

## 新产品与海外市场并进，值得期待



## 核心观点

- **新产品与海外市场并进，将为公司业绩增长提供有力支撑。**新产品不断投入市场，公司 550kV GIS 现已完成产品验证并进入上市发布阶段，LW36-126 (W) /T3150-40 户外高压交流六氟化硫断路器和 28 款特高压交直流电容器产品已达国际同类产品先进水平。海外市场开拓顺利，公司中标坦桑尼亚电力公司 4 个 33kV 变电站的升级改造项目，负责项目所有成套设备供货，并提供现场安装投运指导；全资子公司“上海思源输配电”出资于肯尼亚设立子公司，经营输配电设备的销售及 EPC/BOT 项目融资、承接等；另据公司网站报道，公司 145kV 和 252kV 等级 GIS 产品获得了俄罗斯电网公司的入网资质。
- **2014 年下半年新增订单逐季回暖，预计全年业绩增长 10%—40%。**公司 14 年前三季度公司新签订单 34 亿元，较 13 年同期 33.7 亿元订单基本持平，第三季度单季新增订单 12.87 亿元，较 13 年第三季度新增订单 11.2 亿元增长 15%，相比 14 年第二季度新增订单 10% 的增速有所提升。同时公司 2013 年年度报告中告知约有 33.5 亿元订单结转至 14 年及以后，业绩有望持续提升。新产品与海外市场双轮驱动，14 年四季度订单有所突破下全年目标实现可期。根据公司预告，2014 年归属于股东净利润为 3.81-4.85 亿元，同比增长 10-40%。
- **公司费用管控力度持续加大，投资收益大幅增加。**14 年前三季度公司期间费用率 26.84%，同比下降 2.17 个百分点。其中，销售费用率 13.72%，同比下降 1.74 个百分点，管理费用率 13.31%，同比下降 0.71 个百分点，主要源于公司严格控制费用；财务费用率-0.19%，同比增长 0.28 个百分点，主要源于存款利息收入的减少。14 年三季度投资收益大幅增加，主要源于公司出售平高电气股权 1130 万股实现投资收益约 1.24 亿元，较去年同期增长近 0.9 亿元投资收益。

## 财务预测与投资建议

- 我们预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.77/0.85/1.01 元（原预测 1.08/1.46/1.86 元），考虑到电网投资增速放缓，公司相关产品需求受到影响，下调盈利预测。参考可比公司估值，给予公司 2015 年 18 倍 PE，对应目标价 15.3 元，维持买入评级。

## 风险提示

- 国网投资建设低于预期；新产品投入与海外市场开拓低于预期。

## 公司主要财务信息

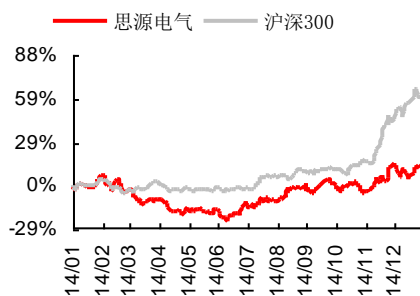
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	2,892	3,386	3,906	4,742	5,596
同比增长	46.8%	17.1%	15.4%	21.4%	18.0%
营业利润 (百万元)	275	414	579	639	774
同比增长	69.0%	50.2%	40.1%	10.4%	21.0%
归属母公司净利润 (百万元)	248	347	473	522	624
同比增长	61.4%	39.6%	36.5%	10.3%	19.5%
每股收益 (元)	0.40	0.56	0.77	0.85	1.01
毛利率	39.8%	40.2%	38.50%	38.8%	39.2%
净利率	8.6%	10.2%	12.1%	11.0%	11.1%
净资产收益率	9.0%	11.4%	13.9%	13.7%	14.7%
市盈率 (倍)	32.9	23.6	17.3	15.6	13.1
市净率 (倍)	2.9	2.5	2.3	2.0	1.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2015 年 01 月 14 日)	12.83 元
目标价格	15.30 元
52 周最高价/最低价	18.07/9.05 元
总股本/流通 A 股 (万股)	61,652/46,647
A 股市值 (百万元)	7,910
国家/地区	中国
行业	电力设备及新能源
报告发布日期	2015 年 01 月 15 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-3.8	-4.1	7.3	-20.2
相对表现 (%)	0.1	-13.8	-35.9	-78.4
沪深 300 (%)	-3.9	9.7	43.2	58.3



资料来源：WIND、东方证券研究所

## 证券分析师 方重寅

021-63325888\*7500  
fangcy@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860513080004  
杨卓成  
021-63325888\*7511  
yangzhuocheng@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514010001

## 相关报告

一季度是低点，全年稳定增长	2014-04-28
年报符合预期，2014 年稳定增长可期	2014-03-25
订单超市场预期，拐点进入上升阶段	2014-01-20

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，据此开展发布证券研究报告业务。

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。

**表 1：可比公司估值**

公司	代码	最新价格 (元) 2015/1/13	每股收益 (元)				市盈率			
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
许继电气	000400	22.05	0.52	0.98	1.30	1.68	42.52	22.46	16.93	13.09
汇川技术	300124	34.72	0.72	0.87	1.15	1.48	48.49	39.75	30.26	23.42
森源电气	002358	35.97	0.65	1.10	1.89	2.72	55.08	32.59	19.00	13.24
平高电气	600312	15.89	0.35	0.66	1.01	1.32	45.35	24.00	15.74	12.08
国电南自	600268	7.18	0.01	0.26	0.35	0.35	886.42	27.62	20.51	20.51
国电南瑞	600406	15.84	0.66	0.76	0.94	1.22	24.04	20.81	16.80	13.03
置信电气	600517	10.99	0.23	0.40	0.59	0.79	48.27	27.63	18.75	13.94
	最大值						886.42	39.75	30.26	23.42
	最小值						24.04	20.81	15.74	12.08
	平均数						164.31	27.84	19.71	15.62
	调整后平均						47.94	26.86	18.40	14.76

资料来源：WIND、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	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,103	1,043	1,565	1,896	2,319	营业收入	2,892	3,386	3,906	4,742	5,596
应收账款	1,121	1,467	1,562	1,802	2,071	营业成本	1,740	2,026	2,402	2,904	3,405
预付账款	18	54	78	95	112	营业税金及附加	20	27	30	35	43
存货	724	655	776	938	1,100	营业费用	457	471	531	619	727
其他	547	788	643	681	734	管理费用	398	465	525	611	719
<b>流动资产合计</b>	<b>3,513</b>	<b>4,007</b>	<b>4,625</b>	<b>5,412</b>	<b>6,335</b>	财务费用	(8)	(15)	(19)	(26)	(32)
长期股权投资	50	53	53	53	53	资产减值损失	31	41	17	2	3
固定资产	393	433	475	497	497	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	12	110	114	98	77	投资净收益	21	43	160	43	43
无形资产	183	176	165	153	141	<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他	191	214	153	153	153	营业利润	275	414	579	639	774
<b>非流动资产合计</b>	<b>829</b>	<b>986</b>	<b>960</b>	<b>955</b>	<b>921</b>	营业外收入	69	58	63	70	73
<b>资产总计</b>	<b>4,343</b>	<b>4,993</b>	<b>5,585</b>	<b>6,366</b>	<b>7,256</b>	营业外支出	3	2	2	3	3
短期借款	30	20	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>341</b>	<b>469</b>	<b>640</b>	<b>707</b>	<b>844</b>
应付账款	702	771	961	1,162	1,362	所得税	53	63	86	95	114
其他	541	719	720	808	897	<b>净利润</b>	<b>289</b>	<b>406</b>	<b>554</b>	<b>611</b>	<b>730</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,273</b>	<b>1,511</b>	<b>1,681</b>	<b>1,969</b>	<b>2,259</b>	少数股东损益	40	59	81	89	106
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>248</b>	<b>347</b>	<b>473</b>	<b>522</b>	<b>624</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.40	0.56	0.77	0.85	1.01
其他	38	44	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>38</b>	<b>44</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,310</b>	<b>1,555</b>	<b>1,681</b>	<b>1,969</b>	<b>2,259</b>		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	168	224	305	394	500	<b>成长能力</b>					
股本	440	440	616	616	616	营业收入	46.8%	17.1%	15.4%	21.4%	18.0%
资本公积	287	334	158	158	158	营业利润	69.0%	50.2%	40.1%	10.4%	21.0%
留存收益	2,137	2,440	2,825	3,229	3,723	归属于母公司净利润	61.4%	39.6%	36.5%	10.3%	19.5%
其他	(0)	(0)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,032</b>	<b>3,438</b>	<b>3,904</b>	<b>4,397</b>	<b>4,997</b>	毛利率	39.8%	40.2%	38.5%	38.8%	39.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,343</b>	<b>4,993</b>	<b>5,585</b>	<b>6,366</b>	<b>7,256</b>	净利率	8.6%	10.2%	12.1%	11.0%	11.1%
						ROE	9.0%	11.4%	13.9%	13.7%	14.7%
						ROIC	7.7%	10.6%	13.2%	12.8%	13.7%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债率	30.2%	31.1%	30.1%	30.9%	31.1%
净利润	289	406	554	611	730	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	52	57	65	75	84	流动比率	2.76	2.65	2.75	2.75	2.80
财务费用	(8)	(15)	(19)	(26)	(32)	速动比率	2.19	2.22	2.29	2.27	2.32
投资损失	(21)	(43)	(160)	(43)	(43)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(208)	(148)	(14)	(170)	(213)	应收账款周转率	3.1	2.6	2.6	2.8	2.9
其它	34	68	37	2	3	存货周转率	2.6	2.9	3.4	3.4	3.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>137</b>	<b>326</b>	<b>463</b>	<b>450</b>	<b>529</b>	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
资本支出	(94)	(180)	(100)	(70)	(50)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	18	(12)	(0)	0	0	每股收益	0.40	0.56	0.77	0.85	1.01
其他	(58)	(134)	249	43	43	每股经营现金流	0.22	0.53	0.75	0.73	0.86
<b>投资活动现金流</b>	<b>(134)</b>	<b>(327)</b>	<b>148</b>	<b>(27)</b>	<b>(7)</b>	每股净资产	4.65	5.22	5.84	6.50	7.30
债权融资	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(3)	47	0	0	0	市盈率	32.9	23.6	17.3	15.6	13.1
其他	(43)	(104)	(89)	(92)	(99)	市净率	2.9	2.5	2.3	2.0	1.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(46)</b>	<b>(57)</b>	<b>(89)</b>	<b>(92)</b>	<b>(99)</b>	EV/EBITDA	23.7	16.6	12.1	11.0	9.1
汇率变动影响	(0)	(2)	0	0	0	EV/EBIT	28.3	18.9	13.5	12.3	10.2
<b>现金净增加额</b>	<b>(44)</b>	<b>(60)</b>	<b>522</b>	<b>330</b>	<b>423</b>						

资料来源：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

本证券研究报告（以下简称“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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 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](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)