

# 和顺电气(300141)

## 订单保障增长，期待电力电子业务发展

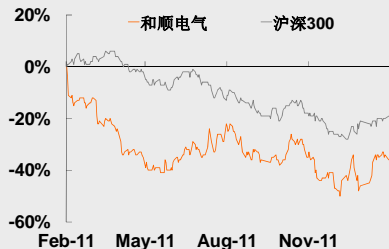
### 推荐 (首次)

现价: 31.71 元

#### 主要数据

|               |                  |
|---------------|------------------|
| 行业            | 电力设备与新能源         |
| 公司网址          | www.cnheshun.com |
| 大股东/持股        | 姚建华/47.14%       |
| 实际控制人/持股      | 姚建华/47.14%       |
| 总股本(百万股)      | 5520             |
| 流通 A 股(百万股)   | 2568             |
| 流通 B/H 股(百万股) | -                |
| 总市值 (亿元)      | 17.50            |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 8.14             |
| 每股净资产(元)      | 9.85             |
| 资产负债率(%)      | 28.4%            |

#### 行情走势图



#### 证券分析师

周紫光

投资咨询资格编号 S1060511110003  
0755-22621372  
zhouziguang157@pingan.com.cn

张海

投资咨询资格编号 S1060511100001  
0755-22621123  
zhanghai376@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

2011 年公司实现收入 1.92 亿元，同比增长 18.21%；归属股东净利润 37.65 万元，同比增长 9.36%；每股收益为 0.68 元。公司 2011 年综合毛利率比上一年下降了 3 个百分点，是利润增速低于收入增速的主要原因。

#### ■ 窃电电能计量装置增长很快，电力电子是未来发展重点

公司目前的主要业务包括电力成套设备、窃电电能计量装置、电能质量改善装置和智能节电装置，其中窃电电能计量装置是公司的起家产品，近两年公司谋求向电力电子行业转型，电能质量改善装置等是公司近期发展的重点。

去年由于江苏地区住宅小区招标项目减少，电力成套和电能质量改善装置的订单需求有所下降。此外，2011 年，江苏省电力公司的招标采购规则发生了一些变化，原先由市一级招标的物资统一由省级电力公司招标，这也是公司去年各项业务发生较大变化的原因。

#### ■ 综合毛利率稳中有降

2011 年，公司各项业务毛利率也有较大变化，电力成套设备的价格有所回升，窃电电能计量装置的毛利率回归到往年水平，电能质量改善产品仍处于推广期，总体而言，由于低毛利率的产品占比增加，综合毛利率出现下降。

#### ■ 在手订单保障 2012 年增长

去年 8 月以来，公司陆续接到大订单，除去已交付的，结转至 2012 年执行的有 2.71 亿元，我们预计这部分订单应该全都在 2012 年交付。除此之外，公司还有较小一些的订单，这些都将保障 2012 年的业务收入。

#### ■ 估值及评级：

我们预计 2012~2013 年公司 EPS 为 1.00 和 1.20 元，对应 2 月 22 日收盘价 PE 为 31.7 倍和 26.5 倍，首次给予“推荐”评级。

#### ■ 催化剂及风险提示：

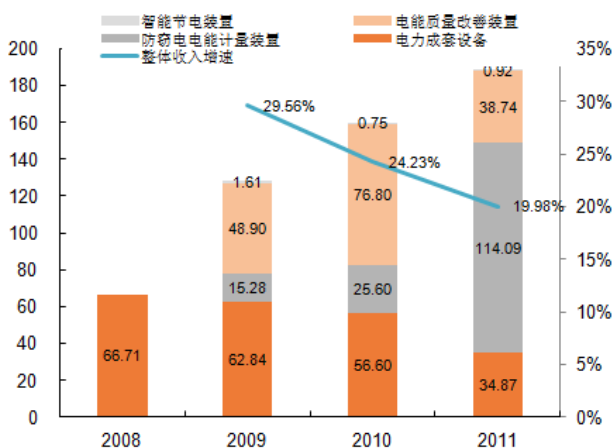
1、江苏省外拓展超预期的机会；2、政策变化推动业务发展的机会；3、可能运用超募资金的机会；4、行业增速低于预期的风险；5、招标竞争加剧的风险。

|            | 2010A  | 2011A  | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入 (百万元) | 162.19 | 191.73 | 315.87 | 365.53 | 426.55 |
| YoY(%)     | 23.45  | 18.21  | 64.75  | 15.72  | 16.69  |
| 净利润 (百万元)  | 34.43  | 37.65  | 55.19  | 66.03  | 76.63  |
| YoY(%)     | 36.58  | 9.36   | 46.58  | 19.64  | 16.06  |
| 毛利率(%)     | 33.09  | 29.84  | 26.56  | 26.44  | 26.73  |
| 净利率(%)     | 21.23  | 19.64  | 17.47  | 18.06  | 17.97  |
| ROE(%)     | 6.81   | 6.93   | 9.22   | 9.93   | 10.34  |
| EPS(摊薄/元)  | 0.62   | 0.68   | 1.00   | 1.20   | 1.39   |
| P/E(倍)     | 50.8   | 46.5   | 31.7   | 26.5   | 22.8   |
| P/B(倍)     | 3.5    | 3.2    | 2.9    | 2.6    | 2.4    |

## 一、整体收入增速下降

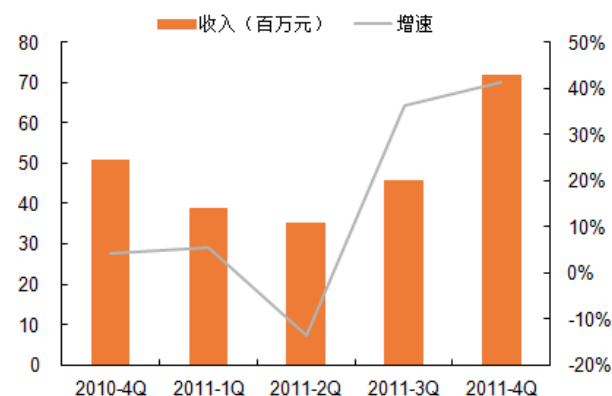
2011 年公司营收 1.92 亿元，同比增长 18%，增速低于 2010 年的 24%；从各季度表现来看，2011 年第四季度增速显著高于前期，这主要是因为公司在去年下半年获得较多防窃电电能计量装置的订单，并部分进行交付的原因。

图表 1 各项收入及整体增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 2 季度收入及增速

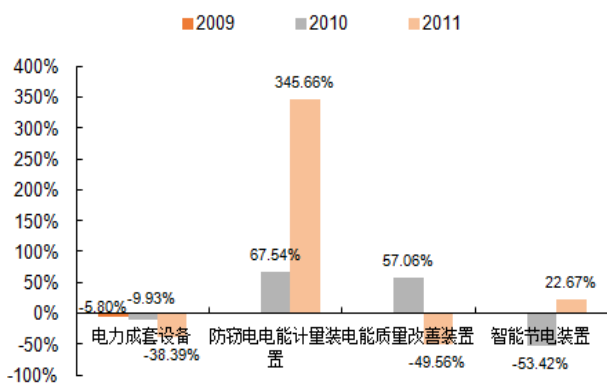


资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 二、短期靠传统业务订单，长期看电力电子发展

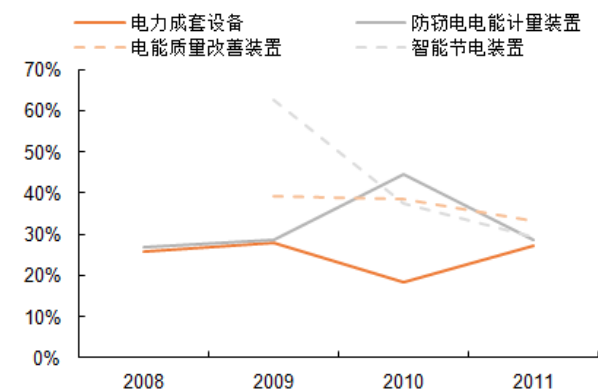
防窃电电能计量装置增长很快，电力电子是未来发展重点。公司目前的主要业务包括电力成套设备、防窃电电能计量装置、电能质量改善装置和智能节电装置，其中防窃电电能计量装置是公司的起家产品，近两年公司谋求向电力电子行业转型，电能质量改善装置等是公司近期发展的重点。

图表 3 各项业务增速出现较大变动



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 整体毛利率稳中有降



资料来源：公司公告、平安证券研究所

防窃电电能计量装置是用于装载电表以防窃电的框体，随着智能电表的推广，在部分地区（如江苏省）也有将防窃电计量装置配套安装的要求。在江苏地区，除了新建小区和工厂之外，改造市场也占据了需求的较大比例。

防窃电电能计量装置根据型号不同，价格一般在几十到上百元，一些具有特殊要求的加装较多功能的产品可达上千元，产品技术含量不高。江苏省对此产品形成了标准，省内具有规模的生产企业有 4、5 家，由于长期给电力公司供货，形成了较好的客户信任关系，市场格局相对稳定。

电能质量改善产品主要是 APF 和 TSC，目前主要是低压产品，面向住宅小区的安装，主要是来自新建项目的需求。随着我国电气化程度提高，以及变频器（如变频家电、工业变频器）、电机软启动器等调速装置使用的增多，电网电能质量变差，今后如 APF 和 SVC 等的应用市场值得看好。公司也是希望做好低压产品的同时，向中高压拓展；SVC 是公司正在大力研发的产品，目前仍有技术问题需要解决，短期或许难以产业化。

**招标规则变化是公司业务变动较大的主因。**去年由于江苏地区住宅小区招标项目减少，电力成套和电能质量改善装置的订单需求有所下降。此外，2011 年，江苏省电力公司的招标采购规则发生了一些变化，原先由市一级招标的物资统一由省级电力公司招标，这也是公司去年各项业务发生较大变化的原因。

**综合毛利率稳中有降。**2011 年，公司各项业务毛利率也有较大变化，电力成套设备的价格有所回升，防窃电电能计量装置的毛利率回归到往年水平，电能质量改善产品仍处于推广期，总体而言，由于低毛利率的产品占比增加，综合毛利率出现下降。

**在手订单保障 2012 年增长。**去年 8 月以来，公司陆续接到大订单，除去已交付的，结转到 2012 年执行的有 2.71 亿元，我们预计这部分订单应该全都在 2012 年交付。除此之外，公司还有较小一些的订单，这些都将保障 2012 年的业务收入。

**图表5 公司有大量订单结转到2012年执行**

| 采购方            | 签订时间        | 标的产品      | 合同金额        | 已确认      |
|----------------|-------------|-----------|-------------|----------|
| 江苏省电力物资公司      | 2011 年 8 月  | 电能计量箱     | 8,802.42 万元 | 1,750 万元 |
| 江苏省电力物资采购与配送中心 | 2011 年 12 月 | 仪表箱、电能计量箱 | 8,425.15 万元 | -        |
| 江苏华源仪器仪表有限公司   | 2011 年 12 月 | 电能计量箱     | 5,394.17 万元 | -        |
| 江苏省电力物资采购与配送中心 | 2011 年 12 月 | 电能计量箱     | 6,975.79 万元 | -        |

