

公司研究 / 上市定价报告

2014年11月03日

定价建议区间(元): 22.04 ~ 28.33

郑丹丹 执业证书编号: S0570513070004  
 研究员 021-28972087  
 zhengdandan@mail.htsc.com.cn

发行上市资料

发行前总股本(万股)	6,000
本次拟发行量(万股)	2,000
发行方式	首次公开发行
保荐机构	齐鲁证券
预计上市日期	2014-11-4

发行前财务数据

每股净资产(元)	5.30
净资产收益率(%)	20.24(年化)
资产负债率(%)	40.18

主要股东和持股比例

王建裕	40%
王建凯	36%
王盘荣	20%
周跃	4%

# 拟借 IPO 迎接高效电机推广浪潮

## 中电电机 (603988) 上市定价报告

**投资要点:**

- ◆ **IPO 发行量价已确定。**据公告,公司首发价格为 **14.88 元/股**,本次公开发行 2,000 万股新股;扣除发行费用,募集资金净额约 2.67 亿元,基本满足募投项目资金需求。
- ◆ **募投项目将扩大大中型高效电机产能,有助提高市场竞争力。**公司计划投入“大中型高效节能电机生产基地建设项目”约 1.99 亿元,“大型电机改造项目”0.296 亿元,“大中型高效节能电机研发中心建设项目”约 0.39 亿元,共计 2.675 亿元。项目完成后,公司产能将进一步扩大,利好主营业务的发展,增强盈利能力。
- ◆ **交、直流电机产品竞争力较强,将受益高效电机推广。**近期高效电机利好政策发布频繁,“补贴高效、禁止低效”的双向措施逐步推行。工信部与国家质检总局联合发布《关于组织实施电机能效提升计划(2013-2015 年)的通知》,拟于 2014、2015 年推广高效电机 0.54 亿 kW、0.89 亿 kW,淘汰低效电机 0.6 亿 kW、0.6 亿 kW,将加快高效电机普及。公司多项产品被纳入财政部和国家发改委《“节能产品惠民工程”高效电机推广目录》,享受高效电机推广补贴。我们预计,未来 2~3 年,受益高效电机推广与募投项目建设,公司交、直流电机业务有望恢复增长,实现稳健发展。
- ◆ **发电机和试验电源系统业务近年来发展迅速。**公司采取“大客户营销”策略,成功为华锐风电和苏州电器科学研究所持续供货。我们预计,2014 年,发电机、试验电源系统将分别实现收入 0.66 亿元、0.33 亿元,对公司总收入的合计贡献达到 26.2%,自 2012 年、2013 年分别提高 19.34、5.79 个百分点,一定程度上将对冲大中型电机传统市场下滑的风险。
- ◆ **盈利预测:**按发行后 0.8 亿股总股本测算,我们预计,2014~2016 年将实现摊薄后 EPS 0.79 元、0.92 元、1.03 元。
- ◆ **上市定价建议:**据 DCF 估值模型测算的合理内在价值为 23.43 元/股,对应 2014 年 29.8 倍 P/E。综合考虑,给予公司 **22.04 ~ 28.33 元/股**合理价值区间判断,对应 2014 年 28~36 倍 P/E。
- ◆ **风险提示:**宏观经济增速放缓,电机行业下游需求或随之放缓,从而影响公司大中型电机业务拓展;市场竞争或加剧;公司资产运营效率和经营管理能力或不达预期。

**经营预测指标与估值**

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	380.22	<b>376.63</b>	<b>420.90</b>	<b>461.99</b>
+/-%	5.6%	-0.9%	11.8%	9.8%
净利润(百万)	59.84	62.92	73.44	82.22
+/-%	13.4%	5.1%	16.7%	12.0%
EPS	0.75	0.79	0.92	1.03
PE	19.89	18.92	16.21	14.48

