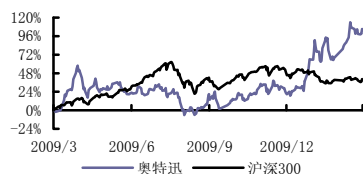


投资品 - 电气设备

2010 年 3 月 18 日

市场数据	2010 年 3 月 17 日
当前价格 (元)	34.64
52 周价格区间 (元)	15.82-36.11
总市值 (百万)	3761.11
流通市值 (百万)	952.60
总股本 (百万股)	108.58
流通股 (百万股)	27.50
日均成交额 (百万)	52.64
近一月换手 (%)	199.09%
第一大股东	
公司网址	http://www.atc-a.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
奥特迅	22.23%	67.67%	104.97%
沪深 300	0.70%	-5.93%	40.97%

陆勤、颜彪

0755-83199599-8136

yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

陆勤、颜彪，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

新领域值得期待，难改高估值预期

——奥特迅 (002227) 2009 年年报点评

评级： 中性 (首次)

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	141.03	204.4	303.6	474.4
净利润 (百万元)	24.2	32.7	46.6	60.1
营收增长率%	-16.09%	44.93%	48.56%	56.22%
净利润增长率%	-49.09%	35.10%	42.35%	28.95%
每股收益 (元)	0.22	0.30	0.43	0.55
市盈率	155.27	114.93	80.74	62.61
EV/EBITDA	261	108	63	44

资料来源：世纪证券研究所

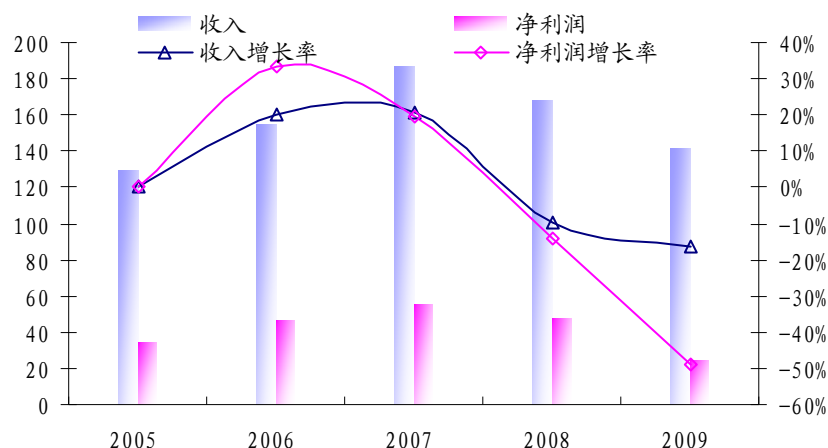
- **业绩增长低于预期。**2009 年公司实现营收 1.41 亿元，同比减少 16.09%；实现营业利润 1876.44 万元，同比减少 53.41%；实现净利润 2422.23 万元，同比减少 49.09%；实现基本每股收益 0.22 元，业绩增长低于预期。利润分配预案为每 10 股派发 1 元现金 (含税)。
- **传统行业开始回暖。**08 年以来金融危机的蔓延使客户建设投资进度放慢，导致公司产品在生产、发货、验收环节均出现滞后；但 09 年 4 季度开始出现恢复性增长。从目前两网对 2010 年电力行业投资预测看，2010 年电网投资规模为 3300 亿元左右，较为乐观。
- **新业务领域值得期待。**包括核电、新能源汽车充电站、城市轨道交通以及智能电网等新领域的投资需求，公司的主要产品有可能面临爆发性增长。
- **受竞争加剧，毛利率仍有下降空间。**09 年公司综合毛利率为 39.13%，同比下降 4.24 个百分点。09 年毛利率下降主要原因在于市场竞争加剧，全面招标制度导致设备供应商价格竞争，造成公司销售价格持续下滑。我们认为未来几年公司主要产品毛利率仍有一定下滑的空间，但幅度不会太大。
- **偿债能力良好，资产管理能力有待加强。**09 年公司应收账款周转率和存货周转率有所下降，并低于可比公司的水平。公司的偿债能力良好，在目前资产负债率水平下，公司具备较强的偿债能力和融资能力。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测 2010-2012 年公司实现净利润分别为 3272 万元、4658 万元和 6007 万元，实现基本每股收益分别为 0.30 元、0.43 元和 0.55 元。虽然新业务有爆发性增长的可能，但高估值预期难以改善，给予“中性”评级。
- **风险提示：**(1) 汽车充电站盈利贡献的不确定性；(2) 估值过高的风险；(3) 电网投资放缓导致业绩波动的风险。

业绩低于预期

2009 年公司实现营收 1.41 亿元，同比减少 16.09%；实现营业利润 1876.44 万元，同比减少 53.41%；实现净利润 2422.23 万元，同比减少 49.09%；实现基本每股收益 0.22 元，业绩增长低于预期。

利润分配预案为每 10 股派发 1 元现金(含税)。

Figure 1 2005 年以来公司收入与净利润增长趋势 (单位: 百万元)



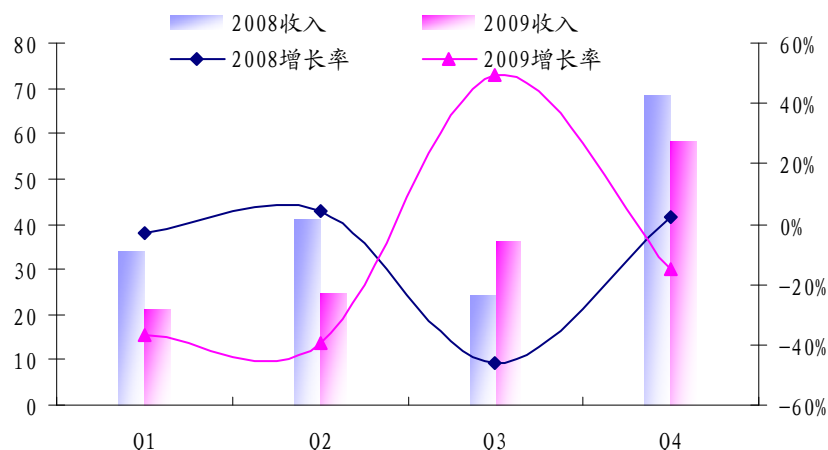
数据来源: wind、世纪证券研究所

行业景气波动对公司业绩有较大影响

电力建设行业景气对公司业绩影响较大

08 年以来金融危机的蔓延使我国供电用电需求下降, 客户建设投资进度放慢, 导致公司产品在生产、发货、验收环节均出现滞后; 同时, 由于核电设备对公司营业收入的实现及货款回笼造成了较大影响。09 年四季度, 随着经济形势的好转, 公司生产经营开始恢复正常。

Figure 2 08 年以来按季度收入及同比增长率 (单位: 百万元)



数据来源: 世纪证券研究所

订单情况受行业影响较大

2009 年公司获得产品订单 20,402.30 万元，较上年减少 20.72%；确认收入 14,102.58 万元，较上年减少 16.09%。主要因火电、核电、轨道交通受国家宏观政策影响，降低幅度较大。由于 2009 年度电力需求下降，客户要求延迟交货，订单完成率低于 2008 年度。

Figure 3 2008-2009 年公司订单签订和执行情况（单位：万元）

	2009 订单完		2008 订单完成		签单额增	完成比增
	2009 签单额	成额	2008 签单额	额	减幅度	减幅度
电网	16,001.84	5,471.93	16,180.89	6,287.33	-1.11%	-12.97%
火电	2,750.91	482.56	3,910.43	1,144.96	-29.65%	-57.85%
核电	1,037.95	372.55	3,300.52	67.89	-68.55%	448.75%
轨道交通	18.90	18.90	1,097.44	4.77	-98.28%	296.29%
水电	262.75	38.44	515.27	154.60	-49.01%	-75.14%
风力	292.60	199.20	542.32	388.49	-46.05%	-48.73%
冶金	37.35	1.75	186.24	112.50	-79.95%	-98.44%
合计	20,402.31	6,585.33	25,733.11	8,160.54	-20.72%	-19.30%

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

2010 年电网投资较为乐观

从单季度数据上看，09 年第三季度就有所好转，但考虑到 08 年第三季度发生金融危机的影响，09 年第四季度出现实际意义上的复苏。从目前两网对 2010 年电力行业投资预测来看，2010 年电网投资规模为 3300 亿元左右，与 09 年相比下降 14.22%。

我们认为在传统的电网行业，公司的收入和订单能保持 09 年四季度以来的复苏态势。

新业务领域值得期待

核电领域

根据发改委能源局最新修改的《核电中长期发展规划》，到 2020 年，核电运行装机容量有望达到 7000 万千瓦，突破 2020 年我国电力装机容量 12 亿千瓦的 5%。

公司是国内第一个产品应用于核电站辅助设施（田湾核电站）和核电站常规岛改造与新建（大亚湾核电站和岭澳核电站）项目的国内电源设备制造商。公司已完全具备研发、设计符合核电站安全要求的电源设备的相关经验。2009 年 2 月 9 日，公司获得了“中广核核电设备国产化联合研发中心”颁发的成员资格证书，正式成为其会员。

随着国家对核电站设备国产化率要求的提高和公司在核电站核岛项目技术、经验的积累，未来公司在核电市场的销售额将越来越大。

公司目前已经签订的核电订单有：福建宁德一期、辽宁红沿河一期、广东阳江一期、浙江海盐海盐秦山核电厂扩建项目、福建福州福清核电

厂 1#机组，合计金额达到 3605.18 万元。

新能源汽车充电站

电动车将成为我国低碳经济的重点方向，而电动车充电站市场，必将先于电动车市场而爆发。

去年 12 月底，由南方电网投资建设的首批 2 座电动汽车充电站和 134 个充电桩在深圳正式投入使用，其充电容量总计达 2480 千伏安。根据其对外宣称的规划，深圳共将建设各类新能源汽车充电站（桩）12750 个。国家电网计划在 2012 年 12 月前在全国 27 个城市开建电动汽车充电站。

公司主营产品之一微机控制高频开关直流电源系统通过技术改造，已可运用于电动汽车智能充电系统。2009 年 12 月 28 日，在深圳建设的首批电动汽车充电站（桩）充电站试运行，公司作为主要制造商参与了竣工投运仪式，为该充电站提供充电柜及充电桩。该产品的应用可为电动车辆的研发、制造提供可靠性强、安全性高及高智能化的充电服务。

智能电网

到 2020 年，我国将基本建成坚强智能电网，形成以华北、华东、华中特高压同步电网为接受端，东北、西北电网为输送端，连接全国各大煤电、水电、核电和可再生能源发电基地的坚强电网结构。届时，特高压及跨区电网的输送能力超过 4 亿千瓦，可满足全国各个电力负荷中心的用电需求。国家对于智能电网会有一个比较大的投入，总体经费初步预计达到 4000 亿元。智能电网建设对电力自动化电源的升级改造带来巨大的市场需求。

城市轨道交通

目前，我国正处于轨道交通建设的繁荣时期，中国已经成为世界上最大的城市轨道交通市场。未来几年，城市轨道交通项目建设总长度达 1300 公里，其中轻轨线路 600 公里。目前，我国有百万以上人口的城市 48 座，其中超过 200 万人口的大城市已有 14 座。在这些城市的规划中，已有 20 多个城市开展了城市轨道交通的规划工作。除了现有 10 个城市以外，还有更多城市在蓄势以待。

2010 年地铁建设投资额最大的为环渤海地区，其次为长三角、珠三角；2011 年-2015 年投资额最高的地区为仍为环渤海地区，其次为珠三角，投资占比为 21%，投资额为 2120.17 亿元，长三角的占比为 19%。总体来说，环渤海、珠三角、长三角的地铁建设总体投资额最高，

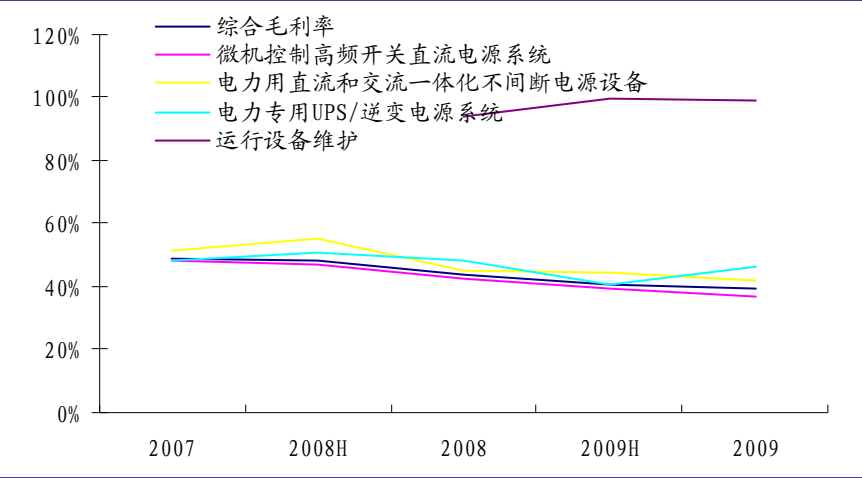
2010-2015 的总投资约为 7556 亿元。

公司是我国第一个进入城市轨道交通电源领域的企业，城市轨道交通的快速发展将给公司带来较大的市场空间。

受竞争加剧，毛利率仍有下降空间

09 年公司综合毛利率为 39.13%，同比下降 4.24 个百分点。09 年毛利率下降主要原因在于市场竞争加剧，全面招标制度导致设备供应商价格竞争，造成公司销售价格持续下滑。

Figure 4 07 年以来公司产品毛利率变化趋势



数据来源: wind、世纪证券研究所

从采购成本上来看，原材料价格在逐步回落，虽然铜材及钢材价格存在波动，但采购成本总体波动不大。其中电线电缆、辅料及耗材、机柜/机箱及结构件采购价格较上年增减幅度超过 30%，但因其采购比重及其增减幅度相对较小，材料变化对成本的影响为 6.1%。

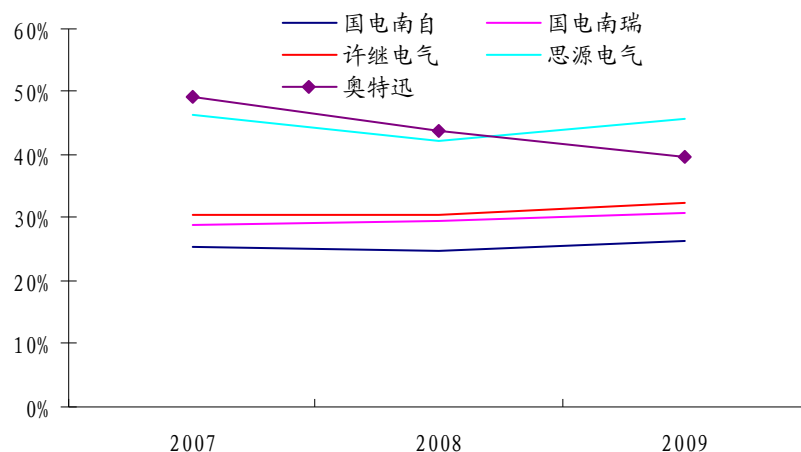
Figure 5 2009 年公司原材料采购结构及价格变动幅度

	2009 年采购结构	单价变动幅度
采购件成品	6.87%	-10.18%
电气元器件	21.94%	-23.02%
电线电缆	4.50%	-34.72%
电子元器件	25.05%	11.03%
辅料及耗材	2.33%	-39.29%
机柜/机箱及结构件	17.13%	50.31%
蓄电池	22.18%	-18.66%
总计	100.00%	0.98%

数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

实际上，虽然公司综合毛利率 07 年以来处于逐步下滑的通道，但对比电力设备板块主要二次设备行业公司，毛利率波动不是很大。

Figure 6 同行业内可比公司毛利率变化情况



数据来源: wind、世纪证券研究所

财务分析

偿债能力良好

09 年公司流动比率 8.07、速动比率 7.04，较上年下降 33.75%、34.92%，主要是本期短期借款增加所致，但公司资产流动性仍属于较高水平，短期偿债能力较强。

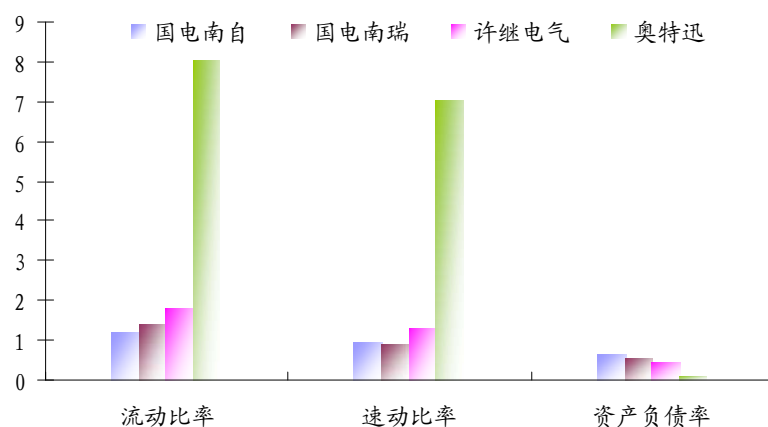
09 年，公司资产负债率 11.84%，较上年增加 53.99%，主要因借款增加所致。在目前资产负债率水平下，公司具备较强的偿债能力和融资能力。公司利息保障倍数较高，可以足额偿还借款利息。

Figure 7 公司历年来偿债能力指标变化趋势

	2005	2006	2007	2008	2009
流动比率	2.03	1.98	2.38	12.18	8.07
速动比率	1.53	1.37	1.86	10.82	7.04
EBIT / I	225.83	40.46	27.65	40.01	168.73
资产负债率 (%)	47.28%	48.98%	38.08%	7.69%	11.84%

数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 8 2009 年可比上市公司主要偿债能力指标比较



数据来源: wind、世纪证券研究所

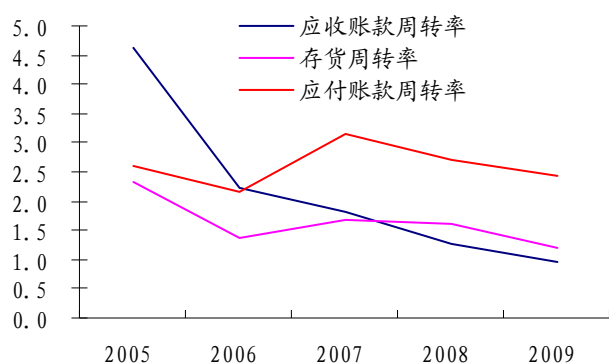
与可比上市公司相比，09 年公司的流动比率和速动比率有较高，资产流动性较好。从资产负债率指标看，公司负债水平较低，未来可以利用的融资空间较大。

资产管理能力有所下降

09 年应收账款周转率 1.06，低于 08 年的 1.37，主要原因是本期因延迟交货可确认收入减少所致。但公司客户实力雄厚，货款偿付信誉良好，货款回收不存在风险。

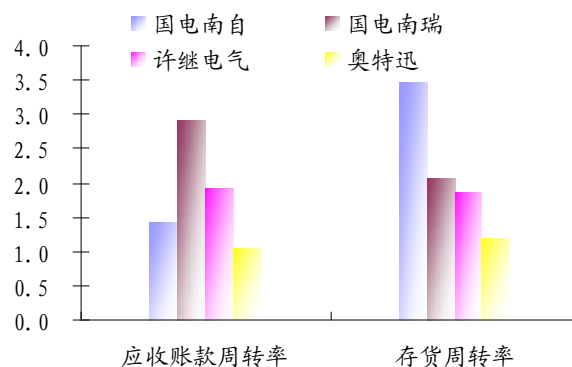
09 年公司存货周转率为 1.19，低于 08 年的 1.61，主要是由于公司生产模式和产品交货流程及收入确认原则等因素所致。由于公司的生产方式为订单式生产，根据客户的需求提供产品，不存在产品滞销的情形。

Figure 9 公司历年来主要资产管理能力指标变化趋势



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 10 2009 年可比上市公司资产管理指标比较



数据来源: wind、世纪证券研究所

与可比上市公司比较，公司的应收账款周转率和存货周转率都较低，虽然没有坏账和存货损失的情况发生，但对于公司营运资金有较大影响。

期间费用率有所提升

09 年公司的营业费用率和管理费用率分别同比提升了 1.51 和 4.47 个百分点，导致期间费用率同比提升 4.76 个百分点。

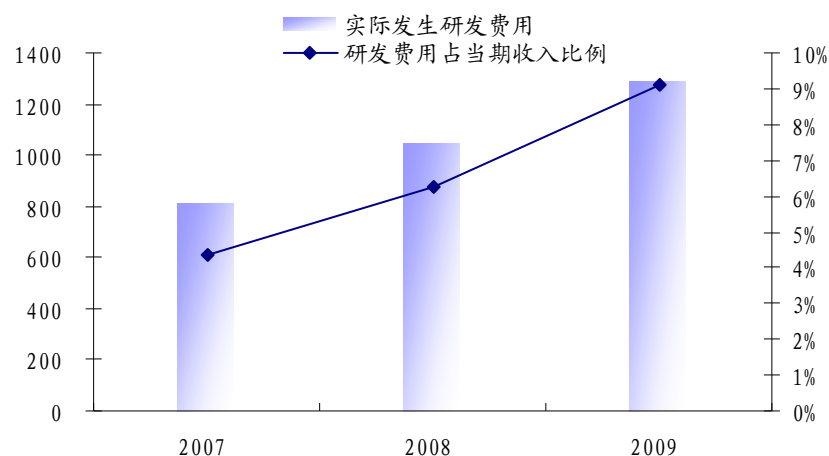
Figure 11 公司历年来期间费用率变化趋势

	2005	2006	2007	2008	2009
营业费用占比	12.34%	10.45%	9.45%	11.82%	13.33%
管理费用占比	8.54%	8.91%	8.32%	11.61%	16.08%
财务费用占比	-0.18%	0.30%	0.98%	-4.63%	-5.77%
三项费用占比	20.81%	19.73%	18.85%	18.94%	23.70%

数据来源: wind、世纪证券研究所

其中管理费用率提升的主要原因是 09 年研发费用的持续增加。09 年，公司研发费用投入 1286.69 万元，占营收比例为 9.12%；而且公司研发费用占主营业务收入的比例呈上升趋势。

Figure 12 公司研发费用及其占营收比例 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

盈利预测与投资评级

收入预测:

2010 年电网投资有所恢复, 公司的电网业务将出现回暖; 另外, 核电市场、汽车充电站以及城市轨道交通等领域在未来几年将出现突破性增长, 我们预测 2010-2012 年公司营收增长率分别达到 45.92%、48.56% 和 56.22%, 营收分别达到 2.04 亿元、2.04 亿元和 4.74 亿元。

Figure 13 2010-2012 年公司营收预测 (单位: 元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
微机控制高频开关直 流电源系统	155,697,562.74	137,919,800.00	102,339,900.00	153509850.00	230264775.00	368423640.00
增速		-11.42%	-25.80%	50.00%	50.00%	60.00%
电力用直流和交流一 体化不间断电源设备	18,334,846.10	20,082,500.00	22,479,300.00	28099125.00	39338775.00	55074285.00
增速		9.53%	11.93%	25.00%	40.00%	40.00%
电力专用UPS/逆变电 源系统	11,216,811.17	8,650,300.00	14,264,900.00	21397350.00	32096025.00	48144037.50
增速		-22.88%	64.91%	50.00%	50.00%	50.00%
运行设备维护	579,106.58	700,800.00	991,200.00	1387680.00	1942752.00	2719852.80
增速		21.01%	41.44%	40.00%	40.00%	40.00%
售后服务费	30,000.00					
咨询服务费	705,066.01					
营业收入	186,563,392.60	167,353,400.00	140,075,300.00	204,394,005.00	303,642,327.00	474,361,815.30
增速		-10.30%	-16.30%	45.92%	48.56%	56.22%

数据来源: 世纪证券研究所

毛利率预测:

根据前面对公司产品毛利率的分析, 我们认为未来几年公司主要产品毛利率仍有一定下滑的空间, 但幅度不会太大。主要原因是统一招标已经使毛利率有一次较大降幅, 而公司主要产品在其领域内有较强的技术优势和议价能力。

我们预测 2010-2012 年公司综合毛利率将分别为 38.13%、37.66% 和 37.40%。

Figure 14 2010-2012 年公司主要产品毛利率预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
微机控制高频开关电源系统	48.53%	42.84%	36.93%	36.00%	35.50%	35.00%
电力用直流和交流一体化不间断电源设备	51.30%	44.98%	42.11%	41.50%	41.00%	41.00%
电力专用UPS/逆变电源系统	48.45%	47.98%	46.04%	45.00%	44.00%	44.00%
运行设备维护	99.38%	93.78%	99.21%	100.00%	100.00%	100.00%
售后服务费						
咨询服务费	94.14%					
综合毛利率	49.13%	43.58%	39.13%	38.13%	37.66%	37.40%

数据来源：世纪证券研究所

税率假设：

公司子公司所得税减免到期，税率增加，假设 2010-2012 年保持 13.5% 的所得税率。

盈利预测：

根据相关假设，通过我们的模型预测，2010-2012 年公司实现的净利润分别为 3272 万元、4658 万元和 6007 万元，增速分别为 35.10%、42.35% 和 28.95%；2010-2012 年实现基本每股收益分别为 0.30 元、0.43 元和 0.55 元。

Figure 15 2010-2012 年公司盈利预测（单位：百万元）

项目(单位：百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业利润						
营业收入	186.56	168.06	141.03	204.39	303.64	474.36
(+/-%)	0.21	-0.10	-0.16	0.45	0.49	0.56
减：营业成本	94.90	94.43	85.27	126.45	189.70	298.93
(+/-%)	0.21	-0.01	-0.10	0.48	0.50	0.58
减：营业税金及附加	0.35	0.34	0.33	0.41	0.61	0.95
减：营业费用	17.62	19.86	18.80	24.53	36.44	56.92
减：管理费用	15.52	19.51	22.68	26.57	36.44	56.92
减：财务费用	1.83	-7.79	-8.14	-2.90	-1.20	1.69
减：资产减值损失	2.75	1.44	3.30	3.50	2.80	2.50
加：公允价值变动净收益	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	53.59	40.28	18.76	25.83	38.85	56.44
二、利润总额						
加：营业外收入	7.64	11.16	9.25	12.00	15.00	13.00
利润总额	61.20	51.20	28.01	37.83	53.85	69.44
三、净利润						
减：所得税	5.73	3.62	3.78	5.11	7.27	9.37
净利润	55.48	47.58	24.22	32.72	46.58	60.07
四、归属于母公司所有者净利润						
归属母公司净利润	55.48	47.58	24.22	32.72	46.58	60.07
五、股利分配						
总股本	81.08	108.58	108.58	108.58	108.58	108.58
EPS(摊薄)	0.51	0.44	0.22	0.30	0.43	0.55

数据来源：世纪证券研究所

投资评级:

根据对每股收益的预测,我们测算出 2010-2012 年对应的动态市盈率分别为 114、79.5 和 62.4。虽然 2010 年开始电网业务开始回暖、核电、汽车充电站市场出现巨大空间,城市轨道交通投资快速增长,但是公司面临毛利率下降、税率提升以及高估值的压力。综合来看,给予公司“中性”评级。

风险提示

公司 2010 年面临的主要风险有:

- (1) 电网建设投资放缓对公司经营业绩的影响;
- (2) 汽车充电站盈利贡献的不确定性;
- (3) 公司应收账款和存货余额较大,周转率偏小的风险;
- (4) 产品价格下降带来毛利率下降的风险;
- (5) 估值过高的风险。

Figure 16 三大报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	610	739	837	1189	营业收入	141	204	304	474
现金	370	370	370	370	营业成本	85	126	190	299
应收账款	134	204	278	434	营业税金及附加	0	0	1	1
其他应收款	10	12	18	28	营业费用	19	25	36	57
预付账款	16	15	19	30	管理费用	23	27	36	57
存货	78	133	148	319	财务费用	-8	-3	-1	2
其他流动资产	3	4	4	8	资产减值损失	3	4	3	3
非流动资产	54	106	99	98	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	5	57	55	49	营业利润	19	26	39	56
无形资产	27	37	36	43	营业外收入	9	12	15	13
其他非流动资产	21	12	8	6	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	664	844	936	1287	利润总额	28	38	54	69
流动负债	76	237	297	608	所得税	4	5	7	9
短期借款	14	145	189	424	净利润	24	33	47	60
应付账款	36	65	78	144	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	26	26	30	39	归属母公司净利润	24	33	47	60
非流动负债	3	0	0	0	EBITDA	13	32	54	78
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.22	0.30	0.43	0.55
其他非流动负债	3	0	0	0					
负债合计	79	237	297	608	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	109	109	109	109	成长能力				
资本公积	357	357	357	357	营业收入	-16.1%	44.9%	48.6%	56.2%
留存收益	119	141	173	213	营业利润	-53.4%	37.7%	50.4%	45.3%
归属母公司股东权益	585	607	639	679	归属于母公司净利润	-49.1%	35.1%	42.3%	28.9%
负债和股东权益	664	844	936	1287	获利能力				
					毛利率 (%)	39.5%	38.1%	37.5%	37.0%
					净利率 (%)	17.2%	16.0%	15.3%	12.7%
					ROE (%)	4.1%	5.4%	7.3%	8.8%
					ROIC (%)	4.1%	5.3%	7.2%	6.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	11.8%	28.1%	31.7%	47.2%
					净负债比率 (%)	17.23%	61.35%	63.64%	69.85%
					流动比率	8.07	3.11	2.82	1.96
					速动比率	7.04	2.55	2.32	1.43
					营运能力				
					总资产周转率	0.22	0.27	0.34	0.43
					应收账款周转率	1	1	1	1
					应付账款周转率	2.42	2.50	2.65	2.70
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.22	0.30	0.43	0.55
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.19	-0.58	-0.19	-1.78
					每股净资产 (最新摊薄)	5.39	5.59	5.89	6.25
					估值比率				
					P/E	155.27	114.93	80.74	62.61
					P/B	6.43	6.19	5.88	5.54
					EV/EBITDA	261	108	63	44

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.