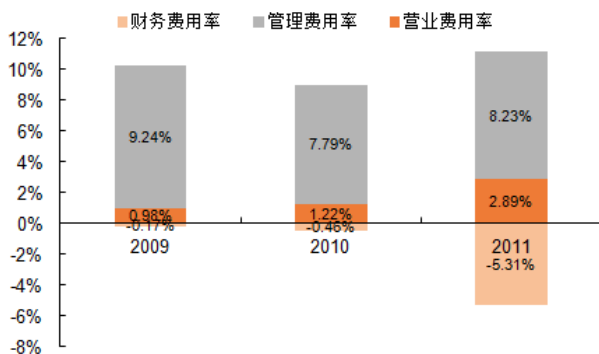
资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 三、 人员增加将推高费用

公司在 2011 年增加了 74 人，总人数达到了 184，其中增加较多的是生产人员和技术人员。公司在研发方面主要向电力电子领域发力，近两年研发投入占比和人均研发费用都维持了较高水平。过往三年，公司管理费用率保持了相对稳定，我们预计今后两年也可能在这个水平。

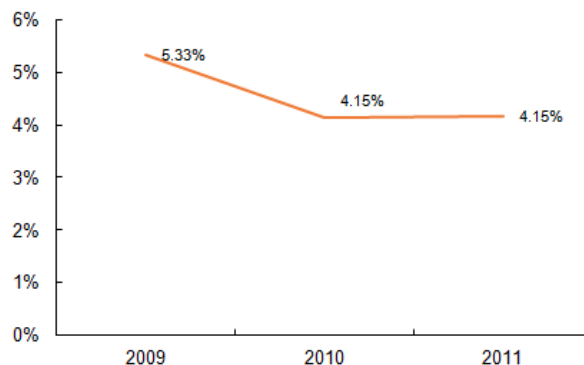
公司属于轻资产的公司，现有业务的销售主要靠投标，因此销售费用率较低，而且人均产值也较高。今后，公司将拓展产品线，并加大除江苏外市场区域的拓展（目前公司收入 80%以上来自江苏），我们预计会再增加销售人员，并且会提升销售费用率。

**图表 6 销售费用率明显增加**



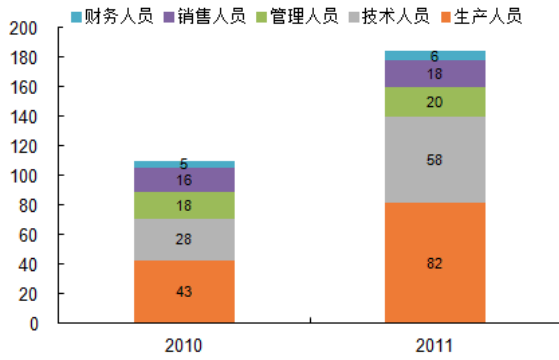
资料来源：公司公告、平安证券研究所

**图表 7 研发投入占比基本稳定**



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 8 人员增加较快



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 9 人均产值较高

| 单位：万元/人  | 2010   | 2011    |
|----------|--------|---------|
| 人均技术研发费用 | 23.66  | 13.73   |
| 销售人员人均薪酬 | 3.22   | 6.44    |
| 销售人员人均创收 | 998.75 | 1065.17 |
| 全公司人均产值  | 145.27 | 104.20  |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

| 会计年度           | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 713   | 691   | 725   | 820   |
| 现金             | 534   | 507   | 606   | 613   |
| 应收账款           | 42    | 120   | 72    | 152   |
| 其他应收款          | 4     | 6     | 7     | 9     |
| 预付账款           | 12    | 8     | 9     | 11    |
| 存货             | 114   | 46    | 27    | 31    |
| 其他流动资产         | 6     | 3     | 4     | 4     |
| <b>非流动资产</b>   | 46    | 45    | 43    | 41    |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 19    | 28    | 32    | 32    |
| 无形资产           | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 其他非流动资产        | 25    | 14    | 9     | 6     |
| <b>资产总计</b>    | 759   | 736   | 768   | 861   |
| <b>流动负债</b>    | 216   | 137   | 103   | 119   |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 142   | 70    | 81    | 94    |
| 其他流动负债         | 74    | 68    | 23    | 26    |
| <b>非流动负债</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 216   | 137   | 103   | 119   |
| 少数股东 权益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 55    | 55    | 55    | 55    |
| 资本公积           | 399   | 399   | 399   | 399   |
| 留存收益           | 90    | 145   | 211   | 288   |
| 归属母公司股东权益      | 544   | 599   | 665   | 741   |
| <b>负债和股东权益</b> | 759   | 736   | 768   | 861   |

