

业绩增长稳健可期，电改提速有望受益



核心观点

- **业绩持续稳定增长，原材料价格下降显著提升毛利率水平。**前三季度营业收入同比增长 8.66%，主要源于公司建筑电器、控制系统等业务的稳定增长；净利润同比增速 19.74%，超过收入增速的主要原因是产品毛利率同比增长 1.79 个百分点。毛利率水平提升得益于：1) 公司实施精益生产、供应链管理成果显现，进一步提高生产运营能力；2) 原材料价格下降，铜、银、钢材、塑料等原材料占公司产品总成本的 50% 以上，报告期内，铜均价下降 10-15%，银均价下降 15-20%，钢材均价下降约 3%，显著提升毛利率水平。预计未来原材料价格上涨空间有限，毛利率水平要维持高位。
- **管理费用控制有效，存款下降导致财务费用大幅上升。**公司前三季度销售费用 5.19 亿元，销售费用率 5.58%，同比增长 0.41 个百分点，主要源于公司推广新产品以及加快布局海外市场；前三季度管理费用 6.48 亿元，管理费用率 6.96%，同比减少 0.34 个百分点，主要源于运营管控体系的实施得当；前三季度财务费用 0.84 亿元，同比增长 130.33%，财务费用率 0.9%，同比增长 0.48 个百分点，主要源于本期存款下降带来的利息收入下降。
- **现金流充裕助力资本运作，电改提速有望显著受益。**前三季度净现金流入 11.87 亿元，同比增长 236 倍，第三季度净流入 4.39 亿元，主要源于本期银行承兑汇票到期托收增加，在经济弱势下公司现金流良好，有望为公司后期并购等资本运作提供有力支撑；以配售电侧增量部分放开，允许民间资本进入为目标的新一轮电力体制改革将显著提升行业未来发展空间，作为行业龙头，公司有望通过合资参与配电网建设、提供低压电器、获取售电牌照等多种商业模式分享电力体制改革盛宴。

财务预测与投资建议

- 我们预计 2014-2016 年 EPS 分别为 1.81/2.20/2.63 元，参考可比公司估值，给予公司 2015 年 17 倍 PE，对应目标价 37.40 元，维持买入评级。

风险提示

- 原材料价格上行；海外市场拓展低于预期；并购进程低于预期。

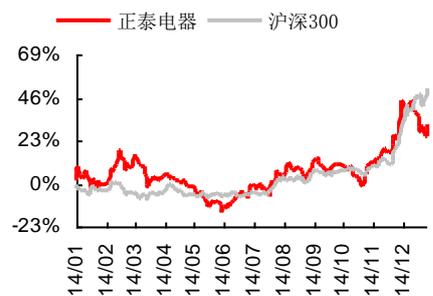
公司主要财务信息					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	10,703	11,957	13,442	15,282	17,240
同比增长	29.1%	11.7%	12.4%	13.7%	12.8%
营业利润 (百万元)	1,666	1,981	2,378	2,871	3,415
同比增长	53.4%	18.9%	20.1%	20.7%	19.0%
归属母公司净利润 (百万元)	1,262	1,542	1,827	2,222	2,654
同比增长	53.1%	22.2%	18.5%	21.6%	19.5%
每股收益 (元)	1.25	1.52	1.81	2.20	2.63
毛利率	29.9%	31.6%	32.1%	32.1%	32.5%
净利率	11.8%	12.9%	13.6%	14.5%	15.4%
净资产收益率	27.6%	31.5%	32.1%	32.6%	31.6%
市盈率 (倍)	24.3	19.9	16.8	13.8	11.6
市净率 (倍)	6.8	5.8	5.0	4.1	3.3

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 (2014 年 12 月 31 日)	30.35 元
目标价格	37.40 元
52 周最高价/最低价	33.39/19.93 元
总股本/流通 A 股 (万股)	101,147/101,147
A 股市值 (百万元)	30,698
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 05 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	3.6	6.6	19.9	22.0
相对表现 (%)	-5.8	-19.2	-24.3	-29.7
沪深 300 (%)	9.4	25.8	44.2	51.7



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

一季报超预期，低估值稳增长首选品种	2014-04-28
年报略超预期，将持续受益于大宗商品价格下降	2014-03-24

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2014/12/31	每股收益 (元)				市盈率			
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
良信电器	002706	43.97	0.92	1.21	1.43	1.64	48.00	36.41	30.72	26.88
森源电气	002358	35.00	0.65	1.09	1.83	2.63	53.59	32.04	19.11	13.32
思源电气	002028	12.45	0.56	0.75	0.80	0.99	22.22	16.66	15.49	12.63
许继电气	000400	20.30	0.52	0.97	1.28	1.66	39.14	20.87	15.82	12.24
	最大值						53.59	36.41	30.72	26.88
	最小值						22.22	16.66	15.49	12.24
	平均数						40.74	26.50	20.28	16.27
	调整后平均						43.57	26.45	17.47	12.98

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	3,966	1,986	3,607	4,390	5,990	营业收入	10,703	11,957	13,442	15,282	17,240
应收账款	1,418	1,938	1,747	1,987	2,241	营业成本	7,499	8,179	9,129	10,382	11,633
预付账款	44	88	77	100	106	营业税金及附加	71	72	78	94	104
存货	993	1,151	1,246	1,439	1,600	营业费用	640	700	753	841	914
其他	1,078	3,062	2,187	2,855	3,126	管理费用	824	876	954	1,070	1,172
流动资产合计	7,499	8,224	8,865	10,770	13,063	财务费用	4	65	62	35	17
长期股权投资	414	541	541	541	541	资产减值损失	26	125	130	32	27
固定资产	954	1,130	1,341	1,424	1,421	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	562	680	412	297	239	投资净收益	27	42	42	42	42
无形资产	333	288	547	713	829	其他	0	0	0	0	0
其他	138	143	9	9	9	营业利润	1,666	1,981	2,378	2,871	3,415
非流动资产合计	2,401	2,782	2,850	2,984	3,039	营业外收入	26	48	48	52	58
资产总计	9,900	11,007	11,714	13,754	16,102	营业外支出	22	27	27	30	32
短期借款	210	285	1	1	1	利润总额	1,670	2,001	2,399	2,894	3,440
应付账款	1,826	2,170	2,323	2,698	2,992	所得税	269	310	372	449	534
其他	1,239	1,243	1,108	1,191	1,202	净利润	1,401	1,691	2,027	2,445	2,906
流动负债合计	3,275	3,699	3,432	3,890	4,195	少数股东损益	140	149	200	223	252
长期借款	0	72	72	72	72	归属于母公司净利润	1,262	1,542	1,827	2,222	2,654
应付债券	1,492	1,494	1,490	1,490	1,490	每股收益 (元)	1.25	1.52	1.81	2.20	2.63
其他	93	102	0	0	0						
非流动负债合计	1,585	1,668	1,562	1,562	1,562	主要财务比率					
负债合计	4,860	5,367	4,994	5,452	5,757		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	500	388	588	811	1,063	成长能力					
股本	1,005	1,008	1,011	1,011	1,011	营业收入	29.1%	11.7%	12.4%	13.7%	12.8%
资本公积	1,887	2,058	2,115	2,115	2,115	营业利润	53.4%	18.9%	20.1%	20.7%	19.0%
留存收益	1,650	2,187	3,006	4,364	6,155	归属于母公司净利润	53.1%	22.2%	18.5%	21.6%	19.5%
其他	(2)	(1)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	5,040	5,639	6,720	8,302	10,345	毛利率	29.9%	31.6%	32.1%	32.1%	32.5%
负债和股东权益	9,900	11,007	11,714	13,754	16,102	净利率	11.8%	12.9%	13.6%	14.5%	15.4%
						ROE	27.6%	31.5%	32.1%	32.6%	31.6%
						ROIC	21.6%	24.3%	26.1%	27.1%	26.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债率	49.1%	48.8%	42.6%	39.6%	35.8%
净利润	1,401	1,691	2,027	2,445	2,906	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	293	132	208	250	294	流动比率	2.29	2.22	2.58	2.77	3.11
财务费用	4	65	62	35	17	速动比率	1.98	1.91	2.21	2.39	2.73
投资损失	(27)	(42)	(42)	(42)	(42)	营运能力					
营运资金变动	154	(2,329)	946	(680)	(404)	应收账款周转率	10.1	7.1	7.1	7.8	7.7
其它	724	1,120	149	32	27	存货周转率	8.0	7.5	7.5	7.6	7.5
经营活动现金流	2,548	638	3,349	2,040	2,799	总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
资本支出	(1,366)	(352)	(430)	(400)	(360)	每股指标 (元)					
长期投资	11	(130)	0	0	0	每股收益	1.25	1.52	1.81	2.20	2.63
其他	(295)	(1,035)	42	42	42	每股经营现金流	2.52	0.63	3.31	2.02	2.77
投资活动现金流	(1,649)	(1,517)	(389)	(359)	(319)	每股净资产	4.49	5.19	6.07	7.41	9.18
债权融资	37	42	(47)	0	0	估值比率					
股权融资	(473)	174	61	0	0	市盈率	24.3	19.9	16.8	13.8	11.6
其他	(1,187)	(1,322)	(1,354)	(898)	(880)	市净率	6.8	5.8	5.0	4.1	3.3
筹资活动现金流	(1,624)	(1,106)	(1,340)	(898)	(880)	EV/EBITDA	15.3	13.8	11.3	9.5	8.1
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBIT	18.0	14.7	12.3	10.3	8.7
现金净增加额	(725)	(1,986)	1,620	783	1,600						

资料来源：东方证券研究所

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。

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

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn