



方正证券研究所证券研究报告

行业分析师：盛劲松

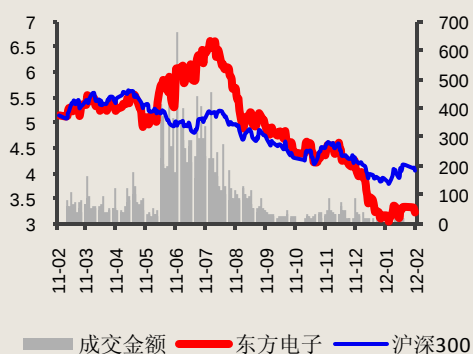
SAC 执业证书编号：S1220511010001

联系人：徐力杨超

电话：(010)68584874

电邮：xuli@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	1027.18	1235.99	1513.94	1865.98
(+/-)	8.94%	20.33%	22.49%	23.25%
净利润	20.11	48.00	126.23	291.00
(+/-)	2.82%	138.66%	162.97%	130.53%
EPS(元)	0.02	0.05	0.13	0.30
P/E	0.00	65.62	24.95	10.82

相关研究

《方正证券—公司研究—东方电子 (000682)—卷土重来已可知 绿色能源服务助力公司再度崛起》

请务必阅读最后特别声明与免责条款

差异化和外向型战略落地，千亿市场打开今后 5 年高速成长空间

东方电子(000682)深度研究报告

公司研究 研究报告
2012.02.01 买入
当前股价：3.22

投资要点

有别于市场的观点

公司的开源是破解“公司黄宗羲定律”的关键。丁总是行业专家，为公司的生存立下了汗马功劳，2007年起，杨总执掌东方电子集团，精进管理使这个老企业焕发了新生。目前，公司执行顺畅、士气高涨，向上发展的趋势已成。差异化和外向型战略已经结出果实，快速成长可期。

※领导者是公司的灵魂，改变从思想开始，历史包袱已经抛下

丁总和杨总都有自己的辉煌经历，同时形成自己的管理思路和风格。目前公司关系理顺，执行力强，士气高涨。2011年，虚假陈述案已经结案，历史包袱已经放下，公司可以轻装前进。

※差异化和外向型定位清晰，战略得当打开成长空间

公司的关注点聚焦到发电侧和配电侧，另外公司从2007年开始，公司启动海外市场开拓，同时，公司原有的产品偏软件，在加强软件的基础上，加大硬件的投入，形成整体的解决方案。

※节能环保立足差异化，面对过千亿的国内市场，三角形变压器适用农网改造根据 EMCA 统计，至2015年，合同能源管理有超过1500亿的市场，其中发电厂侧占有33.1%的份额。与五大发电集团有长久的合作关系，对电厂的情况及其了解，领先竞争对手2—3年。三角形变压器预计2年内形成3亿的销售规模

※海外市场已经突破，主要与西门子和ABB等国际巨头竞争，成本优势明显，面对过千亿的蓝海

公司海外布局已有4年，在2010年，公司取得赤道几内亚的过亿订单，2011年，印度有2.7亿的订单，市场突破初步成功。印度处在电网建设的初期，有千亿的规模，国内的龙头还没有进入，公司先发优势明显。

※维持公司“买入”评级

预计2011—2013年的EPS分别为0.05，0.13和0.30元，以2013年30倍PE计算，目标价为9元，维持公司“买入”评级。

※风险提示

公司转型业务的开拓受到国家政策走势的影响，业绩贡献存在一定不确定性。海外市场开拓存在一定的不确定性。

目录

一	破解“公司黄宗羲定律”的关键点在于开源.....	4
1	黄宗羲定律成立的关键在于有限利益产出和无限的欲望之间的矛盾	4
2	破解黄宗羲定律的关键在开源	4
3	公司成长的瓶颈突破在于开源, 但是知易行难, 需要天时地利人和	4
二	领导者是公司的灵魂, 改变从思想开始, 同时历史包袱已经抛下.....	5
1	公司董事长丁总是行业专家, 为公司的生存立下功劳	5
2	集团董事长杨总年富力强, 有辉煌业绩, 助力上市公司	5
3	集团和公司的结构复杂, 管理难度较大	6
4	精进管理实施, 公司的关系理顺, 执行力已经不是问题	6
5	历史包袱抛下, 公司可以轻装前进	6
三	差异化和外向型定位清晰, 战略得当打开成长空间.....	7
四	节能环保立足差异化, 面对过千亿的市场.....	7
五	海外市场, 尤其是发展中国家, 电网建设还处在初级阶段, 这是一个千亿的空间.....	8
1	公司已经提前布局海外市场, 电力二次设备厂商中居于领先, 国内龙头还在沉睡	8
2	公司采用低成本战略, 极具竞争优势	10
3	印度电网建设刚刚起步, 市场空间巨大, 或有千亿规模	10
4	公司近期公布的 2.6 亿印度订单表明公司海外市场取得突破	11
5	公司目标市场还有其他的发展中国家	12
6	海外市场的先发优势已经初步显现	12
7	不仅做设备供应商, 还做系统集成总包商和后续服务商, 多点盈利, 锁定后续扩容	12
8	大项目锻炼公司的能力, 为后续成长奠定基础	12
六	三角形变压器适用农网改造, 预计 2 年内达到 6000 台产能, 3 亿的销售规模.....	12
七	收入成本预测	13
八	估值.....	13
九	风险提示.....	14
十	财务预测.....	14
十一	附录一: 黄宗羲定律简介	15
十二	附录二: 精进管理简介.....	16

图表目录

图表 1 杨总烟台冰轮的成绩单很好	5
图表 2 集团和公司结构复杂，管理难度大.....	6
图表 3 合适的战略使公司产品进入明星业务	7
图表 4 合同能源管理“十二五”期间市场规模近 1500 亿元.....	8
图表 5 财报数据显示公司的海外开拓领先.....	8
图表 6 中印两国对比说明空间巨大，建设阶段的不同给予公司机会	11
图表 7 三角形变压器北方农网改造存在机会	12
图表 8 收入成本预测	13
图表 9 重要财务指标	13
图表 10 财务预测.....	14
图表 11 黄宗羲定律相关资料	15
图表 12 精进模式主模型图和精进模式体系架构图.....	17