资料来源:公司公告、华泰证券研究所

## 正文目录

IPO 募集资金将投入大中型高效节能电机项目 .....	4
主营业务 .....	4
募投项目反映公司“做专做大”发展战略 .....	4
大中型高效电机业务竞争优势明显，符合产业政策导向 .....	5
政策引导高效电机加快普及 .....	5
公司在大中型高效电机领域竞争力较强 .....	6
技术优势明显 .....	6
产品进入高效电机推广目录，享受财政补贴 .....	6
已通过多项国际认证，产品性价比高 .....	7
优质客户资源稳定，逐步开拓国际市场 .....	7
伴随大客户成长，新锐业务发展良好 .....	7
为华锐风电提供风力发电机、试验电源系统 .....	8
为苏州电器科学研究所提供试验电源系统 .....	9
估值分析与上市定价建议 .....	9
收入与成本预测 .....	9
上市定价分析与建议 .....	10
DCF 估值：内在价值 23.43 元/股 .....	10
相对估值：合理区间 22.04 ~ 28.33 元/股 .....	11
估值结论：合理价值区间 22.04 ~ 28.33 元/股 .....	11
风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: 公司主营产品 .....	4
图 2: 公司产品结构（按 2013 年主营收入） .....	4
图 3: 电机生命周期成本结构 .....	5
图 4: 发电机与试验电源系统的收入统计与预测 .....	8
图 5: 2012 年以来华锐风电各季度营业收入统计（亿元） .....	8
图 6: 近年来公司来自华锐风电的销售收入对总收入的贡献 .....	9
图 7: 近年来公司来自上市公司“电科院”的销售收入对总收入的贡献 .....	9
表格 1.: 高效电机推广政策（部分） .....	5
表格 2.: 《关于组织实施电机能效提升计划（2013-2015 年）的通知》目标 .....	6
表格 3.: 公司产品优势 .....	6
表格 4.: 高效电机推广补贴标准 .....	7

表格 5.: 公司主要客户 (部分) .....	7
表格 6.: 公司营业收入与毛利率预测 (至 2016 年) .....	10
表格 7.: DCF 估值假设 .....	10
表格 8.: DCF 估值敏感度分析 .....	11
表格 9.: 同行业可比上市公司估值 .....	11

## IPO 募集资金将投入大中型高效节能电机项目

### 主营业务

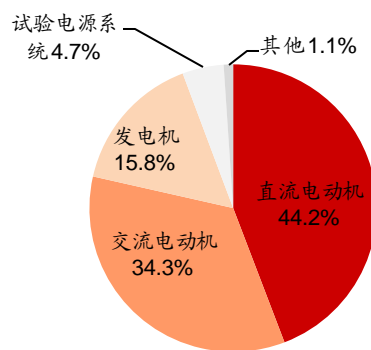
公司主营大中型交直流电机、试验电源系统一体化解决方案等业务，产品如图 1 所示，主要应用于冶金、石化、电力、矿山等行业。2013 年公司实现收入 3.80 亿元，主营业务结构如图 2 所示。公司目前无控（参）股子公司。

图 1: 公司主营产品



资料来源：公司《招股意向书》

图 2: 公司产品结构（按 2013 年主营收入）



资料来源：公司《招股意向书》，华泰证券研究所

### 募投项目反映公司“做专做大”发展战略

公司 IPO 募集资金拟投入大中型高效节能电机生产、改造与研发项目。其中，计划投入“大中型高效节能电机生产基地建设项目”约 1.99 亿元，“大型电机改造项目” 0.296 亿元，“大中型高效节能电机研发中心建设项目”约 0.39 亿元，共计 2.675 亿元。IPO 募集资金净额（2.672 亿元）基本满足项目资金需求。

“生产基地建设项目”完成后，将扩大大中型高效节能电机产能，保持直流电机在冶金行业前三的市场占有率，同时加快机械、造船、电力、石化、煤炭等行业业务推广，扩大公司在相关领域的市场份额。据《招股意向书》披露，公司目前产能约为 170 万千瓦/年，不

