

否极泰来，订单超出市场预期

研究结论

- 2011 年上半年业绩基本符合预期。公司 11 年上半年实现营业收入 7.75 亿元，同比增长 5.63%，利润总额 7723 万元，同比减少 71.93%，归属上市公司股东净利润 6419 万元，同比减少 71.83%，对应的 EPS 为 0.146 元，实现扣除非经常损益后的净利润为 4,971 元，比去年同期相比减少 53%，对应的 EPS 为 0.113 元，归属于上市公司的每股净资产 5.88 元。由于公司在一季报中即对半年度业绩预减 50%-80%，此次业绩快报基本符合预期。
- 收入同比小幅增长，毛利率显著下滑是净利润大幅下降的主要原因。自去年开始，国网将消弧线圈、110KV 的开关纳入集中招标体系，市场竞争加剧，部分产品价格大幅下滑，因此尽管中标量同比仍有明显增长，但是中标金额仅小幅增长，产品毛利率下降了近八个百分点，是公司主要业务业绩同比大幅下降的主要原因。同时，受通胀因素影响，公司人工成本增加，导致了本期销售费用和管理费用与上年同期相比增长 13%。报告期内，公司扣非后的净利润率为 6.4%，远低于去年同期扣非后的净利润率 13.6%。毛利率下降和费用率上升是主要原因。
- 报告期内公司新签订单增长 24%，超出市场预期。2011 年上半年公司新增合同订单 12.16 亿元，与上年同期相比增长 24%，高于公司年初预期。公司年初预期 2011 年订单 25 亿，同比增加 8%。在今年前三次国网集中招标中，思源电气市场份额有所上升，分产品来看，互感器前三批的平均市场份额 16.27%，高于去年同期 14.02%；电容器 4.6%，低于去年同期 8.82%；隔离开关 19.17%，低于去年同期 17.4%。
- 估值与投资建议：根据业绩快报，不考虑平高股权的投资收益，我们预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.42、0.57、0.75 元，中长期来看，我们给予公司 2012 年 30 倍 PE，并考虑到平高股权价值及公司所持现金，每股约增厚 4 元，对应目标价为 20 元，维持公司增持评级。
- 股价催化剂：智能电网、节能环保、电网投资超预期
- 风险因素：价格战加剧、新产品进程低于预期



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

8621-63325888 x 6101

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

联系人

曾朵红

8621-63325888 x 6089

zengduohong@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 7 月 27 日)	16.49 元
目标价格	20.00 元
总股本/A 股 (亿股)	4.4
A 股市值 (亿元)	72.5
国家/地区	中国
行业	电力设备
报告发布日期	2011 年 7 月 28 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1877	2068	2470	3070
同比(%)	10%	19%	24%	22%
归属母公司净利润	554	186	249	331
同比(%)	-42%	-66%	34%	33%
毛利率(%)	41.7%	35.2%	35.8%	36.3%
ROE(%)	18.5%	6.2%	7.8%	9.6%
每股收益(元)	1.26	0.42	0.57	0.75
P/E (倍)	13.08	39.02	29.13	21.91
P/B (倍)	2.28	2.25	2.10	1.94

相关报告

时间

年报基本符合预期，新产品仍然需要等待

2011-3-21

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn