

新产品开拓低于预期，传统业务增长放缓

研究结论

- **公司三季报低于预期。**公司发布三季报，前三季度实现营业收入 12.25 亿元，同比增长 21.95%，实现净利润 2.20 亿元，同比增长 20.52%，综合毛利率 50.37%，第三季度实现营业收入 3.71 亿元，同比增长 0.86%，实现净利润 0.94 亿元，同比增长 8.03%，综合毛利率 52.22%。公司前三季度每股收益 0.44 元，第三季度实现每股收益 0.19 元。由于三季度收入没有增长，公司三季度盈利低于市场的平均预期。
- **由于余热余压确认滞后和总部订单增长趋缓，三季报收入没有增长。**上半年，公司订单 8.57 亿元，同比增长 41.19%，本部新签订单 5.67 亿元，同比增长 10%，信力筑正 2.9 亿，同比增长 203%。由于公司的订单到收入确认为大约需要 6 个月，上半年总部订单增长放缓是三季度收入没有增长的一个重要原因。余热余压订单大幅增长，但是收入确认进程不好把握，三季度收入确认很少，是三季报收入没有增长的另一个原因。
- **新产品开拓低于预期，是公司总部订单增速放缓的原因。**今年来看，公司订单的增长仍然主要依靠 SVC\SVG 等传统产品，新产品的开拓需要时间，公司下一轮的增长有待新产品放量。高压变频高端产品应用进展较为顺利，西气东输项目会给公司带来不少订单。而之前预期较高的串补项目，由于企业终端用电需求增长乏力，导致串补招标量较少，串补新接订单较为有限。光伏逆变、轻型直流输电今年有所放量，但是订单金额还比较有限。
- **毛利率有所下滑，过高毛利率不可持续。**公司二季度毛利率为 55%，主要因为高压变频毛利率达到 63%，主要是部分产品通过合同能源管理的方式达到。公司高压变频业务培育已有多年，但是市场开拓一直有些低于预期，公司通过 EMC 的方式能够取得一部分市场，但是很难成为主流，预计半年报中 55% 的毛利率不可持续。
- **销售费用率和管理费用率保持在高位，财务费用较高。**前三季度，公司销售费用 1.9 亿，销售费用率 15.48%，高于往年两个百分点以上，一定程度上说明公司市场开拓力度加大，销售费用增加。公司管理费用 1.6 亿，管理费用率 12.83%，处于一个相对较低的管理费用率水平。公司前三季度财务费用为 2731 万元，公司 2010 年 11 月发行了 3 亿短融券，2011 年 6 月发行 2 亿元短融券，票面利率 5.82%，全年增加财务费用近 2500 万元，增加了公司的财务负担，而去年财务费用仅为 988 万元。
- **维持公司买入评级，目标价 22 元。**我们调低前期的盈利预测，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.67、0.90、1.20 元，参考可比电力电子公司的估值水平，给予 2012 年 25 倍市盈率，对应目标价 22 元，维持公司买入评级。
- **股价催化剂：**智能电网、新能源、节能减排、特高压
- **风险因素：**新产品开拓低于预期、坏账风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

曾朵红

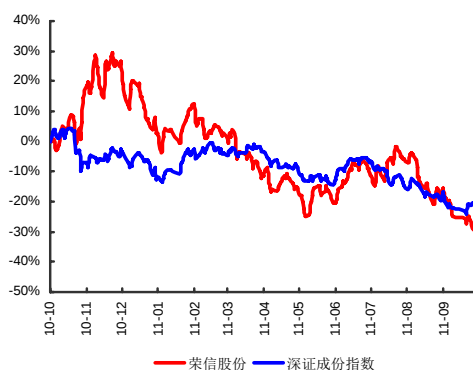
8621-63325888 × 6089

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 10 月 21 日)	15.72 元				
目标价格	22.00 元				
总股本/A 股 (百万股)	504/504				
A 股市值 (亿元)	79.23				
国家/地区	中国				
行业	电力设备				
报告发布日期	2011 年 10 月 24 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	1337	1665	2218	2863
同比(%)	45%	25%	33%	29%
归属母公司净利润	267	338	455	604
同比(%)	44%	26%	35%	33%
毛利率(%)	46.2%	47.4%	46.9%	46.7%
ROE(%)	16.9%	18.5%	20.8%	22.8%
每股收益(元)	0.53	0.67	0.90	1.20
P/E (倍)	29.63	23.44	17.41	13.11
P/B (倍)	4.72	4.01	3.30	2.67