一 破解“公司黄宗羲定律”的关键点在于开源

1 黄宗羲定律成立的关键在于有限利益产出和无限的欲望之间的矛盾

黄宗羲定律简介请参看附录

黄宗羲定律表面上讲的是税制问题，其实质在于封建社会的利益分配机制。由于封建社会的主要收入来自土地产出，总有上限，也即蛋糕的大小是有上限的，不同人或利益集团对蛋糕进行分割，有人多就有人少，既有利益阶层的欲望是无穷的，随着既有利益阶层对蛋糕的占有比例越来越大，反抗随之到来，激烈程度会逐步上升。最终会打破老的利益分配格局，建立新的利益分配格局。这也是中国王朝更替的根本原因。

2 破解黄宗羲定律的关键在开源

如果蛋糕不变，无论是采用何种方式进行利益分配，最终还是会回到原点。

但是，如果蛋糕变大，将会在新的层面上形成利益分配格局，在很长的一段时间内破解黄宗羲定律。

从某种意义上说，血淋淋的工业革命、中国的历史屈辱、美国的全球扩张是经济发展的必然。

3 公司成长的瓶颈突破在于开源，但是知易行难，需要天时地利人和

黄宗羲定律虽然讲的是国家层面的问题，但在某种程度上也适用于公司。公司在某个行业中运营，行业的空间是有限的，市场份额的夺取也是血淋淋的，有时候还没有公平的竞争环境。这不仅仅是成长问题，而且还生存问题。

开拓新的市场，无论是行业还是地域，失败的概率远远大于成功的概率。成功需要同时具备几个条件：

- 睿智而有魄力的领导者；
- 关系理顺，有执行力
- 新市场有空间
- 自身条件与新市场特质匹配

二 领导者是公司的灵魂, 改变从思想开始, 同时 历史包袱已经抛下

1 公司董事长丁总是行业专家, 为公司的生存立下功 劳

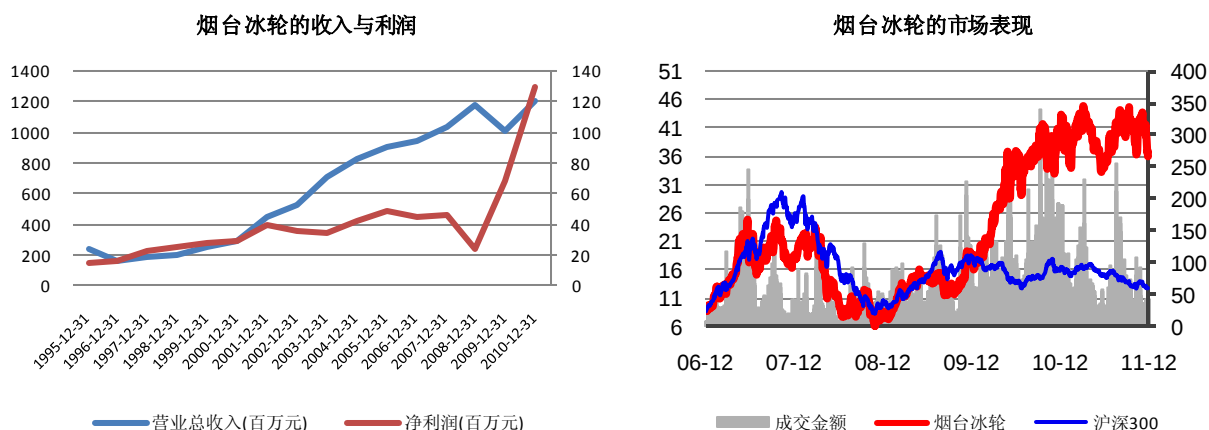
丁总长期致力于电力系统自动化的研究与开发工作和经济与管理的研究工作, 在技术研发和企业管理领域成绩斐然, 先后两次获烟台市科技进步一等奖, 信息产业部科技进步一等奖。被山东省人事厅、山东科委给予记三等功奖励。1999 年 5 月, 被烟台市政府评为十名“烟台市科技功臣”之一。2000 年 4 月, 荣获山东省“富民兴鲁”劳动奖章。2003 年 3 月, 被山东省经贸委、人事厅评为“山东省千名知名技术专家”。2005 年 12 月, 被团省委、省人事厅、省青联评为“山东省优秀青年知识分子”, 2006 年 7 月, 入选《福布斯》中国上市公司最好老板排行榜, 位列第五, 2006 年 10 月当选中国青年科技工作者协会会员。

2 集团董事长杨总年富力强, 有辉煌业绩, 助力上市 公司

杨恒坤 1964 年生人, 1999 年—2007 年在烟台冰轮任总经理, 为烟台冰轮的崛起立下汗马功劳。同时获得众多荣誉和认可。2007 年任东方电子集团公司的董事长。

