

电力设备

2009 年 12 月 3 日



新股研究

询价报告

申购建议：申购

中联电气：国内最大的矿用隔爆变压器制造商

核心观点

询价结论：

我们认为公司二级市场的合理价格为 24.5-28.0 元，建议询价价格为 27.0 元。

主要依据：

1、公司是国内最大的矿用隔爆型变压器制造商，主营业务为矿用隔爆型移动变电站、干式变压器的生产和销售。

2、矿用隔爆型变压器为特种变压器，具有特殊的隔爆外壳，能够承受1MPa 压力的破坏。此外，矿用隔爆型变压器的箱体、铁心、转换盒等均有特殊“缝隙防爆”要求，与普通电力变压器不同。

3、煤炭行业在连续多年处于景气周期后，受全球金融危机的影响增长速度出现短暂明显回落。但由于我国经济增长的长期趋势未发生根本逆转以及煤炭在我国能源战略中的基础地位，煤炭行业的长期增长将得以持续。同时由于安全生产投入持续增加，煤炭生产企业大型化、集团化趋势明显，大规模的机械化生产等因素给矿用变压器市场带来了新的发展机遇。

4、近年来，矿用隔爆型变压器生产企业的数量逐渐增加。然而，公司凭借技术、质量、品牌、规模、客户资源等优势，销售稳居行业首位。根据《中国煤矿直通车》统计分析，公司已经成为国内最大的矿用隔爆型变压器制造商。按销售收入计算，2008年本公司的市场占有率约为16.5%。

5、由于产能的增长无法适应市场需求的变化，近年来公司采取优先保证重点客户和中大容量订单的销售政策，造成了销售收入的增长幅度低于市场的增长。公司在重点大型客户和大容量产品的市场份额中占有较大优势，但在中小煤矿企业和二、三类产煤区以及中小容量市场尚有广阔的拓展空间，为未来公司产能扩张后销售的迅速扩大打下了良好的基础。

风险提示：

硅钢片、铜材是本公司生产所需的主要原材料。如主要原材料市场价格出现剧烈变化，有可能对公司当期业绩造成较大冲击。

发行数据：

项目	数值
发行股本（万股）	2100万股
发行日期	2009.12.9
预期上市价格（元）	24.5-28.0

研究员：李元

电话：010—84183369

E-mail：liyuan@guodu.com

联系人：周红军

电话：010 - 84183380

E-mail：zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、本次发行一般情况

公司名称	江苏中联电气股份有限公司
公司简称	中联电气
发行地	深圳
发行日期	2009-12-09
申购代码	002323
发行股数	2100
发行后总股本	8276
每股盈利（2008）年	0.94
发行后全面摊薄每股收益（2008 年）	0.70
发行前每股净资产	3.21

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

2、公司基本情况

公司是国内最大的矿用隔爆型变压器制造商，主营业务为矿用隔爆型移动变电站、干式变压器的生产和销售。

矿用隔爆型变压器为特种变压器，具有特殊的隔爆外壳，能够承受 1MPa 压力的破坏。此外，矿用隔爆型变压器的箱体、铁心、转换盒等均有特殊“缝隙防爆”要求，与普通电力变压器不同。

我国对矿用隔爆型变压器行业采取严格的市场准入管理，进入该行业首先要取得国家质检总局的工业产品生产许可证，通过安标国家中心的审查以及国家安监总局认定的相关国家安全生产检测检验机构对产品的认证。

煤炭行业在连续多年处于景气周期后，受全球金融危机的影响增长速度出现短暂明显回落。但由于我国经济增长的长期趋势未发生根本逆转以及煤炭在我国能源战略中的基础地位，煤炭行业的长期增长将得以持续。同时由于安全生产投入持续增加，煤炭生产企业大型化、集团化趋势明显，大规模的机械化生产等因素给矿用变压器市场带来了新的发展机遇。

近年来，矿用隔爆型变压器生产企业的数量逐渐增加。然而，公司凭借技术、质量、品牌、规模、客户资源等优势，销售稳居行业首位。根据《中国煤矿直通车》统计分析，公司已经成为国内最大的矿用隔爆型变压器制造商。按销售收入计算，2008 年本公司的市场占有率约为 16.5%。

由于产能的增长无法适应市场需求的变化，近年来公司采取优先保证重点客户和中大容量订单的销售政策，造成了销售收入的增长幅度低于市场的增长。公司在重点大型客户和大容量产品的市场份额中占有较大优势，但在中小煤矿企业和二、三类产煤区以及中小容量市场尚有广阔的拓展空间，为未来公司产能扩张后销售的迅速扩大打下了良好的基础。

2.1 主要财务指标

单位：人民币

项目	2006	2007	2008
营业总收入(万元)	20444	22432	27531
营业利润(万元)	5143	6181	6508
利润总额(万元)	5111	6116	6653
归属于母公司所有者的净利润(万元)	5161	5374	5819
负债及股东权益总计(万元)	17484	15741	20836
所有者权益合计(万元)	7703	10777	16596
流动比率(%)	1.63	2.80	4.05
速动比率(%)	1.54	2.47	3.27
应收账款周转率(次)	3.16	3.06	3.22
存货周转率(次)	14.50	11.22	7.49
资产负债率(%)	55.94	31.54	20.35

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

2.2 募集资金使用

公司的募集资金将用于2个项目，具体情况列表如下：

项目序号	项目名称	项目计划总投资(万元)
1	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
2	技术服务支持中心	2,845

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

2.3 业绩预测

单位：人民币（万元）

项目/年度	2007 年	2008 年	2009E	2010E
营业总收入	22,432	27,531	28,357	32,611
营业收入	22,432	27,531	28,357	32,611
营业总成本	16,251	21,023	21,634	24,842
营业成本	14,407	18,415	18,716	21,523
营业税金及附加	14	13	14	16
销售费用	1,134	1,683	1,733	1,993
管理费用	657	886	912	1,049
财务费用	79	9	9	11
资产减值损失	(41)	17	250	250
公允价值变动净收益				

投资净收益			0	0
营业利润	6,181	6,508	6,723	7,769
加：营业外收入	0	158	0	0
减：营业外支出	66	13	0	0
利润总额	6,116	6,653	6,723	7,769
减：所得税	742	835	840	971
净利润	5,374	5,819	5,883	6,798
减：少数股东损益			4	4
归属于母公司所有者的净利润	5,374	5,819	5,879	6,794
EPS(元/股)	0.87	0.94	0.71	0.82

注：2009 年、2010 年每股收益按发行后总股本摊薄

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

3、估值定价

同行业上市公司比较

名称	思源电气	东源电器	中联电气
每股收益(元)	1.26	0.28	0.70
每股净资产(元)	7.82	2.56	2.69
净资产收益率(%)	17.62	11.45	42.51
资产负债率(%)	21.30	46.17	22.98
市盈率(倍)	21.98	48.04	
市净率(倍)	3.54	5.25	
收盘价(元)	27.69	13.45	24.5-28.0

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

考虑到公司在行业内具有较强的竞争力，我们认为公司的合理市盈率在 35-40 倍之间，因此预期公司二级市场的合理价格为 24.5-28.0 元，建议询价价格为 27.00 元。

4、综合定价

综合考虑上述区间以及目前市场状况，我们认为公司二级市场的合理价格为 24.5-28.0 元，建议询价价格为 27.00 元。

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研发中心研究员实地调研所取得的信息，国都证券研发中心及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。