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。

表 1 可比公司 PE 估值

可比公司	股价 (2011-10-22)	10 EPS	11 EPS	12 EPS	10 PE	11 PE	12 PE
特变电工	9.47	0.69	0.64	0.82	13.68	14.73	11.58
许继电气	19.72	0.45	0.70	0.93	44.19	28.00	21.18
天威保变	12.85	0.60	0.38	0.54	21.49	33.52	23.84
思源电气	13.71	0.95	0.48	0.63	14.48	28.77	21.85
置信电气	12.20	0.54	0.41	0.54	22.75	29.70	22.68
合康变频	16.96	0.41	0.62	0.89	41.04	27.40	19.07
英威腾	32.50	1.04	1.25	1.81	31.20	26.10	17.99
汇川技术	63.64	1.01	1.81	2.64	63.08	35.19	24.13
Average					31.49	27.92	20.29

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 2 分产品收入预测

		2010	2011E	2012E	2013E
高压动态无功补偿装置 SVC	收入 (万元)	48,000	43,200	43,200	43,200
	增长率	0%	-10%	0%	0%
	毛利率	45%	50%	50%	50%
智能瓦斯排放装置 MABZ	收入 (万元)	2,386	2,386	2,386	2,386
	增长率	-10%	0%	0%	0%
	毛利率	49%	60%	60%	60%
滤波装置	收入 (万元)	7,070	7,777	8,555	9,411
	增长率	-30%	10%	10%	10%
	毛利率	45%	50%	50%	50%
高压变频调速装置 HVC	收入 (万元)	15,000	24,750	37,125	51,975
	增长率	25%	65%	50%	40%
	毛利率	49%	63%	63%	63%
高压软启动装置 VFS	收入 (万元)	957	1,723	2,584	3,876
	增长率	50%	80%	50%	50%
	毛利率	49%	63%	63%	63%
静止无功发生器 SVG	收入 (万元)	20,000	25,000	32,500	40,625
	增长率	300%	25%	30%	25%
	毛利率	45%	50%	50%	50%
备件及其他	收入 (万元)	1,800	8,000	12,000	18,000
	增长率	0%	344%	50%	50%
	毛利率	62%	61%	61%	61%
余热余压节能发电系统	收入 (万元)	22,453	42,661	63,991	89,587
	增长率		90%	50%	40%
	毛利率	38%	33%	33%	33%

光伏逆变器	收入（万元）		5,000	7,500	11,250
	增长率			50%	50%
	毛利率		35%	35%	35%
TCSC	收入（万元）	12,000	6,000	12,000	16,000
	增长率	0%	-50%	100%	33%
	毛利率	0%	35%	38%	38%
总销售收入	收入（万元）	132,166	166,496	221,841	286,310
	增长率	44%	26%	33%	29%
	毛利率	46%	47%	47%	47%

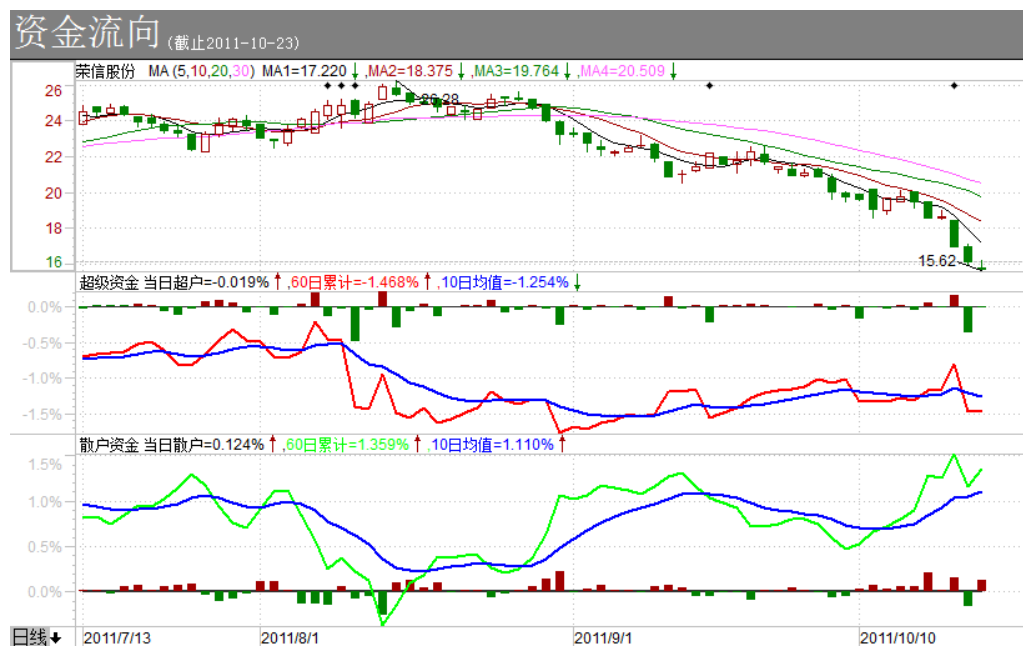
资料来源：东方证券研究所整理

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	2178	2858	3656	4713	营业收入	1337	1792	2569	3499
现金	798	1174	1413	1758	营业成本	719	915	1340	1841
应收账款	800	1041	1410	1820	营业税金及附加	11	15	22	29
其它应收款	36	42	52	61	营业费用	181	251	342	451
预付账款	162	181	207	232	管理费用	184	233	313	409
存货	358	397	552	820	财务费用	10	32	33	33
其他	22	22	22	22	资产减值损失	29	21	28	28
非流动资产	731	803	908	1003	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	81	81	81	81	投资净收益	-0	5	6	8
固定资产	375	490	593	687	营业利润	203	329	497	715
在建工程	134	134	134	134	营业外收入	118	131	150	168
无形资产	92	88	83	79	营业外支出	0	0	0	0
其他	49	11	16	22	利润总额	320	460	647	882
资产总计	2909	3662	4564	5716	所得税	24	34	48	66
流动负债	1126	1596	2011	2501	净利润	296	426	599	817
短期借款	123	400	400	400	少数股东损益	29	53	82	119
应付账款	703	895	1311	1801	归属于母公司净	267	373	517	698
其他	300	300	300	300	EBITDA	240	398	576	804
非流动负债	105	51	51	51	EPS (元)	0.53	0.74	1.03	1.38
长期借款	51	51	51	51	主要财务比率				
其他	54	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	1231	1646	2061	2552	成长能力				
少数股东权益	96	149	231	351	营业收入	45.0%	34.1%	43.3%	36.2%
股本	336	504	504	504	营业利润	36.3%	62.5%	51.0%	43.8%
资本公积	536	536	536	536	归属于母公司净利	44.2%	39.4%	38.6%	35.0%
留存收益	710	826	1231	1773	获利能力				
归属母公司股东权益	1582	1866	2271	2814	毛利率	46.2%	48.9%	47.8%	47.4%
负债和股东权益	2909	3662	4564	5716	净利率	20.0%	20.8%	20.1%	19.9%
现金流量表					ROE	16.9%	20.0%	22.8%	24.8%
单位:百万元					ROIC	18.4%	29.0%	35.8%	41.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	26	381	532	680	资产负债率	42.3%	45.0%	45.2%	44.6%
净利润	296	426	599	817	净负债比率				
折旧摊销	27	41	52	64	流动比率	1.93	1.79	1.82	1.88
财务费用	10	32	33	33	速动比率	1.62	1.54	1.54	1.56
投资损失	-0	-5	-6	-8	营运能力				
营运资金变动	-307	-132	-170	-248	总资产周转率	0.46	0.49	0.56	0.61
其它	0	0	0	0	应收账款周转率	1.53	1.58	1.68	1.78
投资活动现金流	-168	-148	-148	-147	应付账款周转率	1.02	1.02	1.02	1.02
资本支出	111	153	154	155	每股指标 (元)				
长期投资	56	0	0	0	每股收益	0.53	0.74	1.03	1.38
其他	-1	5	6	8	每股经营现金流	0.08	0.76	1.05	1.35
筹资活动现金流	304	142	-145	-188	每股净资产	5.00	4.00	4.97	6.28
债务融资	-20	277	0	0	估值比率				
权益融资	43	0	0	0	P/E	46.16	33.12	23.89	17.69
其它	281	-135	-145	-188	P/B	7.35	6.12	4.93	3.90
汇率变动影响	0	0	0	0	EV/EBITDA	53	33	23	16
现金净增加额	161	376	239	345					

资料来源：东方证券研究所

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

分析师申明

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