| 会计年度           | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 99    | -43   | 81    | -11   |
| 净利润            | 38    | 55    | 66    | 77    |
| 折旧摊销           | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 财务费用           | -10   | -16   | -17   | -19   |
| 投资损失           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营运资金变动</b>  | 69    | -79   | 30    | -71   |
| 其他经营现金流        | 1     | -5    | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -40   | -0    | 0     | 0     |
| 资本支出           | 40    | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 10    | 16    | 17    | 19    |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | 10    | 16    | 17    | 19    |
| <b>现金净增加额</b>  | 69    | -27   | 98    | 8     |

| 会计年度            | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 192   | 316   | 366   | 427   |
| 营业成本            | 135   | 232   | 269   | 313   |
| 营业税金及附加         | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 营业费用            | 6     | 13    | 15    | 17    |
| 管理费用            | 16    | 22    | 22    | 26    |
| 财务费用            | -10   | -16   | -17   | -19   |
| 资产减值损失          | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 42    | 63    | 74    | 87    |
| 营业外收入           | 2     | 2     | 3     | 3     |
| 营业外支出           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 44    | 65    | 77    | 90    |
| 所得税             | 6     | 9     | 11    | 13    |
| <b>净利润</b>      | 38    | 55    | 66    | 77    |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 38    | 55    | 66    | 77    |
| EBITDA          | 33    | 48    | 59    | 70    |
| 摊薄后EPS (元)      | 0.68  | 1.00  | 1.20  | 1.39  |

| 会计年度            | 2011A  | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |       |       |       |
| 营业收入            | 18.2%  | 64.8% | 15.7% | 16.7% |
| 营业利润            | 11.2%  | 50.5% | 18.6% | 16.7% |
| 归属母公司股东净利润      | 9.4%   | 46.6% | 19.6% | 16.1% |
| <b>获利能力</b>     |        |       |       |       |
| 毛利率             | 29.8%  | 26.6% | 26.4% | 26.7% |
| 净利率             | 19.6%  | 17.5% | 18.1% | 18.0% |
| ROE             | 6.9%   | 9.2%  | 9.9%  | 10.3% |
| ROIC            | 417.5% | 45.1% | 87.3% | 46.4% |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |
| 资产负债率           | 28.4%  | 18.6% | 13.5% | 13.9% |
| 净负债比率           | 0.00%  | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率            | 3.30   | 5.04  | 7.02  | 6.86  |
| 速动比率            | 2.78   | 4.70  | 6.76  | 6.60  |
| <b>营运能力</b>     |        |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.29   | 0.42  | 0.49  | 0.52  |
| 应收账款周转率         | 4      | 4     | 4     | 4     |
| 应付账款周转率         | 1.53   | 2.20  | 3.58  | 3.58  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |
| 每股收益            | 0.68   | 1.00  | 1.20  | 1.39  |
| 每股经营现金流         | 1.80   | -0.77 | 1.47  | -0.21 |
| 每股净资产           | 9.85   | 10.85 | 12.04 | 13.43 |
| <b>估值比率</b>     |        |       |       |       |
| P/E             | 46.49  | 31.72 | 26.51 | 22.84 |
| P/B             | 3.22   | 2.92  | 2.63  | 2.36  |
| EV/EBITDA       | 37     | 25    | 21    | 17    |

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257