

海外业务布局逐步清晰，未来将显著增厚公司业绩

——恒顺电气（300208）2012 年年度报告点评

2013 年 2 月 28 日

强烈推荐/维持

恒顺电气

财报点评

分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：李根 弓永峰 陈鹏 侯建峰

ligen@dxzq.net.cn

010-66554021

事件：

公司公布 2012 年年报，2012 年公司实现营业收入 2.47 亿元，同比增长 11.17%，实现营业利润 6138.28 万元，同比增长 18.27%，实现归属于上市公司股东的净利润 5534.18 万元，同比增长 10.93%。同时，公司公告 2013 年一季度业绩预告，公司预计 2013 年一季度净利润同比下降 50%-80%。我们点评如下：

公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入（百万元）	60.6	43.2	81.9	42.9	66.6	51.7	86.1
增长率（%）	15.3%	41.2%	22.7%	16.7%	10.0%	19.7%	5.1%
毛利率（%）	41.8%	42.9%	39.5%	41.7%	48.9%	39.7%	46.5%
期间费用率（%）	15.0%	20.1%	12.1%	16.7%	16.2%	20.6%	21.4%
营业利润率（%）	25.5%	20.0%	26.1%	21.4%	32.4%	18.3%	24.5%
净利润（百万元）	16.2	9.0	18.9	7.6	20.9	9.2	17.6
增长率（%）	35.9%	159.6%	-4.8%	33.1%	28.7%	3.1%	-7.3%
每股盈利（季度，元）	0.23	0.13	0.27	0.11	0.15	0.07	0.13
资产负债率（%）	24.0%	20.1%	26.9%	23.3%	28.0%	26.8%	35.2%
净资产收益率（%）	2.7%	1.5%	3.0%	1.2%	3.3%	1.4%	2.6%
总资产收益率（%）	2.1%	1.2%	2.2%	0.9%	2.3%	1.0%	1.7%

评论：

1. 公司产品结构调整，综合毛利率显著提升

2012 年，受传统无功补偿行业需求增速放缓的影响，公司电能质量优化产品销售收入同比下降 8.4%。但是，公司通过 EMC 方式建设的西北腾达铁合金余热发电项目在 2012 年开始贡献业绩，该项目 2012 年贡献收入 4320 万元，毛利率达 54.63%，有效弥补了因无功补偿行业增速放缓给公司带来的影响。

表 1：公司业务分产品情况

公司产品	营业收入（元）	营业收入同比增速	毛利率	毛利率变化
电能质量优化	199,230,621.84	-8.40%	41.88%	1.84%
余热余压利用	43,205,100.00	-	54.63%	-
其他	572,729.89	-35.58%	19.82%	0.07%

资料来源：东兴证券

2. 国际化思路逐步清晰，未来将重点拓展印尼资源及工业园项目

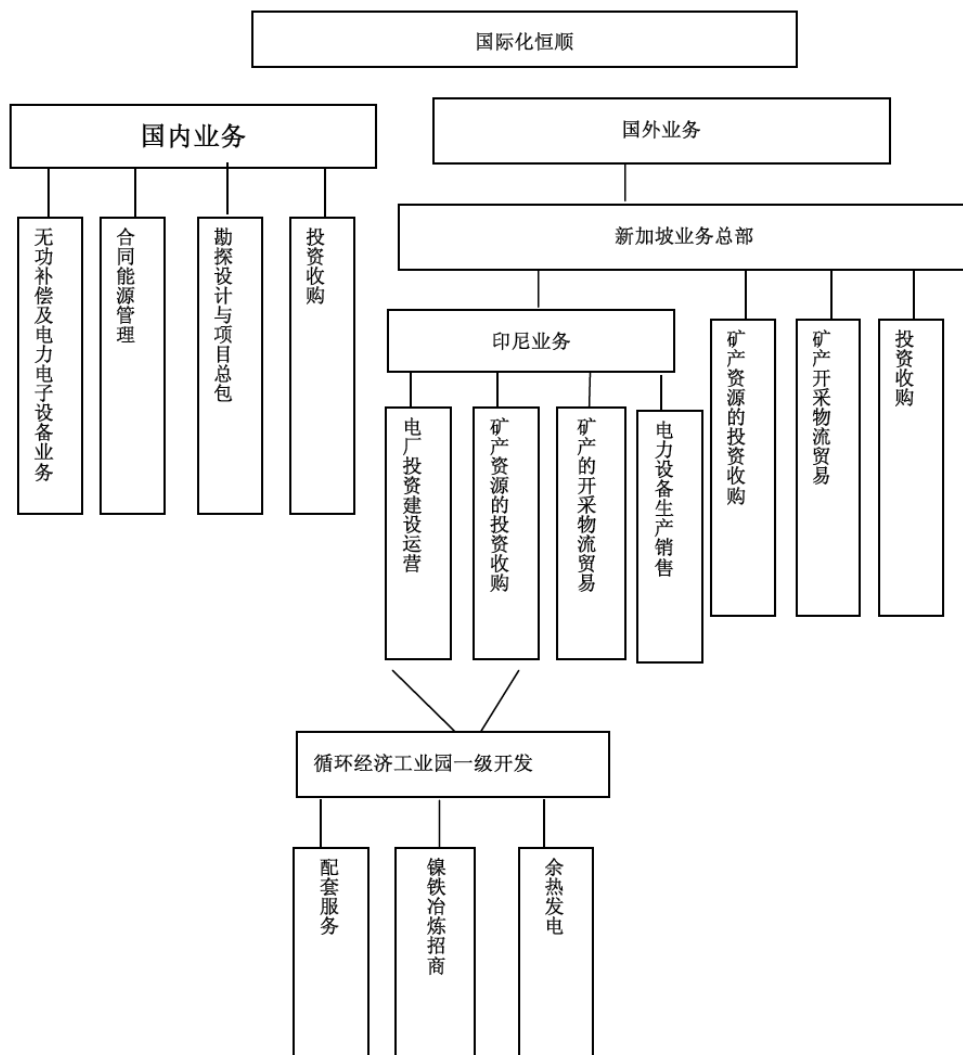
经过一定时期的探索，公司逐步明确了未来产业方向的战略布局，海外业务将成为公司业务拓展的重点方向。公司将以新加坡作为国外业务的总部，开展矿产资源的投资收购，矿产资源的物流贸易等业务。并将印尼作为公司海外项目的具体实施地，开展三方面业务：

（1）取得一定量矿产资源，以煤矿、镍矿、锰矿为主，同时视条件在矿区就近修建码头或道路等公共设施，开展煤矿等矿产的开采、物流、销售等业务。公司前期已进行了部分煤矿资源的收购工作，正积极开展产业规划中其他资源的收购工作。

（2）电厂建设运营业务，开展参与PLN招标电站及IPP独立电站的建设运营，及工业园自备电厂的建设运营。

（3）开展循环经济工业园的一级开发建设，通过整合产业中矿产资源、电厂资源来建设工业园，提供工业配套设施，招商冶炼等企业，建设循环经济工业园。印尼限矿政策的出台、基础设施尤其是电力供应的短缺、国内冶炼企业在印尼当地设厂加工的强烈意愿为该规划提供了基础，公司已向中国商务部门、驻印尼使馆及印尼相关政府部门咨询过建设工业园的有关事项，得到支持和认可。公司计划在3-6年内完成3个工业园的建设，每个工业园项目的投入产出比约为1:2，投资回收期4-6年。

图 1：公司未来产业布局



资料来源：公司公告，东兴证券整理

3. 盈利预测与投资建议

公司是高压领域优秀的电能质量管理企业，受到无功补偿行业增速放缓影响，公司 2012 年电能质量管理产品销售情况出现小幅下降。但是，公司战略清晰，目标远大。一方面通过腾达铁合金余热发电项目大幅增厚公司业绩，有效弥补了无功补偿市场下降对公司带来的不利影响，同时，公司国际化战略逐步清晰，未来将以新加坡为海外业务总部，大力拓展印尼资源和工业园项目，预计将获得丰厚的利润回报。

另外，为拓展海外项目，公司于近期发行了 2 亿元公司债券，利率为 9%，公司债的发行将增加公司 2013 年 1800 万元财务费用，对公司业绩造成不利影响。我们认为，公司煤炭项目贡献利润后，业绩将出现明显好转。

综合考虑以上因素，预计公司 2013-2014 年 EPS 分别为 1.25 元（含煤炭 0.75 元）和 1.84 元（含煤炭 1.29 元），给予公司 2013 年传统业务 25 倍 PE，煤炭业务 10 倍 PE，对应目标价 20 元，维持“强烈推荐”评级。

表 2：公司财务预测

指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	247.26	1,110.77	1,808.26	1,819.51

增长率 (%)	11.17%	349.22%	62.79%	0.62%
净利润 (百万元)	55.34	174.38	257.75	289.03
增长率 (%)	10.93%	215.10%	47.81%	12.13%
每股收益(元)	0.395	1.246	1.841	2.064
净资产收益率 (%)	8.14%	21.10%	24.71%	22.48%
PE	36.93	11.72	7.93	7.07
PB	3.01	2.47	1.96	1.59

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，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优质股票标的。

联系人简介

李根

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（二次设备、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经

济与节能环保等领域，专业功底深厚，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优质股票标的。

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（二次设备、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

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、循环经济、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

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。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

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。