

2011 年业绩超出预期，2012 年高增长确定

研究结论

- **2011 年业绩超出市场最乐观的预期。**公司发布 2011 年业绩修正公告，预测 2011 年比上年同期增长：80%--100%，预计盈利 12,722.47 万元--14,136.08 万元，折合每股收益为 0.74-0.82 元。公司在三季报中曾预测 2011 年度归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为 30%-50%，此次业绩修正公告表明公司 2011 年业绩大幅超出公司原来的预测，超出市场的平均盈利预测，Wind 对于 2011 年的 EPS 的预测范围是 0.62-0.72 元，小幅超出我们原来预测的 0.72 元。
- **受益于配网的高景气 and 国网集中招标，公司传统业务稳步增长。**配网投资 2011 年持续景气，公司订单饱满，三季度开始三班生产，是公司业绩超预期的一个原因。刘振亚在国家电网的两会中特别强调 2012 年要重视配网投资，因此预计 2012 年的配网投资仍有较大增长。同时国网从 2011 年开始进行集中招标，订单向优势企业集中，森源国网订单增长很快，占比预计达到 35%以上，提升 10 个百分点。工矿企业那块，公司的目标客户主要在中西部，且以能源企业和大型企业为主，受宏观经济的影响较小。总体公司传统业务实现稳步的增长，增速在 25%左右。
- **有源滤波新产品开始放量，规模效应开始显现，进入爆发式增长期。**公司的新产品销售持续放量，客户对新产品的接受程度提高，订单情况非常好，预计订单同比接近翻番的增长，预计销售收入超过 1 亿元，已经超过西安赛博成为国内最大的有源滤波生产企业。同时我们注意到，国内其他有源滤波企业普遍反应今年 APF 订单达到 5000 万-1 亿左右的水平，订单同比增长翻番以上，也一定程度上表明有源滤波逐步得到市场的认可，行业景气度非常高。公司作为 APF 的领头企业，且产能瓶颈在 2011 年底解决，规模效应显现，APF 将继续迎来翻番式的增长。根据我们测算，2011-2013 年 APF 贡献的 EPS 分别为 0.26、0.47、0.72 元，占净利润的比重分别为 34%、42%、47%，将逐步成为公司的主打产品。
- **费用控制严格，也是公司净利润超预期增长的原因。**公司 2011 年订单同比预计增长 50%以上，但是销售费用控制严格，并没有 50%以上的增长。2010 年因为上市有 725 万上市费用计入了管理费用，2011 年不需要再计提此项费用，同时公司管控严格，并没有增加新的管理费用，预计也是公司净利润超预期增长的一大原因。
- **上调盈利预测，维持买入评级，目标价 28 元。**我们小幅调整公司的盈利预测，预测 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.77 元、1.12 元、1.53 元，2011 年同比增长近 90%，2012 年同比增长 40%以上。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 25 倍 PE，对应目标价为 28 元。
- **风险因素：**APF 推广慢于预期、国网投资低于预期。

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。



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

联系人

方重寅

8621-63325888 × 7500

fangcy@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2012 年 1 月 13 日)

18.05 元

目标价格

28.00 元

总股本/A 股(百万股)

172/172

A 股市值(亿元)

31.05

国家/地区

中国

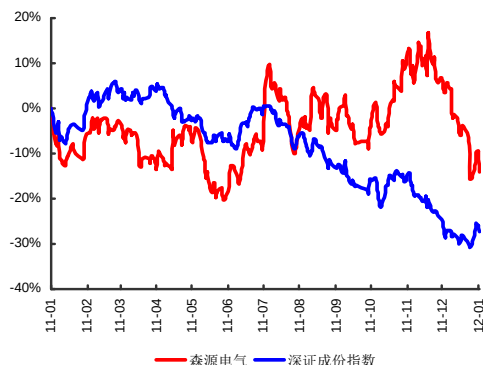
行业

电力设备

报告发布日期

2012 年 1 月 16 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	489	702	924	1187
同比(%)	20%	44%	32%	29%
归属母公司净利润	71	133	192	264
同比(%)	17%	89%	44%	37%
毛利率(%)	32.7%	33.9%	35.2%	36.0%
ROE(%)	8.1%	13.6%	16.9%	19.7%
每股收益(元)	0.41	0.77	1.12	1.53
P/E(倍)	43.92	23.29	16.16	11.76
P/B(倍)	3.56	3.16	2.73	2.31
EV/EBITDA(倍)	33	21	14	11

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

第一次外延式收购，协同效应显著 2011 年 11 月 7 日

图表 1 公司收入分拆及预测

		2010	2011E	2012E	2013E
40. 5kV 开关成套设备	收入（万元）	9,306	11,167	13,959	17,030
	增长率	-6%	20%	25%	22%
	毛利率	29%	34%	33%	33%
12KV 开关成套设备	收入（万元）	22,974	28,718	34,461	41,353
	增长率	32%	25%	20%	20%
	毛利率	36%	35%	34%	31%
0. 4kV 开关成套设备	收入（万元）	6,515	12,379	14,855	17,825
	增长率	7%	90%	20%	20%
	毛利率	26%	23%	22%	22%
40. 5kV 断路器	收入（万元）	143	186	242	315
	增长率	-1%	30%	30%	30%
	毛利率	62%	60%	60%	59%
12kV 断路器	收入（万元）	1,420	1,705	2,046	2,250
	增长率	7%	20%	20%	10%
	毛利率	45%	33%	33%	32%
12kV 隔离开关	收入（万元）	2,833	3,683	4,420	5,304
	增长率	-28%	30%	20%	20%
	毛利率	23%	20%	20%	19%
有源滤波装置	收入（万元）	5,000	11,700	21,750	33,000
	增长率	0%	134%	86%	52%
	毛利率	50%	57%	55%	55%
其他	收入（万元）	624	624	624	624
	增长率	-65%	0%	0%	0%
	毛利率	26%	26%	26%	26%
27. 5kV 开关	收入（万元）	48,816	70,162	92,356	118,702
	增长率	21%	44%	32%	29%
	毛利率	32%	34%	35%	36%
总销售收入	收入（万元）	9,306	11,167	13,959	17,030
	增长率	-6%	20%	25%	22%
	毛利率	29%	34%	33%	33%

资料来源：东方证券研究所

图表 2 公司收入分拆及预测

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
产能(台)	300	760	760	1,500	1,500	1,500
销量(台)	200	450	750	1,100	1,500	2,000
单价(万元/台)	25	26	29	30	31	32
收入(万元)	5,000	11,700	21,750	33,000	46,500	64,000
增长率		134%	86%	52%	41%	38%
毛利率	50%	57%	55%	55%	54%	54%
净利率	30%	39%	38%	38%	38%	38%
贡献 EPS	0.08	0.26	0.47	0.72	1.02	1.42
同比增长(%)		211%	80%	53%	42%	38%
净利润占比(%)	21%	34%	42%	47%	50%	52%

资料来源：东方证券研究所

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	1214	1369	1628	营业收入	489	702	924	1187
现金	703	660	668	755	营业成本	329	463	599	760
应收账款	180	259	344	444	营业税金及附加	3	4	5	7
其它应收款	11	14	16	18	营业费用	19	29	37	45
预付账款	130	158	183	209	管理费用	38	35	44	55
存货	87	123	159	202	财务费用	16	11	14	14
其他	0	0	0	0	资产减值损失	4	8	7	8
非流动资产	101	228	257	242	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	150	217	298
在建工程	0	66	20	0	营业外收入	4	5	7	9
无形资产	23	23	22	21	营业外支出	0	0	0	0
其他	3	4	6	8	利润总额	83	155	223	307
资产总计	1212	1442	1626	1870	所得税	13	22	31	43
流动负债	331	459	490	528	净利润	71	133	192	264
短期借款	253	350	350	350	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	76	107	138	176	归属于母公司净	71	133	192	264
其他	2	2	2	2	EBITDA	103	168	243	329
非流动负债	10	0	0	0	EPS (元)	0.41	0.77	1.12	1.53
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	459	490	528	成长能力				
少数股东权益	0	0	0	0	营业收入	20.3%	43.5%	31.6%	28.5%
股本	86	172	172	172	营业利润	15.3%	88.1%	44.6%	37.7%
资本公积	549	549	549	549	归属于母公司净利	17.2%	88.6%	44.1%	37.4%
留存收益	236	262	414	621	获利能力				
归属母公司股东权益	871	983	1135	1342	毛利率	32.7%	33.9%	35.2%	36.0%
负债和股东权益	1212	1442	1626	1870	净利率	14.5%	19.0%	20.8%	22.2%
现金流量表					ROE	8.1%	13.6%	16.9%	19.7%
单位:百万元					ROIC	23.9%	25.0%	26.6%	30.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	30	36	102	160	资产负债率	28.1%	31.8%	30.2%	28.2%
净利润	71	133	192	264	净负债比率				
折旧摊销	7	7	12	17	流动比率	3.36	2.65	2.79	3.08
财务费用	17	11	14	14	速动比率	3.09	2.38	2.47	2.70
投资损失	0	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	-69	-122	-123	-142	总资产周转率	0.40	0.49	0.57	0.63
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	0.77	1.12	1.53
其他	0	0	0	0	每股经营现金流	0.34	0.21	0.60	0.93
筹资活动现金流	646	55	-54	-72	每股净资产	10.13	5.72	6.60	7.80
债务融资	112	97	0	0	估值比率				
权益融资	560	0	0	0	P/E	43.92	23.29	16.16	11.76
其它	-26	-42	-54	-72	P/B	3.56	3.16	2.73	2.31
汇率变动影响	0	0	0	0	EV/EBITDA	33	21	14	11
现金净增加额	568	-42	7	87					

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，未给予投资评级等相关信息。

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