能满足现有订单需求。公司预计,募投项目将实现年销售收入 4.7 亿元,增加净利润 7,371.05 万元,最终将实现年产量 190 万千瓦。

“大型电机改造项目”完成后,公司将增加大型同步电机和汽轮发电机等产品的产能,分别增加 TM、TP 系列特大型同步电机和 QF 系列汽轮发电机年产 50 台和 20 台的能力,预计将实现年销售收入为 1.2 亿元,增加净利润 1,857 万元,增加年产量 50 万千瓦。

我们认为,募投项目反映了公司的专业化发展战略。产能进一步扩大,将利好公司大中型高效电机主营业务的发展,其盈利能力有望逐步增强。

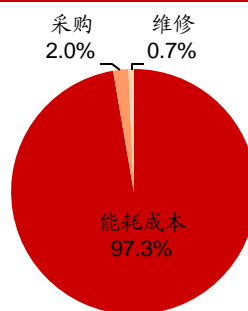
## 大中型高效电机业务竞争优势明显,符合产业政策导向

### 政策引导高效电机加快普及

电机在我国应用广泛,耗电总量较大。据工信部网站信息,(截至 2013 年 11 月底)我国电机保有量预计超过 12 亿 kWh,电机用电占全社会用电量的 50% 以上。与发达国家相比,我国电机的效率仍有较大的提升空间。

在电机的整个生命周期中,采购、维修分别占全部费用的 2% 以及 0.7%,而实际运行所需电费占 97.3%,如图 3 所示。因此,高效节能电机的推广对我国节能减排具有重要意义。

图 3: 电机生命周期成本结构



资料来源:公司《招股意向书》,华泰证券研究所

据《招股意向书》信息,与欧美发达国家相比,我国高效电机推广工作启动较晚,未来发展潜力较大。我国近年来为高效电机的推广制定了一系列政策,如表格 1 所示。

表格 1: 高效电机推广政策(部分)

时间	事项	要点
2002 年 8 月 ~ 2007 年 6 月	推行国标《GB 18613-2002 中小型三相异步电动机能效限定值及节能评价》	提出“能效限定值”作为强制标准
2007 年 7 月 1 日至今	推行国标《GB 18613-2006 中小型三相异步电动机能效限定值及能效等级》	区分能效 3 个等级,将 3 级作为强制标准
2010 年 5 月 31 日至今	财政部、发改委发布《节能产品惠民工程高效电机推广实施细则》	对指定的电机类型通过企业向高效电机购买者实施财政补贴
2011 年 3 月	财政部、发改委发布《关于做好 2011 年高效电机推广工作的通知》	制定 2011 年补贴标准,推广规模以及补贴兑付方式
2013 年 3 月	工信部发布《2013 年工业节能与绿色发展专项行动实施方案》	重点推进实施电机能效提升专项计划,将从推广高效电机、淘汰低效电机以及既有电机节能技术改造等六方面入手

资料来源:公司《招股意向书》,华泰证券研究所

2013年6月，工信部与国家质检总局联合发布《关于组织实施电机能效提升计划（2013-2015年）的通知》，制定以下目标，如表格2所示。

**表格2：《关于组织实施电机能效提升计划（2013-2015年）的通知》目标**

年份	2013年	2014年	2015年
推广高效电机	0.27 亿 kW	0.54 亿 kW	0.89 亿 kW
淘汰低效电机	0.4 亿 kW	0.6 亿 kW	0.6 亿 kW
电机系统改造	0.3 亿 kW	0.3 亿 kW	0.4 亿 kW
电机高效再制造		三年累计 0.2 亿 kW	

资料来源：工信部、华泰证券研究所

我们认为，随着“补贴高效、禁止低效”双向措施逐步推行，高效电机将进入快速发展时期，利好公司业务成长。

## 公司在大中型高效电机领域竞争力较强

### 技术优势明显

据《招股意向书》介绍，相比中小型电机，大中型电机集大型机械、高压电器、强弱电控制于一体，本身结构和生产工艺更为复杂，技术含量更高。

公司自设立以来，一直专注于大中型电机产品研制和技术积累，2012年、2013年分别投入研发资金1,601.38万元、1,857.25万元，占主营业务收入4.45%、4.48%。目前公司自主研发的产品可靠性高，运行稳定，部分产品在国内已属于领先水平，如表格3所示。

