

电气自控设备

熊琳

0755-82026734

xionglin@cjis.cn

东源电器

002074

推荐

受益行业加大投资，存在超预期的增长可能性

我们认为目前电力设备行业在确定性中寻找超预期是重点。东源电器作为江苏省中低压开关领域的龙头，地域优势保证了公司能够抓住行业加大投资的机遇，公司产品结构的不断优化、行业竞争规则的逐步规范、优秀的成本控制能力以及民营企业良好的管理体制，使得公司毛利率提升空间明显。而我们认为公司海外业务的超预期增长则可能构成股价上涨的催化剂。

投资要点：

■ **东源电器是江苏省中低压开关行业龙头。**目前开关柜业务是公司的主要收入与利润来源，占营业收入和利润的比重在 80% 以上，而且主要集中在 40.5kV 开关柜。优势产品 40.5kV 真空断路器和 40.5kV 金属封闭开关产量排名行业第一和第二。

■ **从行业来看，中低压领域 09 年新增投资较大。**我们认为新增投资规划体现在中低端电压等级将更为明显，即主要增量就在城农网投资。城农网的主要电压等级是在 10-220kV，其中尤以 35-110kV 的比例较大。东源电器的产品电压级别就集中在 10-110kV，属于行业投资加大的受益者。

■ **公司收入毛利率有显著提升空间，管理有效。**

收入的提升得益于行业的加大投资。行业竞争激烈，但公司在 40.5kV 产品等级优势明显，20kV 新产品技术领先；江苏市场的区域性优势也保证了可以获取稳定的订单；即使招投标价格下滑，从规划来看量的增长幅度远高于价格下降的幅度，因此我们认为公司必然能够保持和行业一致的增速。

多重因素使得毛利率有提升空间。客户指定部件配套比例下降使得 08 年毛利率有所提升，未来自有配套比例还有提升；新产品逐步进入市场从结构上保证综合毛利率提升；在手订单周期可以带来短期原材料采购以及交货期滞后的毛利率提升。

民营企业的管理有效。成本控制有效，销售渠道的整合使得费用有所压缩。

■ **投资建议：**我们预计 2009-2010 年公司 EPS 分别为 0.53 元和 0.68 元，目前估值水平处于行业较低。我们给现有业绩 09 年 20 倍 PE，考虑新增海外业务可能带来的超预期，目标价 13 元，首次评级“推荐”。

6-12 个月目标价：13.00 元

当前股价：9.20 元

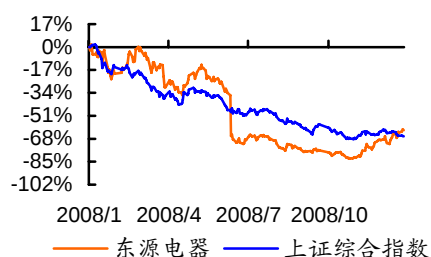
评级调整：首次

基本资料

上证综合指数	1986.67
总股本(百万)	141
流通股本(百万)	83
流通市值(亿)	8
EPS (TTM)	0.32
每股净资产(元)	2.59
资产负债率	44.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
东源电器	5.38	71.00	11.65
上证综合指数	-1.58	2.90	-28.49



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	338	485	653	813
同比(%)	21%	43%	35%	24%
归属母公司净利润(百万元)	33	49	75	95
同比(%)	28%	50%	53%	27%
毛利率(%)	28.8%	29.3%	31.1%	30.3%
ROE(%)	10.0%	13.3%	16.9%	17.7%
每股收益(元)	0.23	0.35	0.53	0.68
P/E	39.56	26.44	17.28	13.57
P/B	3.94	3.51	2.91	2.40
EV/EBITDA	23	14	10	8

资料来源：中投证券研究所

目 录

一、公司简介：中压开关领域龙头	3
二、从行业来看，中低压领域 09 年新增投资较大	3
三、公司分析：收入毛利率有提升空间，管理有效	4
3.1 收入的提升得益于行业的加大投资	4
3.2 多重因素使得毛利率有提升空间	8
3.3 民营企业的管理有效	9
3.4 盈利预测假设：	10
四、投资建议：推荐	12

一、公司简介：中压开关领域龙头

江苏东源电器集团股份有限公司是华东地区最大的成套高低压开关设备生产基地之一，江苏省开关行业中的重点骨干企业。公司于 1995 年由通州市开关总厂和通州市东源制衣厂共同出资成立。公司第一大股东和实际控制人为通州市十总集体资产投资中心，持有公司 32.23% 的股份。自然人孙益源为董事长和公司法定代表人。目前公司总股本为 14076 万股，其中非受限流通股为 8261.49 万股。

公司下有主要产品包括 12kV 系列开关及开关柜、40.5kV 系列开关及开关柜、126kV 系列开关 (含 GIS 组合电器)、变压器、互感器和轻钢结构产品。目前开关柜业务是公司的主要收入与利润来源，开关和开关柜系列产品占营业收入和利润的比重在 80% 以上，而且主要集中在 40.5kV 开关柜。2007 年，东源电器的优势产品 40.5kV 真空断路器和 40.5kV 金属封闭开关产量分别排名行业第一和第二。

图 1：公司主营业务收入构成

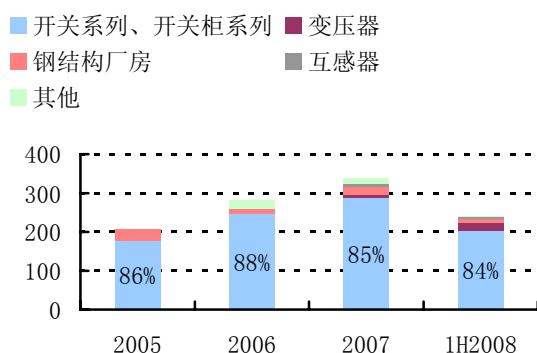
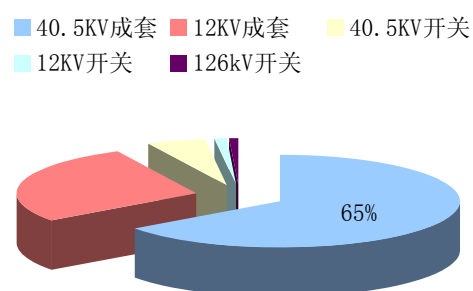


图 2：公司开关系列、开关柜系列收入构成



资料来源：上市公司公告、中投证券研究所整理

东源电器的开关系列、开关柜系列主要是 12-40.5kV 真空断路器及开关柜。真空断路器是指开关触头在真空中关合、开断的断路器，相较其他类型的断路器，优势独特：包括采用真空灭弧方式的环保优势；一体化结构新结构优势；具有自动化控制保护功能及智能化在线检测功能的智能化优势；可以广泛适用于发电厂、变电所等配电系统的控制保护，尤其适用于开断主要负荷及频繁操作的场所。

二、从行业来看，中低压领域 09 年新增投资较大

08 年 11 月 5 日，国务院常务会议研究确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，两大电网公司均已对外公布 08 年新增投资方案以及其近 2-3 年的投资规划。我们认为，从规划情况来看，输配电行业的增长趋势更加确定。

国家电网未来两年除了正常电网投资建设将加大力度，初步预计 3 年内投资规模将达到 1.16 万亿。南方电网今明两年进一步加大城网改造和农网完善的投资力度，初步计划每年新增加投资约 300 亿元用于城网改造和农网完善。

表 1: “十一五”两网公司投资额及预测

	2006A	2007A	2008E	2009-2010 年 年均投资
国网（亿元）	1769	2130	2640	3733
南网（亿元）	373.14	419	489.5	900
total	2142.14	2549	3129.5	4633
增长率	-	19%	23%	48%

数据来源：国家电网公司、中投证券研究所

对于 09 年，我们认为新增投资规划体现在中低端电压等级将更为明显，即主要增量就在城农网投资。主要判断依据在于，其一，500kV 线路先期规划一般 0.5-1 年，新增规划在 09 年迅速落实到 500kV 以上路线的可能性不大，而特高压线路更是如此。其二，从设备商在手订单来看，500kV 以上等级的厂商基本已经对于 09 年排产完毕，产能限制其超预期。其三，从设备商销售部门的反馈来看，各省电力公司对于 09 年均相当乐观，已经开始上报需求，预计二季度增长就可以体现。因此单看 09 年，超预期的部分将体现在 220kV 及以下部分。

城农网的主要电压等级是在 10-220kV，其中尤以 35-110kV 的比例较大。此次“国十条”明确提出了要加大城农网建设的投资，所以从政策方向上我们认为中低压设备将会明显受益于未来两三年城农网投资的加大。

不过我们需要指出的是，由于电网公司控制成本，原材料价格下降带来的竞标价格下降，虽然线路规划带来的设备需求量上升，但整体而言行业总体投资额可能不会明显上升。因此我们认为由于不同地区投资增速的差异带来的行业机会更为重要。由于南方电网公司的投资规模已经确定，华南市场的增长性会显得更加明确。而就国网各地区差异来看，华东（尤其是江苏省）相对而言增长性较为明确。

三、公司分析：收入毛利率有提升空间，管理有效

3.1 收入的提升得益于行业的加大投资

正如我们前面分析，未来两三年城农网的投资加大。东源电器的产品电压级别就集中在 10-110kV，属于行业投资加大的受益者。我们认为，在国内中低压配网需求加大的行业机遇下，东源电器应该能够把握机会，收入能够得以与行业加大投资而得以提升。

目前市场对于公司是否能够明显受益行业加大投资存在以下疑虑：

- 行业竞争激烈，虽然市场蛋糕增大，但分蛋糕的厂商增多，公司优势何在？

从行业厂商来看，12kV 真空断路器行业有近 200 家企业，竞争激烈，用户群体以电力系统为主，产品盈利能力差；40.5kV 真空断路器行业有 50 余家企业，竞争较为缓和，盈利能力相对有所保障。

东源电器目前的主要产品集中在 40.5kV 等级，12kV 等级的产品已经日趋减少。公司在 40.5kV 等级优势明显，07 年 40.5kV 真空断路器和 40.5kV 金属封闭开关产量分别排名行业第一和第二，市场占有率分别为 20%和 7%。我们认为公司凭借目前的行业地位以及客户覆盖面，可以保证优势产品 40.5kV 等级产品的稳定增长，保证跟行业一致的增速。

图 3：07 年 40.5kV 真空断路器国内生产占比

东源电器 山东泰开 河南森源电气
厦门ABB 其他

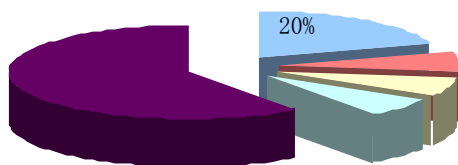
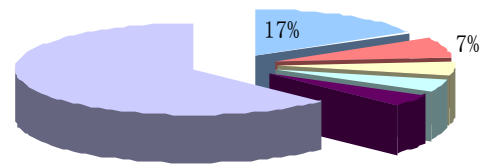


图 4：07 年 40.5kV 金属封闭开关国内生产占比

河南森源电气 东源电器 厦门ABB
华仪电器 山东泰开 其他



资料来源：《高压开关行业年鉴 2007》、中投证券研究所整理

另外，公司通过不断的开发新产品以提升竞争力。其一，公司在高电压等级逐步拓展。目前 126KV 开关产品已经形成系列化，包括 GIS、隔离开关、互感器及断路器等都已经小批量生产。公司后续仍会扩大 126KV 开关产品的销量以及研发 220KV 的系列开关产品。其二，开发 20KV 系列开关产品。目前我国电网架构是 110KV/35KV/10KV，采用 110/20KV 结构可以有效减少变电层次，降低电能损耗，节约设备投资、年运行费及维护工作量，减少电力设施所占的通道及土地面积。东源电器已经可以形成 20KV 的产业系列化。

