

2011年3月7日

和顺电气 (300141)

转型成果显著, 电力电子业务迅速增长

评级: 增持 (首次)

分析师	黄海方
执业证书编号	S0600209060100
联系电话	0512-62938641
邮箱	huanghf@gsjq.com.cn

联系人	李雅娜
联系电话	021-63122950
邮箱	liyn@gsjq.com.cn

■ **事件:** 公司 2010 年实现营业总收入 16218.66 万元, 同比增长 23.45%, 扣除非经常损益的净利润 3269.21 万元, 同比增长 42.61%; 营业总收入增长率略低于预期, 净利润增长率维持较高水平, 实现基本每股收益 0.81 元, 同比增长 2.53%。对比公司招股说明书披露, 2010 年上半年公司实现营业总收入 7770.04 万元, 净利润 1806.92 万元, 公司下半年经营情况略逊色于上半年。

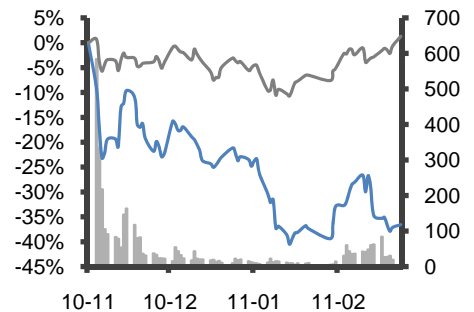
■ **传统电力成套设备销售收入小幅下滑, 毛利率大幅降低:** 电力成套设备细分行业技术门槛低, 竞争相对激烈, 毛利率呈现逐年下滑的趋势, 公司 2007~2010 年该项业务毛利率分别为 29.06%、25.89%、28.10%和 18.38%, 并面临进一步下滑的可能。公司积极采取措施, 应对产品盈利能力下降的威胁, 大力发展附加值较高的电力电子产品, 放缓成套设备业务的发展, 传统业务的收入占比和利润贡献率迅速降低, 收入占比从 2008 年的 67.20%下降到 2010 年的 34.89%, 成套设备竞争加剧对公司收入和利润的影响正在逐渐减弱。

■ **电力电子产品收入占比迅速提高, 毛利率大幅提升, 成为公司利润最重要的来源:** 公司具有自主知识产权的电能质量改善装置、防窃电电能计量装置具有较高技术壁垒, 是公司重点发展的业务领域, 收入占比和利润贡献率快速提高。2010 年电能质量改善装置的收入占比提高到 47.32%, 大幅超越传统电力成套设备收入, 随着我国电力电子技术的发展, 电力电子器件的价格呈现持续下降的趋势, 受成本下降影响, 公司电力电子设备的毛利率逐年走高, 2008~2010 年电力电子设备毛利率分别为 30.08%、37.03%和 40.08%。

■ **新能源业务启动, 将成为公司下一个利润增长点:** 公司第一代太阳能光伏逆变器已经实现挂网试运行, 募投项目将进一步加强光伏逆变器的研发能力, 公司正在积极研发的电动汽车充电机未来发展前景广阔。

■ **盈利预测与估值:** 我们预计公司 2011~2013 年的收入分别为 21180.86 万元、27716.70 万元、和 35852.03 万元, 每股收益分别为 0.91 元、1.10 元、和 1.35 元。

和顺电气与沪深 300 指数走势比较图



市场数据		2011年03月07日
最新价格		38.60 (元)
总股本		5520 (万股)
流通股本		1400 (万股)
上市日期		2010-11-12
上市以来涨跌幅		21.84%
上市以来换手率		625.65%
财务数据		2010Q4
营业收入		16218.66 (万元)
利润总额		3950.24 (万元)
净利润		3442.68 (万元)
基本每股收益		0.81 (元)

盈利预测与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	162.19	211.81	277.17	358.52
同比 (%)	23.45%	30.60%	30.86%	29.35%
净利润 (百万元)	34.43	49.97	60.71	74.33
同比 (%)	36.58%	45.15%	21.50%	22.43%
毛利率 (%)	33.09%	31.02%	30.65%	29.85%
ROE (%)	6.81%	8.99%	9.85%	10.76%
每股收益 (元)	0.62	0.91	1.10	1.35
P/E	61.89	42.64	35.09	28.67
P/B	4.21	3.83	3.46	3.08

公司研究/年报点评

2011年3月7日

附录：三大表（单位：百万元）

利润表					现金流量表				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	162.19	211.81	277.17	358.52	经营性现金净流量	22.07	37.82	36.43	57.98
营业成本	108.52	146.11	192.22	251.50	投资性现金净流量	-9.36	-28.13	-18.05	-5.96
营业税金及附加	1.09	1.42	1.86	2.41	筹资性现金净流量	397.62	14.19	15.04	16.58
营业费用	1.99	2.22	2.91	3.76	现金流量净额	410.33	23.88	33.43	68.59
管理费用	12.63	17.64	23.08	29.85	成长性指标				
财务费用	-0.75	-14.17	-15.03	-16.56	销售收入增长率	23.45%	30.60%	30.86%	29.35%
资产减值损失	1.25	2.00	3.00	2.50	EBIT 增长率	30.17%	15.14%	26.41%	25.70%
投资收益	0.04	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	29.89%	17.61%	31.60%	26.79%
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	36.58%	45.15%	21.50%	22.43%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产增长率	446.26%	12.18%	11.02%	14.48%
营业利润	37.50	56.59	69.13	85.05	股东权益增长率	609.26%	9.88%	10.92%	12.06%
其他非经营损益	2.00	2.20	2.30	2.40	经营效益指标				
利润总额	39.50	58.79	71.43	87.45	毛利率	33.09%	31.02%	30.65%	29.85%
所得税	5.08	8.82	10.71	13.12	三费/销售收入	8.55%	2.69%	3.95%	4.76%
净利润	34.43	49.97	60.71	74.33	销售净利率	21.23%	23.59%	21.90%	20.73%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.30	0.35	0.41	0.47
归母公司净利润	34.43	49.97	60.71	74.33	固定资产周转率	28.37	23.34	8.78	8.43
资产负债表					应收账款周转率	3.17	4.47	3.46	4.04
货币资金	460.90	484.78	518.20	586.80	存货周转率	22.98	5.96	18.40	7.99
应收和预付款项	56.77	53.11	88.75	98.29	ROE	6.81%	8.99%	9.85%	10.76%
存货	4.72	24.50	10.45	31.47	ROA	7.17%	7.36%	8.38%	9.20%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力指标				
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	6.40%	8.32%	8.40%	10.34%
投资性房地产	3.14	2.75	2.36	1.98	投资资本/总资产	8.62%	12.07%	15.02%	13.97%
固定资产	12.60	39.08	51.55	50.53	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
无形资产	2.32	2.06	1.80	1.54	流动比率	15.11	11.15	10.92	8.99
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	14.97	10.67	10.73	8.59
资产总计	540.45	606.28	673.11	770.60	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
应付和预收款项	34.30	50.43	56.46	79.57	估值指标				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	0.62	0.91	1.10	1.35
其他负债	0.27	0.00	0.10	0.15	PE	61.89	42.64	35.09	28.67
负债合计	34.57	50.43	56.56	79.72	PB	4.21	3.83	3.46	3.08
股本	55.20	55.20	55.20	55.20	PS	13.14	10.06	7.69	5.94
资本公积	398.55	398.55	398.55	398.55	PCF	96.54	56.33	58.49	36.75
留存收益	52.12	102.09	162.80	237.13	EV/EBIT	43.15	36.95	28.65	21.83
归属母公司权益	505.87	555.84	616.55	690.89	EV/EBITDA	42.03	35.24	26.24	19.83
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/NOPLAT	52.10	45.73	35.14	26.59
股东权益合计	505.87	555.84	616.55	690.89	EV/IC	35.87	22.52	15.97	14.37
负债和股东权益	540.45	606.28	673.11	770.60	ROIC-WACC	95.14%	64.71%	50.18%	44.92%

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有,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,需注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

买入: 行业股票指数在未来6个月内表现优于沪深300指数10%以上;

增持: 行业股票指数在未来6个月内表现优于沪深300指数5%~10%;

中性: 行业股票指数在未来6个月内表现介于沪深300指数-5%~+5%之间;

减持: 行业股票指数在未来6个月内表现弱于沪深300指数5%以上。

股票投资评级:

买入: 股票价格在未来6个月内表现优于沪深300指数20%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内表现优于沪深300指数5%~20%;

中性: 股票价格在未来6个月内表现介于沪深300指数-5%~+5%之间;

减持: 股票价格在未来6个月内表现弱于沪深300指数5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路181号
邮政编码: 215028
传真: (0512) 62938663
公司网址: <http://www.gsjq.com.cn>