**表格3：公司产品优势**

产品	优势
6MW 全功率变频风力发电机	领跑国内风力发电机的单机最大容量
石油钻机电机	可以为钻深 12,000 米及以上的石油钻机提供配套电机
大容量冲击发电机	短路冲击容量、瞬变时间常数大；国内仅 2 家（含公司）可生产
大型 2 极绕线式异步电机	解决了特殊行业、场合使用高速绕线电机的难题，方便用户调速、节能使用；国内仅 2 家（含公司）可生产
大型低速直联矿井提升机电机	转矩大、可靠性高、运行稳定
Z800、Z1000 直流电机	扩展了用户的选择范围、减少了用户使用时的基础建设投入
3MW 以上全功率变频异步风力发电机	能够很好地解决双馈风力发电机因滑环引起的维护工作量大、故障点多的问题

资料来源：公司《招股意向书》

### 产品进入高效电机推广目录，享受财政补贴

据《节能产品惠民工程高效电机推广实施细则》披露，针对入选《“节能产品惠民工程”高效电机推广目录》的电机型号，采用以下补贴标准，如表格4所示。

2012年，公司的1,112项电动机规格纳入财政部和国家发改委《“节能产品惠民工程”高效电机推广目录（第四批）》；2013年，1,651项电动机规格纳入财政部和国家发改委《“节能产品惠民工程”高效电机推广目录（第五批）》，享受高效电机推广补贴。



**表格4：高效电机推广补贴标准**

产品类型	额定功率（千瓦）	补贴标准（元/千瓦）	
		1级	2级
低压三相异步电机	0.55 ≤ 额定功率 ≤ 22	40	35
	22 < 额定功率 ≤ 315	20	15
高压三相异步电机	355 ≤ 额定功率 ≤ 25000	12	
稀土永磁电机	0.55 ≤ 额定功率 ≤ 22	60	
	22 < 额定功率 ≤ 315	40	

资料来源：财政部、华泰证券研究所

**已通过多项国际认证，产品性价比高**

据《招股意向书》介绍，公司已通过 ISO9001 质量体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、ISO18001 职业健康安全管理体系认证、美国 UL 认证、欧洲 CE 认证等多项权威认证，产品自开发到制成的全过程关键环节都有可靠性保障。此外，公司的产品具有良好的性价比优势。其性能参数、质量逐渐接近国外产品，但售价便宜 50% 甚至更多，并略低于国内行业龙头企业上海电机厂的可比产品。

**优质客户资源稳定，逐步开拓国际市场**

公司在不同应用领域培养了优质的客户资源，部分客户如表格 5 所示。公司与许多重要客户保持长期稳定的合作关系，利好主营业务稳定发展。

**表格5：公司主要客户（部分）**

行业	主要客户
冶金	宝钢、鞍山钢铁、武汉钢铁等
电力	四川东大恒泰集团电气有限公司、株洲时代装备技术有限公司等
建材	中材建设、红狮水泥、中材国际等
矿山	马钢集团姑山矿业有限公司、铁法煤业（集团）、印度国家矿业等
造纸	晨鸣纸业、寿光美仑纸业公司等
石油钻采	中国石油化工集团公司、中国石油天然气集团公司等

资料来源：公司《招股意向书》、华泰证券研究所

同时，公司不断拓展海外业务产品直接或间接销往美国、德国、英国、意大利等二十余个国家和地区。2013 年，海外业务营业收入占公司总营业收入 9.1%，仍有较大提升空间。