- 区域化市场明显，仅江苏市场能否保证公司的增长？

从公司的市场区域来看，目前的主要市场为江苏市场，从 08 年公司的收入分地区构成来看，江苏省占比接近 60%。

图 5: 07 年公司收入分地区构成

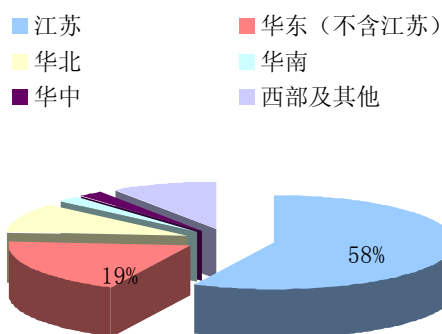
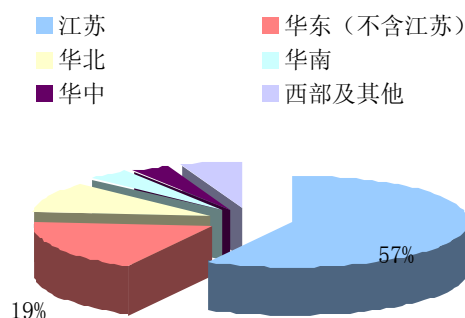


图 6: 08 年上半年公司收入分地区构成



资料来源：上市公司公告、中投证券研究所整理

东源电器目前的业务重点是巩固传统业务（即 12kv 和 40.5kv 中压开关系列产品）在江苏的优势地位（约 30% 的市场份额）；同时大力拓展省外市场。从地域上看目前省外业务已经占到公司销售额的 40% 以上。

我们认为公司主要市场在于江苏，对于公司而言实际是非常明显的区位优势。华东电网是目前国内最大的区域电网，而江苏省电力公司作为我国最大规模的省级电网之一。公司地处江苏通州，邻近上海、南京、杭州、苏州、无锡等经济发达城市，水陆空交通运输便捷，产品辐射面广。

江苏市场依然是公司发展的重点。根据江苏电网的网架设计规划，按照“1 个 500 千伏主网、20 个左右 220 千伏分区电网、100 个左右 110 千伏互供电网”的结构进行规划、设计和建设，实现“500 千伏覆盖全省、220 千伏分区互济、110 千伏灵活备供”和“上级故障下级支援”，在结构布局上有效提高电网抗灾变能力。因此长期以来江苏电网对 220kV 及以下都会有较大的建设需求。另一方面，截至 2008 年底，江苏省基本完成“十一五”新农村电气化项目的 50%，我们预计在未来 2 年还应该持续投资。

另外，江苏省率先实施 20kV 电压等级（将 35kV 和 10kV 统一到 20kV），东源电器成为江苏省唯一 20kV 开关制造商；如果在其他省份开始推广 20kV 等级，东源电器会将在江苏的优势参加其他省市竞争。

而对于省外市场，公司目前也投入了较大的力量进行开拓。省外中压开关的市场开拓关键在于营销，需要有足够的人手跑市场。营销人员必须有专业背景并且熟悉公司自身产品情况，因此一般从公司内部生产、技术部门调配，而本身这些部门人手就偏紧，目前正在抓紧引进营销人才。江苏省外市场成为新的增长点。

