

低压电力载波通信行业的领先企业

报告关键点:

- 📖 低压电力线载波通信行业的领先企业,载波通信芯片销量排名全国前列。
- 📖 预测公司2010-2012年EPS分别为0.95元、1.35元、1.85元。上市首日定价区间37.8-40.5元。询价区间为31.05-33.75元。

报告摘要:

- **公司业务:** 公司主要从事于低压电力线载波通信产品的研发、生产、销售和服务为主营业务,专注于为国家智能电网建设提供用电信息采集系统整体解决方案,并致力于低压电力线载波通信技术应用领域的拓展。公司的载波通信芯片销量排名全国前列。
- **行业分析:** 智能电网建设将带动低压电力线载波通信产品需求增长;国网公司经营区域内用户用电信息采集系统的覆盖率不足5%,低压电力线载波通信产品未来市场空间广阔;国网智能电表开始大规模招标,载波通信芯片需求量增长迅速。
- **公司竞争优势:** 公司具有技术优势,在低压电力线载波通信技术在通信能力、稳定性、可靠性和抗干扰能力方面均达到国内领先水平。公司现有研发团队在电力线载波通信领域研发时间超过10年,对该业务领域理解较为深刻。公司自1996年就开始从事低压电力线载波通信产品研究,是国内最早进入该领域的公司之一,大量的客户基础为公司积累了丰富的产品应用经验。
- **募集项目资金分析:** 本次拟公开发行2,500万人民币普通股A股,预计募集资金18,735.03万元,资金投向低压电力线通信网络系统技改项目和营销网络建设项目。其中低压电力线通信网络系统技改项目将实现现有主导产品低压电力线载波通信系统相关产品的升级,实现公司研发实力的全面提升,进一步巩固公司在低压电力线载波通信行业的龙头地位。营销网络建设项目将扩大公司的营销网络,壮大营销队伍。
- **盈利预测与公司估值:** 我们预测公司2010-2012年EPS分别为0.95元、1.35元、1.85元,建议给予公司2011年EPS28-30倍的市盈率,得出公司上市首日定价区间37.8-40.5元。
- **询价建议:** 按公司2011EPS23-25倍进行询价,询价区间为31.05-33.75元。
- **风险提示:** 我们认为公司主要的风险来自于行业依赖、市场竞争加剧及主要产品平均单价下降、抗风险能力较弱等风险。

建议询价区间:

31.05 - 33.75 元

上市首日定价区间:

37.80 - 40.50 元

报告日期: 2011-01-28

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	中信证券股份有限公司
发行日期	2011-02-10
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

崔健	31.68%
胡亚军	20.16%
王锐	20.16%
苏州凯风进取创业投资有限公司	7.00%
肖舟	7.00%
陈一青	6.00%
金石投资有限公司	4.00%
青岛大烨科技投资有限公司	3.00%
青岛拥湾高新创业投资有限责任	1.00%
公司	
崔健	31.68%

黄守宏
010-66581627
执业证书编号

首席行业分析师
huangsh@essence.com.cn
S1450210030003

报告联系人

汲亚飞

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	128.8	147.4	205.9	289.9	409.6
Growth(%)	104.1%	14.4%	39.7%	40.8%	41.3%
净利润	57.6	70.1	95.0	135.1	185.2
Growth(%)	119.4%	21.6%	35.5%	42.3%	37.1%
毛利率(%)	65.8%	64.0%	64.2%	63.7%	64.1%
净利润率(%)	44.8%	47.6%	46.1%	46.6%	45.2%
每股收益(元)	0.58	0.70	0.95	1.35	1.85
每股净资产(元)	0.85	1.24	12.65	14.09	16.07
净资产收益率(%)	68.1%	56.6%	10.0%	12.8%	15.4%
ROIC(%)	183.8%	150.9%	222.7%	142.0%	117.0%