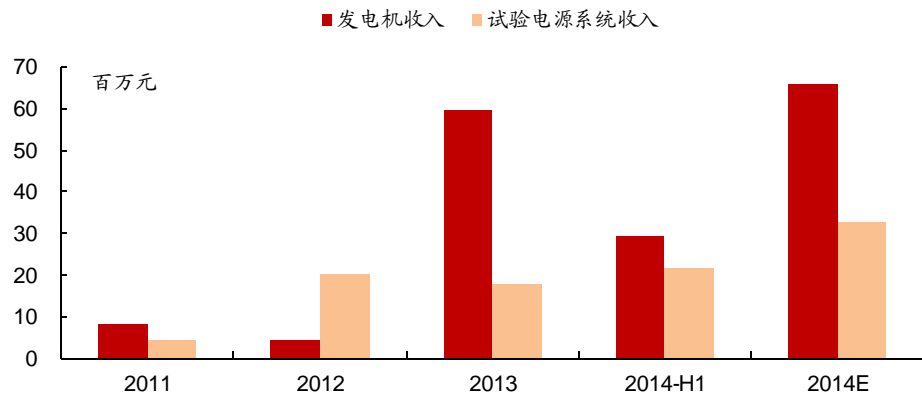
我们预计，未来 2~3 年，受益高效电机推广与募投项目建设，公司交、直流电机业务有望恢复增长，实现稳健发展。

**伴随大客户成长，新锐业务发展良好**

公司的发电机和试验电源系统业务近年来发展迅速。公司采取“大客户营销”策略，成功为华锐风电和苏州电器科学研究所（上市公司“电科院”）持续供货。伴随这两大客户的业务成长，相关业务亦取得快速发展，如图 4 所示。我们预计，2014 年，发电机、试验电源系统将分别实现收入 0.66 亿元、0.33 亿元，对公司总收入的合计贡献达到 26.2%，自 2012

年、2013年分别提高 19.34、5.79 个百分点，一定程度上将对冲大中型电机传统市场下滑的风险。

**图 4: 发电机与试验电源系统的收入统计与预测**

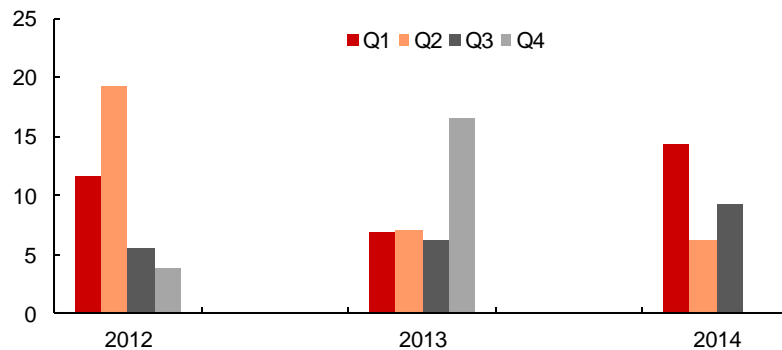


资料来源：公司《招股意向书》，华泰证券研究所

#### 为华锐风电提供风力发电机、试验电源系统

公司的发电机产品以风力发电机为主。据《招股意向书》披露，公司于 2011 年即与国内风电机组市场领先者之一的华锐风电建立稳固关系，为其提供风力发电机组配套发电机和试验电源系统等产品。2013 年下半年以来，受益风电行业回暖，华锐风电订单数量及产品价格显著增加，受益于此，华锐风电前三季度收入增长显著，如图 5 所示。

