

逐步成长的民营电力设备供应商


东方证券
ORIENT SECURITIES

邹慧

 电力设备行业资深分析师
8621-63325888-6101
zhui@orientsec.com.cn

曾朵红

 电力设备行业助理分析师
8621-63325888-6089
zengduohong@orientsec.com.cn

- 公司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。2009 年上半年，高压成套设备、低压成套设备、元器件和自动化产品的毛利率分别为 30%、25%、40%和 40%，综合净利润水平约为 7%，公司盈利能力良好。
- 公司控股股东、实际控制人为束龙胜先生，发行前持有公司 54.53%股权，发行后仍持有 40.65%股权。芜湖市建设投资公司、芜湖市鸠江建设投资公司、安徽国有资产运营公司属于国资背景，共持有 22.05%股权，公司股权结构多元化。
- 公司所处输配电行业环境趋好，电力投资持续增长，行业长期景气；铁路、轨交投资增加催生输配电设备行业新亮点，输配电设备迎来千载难逢的发展机遇。细分子行业上，开关行业快速增长，高压开关市场份额不断增长。公司过去三年营业收入及净利润复合增长率分别超过 25%和 40%。
- 尽管输配电行业集中度低，竞争非常激烈，但公司已经形成了独特的竞争优势。定位于高端市场，国家大型项目工程创造销售收入超过 80%；自主研发水平很高，拥有 37 项专利技术和多名杰出研发人才；在铁路和轨交招标中具有先发优势；产品结构趋于优化，高端产品占比稳步上升，持续提升公司盈利水平。
- 我们假设公司成功发行 2,800 万股，以发行后 11,000 万股本计算，2009 年、2010 年和 2011 年折合每股收益分别为 0.31 元、0.41 元和 0.57 元。考虑公司同行业估值水平以及公司所处行业地位，我们认为公司合理市盈率水平应为 2009 年 25 倍-30 倍 PE，我们认为公司合理股价为 7.75-9.3 元。

目标价格（6 个月）	10 元
总股本/A 股（万股）	11000/2800
国家/地区	中国
行业	电力设备
报告日期	2009 年 9 月 15 日

财务预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	418.9	476.1	564	787.1
利润总额	32.7	40.3	53.2	73.8
净利润	27.8	34.3	45.2	62.7
EBITDA	51.3	50.8	54.6	78.8
EPS（元）	0.34	0.31	0.41	0.57
每股经营现金	0.26	0.27	0.07	-0.22
每股净资产	1.60	3.62	3.70	3.94
净资产收益率	15.90%	8.60%	11.20%	14.50%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

公司概况

股权结构

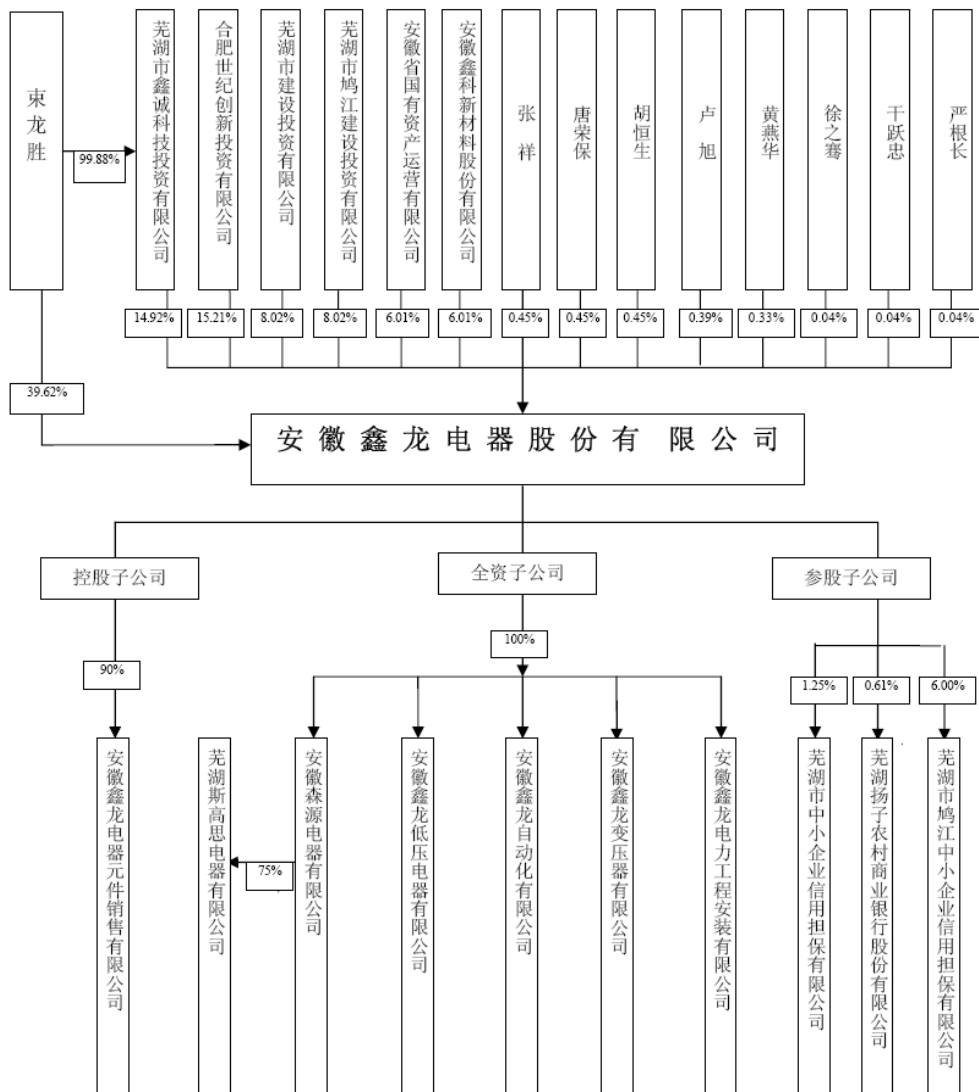
安徽鑫龙电器股份有限公司成立于 1998 年 5 月，发行前公司注册资本为 8200 万元，公司拟发行股数不超过 2800 万股，发行后，总股本不超过 1.1 亿股。公司控股股东、实际控制人为束龙胜先生，发行前持有公司 54.53% 股权，发行后仍持有 40.65% 股权。芜湖市建设投资公司、芜湖市鸠江建设投资公司、安徽国有资产运营公司属于国资背景，共持有 22.05% 股权，公司股权结构多元化。

表 1 公司发行前后股权比例

股东	发行前		发行后		限售期
	股份（万股）	比例（%）	股份（万股）	比例（%）	
束龙胜	3,249	39.62	3,249	29.54	36 个月
合肥创投	1,247	15.21	1,247	11.34	36 个月
鑫诚科技	1,224	14.93	1,224	11.13	36 个月
芜湖建投	555	6.77	555	5.05	12 个月
鸠江建投	555	6.77	555	5.05	12 个月
鑫科材料	493	6.01	493	4.48	12 个月
安徽国资运营	417	5.08	417	3.79	12 个月
社保基金会	280	3.41	280	2.55	12 个月
唐荣保	37	0.45	37	0.33	12 个月
张祥	37	0.45	37	0.33	12 个月
胡恒生	37	0.45	37	0.33	12 个月
卢旭	32	0.39	32	0.29	12 个月
黄燕华	27	0.33	27	0.25	12 个月
徐之骞	3	0.04	3	0.03	12 个月
干跃忠	3	0.04	3	0.03	12 个月
严根长	3	0.04	3	0.03	12 个月
公众投资者	-	-	2800	25.45	-
合计	8,200	100	11,000	100	-

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

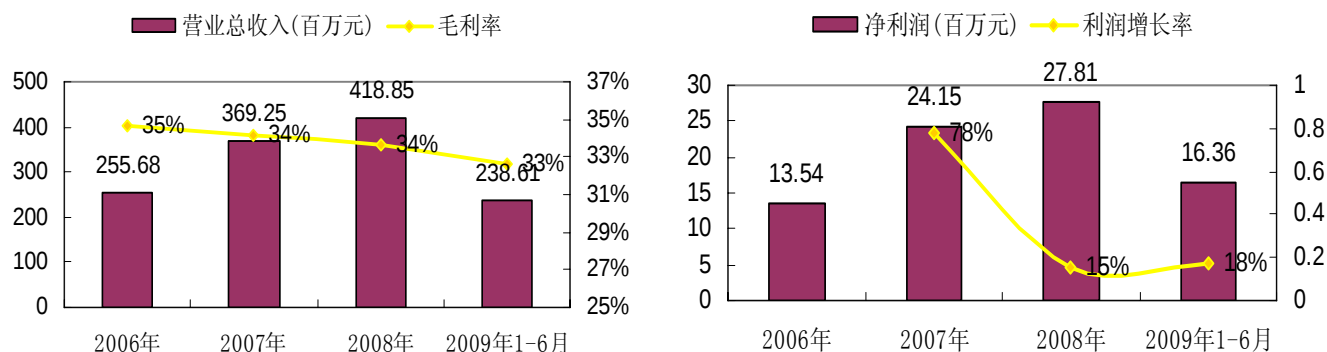
图 1 公司股权关系及控、参股子公司



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

主营高低压开关

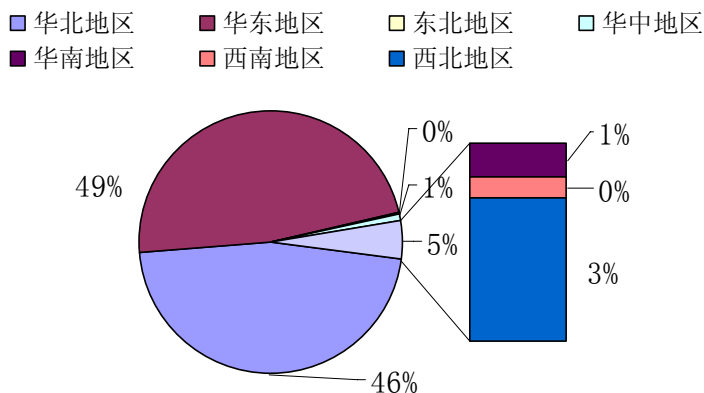
公司主要从事高低压成套开关设备、元器件和自动化产品的生产和销售，其中高低压成套设备占营业收入的 80% 以上。近三年主营业务收入保持较快增长，产品综合毛利率超过 30%，分产品来看，高压成套开关设备毛利率约为 30%，低压成套开关设备毛利率约为 25%，元器件和自动化产品的毛利率约为 40%，由于原材料价格波动，可能产生小幅波动。公司的净利率水平保持持 6%-8% 之间，2008 年末共实现 2781 万净利润，盈利水平较高。

图 2 主营业务收入及净利润


资料来源：招股说明书、东方证券研究所

产品销售集中在华东、华北两个市场

公司重视营销，采取以销售办事处为主、分公司为辅的营销模式，在国内建立了 15 个销售办事处和分公司，覆盖了 17 个省、市、自治区，但是，华东和华北仍为主要销售目的地，华北和华东两大市场的销售额分别占比 46% 和 49%。

图 3 2009 年上半年销售收入构成


资料来源：招股说明书、东方证券研究所

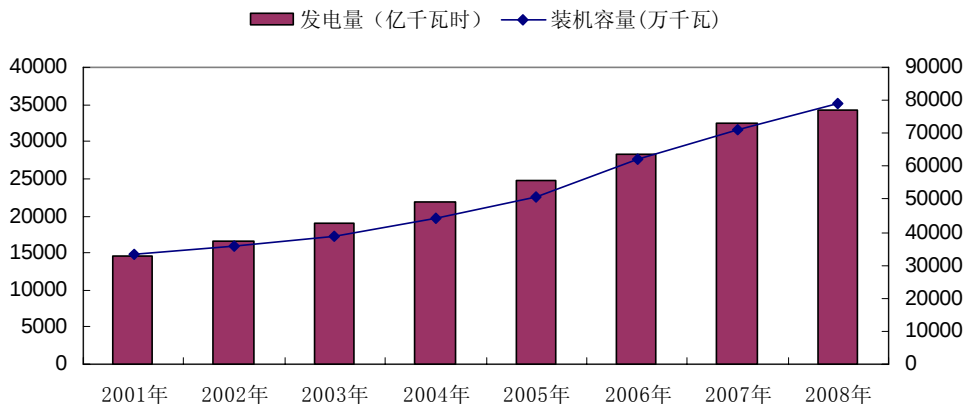
行业分析

电力投资持续增长，输配电设备长期景气

伴随着中国经济快速发展，电力工业一直处于快速平稳发展之中，电力工业的发展为输配电及控制设备行业带来良好的发展机遇。2008 年年底，我国发电装机容量达到 7.9 亿 KW，同比增长 10.34%。2009 年 7 月底，发电装机容量突破 8 亿 KW，“十一五”末，发电装机容量将超过 8.4 亿千瓦，

预计 2020 年，我国发电装机容量将达到 11.86 亿千瓦。发电装机容量不断增加，必将催生高额的输配电设备需求。

图 4 中国发电量及装机总容量变化趋势

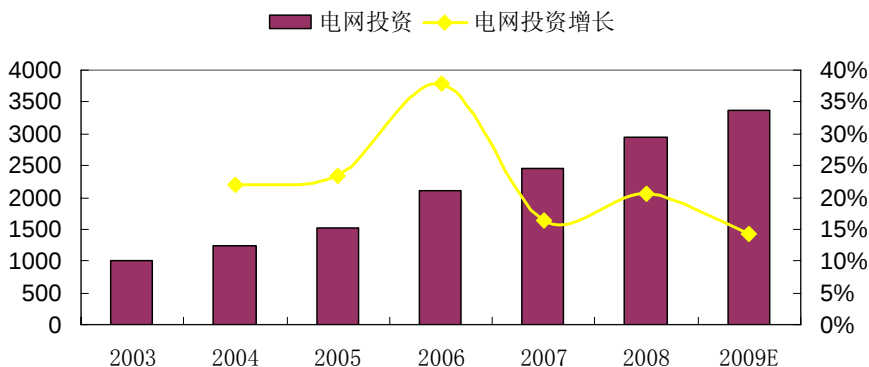


资料来源：招股说明书、东方证券研究所

根据国家电网建设“十一五”规划，国家电网公司和南方电网公司在“十一五”期间的总投资额为 12,500 亿元左右，电网投资年均增速为 20%；国家电网公司和南方电网公司在“十一五”期间对 31 个主要城市的电网建设和改造投资总额分别约为 4,600 亿元、1,500 亿元，年均投资额约为 1,200 亿元。2008 年国家电网和南方电网共投资 2956 亿。

电网投资未来有两大看点，一个是特高压和智能电网投资，另一个则是“城网、农网改造”，这两大领域都需要大量的输配电设备，因此，预期未来电网投资仍将保持高位，输变电设备行业景气可期。

图 5 中国电网投资预测



资料来源：东方证券研究所

开关行业快速增长，高压开关份额增大

开关在电力系统发电、输电、配电、电能传输、转换和消耗中起通断、控制或保护等作用，电力系统每一个环节都有用武之地。此外，铁路、公路、机场、钢铁等重点工程项目也需要大量的成套开关设备。

表 2 输变电设备行业市场格局

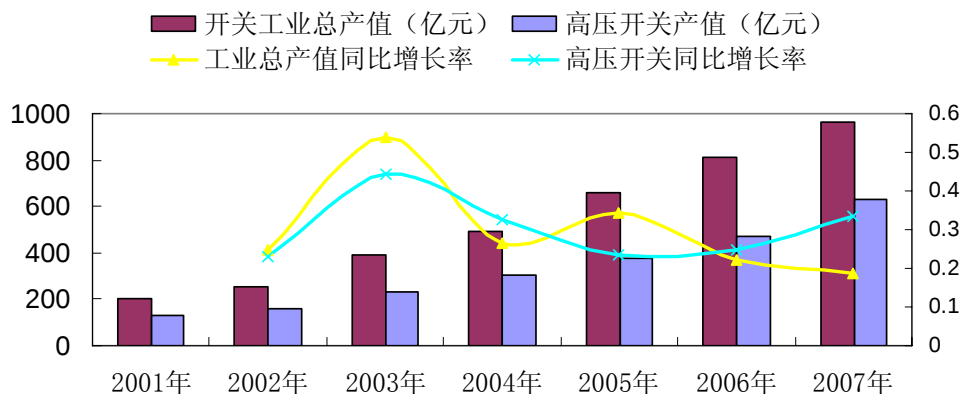
市场分类	产品特征			市场参与者
	电压等级	技术含量	单一合同规模	
高端市场 (全国性市场)	≥126KV	不限	不限	国有大型企业
	3.6~72.5kV	高	不限	外资企业, 国内具有较强自主创新能力、产品技术达到国际领先水平、装备先进、规模大的企业
	3.6~72.5kV	中	大	
	0.4kV	高	大	
中端市场 (区域性市场)	3.6~72.5kV	中	中、小	
	3.6~72.5kV	低	大	技术引进、装备先进、具有一定规模的企业
	0.4kV	高	中、小	
	0.4kV	中	大	
低端市场	3.6~72.5kV	低	中、小	
	0.4kV	中	中、小	规模小的企业
	0.4kV	低	不限	

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

我国输配电及控制设备行业形成了国有（国有控股）企业、民营企业和外资（合资）企业并存的市场竞争格局，其中：国有企业面临着资产重组和改制，占总体的比例在逐年缩小；民营企业队伍不断扩大；外资企业进入中国市场，实力强大。除≥126KV 电压等级的市场主要由几家国有（国有控股）企业占有外，其他市场的行业集中度较低，市场竞争比较激烈。从高端到低端市场，企业数量大幅增加，竞争激烈程度顺次增加，技术含量则依次递减。

过去几年，全球输配电行业平均增长速度为 4-5%，但是中国输配电行业一直保持稳步增长，2001 年到 2007 年间，开关工业总产值年复合增长率高达 30%，2007 年开关工业产值达到 961 亿元。结构上，近三年，高压开关的市场份额分别为 57%、58%、65%，高压开关份额显著增大，2007 年高压开关产值达到 628 亿元，过去三年同比增长率分别为 24%、25%、33%。随着特高压线路相继开工建设，高压开关市场份额进一步提升。

图 6 开关行业产值

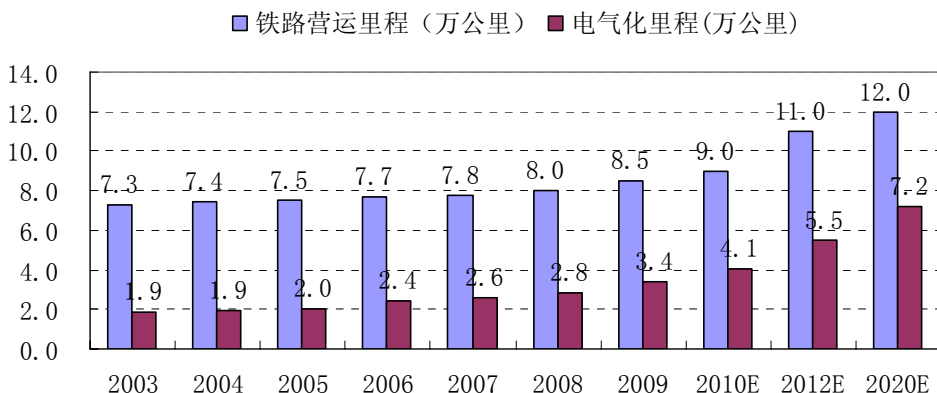


资料来源：东方证券研究所

铁路、轨交投资催生输配电设备行业新亮点

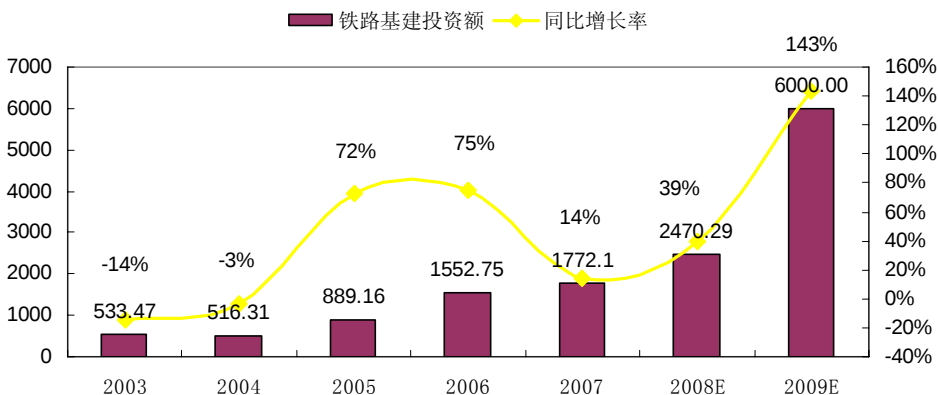
交通投资建设一直是国家投资建设的重点，铁路更是重中之重。“十一五”规划在延伸铁路网络规模的同时，也侧重于实现铁路网整体技术的现代化升级和改造，重点建设电气化铁路、双轨铁路与高速铁路。根据铁路“十一五”规划，我国将新建铁路 1.7 万公里，且将 1.5 万公里现有铁路线升级为电气化铁路，到 2010 年底，国内铁路网络的总里程延长到 9 万公里以上。

图 7 铁路里程及电气化里程



资料来源：东方证券研究所

图 8 铁路行业投资



资料来源：东方证券研究所

2008 年下半年，为应对国际金融危机拉动内需，中国政府于 10 月 31 日正式颁布实施了调整后的《中长期铁路网规划》。按照调整后的规划，2009 年和 2010 年，国家每年批准新建铁路里程 1 万公里左右、投资规模 1 万亿元。从 2008 年底到 2020 年期间，中国将新建约 4 万公里铁路，铁路建设投资总规模将突破 5 万亿元，电化率由 50% 调整为 60%。预计到 2012 年电气化里程达到 5.5 公里，2020 年电气化里程将达到 7.2 公里。电气化改造将极大拉动输变电设备需求，根据经验，

电气化铁路投资中约 5-10%投资用于输变电设备，高铁建设和电气化改造将成为以开关、控制设备为代表的输变电行业新的增长点。

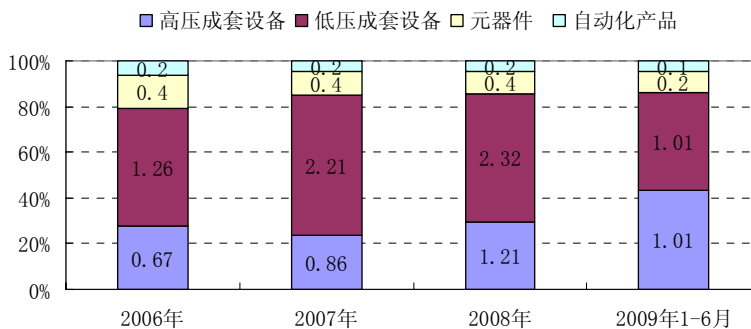
此外，中国公共交通总体水平还较低，全国城市轨道交通总量仅相当于伦敦一个城市的规模，中国经济高速发展催生轨道交通建设热潮。据不完全统计，北京、上海等 15 个城市共有约 50 条、1154 公里轨道交通线路在建。截至目前，有约 27 个城市正在筹建城市轨道交通，其中 22 个城市轨道交通建设规划已获国务院批复。到 2015 年前后，北京、上海、广州等 22 个城市将建设 79 条城市轨道交通线路，总长 2259.84 公里，总投资 8820.03 亿元。未来五年，轨道交通投资每年投资额度超过 1000 亿，作为轨道交通的重要配套设施，输配电设备市场将迎来更加广阔的发展空间。

公司竞争优势分析

产品结构逐步优化

公司的产品可以分为四大类：高压成套设备、低压成套设备、元器件和自动化产品，毛利率分别保持在 30%、25%、40%和 40%的水平。公司营业收入结构显示，低压成套设备的营业收入占比逐步下降，2009 年上半年，低压成套设备占比下降到 43%，公司产品结构优化，毛利率水平有望提升。新募集项目也属于高压成套设备、元器件和自动化产品，新募投资项目投产后，产品结构将进一步优化，未来企业盈利能力有望持续提高。

图 9 营业收入结构分析



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

在高压成套设备市场，公司产品居然行业前列，市场份额较高。根据《高压开关行业年鉴（2007）》，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。

表 3 公司主导产品市场占有率

产品名称	主要企业	市场占有率 (%)
12KV 高压交流金属封闭开关设备	厦门 ABB 开关有限公司	4.82
	华仪电器集团有限公司	4.75

	鑫龙电器	4.36
12KV 箱式变电站	沈阳昊诚电气有限公司	12.23
	山东锦华电力设备有限公司	9.79
	宁波天安（集团）股份有限公司	6.11
	泰开电气集团有限公司	6.01
	鑫龙电器	3.66
12KV 接地开关	浙江恒博电气制造有限公司	20.85
	温州新机电器有限公司	13.45
	上海宝临超亚电器有限公司	13.28
	华仪电器集团有限公司	8.71
	鑫龙电器	3.9
40.5KV 金属封闭开关设备	河南森源电气股份有限公司	17.84
	江苏东源电器集团股份有限公司	7.46
	浙江高压开关厂有限公司	5.42
	厦门 ABB 开关有限公司	5.4
	鑫龙电器	3.15
12KV 环网柜	宁波天安（集团）股份有限公司	11.24
	亚洲电力设备（深圳）有限公司	7.34
	北京双杰配电自动化设备有限公司	6.51
	大亚电器集团有限公司	6.01
	北京科锐配电自动化股份有限公司	5.18
12KV 真空断路器	鑫龙电器	3.01
	厦门 ABB 开关有限公司	9.66
	华仪电器集团有限公司	8.33
	日升电器有限公司	5.57
	鑫龙电器	2.24

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

自主研发能力强

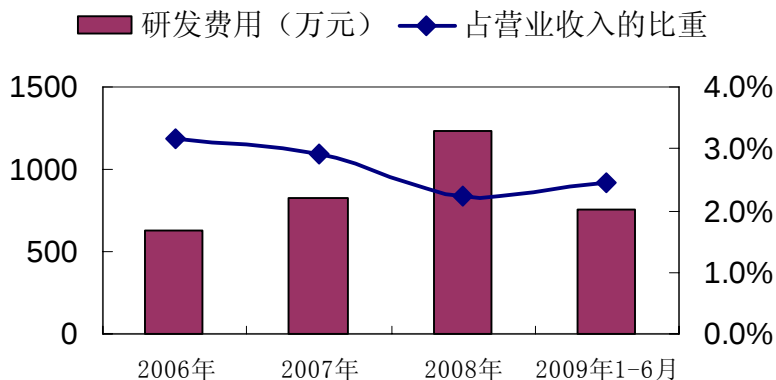
公司为国家火炬计划重点高新技术企业，四项产品列入国家级发展计划，多项产品列入安徽省重点目录，募投项目“智能化电力供配电微机综合保护装置”是 2005 年国家火炬计划项目的研究成果。

公司建有省级企业技术中心，成立于 2002 年，建立了完整的研发队伍，其中享受国务院津贴的专家 1 名，机械工业青年科技专家 1 人，具有高级职称以上的 45 人，技术人员 174 人。实行总工程师负责制，技术中心现有七个研发部门、两个试验站室，承担项目研究和论证、科研开发、科研管理、试验、检测等各项任务。该技术中心正在申报国家级企业技术中心。

公司共有 37 项专利技术，其中发明专利 5 项，实用新型专利 32 项，已申请且被受理的发明专利 7 项，已申请且被受理的实用新型专利申请 19 项。此外，公司拥有 8 项高压柜非专利技术、4 项低压柜非专利技术、20 项元器件非专利技术、购买 1 项元器件非专利技术，并与通用、施耐德等

签订 4 项授权使用的非专利技术。开发多项具有竞争力的新产品，共有 24 项通过安徽省科技厅组织的鉴定，有 10 项达到或超过国内同行业先进水平，目前有 15 项产品处于小批量生产阶段。

图 10 公司研发费用支出

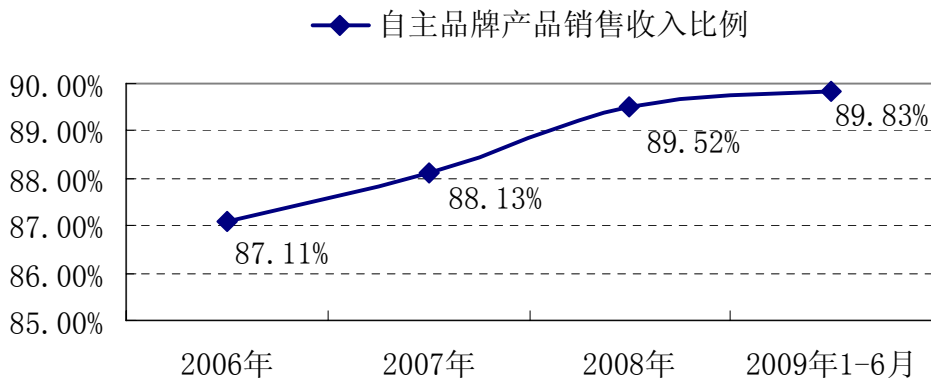


资料来源：招股说明书、东方证券研究所

公司始终把自主创新作为发展的重点，依靠技术和创新来提升公司的核心竞争力，最近三年研发投入保持较高水平，并保持快速增长的趋势，2008 年全年的研发费用超过 1227 万元，2009 年上半年研发支出超过 757 万元。

此外，公司拥有绝大部分产品的自主知识产权，近三年，自主品牌产品销售收入比例一直超过 85%。

图 11 公司自主品牌占销售收入比例



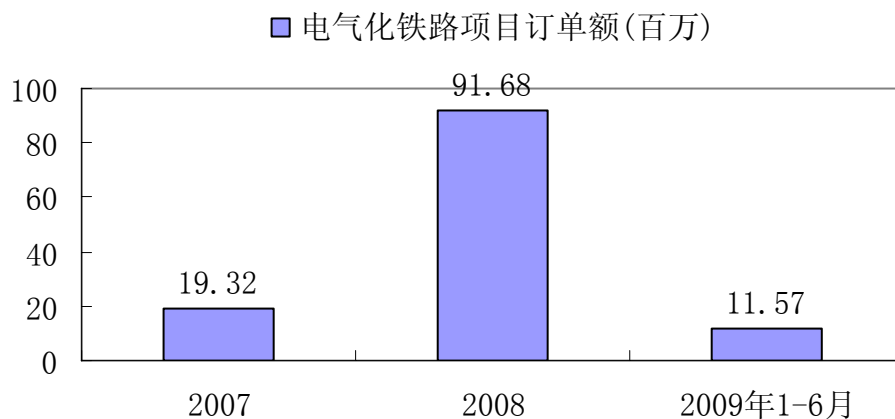
资料来源：招股说明书、东方证券研究所

铁路、轨交等招标中占有先发优势

公司早在 2005 年就预测到铁路和城市交通投资增长潜力，成立了专门的销售团队，了解客户的需求，制定相应的招标方案。这一远见得到市场验证，并使公司走在行业前列。公司已经中标合肥至南京铁路、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，成为电气化铁路建设及改造工程的首批中标单位之一。

鉴于输配电设备招标的特点，对于安全稳定性要求很高，前期项目稳定运营为公司赢得足够的先发优势，品质更有保证，易于赢得客户信任，在未来铁路电气化改造的招标中将处于优势地位，为公司带来更多的订单。

图 12 电气化铁路项目订单额

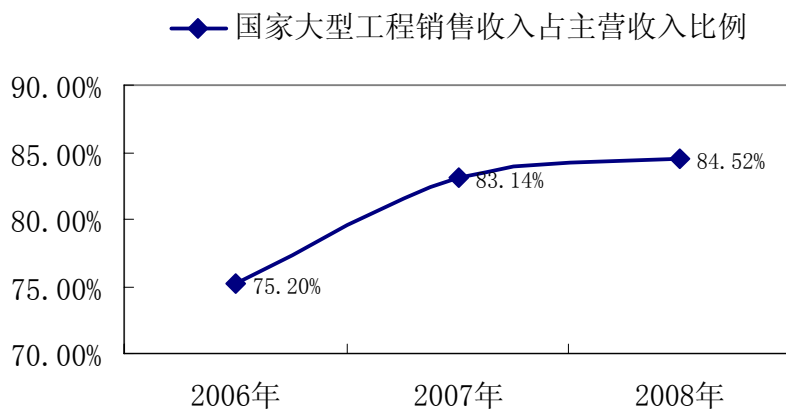


资料来源：招股说明书、东方证券研究所

客户结构不断优化势

公司主要参与高端市场竞争，高端市场技术含量更高，合同规模更大，参与企业多为大型企业、外资企业和国内装备先进、规模大的企业。公司凭借领先的技术和质量优势，在国家重点工程及大型企业配套的输配电及控制设备产品销售收入占同期营业收入的比例逐步提高，2008 年达到了 84.52%。

图 13 国家大型工程销售收入占主营收入比例



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

公司先后中标多项国家大型工程，包括中央电视台（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、中国国际展览中心、中国银行信息中心、首都机场、中国建材工业对外经济技术合作公司、北京大学体育馆、高速铁路等。客户结构逐步优化，品牌影响力逐步体现。

表 4 2009 年 1-6 月前五大客户

客户名称	金额（百万）	占营业收入的比例
中铁电气化局集团有限公司	5,800.54	24.31%
中铁建电气化局集团有限公司（联合体）郑西客运专线四电集成工程指挥部	2,463.84	10.33%
北京京港地铁有限公司	1,239.41	5.19%
中铁电气化集团有限公司甬台温系统集成项目经理部	985.6	4.13%
张家港景德钢板有限公司	897.34	3.76%

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

募投项目分析

项目概况

此次公开发行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等三个项目，总计划募集资金 1.65 亿元。

表 5 此次发行募集资金投入项目

序号	项目名称	投资额(万)	内部收益率	投资回收期（年）	年销售收入（万）	年净利润（万）
1	智能化电力供配电微机综合保护装置生产线项目	4,500	26.97%	5.48	8,500	1,200
2	智能化永磁真空断路器生产线技术改造项目	5,000	29.67%	5.12	10,500	1,300
3	智能化箱式变电站生产线技术改造项目	7,000	29.60%	5.46	1,800	1,700
合计		16,500	-	-	20,800	4,200

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

智能化电力供配电微机综合保护装置生产线项目

该项目于 2002 年立项并开始样机生产和调试，同年 12 月在安徽富煌投入试运行。2003 年 8 月、2007 年 9 月通过国家继电保护及自动化设备质量监督检验中心型式试验，2005 年该项目已被列入国家火炬计划。目前该产品已小批量生产，此次募资目的是促使该科研成果产业化。

该项目总投资 4,500 万元，其中固定资产投资 3,500 万元，铺底流动资金 1,000 万元。项目建设期为 1.5 年，运营期为 20 年。

表 6 综合保护装置项目预期产能及收入

序号	产品名称及型号	年产量(台、套)	单价(万元)	销售收入(万元)
1	微机综合保护装置	8,000 台	1	8,000
2	变电站自动化系统	50 套	10	500
合计				8,500

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

智能化永磁真空断路器技术改造项目

该项目产品是在原有真空断路器的基础上进行研发生产的新一代产品，该产品带有智能控制单元，通过智能控制单元既能检测开关的位置，也能监视开关的状态，从而实现对断路器的控制，确保产品具有自诊断功能。产品建立了监视、检测和保护等信息通讯系统，可以实现数据和信息的遥测、遥控，达到变电所的无人值守，在国内 12kV 电网设备中实现了智能化。

项目总投资 5,000 万元，其中固定资产投资 3,390 万元，铺底流动资金 1,610 万元。项目建设期为 1.5 年，运行期限为 20 年。

表 7 真空断路器项目预期产能及收入

序号	产品名称	年产量(台)	单价(万元)	年销售收入(万元)
1	VSm 型智能化永磁真空断路器	1000	3	3,000
2	VS1 系列智能化真空断路器	3000	2.5	7500
合计				10,500

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

智能化箱式变电站技术改造项目

本项目产品是在原有箱式变电站产品的基础上，应用自动化技术，集成智能系统，成为一种智能化的箱式变电站，以满足配电系统自动化的使用要求。智能化箱式变电站是由高压柜、电力变压器、低压柜、计量单元及智能系统等优化组合成的完整的智能化供电成套装置。

本项目总投资 7,000 万元，其中固定资产投资 3,100 万元，铺底流动资金 3,900 万元。项目产品主要有两种：12kV 轨道交通智能化箱式变电站和 12kV 普通智能化箱式变电站。项目建设期为 1.5 年，运营期为 20 年。

表 8 箱式变电站项目预期产能及收入

序号	产品名称	年产量(台)	单价(万元)	年销售收入(万元)
1	轨道交通智能化箱式变电站	200	30	6,000
2	普通智能化箱式变电站	800	15	12000
合计		1000		18,000

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

公司估值

假设前提

- 1、 假设公司的高压成套开关设备销量在未来三年保持 15%左右的增速，低压成套开关设备保持 10%左右的增速；
- 2、 假设公司此次募投的三个新项目预计将于 2011 年上半年建成投产，三个新项目在 2011 年的产能达到设计产能的 40%；
- 3、 公司的所得税率按 15%。

表 9 公司收入分拆

		2007	2008	2009E	2010E	2011E
高 低 压 开 关	销量（台）	26,687	29,482	33920	37504	40665.6
	单价（万元/ 台）	1.15	1.20	1.19	1.31	1.38
	收入（万元）	30,689.82	35,290.44	40460.8	49036.8	56321.28
元 器 件	销量（台）	9,115	9,290	9410	9880.5	10374.53
	单价（万元/ 台）	0.420	0.456	0.455	0.455	0.455
	收入（万元）	3,828.42	4,236.38	4281.55	4495.628	4720.409
自 动 化 产 品	销量（台）	1,104	1133	1250	1250	1250
	单价（万元/ 台）	1.550	1.610	1.61	1.61	1.61
	收入（万元）	1,710.73	1,823.97	2012.5	2012.5	2012.5
电 力 供 配 电 微 机 综 合 保 护	销量（台）					3200
	单价（万元/ 台）					1
	收入（万元）					3200
变 电 站 自 动 化 系统	销量（台）					20
	单价（万元/ 台）					10
	收入（万元）					200
VS _m	销量（台）					400
	单价（万元/ 台）					3

VS1	收入（万元）	1200				
	销量（台）	1200				
	单价（万元/台）	2.5				
	收入（万元）	3000				
轨 道 交 通 箱 式 变 电 站	销量（台）	80				
	单价（万元/台）	30				
	收入（万元）	2400				
	普 通	销量（台）	320			
箱 式 变 电 站	单价（万元/台）	15				
	收入（万元）	4800				
	服务收入（万元）	67.27	9.7			
其他业务收入（万元）	628.66	524.97	856	856	856	
合计（万元）		36,924.90	41,885.46	47610.85	56400.93	78710.19

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

表 10 公司分业务毛利率假设

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
高低压开关	32.85%	32.09%	30.50%	30.74%	30.87%
元器件	40.39%	39.73%	42%	42%	42%
自动化产品	42.09%	40.14%	40%	40%	40%
配电微机综合保护装置					30%
永磁真空断路器					26%
箱式变电站					18%
服务	36.82%	68.66%			
其他业务	36.18%	68.09%	32%	32%	32%
综合毛利率	34.13%	33.68%	31.96%	31.98%	30.31%

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

表 11 可比上市公司估值水平

公司	2008A	2009E	2008PE	2009PE
平高电气	0.34	0.45	53	40
许继电气	0.1	0.68	227	33

思源电气	0.79	0.98	28	23
东源电器	0.28	0.35	43	35
均值			88	33

资料来源：东方证券研究所

我们假设公司成功发行 2,800 万股，以发行后 11,000 万股本计算，2009 年、2010 年和 2011 年折合每股收益分别为 0.31 元、0.41 元和 0.57 元。考虑公司同行业估值水平以及公司所处行业地位，我们认为公司合理市盈率水平应为 2009 年 25 倍-30 倍 PE，我们认为公司合理股价为 7.75-9.3 元。

风险因素

原材料价格波动的风险

铜材、钢材等金属材料，约占公司主营业务成本的 25%，在原材料市场价格发生波动的情况下，如果公司未能及时采购原材料或采取锁定原材料价格的措施，将会影响到产品成本，并对公司经营业绩产生直接影响。

短期偿债风险

公司的负债以流动负债为主，流动负债中短期银行贷款占比又较高，如果因合同纠纷、工程质量、工期延长或验收不及时等因素造成客户未能正常付款，公司有可能出现流动资金不足而引致相关的偿债风险。

行业竞争风险

输配电及控制设备产品的生产厂家众多，行业集中度较低，市场竞争非常激烈。虽然公司主导产品已在 12~40.5KV 高低压成套开关设备及元器件市场建立了自己的竞争优势，但公司将面临着国内外知名企业的激烈竞争，市场份额存在被侵蚀的风险。

分析师承诺

邹慧：电力设备行业资深分析师

曾朵红：电力设备行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn