



2009 年 4 月 16 日

通讯设备及服务

业绩回顾

分析员：李源

lilisa@cicc.com.cn

赵苏

zhaosu@cicc.com.cn

联系人：邱爽

qius@cicc.com.cn

中性

动力源(600405.CH)

2008 年实现盈利，符合预期

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	372.4	489.5	581.0	793.2	970.5
(+/-%)	66.4%	31.4%	18.7%	36.5%	22.4%
主营业务利润	102.7	120.5	144.6	192.8	227.4
(+/-%)	46.1%	17.3%	20.1%	33.3%	17.9%
营业利润	11.2	1.2	3.8	15.2	32.9
(+/-%)	11.7%	-89.2%	211.2%	303.2%	116.5%
净利润	7.5	3.5	5.1	11.7	24.9
(+/-%)	-16.3%	-53.5%	44.9%	130.4%	112.0%
每股收益 (元)	0.036	0.017	0.024	0.056	0.119
(+/-%)	-16.3%	-53.5%	44.9%	130.4%	112.0%
市盈率 (倍)	192.1	413.0	284.9	123.7	58.3
市净率 (倍)	4.10	4.12	4.06	4.12	4.27
净资产收益率 (%)	2.1%	1.0%	1.4%	3.3%	7.3%
投入资本回报率 (%)	2.9%	1.7%	3.1%	5.5%	9.7%
股息收益率 (%)	0.4%	0.4%	0.4%	1.2%	2.5%

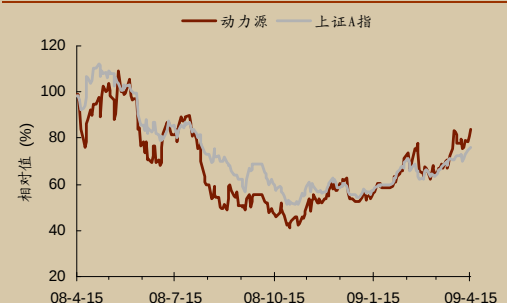
股票信息

股票代码	600405.CH
当前股价	人民币 6.95
日成交量 (百万股)	16.66
52周最高价/最低价	人民币 9.78/3.35
总市值 (百万元)	1,450
发行股数 (百万股)	209
其中：流通股 (百万股)	209
主要股东 (持股比例)	何振亚(12.73%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
600405.CH	+11.38	+29.18	+49.46	+59.40
上证A指	+8.04	+19.12	+32.04	+39.24
技术硬件及设备	+4.28	+23.64	+47.87	+55.58

52 周估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

05/20/2009 2009 年度股东大会

2008 年实现盈利，符合预期：

动力源 2008 年实现净利润 509 万元，每股收益 0.024 元，同比增长 44.9%。公司在 08 年前三季度亏损的情况下，08 年全年实现扭亏为盈，与我们的预期一致。

正面：

- **毛利率同比略升，好于预期**，主要是直流电源业务的毛利率好于我们的预期，公司在通信电源竞争较为激烈的情况下，通过技术创新降低成本，推出新产品，维持了较好的毛利率。
- **经营现金流量继续改善**，由 07 年度负的 4460 万，收窄至 08 年度负 2800 万元，主要是公司充分利用了供应商给予的信用期限。
- **董事会提出 2009 年奖励办法**，如果 09 年实现的提取奖励前的净资产收益率达 10% 以上，将提取净利润的 10% 作为当年的奖励基金，以奖励高级管理人员和骨干。我们认为奖励办法有利于提高公司核心团队的工作积极性，对公司未来发展有益，但会产生一定费用。

负面：

- **中高压变频器毛利率同比下降 27.3 个百分点至 25.1%**。我们分析主要由于竞争加剧，而且其中可能中压变频器销售占比上升所致。

盈利预测调整：

根据公司 2008 年度经营情况，我们维持对公司 2009 年和 2010 年每股收益 0.056 元和 0.119 元的盈利预测，但对盈利结构进行调整。主要是上调收入预测，上调毛利率及上调费用率。

估值与建议：

公司通信电源和模块电源业务在 09 年电信投资高峰年面临发展机遇，但激烈的市场竞争同样为公司带来挑战。中高压变频器业务 09 年有望受益国家加大对于交通、电力等行业投资的拉动持续增长，成为公司新的增长点。但是考虑到公司目前 2009 年和 2010 年的市盈率已分别达到 123.7 倍和 58.3 倍，估值明显偏高，因此仍维持对其“中性”的投资评级。

2008 年实现盈利，符合预期

动力源 2008 年实现净利润 509 万元，每股收益 0.024 元，同比增长 44.9%。公司在 08 年前三季度亏损的情况下，08 年全年实现扭亏为盈，与我们的预期一致。

收入增长符合预期

公司 08 年实现收入 5.8 亿元，同比增长 18.7%，符合预期。公司前三季度收入受电信重组影响增长缓慢，但四季度有所提速，同比增长达到 61.9%。

- 直流电源业务同比增长 4.2%至 3.8 亿元，增速较 07 年放缓，其中①模块电源业务由于主要客户由外购转为自制，同比下降 41%，但 08 年公司已成功向华为供货，有望带动公司 09 年模块电源业务增长；②通信电源业务受益在中国移动和中国联通的份额增长，同比实现 41%的增长达到 3.1 亿元。
- 中高压变频器业务同比大幅增长，实现收入 4045 万元，超出我们的预期。公司通过不断的投入使得中高压变频器的产品质量和市场能力得到提升，08 年发货量，达到 100 台左右，我们预计 09 年发货仍将持续增长，成为公司业务新的增长点。

毛利率同比略升，好于预期

2008 年综合毛利率为 25.1%，同比略升 0.3 个百分点，好于我们的预期。主要是直流电源业务的毛利率好于我们的预期，公司在通信电源竞争较为激烈的情况下，通过技术创新降低成本，推出新产品，维持了较好的毛利率。中高压变频器业务毛利率同比下降 27.3 个百分点至 25.1%，我们分析主要由于竞争加剧，而且其中可能中压变频器销售占比上升所致。

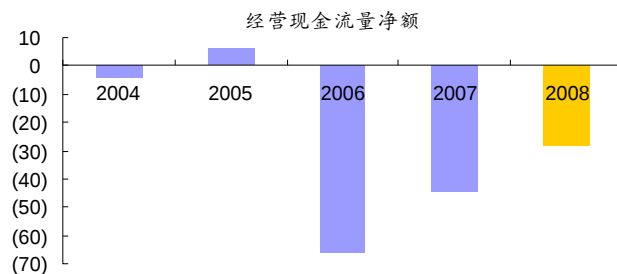
费用率同比持平，符合预期

公司 08 年费用率为 24.2%，同比持平，符合我们的预期。其中管理费用同比下降 2.2%，管理费用率同比下降 1.9 个百分点，我们分析主要受益于公司较好的费用控制。

经营现金流量继续改善

公司 08 年经营现金流量为负 2800 万元，较 07 年负的 4460 万有所好转，主要是公司充分利用了供应商给予的信用期限。

图表 1：公司经营现金流继续改善



资料来源：公司数据、中金公司研究部

董事会提出 2009 年奖励办法

公司董事会通过决议，以 08 年底净资产为基准，如果 09 年实现的提取奖励前的净资产收益率达 10%以上，将提取净利润的 10%作为当年的奖励基金，以奖励高级管理人员和骨干，奖励基金计入当期费用。我们认为奖励办法有利于提高公司核心团队的工作积极性，对公司未来发展有益。

维持盈利预测及“中性”评级

根据公司 2008 年度经营情况，我们维持对公司 2009 年和 2010 年每股收益 0.056 元和 0.119 元的盈利预测，但对盈利结构进行调整。主要是上调收入预测，上调毛利率及上调费用率。

公司通信电源和模块电源业务在 09 年电信投资高峰年面临发展机遇，但激烈的市场竞争同样为公司带来挑战。中高压变频器业务 09 年有望受益国家加大对于交通、电力等行业投资的拉动持续增长，成为公司新的增长点。但是考虑到公司目前 2009 年和 2010 年的市盈率已分别达到 123.7 倍和 58.3 倍，估值明显偏高，因此仍维持对其“中性”的投资评级。