**图 5: 2012 年以来华锐风电各季度营业收入统计 (亿元)**

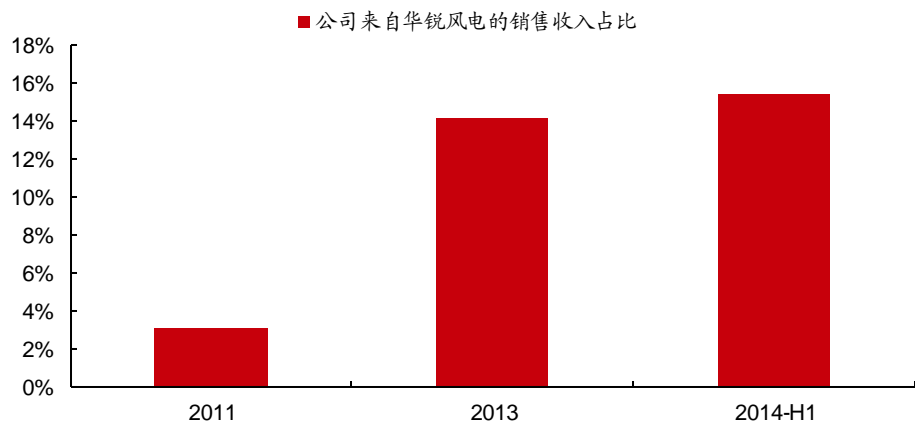


资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

随着公司在风电发电领域的技术、产品逐步得到客户认可，对口订单相应增加。2013 年、2014 上半年，对华锐风电的销售收入分别占公司总收入的 14.22%、15.47%，较此前显著跃升，如图 6 所示。

2014 年初，能源局印发《2014 年能源工作指导意见》，新核准 18GW 风电装机，同比增长 28%，较上年增速提高 19.5 个百分点。8 月 22 日能源局召开全国海上风电推进会，公布了《全国海上风电开发建设方案(2014~2016)》，涉及 44 个海上风电项目，共计核准 10.28GW 装机容量。我们判断，风电行业于未来 1~2 年仍将保持较快增长势头，一定程度上将利好公司相关业务发展。

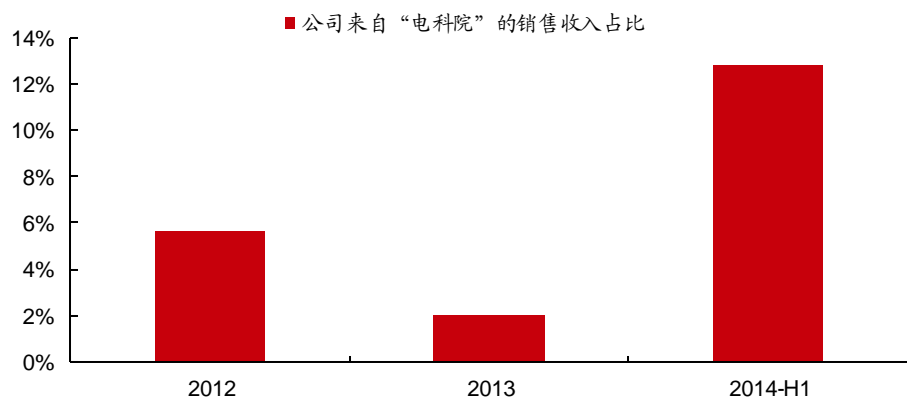


**图 6: 近年来公司来自华锐风电的销售收入对总收入的贡献**

资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

### 为苏州电器科学研究所提供试验电源系统

公司提供的试验电源系统一体化解决方案,包括变压器试验站电源系统、电机试验站电源系统和开关试验站电源系统等,成功将上市公司“电科院”发展为该业务的重要客户。2014上半年,公司来自“电科院”的销售收入占总收入的12.82%,如图7所示。我们预计,在未来2-3年,公司试验电源系统收入有望保持较快增长,于2016年达到40亿元以上;因技术含量高、市场竞争对手少,该业务有望保持较高毛利率(2014上半年为54.3%),其发展利好公司产品结构优化。

**图 7: 近年来公司来自上市公司“电科院”的销售收入对总收入的贡献**

资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

## 估值分析与上市定价建议

### 收入与成本预测

我们预计,公司将于2014~2016年实现归属股东净利润0.63亿元、0.73亿元、0.82亿元,同比增长5.0%、16.8%、11.9%。按发行后0.8亿股总股本测算,公司2014~2016年将实现摊薄后EPS 0.79元、0.92元、1.03元。

公司2014~2016年的收入与毛利率预测如表格6所示。

**表格6: 公司营业收入与毛利率预测 (至 2016 年)**

	2013	2014E	2015E	2016E
总收入 (百万元)	380.22	<b>376.63</b>	<b>420.90</b>	<b>461.99</b>
年增长率		-0.9%	11.8%	9.8%
综合毛利率	35.1%	36.2%	35.7%	35.7%
<b>直流电动机</b>				
营业收入 (百万元)	167.81	156.24	171.87	189.05
年增长率		-6.9%	10.0%	10.0%
毛利率	28.7%	29.3%	29.3%	30.0%
<b>交流电动机</b>				
营业收入 (百万元)	130.45	110.34	124.13	136.55
年增长率		-15.4%	12.5%	10.0%
毛利率	39.8%	42.1%	40.0%	39.0%
<b>发电机</b>				
营业收入 (百万元)	59.84	65.69	73.90	81.29
年增长率		9.8%	12.5%	10.0%
毛利率	33.5%	34.3%	34.3%	34.3%
<b>试验电源系统</b>				
营业收入 (百万元)	17.67	32.87	38.50	42.00
年增长率		86.0%	17.1%	9.1%
毛利率	58.9%	54.3%	54.3%	54.3%
<b>其他 (主营)</b>				
营业收入 (百万元)	4.02	11.02	12.00	12.60
年增长率		174.4%	8.9%	5.0%
毛利率	65.9%	32.2%	30.0%	30.0%
<b>非主营业务</b>				
营业收入 (百万元)	0.44	0.47	0.50	0.50
毛利率	79.6%	75.0%	75.0%	75.0%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所预测

## 上市定价分析与建议

### DCF 估值: 内在价值 23.43 元/股

根据公司所处行业的变化趋势, 如表格 7 所示, 我们假设:

1) 2014~2016 年为显性阶段, 收入增速如前文所述; 2017~2022 年为半显性阶段, 各年度收入增长率降至 7.5%; 2023 年及以后为永续增长阶段, 永续增长率为 3.5%。

2) 公司长期按 15% 高新技术企业优惠税率缴纳企业所得税, 到期即重新申请。

**表格7: DCF 估值假设**

假设	比率	假设	比率
永续增长率	3.5%	股权资本成本 Ke	8.06%
行业 $\beta$ 系数	1.217	债务成本 Kd	4.97%
无风险利率	3.5%	债务比率 D/(D+E)	0
市场预期收益率	7.25%	所得税率	15.0%
WACC	8.06%	债务溢价	2.35%

资料来源: 华泰证券研究所

通过 DCF 估值模型计算,公司合理内在价值为 **23.43 元/股**,对应 2014 年 0.787 元 EPS 的市盈率为 29.8 倍,如表格 8 所示。

**表格8: DCF 估值敏感度分析**

WACC	永续增长率 G <sub>n</sub>					
	1.50%	2.50%	3.50%	4.50%	5.50%	6.50%
3.06%	93.61	253.80	-322.29	-95.54	-55.02	-38.09
4.06%	54.01	86.67	234.94	-298.32	-88.42	-50.92
5.06%	36.77	50.05	80.30	217.65	-276.33	-81.90
6.06%	27.18	34.10	46.41	74.45	201.78	-256.15
7.06%	21.11	25.22	31.64	43.06	69.08	187.20
<b>8.06%</b>	<b>16.96</b>	<b>19.61</b>	<b>23.43</b>	<b>29.38</b>	<b>39.98</b>	<b>64.13</b>
9.06%	13.95	15.76	18.23	21.77	27.31	37.15
10.06%	11.69	12.98	14.66	16.96	20.25	25.39
11.06%	9.93	10.88	12.08	13.65	15.78	18.85
12.06%	8.54	9.25	10.14	11.26	12.72	14.70
13.06%	7.41	7.96	8.63	9.45	10.49	11.85
14.06%	6.48	6.91	7.43	8.05	8.82	9.79

资料来源:华泰证券研究所

**相对估值:合理区间 22.04 ~ 28.33 元/股**

对比可比公司的估值情况(如表格 9 所示),我们认为,公司上市后的合理定价区间为 **22.04 ~ 28.33 元/股**,对应 2014 年 28 ~ 36 倍 P/E。

**表格9: 同行业可比上市公司估值**

证券代码	公司名称	收盘价 (2014.10.31)	EPS (对应现有股本)			P/E		
			2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
600416	湘电股份	11.73	0.08	0.33	0.52	148.48	36.04	22.34
600580	卧龙电气	9.95	0.33	0.42	0.55	30.35	23.70	18.02
002664	信质电机	35.20	1.08	0.95	1.23	32.58	37.03	28.58
002196	大洋电机	14.53	0.37	0.47	0.58	48.02	39.39	30.84
000922	佳电股份	13.28	0.32	0.54	0.82	44.93	26.91	17.72
<b>平均</b>	-	-	-	-	-	<b>60.87</b>	<b>32.61</b>	<b>23.5</b>

注:以上各公司的 EPS 为市场一致性预期。

资料来源:Wind 资讯、华泰证券研究所

**估值结论:合理价值区间 22.04 ~ 28.33 元/股**

综合上述绝对估值和相对估值的结果,我们判断,公司上市后的合理定价区间为 **22.04 ~ 28.33 元/股**,对应 2014 年 28 ~ 36 倍 P/E。

## 风险提示

宏观经济增速放缓,电机行业下游需求或随之放缓,从而影响公司大中型电机业务拓展;市场竞争或加剧;公司资产运营效率和经营管理能力或不达预期。

## 盈利预测

**资产负债表单位：百万元**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	393	655	603	489
现金	80	380	237	146
应收账款	128	92	154	116
其他应收账款	4	3	4	4
预付账款	3	4	4	5
存货	118	124	147	152
其他流动资产	60	52	57	66
非流动资产	142	186	369	559
长期投资	0	0	0	0
固定资产投资	104	148	308	430
无形资产	34	34	34	34
其他非流动资产	4	4	26	95
资产总计	535	841	972	1048
流动负债	248	224	281	275
短期借款	0	0	0	0
应付账款	89	67	107	85
其他流动负债	159	157	174	190
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	248	224	281	275
少数股东权益	0	0	0	0
股本	60	80	80	80
资本公积	81	328	328	328
留存公积	147	210	283	365
归属母公司股	287	618	691	773
负债和股东权益	535	841	972	1048

**现金流量表单位：百万元**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	36	80	48	115
净利润	60	63	73	82
折旧摊销	0	6	12	20
财务费用	-1	-3	-4	-4
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	14	-33	17
其他经营现金	-23	0	0	0
投资活动现金	-0	-50	-195	-210
资本支出	0	50	195	210
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	0	0	0	0
筹资活动现金	0	271	4	4
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	20	0	0
资本公积增加	0	247	0	0
其他筹资现金	0	3	4	4
现金净增加额	36	301	-143	-91

**利润表单位：百万元**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	380	377	421	462
营业成本	247	240	271	297
营业税金及附加	3	3	3	4
营业费用	20	23	25	25
管理费用	47	47	53	57
财务费用	-1	-3	-4	-4
资产减值损失	1	4	4	5
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	63	63	69	78
营业外收入	7	19	19	20
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	69	81	86	97
所得税	9	18	13	15
净利润	60	63	73	82
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利	60	63	73	82
EBITDA	62	66	77	94
EPS	1.00	0.79	0.92	1.03

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	5.6%	-0.9%	11.8%	9.8%
营业利润	7.6%	0.0%	9.4%	12.8%
归属母公司净利	13.4%	5.1%	16.7%	12.0%
获利能力				
毛利率(%)	35.1%	36.2%	35.7%	35.7%
净利率(%)	15.7%	16.7%	17.4%	17.8%
ROE(%)	20.8%	10.2%	10.6%	10.6%
ROIC(%)	26.2%	19.7%	12.2%	10.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	46.3%	26.6%	28.9%	26.2%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.59	2.93	2.15	1.78
速动比率	1.11	2.37	1.62	1.23
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.55	0.46	0.46
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	3.16	3.08	3.12	3.10
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.75	0.79	0.92	1.03
每股经营现金流	0.45	1.00	0.60	1.44
每股净资产(最新)	3.59	7.72	8.64	9.67
估值比率				
PE	19.89	18.92	16.21	14.48
PB	4.14	1.93	1.72	1.54
EV EBITDA	17.96	16.83	14.47	11.86

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦 25 层/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86755 82492388/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：8621 28972098/传真：8621 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn