

2009 年 4 月 8 日

东源电器

2009 年期待新业务和新市场的拓展

A
持有 (▼买入)

002074.SZ - 人民币 11.34

目标价格: 人民币 12.90 (▲11.50)

韩玲

+8621 6860 4866 (8595)

ling.han@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	19	2	12	4
相对新华富时 A50 指数(%)	(16)	(10)	(15)	43

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	141
流通股 (%)	59
流通股市值 (人民币 百万)	937
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	37
净负债比率 (%)	15.5
主要股东 (%)	
通州市十总集体资产投资中心	32.23

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

2008 年公司净利润同比增长 20.4%。我们对公司 2009-2011 年的每股收益预测为 0.46、0.63 和 0.84 元, 目标价上调至 12.90 元, 评级下调为持有。

支撑评级的要点

- **2008 年净利润增长 20.4%。**2008 年实现营业收入 4.65 亿元, 同比增长 37.46%; 实现归属母公司净利润 3.94 亿元, 同比增长 20.4%。全面摊薄每股收益 0.28 元, 略低于我们前期预期。
- **收入增加, 毛利率下降。**2008 年公司营业收入增长 37.5%。如果变压器业务按全年可比口径统计, 公司 2008 年收入增长 30% 左右, 基本符合预期。受 2008 年前三季度公司主要产品原材料 (钢、铜、铝) 价格高位运行的影响, 公司主要产品的毛利率均有不同程度的下降, 整体毛利率下降 2.3 个百分点, 我们预计 2009 年会有所回升。
- **新产品、新市场开拓很关键。**公司 2009 年 126kV、20kV 以及大容量断路器新产品的推广十分关键。另外, 公司也在逐步走出华东市场, 大力开发国内其他区域市场以及海外市场。

影响评级的主要风险

- 新产品技术及市场风险。
- 第二大股东减持风险。

估值

- 我们对公司 2009-2011 年的业绩预测为 0.46、0.63 和 0.84 元, 我们给予公司 2009 年 28 倍的市盈率, 目标价格由 11.50 元上调至 12.90 元, 但将评级下调为持有。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	338	465	650	889	1,146
变动 (%)	20.6	37.5	40.0	36.6	28.9
净利润 (人民币 百万)	33	39	65	89	119
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.23	0.28	0.46	0.63	0.84
变动 (%)	28.3	20.4	64.8	37.4	33.1
市盈率 (倍)	48.76	40.49	24.57	17.88	13.44
核心每股收益 (人民币)	0.23	0.28	0.46	0.63	0.84
变动 (%)	28.3	20.4	64.8	37.4	33.1
核心市盈率 (倍)	48.76	40.49	24.57	17.88	13.44
每股现金流量 (人民币)	(0.15)	0.27	0.13	0.43	0.53
价格/每股现金流量 (倍)	(75.00)	42.35	89.37	26.20	21.43
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	9.96	10.96	16.98	20.45	23.32
每股股息 (人民币)	0.10	0.10	0.14	0.19	0.25
股息率 (%)	0.88	0.88	1.22	1.68	2.23

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出 (SELL) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

2008 年净利润增长 20.4%

东源电器 2008 年实现营业收入 4.65 亿元，同比增长 37.46%；实现营业利润 4.44 亿元，同比增长 10.58%；实现归属母公司净利润 3.94 亿元，同比增长 20.4%。全面摊薄每股收益 0.28 元，略低于我们前期预期。分配方案为每 10 股派发现金股利 1 元 (含税 0)。

图表 1. 公司 08 年业绩摘要

(人民币百万)	2007	2008	同比变动 (%)
营业收入	337.9	464.5	37.5
营业成本	(240.6)	(341.6)	42.0
营业税	(1.7)	(1.7)	(2.0)
毛利	95.6	121.3	26.9
销售费用	(14.8)	(26.5)	79.4
管理费用	(27.1)	(29.2)	7.5
经营利润	53.7	65.6	22.2
财务费用	(3.7)	(12.5)	236.5
资产减值	(5.7)	(3.7)	(34.6)
投资收益	0.0	(0.3)	772.8
其他收入	2.8	10.5	272.8
其他支出	(1.3)	(1.3)	3.0
税前利润	46.0	58.3	26.8
所得税	(5.9)	(9.1)	55.8
税后利润	40.1	49.1	22.5
少数股东权益	(7.4)	(9.7)	32.0
归属母公司股东净利	32.7	39.4	20.4

资料来源：公司数据及中银国际研究

08 年收入增长符合预期

2008 年公司营业收入增长 37.5%。由于变压器业务主要为子公司苏州东源天利电器有限公司生产，其 2007 年合并入公司报表的期间为 3 个月，2008 年为全年合并计入，因此变压器一项增长数额较大。如果按可比全年合并口径相比，公司 2008 年收入增长 30%左右，基本符合预期。

图表 2. 公司 08 年业绩摘要

营业收入(百万元)	2006	2007	2008
开关系列、开关柜系列	246.13	287.08	353.93
变动 (%)	38.1	16.6	23.3
变压器		8.01	57.47
变动 (%)			617.5
钢结构厂房	13.75	21.65	31.48
变动 (%)	-52.7	57.5	45.4
互感器		7.94	9.69
变动 (%)			22.0
其他		13.26	12.0
变动 (%)			(9.7)
合计	260	338	465
变动 (%)	25.4	30.0	37.5

资料来源：公司数据及中银国际研究

公司的主要产品是中压开关和变压器、互感器等，主要的客户是电网公司，所以电网投资对其产品需求起着至关重要的作用。

2008年国家电网利润总额仅为96.6亿元，相比2007年的470.98亿元大幅下降了75.9%。2009年1月份国家电网亏损35.6亿元，有关部门预测若销售电价仍不上调，国家电网2009年总亏损额预计将达到450亿元。电网企业的盈利能力大幅下降是使电网投资达不到预期的主要原因。为此我们调低了对电网投资的预测。

图表 3. 电网投资预测

亿元	2006	2007	2008	2009 E	2010 E	2011 E
合计	2,266	2,704	3,055	3,450	4,000	4,700
国家电网	1,893	2,254	2,475	2,600	3,000	3,500
南方电网	373	450	580	850	1,000	1,200
同比增长(%)	47.0	19.3	13.0	12.9	15.9	17.5

资料来源：公司数据及中银国际研究

2008 年产品毛利率下降，2009 年会有所回升

2008年前三季度公司主要产品原材料（钢、铜、铝）价格高位运行，导致营业成本增幅超过收入增幅。除了变压器业务由于2007年只合并了3个月数据不具有可比性外，公司主要产品的毛利率均有不同程度的下降。同理，由于原材料从2008年第四季度开始价格大幅回落，我们预测公司2009年产品的毛利率会有所回升。

图表 4. 公司产品毛利率变化情况

毛利率 (%)	2005	2006	2007	2008	2009E
开关系列、开关柜系列	29.3	29.7	30.3	28.5	29.5
变压器			13.1	21.4	22.5
钢结构厂房	9.0	24.1	14.5	10.8	11.0
互感器			23.6	19.9	21.0
其他			32.1	30.0	35.0
合计	26.4	28.5	28.8	26.5	27.7

资料来源：公司数据及中银国际研究

新产品的市场开发力度很关键

20kV (国际上的 24kV)系列开关产品市场潜力大。目前我国的电网架构是 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。2009 年江苏省作为试点推广建设 20kV 的线路，东源电器将抓住这个机遇，形成 20kV 的产业系列化，包括户内外的断路器、复合开关、成套设备、电流电压互感器以及电力和非晶合金变压器。

大容量开关柜。目前由于城市占地寸土寸金，要求开关的容量尽量大并能多带负荷，从而节省占地面积。由公司自主研制开发的 10kV 的 6,300A 大电流开关柜，业已投放江苏市场。该产品拥有自主知识产权，科技含量高，性价比高，这是东源电器的一个新亮点。

大力拓展华东以外以及出口市场

因为公司最早的市场主要以江苏以及华东为主，2003 年华东(包括江苏)地区的销售收入占总收入比重 82%左右，2008 年华东地区的市场占比下降到 75%左右。

除了国内市场，产品出口方面也呈现出持续递增的良好态势，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。2009 年出口市场有望取得较大突破。

图表 5. 公司产品地域分布

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
江苏	70.6	64.6	55.2	50.8	57.3	52.3
华东(不含江苏)	12.7	14.2	28.9	20.2	18.7	22.6
其他地区	16.7	21.2	15.9	29.1	24.0	25.1

资料来源：公司数据及中银国际研究

期间费用率上升

2008 年受国际金融危机的影响，公司运营的外部环境发生变化，公司营销成本加大；为加大开拓市场，公司所发生的市场拓展费增加。由于主要客户的结算政策变化，应收款结算周期变长，公司增加流动资金贷款补充流动资金，利息支出较上年增加。2007 年公司新增贷款实际占用时间只有三个月，利息支出较少。2008 年度较 2007 年度财务费用增长 236.51%，主要原因系生产经营规模扩大，流动资金需求增加，公司通过银行借款解决流动资金不足导致借款利息增加。

图表 6. 公司期间费用率情况

(%)	2005	2006	2007	2008
销售费用率	6.3	6.3	4.4	5.7
管理费用率	9.1	7.3	8.0	6.3
财务费用率	1.5	1.5	1.1	2.7
实际所得税率	36.7	19.0	12.8	15.7

资料来源：公司数据及中银国际研究

估值和盈利预测

我们对公司 2009-2011 年的业绩预测为 0.46、0.63 和 0.84 元，我们给予公司 2009 年 28 倍的市盈率，目标价格由 11.50 元上调为 12.90 元，但将评级下调为**持有**。

风险提示

新产品技术及市场风险。公司 126kV 及 20kV 的新产品的技术开发进度及市场拓展的进度对公司成长性有较大影响。

股东减持风险。公司的第二大股东南通通能投资实业有限责任公司按照国资委规划持股的意见必须在近期出售公司股权，公司面临股东减持股票的风险。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	338	465	650	889	1146
销售成本	(241)	(342)	(471)	(652)	(840)
运营费用	(42)	(51)	(65)	(89)	(117)
营业利润 (息税前利润)	55	72	117	149	190
折旧与摊销	(7)	(11)	(16)	(18)	(20)
息税折旧前利润	48	62	101	131	170
净利息收入/(费用)	(4)	(12)	(11)	(11)	(10)
其它盈利/(亏损)	1	9	3	4	4
税前利润	46	58	92	124	164
所得税	(6)	(9)	(14)	(19)	(25)
少数股东损益	(7)	(10)	(14)	(17)	(20)
净利润	33	39	65	89	119
核心净利润	33	39	65	89	119
每股收益(人民币)	0.23	0.28	0.46	0.63	0.84
核心每股收益(人民币)	0.23	0.28	0.46	0.63	0.84
每股股息(人民币)	0.06	0.10	0.14	0.19	0.25
收入增长(%)	21	37	40	37	29
息税前利润增长(%)	24	28	64	30	30
息税折旧前利润增长(%)	24	30	62	28	27
每股收益增长(%)	28	20	65	37	33
核心每股收益增长(%)	37	20	65	37	33

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及等价物	132	146	132	181	212
应收帐款	203	225	345	455	580
库存	63	84	128	158	210
其它流动资产	53	54	83	89	120
流动资产合计	450	509	688	884	1122
固定资产	166	195	202	214	222
无形资产	23	22	22	22	22
其它长期资产	12	14	13	13	13
长期资产合计	201	231	237	249	257
总资产	652	740	926	1132	1379
应付账款	119	131	217	266	356
短期债	123	173	203	268	304
其它流动负债	44	32	42	57	74
流动负债合计	286	336	463	590	733
长期债	0	0	0	0	0
其它长期负债	2	2	2	2	2
股本	83	141	141	141	141
资本公积	246	219	265	327	410
股东权益	329	360	405	468	551
少数股东权益	35	42	56	72	93
负债权益总计	652	740	926	1132	1379
每股账面价值 (人民币)	3.97	2.56	2.88	3.32	3.91
每股有形资产 (人民币)	3.80	2.34	2.66	3.11	3.70
净负债/(现金) (人民币)	(0.11)	0.19	0.51	0.62	0.66

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	46	58	92	124	164
折旧与摊销	(7)	(11)	(16)	(18)	(20)
净利息费用	5	15	10	10	9
营运资本变动	(80)	(41)	(102)	(88)	(106)
支付所得税	(6)	(9)	(14)	(19)	(25)
其它经营现金流	7	25	46	52	52
经营活动产生的现金流	(21)	38	18	61	74
购建固定资产净额	(36)	(31)	(22)	(30)	(25)
投资减少/(增加)	(0)	0	0	0	0
其它投资现金流	(24)	(8)	(10)	(10)	(10)
投资活动产生的现金流	(60)	(39)	(32)	(40)	(35)
净股本增加	14	58	0	0	0
净负债增加	79	35	30	65	36
支付股息	(8)	(14)	(19)	(27)	(36)
其它筹资现金流	(31)	(70)	(10)	(10)	(9)
筹资活动产生的现金流	53	9	0	28	(9)
现金余额变动	(29)	8	(14)	49	31
年初现金	161	132	146	132	181
公司自由现金流	(81)	1	(17)	19	38
股权自由现金流	(7)	21	(0)	70	60

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	16.4	15.5	18.0	16.8	16.6
息税前利润率	14.2	13.3	15.5	14.8	14.8
税前利润率	13.6	12.5	14.2	14.0	14.3
净利率	9.7	8.5	10.0	10.0	10.4
流动性(倍)					
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
利息覆盖倍数	9.9	4.0	7.5	9.5	11.9
净权益负债率(%)	净现金	6.8	15.5	16.1	14.4
速动比率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
估值(倍)					
市盈率	48.8	40.5	24.6	17.9	13.4
核心业务市盈率	48.8	40.5	24.6	17.9	13.4
目标价对应核心业务市盈率	55.6	46.1	28.0	20.4	15.3
率					
市净率	2.9	4.4	3.9	3.4	2.9
价格/现金流	(238.2)	75.9	(10601.1)	22.9	26.5
企业价值/息税折旧前利润	18.1	23.6	15.2	12.3	9.9
周转率					
存货周转天数	95.4	78.4	82.0	80.0	80.0
应收帐款周转天数	218.9	167.9	160.0	170.0	170.0
应付帐款周转天数	128.1	88.0	90.0	90.0	90.0
回报率(%)					
股息支付率	25.3	35.7	30.0	30.0	30.0
净资产收益率	10.0	11.0	17.0	20.4	23.3
资产收益率	6.4	7.0	10.3	10.8	11.5
已运用资本收益率	10.1	11.2	16.6	18.2	19.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 4 月 4 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371