

业绩大幅低于预期

研究结论

- 公司 2008 年分别实现营业收入、利润总额和归属于上市公司股东的净利润 11.07 亿元、1.41 亿元和 1.25 亿元，同比分别增长 2.38%、-15.57% 和 -11.99%，扣除非经常性损益的归属于上市公司股东的净利润为 1.15 亿元，同比下降 6.05%。实现每股收益 0.49 元。远低于市场预期。
- 公司销售收入仅完成预算的 86.76%，归属于上市公司股东的净利润仅完成预算的 78.48%。主要原因有四个：（1）受雪灾、地震等自然灾害和奥运保电的影响，部分客户工程延迟交货影响收入确认。（该部分大约有 1.5 亿元左右）；（2）销售合同出现较大增长，相应中标费用、新产品新技术推广费用增加；（3）新会计准则要求 2008 年支付福利费全部计入当期损益，对本年度利润影响较大；（4）人工成本的增加。（后三个原因亦导致管理费用和销售费用增长 32.08% 和 27.35%，营业收入占比分别达到 14.23% 和 7.02%）
- 销售收入细分来看，电网调度自动化同比增长 13.03%，显示公司在该产品的竞争优势，市场份额与毛利率均出现提升（毛利率增长 3.44 个百分点）。变电站自动化尤其是中低端市场的同质化竞争仍然激烈，公司该部分收入同比下降 11.78%，毛利率下降 3.17 个百分点。农电产品继续保持良好发展势头，同比增长 13.28%，毛利率提升 5.78%；轨道交通前景依然值得期待，但该市场竞争也逐步激烈，公司毛利率下降 1.37 个百分点。综合来看，公司毛利率略提升 0.54 个百分点。
- 预收账款期末余额比年初余额增长了 36.31%，主要原因在于（1）本年度公司对营销人员业绩考核中的回款指标所占权重加大，营销人员加大催款力度；（2）本年中标的大额合同，前期投入较大，生产周期比以往延长，预收款到位及时且比例较高。
- 作为二次设备生产企业，公司的核心竞争力在于其引领市场的技术升级以及自主创新能力，报告期内公司研发费用支出 1.12 亿元，占公司营业收入的 10.07%。不断的技术进步是公司处于行业技术领先地位的保证。
- 公司 2009 年计划签订合同 22 亿元，计划实现销售收入 13.82 亿元、归属于上市公司普通股股东的净利润 16,598 万元。我们认为在电网追加投资以及城农网改造的大背景下，公司作为行业内的龙头公司，实现该目标问题不大。
- 公司延续了现金分红的良好传统，2008 年拟每 10 股派发现金红利 1 元（含税），共计分配股利 2551 万元，占当年未分配利润的 20.36%。
- 我们对于公司 2009 年、2010 年的盈利预测分别为 0.66 元和 0.78 元，公司目前的股价较多的反应了市场对于公司资产注入的预期，我们无从把握资产注入的时点，暂时维持公司“中性”的投资评级，但如果一旦资产注入，公司可能成为很好的投资标的。



东方证券
ORIENT SECURITIES

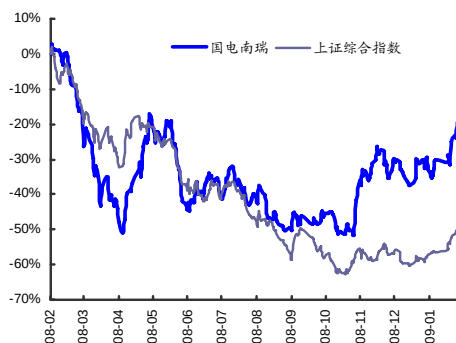
邹慧

电力设备行业资深分析师
8621-63325888 × 6101
zhui@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持 中性 减持 (维持)**

股价（2009 年 2 月 17 日）	25.17 元
目标价格（6 个月）	25.00 元
总股本/A 股（万股）	25506/17492
A 股市值（百万元）	6420
国家/地区	中国
行业	电力设备
报告日期	2009 年 2 月 17 日

股价表现



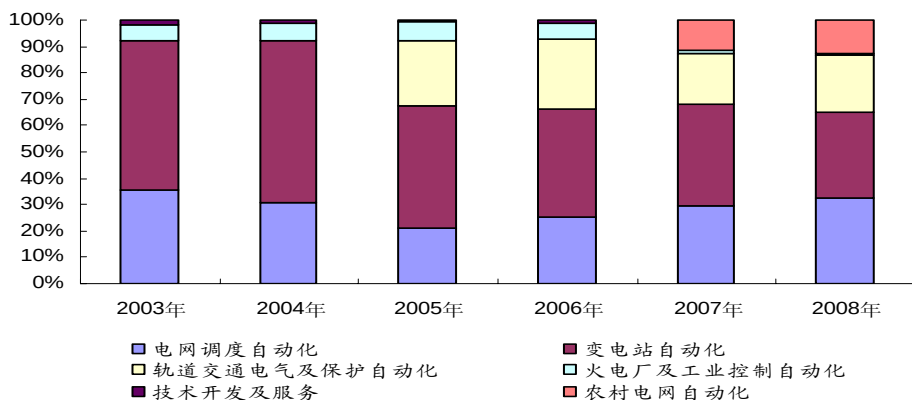
资料来源：WIND

财务预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1107	1399	1748	2143
同比(%)	2%	26%	25%	23%
归属母公司净利润	125	168	200	243
同比(%)	-12%	34%	19%	22%
毛利率(%)	29.6%	30.6%	31.2%	31.5%
ROE(%)	12.8%	14.7%	15.0%	15.7%
每股收益(元)	0.49	0.66	0.78	0.95
P/E	51.23	38.20	32.17	26.40
P/B	6.56	5.60	4.84	4.13

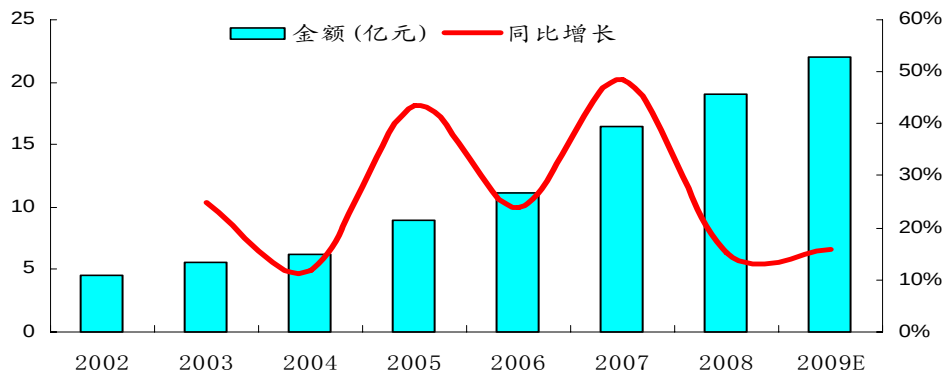
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

图1：公司各项业务收入构成



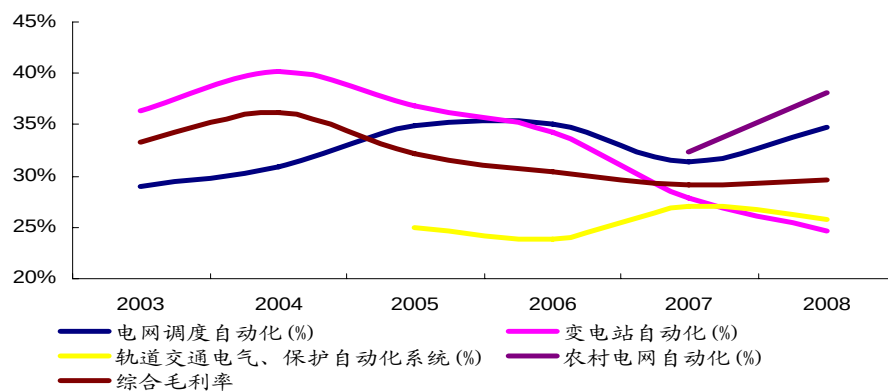
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图2：公司各年度新签合同情况



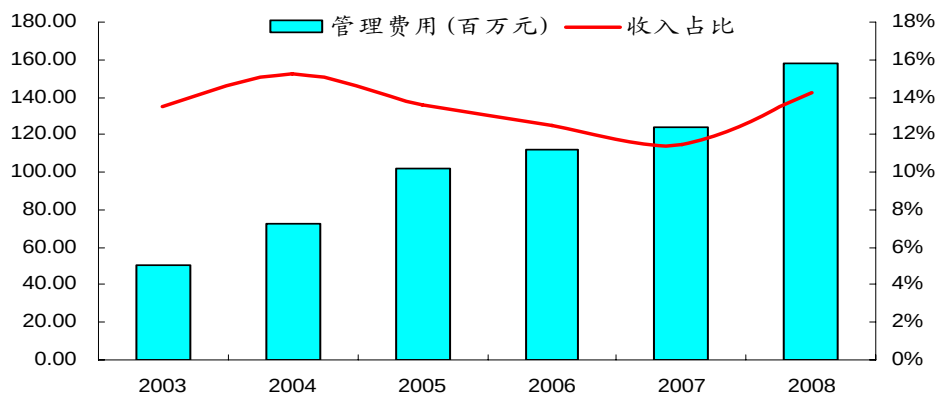
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图3：公司的综合毛利率变化



