



收入结构不断改善，业绩释放尚待观察 ——东方电子(000682)调研简报

电力设备新能源与公用事业组

分析师

桂方晓 021-61683506

执业证书编号 S1070511100019

联系人

李冬婷 010-88366060-8781

从业证书编号 S1070111100019

熊杰 010-88366060-8838

从业证书编号 S1070111030013

投资评级：推荐（首次）

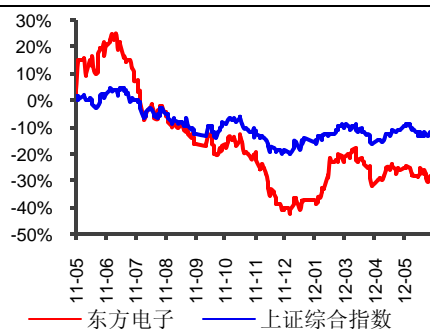
市场数据

| | |
|-----------|-----------|
| 目前股价 | 3.77 |
| 总市值(亿元) | 36.88 |
| 流通市值(亿元) | 36.9 |
| 总股本(万股) | 97816 |
| 流通股本(万股) | 97801 |
| 12个月最高/最低 | 6.85/3.02 |

公司盈利预测

| | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1294 | 1660 | 2058 |
| (+/-%) | 9.4% | 28.3% | 24.0% |
| 净利润 | 36 | 67 | 91 |
| (+/-%) | 64.6% | 87.6% | 35.2% |
| 摊薄 EPS | 0.03 | 0.07 | 0.09 |
| PE | 108.8 | 58.0 | 42.9 |

股价表现图



数据来源: Wind 资讯

投资建议:

我们预计公司 12-14 年营业收入分别为 12.94、16.6、20.58 亿元，与其他二次设备厂商相比，公司目前 PS 估值具有相对优势，我们认为公司通过结构转型、海外市场开拓和高压变频产品布局解决了收入增长问题，但公司内部治理能否有效降低期间费用率尚待观察，给予公司“推荐”评级。

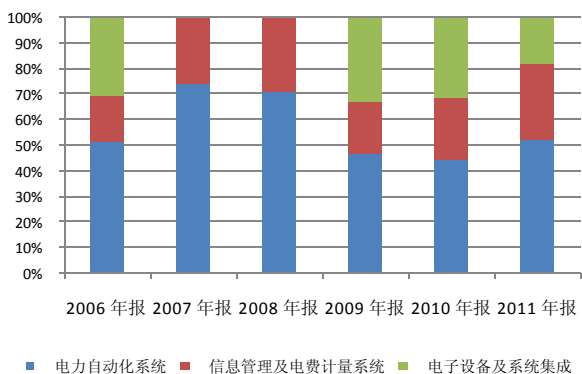
要点:

- **核心竞争力明确:** 我们认为公司核心竞争力在于：一、长期积累下来的品牌及渠道优势；二、为大项目提供整体性解决方案的能力。因此，我们认为公司电力自动化业务未来仍可保持稳定增长。
- **产品线齐全，大项目承接能力强:** 在智能电网领域，公司是国内产品线最全的二次设备厂商之一，目前有调度、监控、节能等 14 大系列 300 多个品种。公司是目前少数以合同能源管理模式提供高压变频器节能服务的系统集成商及运营维护商之一，具备 EMC 专营资质。公司产品在北京、上海、广州、深圳、杭州等中心城市占有率较高，承接大项目能力强，参与了奥运会、世博会、大运会、亚运会、国庆六十周年等项目。
- **收入结构不断改善:** 控股股东——东方电子集团有限公司已确定以智能电网、环保节能、物联网为三大主业，其中智能电网、环保节能主要由东方电子股份有限公司承担，为此，公司近年在逐渐缩减其他业务规模，将优势资源集中到智能电网与环保节能两项业务中，公司近期收入结构与毛利率水平都得到了改善。
- **海外业务是亮点:** 公司目前国外运行的变电站自动化系统已达 1300 余套，国家调度系统 2 套，地区调度系统 8 套，产品分布多个国家。公司是印度电力部 SCADA/EMS 系统 11 家入围供应商中唯一的中国企业。11 年底公司连获印度市场大单，公司与 TANGEDCO 合同的交货期限为 18 个月，我们认为按合同进度百分比计算，在明年完成合同主要部分的可能性较大。由于印度电网建设成熟度远落后于中国，我们看好公司在印度市场持续接大单的潜力。
- **风险提示:** 系统性风险，电网投资不达预期风险。

1. 收入结构不断改善

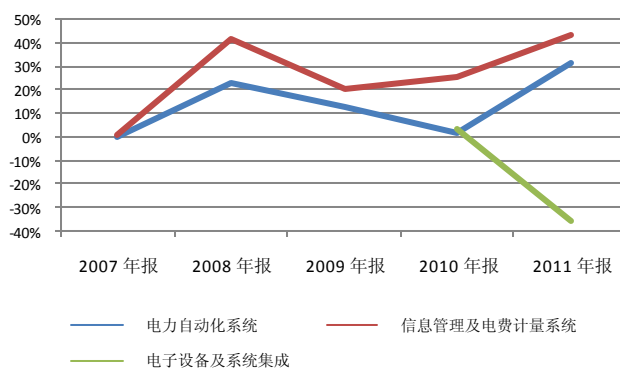
公司控股股东——东方电子集团有限公司是一个集科研开发、生产经营、技术服务、系统集成于一体的大型高新技术企业集团,以智能电网、环保节能、物联网为三大主业,其中智能电网、环保节能主要由东方电子股份有限公司承担,为此,公司近年在逐渐缩减其他业务规模,将优势资源集中到智能电网与环保节能两项业务中。

图 1: 公司近年主营业务收入占比



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 2: 公司近年主营业务收入增速



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

在智能电网领域,公司是国内产品线最全的二次设备厂商之一,目前有智能变电站系统解决方案、智能调度系统解决方案、配电自动化系统解决方案、集控中心自动化系统解决方案、图像监控系统解决方案、电力信息化系统解决方案、电能量采集及计费自动化系统解决方案、智能电源系统解决方案、数字通信系统解决方案、企业能源管理系统解决方案、变频节能系统解决方案等 14 大系列 300 多个品种。

在环保节能领域,公司目前是少数以合同能源管理模式提供高压变频器节能服务的系统集成商及运营维护商之一,具备 EMC 专营资质。主打产品 DF5000 高压变频器广泛应用于发电厂、水泥厂、污水处理厂、石油、化工厂、自来水厂、矿山及冶金等众多行业内高压电机调速、节能、软启动及智能化控制,有效提高了能源的使用效率,每年可减少 28 万吨碳排放量。

我们认为公司电力自动化业务未来仍可保持稳定增长,公司在这块的核心竞争力有二:一是长期积累下来的品牌及渠道优势;二是为大项目提供整体性解决方案的能力。

公司是老牌电力自动化厂商,1957 年 5 月 6 日建厂,以电影机械起家,1982 年进入电力系统自动化领域。截止 2010 年底,电力调度自动化系统在地区级城市占有率为 30%,在县级城市占有率为 24%,目前有一套网省级调度自动化系统正在运行,是全国正在运行的 SCADA/EMS/DMS 总数量最多的厂家。

公司产品在北京、上海、广州、深圳、杭州等中心城市占有率较高，承接大项目能力强，奥运会、世博会、大运会、亚运会、国庆均有参与。

表 1：公司产品在中心城市分布及大项目案例

| 地区 | 案例 |
|-----|-------------------------------------------------|
| 上海 | 奉贤、崇明、长兴地调自动化系统 |
| | 浦东、市南、奉贤、松江、金山、青浦配电自动化系统 |
| | 十余套集控及 220KV 监控自动化系统，一套集控中心自动化系统 |
| 北京 | 北京电力视频监控运行管理系统 |
| | 北京电能量采集及计费自动化系统 |
| | 北京电力公司变电站及电厂上网电量采集系统 |
| | 4 个区局电量计量与负荷管理系统 |
| | 电能量采集终端及集中器 300 余台套 |
| | 北京重要场所高低压变电站自动化系统 |
| | 变电站智能运营系统 |
| | 北京“1+16”大模合并和 SVG 转换项目 |
| 广州 | 北京电网安全预警项目 |
| | 广州供电局调度/集控一体化系统 |
| | 广州供电局准实时数据平台系统 |
| | 南网公司电能量计量计费主站系统 |
| | 广东电网公司电力营销管理信息系统 |
| 杭州 | 2000 余套配电终端在广州、深圳配网项目中成功投运 |
| | 电能量采集终端及集中器 |
| | 杭州调度/集控一体化系统 |
| | 杭州电能量采集系统 |
| 深圳 | 杭州供电公司信息一体化项目 |
| | 杭州供电公司 2 级 AVC 联合控制系统 |
| 奥运会 | 电能量采集终端及集中器 |
| | 奥运保电配网系统（目前作为北京市的配网主站运行） |
| | 奥运电网运行管理系统（目前作为北京市 EMS 系统在运行） |
| 大运会 | 奥体中心电网运行管理系统 1 套、奥运配网监测系统主站 1 套、 |
| | 奥运配网终端系统 200 多套、奥运场馆实时图像多级监控管理系统 7 套 |
| 世博会 | 大运会保电系统、监测系统 |
| | 包括超高压在内的 9 个地区级调度系统，11 个集控系统，超过 300 台套的变电站监控系统。 |
| 亚运会 | 三十多套 DF0210A 直流电源及 UPS 不间断电源等产品或系统 |
| | 亚运电网监测系统 |
| 国庆 | 国庆 60 周年保电系统 |

资料来源：公司网站，长城证券研究所整理

2. 海外业务成亮点

公司通过希腊岛配电改造项目成功进入欧洲市场；09、10 年先后中标赤道几内亚国家调度自动化项目和赤道几内亚国家电网运行维护与业主培训项目，目前国外运行的变电站自动化系统已达 1300 余套，国家调度系统 2 套，地区调度系统 8 套。产品分布国家包括马来西亚、印度尼西亚、印度、希腊、朝鲜、蒙古、伊朗、俄罗斯、墨西哥、赤道几内亚、刚果、泰国、越南等。

图 3: 公司产品海外分布



资料来源: 长城证券研究所

公司 09 年 9 月成功入围印度电力部 SCADA/EMS 系统的合格供应商，成为 11 家入围的 SCADA/EMS 供应商中唯一的中国企业。11 年底公司连获印度市场大单，公司在印度有两个中标项目：中央邦三家电力配电公司 5 个城市的捆绑招标，金额为人民币 8984 万元，标的均为配电管理运行系统(SCADA/DMS)及相关软件、硬件、工程服务等；与 TANGEDCO 的销售合同，金额为人民币 1.71 亿元，标的为变电站监控系统(RTU)、馈线监控系统(FRTU)、配电管理运行系统(SCADA/DMS)、通讯设备的硬件、软件、网络设备和电缆及相关服务等。

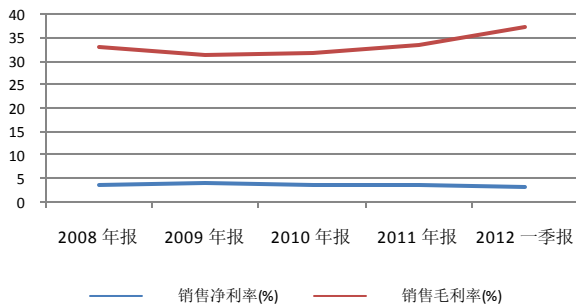
公司与 TANGEDCO 合同的交货期限为 18 个月，我们认为按合同进度百分比计算，在明年完成合同主要部分的可能性较大，主要原因一是公司需在当地招聘施工人员，二是公司较为重视这个项目，因此肯定会精耕细作。

由于印度电网建设成熟度远落后于中国，我们看好公司在印度市场持续接大单的潜力。

3. 费用与估值

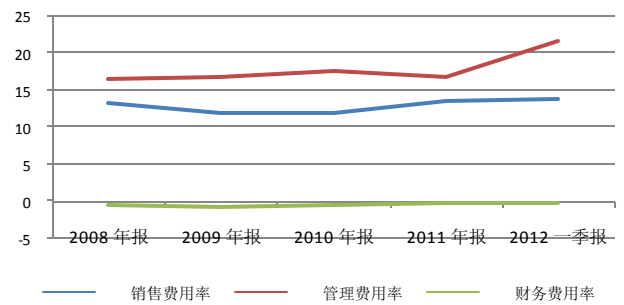
我们认为公司净利润率有一定改善空间, 主要原因是随着非主营业务逐渐缩减, 公司毛利率可得到提升, 这在公司一季报中有所体现, 但改善的结果还取决于管理层的决心。

图 4: 公司近期销售毛利率与净利率对比



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 5: 公司近期三项费用率



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

与其他二次设备厂商相比, 公司 PS 估值具有相对优势, 我们认为公司通过结构转型、海外市场和高压变频产品布局解决了收入增长问题, 但公司内部治理能否有效降低期间费用率尚待观察, 给予公司“推荐”评级。

表 2: 二次设备公司部分指标对比 (剔除了部分 11 年营业外收入占比过高的公司)

| 证券代码 | 证券简称 | 销售毛利率% | 销售净利率% | 销售费用率% | 管理费用率% | PB | PE | PS |
|------------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|--------------|------------|
| 000400.SZ | 许继电气 | 32.7 | 7.0 | 9.6 | 12.7 | 2.8 | 44.9 | 1.6 |
| 002090.SZ | 金智科技 | 25.1 | 5.7 | 8.1 | 11.9 | 3.4 | 43.2 | 2.3 |
| 002356.SZ | 浩宁达 | 20.7 | 4.2 | 8.6 | 10.3 | 1.5 | 68.8 | 2.7 |
| 002350.SZ | 北京科锐 | 32.7 | 9.8 | 13.6 | 7.3 | 2.8 | 30.9 | 2.9 |
| 000682.SZ | 东方电子 | 33.5 | 3.5 | 13.5 | 16.6 | 2.7 | 171.3 | 3.2 |
| 002121.SZ | 科陆电子 | 30.2 | 6.3 | 10.4 | 11.6 | 3.1 | 49.5 | 3.3 |
| 002339.SZ | 积成电子 | 39.2 | 12.6 | 10.1 | 15.6 | 2.4 | 32.8 | 3.8 |
| 601126.SH | 四方股份 | 46.4 | 12.7 | 19.1 | 16.8 | 2.4 | 29.6 | 3.8 |
| 002123.SZ | 荣信股份 | 51.0 | 19.0 | 16.2 | 13.9 | 3.4 | 23.6 | 4.1 |
| 300001.SZ | 特锐德 | 34.1 | 16.3 | 6.2 | 8.3 | 2.5 | 27.7 | 4.5 |
| 300062.SZ | 中能电气 | 44.0 | 18.9 | 8.3 | 13.9 | 2.2 | 27.2 | 4.6 |
| 300208.SZ | 恒顺电气 | 41.0 | 22.4 | 4.9 | 9.1 | 2.2 | 27.5 | 6.2 |
| 002546.SZ | 新联电子 | 43.1 | 28.0 | 3.3 | 9.0 | 2.9 | 22.9 | 6.4 |
| 600406.SH | 国电南瑞 | 31.4 | 18.4 | 4.6 | 6.5 | 10.3 | 35.3 | 6.5 |
| 300018.SZ | 中元华电 | 51.9 | 22.5 | 10.7 | 19.1 | 1.9 | 33.4 | 7.2 |
| 300222.SZ | 科大智能 | 51.5 | 28.1 | 10.8 | 12.3 | 2.7 | 29.9 | 8.4 |
| 002322.SZ | 理工监测 | 62.9 | 33.0 | 11.0 | 29.1 | 2.7 | 31.8 | 10.5 |

资料来源: wind, 长城证券研究所整理

| 利润表(百万元) | | | | | 主要财务指标 | | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 营业收入 | 1183 | 1294 | 1660 | 2058 | 成长性 | | | | |
| 营业成本 | 786 | 855 | 1083 | 1343 | 营业收入增长 | 15.1% | 9.4% | 28.3% | 24.0% |
| 销售费用 | 160 | 168 | 199 | 237 | 营业成本增长 | 12.1% | 8.8% | 26.6% | 24.0% |
| 管理费用 | 196 | 207 | 257 | 309 | 营业利润增长 | 98.4% | 85.8% | 111.4% | 43.9% |
| 财务费用 | -2 | -3 | -4 | -4 | 利润总额增长 | 21.4% | 43.6% | 73.2% | 35.2% |
| 投资净收益 | 2 | 0 | 0 | 0 | 净利润增长 | 8.2% | 64.6% | 87.6% | 35.2% |
| 营业利润 | 25 | 46 | 98 | 140 | 盈利能力 | | | | |
| 营业外收支 | 24 | 24 | 24 | 24 | 毛利率 | 33.5% | 33.9% | 34.7% | 34.7% |
| 利润总额 | 49 | 70 | 122 | 164 | 销售净利率 | 1.8% | 2.8% | 4.0% | 4.4% |
| 所得税 | 7 | 11 | 18 | 25 | ROE | 1.4% | 2.3% | 4.0% | 5.0% |
| 少数股东损益 | 20 | 24 | 36 | 49 | ROIC | 2.0% | 3.3% | 6.7% | 8.5% |
| 净利润 | 22 | 36 | 67 | 91 | 营运效率 | | | | |
| 资产负债表 | | | | | 销售费用/营收 | 13.5% | 13.0% | 12.0% | 11.5% |
| | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | 管理费用/营收 | 16.6% | 16.0% | 15.5% | 15.0% |
| 流动资产 | 1229 | 1333 | 1575 | 1869 | 财务费用/营收 | -0.2% | -0.3% | -0.2% | -0.2% |
| 货币资金 | 345 | 466 | 451 | 437 | 投资收益/营利 | 6.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 应收帐款 | 536 | 549 | 703 | 892 | 所得税/利润总额 | 15.1% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 应收票据 | 16 | 16 | 20 | 26 | 应收帐款周转率 | 2.5% | 2.4% | 2.7% | 2.6% |
| 存货 | 213 | 189 | 250 | 323 | 存货周转率 | 4.5% | 4.3% | 4.9% | 4.7% |
| 非流动资产 | 718 | 701 | 682 | 680 | 流动资产周转率 | 1.0% | 1.0% | 1.1% | 1.2% |
| 固定资产 | 304 | 285 | 264 | 262 | 总资产周转率 | 0.6% | 0.6% | 0.8% | 0.9% |
| 资产总计 | 1948 | 2033 | 2257 | 2550 | 偿债能力 | | | | |
| 流动负债 | 435 | 462 | 582 | 735 | 资产负债率 | 22.6% | 23.0% | 26.0% | 29.0% |
| 短期借款 | 9 | 9 | 9 | 9 | 流动比率 | 2.82 | 2.89 | 2.71 | 2.54 |
| 应付款项 | 190 | 191 | 242 | 315 | 速动比率 | 2.33 | 2.48 | 2.28 | 2.10 |
| 非流动负债 | 6 | 6 | 6 | 6 | 每股指标(元) | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS | 0.02 | 0.03 | 0.07 | 0.09 |
| 负债合计 | 441 | 467 | 587 | 740 | 每股净资产 | 1.54 | 1.52 | 1.62 | 1.75 |
| 股东权益 | 1507 | 1566 | 1670 | 1809 | 每股经营现金流 | -0.11 | 0.14 | 0.00 | 0.03 |
| 股本 | 978 | 1033 | 1033 | 1033 | 每股经营现金/EPS | -5.1 | 3.9 | 0.1 | 0.3 |
| 留存收益 | 394 | 375 | 442 | 533 | 估值 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 少数股东权益 | 134 | 158 | 194 | 243 | PE | 169.5 | 108.8 | 58.0 | 42.9 |
| 负债和权益总计 | 1948 | 2033 | 2257 | 2550 | PEG | 2.62 | 1.24 | 1.65 | - |
| 现金流量表 | | | | | PB | 2.4 | 2.5 | 2.3 | 2.2 |
| | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | EV/EBITDA | 0.88 | 0.63 | 0.39 | 0.29 |
| 经营活动现金流 | -112 | 140 | 4 | 26 | EV/SALES | 4.36 | 4.14 | 3.23 | 2.61 |
| 营运资本减少 | -175 | 43 | -138 | -155 | EV/IC | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.03 |
| 投资活动现金流 | -94 | -19 | -20 | -40 | ROIC/WACC | 0.26 | 0.45 | 0.89 | 1.14 |
| 其中资本支出 | -32 | -19 | -20 | -40 | REP | 0.16 | 0.10 | 0.04 | 0.03 |
| 融资活动现金流 | -21 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 净现金总变化 | -227 | 121 | -16 | -14 | | | | | |

数据来源: WIND 长城证券研究所 备注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者

研究员介绍及承诺:

桂方晓: 中国科学技术大学统计与金融系硕士, 2011年加入长城证券, 任电力设备新能源行业分析师。

熊杰: 中科院管理学硕士, 2010年加入长城证券, 任电力设备新能源行业分析师。

李冬婷: 北京大学经济学学士、管理学硕士, 2011年加入长城证券, 任公用事业与环保行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

- 公司评级:** 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。
- 行业评级:** 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com
马珂: 0755-83516433, 18665383680, make@cgws.com
王涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983
杨洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
陈方圆: 021-61680360, 18607195599, chenfy@cgws.com

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦16层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦10层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路1399号太平大厦3楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>

