

湘财证券研究所

行业二部

徐广福 分析师

执业编号: S0500511010003

联系人:

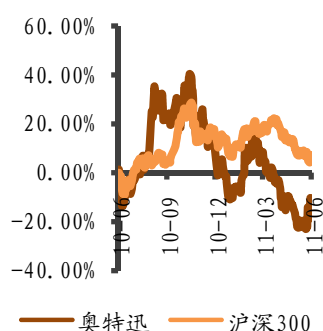
徐海波

Tel: 021-68634510-8054

E-mail: xhb3300@xcsc.com

基本数据

收盘价(元):	26.690
总股本(百万股):	108.58
流通股本(百万股):	27.50
总市值(亿元):	28.9792
流通市值(亿元):	7.34
PE TM	107.2930
每股净资产:	5.5400
评级:	中性


投资要点
□ 立足直流电源, 推进两大新品

公司拥有十多年的直流操作电源研发生产和经营经验, 是我国该行业绝对的龙头企业。应用领域广泛。公司注重产品研发, 以技术取胜, 产品一直保持高于行业的毛利率。公司近年来新开发了电力专用 UPS 电源与电力专用逆变电源, 以及电力用直流和交流一体化不间断电源设备系统等新产品。更是一体化系统的标准制定者。目前电力专用 UPS 电源与电力专用逆变电源主要市场在于变电站技术改造, 升级成为一体化电源系统, 这部分市场近年来比较稳定, 公司占据 80% 以上的市场份额。而一体化电源系统则主要应用在新建变电站之中, 近三年该项业务复合增速超过 20%, 是公司增长较快的一项业务。

□ 积极开拓电网之外市场

公司主要客户是两大电网公司, 近两年新增电网订单分别占到公司新增订单的 78.4%, 59.3%, 随着国家电网集中招标的开展, 价格下降明显, 也造成了公司这两年业绩下滑比较明显。因此, 公司着力开拓电网外市场。专门成立若干开拓下游市场的事业部, 在发电企业、轨道交通、冶金等领域取得市场开拓。近两年发电企业订单占公司新增订单比例分别为 21.3%、38.6%。此外, 公司还瞄准通讯基站用直流电源领域, 尽管该领域现已呈现中兴、华为等企业的垄断态势, 公司仍准备凭借自己在新技术上的实力, 借助新建基站及基站更新换代获取市场份额。

□ 充电桩支撑公司未来增长

公司凭借在大运会充电站的充电桩设备供货的良好业绩, 以及自身在大容量充电模块上的技术优势, 将充分受益于电动车充电站建设的发展。以深圳市计算, 到 2012 年, 全市将建成充电站数量 89 座(其中公交充电站 36 座, 社会充电站 53 座), 充电桩数量 29500 个, 按照单个充电桩 1.2 万计算, 刨除掉已投建的 2349 个充电桩, 则近两年仅深圳市就将有 3.26 亿的市场规模。以全国计, 保守估计有 10 个深圳市的容量, 则年均将达到 16.29 亿的市场规模, 且市场规模随着电动汽车的普及, 将得到加速发展。公司凭借技术优势, 保守估计占据 10% 的市场份额, 预计未来充电桩业务充分发展后, 每年将贡献 1.63 亿的销售收入, 按照公司 15% 左右的净利率, 则充电桩将至少为公司每年贡献 EPS 0.22 元。

□ 募投项目成公司瓶颈

公司近年来产能利用率始终超过 100%, 产能不足已成为公司拓展业务的瓶颈。公司自 2008 年上市之后, 募投项目直到 2010 年底方完成建筑封顶, 加上尚需进行的外立面、内部装修等工作, 预计 2012 年中方可投产。这将对公司现阶段扩大生产经营产生不利影响。

□ 盈利预测与估值

首次给予公司“中性”评级。公司传统直流电源及其拓展的一体化系统产品增长稳定, 未来在充电桩领域的增长值得期待。根据测算, 公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.29、0.41、0.60 元。对应当前股价市盈率 92、37、25 倍。估值较高建议暂时观望。

□ 风险提示

募投项目进度继续低于预期风险，电动车充电站建设进度低于预期风险，珠三角招工困难风险。

表 1 主要财务指标

重要财务指标		单位: 百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	182	206	297	436	
收入同比(%)	29%	13%	44%	47%	
归属母公司净利润	27	31	44	65	
净利润同比(%)	11%	15%	42%	48%	
毛利率(%)	40.3%	39.3%	38.0%	37.3%	
ROE(%)	4.5%	5.0%	6.8%	9.3%	
每股收益(元)	0.25	0.29	0.41	0.60	

表 2 分产品收入预测

百万元	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
高频开关直流电源							
销售收入	155.70	137.92	102.34	136.48	156.95	180.49	207.57
YOY							
毛利率	48.53%	42.84%	36.93%	39.91%	39.00%	39.00%	39.00%
UPS/逆变电源							
销售收入	11.22	8.65	14.26	14.35	14.64	16.10	17.71
YOY							
毛利率	48.45%	47.98%	46.04%	38.00%	37.00%	36.00%	36.00%
一体化电源系统							
销售收入	18.33	20.08	22.48	29.16	32.08	38.49	46.19
YOY							
毛利率	51.30%	44.98%	42.11%	38.83%	37.00%	36.00%	36.00%
运行设备维护							
销售收入	0.58	0.70	0.99	1.71	2.00	2.00	2.00
YOY							
毛利率	99.38%	93.78%	99.21%	99.57%	99.00%	99.00%	99.00%
其他 (12、13 年含充电桩)							
销售收入	0.73	0.71	0.96	0.46	0.70	60.00	163.00
YOY							
毛利率	93.15%	98.59%	100.00%	100.00%	99.00%	35.00%	35.00%
营业收入	186.56	168.06	141.03	182.16	206.37	297.09	436.47
营业成本	94.90	94.44	85.26	108.75	125.20	184.06	273.48
综合毛利率	49.13%	43.81%	39.54%	40.30%	39.33%	38.04%	37.34%

信息来源：公司公告，湘财证券研究所

表 3 财务报表预测与财务比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	553	514	622	860	营业收入	182	206	297	436
现金	281	225	220	290	营业成本	109	125	184	273
应收账款	162	167	228	319	营业税金及附加	1	1	1	1
其他应收款	15	16	24	35	营业费用	21	22	30	41
预付账款	12	15	18	22	管理费用	28	27	33	39
存货	81	88	129	191	财务费用	-6	-1	2	11
其他流动资产	3	3	3	3	资产减值损失	4	3	3	3
非流动资产	100	175	218	213	公允价值变动收益	0	-0	-0	-0
长期投资	9	6	7	6	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	7	72	127	140	营业利润	26	30	44	67
无形资产	27	26	25	24	营业外收入	6	7	8	10
其他非流动资产	58	72	59	43	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	653	689	840	1074	利润总额	32	37	52	77
流动负债	49	65	184	371	所得税	5	5	8	11
短期借款	0	5	109	267	净利润	27	31	44	65
应付账款	31	41	58	88	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	18	19	17	17	归属母公司净利润	27	31	44	65
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	23	40	75	122
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.25	0.29	0.41	0.60
其他非流动负债	3	3	3	3	主要财务比率				
负债合计	52	68	187	374	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	109	109	109	109	营业收入	29.2%	13.3%	44.0%	46.9%
资本公积	357	357	357	357	营业利润	40.1%	13.7%	47.0%	52.6%
留存收益	135	155	187	233	归属于母公司净利润	11.1%	15.3%	42.1%	47.6%
归属母公司股东权益	601	621	652	699	获利能力				
负债和股东权益	653	689	840	1074	毛利率(%)	40.3%	39.3%	38.0%	37.3%
现金流量表					净利率(%)	14.8%	15.0%	14.8%	14.9%
单位:百万元					ROE(%)	4.5%	5.0%	6.8%	9.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	5.6%	6.2%	7.4%	9.9%
经营活动现金流	-33	36	-24	-19	偿债能力				
净利润	27	31	44	65	资产负债率(%)	8.0%	9.8%	22.3%	34.9%
折旧摊销	2	11	28	44	净负债比率(%)	0.00%	6.68%	58.18%	71.25%
财务费用	-6	-1	2	11	流动比率	11.30	7.95	3.37	2.32
投资损失	-0	-0	-0	-0	速动比率	9.64	6.59	2.67	1.80
营运资金变动	-56	-3	-104	-147	营运能力				
其他经营现金流	0	-1	6	9	总资产周转率	0.28	0.31	0.39	0.46
投资活动现金流	2	-87	-70	-39	应收账款周转率	1	1	1	1
资本支出	32	90	70	40	应付账款周转率	3.25	3.45	3.70	3.75
长期投资	-9	-3	1	-0	每股指标(元)				
其他投资现金流	26	0	1	0	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.29	0.41	0.60
筹资活动现金流	-11	-5	89	129	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.30	0.33	-0.22	-0.17
短期借款	-14	5	105	158	每股净资产(最新摊薄)	5.54	5.72	6.01	6.44
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	107.72	93.39	65.71	44.51
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	4.82	4.66	4.44	4.14
其他筹资现金流	3	-10	-15	-29	EV/EBITDA	114	66	35	21
现金净增加额	-41	-56	-5	71					

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。