杨总的经历, 获得的荣誉和他人的评价请上网搜索, 有很多。

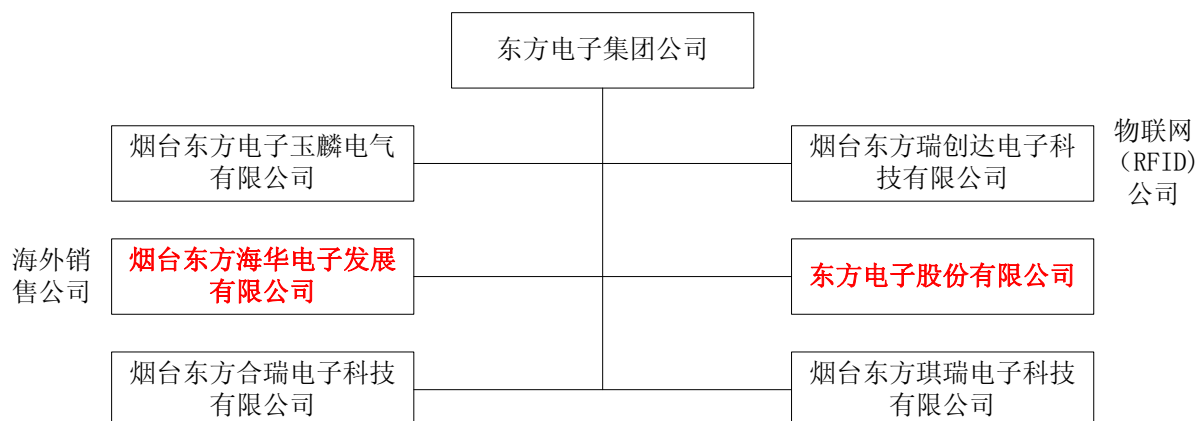
图表 1 杨总烟台冰轮的成绩单很好



数据来源: wind 咨询, 方正证券研究所

3 集团和公司的结构复杂，管理难度较大

图表 2 集团和公司结构复杂，管理难度大



东方电子股份有限公司子公司	子公司类型	注册地	业务性质、经营范围
1、北京东方京海电子科技有限公司	全资子公司	北京	电子电力设备
2、烟台东方电子科技发展有限公司	控股子公司	烟台	自动化系统、计算机信息系统集成等
3、南京世纪东方电子有限公司	控股子公司	南京	电子自动化系统
4、烟台东方威智电子科技有限公司	控股子公司	烟台	通讯设备工业控制系统
5、烟台东方华瑞电气有限公司	控股子公司	烟台	销售电子及通信设备
6、烟台东方纵横电子有限责任公司	控股子公司	烟台	系统集成及电子产品购销
7、烟台海颐软件股份有限公司	控股子公司	烟台	计算机软件产品的开发、销售及系统集成
8、烟台东方威思顿电气有限公司	控股子公司	烟台	电力计量系统等
9、北京东方天宏节能环保有限公司	控股子公司	北京	节能环保技术开发、咨询、服务
10、烟台东方科技环保节能有限公司	控股子公司	北京	节能环保技术开发、咨询、服务

数据来源：公司公告，方正证券研究所

4 精进管理实施，公司的关系理顺，执行力已经不是问题

精进管理参看附录。

将领导者的思路贯彻执行，内部的关系理顺非常重要，通过草根调研，目前公司的关系已经理顺，执行力已经不是问题。同时，公司的精进管理推广较为顺利。

5 历史包袱抛下，公司可以轻装前进

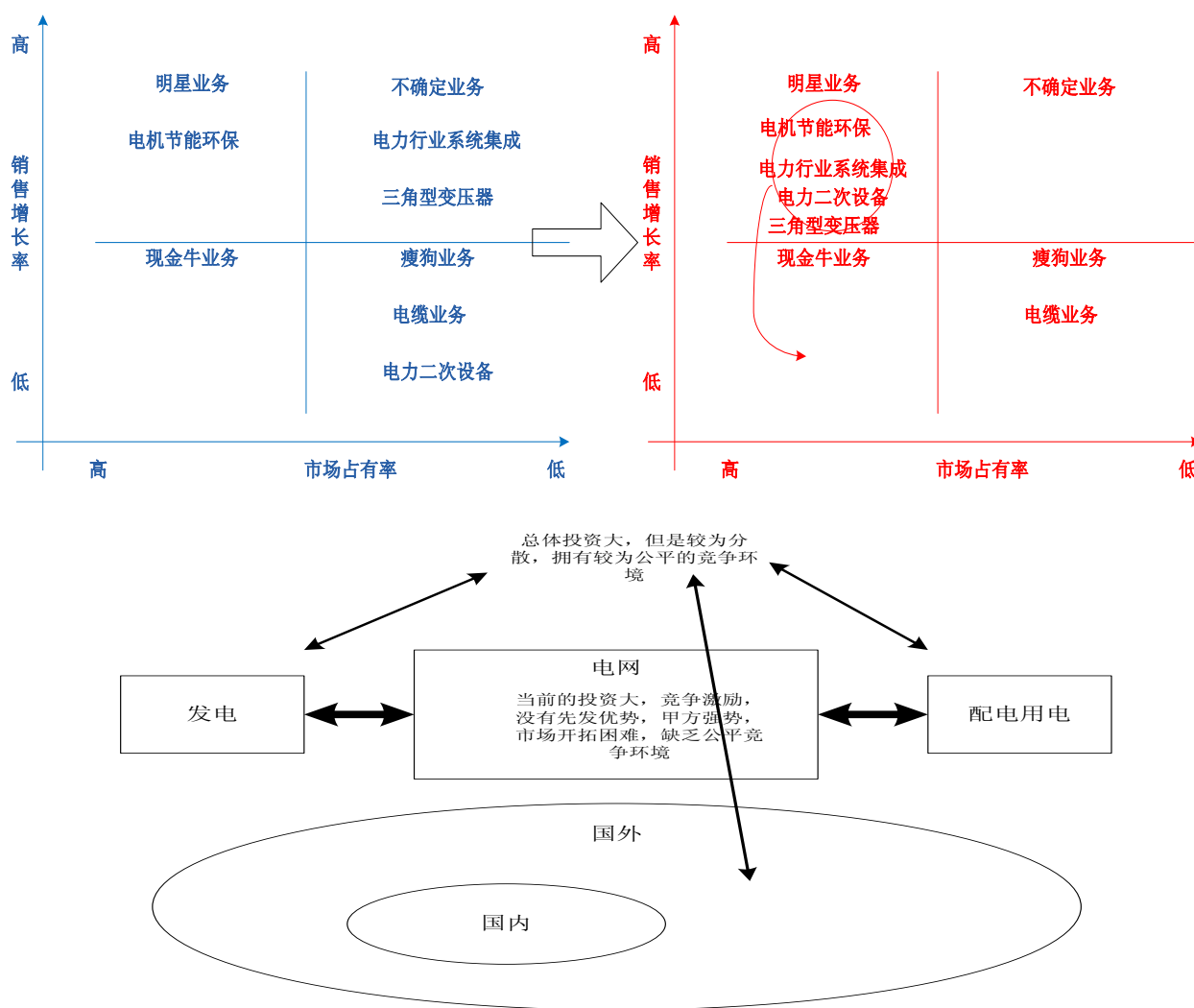
2011 年 6 月 2 日发布公告，虚假陈述案经由最高人民法院裁定，已经结案。历史的包袱已经抛下，但已经可以轻装前行。

三 差异化和外向型定位清晰，战略得当打开成长空间

公司非贵族血统，同时错过了中国电网的大发展，如果强力进攻，不确定性很大。公司采用了差异化战略和走出去的战略，打开了公司成长的空间。

同时，公司原有的产品偏软件，在加强软件的基础上，加大硬件的投入，形成整体的解决方案。

图表 3 合适的战略使公司产品进入明星业务



数据来源：方正证券研究所

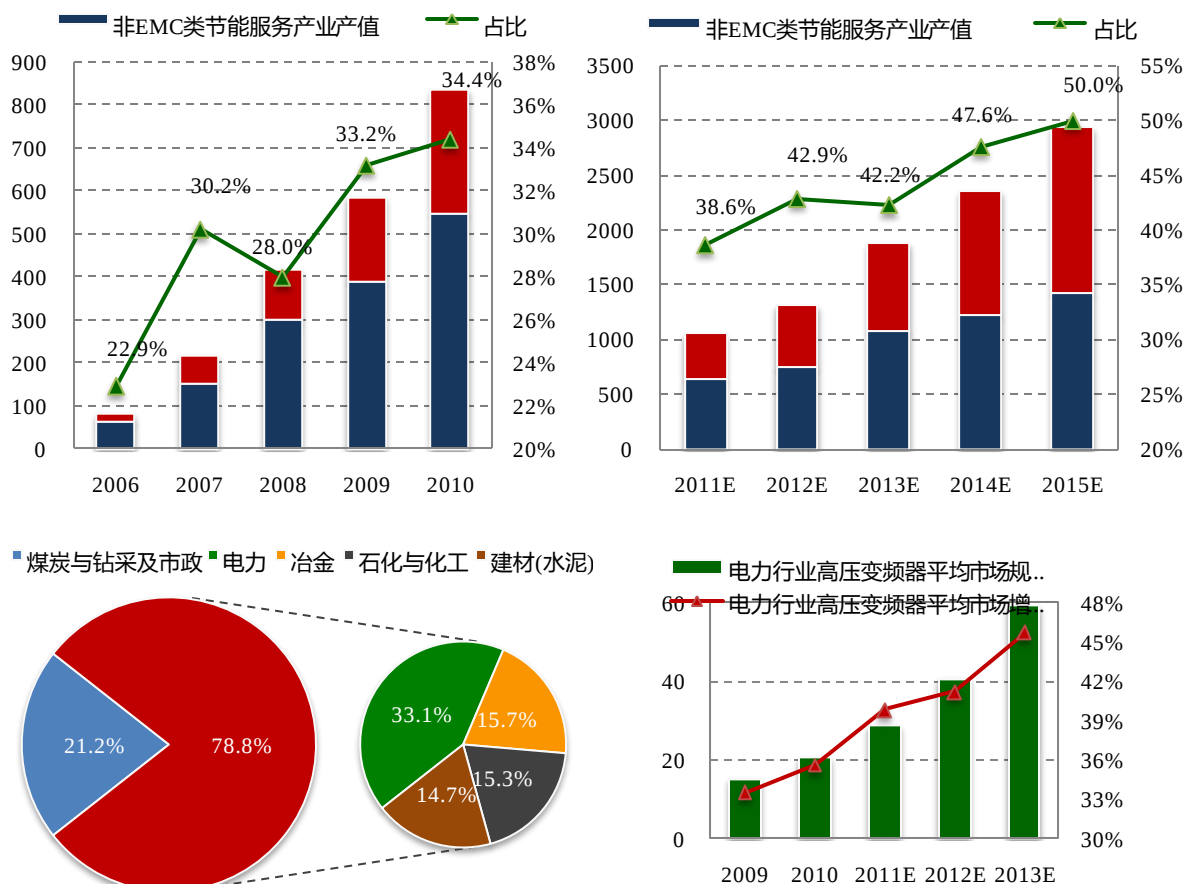
四 节能环保立足差异化，面对过千亿的市场

合同能源管理面对超过 1500 亿的市场，同时发电企业占有总市场份额的 33.1%。

东方电子（000682）：差异化和外向型战略落地，千亿市场打开今后5年高速成长



图表 4 合同能源管理“十二五”期间市场规模近 1500 亿元



数据来源：EMCA，水木清华研究中心，方正证券研究所

五 海外市场，尤其是发展中国家，电网建设还处在初级阶段，这是一个千亿的空间

1 公司已经提前布局海外市场，电力二次设备厂商中居于领先，国内龙头还在沉睡

图表 5 财报数据显示公司的海外开拓领先

证券代码	证券简称	主营产品类型	2011 年中报海外收入 (元)	2010 年报海外收入 (元)
601179.SH	中国西电	变电设备、工业建筑	536,420,000.00	1,111,002,260.00
002518.SZ	科士达	变电设备、低压电器类、电子元器件、输电设备	218,840,334.12	306,806,633.71
000585.SZ	东北电气	变电设备、低压电器类、电气仪器仪表、电子元器件	145,839,752.92	154,695,620.29
300242.SZ	明家科技	变电设备	69,382,500.00	150,327,267.05
601700.SH	风范股份	变电设备、建筑钢结构、输电设备、专用设备与零部件	63,136,583.78	99,251,433.40
601616.SH	广电电气	变电设备	57,591,708.55	137,196,215.27

