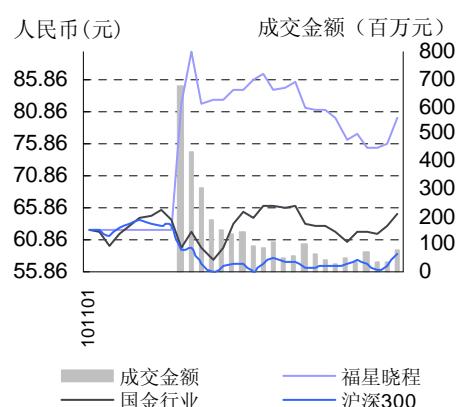


市价(人民币)：79.66元  
目标(人民币)：92.00元

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)	10.96
总市值(百万元)	4,365.37
年内股价最高最低(元)	90.06/62.50
沪深300指数	3261.06



### 相关报告

- 《智能电网建设加速,PLC需求爆发》, 2010.11.12
- 《受益于智能电网的电力载波芯片龙头》, 2010.11.4

### 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.095	1.552	1.282	1.864	2.634
每股净资产(元)	3.45	4.60	20.05	21.91	24.55
每股经营性现金流(元)	0.70	1.62	1.08	2.02	2.97
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	20.09	44.38	44.38	44.38	44.38
净利润增长率(%)	31.71%	41.71%	10.09%	45.41%	41.34%
净资产收益率(%)	31.75%	33.73%	6.39%	8.50%	10.73%
总股本(百万股)	41.10	41.10	54.80	54.80	54.80

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 福星晓程专注芯片设计保持长期竞争力，改革盈利模式提升效率。**1、公司专注芯片设计，向高集成度、多应用方向发展，保持行业长期竞争力；SoC应用领域广阔，将产生公司未来增长点。2、公司重视国际市场开拓，提升模块销量和电表毛利率；采用代理销售方式和平台化模式开发客户，提升客户开发效率。
- 福星晓程在PLC标准统一中最为受益，销售增速将超行业平均。**1、PLC必将成为未来主流智能电网通信标注，同时国家电网试点后正加速统一国内PLC标准；2、公司技术领先、储备全面，并积极参与国家标准制定，以及与国家电网保持良好关系，有助于公司在行业标准化、集中过程中提升市占率，获得高于行业的增长率。
- 智能电网建设加速将带来PLC芯片的需求高峰，3年复合增长85%。**智能电网全面建设到来，5年内国内PLC芯片需求量将达1.6亿片，复合增长61%；国网智能电网建设加速，PLC作为智能电网通信的主要手段最为受益，3年复合增长85%。
- 本土化、高集中度和进入壁垒使PLC芯片厂商的盈利能力短期可维持高位：**国外企业的PLC芯片不适合国内电网，国内企业具有本土化优势；目前青岛东软、福星晓程、弥亚微电子基本垄断了PLC不同细分市场；同时PLC具有一定的技术与市场壁垒，短期高毛利率可维持。

### 盈利预测和估值

- 净利润三年复合增长31%，11年EPS为1.864元。**预计2010-2012年公司将分别实现净利润70、102和144百万元，同比增长10.1%、45.4%和41.3%。对应EPS分别为1.282、1.864和2.634元。
- 上调目标价至92元，给予买入评级。**我们参考国内同类集成电路公司平均33倍PE，并综合考虑PLC行业增长的确定性和公司的行业地位，给予公司12年35倍PE，对应92元目标价；相比目前79.66元的价格还有15.5%的上涨空间，给予买入评级。

### 风险提示

- 电力行业政策风险、利润率和市占率下滑风险、大盘系统性风险。

程兵 分析师 SAC 执业编号：S1130208120262  
(8621)61038265  
chengb@gjzq.com.cn

## 内容目录

本次调研的主要结论 .....	4
集成电路战略保持长期竞争力，盈利模式改革提升效率 .....	4
专注于芯片设计可保持公司长期竞争力 .....	4
盈利模式改革后可提升公司效率 .....	6
客户、标准、技术和服务优势助公司增长高于行业平均 .....	6
与国家电网的良好关系使公司在集中招标中获益 .....	6
参与标准制定使公司在 PLC 标准统一中获益 .....	7
公司 PLC 技术领先，IP 全套自主，具有行业核心竞争力 .....	7
公司一体化整体服务方式更受客户欢迎 .....	8
PLC 必将是智能电网主流通信手段，标准统一势在必行 .....	9
PLC 必将是智能电网通信的主要手段 .....	9
PLC 标准统一势在必行 .....	10
智能电网建设加速，PLC 芯片需求即将井喷 .....	11
智能电网建设加速，未来 5 年进入全面建设期 .....	11
PLC 芯片需求即将井喷，三年复合增长 85% .....	11
本土化、高集中度和进入壁垒使 PLC 行业毛利率维持高位 .....	12
国外技术水土不服，国内企业享受本土化优势 .....	12
国内 PLC 芯片市场高度集中，竞争状况良好 .....	13
进入壁垒使行业竞争格局短期难以改变 .....	13
公司数字互感器募投项目前景看好 .....	14
公司受益于国内外数字互感器市场的高速发展 .....	14
公司还受益于互感器数字化发展前景 .....	15
盈利预测与估值 .....	15
盈利预测 .....	15
估值 .....	16
风险提示 .....	17
附录：三张报表预测摘要 .....	18

## 图表目录

图表 1: 公司与国内主要竞争对手相比的芯片设计优势 .....	4
图表 2: 2014 年我国电力线载波芯片应用市场预测 .....	5
图表 3: 电力线载波芯片在物联网中的应用 .....	5
图表 4: 智能电表招标、采购方式 .....	6
图表 5: 国内主要 PLC 企业的技术差别 .....	6
图表 6: 国家电网 2010 年第一批智能电表华中东北西北招标 (部分) .....	7
图表 7: 公司主要核心技术 .....	8
图表 8: 公司一体化产业链 .....	9
图表 9: 各种通信方式对比 .....	10
图表 10: 国家电网智能电网规划 .....	11
图表 11: 国家电网近期智能电表招标情况 .....	11
图表 12: 国内电能表需求预测 .....	12
图表 13: 国内智能电表市场预测 .....	12
图表 14: 国内 PLC 芯片销量及 PLC 电表占比预测 .....	12
图表 15: 国内 PLC 芯片市场分布 .....	14
图表 16: PLC 芯片毛利率维持高位 .....	14
图表 17: 全球数字互感器销量预测 .....	15
图表 18: 全球数字互感器销售额预测 .....	15
图表 19: 国内数字互感器销量预测 .....	15
图表 20: 国内数字互感器销售额预测 .....	15
图表 21: 公司主营产品收入和毛利率预测 .....	16
图表 22: 国内同类公司的估值水平和盈利能力 .....	17

## 本次调研的主要结论

- 我们调研了福星晓程公司，结合国家电网刚发布的今年第四批智能电表招标公告，我们认为 PLC 市场投资机会来临，福星晓程值得关注。
- **福星晓程专注芯片设计保持长期竞争力，改革盈利模式提升效率。**  
1、芯片设计能力是公司的核心竞争优势，也是行业的长期竞争力；公司积极研发芯片设计，向高集成度、多应用方向发展；SoC 应用领域广阔，将产生公司未来增长点。2、公司重视国际市场开拓，提升模块销量和电表毛利率；国内销售采用代理方式，集中精力搞设计；采用平台化模式开发客户，提升客户开发效率。
- **福星晓程在 PLC 标准统一中最为受益，销售增速将超行业平均。**1、PLC 必将成为未来主流智能电网通信标注，同时国家电网试点后正加速统一国内 PLC 标准；2、公司技术领先、储备全面，并积极参与国家标准制定，以及与国家电网保持良好关系，都将有利于公司在行业标准化、集中整合过程中提升市占率，获得高于行业平均的增长率。
- **智能电网建设加速将带来 PLC 芯片的需求高峰，3 年复合增长 85%。**智能电网全面建设到来，5 年内国内 PLC 芯片需求量将达 1.6 亿片，复合增长 61%；国网智能电网建设加速，PLC 作为智能电网通信的主要手段最为受益，3 年复合增长 85%。
- **本土化、高集中度和进入壁垒使 PLC 芯片厂商的盈利能力短期可维持。**国外企业的 PLC 芯片不适合国内电网，本土企业青岛东软、福星晓程、弥亚微电子、青岛鼎信基本垄断了国内 PLC 市场；同时 PLC 具有一定的技术与市场壁垒，短期高毛利率可维持。

## 集成电路战略保持长期竞争力，盈利模式改革提升效率

### 专注于芯片设计可保持公司长期竞争力

- 公司未来专注于集成电路设计，以保持长期竞争力。
- **芯片设计优势保持公司长期竞争力：**芯片设计能力是公司领先行业的核心优势，也是决定行业竞争地位的主要因素，继续专注于芯片设计可保持公司长期竞争力。
- **芯片设计使公司具有较高的盈利能力：**公司各报告期内集成电路芯片类产品的平均毛利率达到 70%以上，而平均综合毛利率和电表毛利率仅为 47%和 33%左右。
- **公司具有集成电路设计的技术积累：**公司已形成较强的芯片设计与模块化设计能力，在集成电路以及 SoC 领域拥有多项领先的核心技术。如公司自主研发了国内首颗 PLC 芯片，目前研发实现的 PL4000 芯片是国内唯一兼容欧美电力线载波通信标准的芯片，也是国内唯一具备有线、无线双道通信功能的 PLC 芯片。
- **公司在芯片设计领域积极储备：**公司计划向上游 DSP 领域拓展；已将 SoC 技术向不同应用领域扩展；同时提高 SoC 集成度，在电力线载波芯片中集成 MCU、安全芯片和计量芯片的功能。

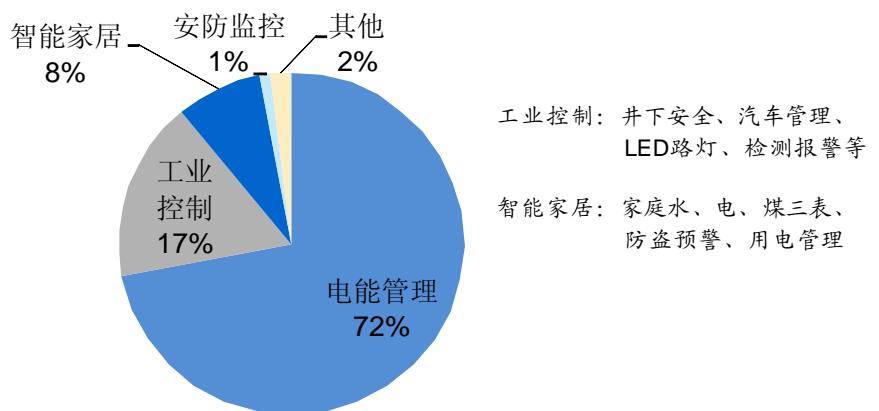
图表1：公司与国内主要竞争对手相比的芯片设计优势

	市场规模	通信频率	通信信道	芯片技术
福星晓程	43%居首	国内、欧洲标准	有线、无线	自主研发，SoC 实现
青岛东软	次之	仅国内标准	有线	摩托罗拉芯片+软件实现
弥亚微电子	居三	国内、欧洲标准	有线	自主研发
青岛鼎信	不形成规模	仅国内标准	有线	摩托罗拉芯片+软件实现

来源：国金证券研究所整理

- 专注于芯片设计，可拓展不同应用，易于发掘公司未来新增长点。
- 嵌入式 SoC 应用领域广阔，公司新增长点可期：嵌入式 SoC 可应用于如商务识别，三网合一，物联网、消费类电子等；公司在目前载波电表 SoC 的基础上，加以技术扩展，便可以渗入其他领域。
- 物联网是PLC芯片应用的潜在市场：电力线规模最大、终端最多、布线最方便，只要通过PLC改造为通信网络，便能为物联网应用提供覆盖最广、成本最低的通信网络，成为政府和企业的首选。
- PLC SoC 扩展后可在物联网中大量应用：PLC SoC 稍加改动就可应用于物联网的很多领域，预计到 2014 年，我国 PLC 市场应用份额中，除了应用于智能电网的电能管理外，工业控制应用将占 16.8%，智能家居应用将占 8.0%，安防监控将占 1%。

图表2：2014年我国电力线载波芯片应用市场预测



来源：招股说明书，国金证券研究所整理

图表3：电力线载波芯片在物联网中的应用



来源：招股说明书，国金证券研究所整理

- 电表业务扩张不利于公司长期发展，专注芯片设计的战略正确。
- 电表行业产能过剩，加上电网公司的强势地位压缩电表利润，电表行业总体经营不佳，利润微薄，行业内大电表公司已有退出迹象；另外过度扩张电表产能，会与公司 PLC 芯片客户形成同业竞争，产生此消彼长效应。

## 盈利模式改革后可提升公司效率

- 公司改革盈利模式，改善经营效率，提升盈利能力。
- 重视开拓国际市场，电表毛利率提升：公司不扩电表产能，今年主要满足中标的国家电网的 100 万只订单（由于国家电网无仓库存储，目前公司只交货 10 万只），受制于产能，国外订单已积压了 90 万只无法交货；明年会将重心转移至毛利率更高的国际市场，开拓东亚（出口模块）和非洲（出口电表）市场，压缩国网供应。
- 国内销售采用中间代理方式，专注于设计：虽然代理方式销售毛利率低些，但销售费用几乎降为 0，最终利润率并不定于行业水平；更为重要的是公司可以集中精力进行公司内部经营和技术研发。
- 采用平台化模式开发客户，提升客户开发效率：由于国内电表厂商众多，而且各省网对电表的需求各异，按类似 Turnkey 模式进行客户开发，需要花费公司太多的精力和费用；公司采用平台化开发，将最简易、定制化的上层应用让客户在公司的指导下完成。

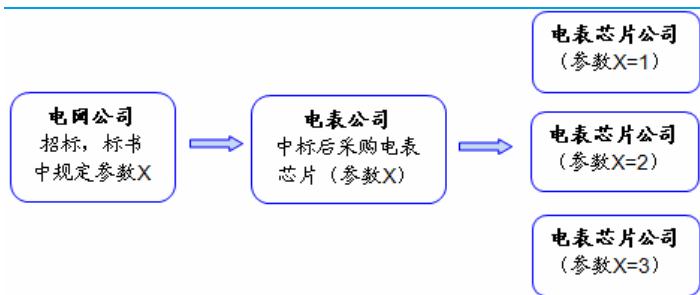
## 客户、标准、技术和服务优势助公司增长高于行业平均

我们要特别强调福星晓程在客户、标准、服务和技术四方面的竞争优势，因为这些都是 PLC 市场瓜分的决定性因素，也是我们认为福星晓程能在行业高速增长中继续成为市场领导者、在行业集中过程中提升市占率的核心理由。

### 与国家电网的良好关系使公司在集中招标中获益

- 福星晓程和国家电网保持良好的合作关系，在目前集中招标方式下，将帮助公司保持国内 PLC 市场的领导地位。
  - 国家电网实行电能表集中招标，并在招标时会规定一些参数，对应着市场上某家公司的技术，因此国家电网在制定标书时已经决定了市场份额的归属。
  - 福星晓程一直与国家电网保持良好的关系，这是公司继续成为国内市场领导者的最重要理由。从国家电网 2010 年第一批智能电表招标材料中看到，中心载波频率为 120KHz 的市场份额达 30%，这正是福星晓程有别于竞争对手的技术方向，可见国家电网一直重视福星晓程。
  - 另外，公司招股说明书中揭露公司占据 43% 的国内市场份额，位居第一，也能看出公司与国家电网间良好的关系。

图表4：智能电表招标、采购方式



来源：国金证券研究所

图表5：国内主要 PLC 企业的技术差别

公司	中心频率	调制方式	传输速率
福星晓程	120kHz	BPSK、DPSK	500、250bps
青岛东软	270kHz	FSK	330bps
弥亚微电子	57.6kHz、76.8kHz、115.2kHz 可选	QPSK	200~1600bps
青岛鼎信	421.1 kHz	FSK	100bps

**图表6：国家电网2010年第一批智能电表华中东北西北招标（部分）**

包号	项目单位	货物名称	数量(只)	中心载波频率	调制方式	标书售价(元)
包1-1	重庆市电力公司	2级单相远程费控智能电能表 (载波/远程/开关外置)	140000	270KHz	BFSK	1000
包1-2	重庆市电力公司		120000	270KHz	BFSK	1000
包1-3	重庆市电力公司		65000	270KHz	BFSK	600
包1-4	重庆市电力公司		130000	120KHz	BPSK	1000
包1-5	重庆市电力公司		110000	120KHz	BPSK	1000
包1-6	重庆市电力公司		85000	120KHz	BPSK	800
包2-1	重庆市电力公司	2级单相本地费控智能电能表 (载波/CPU卡/开关外置)	6000	270KHz	BFSK	50
包2-2	重庆市电力公司		4000	120KHz	BPSK	50
包3-1	河南省电力公司	2级单相远程费控智能电能表 (载波/远程/开关内置)	55000	120KHz	BPSK	500
包3-2	河南省电力公司		45000	21KHz	BFSK	400
包5-1	湖北省电力公司	2级单相远程费控智能电能表 (载波/远程/开关内置)	130000	132KHz	BPSK	1000
包5-2	湖北省电力公司		120000	132KHz	BPSK	1000
包5-3	湖北省电力公司		115000	132KHz	BPSK	1000
包5-4	湖北省电力公司		110000	132KHz	BPSK	1000
包5-5	湖北省电力公司		105000	132KHz	BPSK	1000
包5-6	湖北省电力公司		100000	421KHz	BFSK	1000
包5-7	湖北省电力公司		95000	421KHz	BFSK	900
包5-8	湖北省电力公司		90000	270KHz	BFSK	900
包5-9	湖北省电力公司		75000	120KHz	BPSK	700
包5-10	湖北省电力公司		60000	132KHz	BPSK	600
包6-1	湖北省电力公司	2级单相远程费控智能电能表 (载波/远程/开关外置)	30000	421KHz	BFSK	300
包6-2	湖北省电力公司		10000	270KHz	BFSK	100
包9-1	江西省电力公司	2级单相远程费控智能电能表 (载波/远程/开关内置)	50000	270KHz	BFSK	500

来源：国金证券研究所

### 参与标准制定使公司在PLC标准统一中获益

- 福星晓程是PLC标准制定者，这将帮助公司成为未来行业领导者。
  - 统一PLC通信标准是大趋势。统一平台可节约运营成本和维护费用；接口规范化、模块标准化可方便组网；应用推广需要实现终端互联，可见统一PLC通信标准是必然趋势。目前国家鼓励电网公司尝试多家技术正是为未来统一标准做准备。
  - 福星晓程是行业标准制定者，必将在标准统一趋势中受益。公司于2005年6月开始参见《低压电力线载波抄表系统》国家标准制订，全程参与其中“系统要求、载波集中器特殊要求、载波采集器特殊要求、静止式载波电能表特殊要求”4个部分的起草工作，公司副总工程师张志忠先生为上述国家标准起草工作组的主要起草人员之一。
  - 标准制定将使公司收益于行业集中度提升。
  - 智能电网通信标准的统一，必定淘汰一部分企业（一般是小企业），行业集中提升；公司作为统一标准中的幸存者，必将参与瓜分淘汰企业的市场份额。

### 公司PLC技术领先，IP全套自主，具有行业核心竞争力

- 公司长期在电力线载波通信领域进行自主研发，技术水平处于国内领先。

- 公司是国内电力线载波技术的先行者：公司已形成较强的芯片设计与电能表模块化设计能力，和系统级整体解决方案的开发能力。在集成电路以及 SoC 领域拥有多项领先的核心技术。
- 公司主导产品国内领先：公司自主研发的 PL2000 芯片是国内首颗 PLC 芯片，目前研发实现的 PL4000 芯片是国内唯一兼容欧美电力线载波通信标准的芯片，也是国内唯一具备有线、无线双道通信功能的 PLC 芯片。
- 公司拥有整体系统的全套 IP：公司目前开发的电力线载波通信系统所采用的功能模块和算法全部为自主研发、并拥有自主知识产权。

图表7：公司主要核心技术

技术名称	所处阶段	技术实现
高分辨率ADC	成熟阶段	具有16位及以上分辨率的数/模转换技术
电能计量专用算法	成熟阶段	用来实现高精度电能计量的方法和过程
载波通信专用算法	成熟阶段	用来实现电力线载波通信的方法和过程
数字式传感/互感器及通信技术	可产品化阶段	用于开发芯片和电参数测量系统
超低功耗嵌入式微处理器设计	可产品化阶段	SoC芯片开发
信道自适应技术	可产品化阶段	用于开发芯片和电力线载波系统
PL4000系列芯片	研发阶段	用于开发芯片和电力线载波系统
人体生物特征识别系统	研发阶段	用于开发芯片和系统
射频识别系统	研发阶段	用于开发芯片和系统

来源：招股说明书，国金证券研究所整理

### 公司一体化整体服务方式更受客户欢迎

- 福星晓程已形成集成电路设计到终端应用产品的研发、生产和销售一体化产业链，以提供定制化的全套解决方案为服务模式，更受客户欢迎。
  - 提供整体解决方案的服务模式更受电网公司欢迎。从前期组网来看，电表到集中器再到应用系统，采用同一家公司的技术方案有助于实现网络互通和融合应用；从后期维护来看，芯片到模块再到设备，采用同一家公司的方案有助于排斥故障和技术升级。
  - 公司是目前国内唯一具有一体化产业链的 PLC 公司。公司自收购福根智能后已形成从集成电路设计到终端应用产品的研发、生产和销售一体化产业链，在各环节都具有开发能力。
  - 借一体化优势，公司以提供定制化的全方案为服务模式。不仅向客户提供芯片，而且根据客户实际需求和现状，进行整个系统的设计、试用，最终为其提供最终的整套解决方案。

图表8：公司一体化产业链



来源：国金证券研究所整理

## PLC 必将是智能电网主流通信手段，标准统一势在必行

### PLC 必将是智能电网通信的主要手段

- 电力线载波通信（PLC）以电力线本身作为传输媒介，不需另设通信线路，投资及运行成本低廉；同时不受无线环境影响，因此有望成为智能电网中最主要的通信手段。
- 由于电力线载波通信将成为智能电网通信的主要手段，因此智能电网的全面建设必将带来 PLC 芯片需求的爆发增长。中国半导体行业协会预计未来 5 年我国电力线载波芯片销量的复合年增速将达到 61%，至 2014 年，总销量将达到 5654 万片，是 2009 年销量的 10 倍。
- 目前主要通信方式有电力线载波、无线通信、电话线、光纤、电缆等。无线通信可靠性差，不适合在恶劣环境中使用，尤其是不适合电力公司以变压器为单位的计量方式；光纤成本高，安装施工不便，尤其在目前电网和通信网无法实现融合下，电力公司不可能再铺光缆；电缆和电话线需要将所有电表用导线连接，建设成本高，难以维护，不适合大范围使用。
- 电力线载波通信以已有的电力线为载体来传送网络信息，因此几乎不需要基础建设投资和日常维护费用，而且由于电力线在现代生活中已无处不在，可不受布线困扰和无线环境影响，实现大范围覆盖。

图表9：各种通信方式对比

通信方式	投资成本	运行费用	施工周期	维护工作	抗干扰性	传输速率
电话线	中	高	中	中	较好	较高
光纤	大	低	长	中	很好	高
电缆	中	地	长	大	较好	中
无线	大	低	中	大	差	低
电力线载波	小	低	段	小	较差	较低

来源：国金证券研究所整理

- 电力线载波通信技术发展成熟，完全可以胜任未来智能电网通信的需要。
- 电力线载波技术早在上世纪二十年代就已在欧美实现，目前已成为通信标准，推广条件成熟。美国的Echelon公司创立的LonWorks网络传输技术中的LonTalk通信协议，以及基于PLT-22电力线网络技术的信号传输方式被FCC（美国联邦通信委员会）确定为北美PLC通信标准；欧洲意法半导体公司的PLC通信技术被CENELEC（欧洲电工标准化委员会）确定为欧洲PLC通信标准。
- 电力线载波技术通过发展选频、中继、扩频和自适应调制技术基本上克服了电力线传输中存在的高衰落、高干扰问题。选频可尽量避免选择性衰落；中继则解决了电力线传输损耗较大的问题；扩频和自适应调制提高了平均信噪比，减小了信号误码率。
- 国家电网的智能电表招标情况来看，载波表成为主流，由此也验证了电力线载波技术将是智能电网未来发展的方向。
- 电能表可分为感应式电能表和电子式电能表，其中电子式电能表按功能可分为普通电子式、付费率、预付费和载波电能表。
- 2009年智能电网规划出台前，载波电能表的市场占比仅为5.2%；但自国家电网出台智能电网规划后，计划投资460亿元于电能表，而载波电能表的投资金额占比高达58.7%，为270亿元。因此电力线载波技术是智能电网未来发展的方向。

### PLC 标准统一势在必行

- 智能电网通信统一标准的出台是必然趋势。
  - 智能电网需要统一标准实现互联互通：目前国内没有统一PLC技术标准，不同技术（如不同的中心载波频率）之间不兼容、不可替代，无法首先互联互通，整个市场被分割。
  - 统一标准可节约运营成本和维护费用：接口规范化、模块标准化可方便电网公司组网，全面建设智能电网；同时便于电网公司后期维护。
  - 统一标准可解决电网、电表、芯片三方的困扰：在目前没有统一标准下，电网公司纠结于行业混乱，以及网络无法互联互通；电表公司由于订单变化需要不停更换芯片采购，一直被电网公司牵制；芯片厂家为了进入未来标准行列，需要研发储备各种可选技术，花费大量金钱和精力。
  - 统一标准可协调芯片、模块、电表、集中器厂家间的矛盾：如在电表出现问题时，各方均举证其产品在其他标准下可行，来推脱责任；即使互相合作协查，往往也很难查找根源。
- 国家电网公司正在统一PLC标准。
  - 试验预示标准的到来：今年是国家电网积极试点各种通信标准的一年，试验正是为统一标准所做的积极准备。

- 集中招标为同一标准铺垫：各省电网各自招标电表会使智能电网建设趋于混乱，国家电网为统一标准，规范市场，已经转为统一招标模式，我们预计明年一季度会有区域性统一试点出来。

## 智能电网建设加速，PLC 芯片需求即将井喷

### 智能电网建设加速，未来 5 年进入全面建设期

- 智能电网建设全面展开，国家电网第四批智能电表招标显示智能电网建设有加速迹象，智能电表和PLC芯片需求引来爆发期。
- 智能电网引来全面建设阶段。2009年5月，国家电网公司公布总投资额高达42500亿元的智能电网发展计划及建设时间表，其中2011年至15年是智能电网全面建设阶段，在此期间，国家电网计划在全国初步形成智能电网运行体系，发展智能电表用户数超过1.4亿户。
- 国家电网第四批智能电表招标计划显示智能电网建设加速。2010年10月底国家电网公布了今年第四批智能电表招标计划，本次共计招标智能电表1713万只，为历次之最；同时这是国家电网在1个月内发布的第二次智能电表招标，从数量和时间间隔来看，国家智能电网建设正在加速实施。

**图表10：国家电网智能电网规划**

智能电网建设阶段	时期	投资规模（亿元）	建设目标	信息采集系统建设及规划
规划试点阶段	2009-2010	5500	重点完成坚强智能电网的整体规划，开展关键性、基础性、共用性技术研究，进行技术和应用试点	智能电表招标启动、开展信息采集系统试点工作
全面建设阶段	2011-2015	20000	加快特高压电网和城乡配电网建设，初步形成智能电网运行控制和互动服务体系	2011年实现互动用电试点，预计20KV以上，工商业用户全部安装智能电表、智能电表普及度超过30%，用户数超过6000万。互动电体系覆盖主要城市，用户数超过1.4亿
引领提升阶段	2016-2020	17000	全面建设统一的“坚强智能电网”	——

来源：国金证券研究所整理

**图表11：国家电网近期智能电表招标情况**

(万台)	普通电表	智能电表	智能电表占比	公告时间	时间间隔
2009年第一批	0	294	100%	2009-12-09	
2010年第一批	0	1366	100%	2010-03-03	3个月
2010年第二批	212	1142	84%	2010-06-08	3个月
2010年第三批	94	312	77%	2010-10-08	4个月
2010年第四批	159	1713	91%	2010-10-27	不到1个月
合计	466	4827			

## PLC 芯片需求即将井喷，三年复合增长 85%

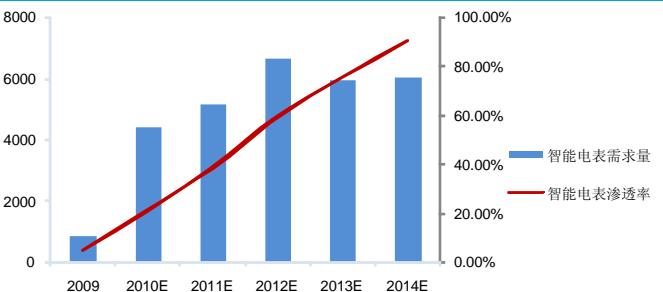
- 智能电网建设将带来智能电表的需求高峰，5年内实现2.4亿台的安装量，复合增长47%；而智能电网的加速建设将使智能电表短期需求井喷，3年内实现1.6亿台安装量和96%的销量复合增长。
- 首先电网投资加大替换需求。国内现有电表用户2.6亿户，考虑到电网资本开支作为国家投资的一部分，往往会加速电表替换，一般替换周期为5年，因此替换需求非常巨大。
- 其次来自可观的新增需求。未来5年电表的新增需求大概在6000万台左右，每年增长速度在8%左右。
- 最后来自渗透率提升。目前处于智能电网初级试点阶段，智能电表渗透率还很低，仅为17%，摒除一些地广人稀的山区或农村区域不适合安装智能电表外，未来智能电表渗透率将达到80%以上。

图表12：国内电能表需求预测



来源：国金证券研究所整理

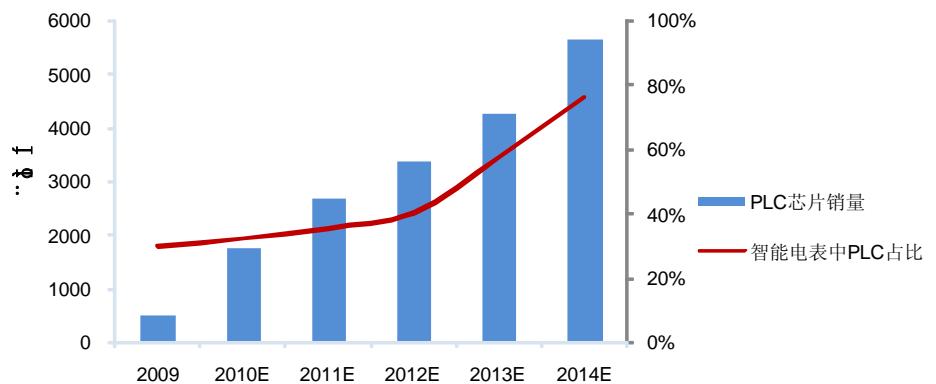
图表13：国内智能电表市场预测



■ 智能电网的全面建设将带来PLC芯片的爆发增长。我们认为5年内PLC芯片总需求将达1.6亿片，复合增长61%；而近3年是爆发增长期，总需求将达7800万片，复合增长85%。

- 首先受益于智能电网建设。PLC以现有电力线作为传输媒介，不再投资，维护费用低，覆盖面最广，而且不受布线和无线环境困扰，必将成为智能电网通信的主要手段，因此将最受益于智能电网建设。
- 其次来自渗透率提升。目前处于智能电网建设初期，PLC芯片利用率还很低，但作为未来智能电网通信的主要技术，其渗透率必将大幅提升。如目前载波电能表的市场占比仅为5.2%，但未来将超过70%（智能电表渗透率80%，而载波电表占比90%左右）。
- 最后受益于电能表的总体需求增长。根据电能表2.6亿台存量和5年6000万台增量，以及5年替换周期推算，电能表需求量每年复合增长9%，2014年的需求量在7000万台左右。

图表14：国内PLC芯片销量及PLC电表占比预测



来源：国金证券研究所

## 本土化、高集中度和进入壁垒使PLC行业毛利率维持高位

### 国外技术水土不服，国内企业享受本土化优势

- 国外企业的PLC芯片不适合国内电网，在国内市场的占有率极低。

- 国外的电力线载波芯片是在特定频率范围内，针对特定地区电网特性、电网结构设计和家庭内部自动化而设计，在中国的电网环境下使用不尽人意，仅有个别产品勉强适用，而且价格很高，难以提供系统级的解决方案，因此无法达到国内采购商的要求。

- 国内公司熟悉本国的电网特征、电网结构、居民住宅分布状况，深刻理解国内电力线载波通信应用环境的复杂性，能根据国内客户要求进行定制，而且产品性价比很高。
- 目前青岛东软、福星晓程、弥亚微电子、青岛鼎信基本垄断了国内PLC市场，占比达95%以上。
- 我国是全球电能表制造基地，本土采购为国内PLC芯片厂商创造机遇。
- 我国是全球最大的电能表生产制造基地和电能表出口国，许多产品具有较强的国际竞争力，庞大的产业制造基础和本土采购给国内PLC芯片企业带来更多机会。

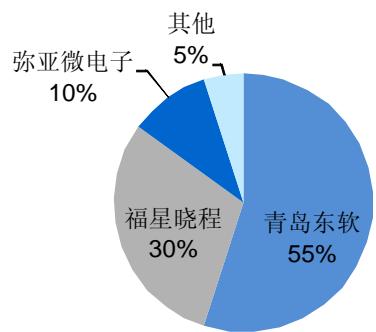
### 国内PLC芯片市场高度集中，竞争状况良好

- 目前国内PLC芯片市场集中度很高，CR4达到95%以上。
- 目前青岛东软、福星晓程、弥亚微电子、青岛鼎信基本垄断了国内PLC市场，总的市场占有率达到95%以上；同时它们又是各自细分市场（根据不同的中心载波频率）的龙头。
- 青岛东软以55%左右的市场占有率排名第一，福星晓程以30%位居第二，其次是弥亚微电子，市场占有率为10%左右。
- 智能电网通信标准的统一，必定淘汰那些不具有既定标准技术的PLC企业，行业集中度将进一步提升。
- PLC芯片行业毛利率明显高于下游电表公司和电子行业。
- 公司各报告期内PLC芯片的平均毛利率高达70%以上，明显高于公司33%左右的电表表毛利率，更高于2010年上半年电子行业29%的平均综合毛利率。

### 进入壁垒使行业竞争格局短期难以改变

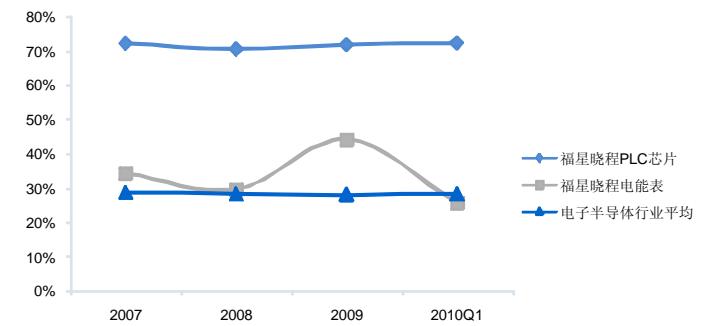
- PLC芯片行业具有一定的技术和市场壁垒，短时间内很难有新进入者对福星晓程等现有市场领导者构成威胁。
- 技术壁垒：集成电路设计涉及多学科、多工程、多技术，包括工程数学、半导体物理、电路理论、数字信息处理、数字/模拟集成电路、微机原理、集成电路CAD技术、微电子封装技术等；而且集成电路设计积极复杂，学习、设计、验证、流片、测试、生产等整个程序需要很长时间，还面临很高的失败风险。
- 市场壁垒：由于通信环境恶劣，PLC产品对功能、性能、稳定性和可靠性的要求很高；电力公司集中招标采购对产品质量提出了更高的要求。因此客户通常会认可质量可靠、技术先进的领先厂商的品牌和技术，形成一定的忠诚度，行业的新进入者通常难以在短期内取得客户认同，改变现有市场竞争格局。
- 市场集中和进入壁垒将使行业毛利率短期维持高位，福星晓程等PLC芯片企业将引来收入和利润双升态势。

图表15：国内PLC芯片市场分布



来源：国金证券研究所

图表16：PLC芯片毛利率维持高位



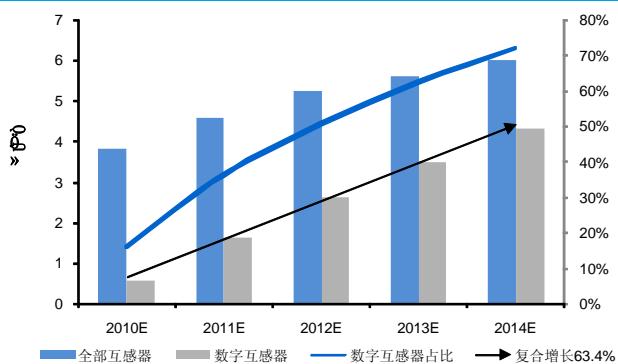
### 公司数字互感器募投项目前景看好

公司数字互感器产品开发取得明显进步，目前处于测试阶段，明年下半年将为公司带来收入。

#### 公司受益于国内外数字互感器市场的高速发展

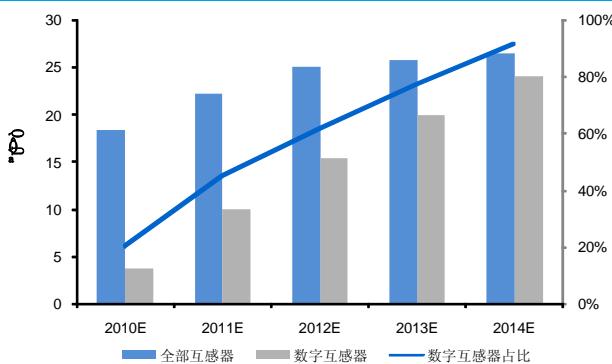
- 电能测量发展和互感器数字化趋势将带动数字互感器市场加速发展，赛迪顾问预测 2014 年全球数字互感器销量达到 4.35 亿块，复合增长率高达 63.4%，销售额在 24 亿元人民币左右。
  - 随着人类对电力资源依赖程度的日益提高，全社会对电能测量的需求将持续提升，将带动互感器市场稳步增长。预计 2014 年全球互感器市场规模将达到 6.04 亿块，年复合增长 13.5%。
  - 在数字化、智能化背景下，数字互感器凭借高性能、低成本等优点将快速替代传统互感器而实现高速增长，预计 2014 年数字互感器在互感器市场的比重将提升至 72%（2010 年仅为 15.80%）。
- 国内数字互感器发展数量最大，赛迪顾问预测 2014 年国内数字互感器销量达到 1.94 亿块，占全球市场份额 44.6%，年复合增长率达 58.2%，销售额在 10.7 亿元左右。
  - 国内作为全球最大的电工仪器仪表生产基地，在全球互感器发展中受益最深，互感器销量将从 2010 年的 1.6 亿块增加到 2014 年的 2.5 亿块。
  - 随着国内电能测量仪器仪表的不断升级和高端产品比重的不断加大，数字互感器市场将迅速增长，在互感器市场中的比重将提升至 77.6%（2010 年仅为 19.0%）。

图表17：全球数字互感器销量预测

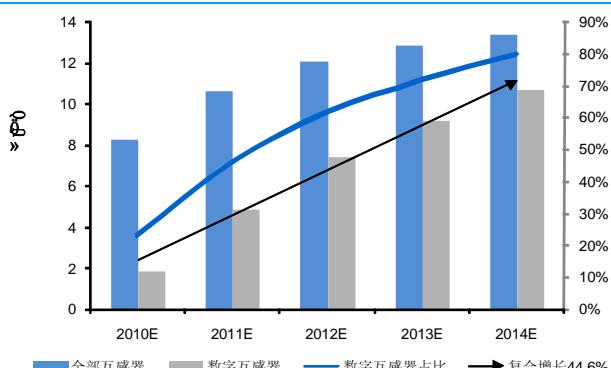


来源：国金证券研究所整理

图表18：全球数字互感器销售额预测

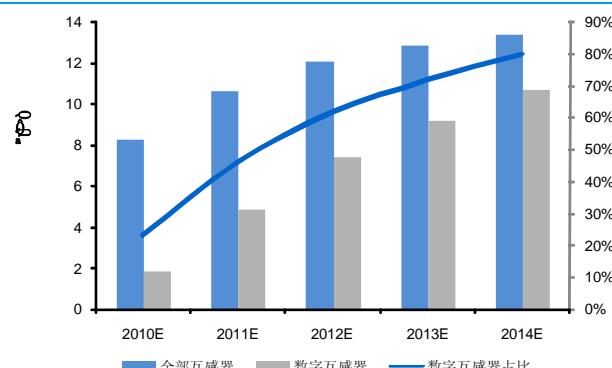


图表19：国内数字互感器销量预测



来源：国金证券研究所整理

图表20：国内数字互感器销售额预测



### 公司还受益于互感器数字化发展前景

- 互感器分为数字传感器和传统传感器，数字互感器具有稳定性好、精度高、功能强、实现简单、价格低等特点，有望迅速替代传统互感器而成为市场主流。
- 数字传互感器有效解决了传统互感器的以下几大问题：产品一致性差；测量精度低；设计复杂，需要设计不同模拟前端电路应对不同应用；元件成本和测试成本较高。
- 数字互感器还实现了传统互感器无法实现的直流分量（指交流电网中存在的直流成分）和高次谐波（指交流频率整数倍的正弦波分量）的测量，达到更加准确、全面的测量。

### 盈利预测与估值

#### 盈利预测

- 预计 2010-2012 年公司将分别实现营业收入 244、304 和 389 百万元，同比分别增长 10.9%、24.3% 和 27.9%；综合毛利率分别为 47.37%、50.15% 和 54.25%。

- 公司 11 年 EPS 为 1.864 元。预计 2010-2012 年公司将分别实现净利润 70、102 和 144 百万元，同比增长 10.1%、45.4% 和 41.3%。按发行后的总股本计算，对应的 EPS 分别为 1.282、1.864 和 2.634 元

图表21：公司主营产品收入和毛利率预测

项 目	2009	2010E	2011E	2012E
<b>电力线载波芯片</b>				
销售收入（百万元）	46.15	84.50	116.36	189.59
增长率 (YOY)	-99.13%	83.09%	37.71%	62.93%
毛利率	71.92%	70.00%	70.00%	70.00%
占总销售额比重	20.52%	34.53%	38.26%	48.75%
<b>数字互感器</b>				
销售收入（百万元）	0.00	0.00	25.60	45.50
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	77.73%
毛利率	0.00%	35.00%	40.00%	45.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	8.42%	11.70%
<b>电能表</b>				
销售收入（百万元）	158.05	143.52	145.89	138.04
增长率 (YOY)	252780.78%	-9.19%	1.65%	-5.38%
毛利率	44.31%	32.00%	35.00%	35.00%
占总销售额比重	70.27%	58.65%	47.96%	35.50%
<b>载波抄表集中器</b>				
销售收入（百万元）	20.71	16.70	16.32	15.76
增长率 (YOY)	33033.44%	-19.34%	-2.29%	-3.45%
毛利率	57.47%	65.00%	60.00%	60.00%
占总销售额比重	9.21%	6.83%	5.37%	4.05%
销售总收入（百万元）	224.91	244.72	304.17	388.89
销售总成本（百万元）	109.78	128.79	151.62	177.93
毛利（百万元）	115.12	115.93	152.55	210.96
平均毛利率	51.19%	47.37%	50.15%	54.25%

来源：国金证券研究所

## 估值

- 上调目标价至 92 元，对应 12 年 35 倍市盈率。我们参考国内同类集成电路公司平均 33 倍 PE，并综合考虑 PLC 行业增长的确定性和公司的行业地位，给予公司 12 年 35 倍 PE，对应 92 元目标价。
- 给予买入评级。公司目前股价为 79.66 元，相比 92 元的目标价还有 15.5% 的上涨空间，给予买入评级。

**图表22：国内同类公司的估值水平和盈利能力**

股票名称	收盘价(元)				EPS预测均值(元)			PE		PEG	PB	ROE	综合毛利率	净利润率
	2010-12-13	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2011	2009-12-31	2010Q1				
欧比特	27.14	0.51	0.69	0.96	53.05	39.39	28.17	1.14	13.44	2.56	37.06	22.57		
国民技术	145.77	1.76	2.44	3.19	82.85	59.71	45.69	1.54	53.59	23.06	50.28	30.80		
士兰微	24.18	0.56	0.81	1.04	43.47	29.87	23.15	0.66	12.03	5.68	32.49	15.66		
华微电子	11.86	0.21	0.37	0.48	56.10	31.92	24.88	0.42	4.10	1.25	32.64	8.67		
苏州固锝	16.89	0.26	0.33	0.40	64.96	51.97	42.23	2.08	9.28	3.68	18.49	10.32		
上海贝岭	9.23	0.04	0.09	0.10	230.75	102.56	92.30	0.82	3.72	0.06	17.18	1.89		
炬力集成(美股)	2.13								0.59	-1.22	39.57	-11.08		
PE均值不统计上海贝岭														
平均					60.09	42.57	32.82	1.11	16.03	6.05	31.36	14.98		
福星晓程	92.00	1.28	1.86	2.63	71.79	49.37	34.93	1.09	20.00	4.69	47.21	21.79		

来源：国金证券研究所整理

## 风险提示

### ■ 电力行业政策风险。

- 公司 80%以上的产品销往国内电力系统的相关客户，如果未来国家电力行业政策（如智能电网规划）发生变化或电力体制变革导致电力行业出现波动，对公司的经营业绩影响较大。
- 国家电网公司对智能电网的建设规划出现变化，如投资减少、投标延迟等，将对公司业绩产生重大影响。

### ■ 利润率和 ROE 下降风险。

- 募投项目固定资产投资较大，如果公司不能较好开拓市场，消化新增产能，将大幅增加折旧成本，降低利润率。
- 公司上市筹资后，募投项目如果无法按预期给公司带来收入和利润，公司的新募资金必将摊薄公司的 ROE 水平。

### ■ 市场占有率下滑风险

- 公司目前国内市场份额已经很高，如电力线载波芯片市占率已达 49%，而且国内竞争对手，如青岛东软、弥亚微电子也具有很强的竞争实力，公司存在市场占有率下滑风险。

**附录：三张报表预测摘要**

<b>损益表 (人民币百万元)</b>							<b>资产负债表 (人民币百万元)</b>						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>118</b>	<b>200</b>	<b>221</b>	<b>245</b>	<b>304</b>	<b>389</b>							
增长率	68.6%	10.5%	10.9%	24.3%	27.9%		货币资金	53	70	116	829	834	970
<b>主营业务成本</b>	<b>-60</b>	<b>-116</b>	<b>-108</b>	<b>-129</b>	<b>-152</b>	<b>-178</b>	应收账款	52	60	69	76	94	120
%销售收入	51.1%	58.2%	49.0%	52.6%	49.8%	45.8%	存货	28	28	29	35	42	49
<b>毛利</b>	<b>58</b>	<b>83</b>	<b>113</b>	<b>116</b>	<b>153</b>	<b>211</b>	其他流动资产	17	7	3	6	7	7
%销售收入	48.9%	41.8%	51.0%	47.4%	50.2%	54.2%	流动资产	150	165	216	946	976	1,146
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	%总资产	79.0%	70.4%	75.7%	80.5%	75.5%	78.8%
%销售收入	0.8%	0.5%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	长期投资	1	1	1	2	1	1
<b>营业费用</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>	<b>-15</b>	<b>-19</b>	固定资产	17	47	47	210	292	279
%销售收入	5.0%	4.8%	5.6%	5.0%	5.0%	5.0%	%总资产	9.1%	20.2%	16.6%	17.9%	22.6%	19.2%
<b>管理费用</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>	<b>-21</b>	<b>-29</b>	<b>-33</b>	<b>-39</b>	无形资产	17	18	18	14	21	27
%销售收入	9.5%	7.4%	9.4%	12.0%	11.0%	10.0%	非流动资产	40	69	69	229	316	309
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>40</b>	<b>58</b>	<b>77</b>	<b>73</b>	<b>102</b>	<b>151</b>	%总资产	21.0%	29.6%	24.3%	19.5%	24.5%	21.2%
%销售收入	33.6%	29.1%	35.1%	29.9%	33.7%	38.7%	<b>资产总计</b>	<b>190</b>	<b>234</b>	<b>286</b>	<b>1,175</b>	<b>1,292</b>	<b>1,455</b>
<b>财务费用</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	短期借款	0	10	10	0	0	0
%销售收入	-0.2%	0.5%	0.3%	-3.9%	-5.7%	-4.8%	应付款项	72	68	56	70	83	99
<b>资产减值损失</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他流动负债	19	10	21	1	1	1
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	91	88	87	70	84	100
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	1
%销售收入	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	2	2	5	0	0	0
<b>%税前利润</b>	<b>3.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>负债</b>	<b>92</b>	<b>90</b>	<b>92</b>	<b>70</b>	<b>84</b>	<b>101</b>
<b>营业利润</b>	<b>36</b>	<b>54</b>	<b>75</b>	<b>82</b>	<b>119</b>	<b>169</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>97</b>	<b>142</b>	<b>189</b>	<b>1,099</b>	<b>1,201</b>	<b>1,345</b>
<b>营业利润率</b>	<b>30.7%</b>	<b>27.3%</b>	<b>33.9%</b>	<b>33.5%</b>	<b>39.3%</b>	<b>43.5%</b>	<b>少数股东权益</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>9</b>
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>190</b>	<b>234</b>	<b>286</b>	<b>1,175</b>	<b>1,292</b>	<b>1,455</b>
<b>税前利润</b>	<b>39</b>	<b>56</b>	<b>77</b>	<b>84</b>	<b>122</b>	<b>172</b>							
<b>利润率</b>	<b>32.7%</b>	<b>28.1%</b>	<b>35.1%</b>	<b>34.5%</b>	<b>40.1%</b>	<b>44.1%</b>							
<b>所得税</b>	<b>-4</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>	<b>-13</b>	<b>-18</b>	<b>-26</b>							
<b>所得税率</b>	<b>10.2%</b>	<b>17.1%</b>	<b>15.3%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>							
<b>净利润</b>	<b>35</b>	<b>46</b>	<b>66</b>	<b>72</b>	<b>104</b>	<b>146</b>							
<b>少数股东损益</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>34</b>	<b>45</b>	<b>64</b>	<b>70</b>	<b>102</b>	<b>144</b>							
<b>净利率</b>	<b>28.9%</b>	<b>22.5%</b>	<b>28.9%</b>	<b>28.7%</b>	<b>33.6%</b>	<b>37.1%</b>							
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							<b>比率分析</b>						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>35</b>	<b>46</b>	<b>66</b>	<b>72</b>	<b>104</b>	<b>146</b>	<b>每股指标</b>						
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>每股收益</b>	<b>0.911</b>	<b>1.095</b>	<b>1.552</b>	<b>1.282</b>	<b>1.864</b>	<b>2.634</b>
<b>非现金支出</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>10</b>	<b>22</b>	<b>38</b>	<b>每股净资产</b>	<b>2.592</b>	<b>3.449</b>	<b>4.602</b>	<b>20.050</b>	<b>21.914</b>	<b>24.548</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-4</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>每股经营现金净流</b>	<b>1.188</b>	<b>0.697</b>	<b>1.619</b>	<b>1.079</b>	<b>2.020</b>	<b>2.970</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>7</b>	<b>-24</b>	<b>-3</b>	<b>-22</b>	<b>-12</b>	<b>-18</b>	<b>每股股利</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>45</b>	<b>29</b>	<b>67</b>	<b>59</b>	<b>111</b>	<b>163</b>	<b>回报率</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-18</b>	<b>-20</b>	<b>-4</b>	<b>-168</b>	<b>-107</b>	<b>-28</b>	<b>净资产收益率</b>	<b>35.16%</b>	<b>31.75%</b>	<b>33.73%</b>	<b>6.39%</b>	<b>8.50%</b>	<b>10.73%</b>
<b>投资</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>总资产收益率</b>	<b>17.95%</b>	<b>19.23%</b>	<b>22.34%</b>	<b>5.98%</b>	<b>7.91%</b>	<b>9.92%</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>投入资本收益率</b>	<b>36.40%</b>	<b>31.23%</b>	<b>32.29%</b>	<b>5.63%</b>	<b>7.20%</b>	<b>9.45%</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-29</b>	<b>-20</b>	<b>-4</b>	<b>-169</b>	<b>-107</b>	<b>-28</b>	<b>增长率</b>						
<b>股权募资</b>	<b>19</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>839</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>主营业务收入增长率</b>	<b>77.34%</b>	<b>68.59%</b>	<b>10.54%</b>	<b>10.87%</b>	<b>24.29%</b>	<b>27.85%</b>
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>-15</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>EBIT增长率</b>	<b>201.90%</b>	<b>46.08%</b>	<b>33.35%</b>	<b>-5.63%</b>	<b>40.01%</b>	<b>47.21%</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>-12</b>	<b>-17</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>净利润增长率</b>	<b>178.96%</b>	<b>31.71%</b>	<b>41.71%</b>	<b>10.09%</b>	<b>45.41%</b>	<b>41.34%</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>19</b>	<b>9</b>	<b>-17</b>	<b>824</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>总资产增长率</b>	<b>175.80%</b>	<b>22.93%</b>	<b>22.02%</b>	<b>311.39%</b>	<b>9.95%</b>	<b>12.62%</b>
<b>现金净流量</b>	<b>34</b>	<b>17</b>	<b>45</b>	<b>714</b>	<b>4</b>	<b>136</b>	<b>资产管理能力</b>						
							<b>应收账款周转天数</b>	<b>106.1</b>	<b>75.9</b>	<b>89.6</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
							<b>存货周转天数</b>	<b>109.3</b>	<b>86.9</b>	<b>95.3</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
							<b>应付账款周转天数</b>	<b>161.3</b>	<b>136.6</b>	<b>139.9</b>	<b>140.0</b>	<b>140.0</b>	<b>140.0</b>
							<b>固定资产周转天数</b>	<b>53.2</b>	<b>31.2</b>	<b>78.4</b>	<b>88.6</b>	<b>205.0</b>	<b>204.2</b>
							<b>偿债能力</b>						
							<b>净负债/股东权益</b>	<b>-54.16%</b>	<b>-41.67%</b>	<b>-54.58%</b>	<b>-75.10%</b>	<b>-69.01%</b>	<b>-71.56%</b>
							<b>EBIT利息保障倍数</b>	<b>-146.6</b>	<b>56.8</b>	<b>115.9</b>	<b>-7.7</b>	<b>-5.9</b>	<b>-8.1</b>
							<b>资产负债率</b>	<b>48.45%</b>	<b>38.42%</b>	<b>32.31%</b>	<b>5.99%</b>	<b>6.48%</b>	<b>6.93%</b>

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	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

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 2010-11-12	买入	81.87	75.00 ~ 75.00

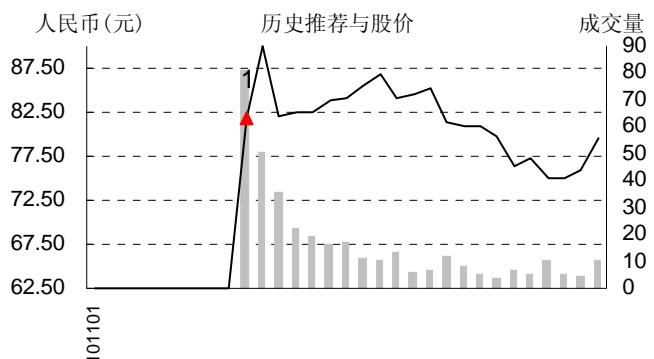
来源：国金证券研究所

### 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形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