

研究员：
史海昇
机械与电力设备
行业
shihaiseng@stocke.com.cn
(021)64718888-1737

联系人
张燕华
(8621)64718888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn
上海市长乐路
1219 号长鑫大厦
18 层
(200031)

*ST 东电 (000585)

——结构调整初见成效 09 年期待电网投资拉动

投资要点：

◇ 公司 08 年业绩呈现负增长

2008 年,公司营业收入 5.17 亿元,比去年同期下降 19.07%;实现利润总额-0.69 亿元,比 07 年的-3.51 亿元增长 80.17%,实现净利润-0.69 亿元,比 07 年的-3.41 亿元增长 79.72%,08 年每股收益-0.08 元、09 年一季度每股收益-0.01 元。

◇ 公司盈利能力有所增强

由于公司调整了产品结构,毛利率水平较高的电力电容器产品占比增加,08 年钢铁等原材料价格的走高对公司盈利能力造成的影响有限,产品的综合毛利率较 07 年上升了 4.26 个百分点,达到 21.85%。

◇ 三大主营产品销售状况差强人意

1、高压开关及断路器。08 年,高压开关及断路器的销售额为 2.33 亿元,同比 07 年约下降 28%,该产品是公司第一大收入来源。但产品中 35KV 及其以下等级占比较大,该类别产品相对低端,竞争激烈,公司市场份额持续萎缩。

2、电力电容器。08 年,电力电容器销售收入为 1.82 亿元,同比 07 年增加约 16%,目前是公司盈利能力最强的业务,公司电容器产品种类丰富,且具备较高的技术含量,毛利率高达 32.41%。

3、封闭母线。08 年,销售封闭母线 8779 万元,同比 07 年下降约 13%。国内封闭母线市场增速近两年均在 15%以上,而公司该项业务的销售收入 07 年与 06 年基本持平,08 年较 07 年有所下滑,显示公司该产品竞争力趋弱。

◇ 投资收益损失是 08 年公司亏损的主要原因

2008 年,按照法院判决,公司全资子公司阜新封闭母线有限责任公司于 9 月 22 日收回了泰盛工贸 98.5% 的股权,泰盛工贸主要债权、债务转让给公司。该股权变动产生的损益由公司承担,本次股权置换使公司产生损失金额为 71,845,925.28 元,该金额核计公司每股损失 0.082 元。

◇ 估值与评级

公司 08 年每股收益-0.08 元,考虑到 09 年我国电网建设投资规模的扩大,预计公司 09 年 EPS 为 0.06 元,目前股价对应 PE 为 55 倍,估值偏高,给予公司“中性”评级。

◇ 风险因素

钢材涨价风险、技术滞后风险、应收账款回收延迟风险。

一、公司基本财务情况

表 公司基本财务分析

	2006 年报	2007 年报	2008 年报
盈利能力			
净资产收益率-摊薄(%)	3.52	-60.77	-22.21
销售毛利率(%)	24.2	17.59	21.85
销售费用 / 营业总收入(%)	7.1	8.19	9.3
管理费用 / 营业总收入(%)	13.77	11.87	11.71
财务费用 / 营业总收入(%)	1.87	0.88	0.39
资产减值损失 / 营业总收入(%)	0.47	22.41	1.21
营运能力			
存货周转率(次)	5.51	6.54	5.05
应收账款周转率(次)	2.34	3.08	2.92
总资产周转率(次)	0.44	0.55	0.55
偿债能力			
资产负债率(%)	27.27	53.25	62.93
速动比率	1.65	1	0.92
现金流量			
销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入(%)	100.46	109.5	111.89
经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入(%)	-2.36	-4.02	2.94

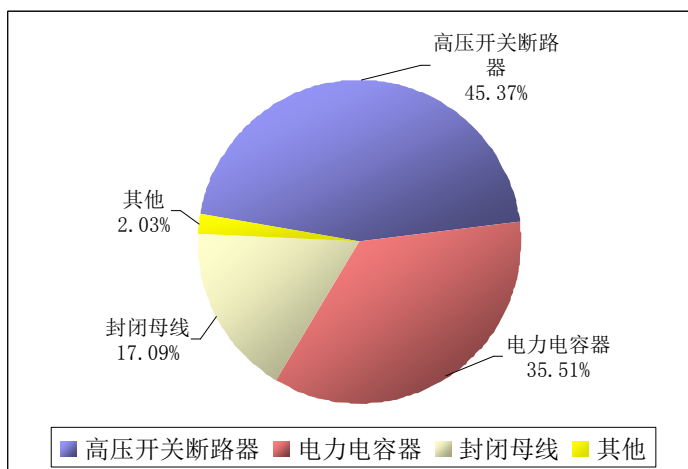
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2008 年，由于公司调整了产品结构，毛利率水平较高的电力电容器产品占比增加，08 年钢铁等原材料价格普遍走高对公司盈利能力造成的不利影响较为有限，产品的综合毛利率较 07 年上升了 4.26 个百分点，达到 21.85%，净资产收益率指标有所改善，为-22.21%。08 年，公司费用控制状况有所改善，其中销售费用、管理费用和财务费用在总收入中的占比分别为 9.30%和 11.71%和 0.39%，均呈现出现不同程度的下降。报告期内，公司营运能力略有削弱，存货周转率、应收账款周转率均出现下降、下降幅度达到 1.49 次和 0.16 次。公司报告期末持有现金 4044 万元，与 07 年末减少约 20%，资金状况略显紧张。

二、公司主营业务发展情况

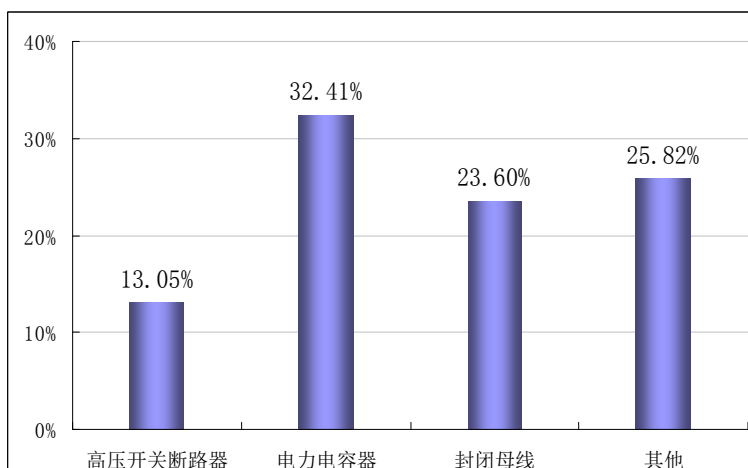
公司隶属于输变电设备制造行业，主营产品为**高压开关断路器、电力电容器**（高压油浸并联电力电容器、干式自愈式并联电容器、电容式电压互感器、电容器成套装置、滤波电容器、耦合电容器、特种电容器）以及**封闭母线**等。

图 公司产品结构情况（按收入金额）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 公司主营业务毛利率情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

（1）高压开关断路器

2008 年，高压开关及断路器的销售额为 2.33 亿元，同比 07 年约下降 28%，该产品依旧是公司主要的收入来源，其占公司营业总收入的比例为 45.37%，但是，由于报告期内受原材料价格上涨的不利因素影响，毛利率同比下降了 1.86 个百分点，为 13.05%。

在公司的电力开关产品中，35KV 及其以下电压等级开关和断路器占比较大，该类别产品位于输变电设备的相对低端，技术附加值较低决定了进入门槛也较低，从而造成国内生产厂家众多，市场竞争尤为激烈，而外资品牌施耐德、西门子、阿鲁亚德胜等使用国际技术的输变电设备公司在价格相差不大的情况下更具有竞争力，从而造成*ST 东电 (000585) 面临内外夹击的市场环境，加之其销售多局限在东北和华北地区，其他市场销售严重迟滞，从而造成公司高压开关断路器业务的市场份额持续萎缩。

(2) 电力电容器

公司第二大业务也是盈利能力最强的业务为电力电容器, 该系列产品涵盖了高压油浸并联电力电容器、干式自愈式并联电容器、电容式电压互感器、电容器成套装置、滤波电容器、耦合电容器、特种电容器等多个领域市场, 产品具备较高的技术含量, 毛利率高达 32.41%, 08 年销售收入为 1.82 亿元, 同比 07 年增加约 16%。公司电力电容器产品技术含量较高, 产品种类丰富, 是 2008 年公司唯一实现增长的业务, 但从市场需求增长的情况来看, 08 年国内电容器销量增速超过 20%, 公司的该产品的业绩仍小于行业平均水平。

(3) 封闭母线

公司第三大业务为封闭母线 (产品主要用于发电机到变电站的线路), 客户主要为五大发电集团、工矿企业自备电厂以及各级电网公司, 08 年公司销售封闭母线收入 8779 万元, 同比 07 年下降约 13%, 该产品毛利率 23.60%。公司母线电压等级较低, 市场竞争较为充分, 盈利能力难以产生大的提高, 此外, 国内封闭母线市场增速近两年均在 15% 以上, 而公司该项业务的销售收入 07 年与 06 年基本持平, 08 年较 07 年有所下滑, 显示公司该产品竞争力趋弱。

表 公司主要销售区营业收入变化情况

地区	主营业务收入	主营业务收入比上年增减 (%)
东北	14,973	-37.50
华北(含山东)	18,758	20.70
华中	7,548	-10.29
华东	1,732	-42.96
华南	3,720	-12.14
西南	1,208	-14.51
其它	3,437	-30.41
合计	51,376	-16.53

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

公司销售市场基本覆盖国内所有省份, 但 2008 年除华北地区销售收入出现增长外 (20.70%), 其他地区 (包括海外市场) 均出现下滑, 尤其是公司所在的东北地区销售下滑较为严重, 市场份额进一步萎缩。

三、投资收益损失较大是 08 年亏损的主要原因

2008 年, 按照法院判决, 公司全资子公司阜新封闭母线有限责任公司于 9 月 22 日收回泰盛工贸 98.5% 的股权, 并于 2008 年 9 月 23 日将其持有隔离开关 74.4% 股权还给沈高。阜封收回泰盛工贸股权后, 对泰盛工贸进行清算, 清算组按照清算报告将泰盛工贸主要债权、债务转让给公司 (债务已经债务人同意), 由公司进行清收。上述股权变动产生的损益由公司承担, 本次股权置换使公司产生损失金额为 71,845,925.28 元, 计入投资收益科目, 该金额核计每股损失 0.082 元。

四、公司业务发展的亮点

订单方面：公司通过产品结构的调整，加大了对盈利能力较强的电力电容器与封闭母线产品的投入力度，08年电容器类产品订货额同比增长54%，母线类产品订货额同比增长77%，合同的相当部分将在2009年交货；

产品方面：公司新产品——电压并联/滤波电容器研制成功，单台容量高达500-800kvar，产品提高了场强，单位成本有所降低，已应用到向家坝——上海复龙站和呼伦贝尔——辽宁直流输电工程伊敏换流站的实际工程中，09年该产品的订单有望持续增加；

技术方面：为了扩大产能及提高产品质量，2008年公司投资对生产企业进行技术改造。新锦容公司引进两台美国HILTON公司全自动卷制机和两套德国真空干燥浸渍系统，解决卷制和浸渍两大主要工序对生产造成的“瓶颈”问题，促进了生产效率与产品质量的提升。

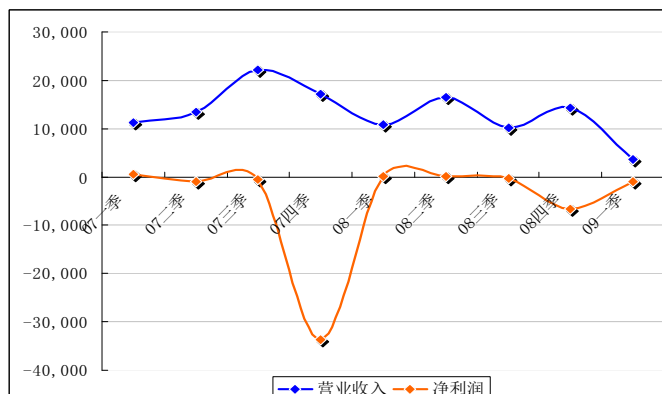
五、公司季度业绩表现

表 公司利润增长情况（按季度）

项 目	2008 一季度	2008 二季度	2008 三季度	2008 四季度	2009 一季度
营业总收入 (万元)	10,815.25	16,423.21	10,205.81	14,327.49	3,636.41
利润总额 (万元)	16.83	107.01	-378.55	-6,700.22	-856.72
净利润 (万元)	18.7	24.59	-365.1	-6,735.13	-856.72
每股收益 (元)	0.0003	0.0003	-0.0044	-0.0835	-0.01

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

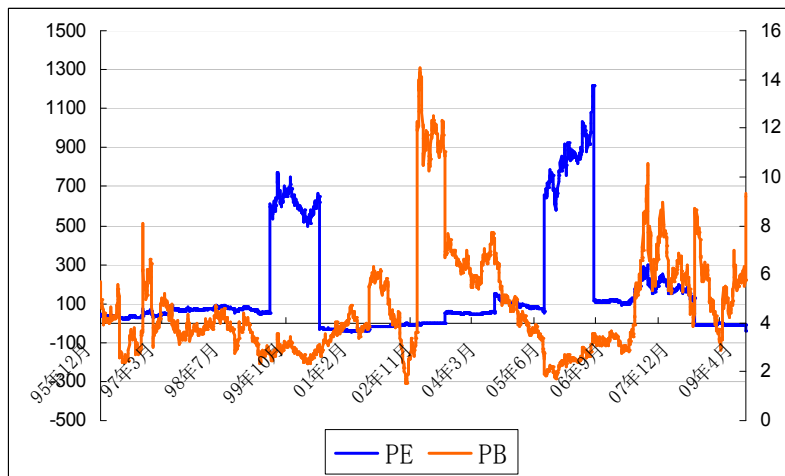
图 08 年公司销售收入与净利润增长情况（万元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

六、估值与评级

图 2001 年以来公司市盈率与市净率走势情况



资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所

公司 08 年每股收益-0.08 元，考虑到我国电网建设投资的加快，预计公司 09 年 EPS 为 0.06 元，目前股价对应 PE 为 55 倍，估值偏高，给予公司“中性”评级。

表 电力设备类公司估值情况对比

股票代码	股票名称	公司评级	每股收益			市盈率			2009限售股解禁	
			2007A	2008A	2009E	2007A	2008A	2009E	数量(万股)	日期
002028	思源电气	推荐	0.64	0.79	1.01	30.06	24.35	19.05	—	—
600089	特变电工	推荐	0.48	0.85	1.19	62.02	35.02	25.02	24377	5/8
600112	长征电气	中性	0.11	0.18	0.38	110.91	46.92	32.11	9813	2/27
600192	长城电工	中性	0.21	0.12	0.21	56.67	99.17	56.67	11155	8/9
600550	天威保变	推荐	0.39	0.81	1.41	102.79	49.49	28.43	11563	8/15
600580	卧龙电气	推荐	0.36	0.46	0.61	39.61	31.00	23.38	—	—
000585	*ST东电	中性	-0.39	(0.08)	0.06	(8.49)	(41.38)	55.17	21201	5/18

资料来源：浙商证券研究所

表 限售股解禁时间表

上市日期	上市股份数(股)	占流通股比例(%)	占总股本比例(%)
09-05-18	212014237	53.40	24.28

资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所

四、风险因素

(1) 钢材涨价风险

钢材在公司总成本中占有一定比重，09 年的钢材价格的反复对公司备货

时机的选择将造成一定困难；

（2）技术滞后风险

公司高压开关与断路器产品仍处于行业的中低端，技术附加值相对较低，若公司不能及时主动地根据市场变化提高产品科技含量，将可能逐步落后于国内主要竞争对手；

（3）应收账款回收延迟风险

客户主要为五大发电集团、大型工矿企业以及各级电网公司，客户相对强势，这在一定程度上导致公司应收账款较多。

研究员介绍:

史海昇: 计算机科学与技术专业本科, 世界经济学硕士, 2008 年加入浙商证券研究所, 现为机械与电力设备行业研究员, 拥有六年上市公司及证券行业从业经历。

投资评级的说明:

股票投资评级

强烈推荐: 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上;

推荐: 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%;

中性: 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%;

回避: 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上;

行业投资评级

推荐: 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数;

中性: 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平;

回避: 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数;

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司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, 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, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司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, 我公司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。我公司的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。