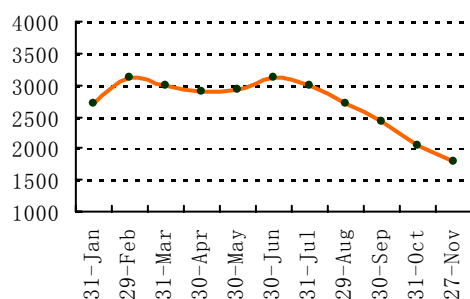
➤ 招投标价格下跌较为明显，收入增长是否能够体现？

自 08 年 6 月以来，开关设备的主要原材料铜、铝价格下降 50% 左右，原材料价格的下降直接使产品成本下降明显。我们从设备商了解到，基本每次招

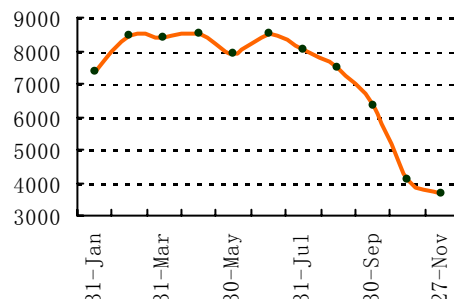
标报价都是在考虑成本的基础上保证一定的毛利空间进行报价。因此从设备商的反馈来看，开关成套设备的投标价格均价已经下滑了 20%。

图 7：电力设备主要原材料 08 年走势

LME 三月期铝价格趋势（美元/吨）



LME 三月期铜价格趋势（美元/吨）



数据来源：WIND、中投证券研究所整理

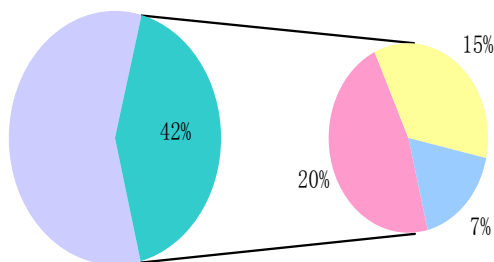
表 2：原材料价格变化对设备成本敏感性分析

	GIS(断路器)	隔离开关
铜、铝占原材料比例	30%	40%
原材料占总成本比例	65%	70%
铜、铝价格变化引致成本变化的幅度		
-60%	-11.70%	-16.80%
-50%	-9.75%	-14.00%
-40%	-7.80%	-11.20%
-30%	-5.85%	-8.40%

数据来源：中投证券研究所整理

图 8：东源电器产品成本构成

■ 非原材料 ■ 金属材料（钢、铜、铝等） ■ 真空灭弧室 ■ 互感器



数据来源：公司资料

真空灭弧室的主要构成为金属触头、金属波纹管、绝缘陶瓷，互感器的主要构成亦为金属材料，且开关柜的主要面板为钢板，因此，钢板、铜材、铝材等有色金属的价格直接影响到整体行业的成本。

我们通过调研的多家中低端设备商的反馈，基本对于 09 年的销售额增速相对比较谨慎，主要原因即为竞标价格下降幅度过大，以至于销售数量的增长仅能保证销售收入的持平。

我们认为，首先原材料价格经过前段时间的大幅调整，下滑的空间已经不大。而行业内的价格战主要也是基于原材料价格调整而进行的下调，如果原材料价格企稳，招投标价格也将企稳。其次，各省网尤其是江苏省网 09-10 年对于城农网的建设增长较快，从规划来看量的增长幅度应该远高于价格下降的幅度，因此虽然目前招投标价格下降明显，我们依然认为企业的高增速是可以保证的。

3.2 多重因素使得毛利率有提升空间

从毛利率来看，公司产品毛利率一直保持在较高水平，近几年整体波动较为平稳。我们需要指出的是，从产品大类来看，公司近年来的开关产品比例呈下降趋势，主要原因在于伴随着开关柜销量的增长，用于内部配套的开关系列产品数量大幅增加，相应直接对外销售减少。而按产品分析，开关的毛利率比开关柜的毛利率要高出 20 多个百分点左右。公司近几年的毛利率稳定主要是产品结构调整所致，主导产品 40.5kV 系列开关柜的毛利率逐年上升，公司在该电压等级的领先优势明显。

在毛利率保持稳定的前提下，我们认为未来 1-2 年公司毛利率还有提升空间。

- 公司产品指定部件配套比例下降使得 08 年毛利率有所提升，未来自有配套比例还有提升。

在电力设备行业，存在许多电网三产企业，这些三产企业的分红是电网公司职工的重要收入来源。因此，在各省电力局招标过程中，会较多的向这些企业倾斜，尤其是在中低压设备行业，由于相对而言技术门槛没有高压等级明显，关系中标就更为明显。以江苏省电网为例，江苏帕威尔、无锡恒驰等公司在招标中往往能取得较大的市场份额。

除此之外，由于电网三产企业的存在，还经常出现的一种现象是，虽然企业中标了整个开关柜的订单，但其中如断路器、互感器等主要的部件，电网客户会要求指定的旗下控股三产厂家配套而不是用中标企业自己生产的配套部件，这种大量的指定配套部件的现象必然会吞噬中标企业的大量利润。

不过我们已经看到这种迹象的逐步好转，国资委 2008 年 10 月 8 日出台规范国企职工持股意见，要求电网公司逐步退出三产企业的股权，目前这一意见也正在实施过程中。我们认为，随着三产企业逐步规范，东源电器的中标订单

中制定配套的比例必然会减少，这一迹象实际在 08 年底的招标中已经有所体现。而对于公司，开关柜的核心部件完全具备自产能力，随着自有配套比例的提升，毛利率必然会随之提升。

➤ 新产品逐步进入市场从结构上保证综合毛利率提升。

09 年东源电器在新产品上的主要看点在于 20kV 产品。08 年，江苏公司结合地方实际，推广应用 20kV 电压供电，制定了相应的设备技术标准。08 年 9 月 2 日，按此标准设计建造的首座 20kV 变电站在南京投运，09 年江苏省将大范围推广这一电压等级。东源电器的 20kV 产品已经能够实现产业化，因此公司必然能够抓住这一行业机遇，获取大量订单。而相对而言，20kV 产品毛利率比起原有的 35kV 和 10kV 产品毛利率相对较高，我们判断从结构上也可以拉高公司综合毛利率。

➤ 在手订单周期可以带来短期原材料采购以及交货期滞后的毛利率提升。

对于电力设备整个行业，09 年上半年都会或多或少的受益于前期原材料价格下降和在手订单之间的滞后效应所带来的毛利率提升。虽然东源电器由于产品周期短，在手订单数量相对较少，但是我们认为在于每次报价保证毛利率的基础上，08 年四季度大量采购的铜排依然会对 09 年上半年交货产品的毛利率有一定的贡献。

3.3 民营企业的管理有效

➤ 成本控制得当

做为民营企业，东源电器在成本控制方面较同行业优势明显。我们选取开关行业龙头平高电气作为比较，从产品类别来看，平高电气生产的主要是 220kV 开关产品，其毛利率水平应该明显高于东源电器的主打产品 40.5kV 开关柜。但是我们从历年的毛利率水平来开，两家公司的毛利率基本相当。我们认为，东源电器的毛利率可以保持在行业内较高水平的原因在于民营企业优秀的成本控制能力。

公司多年经营开关设备生产业务，与各主要供应商保持着长期稳定的商业关系，原辅材料供应充足、渠道畅通。从上游零部件的供给来看，40.5kV 及其以下产品相对技术门槛较低，基本不会出现零部件瓶颈问题。而多家可选择的长期供应商的存在也使得公司存在一定的零部件议价能力。

➤ 整合销售渠道压缩费用

公司前三季度销售费用率和管理费用率分别为 4.9%和 5.4%，而对应去年则分别是 5.1%和 5.8%，均出现一定程度的下降。

销售费用率的下降我们认为其中一个原因是公司在收购了苏州天利电器、南通东源互感器两家公司后所表现的规模效应，通过整合销售渠道压缩了销售

费用。不过由于 09 年公司会加大外省市市场的开拓以及新产品的推广，新品推广费用增加及运输费用增长支出使得销售费用率继续下降的可能性不大。

公司管理费用主要包括技术开发费、计提的坏账准备、管理人员工资、福利费、劳动保险费、业务招待费等。相对而言，东源电器所处的行业竞争较为激烈，要在竞争中赶上行业其他知名公司，技术上不断缩小差距是关键，因此不断创新，进行技术人才、项目上的储备，技术研发必须不断投入，研发费不会下降。不过作为民营企业，东源电器在其他方面的费用控制能力必然高于国有企业。

3.4 盈利预测假设：

➤ 收入：

东源电器的收入构成中，开关系列、开关柜系列的收入占总收入的比例在 08 年达到 80%。这一部分也是我们最为看好的公司业务。

东源电器在 40.5kV 开关柜系列优势明显。我们认为，09 年江苏省依然会加大 110kV 及以下的投资。考虑产品招投标价格下降 20%后，江苏省对于低压等级投资额增长 50%，其他地区增长 20%，则 09 年公司开关系列、开关柜系列的收入增长达到 38%。

07 下半年东源电器收购苏州天利电器 87.36%的股权、南通东源互感器 50.96%的股权，增加了变压器和互感器的产品业务。目前这两项新业务发展良好，未来三年的复合增长率在 30%以上。

表 3：东源电器收入预测

收入（百万元）	2007A	2008E	2009E	2010E
开关系列、开关柜系列	287.08	387.56	534.83	668.54
增长率	16.64%	35.00%	38.00%	25.00%
变压器	8.01	49.05	63.76	82.89
增长率		10.00%	30.00%	30.00%
钢结构厂房	21.65	23.82	26.20	28.82
增长率	57.45%	10.00%	10.00%	10.00%
互感器	7.94	11.26	14.63	19.02
增长率		20.00%	30.00%	30.00%
其他	13.26	13.26	13.26	13.26
营业收入	337.94	484.94	652.68	812.53
增长率	20.59%	43.50%	34.59%	24.49%

数据来源：中投证券研究所

➤ 毛利率:

通过前面的分析,我们认为公司开关系列、开关柜系列产品的毛利率会有明显的提升。其他产品毛利率暂假设其维持不变。

表 4: 东源电器毛利率预测

毛利率	2007A	2008E	2009E	2010E
开关系列、开关柜系列	30.31%	30.31%	32.31%	31.31%
变压器	13.11%	29.37%	29.37%	29.37%
钢结构厂房	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%
互感器	23.55%	23.55%	23.55%	23.55%
其他	32.05%	32.05%	32.05%	32.05%
综合毛利率	28.80%	29.33%	31.11%	30.35%

数据来源: 中投证券研究所

➤ 费用率:

由于公司目前对于省外市场加强开拓,因此我们认为营业利润率下降的空间不大。而考虑到民营企业的管理能力,管理费用率则假设每年略有下降。

表 5: 东源电器盈利预测

项目(单位: 百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	338	485	653	813
减: 营业成本	241	343	450	566
减: 营业税金及附加	2	2	3	4
减: 营业费用	15	21	29	31
减: 管理费用	27	37	46	57
减: 财务费用	4	10	17	17
减: 资产减值损失	6	4	5	5
二、营业利润	44	68	104	133
加: 营业外收入	3	2	2	2
减: 营业外支出	1	1	1	1
三、利润总额	46	69	105	134
减: 所得税	6	9	13	17
四、净利润	40	60	92	117
减: 少数股东损益	7	11	17	21
五、归属母公司净利润	33	49	75	95
总股本	83	141	141	141
EPS	0.40	0.35	0.53	0.68

数据来源: 中投证券研究所

四、投资建议：推荐

行业方面，东源电器受益于两网公司对于配网改造、农网建设的加大投资，作为江苏省中低压开关领域的龙头，地域优势也保证了公司能够抓住行业机遇，收入高速增长可以持续。公司自身方面，产品结构的不断优化、行业竞争规则的不断规范、优秀的成本控制能力以及民营企业良好的管理体制，使得公司毛利率提升空间明显。

对于目前电力设备行业的判断，我们认为，从估值水平而言，整体已经体现了行业的确定性溢价，而在确定性中寻找超预期则是重点。东源电器现有业务的估值水平完全可以支撑目前股价，而我们认为公司海外业务的超预期增长则可能构成股价上涨的催化剂。公司产品已相继外销伊朗、苏丹、印尼、南非、亚美尼亚、越南等国家和地区，我们判断未来几年海外业务将成为公司业绩的一个明显增长点，每年业绩贡献可能要接近全部利润的 30%。

我们预计 2009-2010 年公司 EPS 分别为 0.53 元和 0.68 元，目前估值水平处于行业较低。我们给现有业绩 09 年 20 倍 PE，考虑新增海外业务可能带来的超预期，目标价 13 元，首次评级“推荐”。

风险提示：公司第二大股东南通通能投资实业有限责任公司持股 1823.69 万股，存在减持的可能性。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	450	517	713	881	营业收入	338	485	653	813
现金	132	112	150	187	营业成本	241	343	450	566
应收账款	203	255	359	441	营业税金及附加	2	2	3	4
其它应收款	15	18	26	32	营业费用	15	21	29	31
预付账款	33	37	53	64	管理费用	27	37	46	57
存货	63	92	119	151	财务费用	4	10	17	17
其他	5	3	5	6	资产减值损失	6	4	5	5
非流动资产	201	350	356	345	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	164	310	310	293	营业利润	44	68	104	133
无形资产	23	29	35	41	营业外收入	3	2	2	2
其他	14	12	12	11	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	652	868	1069	1226	利润总额	46	69	105	134
流动负债	286	452	562	602	所得税	6	9	13	17
短期借款	123	255	308	296	净利润	40	60	92	117
应付账款	84	115	153	192	少数股东损益	7	11	17	21
其他	79	82	101	114	归属母公司净利润	33	49	75	95
非流动负债	2	0	0	0	EBITDA	58	92	139	169
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.40	0.35	0.53	0.68
其他	2	0	0	0					
负债合计	288	452	562	602	主要财务比率				
少数股东权益	35	46	63	85	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	83	141	141	141	成长能力				
资本公积	144	86	86	86	营业收入	20.6%	43.5%	34.6%	24.5%
留存收益	102	143	218	313	营业利润	28.4%	52.2%	53.7%	27.7%
归属母公司股东权益	329	369	444	540	归属于母公司净利润	28.3%	49.6%	53.0%	27.3%
负债和股东权益	652	868	1069	1226	获利能力				
					毛利率	28.8%	29.3%	31.1%	30.3%
					净利率	9.7%	10.1%	11.5%	11.7%
					ROE	10.0%	13.3%	16.9%	17.7%
					ROIC	11.5%	11.9%	15.6%	17.5%
					偿债能力				
					资产负债率	44.2%	52.1%	52.5%	49.1%
					净负债比率	48.00	59.69%	57.48	51.67%
					流动比率	1.58	1.14	1.27	1.46
					速动比率	1.36	0.94	1.06	1.21
					营运能力				
					总资产周转率	0.60	0.64	0.67	0.71
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	3.29	3.44	3.35	3.28
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.23	0.35	0.53	0.68
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.15	0.20	0.19	0.52
					每股净资产(最新摊薄)	2.33	2.62	3.16	3.83
					估值比率				
					P/E	39.56	26.44	17.28	13.57
					P/B	3.94	3.51	2.91	2.40
					EV/EBITDA	23	14	10	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

熊琳, 中投证券研究所电力设备行业分析师, 上海财经大学财务管理硕士。

主要研究覆盖公司: 荣信股份、思源电气、国电南瑞、平高电气、许继电气、置信电气、国电南自、东方电气、特变电工、金风科技等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434