

英威腾 (002334.SZ)

其它电气设备行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

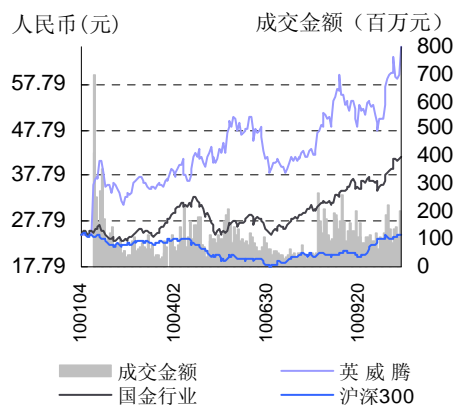
市价(人民币): 66.11元

目标(人民币): 74.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	30.40
总市值(百万元)	8,038.98
年内股价最高最低(元)	66.11/25.03
沪深300指数	3379.98
中小板指数	7363.39



相关报告

1. 《需求增长、品牌及渠道优势促成公司业绩增长》，2010.1.12

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130210010307
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚 联系人
(8621)61038287
xingzg@gjzq.com.cn

外延扩张进行式; 培育未来增长点

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.848	1.702	1.003	1.680	2.617
每股净资产(元)	2.47	4.17	16.23	18.46	21.94
每股经营性现金流(元)	1.03	1.57	0.30	0.65	1.20
市盈率(倍)	N/A	N/A	65.92	39.34	25.27
行业优化市盈率(倍)	27.67	33.74	60.00	40.00	30.00
净利润增长率(%)	25.48%	100.65%	49.29%	67.57%	55.72%
净资产收益率(%)	34.38%	40.82%	11.74%	17.30%	22.66%
总股本(百万股)	48.00	48.00	121.60	121.60	121.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **外延式扩张将提升公司未来业绩预期:** 公司利用上市后超募的 5.8 亿元资金积极进行外延式扩张。先后通过收购、合资、参股等方式将产品线延伸到矿井防爆、电梯、轨交变频等高端应用领域, 同时打造了变频、伺服和运动控制的三大研发平台, 意在提升未来在高端产品上的核心竞争力。目前公司仍有足够的资金储备, 我们认为外延式扩张还将继续。逐步丰富的产品线储备将为公司未来增长的超预期提供了想象空间;
- **善于抓住市场机会, 打造时间、空间和商业模式上的全方位的成长路径:** 时间上, 产品结构将逐步走向高端化。虽然短期内, 高压和中低压变频器产品仍是公司的主要利润来源。但防爆变频业务也将在明年逐步量产。中长期来看, 高端的电梯变频和伺服驱动器将逐步产业化。运动控制研发平台将深化公司在伺服技术上储备。而包括风电变流器, SVG 等新领域的逐步布局也形成新的盈利增长点。地域上, 公司在全球重点市场已经全面布局, 出口比例有望稳中有升; 商业模式上, 公司通过控股英威腾佳力, 积极布局未来合同能源管理服务市场;
- **具有明确的增长预期:** 未来三年, 公司低压变频器的产能将从目前的 8 万台扩产到 28 万台, 中压和高压变频器产能也将分别达到 1400 台和 500 台; 产量的复合增长率有望超过 60%。同时防爆变频, 电梯变频和伺服驱动器将在 1-2 年内逐步开始投产。我们预计公司未来三年销售收入复合增长率为 68%;

投资建议和估值

- 我们预测公司 2010-2012 的 EPS 为 1.00, 1.68 和 2.62, 复合增长率为 62%。对应估值为 66, 39 和 25 倍;
- 公司仍有近 60% 的超募资金储备, 未来继续外延扩张的概率较大。而丰富的产品线将为公司未来的业绩孕育超预期的可能性。产品线的扩张也将进一步提升公司估值水平;
- 我们认为公司的行业相对估值较低。比较行业 PEG 估值, 我们认为公司合理估值为 2011 年 44 倍估值, 对应目标价为 74 元。

内容目录

通过外延式扩张，打造富有层次感的产品线.....	3
多角度、多层次地延伸触角，打造立体式的增长路径	3
介入合同能源管理意在长远.....	5
电力电子的未来增长空间广阔	6
与汇川技术的比较	8
盈利预测	10
公司估值具有比较估值优势.....	12
附录：三张报表预测摘要	14

图表目录

图表 1：公司近期主要的扩张动作.....	3
图表 2：公司产品结构.....	3
图表 3：工业自动化控制产品层次.....	5
图表 4：公司出口比例逐步提升	5
图表 5：国家支持合同能源管理的政策支持逐步出台	6
图表 6：电力电子技术一览.....	6
图表 7：电力电子产品在智能电网中的运用.....	7
图表 8：未来 10 年电力电子市场容量测算（单位：亿元）	8
图表 9：低压变频器市场占有率%	9
图表 10：销售收入比较（单位：百万元）	9
图表 11：毛利率水平比较%	9
图表 12：总市值比较（单位：亿元）	9
图表 13：PEG 比较.....	9
图表 14：公司产能的历史和预测	10
图表 15：销售预测（1）	11
图表 16：销售预测（2）	12
图表 17：PEG 估值比较.....	13
图表 18：同行业公司估值比较	13

通过外延式扩张，打造富有层次感的产品线

- 根据首次公开发行后披露的募集资金公告，公司超募资金 5.8 亿元。而超募资金的运用成为市场关注点。
- **外延式扩张成为超募资金的主要用途：**近期公司陆续发布公告，通过收购、参股和合资等方式进行对外扩张。公司希望利用上市后资金实力的扩充，迅速铺开产品线，从而形成新的高利润增长点。公司具体的扩张动作如下：

图表1：公司近期主要的扩张动作

项目	出资万元	股权比例	主要内容
徐州英威腾	3,940	98.5%	年产600台防爆变频器建设项目
英威腾交通技术	3,100	62.0%	负责研发、生产、销售轨道交通牵引系统
无锡德仕卡勒科	3,200	70.0%	销售、生产研发电梯变频器，通过合作方式进行物联网产品、工业自动化产品、楼宇自
固高科技	3,308	15.3%	利用合作方的PC-Based通用运动控制技术拓展自动化控制一体化市场
英威腾佳力能源	4,632	77.2%	负责合同能源管理项目的投资和运营

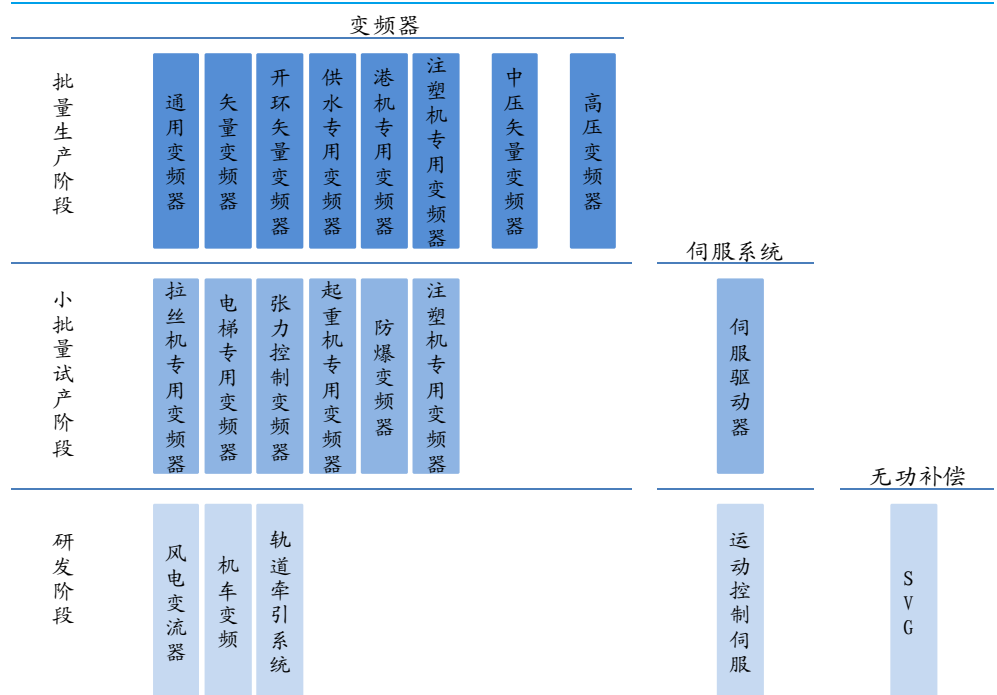
来源：国金证券研究所

- **从超募资金的使用上（目前大约使用了40%），我们认为公司的扩张尚未停止。**公司在风电变流器和 SVG 上都有所储备。我们建议继续跟踪公司扩张进程，而丰富的产品线向将对未来业绩的增长形成持续的推动力。

多角度、多层次地延伸触角，打造立体式的增长路径

- **从时间点来看，公司很好的考虑和平衡了各产品短期业绩贡献、中期持续增长和长期的核心竞争力三大问题。**

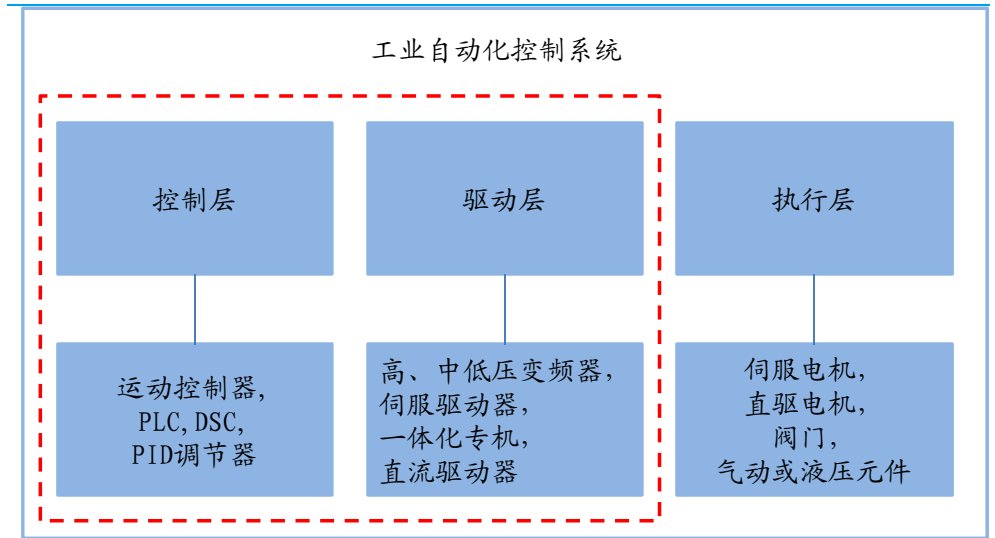
图表2：公司产品结构



来源：国金证券研究所

- **低压变频器仍然是主要业绩来源，中压、高压将稳步增长：**随着募投项目的建设，产能瓶颈将被逐步消除。公司低压变频器将进入快速增长期，同时中压和高压变频器的产量也将逐步释放。
- **近期新项目中防爆变频器将最先放量：**公司预计防爆变频器项目规划建设期为 16 个月。但是由于公司在防爆变频器已经具备了技术储备，同时之前已在神华集团宁夏宁鲁煤电公司任家庄煤矿成功应用。**我们认为公司防爆变频器项目的建设和产生业绩的进展将快于预期，明年将有望开始实现销售。**
- **电梯变频量产需要一定时间，市场开拓是关键：**电梯变频属于低压变频的高端应用领域。之前公司并不具有技术储备。虽然德仕卡勒在电梯控制系统方面的研发、设计、销售有着较为丰富的经验，与公司形成了技术互补，但是后者市场开拓仍需要一定时间，特别是对安全稳定性较高的高端产品。**我们认为 1~2 年的市场开拓期是必要的。今年有望实现小批量销售，营业收入将在 1000 万元左右。**
- **牵引系统和机车变频至少等待 3 年：**目前，我国有 33 个城市正在建设或规划建设地铁，城市轨道交通将迎来黄金十年，也将创造出一个拥有巨大潜力的市场。轨道交通牵引系统和机车变频产品将成为公司一个长期的利润增长点。但是轨道交通牵引系统无论从技术上还是从稳定性上要求都是最高的，同时具有较高的认证壁垒。一般研发时间在 1-2 年而后需要 2 年左右的时间进行挂网运行测试。因此，**我们认为即便研发和认证进度顺利轨道交通牵引系统和机车变频产品也至少在 3 年的后才能为公司贡献利润。**
- **公司参股的固高科技是运动控制系统领域的龙头，技术领先，市场占有率达到 45.7%。**公司参股的目的在于通过双方技术互补，加快研发运动控制伺服系统，进军自动化控制一体化解决方案市场。**我们认为运动控制领域的布局是对未来在高端伺服领域开拓进行技术储备。**
- **产品结构上，公司逐步布局扩张高端产品线：**目前公司主要产品比例为-高端产品占比 30%，中端占比 40%，低端占比 30%。而从目前新项目来看公司布局的均为技术难度和产业壁垒较高的高端产品。**我们认为未来产品高端化趋势将逐步显现。**
- **技术上看，公司致力于打造变频控制、伺服、运动控制三大研发平台。**通过参股固高科技，公司产品已从工业自动化控制系统的驱动层延伸至控制层。

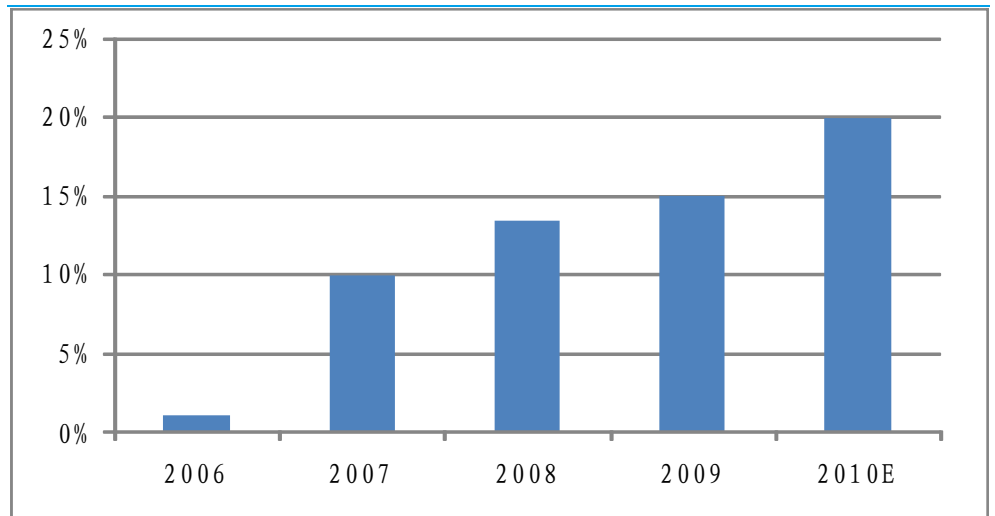
图表3: 工业自动化控制产品层次



来源: 国金证券研究所

- **地域上看**, 目前公司出口比例达到了 20%, 并已在在印度, 迪拜, 莫斯科都设有办事处。我们认为未来出口的比例将会有进一步提升的可能。而出口产品的毛利率一般高出 3-4%。我们认为这将继续对公司的盈利能力形成支撑。

图表4: 公司出口比例逐步提升



来源: 国金证券研究所

介入合同能源管理意在长远

- 11月4日, 公司发布公告, 投资设立深圳市英威腾佳力能源管理有限公司, 主要负责合同能源管理项目的投资、碳资产项目投资及咨询、节能减排监控管理平台系统集成; 低碳节能产品的研究, 技术开发、设计、销售; 低碳市场、低碳能源相关项目的策划、设计等。
- 合同能源管理是利用节能减排项目节省的费用来为项目投资买单的模式, 一般通过专业的节能服务来实现。在政策的推动下, 合同能源管理将是未来推广工业节能的典型模式。
- 公司成立节能公司的目的正是为了长线布局合同能源管理的未来服务市场。我们认为短期之内合同能源管理的大规模铺开还存在“游戏规则”不完善等问题, 所以对公司短期的直接盈利贡献较为有限。但中长期来看,

节能减排市场将逐步由单纯的设备制造向更高附加值的节能服务商业模式过渡。尽早的布局将为公司把握未来更广阔的服务市场积累经验；

图表5: 国家支持合同能源管理的政策支持逐步出台

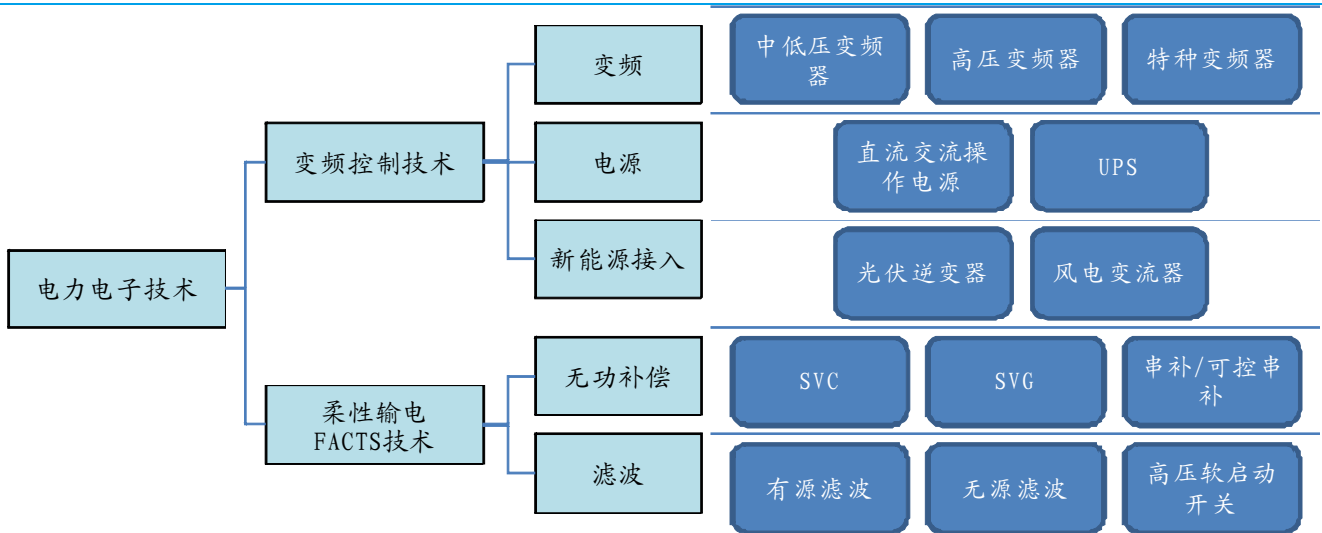
2008年4月	修订实施的《节约能源法》明确提出国家支持推广合同能源管理等节能方法
2008年8月	第531号国务院令, 公布《公共机构节能条例》, 自2008年10月1日起施行
2009年6月	发布的《中国应对气候变化国家方案》将合同能源管理作为应对气候变化、节能制度创新和机制建设的重要内容
2010年4月	国务院办公厅转发国家发改委、财政部等4部门《关于加快推进合同能源管理促进节能服务产业发展意见》为节能服务产业的发展提出的明确目标
2010年4月	工信部下发《进一步加强中小企业节能减排工作的指导意见》, 为中小企业节能减排提出目标的支持政策
2010年5月	我国合同能源领域第一项国家标准《合同能源管理技术通则》通过审查, 将极大促进合同能源管理这种节能机制的发展和规范
2010年6月	北京环境交易所5月18日宣告成立全球首个合同能源管理投融资平台, 且于6月5日正式推出并上线运行
2010年	作为合同能源管理标准化领域的第一项标准, 《合同能源管理技术规范》国家标准正在紧锣密鼓的制定中。该标准将借鉴国内相关经验, 着力解决合同能源管理实施中普遍性、原则性、基础性的问题

来源: 国金证券研究所

电力电子的未来增长空间广阔

- 从更广大的领域看, 变频技术只是电力电子技术的一块分支。而电力电子产品有着较强的技术相通性。从变频技术衍生开来, 可以逐步向智能电网控制和柔性输电领域拓展。

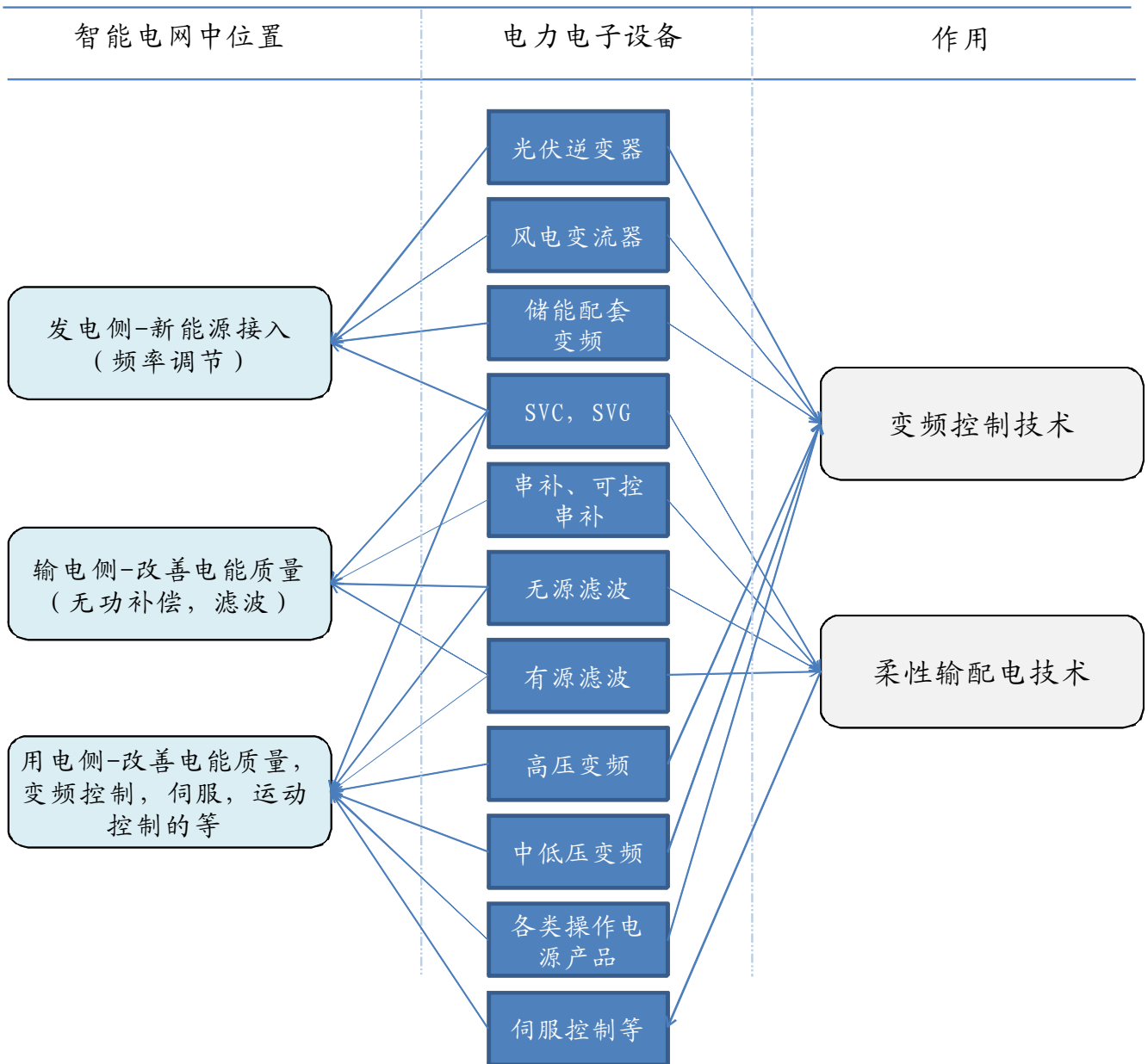
图表6: 电力电子技术一览



来源: 国金证券研究所

- 目前市场对电力电子产品运用的认识主要集中在变频器和部分柔性输配电产品。但对电力电子延伸到新能源发电、储能控制、伺服、运动控制等更广泛的方面, 市场仍然处于逐步理解和接受的过程中。
- 我们认为目前市场所认知的变频, 柔性输配电只是电力电子运用的冰山一角。随着智能电网应用的拓展, 对电力电子产品的需求将超越想象。对电力电子技术在未来智能电网中的可能用途我们总结如下表:

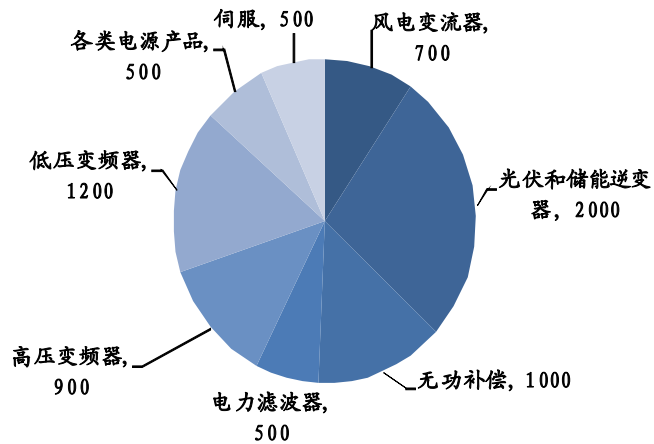
图表7: 电力电子产品在智能电网中的运用



来源: 国金证券研究所

- 在只考虑国内应用的情况下, 我们测算未来 10 年电力电子产品的总市场容量将达到 7000 亿以上。

图表8: 未来10年电力电子市场容量测算(单位: 亿元)



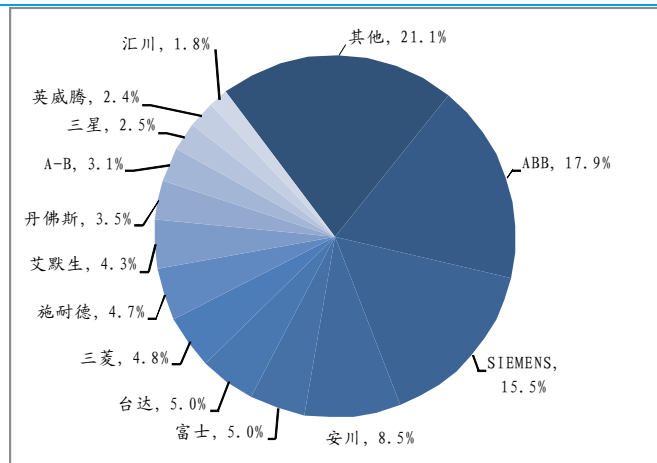
电力电子设备	未来10年市场容量(亿元)	推算逻辑
风电变流器	700	按照10年150GW风电新增装机容量, 60万/MW成本(考虑到全功率和双亏变流器的价格差异)推断
光伏和储能逆变器	2000	光伏逆变器占比设备投资10-15%, 光伏设备投资成本在1.48美元/瓦, 考虑到中国出口的量
无功补偿	1000	50MW风场投资无功补偿约300-500万。每年发电侧无功补偿市场容量约15亿元; 输电侧包括串补约20-30亿; 用电侧补偿约在55亿元
电力滤波器	500	包括有源滤波和无源滤波装置在用电和输电领域的市场
高压变频器	900	高压变频2008年市场容量约为90亿元
低压变频器	1200	低压变频2008年市场容量约为120亿元
各类电源产品	500	包括直流电源、励磁电源、UPS、充电设备等
伺服	500	包括各个细分子领域伺服控制的运用
电力电子总市场	7300	通过各细分子市场叠加得到

来源: 国金证券研究所

与汇川技术的比较

- 目前主要业务集中在在国内低压变频领域的上市公司只有英威腾和汇川技术两家。从销售规模和市场规模来看公司略高于汇川技术, 不过汇川产品更加高端化, 盈利能力更强。不过汇川市值高出公司 75%, 同时公司 PEG 也大幅低于汇川。我们认为公司还是具有相对估值优势的。
- 从市场占有率来看, 公司综合占有率略高于汇川技术。

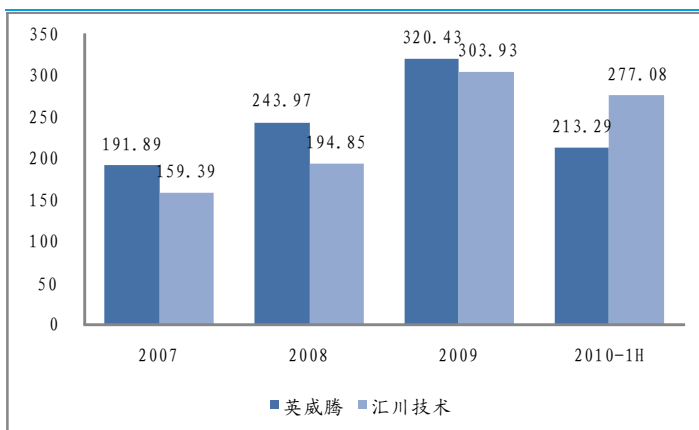
图表9: 低压变频器市场占有率%



来源: 国金证券研究所

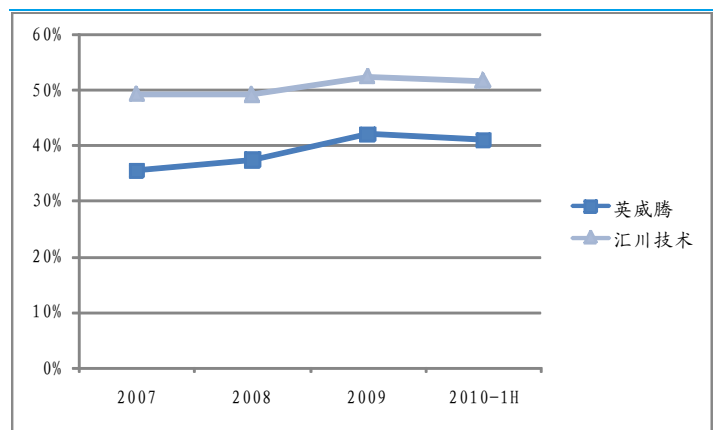
- 从产品结构上来看, 汇川技术的产品更加高端化, 而公司仍有 30-40% 比例的为低端应用。所以汇川相比公司具有较高的毛利率水平。但是公司的销售收入始终保持高于汇川技术的水平。

图表10: 销售收入比较 (单位: 百万元)



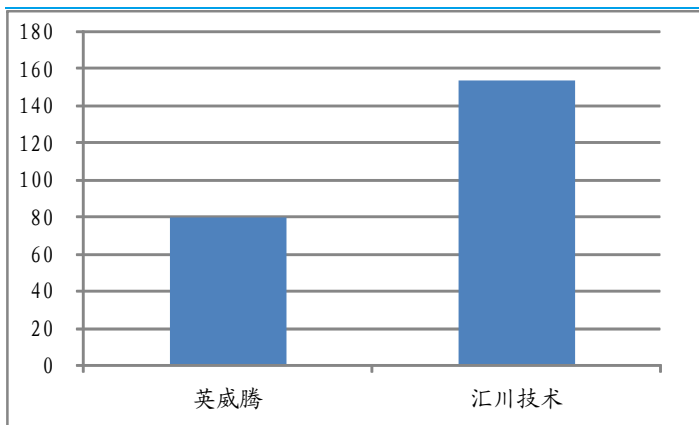
来源: 国金证券研究所

图表11: 毛利率水平比较%



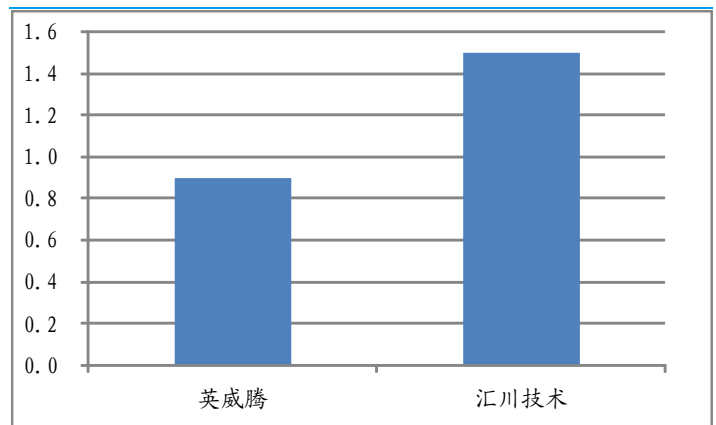
- 估值上看, 我们认为公司更具有比较优势。目前汇川技术的市值超过 140 亿, 而公司的市值仅为 80 亿。公司 PEG 水平也大幅低于汇川技术。

图表12: 总市值比较 (单位: 亿元)



来源: 国金证券研究所, 大额投资者

图表13: PEG 比较



盈利预测

- 公司 2009 年低压变频器产能为 8 万台，募投的 20 万台低压变频器项目已于 2007 年底开始先期建设，产能在 2009 年底开始逐步释放。我们预计 2010~2012 年产能分别达到 14 万台、22 万台和 28 万台。
- 公司募投的 1200 台中压变频器项目已于 2008 年底形成部分产能，2009 年公司中压变频器产能达到 500 台，预计募投项目 2011 年达产，达产后公司中压变频器的产能将达到 1400 台。
- 公司 2008 年完成了高压变频器的研制，开始小批量试生产，从 2010 年开始公司高压变频器批量生产，我们预测，到 2012 年公司高压变频器产能将达到 500 台。
- 对于新扩张的产品线，我们认为防爆变频将会在今年开始销售贡献，电梯变频和伺服系统也将开始小批量生产。而机车变频产生贡献可能要在 3-4 年以后。
- 近三年公司综合毛利率稳步提升，从 2007 年的 36.58% 上升到 2009 年的 40.02%，主要原因是贡献 85% 以上利润的低压变频器产品处于更新换代的过程，中高端新产品比例逐渐占据主导地位。我们认为，随着公司产品结构的稳定，在 IGBT、PCB 板等主要原材料价格不出现剧烈波动的情况下，公司的综合毛利率将保持在 40% 的稳定水平。

图表 14: 公司产能的历史和预测

项 目		2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
低压变频器	产能	55,000	80,000	80,000	80,000	140,000	230,000	330,000
	产量	39,542	71,592	86,596	108,000	150,000	270,000	440,000
	销量	37,204	69,220	89,047	107,860	150,000	270,000	440,000
	产能利用率	71.89%	89.49%	108.25%	135.00%	107.14%	117.39%	133.33%
	产销率	94.09%	96.69%	102.83%	99.87%	100.00%	100.00%	100.00%
中压变频器	产能	100	200	275	500	800	1,100	1,400
	产量	105	246	353	665	1,000	1,500	1,900
	销量	105	234	342	660	900	1,300	1,880
	产能利用率	105.00%	123.00%	128.36%	133.00%	125.00%	136.36%	135.71%
	产销率	100.00%	95.12%	96.88%	99.25%	90.00%	86.67%	98.95%
高压变频器	产能			20	60	100	300	500
	产量			16	60	150	300	500
	销量			15	60	145	300	500
	产能利用率					150.00%	100.00%	100.00%
	产销率					96.67%	100.00%	100.00%
防爆变频器	产能					400	600	800
	产量					400	600	800
	销量					400	600	800
	产能利用率					100.00%	100.00%	100.00%
	产销率					100.00%	100.00%	100.00%

来源：国金证券研究所

图表15: 销售预测 (1)

项 目	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
低压变频器							
平均售价 (元/台)	2,578.56	2,554.06	2,403.27	2,500.01	2,500.00	2,500.00	2,500.00
增长率 (YOY)		-0.95%	-5.90%	4.03%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (台)	37,204.00	69,220.00	89,047.00	107,860.00	150,000.00	270,000.00	440,000.00
增长率 (YOY)		86.06%	28.64%	21.13%	39.07%	80.00%	62.96%
销售收入 (万元)	9,593	17,679	21,400	26,965	37,500.0	67,500.0	110,000.0
增长率 (YOY)			21.05%	26.00%	39.07%	80.00%	62.96%
毛利率	37.11%	34.20%	36.26%	40.96%	41.00%	41.00%	41.00%
销售成本 (万元)	6,033	11,633	13,641	15,920	22,125	39,825	64,900
增长率 (YOY)		92.8%	17.3%	16.7%	39.0%	80.0%	63.0%
毛利 (万元)	3,560	6,046	7,760	11,045	15,375	27,675	45,100
增长率 (YOY)		69.8%	28.3%	42.3%	39.2%	80.0%	63.0%
占总销售额比重	90.80%	92.13%	87.72%	84.15%	70.24%	71.66%	72.63%
占主营业务利润比重	87.80%	88.55%	84.91%	82.02%	68.87%	71.34%	72.52%
中压变频器							
平均售价 (元/台)	92,620.00	64,512.82	62,415.02	51,021.06	45,000.00	45,000.00	45,000.00
增长率 (YOY)		-30.35%	-3.25%	-18.26%	-11.80%	0.00%	0.00%
销售数量 (台)	105.00	234.00	342.00	660.00	900.00	1,300.00	1,880.00
增长率 (YOY)		122.86%	46.15%	92.98%	36.36%	44.44%	108.89%
销售收入 (万元)	973	1,510	2,135	3,367	4,050.0	5,850.0	8,460.0
增长率 (YOY)			41.40%	57.75%	20.27%	44.44%	44.62%
毛利率	50.85%	51.81%	53.25%	58.06%	50.00%	45.00%	45.00%
销售成本 (万元)	478	727	998	1,412	2,025	3,218	4,653
增长率 (YOY)		52.2%	37.2%	41.5%		58.89%	44.62%
毛利 (万元)	495	782	1,137	1,955	2,025	2,633	3,807
增长率 (YOY)		58.16%	45.33%	72.00%		30.00%	44.62%
占总销售额比重		7.87%	8.75%	10.51%	7.59%	6.21%	5.59%
占主营业务利润比重		11.45%	12.44%	14.52%	9.07%	6.79%	6.12%
高压变频器							
平均售价 (元/台)			574,806.67	285,008.96	280,000.00	280,000.00	280,000.00
销售数量 (台)			15.00	60.00	145.00	300.00	500.00
增长率 (YOY)				300.00%	141.67%	106.90%	66.67%
销售收入 (万元)			862	1,710	4,060.0	8,400.0	14,000.0
增长率 (YOY)					137.42%	106.90%	66.67%
毛利率			28.1%	27.2%	27.00%	27.00%	27.00%
销售成本 (万元)			620	1,244	2,964	6,132	10,220
增长率 (YOY)				100.6%	138.2%	106.9%	66.7%
毛利 (万元)			242	466	1,096	2,268	3,780
增长率 (YOY)				92.47%	135.41%	106.90%	66.67%
占总销售额比重		0.00%	3.53%	5.34%	7.60%	8.92%	9.24%
占主营业务利润比重		0.00%	2.65%	3.46%	4.91%	5.85%	6.08%

来源: 国金证券研究所

图表16: 销售预测 (2)

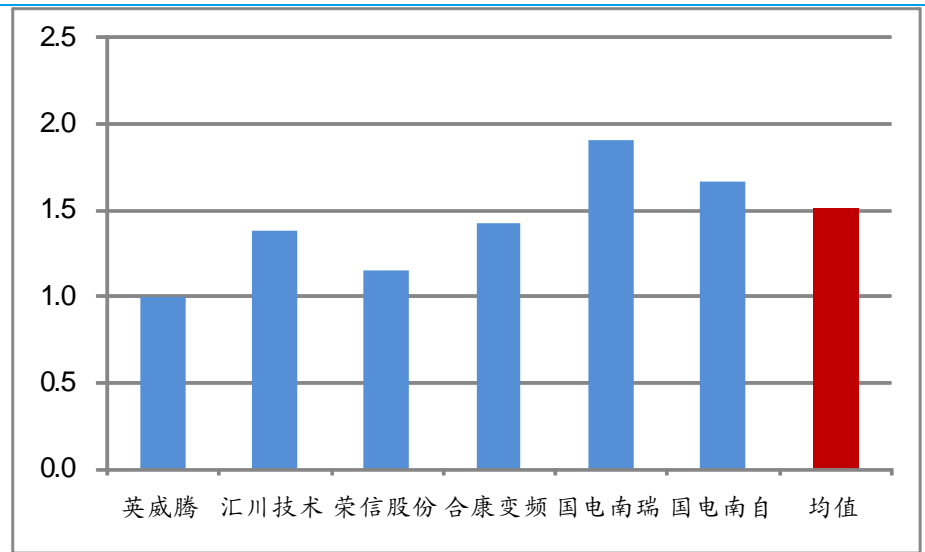
项 目	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
伺服驱动器							
销售收入 (万元)					1,200.0	2,500.0	5,000.0
增长率 (YOY)						108.33%	100.00%
毛利率					45.00%	50.00%	50.00%
销售成本 (百万元)					660	1,250	2,500
增长率 (YOY)					102.69%	89.39%	100.00%
毛利 (百万元)					540	1,250	2,500
增长率 (YOY)					135.02%	131.48%	100.00%
占总销售额比重					2.25%	2.65%	3.30%
占主营业务利润比重					2.42%	3.22%	4.02%
防爆变频器							
平均售价 (元/台)					140,000.00	140,000.00	140,000.00
销售数量 (台)					400.00	600.00	800.00
增长率 (YOY)						50.00%	33.33%
销售收入 (万元)					5,600.0	8,400.0	11,200.0
增长率 (YOY)					30.00%	30.00%	20.00%
毛利率					50.00%	50.00%	50.00%
销售成本 (万元)					2,800	4,200	5,600
增长率 (YOY)						50.00%	33.33%
毛利 (万元)					2,800	4,200	5,600
增长率 (YOY)						50.00%	33.33%
占总销售额比重					10.49%	8.92%	7.39%
占主营业务利润比重					12.54%	10.83%	9.01%
电梯变频							
平均售价 (元/台)					140,000.00	140,000.00	140,000.00
销售数量 (台)					70.0	110.0	200.0
增长率 (YOY)						57.14%	81.82%
销售收入 (万元)					980.0	1,540.0	2,800.0
增长率 (YOY)						57.14%	81.82%
毛利率					50.00%	50.00%	50.00%
销售成本 (万元)					490	770	1,400
增长率 (YOY)						57.14%	81.82%
毛利 (万元)					490	770	1,400
增长率 (YOY)						57.14%	81.82%
占总销售额比重					1.84%	1.63%	1.85%
占主营业务利润比重					2.19%	1.98%	2.25%

来源: 国金证券研究所

公司估值具有比较估值优势

- 我们预测公司 2010-2012 的 EPS 为 1.00, 1.68 和 2.62, 复合增长率为 62%, 对应估值为 66, 39 和 25 倍。公司所处的行业为电力低压变频行业, 从估值比较来看公司处于相对被低估的位置。同时公司积极拓展产品线, 未来业绩孕育超预期的可能性。而外延式的扩张也将不断提升公司的估值水平。
- 目前公司的 PEG 估值为 1.0 的水平, 而行业领先企业 PEG 估值最低也在 1.2。考虑到公司正在逐步向高端化扩张。我们认为 PEG 1.2 的水平符合公司目前的行业地位, 对应 2011 年估值为 44 倍, 我们建议目标价格为 74 元。

图表17: PEG 估值比较



来源: 国金证券研究所

图表18: 同行业公司估值比较

代码	公司名称	现价	总股本(亿)	市值(亿)	EPS			PE		
					2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
002334	英威腾	66.11	1.22	80	1.00	1.68	2.62	66	39	25
300124	汇川技术	142.30	1.08	154	1.87	2.90	4.19	76	49	34
002123	荣信股份	40.98	3.36	138	0.80	1.15	1.63	51	36	25
300040	九洲电气	20.72	1.39	29	0.46	0.63	0.87	45	33	24
300048	合康变频	46.88	1.20	56	0.82	1.15	1.57	57	41	30
002169	智光电气	20.70	1.78	37	0.34	0.55	0.84	61	38	25
600406	国电南瑞	61.04	5.25	321	0.72	1.04	1.54	85	59	40
600268	国电南自	25.07	2.84	71	0.41	0.56	0.87	61	45	29
000400	许继电气	33.85	3.78	128	0.43	0.74	0.92	79	46	37
002121	科陆电子	27.84	2.40	67	0.56	0.83	1.11	50	34	25
002184	海得控制	14.12	2.20	31	0.27	0.43	0.72	52	33	20
300141	和顺电气	31.68	0.55	17	0.70	1.01	1.31	45	31	24
均值								60.7	40.2	28.1
中位数								59.0	38.4	25.2

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	192	245	321	534	942	1,515	货币资金	26	51	121	846	788	870
增长率		27.5%	31.1%	66.2%	76.4%	60.8%	应收款项	36	48	56	111	221	375
主营业务成本	-124	-153	-186	-311	-554	-893	存货	30	23	30	102	182	294
%销售收入	64.3%	62.4%	57.8%	58.2%	58.8%	58.9%	其他流动资产	1	1	7	18	30	47
毛利	69	92	135	223	388	622	流动资产	94	123	213	1,077	1,221	1,586
%销售收入	35.7%	37.6%	42.2%	41.8%	41.2%	41.1%	%总资产	68.0%	67.2%	77.4%	88.6%	82.8%	85.1%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-2	-3	-5	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	43	58	61	136	253	276
营业费用	-19	-24	-32	-51	-89	-144	%总资产	31.6%	32.0%	22.0%	11.2%	17.1%	14.8%
%销售收入	9.9%	9.9%	10.0%	9.5%	9.5%	9.5%	无形资产	1	1	1	1	1	1
管理费用	-14	-20	-34	-53	-94	-151	非流动资产	44	60	62	138	255	278
%销售收入	7.3%	8.1%	10.5%	10.0%	10.0%	10.0%	%总资产	32.0%	32.8%	22.6%	11.4%	17.2%	14.9%
息税前利润 (EBIT)	35	47	68	118	201	322	资产总计	138	183	276	1,215	1,476	1,864
%销售收入	18.2%	19.4%	21.2%	22.0%	21.4%	21.3%	短期借款	0	14	10	10	10	10
财务费用	0	-1	0	9	16	17	应付款项	29	38	39	97	172	277
%销售收入	0.1%	0.4%	0.0%	-1.8%	-1.7%	-1.1%	其他流动负债	9	13	16	59	101	160
资产减值损失	0	-2	-2	-4	-4	-6	流动负债	37	64	65	166	284	448
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	23	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	11	11	11	11
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	60	64	76	177	294	459
营业利润	35	45	66	123	214	333	普通股股东权益	78	118	200	1,038	1,181	1,404
营业利润率	18.0%	18.2%	20.5%	23.1%	22.7%	22.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	2	25	17	21	33	负债股东权益合计	138	183	276	1,215	1,476	1,864
税前利润	35	47	91	140	235	366	比率分析						
利润率	18.2%	19.0%	28.2%	26.3%	24.9%	24.1%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-3	-6	-9	-18	-31	-48	每股指标						
所得税率	7.3%	12.7%	10.0%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益		0.848	1.702	1.003	1.680	2.617
净利润	32	41	82	122	204	318	每股净资产	1.619	2.467	4.169	16.225	18.460	21.940
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.584	1.026	1.565	0.300	0.654	1.201
归属于母公司的净利润	32	41	82	122	204	318	每股股利	0.000	0.000	0.600	0.301	0.504	0.785
净利率	16.9%	16.6%	25.4%	22.8%	21.7%	21.0%	回报率						
							净资产收益率	42%	34%	41%	12%	17%	23%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	24%	22%	30%	10%	14%	17%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	投入资本收益率	32%	31%	29%	10%	15%	20%
净利润	32	41	82	122	204	318	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	82%	27%	31%	66%	76%	61%
非现金支出	1	5	7	8	9	19	EBIT增长率	72%	36%	44%	73%	71%	60%
非经营收益	0	1	1	-16	-21	-32	净利润增长率	67%	25%	101%	49%	68%	56%
营运资金变动	-6	3	-14	-77	-113	-159	总资产增长率	101%	33%	51%	340%	21%	26%
经营活动现金净流	28	49	75	36	80	146	资产管理能力						
资本开支	-41	-14	-11	-63	-100	-3	应收账款周转天数	44	51	45	50	60	65
投资	0	0	0	-1	0	0	存货周转天数	99	64	52	120	120	120
其他	0	0	11	0	0	0	应付账款周转天数	55	66	66	90	90	90
投资活动现金净流	-41	-14	0	-64	-100	-3	固定资产周转天数	83	83	68	38	26	66
股权募资	14	0	0	753	0	0	偿债能力						
债权募资	23	-9	-4	0	0	1	净负债/股东权益	-4%	-31%	-56%	-80%	-66%	-61%
其他	-5	-1	-1	-1	-37	-62	EBIT利息保障倍数	149.7	43.9	43,855.3	-12.4	-12.3	-19.4
筹资活动现金净流	32	-10	-5	752	-37	-61	资产负债率	44%	35%	27%	15%	20%	25%
现金净流量	18	25	70	725	-57	82							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	4	5	6	6
买入	2	7	10	12	13
持有	0	1	1	2	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.73	1.74	1.76	1.78

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-01-12	减持	25.03	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室