东方电子（000682）：差异化和外向型战略落地，千亿市场打开今后 5 年高速成长



002334.SZ	英威腾	变电设备、集成电路	46,433,166.49	87,092,628.71
000682.SZ	东方电子	变电设备、工控机械、继电保护及调度自动化、监控器材及系统、施工及检测设备、视频点播系统、行业专用软件	45,070,400.00	94,301,255.66
601126.SH	四方股份	变电设备、传输设备、继电保护及调度自动化	35,776,823.54	66,742,832.22
002527.SZ	新时达	变电设备、低压电器类、电子元器件、监控器材及系统、输电设备	25,888,547.71	53,608,855.25
002123.SZ	荣信股份	变电设备、电气仪器仪表、风泵机械、工控机械	24,031,189.72	43,187,751.41
600405.SH	动力源	变电设备、低压电器类、电子元器件	23,573,067.57	56,380,666.08
601567.SH	三星电气	变电设备	19,225,011.82	无公告
002576.SZ	通达动力	变电设备	17,906,193.18	22,373,003.66
600406.SH	国电南瑞	继电保护及调度自动化、行业专用软件	10,898,038.23	89,327,585.94
002339.SZ	积成电子	继电保护及调度自动化	8,582,958.59	11,940,395.61
600416.SH	湘电股份	变电设备、低压电器类、动力机械、风泵机械、客车、重型卡车与专用车	5,079,825.00	7,154,912.00
002112.SZ	三变科技	变电设备	4,884,200.00	37,699,013.82
600112.SH	长征电气	变电设备、传动设备、低压电器类、电气仪器仪表、电子元器件	4,044,511.73	6,023,899.83
300062.SZ	中能电气	变电设备	3,071,528.17	5,319,728.73
300274.SZ	阳光电源	变电设备	2,915,800.00	6,095,900.00
002356.SZ	浩宁达	变电设备、电气仪器仪表、行业专用软件	2,084,907.73	1,510,323.60
300040.SZ	九洲电气	变电设备、继电保护及调度自动化、建筑钢结构	889,764.99	21,081,156.32
002622.SZ	永大集团	变电设备	759,435.67	9,602,856.11
300069.SZ	金利华电	变电设备	688,211.82	563,419.78
000806.SZ	银河科技	变电设备、低压电器类、工控机械、继电保护及调度自动化、酒店	310,481.00	无公告
002606.SZ	大连电瓷	变电设备	无公告	251,698,105.01
300048.SZ	合康变频	变电设备	无公告	38,545,379.26
300105.SZ	龙源技术	变电设备	无公告	59,736.25
600290.SH	华仪电气	变电设备、低压电器类、发电机及附属设备	无公告	18,750,304.00
002298.SZ	鑫龙电器	变电设备	无公告	无公告
002323.SZ	中联电气	变电设备	无公告	无公告
002350.SZ	北京科锐	变电设备	无公告	无公告
002364.SZ	中恒电气	变电设备	无公告	无公告
002452.SZ	长高集团	变电设备	无公告	无公告
300001.SZ	特锐德	变电设备	无公告	无公告
300124.SZ	汇川技术	变电设备	无公告	无公告
300208.SZ	恒顺电气	变电设备	无公告	无公告
600580.SH	卧龙电气	变电设备、低压电器类、电动车、动力机械、发电机及附属设备、系统集成服务	无公告	无公告
600312.SH	平高电气	变电设备、低压电器类、电气仪器仪表	无公告	无公告
600192.SH	长城电工	变电设备、低压电器类、电气仪器仪表、电子元器件、动力机械、发电机及附属设备、果汁、继电保护及调度自动化	无公告	无公告

东方电子（000682）：差异化和外向型战略落地，千亿市场打开今后 5 年高速增长



002028.SZ	思源电气	变电设备、低压电器类、电气仪器仪表、电子元器件、施工及检测设备、输电设备	无公告	无公告
000400.SZ	许继电气	变电设备、低压电器类、电气仪器仪表、施工及检测设备	无公告	无公告
002227.SZ	奥特迅	变电设备、低压电器类、电气仪器仪表、施工及检测设备	无公告	无公告
002184.SZ	海得控制	变电设备、低压电器类、电子元器件、动力机械、工控机械、行业专用软件	无公告	无公告
002074.SZ	东源电器	变电设备、低压电器类、发电机及附属设备、继电保护及调度自动化、建筑钢结构	无公告	无公告
300141.SZ	和顺电气	变电设备、电气仪器仪表、继电保护及调度自动化	无公告	无公告
002546.SZ	新联电子	变电设备、工控机械	无公告	无公告
002169.SZ	智光电气	变电设备、继电保护及调度自动化	无公告	无公告
002180.SZ	万力达	变电设备、继电保护及调度自动化	无公告	无公告
002358.SZ	森源电气	变电设备、继电保护及调度自动化、铜	无公告	无公告
600517.SH	置信电气	变电设备、输电设备	无公告	无公告
300222.SZ	科大智能	继电保护及调度自动化	无公告	无公告
600268.SH	国电南自	继电保护及调度自动化	无公告	无公告

数据来源：wind 资讯，方正证券研究所

公司在国内上市公司中，海外收入居于前列，并且在二次设备中厂商中排名第一。

由于国内不占优势，公司开拓海外市场的动力要比具有贵族血统的公司大得多。

另外，公司在 2010 年就获得赤道几内亚的全国电网的总包订单，为今后的订单获取打下良好基础。

2 公司采用低成本战略，极具竞争优势

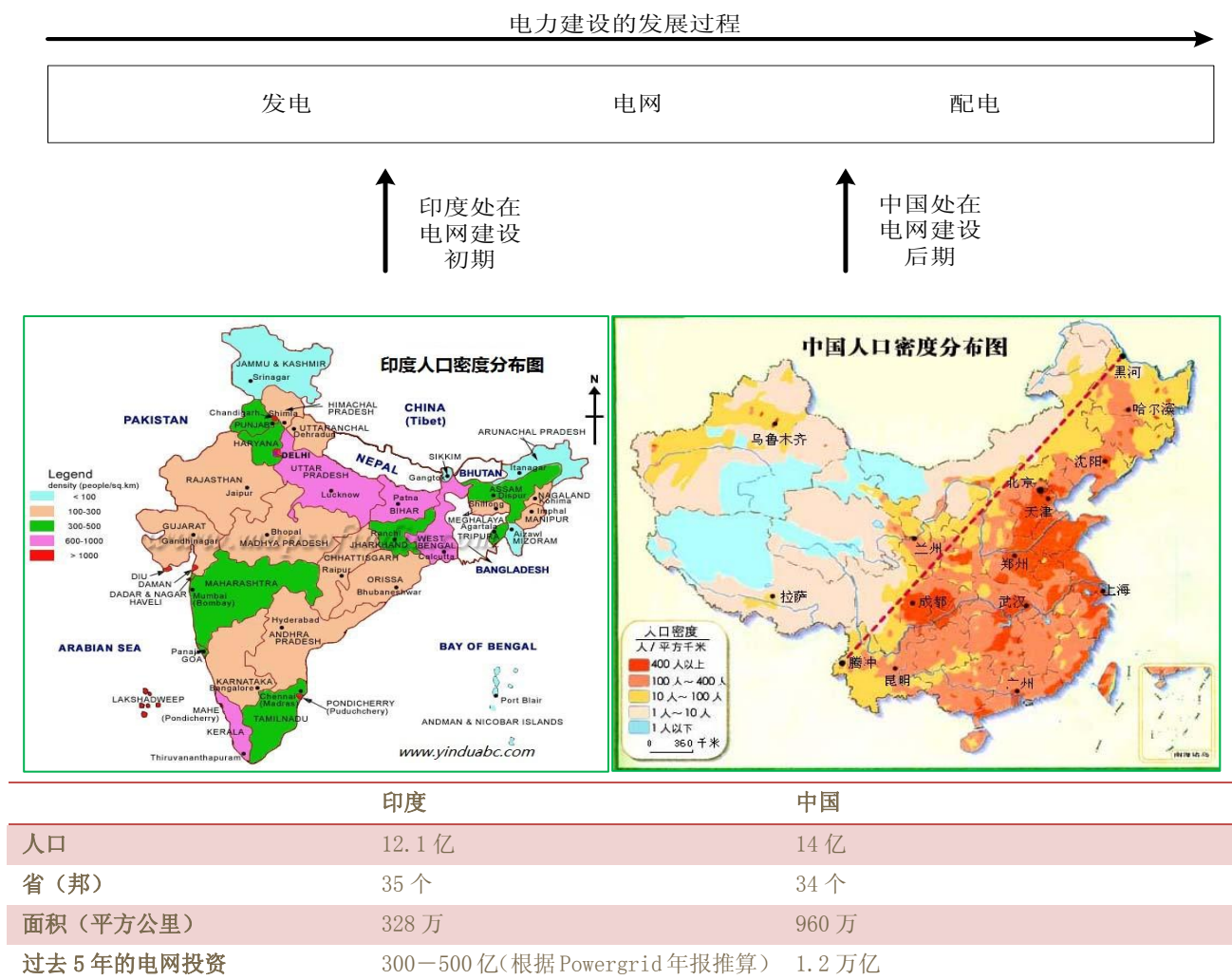
目前国际上电力二次设备主要的厂商为西门子，ABB 等国际巨头，国内厂商还在开拓期，利用国内的成本优势，在发展中国家的市场竞争中，极具优势。

