

业绩逐步企稳回升，整体恢复仍需时日

2012年5月28日

——奥特迅（002227）调研简报

推荐/首次

奥特迅

调研快报

王明德	执业证书编号：S1480511100001
联系人：陈鹏	chen-peng@dxzq.net.cn 010-66554081

事件：

近日，我们对奥特迅进行实地调研，与公司副总、财务总监就公司充电设备、一体化设备、募投项目进展进行了交流。

主要观点如下：

1. 充换电路线尚不确定，短期尚不具备启动条件。

对于新能源汽车充换电设备领域，虽然2011年年底相关国家标准已经出台，但是目前采用充电模式还是换电模式尚无定论，极大地限制了充换电设备市场的开启。考虑到行业现状，现阶段拥有技术优势的企业是市场的主导。公司在南方电网内优势比较明显，国网市场相对较弱。北京奥华源电源科技有限公司（下称“奥华源”）是公司充换电设备在北方市场主要的辐射点，考虑到北方市场情况，公司降低对奥华源的投入程度。短期全国范围内充电设备市场容量难以快速增加，爆发性增长出现的可能性不高。公司立足深圳地区和南方电网能够保障公司充电设备业务的稳步前行。目前充电设备产品毛利率较高，逐步下行将是大趋势，但仍要高于公司传统产品的毛利率水平。未来多方投资者进入充电运营市场，才是充电设备市场真正开启的时候。

2. 一体化电源系统优势明显，放量还需电网配合。

一体化电源系统是公司未来的主打产品，该产品涵盖了直流操作电源、电力专用UPS、电力专用逆变电源、站用电源、电力用通信电源、事故照明电源、试验电源、二次电源等功能。公司是一体化不间断电源设备行业标准制定者之一，技术实力毋庸置疑。高度集成化是公司一体化电源系统的主要特点，未来一体化电源系统也将是电力体系用电源系统的主流发展方向。随着电源系统一体化程度不断提高，合同金额将随之不断提高，投标成本、生产能力和资金需求的门槛不断提高，很多中小企业将被屏蔽在市场以外。另外，一体化产品在安装调试阶段能够减少工作量，对公司节约人力成本多有裨益。

目前，两网仍是公司一体化电源系统的主要市场。在年初国家电网部分二次装置协议库存货物招标中，公司在一体化（智能）电源45个包中公司中标17个包，合计设备327套。包括UPS电源和通信电源合计中标2.1亿元，相当于公司2011年收入的1.21倍。此合同为框架合同，在未来的执行过程中设备价格可能会略有小幅波动。未来公司一体化电源产品仍需要主要依靠国家电网、南方电网和地方电网的市场。

3. 核级电源独步国内，将受益核电建设重启。

公司2011年年底核电在手订单3672万元，约80%转入今年执行。公司具备核1E级充电电源生产资质，且与国内核电龙头中广核集团合作密切。核岛电源需要核1E级生产资质，毛利率相对较高，能够达到40%左右的毛利率水平，常规岛产品毛利率略低于核岛产品。公司在投标时通常采用包含核岛产品和常规岛产品的综合投标方式，一般一台机组合同额在1000万元左右。由于核电市场对供货商的采购管理、设备交货要求非常高，很多

企业均被挡在了门槛之外。受福岛核事故影响，国内核电市场自2011年初进入了“冷却”阶段，但核电对于我国电力结构的重要性不言而喻，核电重启只是时间的问题。公司将凭借技术优势和项目经验，继续享受核电盛宴带来的发展。

4. 募投项目逐步投产，产能大增需订单支持。

公司募投项目新增产能主要集中在电力用直流和交流一体化不间断电源设备。目前募投项目已经有部分产能达产，由于产能扩产幅度较大，需要较多新增订单来支撑公司新增产能的消纳。公司2011年结转至2012年执行的订单额合计约2亿元。公司新增产能全部投产后，按所有产能满产计算，预计2013年年收入有望达到5亿元左右，公司仍需要加大下游电网市场和非电网市场的开拓力度，以保证公司新增产能的有效消纳。

表 1：公司募投项目新增产能

产品大类	细分类别	原产能	募投产能	增长幅度
电力用直流和交流一体化不间断电源设备	直流操作电源系统	3200	1700	53%
	UPS 电源与逆变电源系统	200	1660	830%
	一体化不间断电源设备	400	3840	960%
	电源模块类	8500	8700	102%
主要自制智能单元	电力专用 UPS、逆变器	500	3000	600%
	绝缘监测	65000	91200	140%
	电量采集	10000	20000	200%
	蓄电池管理	6500	8500	131%
	各类控制及光电转换模块	5600	6400	114%
	电力专用仪器	270	500	185%

资料来源：公司公告 东兴证券

盈利预测与投资建议

总体来看，公司本身兼具核电、新能源汽车等多重概念，相对估值一直维持在高位，短期来看公司募投项目产能逐步释放，是公司业绩增长的主动力。“十二五”期间国家对电网建设方面的投资将继续加大，能够为公司电网类产品销售营造有力的市场环境，国网集中招标虽然在一定程度上压低了毛利率水平，但其对小企业的屏蔽作用，能够使公司技术和产品的优势得到进一步的发挥。在主营业务稳步前行的基础上，核电电源和新能源汽车充电设备赋予公司业绩新的增长点，公司进可攻、退可守。我们预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.24 元、0.29 元、0.34 元，对应 PE 90.54 倍、74.93 倍、63.91 倍，首次给予推荐评级。

投资风险

1、公司电网中标情况低于预期；2、非电力系统应用市场开拓进度低于预期；3、珠三角地区人力成本上升；4、新能源汽车充电设施建设进度低于预期。

表 2: 投资组合盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	182.16	173.97	273.15	403.55	528.84
(+/-)%	29.17%	-4.49%	57.01%	47.74%	31.05%
EBITDA	22.73	-1.03	24.34	37.17	53.22
(+/-)%	76.05%	-104.51%	-	52.70%	43.15%
净利润	26.90	16.50	25.65	30.95	37.37
(+/-)%	11.07%	-38.66%	55.43%	20.66%	20.75%
每股净收益(元)	0.25	0.15	0.24	0.29	0.34

资料来源: 东兴证券

附表: 投资组合盈利预测和估值

利润表(百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	182.16	173.97	273.15	57.01%	403.55	47.74%	528.84	31.05%
营业成本	108.75	107.82	171.82	59.35%	253.26	47.40%	328.86	29.85%
营业费用	21.26	28.77	35.51	23.41%	52.46	47.74%	68.75	31.05%
管理费用	27.77	35.07	46.44	32.42%	66.59	43.39%	84.61	27.08%
财务费用	(5.90)	(6.51)	(1.81)	N/A	3.24	N/A	10.51	224.64%
投资收益	0.20	(0.19)	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	26.29	2.93	14.83	405.30%	20.99	41.56%	28.46	35.59%
利润总额	31.76	21.84	29.83	36.58%	35.99	20.66%	43.46	20.75%
所得税	4.85	5.51	4.18	-24.22%	5.04	20.66%	6.08	20.75%
净利润	26.90	16.33	25.65	57.10%	30.95	20.66%	37.37	20.75%
归属母公司所有者的净利润	26.90	16.50	25.65	55.43%	30.95	20.66%	37.37	20.75%
NOPLAT	17.28	(2.67)	11.20	N/A	20.83	86.05%	33.51	60.85%
资产负债表(百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	280.57	248.51	218.52	-12.07%	282.48	29.27%	317.30	12.33%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	161.54	161.33	250.70	55.40%	370.38	47.74%	485.37	31.05%
预付款项	11.82	9.35	9.35	0.00%	9.35	0.00%	9.35	0.00%
存货	81.25	119.18	141.22	18.49%	208.16	47.40%	270.30	29.85%
流动资产合计	553.06	562.79	656.43	16.64%	923.59	40.70%	1,151.50	24.68%
非流动资产	100.06	148.63	42.98	-71.08%	30.03	-30.12%	15.79	-47.44%
资产总计	653.12	711.42	699.41	-1.69%	953.62	36.35%	1,167.29	22.41%
短期借款	0.00	0.00	17.66	N/A	173.76	884.15%	276.54	59.15%
应付帐款	31.18	44.38	61.20	37.89%	90.20	47.40%	117.13	29.85%
预收款项	6.82	28.44	55.75	96.04%	96.11	72.38%	148.99	55.02%
流动负债合计	48.94	97.82	169.00	72.77%	407.73	141.27%	602.71	47.82%
非流动负债	3.00	6.70	6.70	0.00%	6.70	0.00%	6.70	0.00%
少数股东权益	0.00	0.32	0.32	0.00%	0.32	0.00%	0.32	0.00%
母公司股东权益	601.18	606.58	619.43	2.12%	634.90	2.50%	653.59	2.94%
净营运资本	504.12	464.97	487.43	4.83%	515.85	5.83%	548.79	6.38%
投入资本IC	316.61	354.39	418.89	18.20%	526.50	25.69%	613.15	16.46%
现金流量表(百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	26.90	16.33	25.65	57.10%	30.95	20.66%	37.37	20.75%
折旧摊销	2.34	2.55	0.00	N/A	12.95	N/A	14.25	10.04%
净营运资金增加	(30.43)	(39.15)	22.46	N/A	28.42	26.58%	32.93	15.87%
经营活动产生现金流	(32.69)	13.17	(31.36)	N/A	(67.43)	N/A	(32.76)	N/A
投资活动产生现金流	2.50	7.79	(5.29)	N/A	(6.00)	N/A	(6.00)	N/A
融资活动产生现金流	(10.86)	(0.25)	6.66	N/A	137.39	1963.37%	73.58	-46.45%
现金净增(减)	(41.05)	20.71	(29.99)	N/A	63.96	N/A	34.82	-45.57%

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎，曾在三大报及《证券市场周刊》等主要刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰高级研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。