



上市公司新股研究报告

机械工业—电力设备

建议询价区间：7.59-10.12 元

鑫龙电器（002298）

2009 年 9 月 15 日

电力设备行业首席分析师：詹文辉
zhanwh@htsec.com
021-23219412

电力设备行业助理分析师：张浩
zhangh@htsec.com
021-23219383

现有产能遭遇瓶颈，新增募投助推成长

9 月 10 日，安徽鑫龙电器股份有限公司（“鑫龙电器”，002298）发布 A 股 IPO 招股意向书。公司计划发行不超过 2800 万股普通股（A 股），计划募集资金 1.65 亿用于募投项目建设。本次发行将采用网下向询价对象配售与网上资金申购发行相结合的方式，其中网下发行股数不超过 560 万股。公司初步询价于 2009 年 9 月 15 日截止。

盈利预测、估值与询价建议：

公司经过 2007 年的爆发性增长后，受限产能瓶颈以及 2011 年之前新募投项目难有显著盈利贡献，未来两年公司收入增长将较为平稳。我们预测 2009-2011 年公司全面摊薄每股收益分别为 0.30、0.32 和 0.38 元。

公司主要从事高低压成套开关设备的生产和销售，公司的可比上市公司为平高电气、思源电气、东源电器和长征电气。目前这四家上市公司 2009 和 2010 年的平均市盈率为 33.73 倍、23.72 倍，按此估值水平，我们认为鑫龙电器的合理估值区间为 7.59 元—10.12 元。

表 1 可比上市公司估值对比

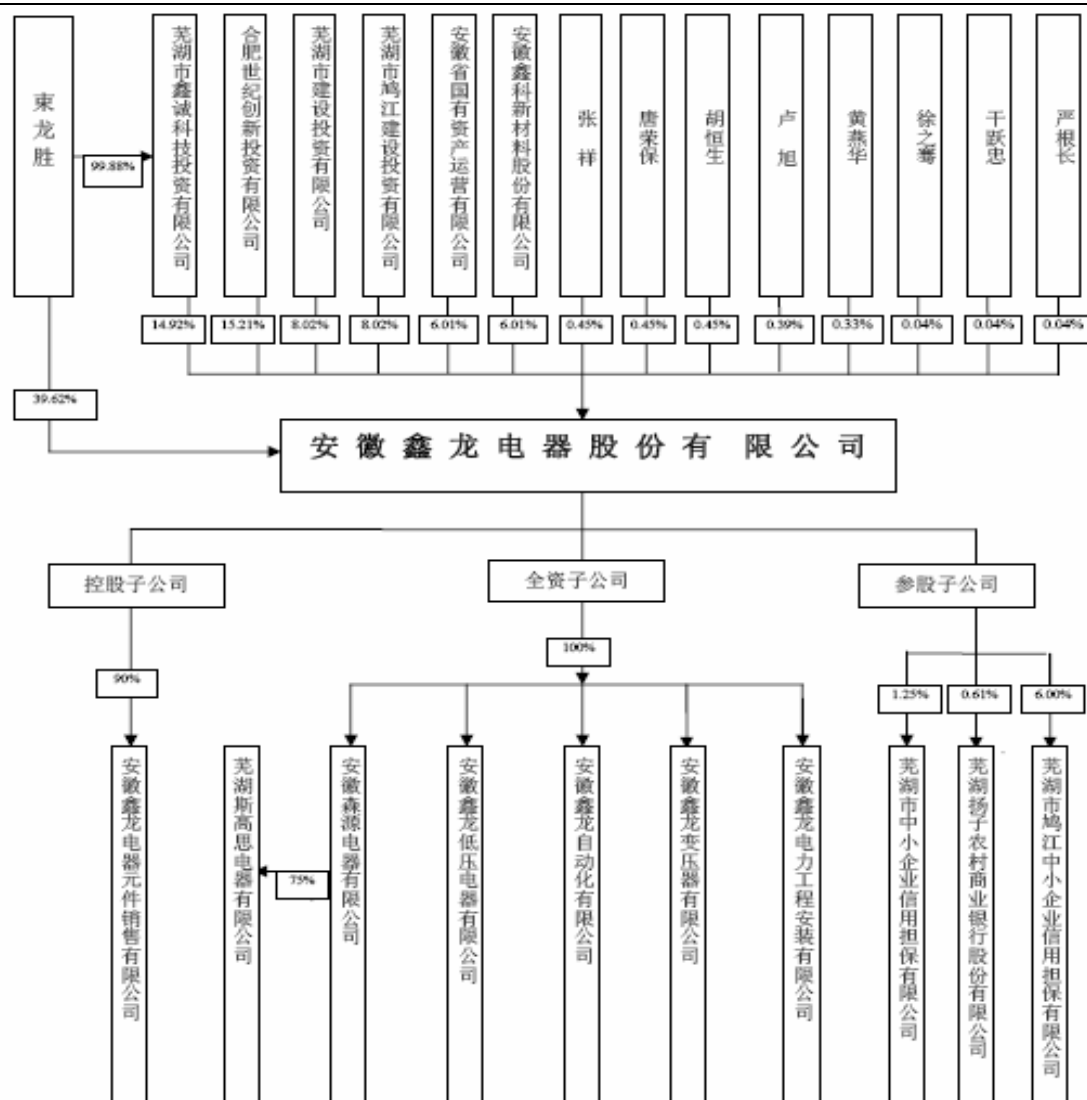
	Last price 9 月 11 日	总市值（亿元） 9 月 11 日	EPS			BVPS		PE		PB	
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E
600312.SH 平高电气	17.75	108.89	0.338	0.453	0.646	2.414	52.51	39.17	27.49	7.35	4.50
002028.SZ 思源电气	22.00	96.73	0.788	0.959	1.139	4.889	27.93	22.94	19.31	4.47	8.70
002074.SZ 东源电器	11.42	16.07	0.280	0.412	0.510	2.556	40.77	27.74	22.41	6.26	
600112.SH 长征电气	11.88	38.36	0.183	0.264	0.463	1.365	65.10	45.09	25.65		
行业平均							46.58	33.73	23.72		

