

日期：2009 年 12 月 3 日

行业：输配电及控制设备制造业



朱立民

021-53519888×1907

zhulimin@sigchina.com

IPO 报价区间 RMB 24.41~29.29 元
上市合理定价 RMB 32.55~39.06 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	21.00
发行后总股本 (百万股)	82.76
发行数量占发行后总股本	25.37%
发行方式	网下询价配售 20% 网上定价发行 80%
保荐机构	天元证券

IPO 前后的指标对比

08 年每股收益/发行后摊薄(元)	0.94/0.70
09 年 H1 每股净资产/发行后每股净资产 (元)	3.21/9.00

主要股东 (IPO 前)

季奎余	40%
瑞都有限	25%
兴业投资	20%
许继红	15%

收入结构 (2009H1)

移动变电站	83.2%
干式变压器	12.1%
配件及修理费等	4.7%

报告编号: ZLM-NS05

矿用变压器龙头

募投项目增加 200% 产能

■ 投资要点：

● 矿用变压器龙头

公司为国内最大的矿用隔爆型变压器制造商。2008 年 8 月，国内最大容量的 6300kVA 矿用隔爆型移动变电站在公司研制成功，产品获得了防爆合格证、安标证书进入工业性试运行阶段。2008 年 12 月，该产品通过了中国煤炭机械工业协会组织的科技成果鉴定，并认定达到国际同类产品先进水平，实现了替代进口。

● IPO 募集项目

募集资金投资 200 万 kVA 矿用隔爆型移动变电站及干式变压器建设项目，建成后正常年产品销售收入增加 56,800 万元。公司矿用变压器产量将从约 100 万 KVA，增长 200KVA，增长 200%。

● 业绩可持续高增长

2010 年公司所得税率上调到 25%，对业绩有暂时的影响；随着募投项目的逐步投产达产，公司从 2010 年开始将保持快速增长势头，预计 2009-2012 年归于母公司的净利润将实现年递增 8%、22%、28%和 29%，相应的稀释后每股收益为 0.76 元、0.93 元、1.19、1.54 元。我们看好公司募集资金项目完成后，高容量产品以及开发中的非晶变压器产品产量增加带来的利润提升。

● 定价结论

给予公司 2010 年 35-42 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 32.55-39.06 元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况、一二级 25%的折扣率，我们建议询价区间为 24.41-29.29 元，即相当于 2009 年预期 EPS0.76 元的 32.12-38.54 倍。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	207608	162965	214369	319305	415482
年增长率 (%)	-0.3%	-21.5%	31.5%	49.0%	30.1%
归属于母公司的净利润	8124	10956	14904	17868	20460
年增长率 (%)	1.0%	34.9%	36.0%	19.9%	14.5%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.51	0.68	0.93	1.12	1.28

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

一、行业背景

● 发行人的行业分类及在行业中的地位

公司为国内最大的矿用隔爆型变压器制造商。2008 年 8 月，国内最大容量的 6300kVA 矿用隔爆型移动变电站在公司研制成功，产品获得了防爆合格证、安标证书进入工业性试运行阶段。2008 年 12 月，该产品通过了中国煤炭机械工业协会组织的科技成果鉴定，并认定达到国际同类产品先进水平，填补了国内空白，实现了替代进口。

公司采取积极措施，不断优化产品结构，着力研发和开拓技术含量更高、附加值更大的产品 and 市场，进一步提高了核心竞争力，充分发掘了生产潜能，其中大容量产品的产销量快速增长。

● 行业成长前景

政府加大了煤矿安全投入和技术改造力度，强化煤矿安全基础，提高煤矿安全生产保障能力。中央政府运用长期建设国债和预算内基本建设投资，支持大中型国有煤炭企业的安全生产技术改造。2006 年，全国煤矿提取安全费用超过 240 亿元，吨煤平均提取 11 元，最高的每吨煤计提 45 元。

影响矿用隔爆型变压器需求的因素主要为以下三个方面：新建煤矿的生产需求、安全生产技术改造需求和已有老设备的更新需求。除以上三个主要因素外，煤炭行业整合力度的加大有可能使得煤矿生产企业对矿用隔爆型变压器带来明显的需求。未来几年我国每年因新增煤矿、煤矿安全生产技术改造、已有老设备更新等三项因素所带来的矿用隔爆型变压器采购需求总量约为 20 亿元-30 亿元。保守估计，2012 年市场总容量不低于 1250 万 kVA。

● 产业竞争结构与优势

矿用隔爆型变压器的毛利率一般高于电力变压器，但市场规模远远小于后者。根据中国电器工业协会统计，2005 年、2006 年和 2007 年全国电力变压器的产量分别为 6.26 亿 kVA、7.36 亿 kVA 和 9 亿 kVA，而同期矿用变压器的市场规模均不足电力变压器的 1%。

由于矿用隔爆型变压器市场快速增长，近几年来，多家电力变压器企业也曾尝试进入矿用隔爆型变压器行业。对于这些企业来说，进入矿用变压器生产领域，基本上是进入一个全新的行业，需要面对技术、生产、认证、市场开拓等诸多挑战。而受市场规模的制约，对大型电力变压器生产商来说，矿用隔爆型变压器潜在的销售收入、利润绝对额的贡献率并不高。目前，国内领先的电力变压器企业仅有中电电气集团有限公司在矿用变压器行业取得了一定的市场地位。

行业内的主要企业是公司、中电电气（南京）特种变压器有限公

司、盐城华星变压器有限公司、通化变压器制造有限公司、抚顺特种变压器厂等。根据《中国煤矿直通车》资料 2008 年第 1 期资料分析，2006 年至 2007 年矿用隔爆型变压器市场规模分别为 14.9 亿元和 17.3 亿元。2006 年、2007 年、2008 年公司的市场份额分别为 13.7%、12.9%、16.5%，其他四个企业市场份额分别介于 5%-10%之间。

二、公司分析及募集资金投向

■ 公司历史沿革

公司系根据中华人民共和国商务部商资批〔2007〕1050 号文批准，由盐城市中联电气制造有限公司以截至 2007 年 3 月 31 日经审计的账面净资产 6,176 万元按 1:1 比例折合股份，整体变更设立股份有限公司。2007 年 6 月 26 日，公司取得商务部颁发的商外资资审 A 字〔2007〕0149 号中华人民共和国台港澳侨投资企业批准证书。

发行人控股股东为季奎余先生，持有公司本次发行前 40% 的股份，其他股东瑞都有限公司、盐城兴业投资发展有限公司都与季奎余有亲属关系，因此季奎余先生是公司的实际控制人。

■ 主业简况及收入利润结构

公司采取以销定产的生产模式。公司按照中标的合同或获得的订单，确定产品工艺、技术图纸，制定原材料及配件采购计划、生产计划，安排各车间组织生产。公司的生产模式具有定制化、反应迅速的特点。

公司主要采取直销模式，基本通过招投标方式获取订单。

公司的设计产能为 70 万 kVA。几年来，为了适应矿用变压器市场的快速发展，公司通过扩大固定资产投入、优化生产环节、部分工序外移、提高中大容量产品比重等各种长期和临时措施，不断挖掘产能潜力，实行超负荷生产。

表 1：公司产品结构

年度	产品类别	产量(万kVA)	销量(万kVA)	产销率
2006年	移动变电站	46.14	45.2	97.96%
	干式变压器	24.42	24.2	99.09%
	合计	70.57	69.4	98.35%
2007年	移动变电站	60.94	60.4	99.12%
	干式变压器	15.99	16.14	100.93%
	合计	76.93	76.54	99.50%
2008年	移动变电站	82.77	75.94	91.75%
	干式变压器	20.27	18.36	90.58%

	合计	103.04	94.29	91.51%
	移动变电站	43.72	41.30	94.46%
2009年1-6月	干式变压器	7.80	6.70	85.90%
	合计	51.52	47.99	93.15%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 募资项目

表 2：公司的募集资金项目计划概况（单位：万元）

项目名称	项目总投资（万元）		
	合计	建设投资	铺底流动资金
200 万 kVA 矿用隔爆型移动变电站及干式变压器建设项目	21,710	16,753	4,957
技术服务支持中心	2,845	2,061	784
合计	24,555	18,814	5,741

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

募集资金投资的 200 万 kVA 矿用隔爆型移动变电站及干式变压器建设项目，已于 2008 年下半年开始前期准备工作和部分附属厂房的建设，在募集资金到位后开始主厂房建设及设备采购安装。**自募集资金到位后建设期 1 年。**

项目建成后将形成新增 200 万 kVA 矿用隔爆型移动变电站及干式变压器的生产能力，正常年产品销售收入增加 56,800 万元。**公司的矿用变压器产量将从约 100 万 KVA，增长 200KVA，增长 200%。**

公司针对市场需求制定了分步骤的产能扩张计划，预计项目投产后四年的产能分别为 120 万 kVA、195 万 kVA、245 万 kVA、270 万 kVA。项目达产之后，各种规格型号的产品产能都有不同程度的增加：

表 3：募投项目达产后产能增量（单位：万 kVA）

产品类别		原设计 生产能 力	项目实施 后的生产 能力	增加量	增加比例
630kVA及以下	干式变 压器	14	38	24	171.43%
	移动变 电站	16	60	44	275.00%
800-2000kVA	干式变 压器	2	17	15	750.00%
	移动变 电站	23	86.75	63.75	277.17%
2500kVA及以	干式变	-	25.20	25.20	-

上	压器 移动变 电站	15	43.35	28.35	189.00%
---	-----------------	----	-------	-------	---------

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

项目经济效益情况：若企业所得税按利润总额的 25% 缴纳，则预计项目实施达产后，年营业收入 56,800 万元，年利润总额 8,637 万元，年营业税金及附加 29 万元，年增值税 2,945 万元，按 12 年项目期计算，总投资收益率 29.5%，项目资本金净利润率 29.8%，全部投资财务内部收益率 30.9%（所得税前），全部投资回收期（所得税前）4.9 年。

三、财务状况和盈利预测

■ 业绩预测

包含分项业务预测

表 4：公司矿用变压器产量预测（单位：KVA）

产量预测	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
现有产能产量	103.04	103.04	103.04	103.04	103.04	103.04	103.04
募投项目产能产量			37	80	140	175	200
合计	103.04	103.04	140.04	183.04	243.04	278.04	303.04

资料来源：公司招股意向书，公司 IPO 推介会，上海证券研究所整理

四、风险因素

下游行业较为单一

公司所生产的矿用隔爆型变压器全部用于煤炭企业，存在下游行业单一的问题。煤炭行业的变化将对矿用隔爆型变压器行业产生重要影响。

小容量产品可能遭遇低价竞争

小容量矿用隔爆型变压器的技术发展较为成熟，行业内老企业 and 新进企业为抢占市场，有可能在中小容量产品上采取低价策略。产品的恶性低价竞争可能对行业健康发展带来不利影响。

所得税执行税率变化风险

公司系设在沿海经济开放区所在城市的生产性外商投资企业，根据相关法律，公司减按 24% 的税率征收企业所得税，并自 2005 年度起享受“两免三减半”的所得税优惠政策，2007 年为减半征收所得税的第一个年度。公司 2008 年起执行新的企业所得税法，企业所得税税率为 25%，并继续享受定期减免税收优惠政策至 2009 年，实际执行 12.5% 的企业所得税税率。

原材料价格波动的风险

硅钢片、铜材是公司生产所需的主要原材料。2006 年、2007 年、2008 年和 2009 年上半年，这两种原材料耗用成本占当期营业成本的比重分别为 64.57%、57.86%、65.45%和 52.29%。其中硅钢片占当期营业成本的比重分别为 39.18%、35.59%、43.46%和 36.02%，扁铜线占当期营业成本比重分别为 25.39%、22.27%、21.99%和 16.27%。

报告期内，公司主要原材料价格变动幅度较大。尽管公司采取建立稳定的供货渠道、依靠技术创新降低消耗、提高高附加值产品比重等措施努力消除原材料价格波动的不利影响，但如主要原材料市场价格出现剧烈变化，仍有可能对公司当期业绩造成较大冲击。

新产品开发的风险

目前，国内最大容量的 6300kVA 矿用隔爆型移动变电站已经在本公司研制成功，产品获得了防爆合格证、安标证书、工业产品生产许可证并进入试运行阶段。但大容量隔爆型移动变电站的进一步开发存在开发难度大、周期较长以及能否顺利实现产业化的风险。

此外，公司也计划在多电压负荷中心、非晶合金矿用隔爆型变压器、隔爆开关等本行业相关领域进行研发投入。新产品研发项目符合公司的发展战略和市场需求，但是新产品的开发存在一定难度，并且新产品存在向市场有效推广的风险。

五、估值及定价分析

● 国内/国际同类公司的比较

基于已公布的 2008 年业绩和 2009、2010 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2009 年平均动态市盈率为 38.2 倍，2010 年平均动态市盈率 28.6；最近上市的中小板股票中，除去异常的博云新材，2009 年平均动态市盈率为 56.7 倍、2010 年平均动态市盈率 43.6 倍。

表 5：同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	
600517	置信电气	19.73	0.34	0.55	0.74	58.03	35.87	26.66	10.84
002028	思源电气	27.69	1.26	0.95	1.05	21.98	29.15	26.37	4.41
600089	特变电工	25.13	0.56	0.86	1.07	44.88	29.22	23.49	7.15
600550	天威保变	34.85	0.81	0.78	1.12	43.02	44.68	31.12	10.24
600406	国电南瑞	47.41	0.49	0.88	1.14	96.76	53.88	41.59	12.40
002123	荣信股份	37.97	0.64	0.95	1.34	59.33	39.97	28.34	6.78
000400	许继电气	25.98	0.10	0.59	0.74	259.80	44.03	35.11	4.48
600268	国电南自	20.24	0.43	0.58	0.71	47.07	34.90	28.51	4.48

002121	科陆电子	21.9	0.23	0.61	0.85	95.22	35.90	25.76	11.36
600416	湘电股份	22.35	0.25	0.54	0.87	89.40	41.39	25.69	7.64
002266	浙富股份	31.6	1.01	1.03	1.35	31.29	30.68	23.41	8.05
600582	天地科技	34.1	0.76	0.87	1.27	44.87	39.20	26.85	6.92
国内同行业整体平均						74.30	38.24	28.57	7.89

数据来源：WIND资讯、BLOOMBERG资讯，上海证券研究所（12月2日最新价）

表 6：最近上市（中小板）股票的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）				市盈率（倍）			
			2007	2008	2009E	2010E	2007	2008	2009E	2010E
002295.SZ	精艺股份	24.35	0.61	0.52	0.50	0.63	39.9	46.8	48.7	38.7
002296.SZ	辉煌科技	57.8	0.72	0.95	0.90	1.18	80.3	60.8	64.2	49.0
002297.SZ	博云新材	32.25	0.36	0.32	0.30	0.41	89.6	100.8	107.5	78.7
002298.SZ	鑫龙电器	21.98	0.29	0.34	0.32	0.40	75.8	64.6	68.7	55.0
002299.SZ	圣农发展	26.55	0.45	0.49	0.51	0.74	59.0	54.2	52.1	35.9
002300.SZ	太阳电缆	36.94	0.70	0.54	0.72	0.92	52.8	68.4	51.3	40.2
002301.SZ	齐心文具	37.99	0.62	0.63	0.62	0.91	61.3	60.3	61.3	41.7
002302.SZ	西部建设	35.19	0.61	0.62	0.61	0.68	57.7	56.8	57.7	51.8
002303.SZ	美盈森	34.01	0.53	0.76	0.71	0.98	64.2	44.8	47.9	34.7
002304.SZ	洋河股份	116.8	0.93	1.83	2.45	3.08	125.6	63.8	47.7	37.9
002305.SZ	南国置业	22.89	0.39	0.37	0.34	0.45	58.7	61.9	67.3	50.9
平均值							69.5	62.1	61.3	46.8

数据来源：Wind资讯，上海证券研究所整理，股价以12月2日收盘价计

公司可给的估值水平及价格区间

2010 年公司所得税率上调到 25%，对业绩有暂时的影响；随着募投项目的逐步投产达产，公司从 2010 年开始将保持快速增长势头，预计 2009-2012 年归属于母公司的净利润将实现年递增 8%、22%、28% 和 29%，相应的稀释后每股收益为 0.76 元、0.93 元、1.19、1.54 元。我们看好公司募集资金项目完成后，高容量产品以及开发中的非晶变压器产品产量增加带来的利润提升。

我们认为，给予公司 2010 年 35-42 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 32.55-39.06 元。

综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况、一二级 25% 的折扣率，我们建议询价区间为 24.41-29.29 元，即相当于 2009 年预期 EPS0.76 元的 32.12-38.54 倍。

按照预期 26.0 元发行价，计算出 2009 年 IPO 后每股净资产 9.00 元。

表 7：公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业总收入	27531	29067	40612	53082	70482
营业总成本	21023	21883	30385	39975	53508
营业成本	18415	18603	26194	34503	46250
营业税金及附加	13	20	28	37	49
销售费用	1683	2006	2660	3477	4617
管理费用	886	1070	1421	1858	2467
财务费用	9	29	20	20	20
资产减值损失	17	155	61	80	106
投资净收益					
营业利润	6508	7184	10226	13107	16973
加：营业外收入	158	0	0	0	0
减：营业外支出	13	0	0	0	0
利润总额	6653	7184	10226	13107	16973
减：所得税	835	898	2557	3277	4243
净利润	5819	6286	7670	9830	12730
归属于母公司股东的净利润	5819	6286	7670	9830	12730
摊薄 EPS（元）	0.70	0.76	0.93	1.19	1.54

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 朱立民

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。