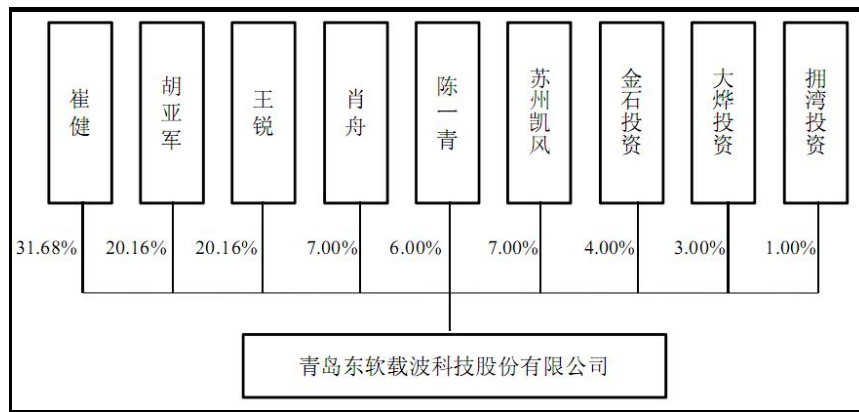
1. 低压电力载波通信行业的领先企业

青岛东软载波科技股份有限公司是一家以低压电力线载波通信产品的研发、生产、销售和服务为主营业务，专注于为国家智能电网建设提供用电信息采集系统整体解决方案，并致力于低压电力线载波通信技术应用领域的拓展。公司的载波通信芯片销量排名全国前列。

1.1. 股权结构概况

东软载波于2010年3月由东软有限整体变更设立的股份有限公司，总股本为7,500万股。公司实际控制人为崔健先生、胡亚军先生和王锐先生三人，分别占发行前公司股份的31.68%、20.16%、20.16%。

图1 公司的股权结构



数据来源：招股说明书

本次发行前总股本为7,500万股，本次发行股份2,500万股，本次发行股份占公司发行后总股本的比例为25.00%。

表1 青岛东软载波发行前后股权变化

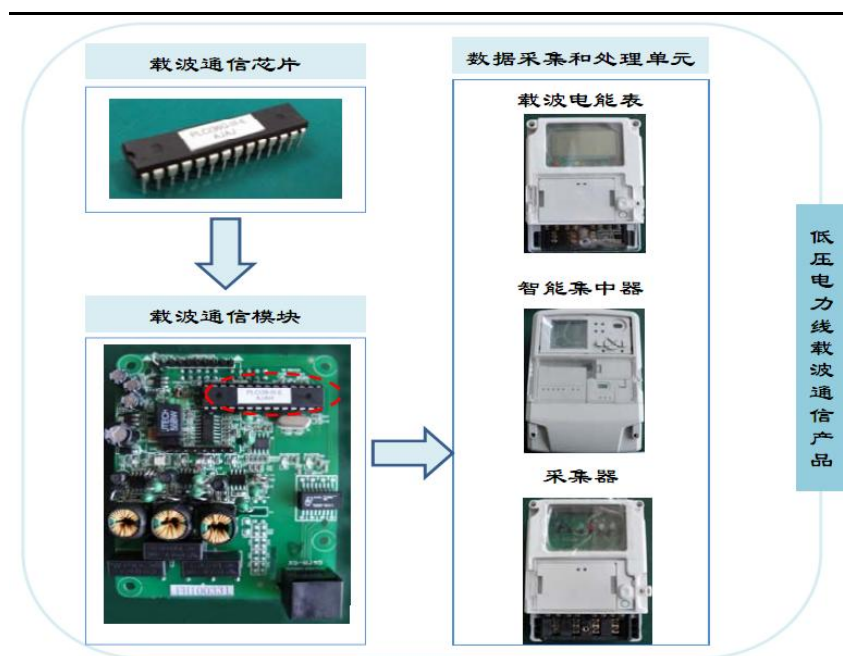
股份类型 (股东名称)	发行前		发行后	
	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
崔健	2,376.00	31.68	2,376.00	23.76
胡亚军	1,512.00	20.16	1,512.00	15.12
王锐	1,512.00	20.16	1,512.00	15.12
肖舟	525.00	7.00	525.00	5.25
苏州凯风	525.00	7.00	525.00	5.25
陈一青	450.00	6.00	450.00	4.50
金石投资	300.00	4.00	300.00	3.00
大烨投资	225.00	3.00	225.00	2.25
拥湾投资	75.00	1.00	75.00	0.75
本次发行流通股股东	-	-	25.00	25.00
合计	7,500.00	100.00	100.00	100.00

数据来源：招股说明书

1.2. 公司业务简介

公司主要产品为载波通信芯片、智能集中器等低压电力线载波通信产品。其中核心产品载波通信芯片集成于载波电能表、采集器、集中器中，用于自动抄读电能量数据，是电网公司用电信息采集系统的核心部件，而用电信息采集系统是智能电网建设的重要组成部分。

图 2 公司主要产品图



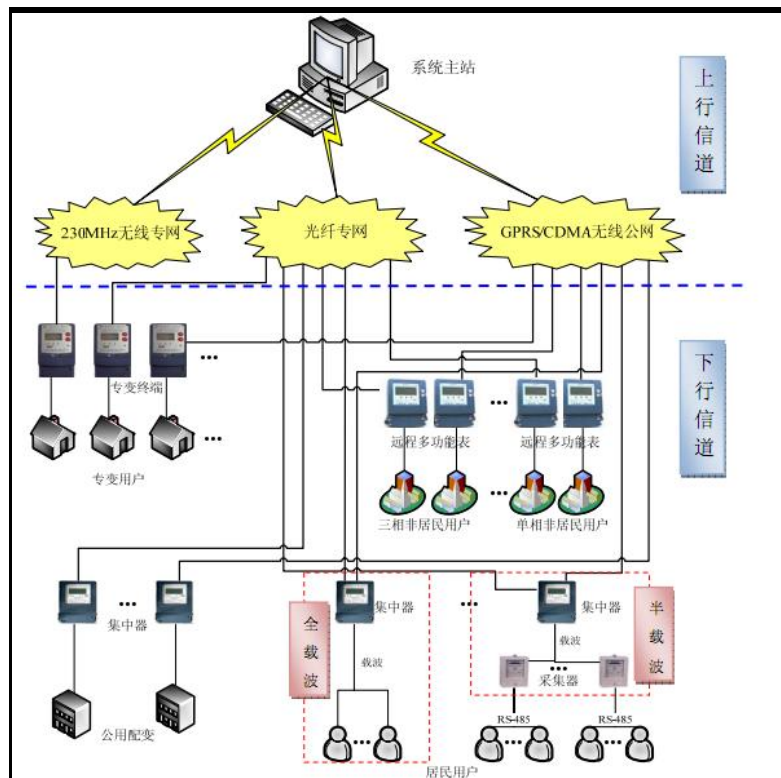
数据来源：招股说明书

电力线载波通信技术：是指以电力线为信息传输媒介，信号经过载波调制技术，实现在电网各个节点之间进行数据传输的一种通信技术。该技术的最大优势是依托电力线网络，不需要重新布线，具有施工、运行成本低等特点。

低压电力线载波通信产品主要应用于用电信息采集系统中：低压电力线载波通信产品包括嵌有载波通信芯片的载波电能表、采集器和集中器，主要应用于用电信息采集系统中。该系统通过低压电力线把嵌有电力线载波通信芯片的载波电能表或采集器的电能量数据传输至集中器，再通过 GPRS/CDMA 无线公网、230MHz 无线专网、光纤专网等远程网络，传输至电网公司的专用计算机网络，且这一传输过程是可逆的，从而实现电网公司与电力用户之间的信息交互。

用电信息采集系统的功能：用电信息采集系统实现计量、抄表、结算自动化，消除人工抄表的弊端；有利于电网公司提前预测电力需求情况从而及时调节电力供需平衡；实现计量装置实时在线监测，改变电网公司原有运行管理模式；提高电网公司反窃电方面的管理水平；便于电网公司加强线损日常管理，杜绝跑、冒、滴、漏电；便于全面推行阶梯电价需求，实现节能减排。

图3 用电信息采集系统示意图



数据来源：招股说明书

1.3. 公司财务状况分析

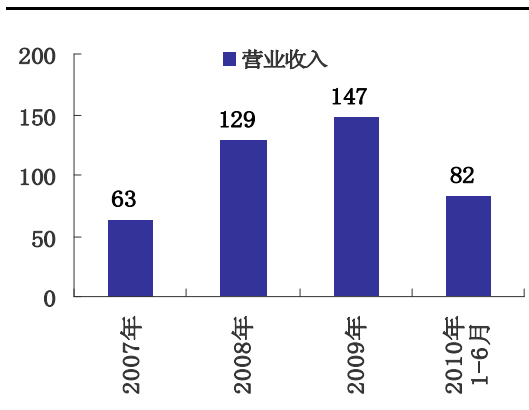
东软载波 2008 年、2009 年营业收入分别较上年增长 104.05%、14.45%，净利润分别较上年增长 119.40%、21.64%。2007 年、2008 年、2009 年的综合毛利率为 48.50%、65.79%和 63.98%，高毛利率体现了公司很强的盈利能力。

表 2 公司近三年的盈利情况

	2009 年	2008 年	2007 年
营业收入(百万元)	147.41	128.80	63.12
净利润(百万元)	70.12	57.64	26.27
净资产收益率(%)	62.49	94.62	14.92
综合毛利率(%)	63.98	65.79	48.50
期间费用率(%)	15.80	11.69	12.51
净利润率(%)	47.57	44.75	41.62

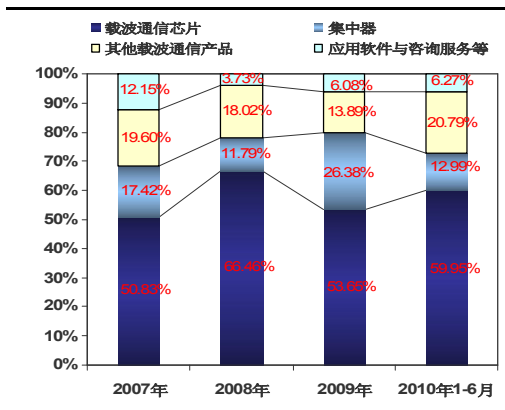
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 4 公司近三年一期的营业收入变化情况



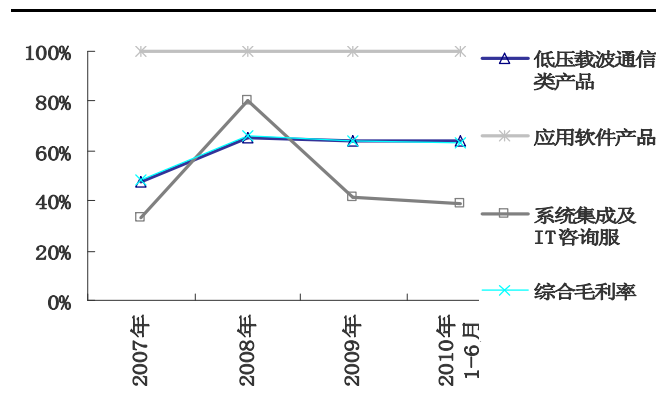
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 5 公司营业收入占比变化情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 6 公司近三年一期的主营业务毛利率变化



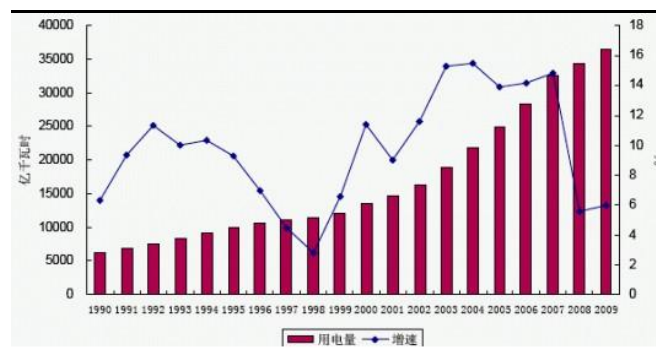
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

2. 行业概况与公司竞争地位分析

2.1. 智能电网建设是行业的主要推动力

智能电网建设带动低压电力线载波通信产品需求增长。电力是我国能源发展战略布局的重要组成部分。在积极财政政策和宽松货币政策拉动下，我国经济驶入快速增长轨道，全社会用电需求因此保持持续高速增长态势。2009年，全社会用电量达到 36,430 亿千瓦时，2001-2009 年年均复合增长率为 12.17%，高于同期国内 GDP 增速。

图 7 1990 至 2009 年中国用电总量与增速



数据来源：招股说明书，智能电网知识读本

目前,我国智能电网的发展处于起步阶段,其中用电信息采集系统工程目前正处于建设阶段,其中国网公司用电信息采集系统系列标准 Q/GDW 37X 已于 2009 年 12 月正式发布。2010 年上半年国网公司开展了两次智能电表招投标工作。国网公司提出 2014 年之前实现对各类采集点用电信息集中采集和实时监控,达到对所有电力用户信息采集的“全覆盖”要求,南网公司也在加大用电信息采集系统建设。

根据国网公司《用电信息采集系统研究报告——投资及收益研究分析》,国网公司计划投资近 800 亿元用于旗下 27 个省网公司建立用电信息采集系统。随着智能电网建设的推进,对低压电力线载波通信产品的需求将会大幅度增加。

2.2. 低压电力线载波通信产品未来市场空间广阔

由于电网公司拥有电力线网络这一得天独厚的条件,因此,电力线载波通信将成为用电信息采集系统最重要信息采集方式。国网公司计划在 2014 年以前实现对各类采集点用电信息集中采集和实时监控,达到对所有电力用户信息采集的“全覆盖、全采集、全费控”。截至 2008 年 9 月底,国网公司经营区域内共有电力用户 17,353.07 万户,用户用电信息采集系统的覆盖率不足 5%。

