

## 主营业务高速增长，积极开拓海外市场

**东源电器**  
**002074**

### 事件:

近日我们调研了东源电器 (002074)，与公司高管就公司经营情况及未来发展规划进行了交流。

### 点评:

**受益于农网升级改造，收入订单双增长。**目前我国电力工业投资呈现两大趋势，一是电力投资逐渐向电网倾斜，二是电网投资逐渐向配网改造倾斜。2010年，国家启动新一轮农网升级改造，刺激了中低压开关、变压器等配网设备的高速增长。2011年前三季报中，公司主营收入同比增速分别高达 27.57%、51.68%和 31.43%。截至 11 月 10 日，公司在国家电网集中规模招标采购中中标金额累计达 21,820 万元。

**自主研发生产推升公司毛利率。**公司旗下南通阿斯通、南通泰富、南通电器工程、东源天利、东源互感器等子公司配套生产重要设备部件，相比于部件外购方式，公司更具有成本控制优势。过去几年里，公司综合毛利率维持在 25%以上。

**海外市场拓展顺利，前景值得期待。**2011年，公司连续中标国网公司的集中招标工程，成功开发了除江苏省网以外的其他 26 个省市等新市场。公司积极加强与外贸进出口公司和国外工程承包商等外贸单位合作，积极开拓海外市场，目前进展迅速，为公司持续性高增长提供了保障。

**盈利预测及投资建议:**预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.19 元、0.24 元、0.30 元，对应当前股价的 PE 分别为 47 倍、37 倍、30 倍，首次给予公司“增持”评级。

**风险提示:** 1、国家固定资产投资下滑，城乡配网改造规划推迟；2、海外市场开拓进度低于预期。

公司业绩预测	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	232.38	344.00	451.00	588.00
增长率	57.65%	48.03%	31.10%	30.38%
净利润 (百万元)	103.62	169.55	218.59	287.61
增长率	47.78%	63.63%	28.92%	31.58%
每股收益 (元)	1.04	1.70	2.19	2.88
PE	-	30.50	23.66	17.98
PB	-	3.71	3.21	2.72

首次

增持

分析师: 应晓明

S0630511010018

021-50586660-8645

yxm@longone.com.cn

联系人: 谢凯

021-50586660-8613

xie.kai.nuaa.nju@gmail.com

联系人: 赖凯

021-50586660-8621

laikai@longone.com.cn

日期:

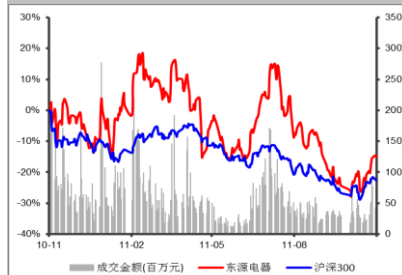
调研: 2011 年 11 月 08 日

分析: 2011 年 11 月 10 日

股价:

当前价格: 8.85 元

股价表现:



相关报告:

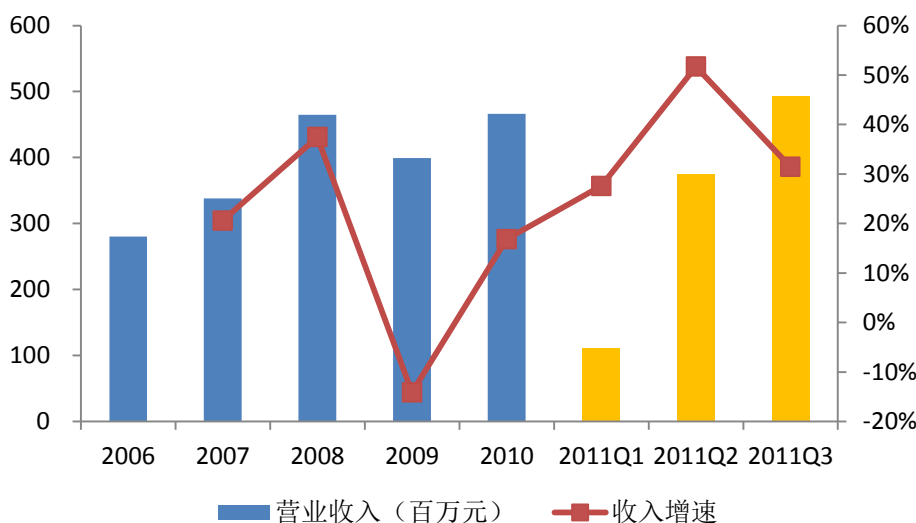
无

## 一、受益于农网升级改造，收入订单双增长

目前我国电力工业投资呈现两大趋势：一是电力投资逐渐向电网倾斜，目前我国电力投资中电网投资和电源投资的比例已由 4:6 上升至 5:5，逐渐接近于发达国家 6:4 的比例；二是电网投资逐渐向 110kV 及以下配电网倾斜，着力提升配电网自动化、智能化水平，提高技术装备水平和供电可靠性。

2010 年，国家启动新一轮农网升级改造，刺激了中低压开关、变压器等配网设备的高速增长。公司主营产品开关、开关柜、变压器主要应用于配电网，从国家政策中收益，获得了高速发展。2011 年前三季报中，公司主营收入同比增速分别高达 27.57%、51.68%和 31.43%。

图1 公司营业收入增长情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

2011 年，公司从国网集中规模招标采购中多次中标重大订单。截至 11 月 10 日，公司在国家电网集中规模招标采购中中标金额累计达 21,820 万元，为公司业绩持续高增长起到支撑作用。

## 二、自主研发生产推升公司毛利率

公司旗下南通阿斯通、南通泰富、南通电器工程、东源天利、东源互感器等子公司配套生产重要设备部件，相比于部件外购方式，公司更具有成本控制优势。

以高低压开关柜为例，其核心设备是断路器，成本占比约 50%左右。公司采用自主研发生产的真空断路器、SF<sub>6</sub> 断路器等，从而有效降低生产成本。

良好的成本控制能力有效提升了公司产品利润率。过去几年里，公司综合毛利率维持在 25%以上。

**表1 子公司主要产品情况**

子公司	主要产品
南通阿斯通	低压开关成套设备、风电项目电气工程配套和机械加工制造
南通泰富	10-110KV 系列真空断路器、SF6 断路器、机械、新型电子产品及元器件
东源天利	电力变、特种变、整流变和调压器
东源互感器	10-110kv 电流、电压互感器，绝缘材料
东源智能设备	电力智能开关设备、光纤数字式电流电压互感器、智能化成套高低压开关柜
南通电器工程	轻钢网架结构、钢结构件、输变电钢构、高压电器元件、各种彩钢

资料来源：东海证券研究所

### 三、海外市场拓展顺利，前景值得期待

目前，公司 50% 以上的营业收入来自江苏省内市场。但国网采取集中规模招标采购方式以来，有力促进了公司拓展省外市场。

过去一年，公司在巩固和发展江苏、贵州、安徽、浙江、广西、天津、内蒙等主要市场的基础上，成功开辟了辽宁、新疆等新市场。截至目前，公司市场面已涵盖全国 27 个省市。

除开拓国内市场外，公司还积极加强与外贸进出口公司和国外工程承包商等外贸单位合作，大力开拓委内瑞拉、南非、安哥拉等海外市场。目前进展迅速，为公司持续性高增长提供了保障。

### 四、盈利预测及投资建议

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.19 元、0.24 元、0.30 元，对应当前股价的 PE 分别为 45 倍、36 倍、29 倍，首次给予公司“增持”评级。

### 五、风险提示

- 1、国家固定资产投资下滑，城乡配网改造规划推迟；
- 2、海外市场开拓进度低于预期。

**表2 公司分产品盈利预测 (百万元)**

产品	指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
开关系列、开关柜系列	营业收入	353.93	342.35	391.51	626.42	939.62	1,315.47
	增长率		-3.27%	14.36%	60.00%	50.00%	40.00%
	营业成本	253.19	242.13	285.67	463.55	695.32	973.45
	毛利率	28.46%	29.27%	27.03%	26.00%	26.00%	26.00%
变压器	营业收入	57.47	30.96	57.38	91.81	137.71	192.80
	增长率		-46.13%	85.34%	60.00%	50.00%	40.00%
	营业成本	45.15	26.71	46.62	71.61	107.42	150.38
	毛利率	21.44%	13.73%	18.75%	22.00%	22.00%	22.00%
钢构产品	营业收入	31.48	17.10	0.78	1.17	1.52	1.83
	增长率		-45.68%	-95.44%	50.00%	30.00%	20.00%
	营业成本	28.07	13.30	0.56	1.05	1.29	1.46
	毛利率	10.83%	22.22%	28.21%	10.00%	15.00%	20.00%
互感器	营业收入	9.69	2.82	2.19	1.10	1.10	1.10
	增长率		-70.90%	-22.34%	-50.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	7.76	2.17	1.71	1.03	0.93	0.87
	毛利率	19.92%	23.05%	21.92%	6.00%	15.00%	21.00%
主营业务合计	营业收入	452.57	393.23	451.86	720.49	1,079.95	1,511.19
	增长率		-13.11%	14.91%	59.45%	49.89%	39.93%
	营业成本	334.17	284.31	334.56	537.24	804.96	1,126.16
	毛利率	26.16%	27.70%	25.96%	25.43%	25.46%	25.48%

资料来源：东海证券研究所

**表3 公司财务预测**

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	207.04	1402.01	1582.79	1835.21
现金	127.29	1279.54	1429.09	1639.45
应收账款	47.37	75.21	90.97	116.18
其它应收款	1.69	0.43	2.87	1.74
预付账款	2.27	5.99	2.64	8.67
存货	23.42	40.83	48.38	66.23
其他	4.99	0.00	8.84	2.94
<b>非流动资产</b>	13.89	28.22	77.36	121.83
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	12.32	23.55	61.12	99.71
无形资产	0.09	0.03	0.03	0.04
其他	1.49	4.64	16.21	22.08
<b>资产总计</b>	220.93	1430.22	1660.16	1957.04
<b>流动负债</b>	31.40	37.01	48.35	57.62
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	14.23	21.96	34.21	36.59
其他	17.17	15.04	14.15	21.03
<b>非流动负债</b>	2.12	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.12	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	75.00	37.01	48.35	57.62
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	187.41	1393.21	1611.81	1899.42
<b>负债和股东权益</b>	207.04	1402.01	1582.79	1835.21

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	87.95	122.59	193.67	251.43
净利润	103.62	169.55	218.59	287.61
折旧摊销	1.35	2.19	5.63	9.55
财务费用	-0.36	-9.89	-10.68	-12.95
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-17.05	-37.11	-19.89	-32.79
其它	0.38	-2.16	0.02	0.00
<b>投资活动现金流</b>	-1.08	-16.48	-54.80	-54.02
资本支出	-0.62	16.39	49.17	44.47
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1.70	-0.09	-5.62	-9.55
<b>筹资活动现金流</b>	-39.64	1046.14	10.68	12.95
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-39.64	1046.14	10.68	12.95
<b>现金净增加额</b>	47.22	1152.25	149.55	210.36

重要财务指标 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	232.38	344.00	451.00	588.00
同比(%)	57.65%	48.03%	31.10%	30.38%
归属母公司净利润	103.62	169.55	218.59	287.61
同比(%)	47.78%	63.63%	28.92%	31.58%
毛利率(%)	63.39%	64.00%	63.50%	63.00%
ROE(%)	55.29%	12.17%	13.56%	15.14%
每股收益(元)	1.04	1.70	2.19	2.88
P/E	0.00	30.50	23.66	17.98
P/B	0.00	3.71	3.21	2.72
EV/EBITDA	0.82	21.20	15.93	11.25

资料来源: 东海证券研究所

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	232.38	344.00	451.00	588.00
营业成本	85.07	123.84	164.62	217.56
营业税金及附加	2.54	3.90	5.01	6.54
营业费用	8.20	11.44	14.87	18.71
管理费用	34.04	39.89	47.13	53.55
财务费用	-0.36	-9.89	-10.68	-12.95
资产减值损失	1.11	-0.75	0.43	-1.27
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	101.78	175.57	229.62	305.85
营业外收入	12.09	12.84	13.26	13.72
营业外支出	0.00	0.01	0.01	0.01
<b>利润总额</b>	113.87	188.39	242.88	319.57
所得税	10.25	18.84	24.29	31.96
<b>净利润</b>	103.62	169.55	218.59	287.61
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	103.62	169.55	218.59	287.61
EBITDA	113.95	183.55	234.96	313.78
EPS (摊薄)	1.04	1.70	2.19	2.88

主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	57.65%	48.03%	31.10%	30.38%
营业利润	46.64%	72.50%	30.79%	33.20%
归属于母公司净利润	47.78%	63.63%	28.92%	31.58%
<b>获利能力</b>				
毛利率	63.39%	64.00%	63.50%	63.00%
净利率	44.59%	49.29%	48.47%	48.91%
ROE	55.29%	12.17%	13.56%	15.14%
ROIC	54.67%	11.72%	12.81%	14.42%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	294.58%	3864.69%	3433.42%	3396.18%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	6.59	37.88	32.73	31.85
速动比率	5.85	36.78	31.73	30.70
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.25	0.42	0.29	0.33
应收账款周转率	6.01	5.61	5.43	5.68
应付账款周转率	5.79	6.84	5.86	6.15
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.70	2.19	2.88
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.23	1.94	2.51
每股净资产(最新摊薄)	2.50	13.93	16.12	18.99
<b>估值比率</b>				
P/E	0.00	30.50	23.66	17.98
P/B	0.00	3.71	3.21	2.72
EV/EBITDA	0.82	21.20	15.93	11.25

模型建立: 2011-11-02 (首次)

预测结果: 1.70 元、2.19 元、2.88 元, “增持”

上次预测: 无

本次变化: 无

**作者简介**

**应晓明**：机械行业研究员，十年证券工作经验，曾就职于港澳资讯投资研究中心、证券时报，任证券分析师、企业财务顾问、上市公司研究和报道等职。

**评级定义**

**市场指数评级** 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%  
 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

**行业指数评级** 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%  
 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

**公司股票评级** 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%  
 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  
 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间  
 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

**风险提示**

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

**免责声明**

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**资格说明**

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**联系方式**

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897