资料来源：wind，海通证券研究所

1. 鑫龙电器股权结构及业务概况

鑫龙电器创建于 1998 年，主要从事高低压成套开关设备、元器件和自动化产品的生产和销售。公司主导产品高低压成套开关设备在输配电和轨道交通领域获得广泛应用，参与了中央电视台（CCTV）新台址、北京地铁（1、2、4、5 号线）、北京 2008 奥运场馆、北京奥林匹克公园、合肥至南京铁路、石家庄至太原客运铁路专线、武汉至广州客运铁路专线、广州至珠海客运铁路专线、郑州至西安客运铁路专线等一批国家大型工程建设。12KV 高压交流金属封闭开关设备、12KV 接地开关、12KV 箱式变电站、40.5KV 金属封闭开关设备、12KV 环网柜、12KV 真空断路器的产量分别位居全国第 4 位、第 6 位、第 7 位、第 8 位、第 9 位、第 14 位。公司股本为 8200 万股，本次拟公开发行不超过 2800 万股，占发行后股本总额 11000 万股的 25.45%。公司目前股权结构如下图所示，自然人束龙胜为实际控制人。

图 1 鑫龙电器股东持股结构及控股参股公司



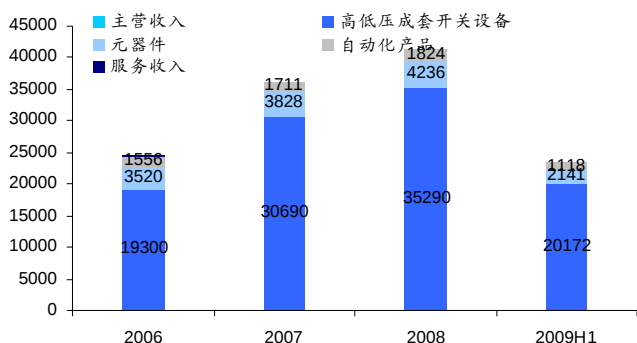
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

2. 高低压成套开关设备是公司主导产品

公司 2006-2008 年的营业收入分别为 2.56 亿、3.69 亿、4.19 亿，复合增长率为 27.99%，其中 2007 年收入同比增长 44.42%，2008 年同比增长 13.43%；净利润分别为 1354 万元、2415 万元、2781 万元，复合增长率为 43.31%，其中 2007 年净利润同比增长 78.37%，2008 年同比增长 15.18%。

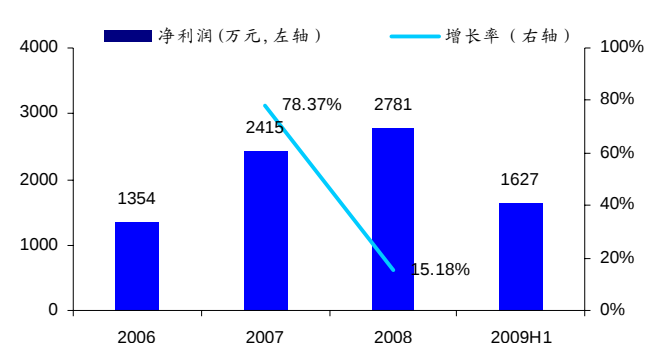
公司收入增长主要来自高低压成套开关设备贡献。公司高低压成套开关设备收入占比逐年增长，从 2006 年的 78.67% 上升到 2009H1 的 86.08%。目前，公司高低压成套开关设备增长呈现出产能增长出现瓶颈、高压成套开关设备占比提高的特点。公司高低压成套开关设备目前产能为 38000 台，08 年产能利用率达到 91%，2009 年上半年产能利用率已经达到 105%，产能瓶颈困境已经显现。公司高低压成套开关设备中高压产品占比从 2007 年的 25% 上升到 2009 年上半年的 50%，高压产品因为均价及毛利较高一定程度上缓解了产能不足的压力。公司募投项目的开展有利于增强公司成套设备制造能力，将为收入带来新的增长点。

图 2 2006-2009H1 公司主营收入构成（万元）



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

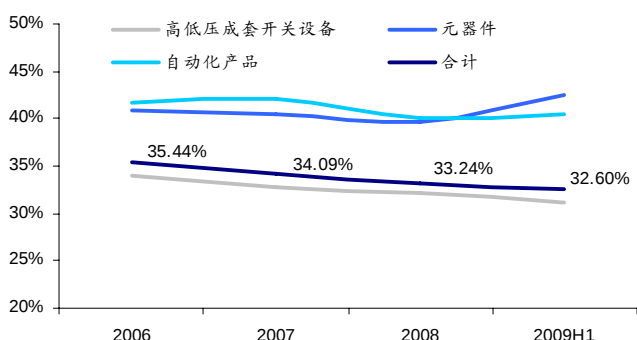
图 3 2006-2009H1 公司净利润增长



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

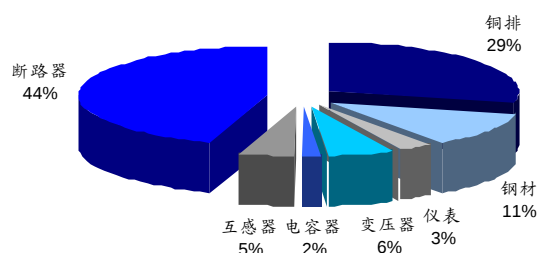
公司 2006-2009H1 年的综合毛利率水平分别为 35.44%、34.09%、33.24%和 32.60。公司产品均为非标定制产品，每个销售合同单独报价，公司产品定价采取成本加毛利的方式。根据公司目前的销售政策，投标报价时，每个销售合同毛利率根据具体情况控制在 25%~40%之间。公司原材料价格水平和产品结构一定程度上影响公司毛利水平。原材料成本以断路器、铜排和钢材为主，占比为 84%，而高端产品毛利较高。随着募投项目中断路器等项目的开展，将增强公司的配套能力，未来毛利水平有望获得回升。

图 4 2006-2008 公司主营分项毛利率水平



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

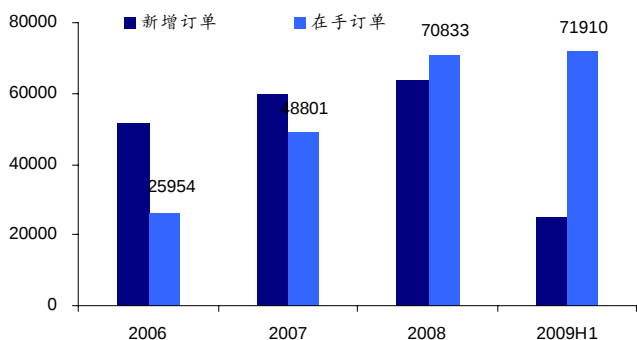
图 5 原材料成本构成



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

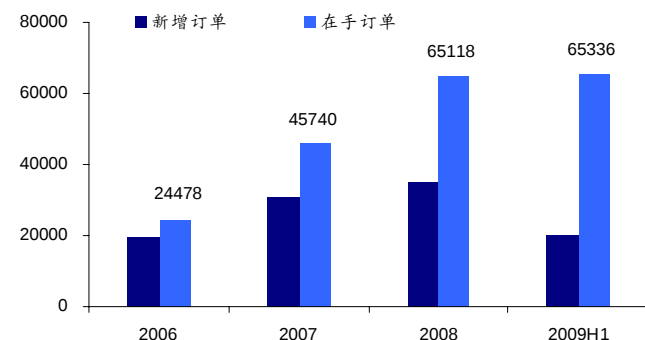
以 2006 年为起点，公司在手订单 2009 年中期达到 7.2 亿元，其中高低压成套开关设备在手订单超过 6.5 亿元，能够保证公司未来两年业绩增长。

图 6 公司主营订单统计



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 7 公司高低压成套开关设备订单统计



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

3. 公司受益于电网和轨道交通建设

按照电网投资规划，我们判断未来几年电网投资的增长情况如下表所示，未来两三年电网投资仍处于较快发展阶段，年均投资总量在 4000 亿元左右。这些投资经过规划立项等前期工作之后，预计将在 2009 年下半年之后逐步转化为实际的市场订单，公司作为成套开关设备制造商将受益于电网投资的拉动。

表 2 电网投资情况（亿元）

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
国家电网	926	1893	2130	2400	2700	3050	3500
增长率	12%	104%	13%	13%	13%	13%	15%
南方电网	311	373	537	647	900	1000	1150
增长率	11%	20%	44%	20%	39%	11%	15%
两网合计	1237	2266	2667	3047	3600	4050	4650
增长率	12%	83%	18%	14%	18%	13%	15%

资料来源：海通证券研究所

轨道交通建设以及电气化率的提高将带动输配电设备的需求。根据国务院最新调整后的《中长期铁路网规划》目标，到 2020 年我国铁路营业里程将由原来规划的 10 万公里提高到 12 万公里，总投资规模由原来的 2 万亿元增加至 5 万亿元。全国铁路复线率和电气化率分别提高至 50% 和 60% 以上。电气化铁路、客运铁路专线改造、城市轨道交通的迅速发展必将带来输配电设备行业市场的大发展。

4. 募项目将成为公司新的盈利增长点

表 3 公司募集资金投资项目（万元）

项目名称	总投资（万元）	固定资产投资（万元）	现有产能	达产后新增产能	达产后新增销售收入（万元）	达产后新增税前利润（万元）
智能化电力供配电微机综合保护装置生产线项目	4500	3500	微机综合保护装置 1200 台	微机综合保护装置 8000 台；变电站自动化系统 50 套	8500	1600
智能化永磁真空断路器生产线技术改造项目	5000	3390	VSm 系列智能化真空断路器小批量生产；VS1 系列智能化真空断路器 1500 台	VSm 系列智能化真空断路器 1000 台；VS1 系列智能化真空断路器 3000 台	10500	1733
智能化箱式变电站生产线技术改造项目	7000	3100	轨道交通智能化箱式变电站小批量生产；普通智能化箱式变电站 200 台	轨道交通智能化箱式变电站 200 台；普通智能化箱式变电站 800 台	18000	2267
合计	16500	9990			37000	5600

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

本次募集资金主要用于智能化电力供配电微机综合保护装置生产线项目、智能化永磁真空断路器生产线技术改造项目、智能化箱式变电站生产线技术改造项目，总投资 1.65 亿元，其中固定资产投资 9.99 亿元。项目建设周期为 1.5 年，投产后第五年完全达到生产能力，因而短期不会有显著盈利贡献。项目建成后，将增强公司的成套设备制造能力。

5. 盈利预测、估值与询价建议

公司经过 2007 年的爆发性增长后，未来受限产能瓶颈以及 2011 年之前新募项目难有显著盈利贡献，未来两年公司收入增长将较为平稳。我们预测 2009-2011 年公司全面摊薄每股收益分别为 0.30、0.32 和 0.38 元。

