.8%	10.1%	12.0%	10.0%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	28.6%	34.0%	10.4%	14.9%	17.4%
负债权益比	40.0%	51.4%	11.6%	17.5%	21.0%
流动比率	3.08	2.65	9.18	4.97	4.20
速动比率	2.66	2.34	8.85	4.70	3.94
利息保障倍数	-131.38	-124.63	-349.06	-27.28	-42.42
分红指标					
DPS(元)	-	0.45	0.15	0.22	0.30
分红比率	0.0%	170.6%	20.0%	20.0%	20.0%
股息收益率	0.0%	1.4%	0.5%	0.7%	0.9%

业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS(元)	0.19	0.26	0.75	1.11	1.52
BVPS(元)	0.72	0.74	6.97	7.85	9.07
PE(X)	171.9	122.4	42.6	28.8	21.1
PB(X)	44.2	43.3	4.6	4.1	3.5
P/FCF	226.8	77.3	493.7	-34.1	44.8
P/S	31.1	23.5	9.9	7.3	5.3
EV/EBITDA	31.8	43.2	29.6	20.1	14.3
CAGR(%)	50.6%	49.2%	40.4%		
PEG	3.4	2.5	1.1		
ROIC/WACC	7.4	8.8	24.9	10.9	4.4
REP	2.8	8.6	1.1	0.8	1.4

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申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

凌洁	**上海联系人**	**黄方禅**	**上海联系人**
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@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
梁涛	**上海联系人**	**潘艳**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	**北京联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	**北京联系人**	**马正南**	**北京联系人**
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
律烨	**深圳联系人**	**曹加**	**深圳联系人**
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@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: 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