3 印度电网建设刚刚起步，市场空间巨大，或有千亿规模

东方电子（000682）：差异化和外向型战略落地，千亿市场打开今后 5 年高速成长

方正证券
FOUNDER SECURITIES

图表 6 中印两国对比说明空间巨大，建设阶段的不同给予公司机会



数据来源：互联网，国家电网，POWERGRID，方正证券研究所

中国在十一五期间，投资 1.2 万亿建设国家电网。在十二五期间主要是配电的建设。

但是，印度的国家电网建设才刚刚起步，由于印度缺乏本土型企业，设备主要依靠进口，相对而言，价格较高。我们估计整体规模超过千亿人民币。

4 公司近期公布的 2.6 亿印度订单表明公司海外市场取得突破

公司于 2011 年 11 月 30 日和 2011 年 12 月 8 日，分别公布印度获取订单，总额约 2.6 亿。表明公司在印度市场已经取得突破。同时其中 TANGEDCO 的合同由印度电力部电力融资公司(PFC)提供，具有良好的支付信用保证。

5 公司目标市场还有其他的发展中国家

公司除了在印度市场开拓之外，还在其他的发展中国家有所涉及，例如非洲、南美等等。

6 海外市场的先发优势已经初步显现

国内具有贵族血统的公司，目前还在规划海外市场阶段，没有实质的投入。公司的海外市场的先发优势初步显现。专业化的系统网络设备，替换难度较大，属于跑马圈地产品。一旦占领市场，后来者几乎没什么机会。就如国内电网建设一样。

7 不仅做设备供应商，还做系统集成总包商和后续服务商，多点盈利，锁定后续扩容

公司签订的合同为总包合同，不仅仅提供设备，还提供后续服务，不仅仅能够多点盈利，还能够锁定后续的扩容，使短暂的生意成为长久的生意。

8 大项目锻炼公司的能力，为后续成长奠定基础

就如管理几个人和管理几百人有本质区别一样，海外大项目也大幅提升公司的能力。

海外的大项目不仅仅提供公司产品走出国门的机会，更重要的是锻炼了公司的海外的市场、实施、物流管理和等服务能力。公司的赤道几内亚的全国总包合同，应该对公司印度订单的获取有很好的借鉴。

六 三角形变压器适用农网改造，预计 2 年内达到 6000 台产能，3 亿的销售规模

三角型变压器具有低噪音、低损耗的卓越性能，而且节省 20% 硅钢、3-5% 铜。特别适用与农网改造。目前只有广东海鸿规模生产，在南网已经达到 10 亿销售额，有成功先例。

目前北方市场还没有启动，公司目前生产线处在试产阶段，预计 2 年内达到 6000 台产能，3 亿的销售规模。

图表 7 三角形变压器北方农网改造存在机会

立体三角形卷铁心的性能优点

- | | |
|---|--|
| 1 | S11 立体三角形卷铁心与同容量叠片式铁心相比，空载电流比国家标准低 70%，噪声降低 5~9dB(A)，节约 20% 左右的硅钢片用量，节约 2-3% 的铜用量。 |
| 2 | S13 立体三角形卷铁心与同容量的 S13 叠片式铁心相比，空载电流比国家标准低 80% 以上，噪声降低 7~10dB(A)，节约 20% 左右的硅钢片用量，节约 2-3% 的铜用量。 |



立体三角形卷铁心节能节电原理

- 1 改变传统的平面结构,采用三个相同的单框拼合成等边三角形结构。这样三相铁心磁路完全平衡,磁路最短,从而降低损耗。
- 2 改变传统的叠片方式,三个单框采用硅钢片连续卷绕而成,充分利用了硅钢片的取向性,铁心无接缝,大大减少了磁阻,降低损耗。
- 3 采用先进的退火工艺,降低工艺系数,消除内应力,使空载损耗及空载电流大幅度下降。

立体三角形卷铁心降耗省材特点

- 1 叠铁心的硅钢片需要冲角、冲下来的角料成为废料,立体三角形卷铁心是采用硅钢片开料后直接卷绕成梯形,没有废料产生,总体上可节省 20%左右的硅钢片。
- 2 叠铁心的心柱横截面呈阶梯型,截面填充系数为 0.89~0.925,立体三角形卷铁心的心柱横截面呈准多边形近似圆形,截面填充系数为 0.95~0.96,在相同横截面积的情况下,立体三角形卷铁心比叠铁心的绕组的平均匝长短 2~3%,也就是节省铜材 2~3%左右。
- 3 平面卷铁心是先卷绕二个较小的内框,组合后,在其外部再卷绕一个外框,而立体三角形卷铁心是由三个相同的较小的单框拼合而成。同容量条件下,立体三角形卷铁心比平面卷铁心节省硅钢片约 15%。

数据来源：广东海鸿，方正证券研究所

七 收入成本预测

图表 8 收入成本预测

营业收入（百万）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
非自动化行业	391.08	422.05	464.26	510.68	561.75
自动化行业	544.59	593.64	771.73	1,003.26	1,304.23
合计	935.66	1,015.69	1,235.99	1,513.94	1,865.98

营业成本（百万）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
非自动化行业	337.31	373.06	394.62	434.08	477.49
自动化行业	306.27	323.00	424.45	551.79	717.33
合计	643.58	696.06	819.07	985.87	1,194.81

数据来源：公司公告，方正证券研究所

八 估值

图表 9 重要财务指标

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	1027.18	1235.99	1513.94	1865.98
同比(%)	8.94%	20.33%	22.49%	23.25%
归属母公司净利润	20.11	48.00	126.23	291.00
同比(%)	2.82%	138.66%	162.97%	130.53%
毛利率(%)	31.72%	33.73%	34.88%	35.97%
ROE(%)	2.52%	5.16%	10.43%	16.52%

东方电子（000682）：差异化和外向型战略落地，千亿市场打开今后 5 年高速成长



每股收益(元)	0.02	0.05	0.13	0.30
P/E	0.00	65.62	24.95	10.82
P/B	0.00	2.25	2.07	1.73
EV/EBITDA	-5.52	25.43	12.57	7.26

数据来源：公司公告，方正证券研究所

预计 2011—2013 年的 EPS 分别为 0.05，0.13 和 0.30 元，以 2013 年 30 倍 PE 计算，目标价为 9 元，维持公司“买入”评级。

九 风险提示

公司转型业务的开拓受到国家政策走势的影响，业绩贡献存在一定不确定性。

海外市场开拓存在一定的不确定性。

十 财务预测

图表 10 财务预测

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	1204.68	1448.97	1598.04	2080.12	营业收入	1027.18	1235.99	1513.94	1865.98
现金	557.86	537.02	626.72	756.85	营业成本	701.40	819.07	985.87	1194.81
应收账款	404.67	619.92	623.32	888.22	营业税金及附加	10.03	11.42	13.94	17.55
其它应收款	55.13	66.74	76.16	102.57	营业费用	124.09	148.32	151.39	149.28
预付账款	34.77	24.82	54.23	45.99	管理费用	179.66	210.12	211.95	186.60
存货	140.41	192.70	199.17	271.35	财务费用	-2.62	-5.60	-7.06	-7.31
其他	11.84	7.77	18.44	15.15	资产减值损失	6.49	0.00	0.00	0.00
非流动资产	660.86	753.20	831.04	916.56	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
					投资净收益	4.37	5.18	5.19	4.91
长期投资	27.67	27.93	28.20	28.47	营业利润	12.51	57.84	163.03	329.97
固定资产	309.13	362.72	430.45	510.40	营业外收入	29.14	27.76	27.07	27.99
无形资产	59.37	67.56	78.82	93.19	营业外支出	1.37	1.39	1.28	1.35
其他	264.69	295.00	293.57	284.51	利润总额	40.29	84.21	188.82	356.61
资产总计	1865.54	2202.17	2429.08	2996.68	所得税	3.29	4.21	8.50	14.26
流动负债	388.24	648.08	693.58	918.48	净利润	37.00	80.00	180.33	342.35
短期借款	24.00	243.76	184.06	325.69	少数股东损益	16.89	32.00	54.10	51.35
应付账款	166.71	144.34	225.88	231.40	归属母公司净利润	20.11	48.00	126.23	291.00
其他	197.52	259.99	283.64	361.40					
非流动负债	8.08	4.86	5.95	6.30	EBITDA	73.74	118.43	232.04	410.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS（摊薄）	0.02	0.05	0.13	0.30
其他	8.08	4.86	5.95	6.30					
负债合计	396.32	652.94	699.53	924.78	主要财务比率				
少数股东权益	118.79	150.80	204.89	256.25	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
归属母公司股东权益	1350.43	1398.43	1524.66	1815.66	成长能力				

东方电子（000682）：差异化和外向型战略落地，千亿市场打开今后 5 年高速成长

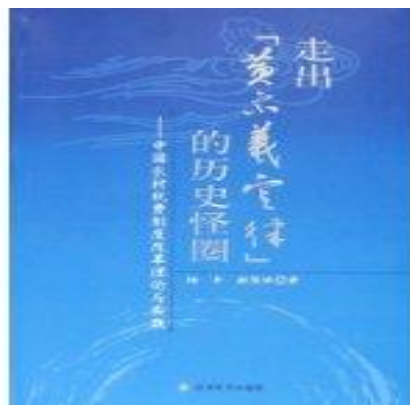


负债和股东权益	1865.54	2202.17	2429.08	2996.68	营业收入增长率	8.94%	20.33%	22.49%	23.25%
					营业利润增长率	-13.78%	362.39%	181.84%	102.39%
现金流量表	单位:百万元				归属于母公司净利润增长率	2.82%	138.66%	162.97%	130.53%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	获利能力				
经营活动现金流	95.20	-120.79	256.82	115.52	毛利率	31.72%	33.73%	34.88%	35.97%
净利润	37.00	80.00	180.33	342.35	净利率	3.60%	6.47%	11.91%	18.35%
折旧摊销	33.45	34.21	43.22	54.14	ROE	2.52%	5.16%	10.43%	16.52%
财务费用	-2.62	-5.60	-7.06	-7.31	ROIC	2.68%	4.86%	10.52%	15.94%
投资损失	-4.37	-5.18	-5.19	-4.91	偿债能力				
营运资金变动	32.42	-225.01	45.82	-268.69	资产负债率	21.24%	29.65%	28.80%	30.86%
其它	-0.67	0.78	-0.30	-0.06	净负债比率	1.63%	15.73%	10.64%	15.72%
投资活动现金流	29.63	-122.19	-115.58	-134.67	流动比率	3.10	2.24	2.30	2.26
资本支出	-5.20	64.98	77.96	94.03	速动比率	2.74	1.94	2.02	1.97
长期投资	-0.28	-0.26	-0.27	-0.27	营运能力				
其他	24.15	-57.48	-37.89	-40.92	总资产周转率	0.57	0.61	0.65	0.69
筹资活动现金流	5.58	3.72	7.26	7.81	应收账款周转率	2.56	2.41	2.44	2.47
短期借款	0.00	1.33	-0.89	0.15	应付账款周转率	5.09	5.27	5.33	5.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标（元）				
其他	5.58	2.38	8.15	7.66	每股收益（最新摊薄）	0.02	0.05	0.13	0.30
现金净增加额	130.41	-239.27	148.50	-11.35	每股经营现金流（最新摊薄）	0.10	-0.12	0.26	0.12
					每股净资产（最新摊薄）	1.50	1.58	1.77	2.12
					估值比率				
重要财务指标	单位:百万元				P/E	0.00	65.62	24.95	10.82
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	P/B	0.00	2.25	2.07	1.73
营业收入	1027.18	1235.99	1513.94	1865.98	EV/EBITDA	-5.52	25.43	12.57	7.26
同比(%)	8.94%	20.33%	22.49%	23.25%					
归属母公司净利润	20.11	48.00	126.23	291.00	永续增长率	3.00%		WACC	9.00%
同比(%)	2.82%	138.66%	162.97%	130.53%	终值	667.68		Ke	10.60%
毛利率(%)	31.72%	33.73%	34.88%	35.97%	企业价值	924.07		Kd	0.00%
ROE(%)	2.52%	5.16%	10.43%	16.52%	非核心资产价值	842.43		t	5.00%
每股收益(元)	0.02	0.05	0.13	0.30	债务价值	248.62		Rf	4.00%
P/E	0.00	65.62	24.95	10.82	股权价值	1367.08		Rm	10.00%
P/B	0.00	2.25	2.07	1.73	股本	978.16		Rm-Rf	6.00%
EV/EBITDA	-5.52	25.43	12.57	7.26	每股价值	1.40		Beta	1.10

数据来源：公司公告，方正证券研究所

十一 附录一：黄宗羲定律简介

图表 11 黄宗羲定律相关资料



数据来源：互联网，方正证券研究所

黄宗羲（1610—1695 年），字太冲，号南雷，称梨州先生，浙江余姚人。1644 年，清兵入关后，黄宗羲积极参加抗清义军，失败后隐居，屡拒清朝廷征召。主要著作有《宋元学案》、《明儒学案》、《明夷待访录》、《南雷文定》等。黄宗羲是明末清初的重要思想家，是我国古代研究赋税制度最深入、最系统的学者之一。

现代学者秦晖在他的论文《并税式改革与“黄宗羲定律”》中总结出的定律。内容是：**历代税赋改革，每改革一次，税就加重一次，而且一次比一次重**；农民种粮食却要等生产的产品卖了之后用货币交税，中间受商人的一层剥削；不分土地好坏都统一征税。2003 年 3 月 6 日，温家宝总理在全国人大会议期间，参加湖北省人大代表讨论时说：“历史上每次税费改革，农民负担在下降一段时间后都会涨到一个比改革前更高的水平，走进‘黄宗羲定律’怪圈。”并郑重表示“共产党人一定能够走出‘黄宗羲定律’怪圈。”

十二 附录二：精进管理简介

精进模式的创建和升级都是为了满足企业的本原需求。本次升级将精进模式总体概括为一个中心（以客户为中心），五个平台，18 个业务模块。

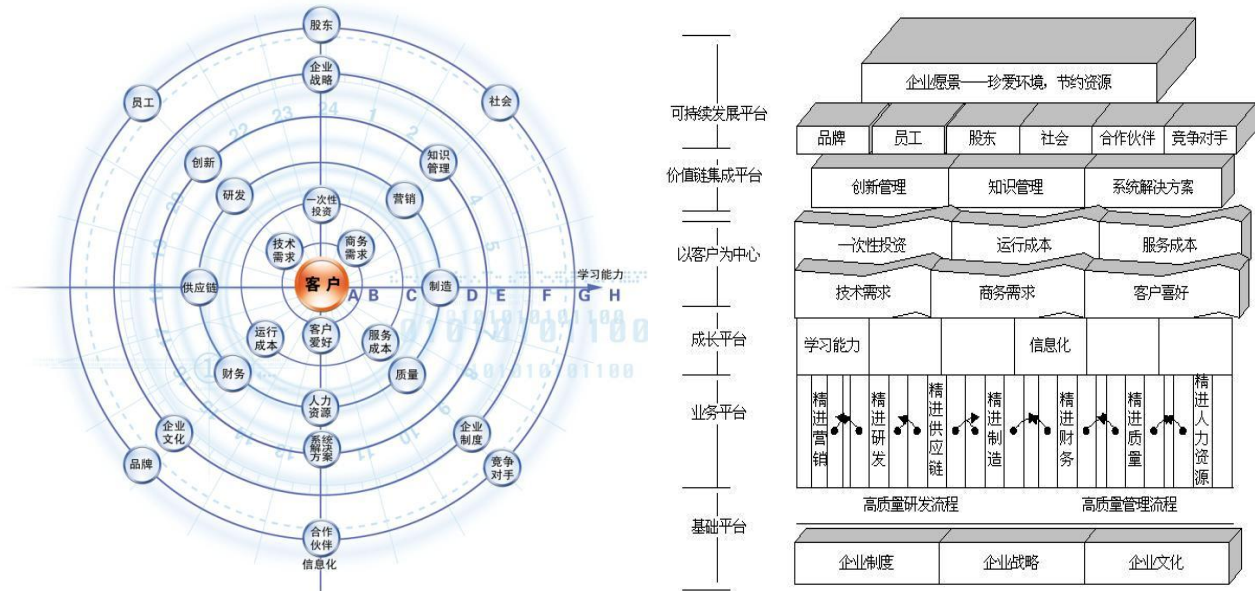
- 以客户为中心（客户需求与价值管理）
- 基础平台（战略/制度/文化）
- 业务平台（七大业务模块）
- 成长平台（学习能力和信息化）
- 价值链集成平台（创新管理/知识管理/系统解决方案）
- 可持续发展平台（品牌/社会责任）
- 各层级平台以及平台内部各业务模块互为作用，互为支撑，信息在组织内部无边界共享，构成企业的核心“软资产”。
- 精进模式是面向客户需求的系统平台，这个系统平台是可架构的，可架构就意味着可裁剪。根据不同时期发展战略，

东方电子（000682）：差异化和外向型战略落地，千亿市场打开今后 5 年高速成长

方正证券
FOUNDER SECURITIES

有选择、有重点、循序渐进地从基础平台到可持续发展平台逐渐架构，实现动态的持续改进。

图表 12 精进模式主模型图和精进模式体系架构图



数据来源：公司网站，方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com