公司主要从事高低压成套开关设备的生产和销售，公司的可比上市公司为平高电气、思源电气、东源电器和长征电气。目前这四家上市公司 2009 和 2010 年的平均市盈率为 33.73 倍、23.72 倍，按此估值水平，我们认为鑫龙电器的合理估值区间为 7.59 元—10.12 元。

表 4 鑫龙电器主营业务盈利预测假设（万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入						
高低压成套开关设备	19300.05	30689.82	35290.45	39216.00	40903.20	45600.00
元器件	3520.05	3828.42	4236.38	4370.00	4462.00	5060.00
自动化产品	1556.16	1710.73	1823.97	1920.00	2080.00	2400.00
服务收入	156.91	67.27	9.70	0.00	0.00	0.00
合计	24533.17	36296.24	41360.50	45506.00	47445.20	53060.00
yoy						
高低压成套开关设备		59.01%	14.99%	11.12%	4.30%	11.48%
元器件		8.76%	10.66%	3.15%	2.11%	13.40%
自动化产品		9.93%	6.62%	5.26%	8.33%	15.38%
服务收入		-57.13%	-85.58%	0.00%	0.00%	0.00%
合计		47.95%	13.95%	10.02%	4.26%	11.83%
主营成本						
高低压成套开关设备	12722.48	20607.35	23964.60	27059.04	28223.21	31236.00
元器件	2081.65	2282.09	2553.45	2622.00	2677.20	3036.00
自动化产品	905.93	990.66	1091.83	1152.00	1248.00	1440.00
服务收入	127.96	42.50	3.04	0.00	0.00	0.00
合计	15838.02	23922.60	27612.92	30833.04	32148.41	35712.00
主营利润率						
高低压成套开关设备	34.08%	32.85%	32.09%	31.00%	31.00%	31.50%
元器件	40.86%	40.39%	39.73%	40.00%	40.00%	40.00%
自动化产品	41.78%	42.09%	40.14%	40.00%	40.00%	40.00%
服务收入	18.45%	36.82%	68.66%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	35.44%	34.09%	33.24%	32.24%	32.24%	32.44%
其他收入	1034.71	628.66	524.97	700.00	700.00	700.00
其他成本	874.24	401.20	167.51	400.00	400.00	400.00
营业收入	25567.88	36924.90	41885.47	46206.00	48145.20	53760.00
yoy		44.42%	13.43%	10.32%	4.20%	11.66%
营业成本	16712.26	24323.80	27780.43	31233.04	32548.41	36112.00
营业利润率	34.64%	34.13%	33.68%	32.40%	32.40%	32.83%

资料来源：海通证券研究所

表 5 鑫龙电器损益表预测（万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	25568	36925	41885	46206	48145	53760
增长率		44.42%	13.43%	10.32%	4.20%	11.66%
营业成本	16712	24324	27780	31233	32548	36112
毛利率	34.64%	34.13%	33.68%	32.40%	32.40%	32.83%
营业税金及附加	92	137	182	201	209	233
销售费用	3167	4593	5060	5545	5777	6451
销售费用率	12.39%	12.44%	12.08%	12.00%	12.00%	12.00%
管理费用	2484	3045	3786	4159	4333	4838
管理费用率	9.71%	8.25%	9.04%	9.00%	9.00%	9.00%
财务费用	1021	1403	1856	1162	1157	1195
资产减值损失	93	27	0	0	0	0
期间费用	6764	9068	10703	10865	11267	12484
期间费用率	26.46%	24.56%	25.55%	23.52%	23.40%	23.22%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	-5	16	8	8	8	8
营业利润	1994	3412	3228	3915	4128	4938
EBIT	3020	4799	5077	5069	5277	6125
增长率		58.91%	5.78%	-0.15%	4.11%	16.06%
EBIT margin	11.81%	13.00%	12.12%	10.97%	10.96%	11.39%
营业外收入	52	97	82	82	82	82
营业外支出	19	14	41	41	41	41
利润总额	2027	3495	3269	3956	4170	4979
增长率		72.46%	-6.45%	21.00%	5.40%	19.42%
所得税	673	1080	488	592	624	746
所得税率	33.20%	30.91%	14.94%	14.97%	14.97%	14.98%
净利润	1354	2415	2781	3364	3545	4234
少数股东损益	5	19	3	20	21	25
归属于母公司所有者净利润	1349	2395	2778	3344	3524	4209
总股本（万股）	8200	8200	8200	11000	11000	11000
基本 EPS（元）	0.16	0.29	0.34	0.41	0.43	0.51
摊薄 EPS（元）	0.12	0.22	0.25	0.30	0.32	0.38

资料来源：海通证券研究所

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	35.63	29.61	28.09	23.52
P/B	5.68	3.75	3.41	3.06
P/S	2.36	2.14	2.06	1.84
EV/EBITDA	14.83	18.26	17.08	14.68

偿债能力指标	2008	2009E	2010E	2011E
负债权益比率	2.50	1.74	1.62	1.54
借款/股东权益	1.20	0.79	0.72	0.65
已获利息倍数	2.73	4.36	4.56	5.13
流动比率	1.29	1.47	1.39	1.34
速动比率	0.60	0.72	0.63	0.56
现金比率	0.20	0.31	0.21	0.12

盈利能力指标（%）	2008	2009E	2010E	2011E
毛利率	33.68	32.40	32.40	32.83
息税摊销折旧利润率	14.00	12.69	13.51	14.52
净利润率	6.63	7.24	7.32	7.83
净资产收益率	15.75	12.57	12.02	12.88
资产回报率	4.50	4.58	4.59	5.07
投资回报率	7.13	6.97	6.95	7.79

经营效率指标	2008	2009E	2010E	2011E
应收帐款周转率	4.06	4.19	4.08	4.22
存货周转率	1.10	1.06	1.02	1.05
总资产周转率	0.71	0.69	0.64	0.67
固定资产周转率	7.43	7.68	5.15	4.33

盈利增长（%）	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入增长率	13.43	10.32	4.20	11.66
营业利润增长率	-5.40	21.27	5.45	19.62
EBIT 增长率	5.18	-0.14	4.11	16.06
EBITDA 增长率	4.70	-0.01	10.97	20.00
净利润增长率	15.99	20.35	5.40	19.42

利润表（万元）	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	41885	46206	48145	53760
营业成本	27780	31233	32548	36112
营业利润	3228	3915	4128	4938
营业费用	5060	5545	5777	6451
管理费用	3786	4159	4333	4838
利润总额	3269	3956	4170	4979
EBIT	5076	5069	5277	6125
折旧摊销	787	793	1228	1681
EBITDA	5863	5862	6505	7806
投资收益	8	8	8	8
营业外收支净额	41	41	41	41
所得税	488	592	624	746
少数股东损益	3	20	21	25
归属于母公司的净利润	2778	3344	3524	4209
基本每股收益（元）	0.25	0.30	0.32	0.38

资产负债表（万元）	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	7943	13072	9015	5489
应收款项	12139	13332	13891	15511
存货	27517	31233	32548	36112
流动资产	51201	61614	59599	61722
固定资产	5609	6496	12281	16454
总资产	61714	73013	76785	83079
应付帐款	6663	7808	8137	9028
流动负债	39572	41907	42969	45911
长期借款	4500	4500	4500	4500
长期负债	4500	4500	4500	4500
总负债	44072	46407	47469	50411
少数股东权益	201	220	241	266
股东权益	17643	26607	29316	32669
付息负债	21120	21120	21120	21120
每股净资产（元）	1.59	2.40	2.64	2.95

现金流量表（万元）	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	2778	3344	3524	4209
折旧摊销	787	793	1228	1681
营运资金变动	3836	3165	1077	2987
经营活动现金流	2818	2363	4942	4395
固定资产投资	279	1680	7013	5853
无形资产投资	-92	0	0	0
资本支出	103	1680	7013	5853
投资活动现金流	-2053	-1672	-7005	-5846
公司自由现金流	1165	258	-2377	-1953
股权自由现金流	838	-730	-3360	-2969
债务变化	2751	0	0	0
股票发行	0	2800	0	0
融资活动现金流	-1647	4438	-1993	-2076
现金净流量	0	13072	9015	5489
每股经营现金流（元）	0.26	0.21	0.45	0.40

注：鑫龙电器股价假设为 9 元

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

詹文辉：电力设备行业首席分析师

张 浩：电力设备行业助理分析师

重点研究上市公司：天威保变、特变电工、金风科技、东方电气、上海电气、平高电气、许继电气、泰豪科技、长城电工、华光股份、银星能源、国电南瑞。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。