

大容量 APF 应用超预期

研究结论:

- **公司经营稳健, 发展进入快车道。**公司整体经营情况良好, 车间生产非常饱满, 公司从海外新购置的断路器生产线和成套壳体自动化生产线已经投入运行, 生产效果良好, 有效地减少车间工人数量, 增加产出率。根据测算, 只要交货同比增加 10% 以上, 自动化的规模化生产就能够有效降低总的生产成本。根据上半年的交货和订单取得情况来看, 新的生产线可以提高公司生产效率。根据公司的定位, 2010 年是布局的一年, 2011 年是发展的一年, 2012 年是迈上新台阶的一年。公司正朝着既定的目标大踏步前进。
- **受益城农网改造、国网集中招标、省外市场开拓, 开关业务增长确定。**传统中低压成套开关需求旺盛, 受益于城农网改造, 全国来看中部地区是城农网改造的重点, 东部地区城农网较为发达, 而偏远的西部地区城农网改造并没有那么迫切, 公司处于中部地区, 受益最为明显, 成套开关订单今年明显增多, 生产非常饱满。公司参与国网输变电设备第四次招标, 从数量上来看, 公司约取得 6% 的市场份额, 第一次中标结果不错, 表明国网市场开拓取得进展。总体来说, 公司开关业务生产饱满, 开关业务预计增长率达到 30%。
- **APF 订单饱满, 1000A 以上的 APF 已有成功应用案例, 将成为业绩爆发点。**根据我们对下游客户的实地走访情况, 公司应用在医院、武装部的小容量 APF, 客户反应效果非常好, 电能质量稳定, 超过 1000A 的 APF 通过创新的设计, 实现了技术的突破, 配套长葛新建钢厂的中性炉, 预计将有效地解决中性炉给电路带来的冲击。钢铁、电解铝、化工等传统行业新建项目对于 APF 需求强劲, 而新兴行业如轨道交通、充电站 APF 有望成为标配, 进一步印证我们前期关于 APF 处于发展拐点的判断, 公司目前在手的 APF 订单饱满, 郑州地铁、充电站建设都将给公司新产品带来应用空间, 且公司的大容量 APF 技术领先于同行, 到年底突破产能瓶颈, 预计明年将持续翻番增长, 新产品放量将成为公司业绩爆发的增长点。根据我们的测算, 2011—2013 年, APF 贡献的 EPS 分别为 0.23、0.43、0.68 元, 占比分别为 37%、47%、54%, APF 将逐步成为公司的主力产品。
- **维持公司买入评级, 目标价 29 元。**我们维持前期的盈利预测, 预测 2011—2013 年的 EPS 分别为 0.64 元、0.95 元、1.30 元, 2011 年同比增长 50% 以上, 2012 年同比增长 45% 以上, 按照公司目前的经营情况, 超预期的可能性很大。根据可比公司的估值水平, 同时考虑公司的高成长性和储备产品, 我们给予公司 2012 年 30 倍 PE, 对应目标价为 29 元。
- **风险因素:** APF 推广慢于预期、国网投资低于预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

曾朵红

8621-63325888-6089

zengduohong@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860511080001

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 9 月 23 日)	20.64 元
目标价格	29.00 元
总股本/A 股 (百万股)	172/172
A 股市值 (亿元)	35.5
国家/地区	中国
行业	电力设备
报告发布日期	2011 年 9 月 26 日

股价表现



财务预测

单位: 百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	489	642	846	1087
同比 (%)	20%	31%	32%	28%
归属母公司净利润	71	112	164	224
同比 (%)	17%	58%	47%	36%
毛利率 (%)	32.7%	32.9%	34.4%	35.4%
ROE (%)	8.1%	11.6%	15.0%	17.7%
每股收益 (元)	0.41	0.65	0.95	1.30
P/E (倍)	45.87	29.00	20.05	14.49
P/B (倍)	3.72	3.37	2.97	2.56
EV/EBITDA (倍)	34	25	17	12

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

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声明。

附表：财务报表预测与比率分析

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	1111	1036	1166	1390	营业收入	489	642	846	1087
现金	703	521	519	588	营业成本	329	430	555	702
应收账款	180	237	312	400	营业税金及附加	3	4	5	6
其它应收款	11	13	15	17	营业费用	19	25	31	39
预付账款	130	150	174	198	管理费用	38	45	55	68
存货	87	114	148	187	财务费用	16	4	2	3
其他	0	0	0	0	资产减值损失	4	6	10	11
非流动资产	101	228	256	241	公允价值变动收	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	74	134	209	213	营业利润	80	128	188	257
在建工程	0	66	20	0	营业外收入	4	4	5	7
无形资产	23	23	22	21	营业外支出	0	0	0	0
其他	3	4	5	7	利润总额	83	132	193	264
资产总计	1212	1263	1423	1632	所得税	13	20	29	40
流动负债	331	301	330	365	净利润	71	112	164	224
短期借款	253	200	200	200	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	76	99	128	162	归属于母公司净	71	112	164	224
其他	2	2	2	2	EBITDA	103	138	202	277
非流动负债	10	0	0	0	EPS (元)	0.41	0.65	0.95	1.30
长期借款	0	0	0	0	主要财务比率				
其他	10	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	341	301	330	365	成长能力				
少数股东权益	0	0	0	0	营业收入	20.3%	31.3%	31.8%	28.4%
股本	86	129	129	129	营业利润	15.3%	60.8%	46.9%	36.6%
资本公积	549	549	549	549	归属于母公司净利	17.2%	58.2%	46.8%	36.4%
留存收益	236	284	414	589	获利能力				
归属母公司股东权益	871	962	1092	1267	毛利率	32.7%	32.9%	34.4%	35.4%
负债和股东权益	1212	1263	1423	1632	净利率	14.5%	17.4%	19.4%	20.6%
现金流量表					ROE	8.1%	11.6%	15.0%	17.7%
单位:百万元					ROIC	23.9%	20.7%	22.5%	26.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	30	39	73	122	资产负债率	28.1%	23.9%	23.2%	22.3%
净利润	71	112	164	224	净负债比率				
折旧摊销	7	7	12	17	流动比率	3.36	3.44	3.53	3.81
财务费用	17	4	2	3	速动比率	3.09	3.06	3.08	3.30
投资损失	0	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	-69	-88	-114	-130	总资产周转率	0.40	0.51	0.59	0.67
其它	0	0	0	0	应收账款周转率	2.44	2.44	2.44	2.44
投资活动现金流	-107	-133	-41	-1	应付账款周转率	4.33	4.33	4.33	4.33
资本支出	107	133	41	1	每股指标 (元)				
长期投资	0	0	0	0	每股收益	0.41	0.65	0.95	1.30
其他	0	0	0	0	每股经营现金流	0.34	0.30	0.57	0.95
筹资活动现金流	646	-88	-35	-52	每股净资产	10.13	7.46	8.47	9.82
债务融资	112	-53	0	0	估值比率				
权益融资	560	0	0	0	P/E	45.87	29.00	19.76	14.49
其它	-26	-35	-35	-52	P/B	3.72	3.37	2.97	2.56
汇率变动影响	0	0	0	0	EV/EBITDA	34	25	17	12
现金净增加额	568	-181	-3	69					

资料来源：东方证券研究所