

借力变频，重新进入快速发展 增持（首次）

投资要点：

- 📖 公司甩掉历史包袱，有望重新进入快速发展期
- 📖 电力自动化业务积极调整拓展、高压变频迅速发展成为未来看点
- 📖 预计未来三年 EPS 为 0.05/0.09/0.15 元，首次给予“增持”评级

- **公司业务以电力自动化为主。**公司主营业务包括电力自动化、信息管理及电费计量系统、电子设备与系统集成等。其中，电力自动化中包含了高压变频器，占收入比重超过 38%；信息管理及电费计量系统主要是指海颐软件及威斯顿电气所主营的软件业务与电表业务；电子设备与系统集成主要是电子产品的采购和销售，毛利率较低。
- **甩掉历史包袱，公司有望重新进入快速发展期。**随着公司证券市场虚假陈述案的完结，由于该案赔偿等由东方电子集团公司承担，对上市公司未来几乎无影响。因此公司有望甩掉历史包袱，将几大主业做强，重新进入快速发展期。
- **电力自动化业务积极调整，拓宽下游领域。**目前公司电力自动化业务主要下游仍是电网，但由于电网竞争激烈且市场份额很难提升，因此公司凭借在调度等方面具备的技术优势，积极调整业务结构，拓宽下游领域，如煤矿、石油、化工等。
- **高压变频器将成为公司新的增长点。**公司的高压变频业务很早就已有技术储备，但 2009 年真正推向市场，目前据估算约有近 30 套的销售。目前主要为 DF5000 系列，以 6kv 和 10kv 产品为主，下游包括电力、冶金、石化等，销售模式最初以 EMC 为主，目前也有部分直接销售。由于公司在自动化领域的优势，因此能够提供设备与操作系统的集成服务，使其拥有很强的产品优势，我们看好公司该项业务发展前景。
- **公司经营稳健，今年 EPS 预计 0.05 元，首次给予“增持”评级。**在公司业务调整顺利的前提下，我们预测公司未来三年的每股收益分别为 0.05/0.09/0.15 元，考虑到公司有望重新进入快速发展期，首次给予“增持”评级。

主要经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万）	944.89	1027.18	1213.04	1457.68	1789.93
同比增速	9.43%	8.71%	18.09%	20.17%	22.79%
母公司净利润（百万）	21.45	20.11	46.42	85.07	142.22
同比增速	13.59%	-6.25%	130.77%	83.27%	67.19%
EPS	0.022	0.021	0.047	0.087	0.145
毛利率	31.40%	31.72%	33.65%	34.99%	36.21%
净资产收益率	1.61%	1.49%	3.32%	5.74%	8.76%

分析师

王静 (S1180207090092)

赵曦 (S1180511010008)

电话: 010-88085960

Email: zhaoxi@hysec.com

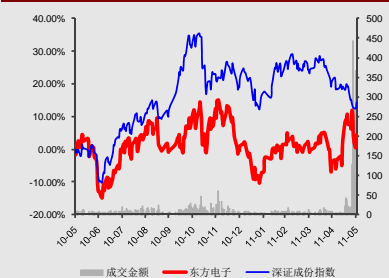
联系人

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



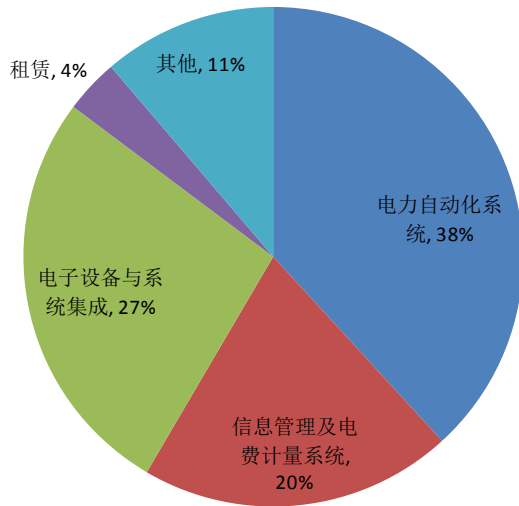
公司数据

总股本（万股）	97,816.32
流通股（万股）	78,934.94
控股股东	东方电子集团有限公司
控股股东持股比例	19.74%

相关研究

公司 2010 年实现主营业务收入 6.96 亿元，实现归属上市公司净利润 2011 万元。在各子公司中，对净利润影响较大的是烟台东方威思顿电气和烟台海颐软件，前者主营业务为电表，公司权益为 30%，2010 年收入 1.10 亿元，净利润 1037.98 万元；后者主营软件业务，公司权益 33.6%，收入 7913 万元，净利润 1021.78 万元。

图 1: 2010 年公司收入构成比例

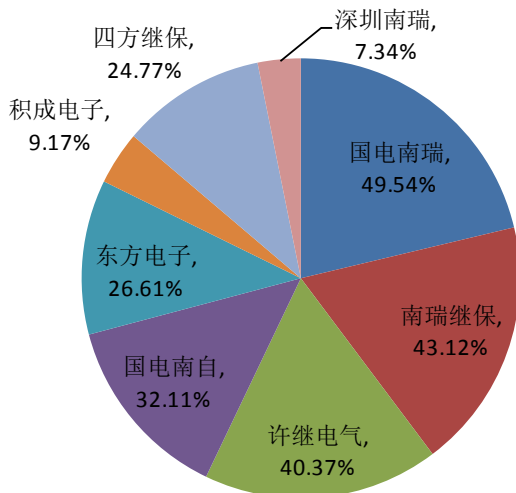


资料来源: 宏源证券研究所

在公司各业务中，**电力自动化系统业务**是公司传统业务，具备较强实力，在国网二次设备招标中，2010 年该公司共中-变电站自动化设备 29 套，市场份额约为 26.61%；2011 年前两次招标共中标 83 套设备，市场份额约为 8.32%。其中 2011 年的 83 套设备中，3 套 500KV，70 套 220KV，10 套 110KV。

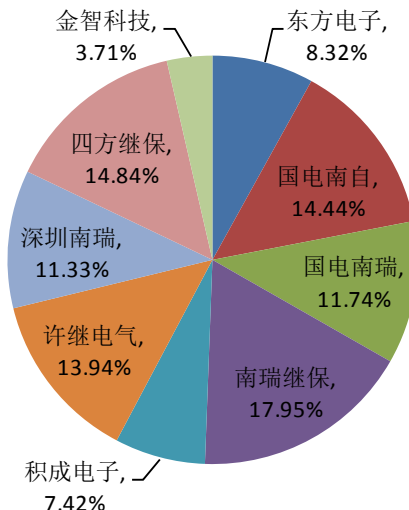
近年来先后中标 2008 年北京奥运保电系统、2009 年北京国庆 60 周年保电系统、2010 上海世博保电系统、2010 广州亚运保电系统、深圳世界大学生运动会保电系统。2010 年 7 月，中标北京供电局变电站智能运营系统，金额超过 2500 万元。

图 2: 2010 年国网变电站自动化招标市场份额



资料来源: 国家电网, 宏源证券研究所

图 3: 2011 年前两次国网变电站自动化招标市场份额



资料来源: 国家电网, 宏源证券研究所

公司的**电表业务**通过其持股 30%的烟台东方威思顿电气有限公司来开展（由于指派董事占比超一半，合并报表），在国网智能电表的统一招标中，2010 年该公司共中标 2 级单相表约 11 万台、1 级三相表 2 万台、0.5S 级三相表 1311 台，在三类电表的市场份额分别约为 0.26%、0.62%、0.29%；2011 年前两次招标分别中标 14 万台和 28.5 万台 2 级单相表，在该类电表市场份额约为 1.53%和 2.25%。

公司的**高压变频业务**在 2008 年启动 DF5000 系列变频器的研制，过去两年逐渐取得突破，2010 年 6 月通过了国家科学技术委员会、山东省科学技术厅颁发的《科学技术成果鉴定证书》。8 月，公司发布公告，计划出资 3250 万元与北京诚信天宏科技有限公司共同注册成立东方天宏节能环保有限公司，主要进行高压变频器及其 EMC 模式的销售推广。

DF5000 系列高压变频器在国内率先解决了一拖二飞车启动、螺杆压缩机变频控制等多个高压变频技术难题，由于公司具备在电力电子和控制技术方面的长期积累，因此能够提供设备与操作系统的集成服务，具备相较其他变频器厂商更强的竞争力。目前，根据该变频器已经应用于山西宝德电厂、烟台万华、烟台氨纶、张裕、烟台自来水公司、蓬莱水泥厂等等企业。

另外，今年 3 月 29 日公告，公司将自筹 5000 万元投入年产 6000 台**三角形卷铁芯变压器**，产品为 10KV 等级 S13（非晶合金变压器节能等级为 S15，传统平面叠式为 S9，平面卷式为 S11，是目前主流产品），规模初定单台容量最大 1600KVA，最小 30KVA，共 190 万 KVA。项目计划于 2013 年 3 月达产。预计项目全部投产后年营业收入 2.205 亿元，预计实现净利润 750 万元到 1016 万元。

对于公司的盈利预测，我们假设公司的积极调整进展顺利，高压变频器业务能够如期进一步打开下游市场，预计公司 2011/12/13 年的每股收益分别为 0.05/0.09/0.15 元，从估值的角度来看价格并不低。但由于公司正面临业绩再次上升的拐点，因此我们初次给予公司“增持”评级，并将密切关注其高压变频器业务的市场开拓情况。

表 1 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,483	1,627	1,886	2,218	营业收入	1,027	1,213	1,458	1,790
货币资金	563	664	834	1,090	营业成本	701	805	948	1,142
应收与预付款项	506	549	638	701	营业税金及附加	10	12	14	17
存货	140	169	199	240	销售费用	124	133	146	161
非流动资产	371	335	306	274	管理费用	180	194	211	233
固定资产在建工程	309	282	262	238	财务费用	-3	-7	-11	-17
无形资产待摊费用	59	52	44	36	资产减值损失	6	5	5	5
资产总计	1,854	1,962	2,192	2,492	投资收益	4	0	0	0
流动负债	377	403	489	556	利润总额	40	96	170	274
短期借款	24	24	24	24	所得税	3	14	25	41
应付与预收账款	353	379	465	532	净利润	37	81	144	233
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	17	35	59	91
非流动负债	8	8	8	8	归属母公司净利	20	46	85	142
负债合计	385	411	497	564	EPS (元)	0.021	0.047	0.087	0.145
股本	978	978	978	978					
资本公积	342	342	342	342	主要财务比率				
留存收益	31	77	162	304	成长能力				
少数股东权益	119	154	213	304	营业收入	8.71%	18.09%	20.17%	22.79%
归属于母公司权益	1,350	1,397	1,482	1,624	净利润	-2.42%	120.07%	77.06%	61.71%
负债股东权益合计	1,854	1,962	2,192	2,492	获利能力				
					毛利率	31.72%	33.65%	34.99%	36.21%
现金流量表					净利率	3.60%	6.71%	9.89%	13.03%
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	ROE	1.49%	3.32%	5.74%	8.76%
经营活动现金流	91	94	167	248	偿债能力				
净利润	32	60	123	212	资产负债率	20.76%	20.96%	22.68%	22.62%
折旧摊销	33	90	93	96	流动比率	3.21	3.43	3.42	3.66
资产减值损失	5	5	5	5	速动比率	2.84	3.01	3.01	3.22
利息费用	1	-17	-21	-27	营运能力				
投资活动现金流	43	-9	-19	-19	总资产周转率	0.55	0.62	0.66	0.72
融资活动现金流	19	17	21	27	应收账款周转率	2.47	2.70	2.79	3.18
现金流量净额	153	102	169	256	存货周转率	5.00	4.76	4.76	4.75

注: 资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

分析师简介:

王静: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

赵曦: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。