图表 2: 08 年及 09 年 1 季度业绩分析

(百万人民币)	季度数据					年度数据			中金简评
	4Q2007	4Q2008	4Q2008	YoY %	QoQ %	2007A	2008A	YoY %	
营业收入	138.5	147.0	224.3	61.9%	52.6%	489.5	581.0	18.7%	
直流电源	-	-	-	-	-	362.3	377.5	4.2%	增速较07年放缓，主要是模块电源主要客户由外购转为自制，同比下降41%
交流电源	-	-	-	-	-	97.1	140.3	44.5%	
监控系统	-	-	-	-	-	18.0	16.1	-10.5%	
高压变频器	-	-	-	-	-	5.4	40.4	651.1%	超出我们的预期，受益公司通过不断投入使得的产品质量和市场能力得到提升
其他	-	-	-	-	-	6.7	6.7	-0.6%	
占总收入比重 %									
直流电源	-	-	-	-	-	74.0%	65.0%	-9.0%	
交流电源	-	-	-	-	-	19.8%	24.1%	4.3%	
监控系统	-	-	-	-	-	3.7%	2.8%	-0.9%	
高压变频器	-	-	-	-	-	0.0	0.1	5.9%	
其他	-	-	-	-	-	0.0	0.0	-0.2%	
营业成本	(99.1)	(113.3)	(160.8)	62.3%	42.0%	(368.0)	(435.2)	18.3%	
毛利	39.4	33.8	63.5	61.1%	87.9%	121.5	145.7	20.0%	
毛利率 %	28.5%	23.0%	28.3%	-0.2%	5.3%	24.8%	25.1%	0.3%	好于预期，主要是直流电源业务的毛利率好于我们的预期
直流电源	-	-	-	-	-	22.2%	23.2%	1.0%	公司在竞争激烈的情况下，通过技术创新降低成本，维持了较好的毛利率
交流电源	-	-	-	-	-	26.8%	24.5%	-2.3%	
监控系统	-	-	-	-	-	36.1%	46.8%	10.6%	
高压变频器	-	-	-	-	-	52.3%	25.1%	-27.3%	主要由于中压变频器销售占比上升及合同能源管理法销售的产品占比下降
其他	-	-	-	-	-	82.9%	90.6%	7.7%	
营业税金及附加	(0.6)	(0.0)	(1.0)	71.0%	n.m.	(1.0)	(1.1)	6.1%	
费用	(37.6)	(32.7)	(38.4)	2.2%	17.6%	(120.2)	(140.9)	17.2%	
费用率	27.1%	22.2%	17.1%	-10.0%	-5.1%	24.6%	24.2%	-0.3%	
营业费用	(16.9)	(18.3)	(19.4)	14.8%	6.0%	(58.8)	(75.1)	27.7%	
营业费用率	12.2%	12.4%	8.6%	-3.5%	-3.8%	12.0%	12.9%	0.9%	
管理费用	(17.0)	(12.0)	(12.8)	-24.9%	6.1%	(52.0)	(50.8)	-2.2%	
管理费用率	12.3%	8.2%	5.7%	-6.6%	-2.5%	10.6%	8.7%	-1.9%	主要受益于公司较好的费用控制
财务费用	(2.6)	(2.2)	(2.6)	-1.0%	20.3%	(7.2)	(10.7)	47.4%	
财务费用率	1.9%	1.5%	1.2%	-0.7%	-0.3%	1.5%	1.8%	0.4%	
资产减值损失	(1.1)	(0.2)	(3.7)	n.m.	n.m.	(2.2)	(4.3)	93.6%	
减值损失率	0.8%	0.2%	1.6%	0.9%	1.5%	0.5%	0.7%	0.3%	
投资收益	4.2	(0.0)	0.0	n.m.	n.m.	1.0	0.0	-100.0%	
营业利润	5.5	1.1	24.1	n.m.	n.m.	1.2	3.8	211.2%	
营业利润率	4.0%	0.7%	10.7%	6.8%	10.0%	0.2%	0.6%	0.4%	
税前利润	7.7	1.1	24.2	n.m.	n.m.	3.2	4.4	35.5%	
所得税	0.1	(0.0)	0.8	n.m.	n.a.	0.3	0.8	n.m.	
有效税率	-1.4%	0.3%	-3.2%	-1.9%	-3.5%	-8.0%	-17.5%	-9.5%	
少数股东损益	(0.1)	(0.0)	(0.0)	n.m.	n.m.	0.0	(0.1)	n.m.	
净利润	7.7	1.0	24.9	n.m.	n.m.	3.5	5.1	44.9%	
净利润率	5.6%	0.7%	11.1%	5.5%	10.4%	0.7%	0.9%	0.2%	
每股收益 (元)	0.037	0.005	0.119	n.m.	n.m.	0.017	0.024	44.9%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3: 盈利预测调整

(百万人民币)	2009E			2010E		
	原预测	现预测	变动率%	原预测	现预测	变动率%
主营业务收入	730.3	793.2	8.6%	874.0	970.5	11.0%
- 直流电源	506.6	506.6	0.0%	605.0	605.0	0.0%
- 交流电源	168.8	168.8	0.0%	185.9	185.9	0.0%
- 监控系统	31.0	25.9	-16.6%	40.3	33.6	-16.6%
- 高压变频器	23.9	85.1	255.7%	38.5	137.4	257.3%
- 其他	-	6.8	n.a.	4.3	8.5	n.a.
主营业务成本	(555.8)	(598.9)	7.8%	(679.3)	(741.3)	9.1%
主营业务税金及附加	(1.5)	(1.5)	-2.9%	(1.8)	(1.8)	-0.7%
主营业务利润	173.0	192.8	11.5%	192.8	227.4	17.9%
毛利率%	23.9%	24.5%	0.6%	22.3%	23.6%	1.3%
- 直流电源	20.0%	23.0%	3.0%	20.0%	22.0%	2.0%
- 交流电源	26.0%	24.0%	-2.0%	23.0%	23.0%	0.0%
- 监控系统	56.0%	50.0%	-6.0%	26.0%	45.0%	19.0%
- 高压变频器	50.0%	25.0%	-25.0%	48.0%	25.0%	-23.0%
- 其他	43.0%	45.0%	2.0%	45.0%	45.0%	0.0%
费用	(159.7)	(177.6)	11.2%	(162.1)	(194.5)	20.0%
费用率	21.9%	22.4%	0.5%	18.5%	20.0%	1.5%
营业费用	(73.0)	(90.0)	23.2%	(78.7)	(88.6)	12.6%
营业费用率	10.0%	11.3%	1.3%	9.0%	9.1%	0.1%
管理费用	(73.0)	(71.4)	-2.3%	(78.7)	(87.3)	11.0%
管理费用率	10.0%	9.0%	-1.0%	9.0%	9.0%	0.0%
财务费用	(11.4)	(10.4)	-9.1%	(2.5)	(11.3)	347.1%
财务费用率	1.6%	1.3%	-0.3%	0.3%	1.2%	0.9%
资产减值损失	(2.2)	(5.9)	164.3%	(2.2)	(7.2)	223.4%
减值损失率	0.3%	0.7%	0.4%	0.3%	0.7%	0.5%
营业利润	13.3	15.2	14.1%	30.7	32.9	7.1%
营业利润率	1.8%	1.9%	0.1%	3.5%	3.4%	-0.1%
营业外收支净额	2.2	0.6	-72.5%	2.2	0.6	-72.5%
税前利润	15.5	15.8	1.7%	32.9	33.5	1.7%
占主营业务收入%	2.1%	2.0%	-0.1%	3.8%	3.5%	-0.3%
所得税	(3.9)	(4.0)	1.7%	(8.2)	(8.4)	1.7%
有效税率	25.0%	25.0%	0.0%	25.0%	25.0%	0.0%
少数股东损益	0.1	(0.1)	-265.0%	0.2	(0.3)	-265.0%
净利润	11.7	11.7	0.0%	24.9	24.9	0.0%
净利润率	1.6%	1.5%	-0.1%	2.8%	2.6%	-0.3%
每股收益(元)	0.056	0.056	0.0%	0.119	0.119	0.0%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 4: 盈利预测

(百万人民币)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	07 vs. 06	08 vs. 07	09 vs. 08	10 vs. 09
主营业务收入	372.4	489.5	581.0	793.2	970.5	31.4%	18.7%	36.5%	22.4%
- 直流电源	248.4	362.3	377.5	506.6	605.0	45.9%	4.2%	34.2%	19.4%
- 交流电源	116.3	97.1	140.3	168.8	185.9	-16.5%	44.5%	20.4%	10.1%
- 监控系统	7.7	18.0	16.1	25.9	33.6	131.9%	-10.5%	61.0%	30.0%
- 高压变频器	-	5.4	40.4	85.1	137.4	n.a.	651.1%	110.5%	61.4%
- 其他	-	6.7	6.7	6.8	8.5	n.a.	-0.6%	2.4%	25.0%
主营业务成本	(268.4)	(368.0)	(435.2)	(598.9)	(741.3)	37.1%	18.3%	37.6%	23.8%
主营业务税金及附加	(1.3)	(1.0)	(1.1)	(1.5)	(1.8)	-21.4%	6.1%	36.5%	22.4%
主营业务利润	102.7	120.5	144.6	192.8	227.4	17.3%	20.1%	33.3%	17.9%
毛利率 %	27.9%	24.8%	25.1%	24.5%	23.6%	-3.1%	0.3%	-0.6%	-0.9%
- 直流电源	30.1%	22.2%	23.2%	23.0%	22.0%	-7.9%	1.0%	-0.2%	-1.0%
- 交流电源	21.3%	26.8%	24.5%	24.0%	23.0%	5.5%	-2.3%	-0.5%	-1.0%
- 监控系统	56.6%	36.1%	46.8%	50.0%	45.0%	-20.5%	10.6%	3.2%	-5.0%
- 高压变频器	-	52.3%	25.1%	25.0%	25.0%	52.3%	-27.3%	-0.1%	0.0%
- 其他	-	82.9%	90.6%	45.0%	45.0%	82.9%	7.7%	-45.6%	0.0%
费用	(94.4)	(120.2)	(140.9)	(177.6)	(194.5)	27.3%	17.2%	26.1%	9.5%
费用率	25.4%	24.6%	24.2%	22.4%	20.0%	-0.8%	-0.3%	-1.9%	-2.4%
营业费用	(59.1)	(58.8)	(75.1)	(90.0)	(88.6)	-0.6%	27.7%	19.9%	-1.6%
营业费用率	15.9%	12.0%	12.9%	11.3%	9.1%	-3.9%	0.9%	-1.6%	-2.2%
管理费用	(35.3)	(52.0)	(50.8)	(71.4)	(87.3)	47.1%	-2.2%	40.5%	22.4%
管理费用率	9.5%	10.6%	8.7%	9.0%	9.0%	1.1%	-1.9%	0.3%	0.0%
财务费用	0.0	(7.2)	(10.7)	(10.4)	(11.3)	n.m.	47.4%	-3.0%	9.3%
财务费用率	0.0%	1.5%	1.8%	1.3%	1.2%	1.5%	0.4%	-0.5%	-0.1%
资产减值损失	n.a.	(2.2)	(4.3)	(5.9)	(7.2)	n.a.	93.6%	36.5%	22.4%
减值损失率	n.a.	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	n.a.	0.3%	0.0%	0.0%
营业利润	11.2	1.2	3.8	15.2	32.9	-89.2%	211.2%	303.2%	116.5%
营业利润率	3.0%	0.2%	0.6%	1.9%	3.4%	-2.8%	0.4%	1.3%	1.5%
营业外收支净额	0.0	2.0	0.6	0.6	0.6	n.m.	-69.8%	0.0%	0.0%
税前利润	11.2	3.2	4.4	15.8	33.5	-71.3%	35.5%	261.0%	112.0%
占主营业务收入 %	3.0%	0.7%	0.8%	2.0%	3.5%	-2.4%	0.1%	1.2%	1.5%
所得税	(3.8)	0.3	0.8	(4.0)	(8.4)	n.a.	196.9%	-615.9%	112.0%
有效税率	33.8%	-8.0%	-17.5%	25.0%	25.0%	-41.8%	-9.5%	42.5%	0.0%
少数股东损益	0.1	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.3)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
净利润	7.5	3.5	5.1	11.7	24.9	-53.5%	44.9%	130.4%	112.0%
净利润率	2.0%	0.7%	0.9%	1.5%	2.6%	-1.3%	0.2%	0.6%	1.1%
每股收益 (元)	0.036	0.017	0.024	0.056	0.119	-53.5%	44.9%	130.4%	112.0%

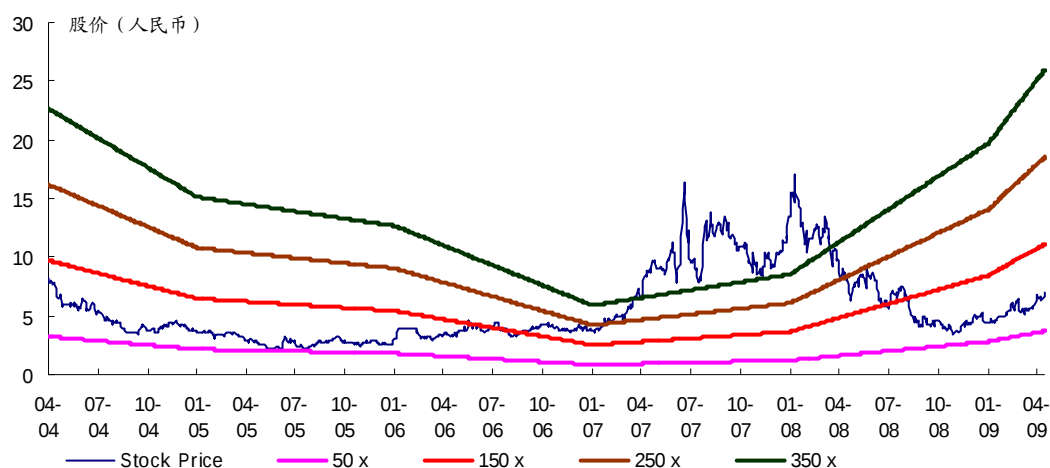
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值对比

	股价	市盈率					利润增长率	PEG
	2009-4-15	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	FY10/FY08	2010E
动力源	CNY 6.95	192.1x	413.0x	284.9x	123.7x	58.3x	121.0%	1.0x
中兴通讯	CNY 39.05	68.4x	41.9x	31.6x	23.4x	19.5x	27.3%	0.9x
中兴通讯 (除激励成本)	CNY 39.05	68.4x	33.8x	26.7x	21.5x	18.1x	21.4%	1.0x
大唐电信	CNY 10.01	-	138.3x	96.3x	85.3x	61.7x	24.9%	3.4x
南京熊猫	CNY 6.62	50.1x	48.7x	70.8x	52.6x	46.3x	23.6%	2.2x
中创信测	CNY 18.58	168.9x	94.3x	44.8x	34.9x	19.5x	51.4%	0.7x
高鸿股份	CNY 6.96	289.9x	170.3x	162.1x	-	-	-	-
烽火通信	CNY 17.14	135.5x	66.5x	42.7x	38.6x	31.9x	15.7%	2.5x
亨通光电	CNY 17.00	47.1x	35.5x	31.8x	26.6x	21.1x	22.8%	1.2x
国脉科技	CNY 17.00	143.6x	81.8x	58.6x	39.8x	29.7x	40.4%	1.0x
平均值		129.1x	83.6x	66.7x	42.8x	32.6x	28.6%	1.7x

资料来源: 彭博资讯、Wind、中金公司研究部

图表 6: 历史市盈率区间



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。