

东源电器 (002074): 产品毛利率保持稳定, 多管齐下做大规模 增持 (维持)

电气设备

当前股价: 17.46 元

报告日期: 2008 年 4 月 18 日

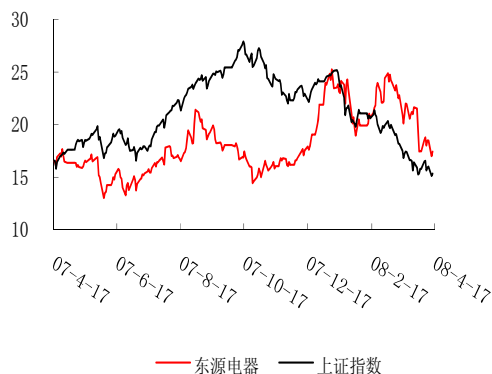
主要财务指标 (单位: 百万元)

| | 2006A | 2007A | 2008E | 2009E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 280 | 338 | 531 | 678 |
| (+/-) | 35.20% | 20.59% | 57.18% | 27.66% |
| 营业利润 | 35 | 44 | 72 | 90 |
| (+/-) | 79.90% | 28.42% | 61.31% | 25.59% |
| 归属于母公司 的净利润 | 26 | 33 | 50 | 62 |
| (+/-) | 91.48% | 28.34% | 53.83% | 23.57% |
| 每股收益 (元) | 0.31 | 0.40 | 0.61 | 0.75 |
| 市盈率 (倍) | 57 | 44 | 29 | 23 |

公司基本情况 (2007 年 12 月 31 日止)

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本/已流通股 (万股) | 8,280/4,860 |
| 流通市值 (亿元) | 8.49 |
| 每股净资产 (元) | 3.97 |
| 资产负债率 (%) | 49.56 |

股价表现 (最近一年)



肖世俊 (执笔) 组长: 施海仙, 王明存

010-66045459 xiaosj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- **业绩低于预期。**07年公司实现营业收入3.38亿元, 同比增长28.58%; 实现营业利润3980万元, 同比增长28.42%; 归属于母公司净利润3273万元, 同比增长28.31%; 归属于母公司的扣除非经常性损益的净利润3115万元, 同比增长23.40%; 基本每股收益为0.40元, 低于我们此前0.46元的预期 (扣除资产减值项后完全符合); 分配预案为每10股转增7股并派现1元 (含税)。
- **主导产品实现收入稳步增长。**公司主营业务为中高压开关和成套设备的制造销售, 主要产品为12kV、40.5kV系列中高压开关及开关柜设备。报告期系列开关、开关柜收入 (占比84.95) 同比增长17.0%至2.87亿元, 基本与我国07年电网投资17.1%的增速一致; 公司第二大产品钢结构收入 (占比6.41%) 同比大幅增加57.0%至2165万元; 此外, 报告期公司通过收购苏州天利电器87.38%股权首次实现变压器产品收入801万元 (占比2.37%)。
- **综合毛利率小幅提升。**在上游金属材料价格上涨压力下, 报告期公司综合毛利率小幅提升0.32个百分点至28.80%, 其中主导产品系列开关、开关柜的毛利率同比增加0.61个百分点至30.31%, 这体现了公司40.5KV系列真空断路器及开关设备作为该细分市场龙头地位 (市场份额约8-10%) 的竞争优势; 钢结构产品毛利率在钢材价格压力下下滑9.58个百分点至14.50%。
- **IPO募投项目的建成投产。**公司IPO募投的40.5KV系列开关及开关柜两个项目已于07年下半年完成, 35~110kV新型组合电器项目预计08年中完成项目建设, 届时IPO募投的三个项目全部建成投产, 预计未来2年产能释放可分别达50%、70%左右, 若全部达产可新增收入、利润分别约5亿元、0.9亿元, 为公司未来成长奠定了坚实基础。
- **产品线的逐渐丰富有利于提升公司综合竞争力。**公司一方面通过技术创新已成功开发户外交流高压开关、新型中置式铠装开关设备、SF6电压互感器、SF6电流互感器及户内高压固封极柱断路器等多项新产品, 进一步提升公司输配电二次设备领域的竞争力; 另一方面通过股权收购苏州天利电器87.38%股权新增变压器业务延伸至一次设备领域; 此外公司通过与风电研究实力领先的沈阳工业大学、浙江大学联合开发兆瓦级风电机组 (样机有望09年下线)。我们认为, 公司通过技术创新、股权收购及战略联盟方式逐渐延伸丰富产品线, 打造成“发输配控电”一体化系统方案供应商, 有利于提升公司综合竞争力。



- **市场区域与客户结构得到改善。**公司作为一家区域性特征较为显著的公司（07年江苏省内、华东地区收入占比分别为57%、76%），正加大省外乃至海外市场区域的开拓。07年成功开发了海南、贵州、福建、陕西、天津等省外市场，省外销售收入增速约22%；此外公司产品已由以前的电网、厂矿类企业渗透至电厂客户，报告期公司新开发的风力发电专用开关设备，配套用于国电龙源、华电、大唐等发电集团在内蒙、东北、浙江沿海的风力发电项目。我们认为，公司产品市场区域的拓展与客户结构的改善，有助于降低市场区域与客户分布过于集中的风险。
- **盈利预测及投资评级。**随着公司IPO募投项目产能释放、产品线的延伸丰富、市场区域的拓展及客户结构的改善，公司未来3年营收年均增速有望达30%—35%，暂按目前8280万总股本测算，预计公司2008-2010年EPS分别为0.61元、0.75元、0.93元，对应的动态市盈率为29倍、23倍及19倍，维持“增持”投资评级。提示IPO募投项目产能利用率的不确定性及上游原材料价格上涨压力所带来的风险。

图表3 东源电器盈利预测（单位：万元）

| | 2006A | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 一、营业收入 | 28,025 | 33,794 | 53,116 | 67,809 | 78,044 |
| YOY(%) | 35.20% | 20.59% | 57.18% | 27.66% | 15.09% |
| 减：营业成本 | 20,044 | 24,063 | 38,196 | 49,319 | 56,835 |
| 营业税金及附加 | 117 | 169 | 292 | 373 | 453 |
| 销售费用 | 1,771 | 1,477 | 2,275 | 2,846 | 3,112 |
| 管理费用 | 2,042 | 2,715 | 4,098 | 5,023 | 5,309 |
| 财务费用 | 413 | 370 | 552 | 691 | 835 |
| 期间费用率(%) | 15.08% | 13.50% | 13.04% | 12.62% | 11.86% |
| 资产减值损失 | 175 | 569 | 600 | 700 | 800 |
| 加：公允价值变动收益 | 0 | 18 | 60 | 100 | 150 |
| 投资收益 | -1 | -3 | 10 | 50 | 100 |
| 二、营业利润 | 3,462 | 4,446 | 7,172 | 9,007 | 10,950 |
| YOY(%) | 79.90% | 28.42% | 61.31% | 25.59% | 21.58% |
| 加：营业外收入 | 105 | 280 | 350 | 400 | 500 |
| 减：营业外支出 | 68 | 130 | 200 | 300 | 350 |
| 三、利润总额 | 3,500 | 4,596 | 7,322 | 9,107 | 11,100 |
| 减：所得税 | 665 | 586 | 1,355 | 1,867 | 2,276 |
| 四、净利润 | 2,835 | 4,010 | 5,967 | 7,240 | 8,825 |
| YOY(%) | 91.48% | 41.45% | 48.81% | 21.33% | 21.89% |
| 归属于母公司的净利润 | 2,551 | 3,274 | 5,036 | 6,223 | 7,710 |
| 少数股东损益 | 284 | 736 | 931 | 1,017 | 1,115 |
| 净利率(%) | 10.12% | 11.87% | 11.23% | 10.68% | 11.31% |
| 总股本(万股) | 8,280 | 8,280 | 8,280 | 8,280 | 8,280 |
| 五、每股收益(元) | 0.31 | 0.40 | 0.61 | 0.75 | 0.93 |

资料来源：天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

| | 投资建议 | 预期个股相对天相流通指数涨幅 |
|---|------|----------------|
| 1 | 买入 | >15% |
| 2 | 增持 | 5---15% |
| 3 | 中性 | (-)5%---(+)5% |
| 4 | 减持 | (-)5%---(-)15% |
| 5 | 卖出 | <(-)15% |

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

| | | | |
|-------|---|------------------|-----------|
| 北京富凯 | 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 | 传真：010-66573918 | 邮编：100032 |
| 北京新盛 | 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 | 传真：010-66045500 | 邮编：100034 |
| 北京德胜园 | 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 | 传真：010-66045700 | 邮编：100088 |
| 上海天相 | 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 | 传真：021-58824283 | 邮编：200120 |
| 深圳天相 | 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 | 传真：0755-82722762 | 邮编：518041 |
| 山东天相 | 地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 | 传真：0531-82602622 | 邮编：250014 |