表 3 用户用电信息采集覆盖情况

分类	用户						公用配变
	合计	100kVA 及以上专变	100kVA 以下专变	三相一般工商业	单相一般工商业	居民户表	
总数	17,353.07	89.03	66.92	1,472.54	181.90	1,5542.67	142.12
覆盖数	774.25	47.35	7.04	179.15	7.61	533.11	8.24
覆盖率	4.46	53.18	10.52	12.17	5.35	3.43	5.80

数据来源:招股说明书

2.3. 智能电表开始大规模招标

2009 年,国家智能电网发展计划推出之后,国网公司发布企业标准统一了电表型号、样式后,新款电能表才被称为智能电表。电网公司智能电表采购从 2010 年起刚刚开始。截至目前,国网公司共招标智能电表两次,招标民用智能电表 2,600 多万只,其中载波表 1,191.12 万只。

目前,电网公司并没有准确公告未来三年在采购智能电能表/载波通信芯片上的投资计划及金额,结合国网公司用电信息采集系统发展规划及公司市场人员对市场信息的搜集,只考虑国网公司存量更替,不考虑国网公司智能电表增量需求和南网公司智能电表需求,国网公司 2010 年智能电能表需求量约 2,500-3,000 万台,2011 年智能电能表需求量约 3,500-4,000 万台,2012 年智能电能表需求量约 4,000-5,000 万台。

2.4. 低压电力线载波通信产品市场容量论证

全国范围内电能表约有 2.7 亿只,随着智能电网建设的推进,假设 2.7 亿只电能表分 5 年更换,加上新增电能表,保守估计,5 年内,智能电表年需求量可达 7,400 万只左右。目前,用电信息采集系统采用全载波模式与半载波模式组网的系统各占一半,即电能表一半为载波表,另一半为普通电表;全载波模式下每 100 只载波表配一只集中器;半载波模式下,每 10 只普通电表配一只采集器,每 15 只采集器配一只集中器。低压电力线载波通信产品(包括载波通信芯片、采集器、集中器、载波表)年市场规

模为 101.75 亿元。国网公司计划 3-5 年内投资近 800 亿元用于旗下 27 个网省公司建立用电信息采集系统，如 5 年投完，每年投资规模在百亿元以上。

表 4 低压电力线载波通信产品年市场容量

	载波表	采集器	集中器	芯片
需求量(万只)	3,700.00	370.00	61.67	4,131.67
单价(元)	200.00	400.00	2,100.00	17.00
容量(亿元)	74.00	14.80	12.95	7.02

数据来源：招股说明书

2.5. 低压电力线载波通信产品拓宽至其他应用领域

低压电力线载波通信产品除可在用电信息采集系统建设中应用，其应用领域还包括家庭显示单元（即初级智能交互终端）、智能家居、智能水表、智能气表等。国网公司认为中国坚强智能电网的基本特征是在技术上要实现信息化、自动化、互动化，其中互动化即通过信息的实时沟通及分析，使整个系统可以良性互动与高效协调。因此，家庭显示单元（即初级智能交互终端）很可能在未来成为每个电力用户标准化配置产品，如低压电力线载波通信产品在上述领域成功推广，届时载波通信芯片、采集器、集中器的市场容量将大幅增长。

3. 公司的竞争优势

3.1. 技术优势

与国内外的同类企业相比，公司设计的低压电力线载波通信系统以系统工程观点针对产品实际运行中存在的问题提供了更为完善和全面的系统解决方案。在低压电力线载波通信领域，公司形成了支撑电力线载波通信系统的三大重点核心技术——电力线通信网络与数据交换技术、电力线高精度同步和速率自适应扩频通信技术和芯片集成技术。其中电力线通信网络与数据交换技术是公司在电力线载波通信领域的核心技术体系；电力线高精度同步和速率自适应扩频通信技术，是公司在电力线载波通信领域的核心技术支撑点；应用芯片集成技术，以公司为主导研发的 SSC16xx 系列电力线载波通信芯片是公司在电力线载波通信领域的核心竞争产品。

国网公司下属公司曾于 2009 年对载波通信行业内包括东软载波在内的四家主要企业载波通信性能进行了对比测试，公司产品在实验室载波通信稳定性测试、载波抄表准确率测试、表号自动上报功能测试等项目上排名前列。低压电力线载波通信产品主要应用于抄读电能表数据，一旦出现故障，将对下游客户包括电能表生产商和电网公司的信誉造成重大影响，产品运行的稳定性和可靠性至关重要。因此，公司的低压电力线载波通信技术在通信能力、稳定性、可靠性和抗干扰能力方面均达到国内领先水平。

3.2. 研发优势

公司现有研发团队在电力线载波通信领域研发时间超过 10 年，对该业务领域理解较为深刻。公司非常重视研发体系建设，2004 年即成立了企业技术中心，目前该中心由系统研发中心，载波通信研发中心、软件部、系统集成部四个部门组成，共有研究开发人员 119 名，约占公司员工总数的 80%。

2003 年，公司低压电力线载波抄表系统被国家信息产业部认定为“国家重点新产品”；

2004 年公司被青岛市科学技术局评为“高新技术企业”；2005 年，公司成为“低压电力线载波抄表系统”、“社区能源计量抄收系统”的国家标准起草单位之一，公司所生产的低压电力线载波通信 SSC16xx 系列芯片取得中国电力设备管理协会推荐品牌证书；2005 年以来，公司连续 4 年被评为“山东省优秀软件企业”和“青岛市优秀软件企业”；2006 年，公司低压电力线载波抄表系统被列为“国家火炬计划项目”，公司通过青岛市科学技术局“高新技术企业”复评；2008 年公司被青岛市科学技术局、青岛市财政局、山东省青岛市国家税务局、青岛市地方税务局联合认定为“高新技术企业”；2009 年，公司荣获“青岛市最具成长性中小企业”称号。公司拥有软件著作权 30 项，软件产品证书 43 项，申报中的专利共 6 项，均为发明专利。此外，本次募投资金投资项目之一的低压电力线通信网络系统技改项目，在新产品研发方面代表了本行业的技术发展方向。

公司完善的研究体系和代表行业发展方向的新产品、新技术研发课题，使得公司在未来一定时期内仍能保持研发优势。

3.3. 经验及客户优势

公司自 1996 年就开始从事低压电力线载波通信产品研究，是国内最早进入该领域的公司之一。公司及时抓住了国内市场起步阶段契机，及早进行了技术积累和市场开发，为行业内产品实际应用区域最广的公司。目前公司的用电信息采集系统已经在全国 20 多个省市得到成功应用和推广。低压电力线载波通信行业丰富的产品应用经验、稳定可靠的产品品质和广泛的客户基础，是企业确立并保持行业领先地位的重要保证。

大量的客户基础为公司积累了丰富的产品应用经验，并使公司技术人员从不断的测试和应用中积累经验，从而不断优化产品设计和提高产品质量。良好的销售业绩和运行纪录也降低了公司新客户开发和新产品市场开拓的难度。

4. 募集资金项目分析

本次拟公开发行人 2,500 万人民币普通股 A 股，预计募集资金 18,735.03 万元，投资于低压电力线通信网络系统技改项目和营销网络建设项目。

表 5 公司募投项目的资金安排

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟用募集资金投入金额 (万元)	各年投资计划(万元)		
				第一年	第二年	第三年
1	低压电力线通信网络系统技改项目	16,585.03	16,585.03	1,029.51	11,230.88	4,324.65
2	营销网络建设项目	2,150.00	2,150.00	2,150.00	-	-

数据来源：招股说明书

低压电力线通信网络系统技改项目：本项目拟对公司低压电力线载波通信产品进行技术升级，包括基于窄带 FSK/PSK 的低压电力线载波抄表系统（含公司第 4 代低压电力线载波通信芯片研发）和基于窄带 OFDM 的高级量测体系电力线通信网络平台（含公司第 5 代低压电力线载波通信芯片研发）两个子项目。低压电力线通信网络系统技改项目围绕着公司主营业务展开，项目建成后，将实现现有主导产品低压电力线载波通信系统相关产品的升级，实现公司研发实力的全面提升，进一步巩固公司在低压电力线载波通信行业的龙头地位。

营销网络建设项目：公司目前的营销网络还不够完善，覆盖全国的营销网络尚未形成，营销队伍人数略显不足。公司拟投资 2,150 万元，其中在北京分公司设立中国北方营销部，拟投入 1,600 万元，用于国网公司所辖区域的市场开发；在广州设立办事处成立中国南方营销部，拟投入 550 万元，用于中国南方电网公司所辖区域的市场开发。通过本项目的实施，公司营销网络能够更及时与下游客户进行信息沟通，加快对市场信息反应的速度，把握市场机会；公司将大量吸收有经验、有资源、有能力的专业人才加盟，不断壮大营销队伍，提高营销人员素质，提高市场工作效率和服务的及时性。

5. 公司风险分析

5.1. 行业依赖风险

公司所生产的低压电力线载波通信芯片、集中器等主营产品的直接客户为各大电能表生产企业，但最终用户主要为国内电网公司及其子公司。目前国内电力设备采购全面实行招标投标制度，国内电力行业的发展速度、招标投标情况对公司主营业务有较大影响。随着国家深化电力体制改革的进行，国家改造、建设电网的投资力度不断加大，行业总体需求呈递增趋势。若智能电网建设能够全面平稳进行，公司的盈利能力将会有较大的提升；如果电力行业更改智能电网发展计划，导致国家对电力系统投入减少，电网公司对电能计量产品的需求减少，或者大规模推广非载波方式进行用电信息采集，将导致公司所处细分行业发展放缓，从而影响公司的快速成长。

5.2. 市场竞争加剧及主要产品平均单价下降的风险

低压电力线载波通信行业市场前景广阔，目前国内生产厂家为数不多，行业集中度较高，技术壁垒较高，公司目前在该细分行业市场处于领先地位。目前该行业发展日趋成熟，正处于由培育期进入成长期的过渡阶段，较高的毛利率水平吸引了更多的竞争者进入本行业，市场竞争将加剧。一方面，行业内现有厂商纷纷抓住机遇扩大销量，造成营销推广、收款条件等多方面的竞争加剧；另一方面，一些新的厂商进入到本行业中来，市场竞争会更加激烈。

如果公司不能继续保持在行业内的技术、市场、品牌、客户信任等方面的优势，加剧的市场竞争会降低公司的盈利能力。随着智能电网概念的提出和进一步推广，整个低压载波通信行业的市场容量进一步加大，产品销售单价也将呈下降趋势，但由于集成电路制程工艺的改进，裸片采购成本也会相应降低，因此，公司产品毛利率将保持较高水平。

5.3. 公司规模偏小，抗风险能力较弱

尽管公司在我国低压电力线载波通信领域已成为行业的龙头企业，但从资产规模、收入规模来看，公司还属于中小企业，产品结构还略显单一，公司抗风险能力还较弱，因此亟待开发新产品，进一步拓展产品应用领域，扩大企业规模，增强企业实力。

6. 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 0.95 元、1.35 元、1.85 元。我们建议给予公司 2011 年 EPS28-30 倍的市盈率，得出公司上市首日定价区间 37.8-40.5 元。询价建议：按 2011EPS23-25 倍进行询价，询价区间为 31.05-33.75 元。

表 6 主营业务收入预测

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
合计						
收入(万元)	6312	12876	14737	20591	28986	40955
成本(万元)	3251	4405	5309	7372	10513	14685
毛利率	48.50%	65.79%	63.98%	64.20%	63.73%	64.14%
增长率		103.99%	14.45%	39.72%	40.77%	41.29%
低压电力载波产品						
收入(万元)	5545	12396	13842	19378	27130	37981
成本(万元)	2893	4326	4992	7015	10038	14053
毛利率	47.83%	65.10%	63.94%	63.80%	63.00%	63.00%
增长率		123.54%	11.66%	40.00%	40.00%	40.00%
应用软件						
收入(万元)	231	71	354	400	800	1600
成本(万元)	0	0	0	0	0	0
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
增长率		-69.37%	399.82%	100.00%	100.00%	100.00%
系统集成及 IT 咨询服务						
收入(万元)	536	410	542	813	1056	1373
成本(万元)	358	80	317	358	475	632
毛利率	33.28%	80.59%	41.55%	56.00%	55.00%	54.00%
增长率		-23.51%	32.13%	50.00%	30.00%	30.00%

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	2011-1-17		
财务报表						财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	成长性					
营业收入	128.8	147.4	205.9	289.9	409.6	营业收入增长率	104.1%	14.4%	39.7%	40.8%	41.3%
减: 营业成本	44.1	53.1	73.7	105.1	146.8	营业利润增长率	197.7%	7.0%	41.9%	47.4%	40.1%
营业税	1.6	1.6	2.1	2.9	4.1	净利润增长率	119.4%	21.6%	35.5%	42.3%	37.1%
销售费用	2.5	2.7	5.1	7.2	10.2	EBITDA 增长率	198.6%	6.2%	42.0%	40.8%	45.2%
管理费用	12.9	21.1	26.8	37.7	53.2	EBIT 增长率	199.6%	6.6%	41.9%	39.4%	42.5%
财务费用	-0.3	-0.6	-0.8	-9.0	-9.4	NOPLAT 增长率	120.3%	21.2%	35.6%	35.1%	39.1%
资产减值损失	3.3	-0.0	0.6	0.8	1.1	投资资本增长率	47.6%	-8.1%	111.8%	68.9%	90.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	42.1%	46.2%	667.2%	11.4%	14.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	64.9	69.4	98.5	145.2	203.4	利润率					
加: 营业外净收支	2.1	11.9	12.0	12.0	12.0	毛利率	65.8%	64.0%	64.2%	63.7%	64.1%
利润总额	67.0	81.3	110.4	157.1	215.4	营业利润率	50.3%	47.1%	47.8%	50.1%	49.7%
减: 所得税	9.3	11.1	15.5	22.0	30.2	净利润率	44.8%	47.6%	46.1%	46.6%	45.2%
净利润	57.6	70.1	95.0	135.1	185.2	EBITDA/营业收入	51.0%	47.3%	48.1%	48.1%	49.5%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	50.1%	46.7%	47.4%	47.0%	47.4%
货币资金	37.1	80.1	875.0	927.9	948.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	38	31	32	47	80
应收账款	32.2	30.8	35.0	49.2	69.6	流动营业资本周转天数	68	78	80	91	92
应收票据	-	2.7	2.8	4.0	5.6	流动资产周转天数	187	265	942	1,221	926
预付账款	1.4	1.3	2.1	3.1	4.6	应收账款周转天数	58	76	56	51	51
存货	10.5	20.8	27.7	39.5	55.2	存货周转天数	28	38	43	43	42
其他流动资产	-	0.0	0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	229	301	984	1,284	1,031
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	108	108	115	150	193
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	68.1%	56.6%	10.0%	12.8%	15.4%
投资性房地产	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	ROA	59.9%	46.8%	9.7%	12.4%	14.8%
固定资产	12.9	12.4	24.0	52.3	129.7	ROIC	183.8%	150.9%	222.7%	142.0%	117.0%
在建工程	-	-	6.0	13.8	37.1	费用率					
无形资产	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	销售费用率	1.9%	1.9%	2.5%	2.5%	2.5%
其他非流动资产	1.4	1.2	2.5	2.7	3.0	管理费用率	10.0%	14.3%	13.0%	13.0%	13.0%
资产总额	96.3	149.9	975.6	1,093.1	1,253.8	财务费用率	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-3.1%	-2.3%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	11.7%	15.8%	15.1%	12.4%	13.2%
应付账款	5.7	15.2	20.2	28.9	40.3	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	12.1%	17.4%	2.6%	3.2%	3.8%
其他流动负债	5.9	9.2	10.6	12.3	14.4	负债权益比	13.7%	21.1%	2.7%	3.3%	4.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	7.01	5.57	39.44	30.93	23.88
其他非流动负债	-	1.8	1.9	2.1	2.3	速动比率	6.10	4.72	38.26	29.71	22.64
负债总额	11.6	26.1	25.8	35.2	47.7	利息保障倍数	-245.41	-118.17	-121.99	-15.10	-20.68
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	50.1	50.1	75.1	75.1	75.1	DPS(元)	-	0.31	0.25	0.36	0.49
留存收益	34.6	73.7	874.7	982.8	1,131.0	分红比率	0.0%	44.2%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	84.7	123.8	949.8	1,057.9	1,206.1	股息收益率	0.0%	1.0%	0.8%	1.2%	1.6%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	57.6	70.1	95.0	135.1	185.2	EPS(元)	0.58	0.70	0.95	1.35	1.85
加: 折旧和摊销	1.2	1.6	1.4	3.3	8.5	BVPS(元)	0.85	1.24	12.65	14.09	16.07
资产减值准备	3.3	-0.6	0.6	0.8	1.1	PE(X)	52.0	42.8	31.6	22.2	16.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	35.4	24.2	2.4	2.1	1.9
财务费用	-	-	-0.8	-9.0	-9.4	P/FCF	70.1	40.6	47.3	30.7	46.6
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	23.3	20.4	10.9	7.8	5.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	22.3	20.4	14.0	9.6	6.6
营运资金的变动	-20.3	-2.4	-6.1	-18.2	-25.9	CAGR(%)	32.8%	38.2%	38.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	41.9	68.6	90.0	112.0	159.6	PEG	1.6	1.1	0.8	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-58.9	-0.9	-20.0	-40.0	-110.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	25.9	-24.8	731.8	-18.0	-27.7	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

黄守宏，电力设备与新能源行业首席分析师，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。2010年《新财富》最佳电力设备与新能源行业分析师。

分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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;
- 增持 — 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

梁涛	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@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
周蓉	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@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