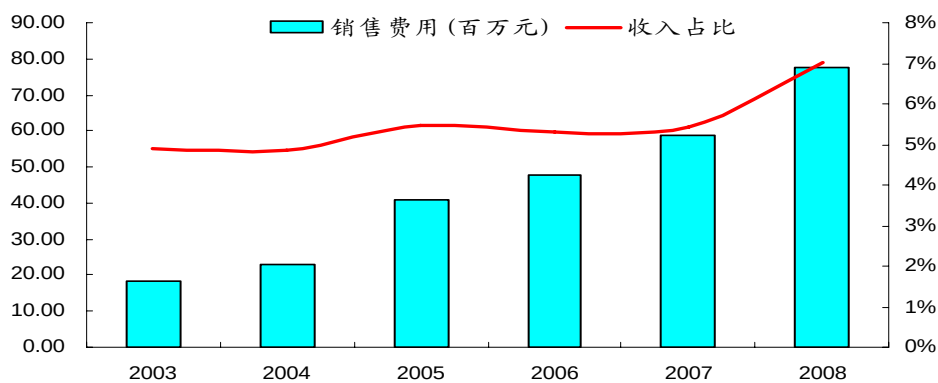
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图4：公司历年来管理费用及其收入占比



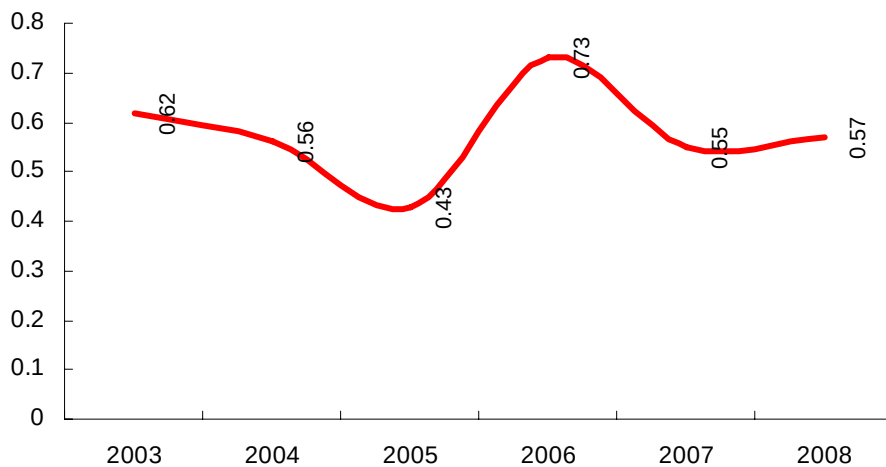
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图5：公司历年来销售费用及其收入占比



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图6：公司近年来每股经营活动现金净额

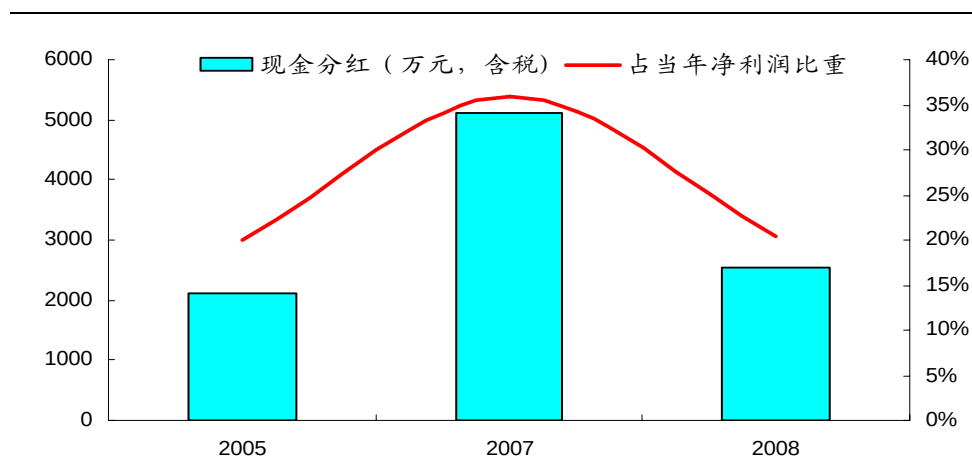


资料来源：公司公告，东方证券研究所

表1：公司研发费用支出及收入占比

年份	研发费用支出（百万元）	营业收入占比
2007	102.93	9.52%
2008	111.53	10.07%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图7：公司近年来现金分红及净利润占比


资料来源：公司公告，东方证券研究所

[illegible]

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

邹慧：电力设备行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn