

调研报告：“皖江之珠，前景可期”

鑫龙电器 (002298)

评级: (增持)

股价: 23.12 元

目标价位: 暂无

跟踪报告

2010 年 3 月 18 日 星期四

电力设备及新能源行业小组

陈 鹏

021-50586660-8615

chenpeng@longone.com.cn

电力设备行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 暂无

升值潜力 (%) -

目标价确定日期: 2010-3-10

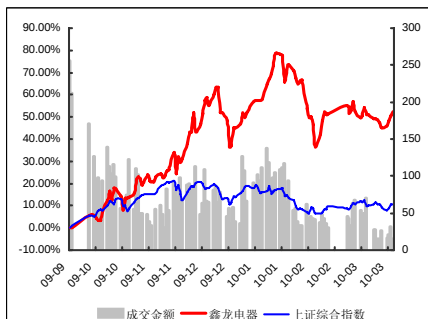
重要数据

总股本(亿股)	1.1
流通股本(亿股)	0.28
总市值(亿元)	25.19
流通市值(亿元)	6.412

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月		
3 个月		
6 个月		

个股相对上证综指走势图



投资要点

- 2010 年 3 月 3 日, 我们实地调研了鑫龙电器, 与公司高管董秘汪宇先生、董事会办公室主任朱文先生就公司近期生产经营状况进行深入探讨, 并实地参观了本部高低压成套设备工厂, 调研纪要如下:
- 基本面稳健, 业务开拓可圈可点:** 公司 09 年 9 月 29 日于中小板上市, 总股本 1.1 亿股, 流通股 2800 万股, 实际控制人为束龙胜先生 (直接持股比例为 29.54%, 通过鑫诚科技间接持股比例为 11.12%), 归属于输配电开关设备行业, 经营 12-40.5KV 高低压成套开关设备、元器件及自动化产品, 公司产品在业界享有良好的声誉, 部分产品 (12KV 环网柜等) 行业内产销量排名前十, 安徽省内市场份额达 50% 以上, 华东及华北均是公司市场开拓具备优势的区域; 从输配电开关设备领域的市场集中度与竞争状况看, 产品同质化竞争与过份依赖电网投资使得行业竞争较为激烈, 在产品差异化竞争与增量市场拓展方面, 公司则独树一帜, 近年来频频中标奥运场馆、世博会项目、石化钢铁新建及技改项目等非电力系统领域, 08 年以来更是在招投标体系更为严格的铁路电气化设备领域竞争中占据一席之地, 08-09 年相继中标了福厦线/涌台温/武广线等多条铁路 (按标段) 电气设备工程项目; 产品结构向高端化调整 (电压等级提升与二次保护产品比例提升), 业务开拓领域广泛且战略重点清晰, 民营企业良好的管理能力也是亮点之一, 整体而言公司基本面极为稳健。

主要财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	418.85	513.23	658.47	870.83	1,145.14
营业收入增长率 (%)	13.43%	22.53%	28.30%	32.25%	31.50%
营业利润 (百万元)	32.28	44.16	57.33	77.64	106.14
营业利润增长率 (%)	-5.40%	36.78%	29.82%	35.44%	36.71%
净利润 (百万元)	27.78	38.66	48.34	65.55	89.64
净利润增长率 (%)	15.99%	39.14%	25.04%	35.61%	36.74%
营业利润率 (%)	7.71%	8.60%	8.71%	8.92%	9.27%
每股收益 (元)	0.25	0.35	0.44	0.60	0.81
每股净资产 (元)	2.13	4.23	4.36	4.86	5.02
PE (X)	91.53	65.78	52.61	38.80	28.37
PB (X)	10.85	5.47	5.30	4.76	4.61
EV/EBITDA (X)	88.79	63.81	51.03	37.63	27.52

□ 经营状况与行业地位: 非电力系统市场优势地位明显, 产品结构稳中有变

公司产品构成主要包括 12-40.5KV 高低压成套输配电开关设备、元器件及综合保护自动化产品, 其中 12KV 高压交流金属封闭开关、真空断路器、环网柜和箱变等配电设备在行业内有一定优势, 近年来自动化保护类产品比例也有所提升。

公司近年来下游市场开拓以国家重点工程、大型企业工程配套领域为主, 2006-2009 年中期上述市场的销售额占报告期内营收的比例分别为 83.14%、84.52% 和 86.73%, 非电力系统领域的开拓给公司业绩带来较好的抗周期性特征; 因受奥运影响部分华北地区工程项目 (如央视大楼项目) 进展滞后或延迟, 08 年业绩增幅受到负面影响, 09 年预计营收规模达历史新高 5.13 亿, 净利润达 3890 万, 业绩稳健可窥一斑。如图 2、3 所示, 公司盈利能力与资产运营质量在同行业属中上游水平。

图 1、(06-09E) 公司营收与净利润规模与增速比较

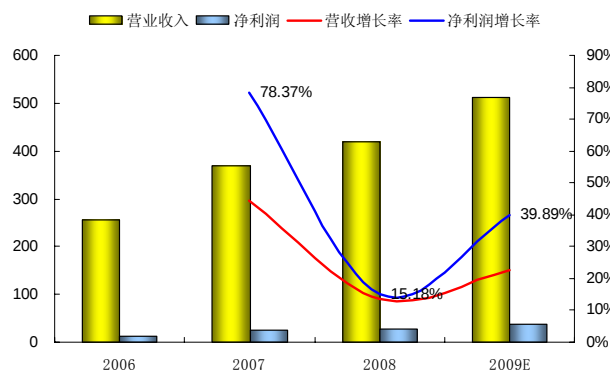
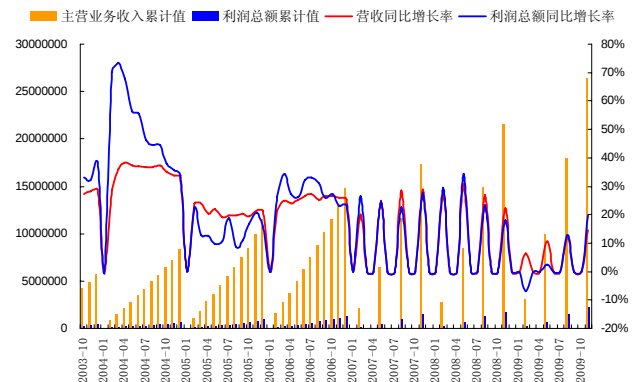


图 2、历年输配电开关设备行业营收与利润总额规模与增速



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所, 单位: 百万元, 元, %

图 3、公司分产品毛利率与行业平均水平比较 (%)

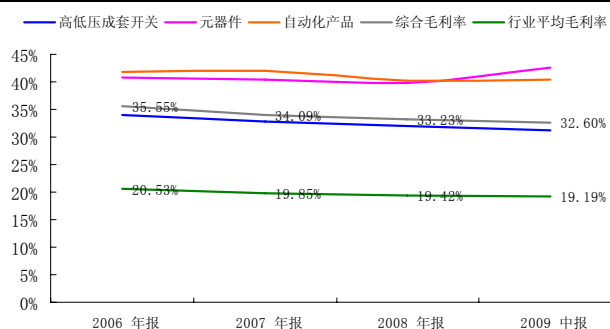
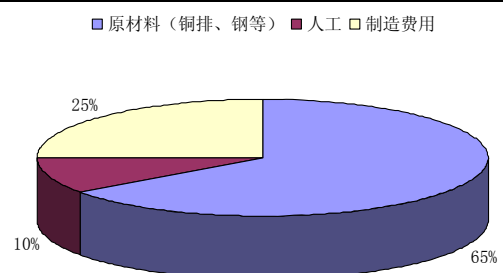


图 4、高低压成套设备成本构成 (%)



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究

□ 铁路建设大发展铸就市场前景, 行业前三强地位奠定业绩基础

公司自 07 年介入铁路电气化设备领域以来, 与特锐德、武昌电控公司分居行业前三位, 并形成了以许继集团与华仪电力设备公司等二线企业为代表的相对稳固的市场竞争关系 (上述 5 家企业在铁路电力开关设备的市场占有率达到 95% 左右);

2008-2009 年，公司铁路专用输配电箱变、中置柜设备相继中标了涌台温线/武广线/郑西线/福厦线和广珠线等客运专线工程项目，完成订单总额约 3 亿元。

图 5、我国铁路电气化率还处于较低水平（万公里，%）

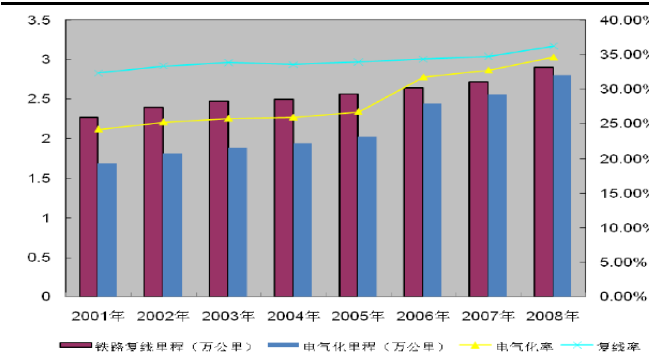
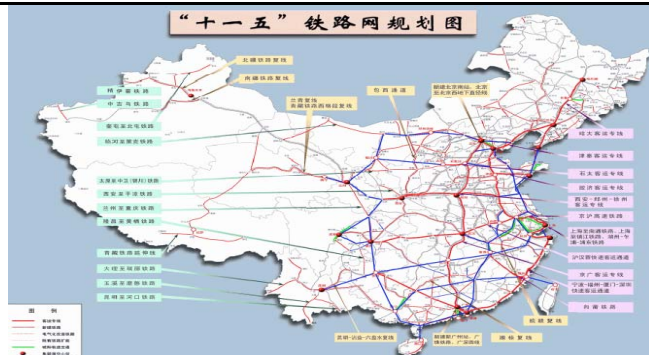


图 6、我国“四纵四横”客运专线网规划



资料来源：铁路统计公报，东海证券研究

表 1、我国铁路网电气化建设中长期规划与电气设备市场需求预测

单位：公里，亿元		九五规划	十五规划	十一五规划	中长期规划（2006-2020）
全国铁路运营里程	期末总计	68650	75000	90000	120000
	年均增幅	1252	1400	3000	3000
客运专线	期末总计	-	-	7000	16000
	年均增幅	-	-	1400	1067
复线	期末总计	21480	25000	40500	60000
	年均增幅	900	1000	3100	2333
电气化铁路	期末总计	14900	20000	40500	72000
	年均增幅	1032	1020	4100	3467
电气化率	-	21.70%	26.67%	45.00%	60.00%
电力设备市场需求	年均增量	20.64	20.40	46.20	69.34

资料来源：铁路统计公报，东海证券研究

我国电气化铁路采用工频单相交流电力牵引制，额定电压 25kV。牵引动力为电能，牵引供电设备将国家电力系统输送的电能变换为适合电力机车使用的形式，电力机车则完成牵引任务，因此牵引供电设备和电力机车是电气化铁路的两大主要装备，铁路其他装备和基础设施应与之相适应。牵引供电系统，主要由牵引变电所和接触网两大部分组成。牵引变电所将电力系统输电线路电压从 110kV（或 220kV）降到 27.5kV，经馈电线将电能送至接触网；接触网沿铁路上空架设，电力机车升弓后可从其取得电能，用以牵引列车。牵引变电所所在地的接触网设有分相绝缘装置，两相邻牵引变电所之间设有分区亭，接触网在此也相应设有分相绝缘装置。牵引变电所至分区亭之间的接触网（含馈电线）称供电臂。牵引供电回路是由牵引变电所——馈电线——接触网——电力机车——钢轨——回流联接——（牵引变电所）接地网组成的闭合回路，其中流通的电流称牵引电流，闭合或断开牵引供电回路会产生强烈的电弧，处理不当会造成严重的后果。通常将接触网、钢轨回路（包括大地）、馈电线和回流线统称为牵引网。因此电力机车、牵引变电所和接触网被称为电气化铁道的“三大元件”。此外，电气化铁路系统对随程供电系统稳定性要求也更高，也是输配电开关及控制设备应用范围广泛的市场之一。牵引供电系统与

铁路随程电力系统设备投资比例约 6: 4 左右。

根据“铁道部——中长期铁路网调整规划”，到 2020 年全国铁路营业里程规划目标由 10 万公里调整为 12 万公里以上，其中客运专线由 1.2 万公里调整为 1.6 万公里，电化率由 50% 调整为 60%，主要繁忙干线实现客货分线，基本形成布局合理、结构清晰、功能完善、衔接顺畅的铁路网络，运输能力满足国民经济和社会发展需要，主要技术装备达到或接近国际先进水平。其中，2010 年全国铁路网营业里程从 8.5 万公里调增为 9 万公里以上，客运专线建设规模由 5000 公里调增为 7000 公里，其中复线率和电气化率由 41% 调整为 45%。2020 年电气化率达到 60%。新建客运专线电气化率通常为 100%，而普速专线电气化率约 50%，按此测算，2010 年起我国每年铁路电气化改造与新建项目对电气设备的市场需求约 70 亿元/年，市场空间仍然较大。

除铁路建设市场外，近年我国城市化率逐步提升带来大量城轨交通建设需求，奥运会后北京城轨交通即将进入快速成长阶段，世博与亚运会等重大工程建设也带来沪穗等地的城轨发展机遇，公司依托行业运营经验与竞争优势将明显受益。

□ “皖江城市带承接产业转移示范区规划”获批，区域经济纵深发展为公司成长注入新动力

2010 年 1 月，国务院正式批复《皖江城市带承接产业转移示范区规划》。作为首个获批复的国家级承接产业转移示范区，皖江城市带承接产业转移示范区是国家实施区域协调发展战略的又一重大举措，对于探索中西部地区承接产业转移新途径和新模式、深入实施促进中部地区崛起战略具有重要意义。

2005-2008 年期间，皖江城市带实际利用外资额年均增速达到 43%，分别比全国、长三角、中部地区平均增速高 27.8、25.4 和 15.4 个百分点。同期，皖江九市利用省外境内资金年均增长达 65%，2008 年达到了 2163.9 亿元，其中来自长三角的资金占 55%，皖江城市带已成为与长三角联系最为密切、承接产业转移较多的区域之一。皖江城市带包括合肥、芜湖、马鞍山、铜陵、安庆、池州、巢湖、滁州、宣城九市，以及六安市的金安区和舒城县，人口 3058 万人，2008 年国内生产总值 5818 亿元，区域经济发展水平高，消费潜力巨大。皖江城市带加工产品的 50% 以上为长三角配套，汽车、家电等产业所需零部件 70% 左右来自长三角。

根据《规划》，皖江城市带承接产业转移示范区将依托现有的产业基础，继续发挥区位和资源优势，在空间布局上以沿长江一线为发展轴，以合肥和芜湖两市为“双核”，以滁州和宣城两市为“双翼”，构筑“一轴双核两翼”产业分布的新格局。《规划》还提出，皖江城市带承接产业转移示范区还将加快技术创新升级，强化技术创新要素支撑，构建企业主体、市场导向、政府推动、产学研结合的开放型区域

创新体系，促进产业承接与自主创新相融合。

作为“双核”之一的芜湖，其区位优势、资源要素、产业基础等方面均在皖江城市带中具备独特优势，公司做为安徽省内具备区域垄断性优势的电力设备企业，皖江城市在产业承接转移中的快速推进将为其注入持续不断的新动力，我们了解到目前安徽省经信委正联合包括公司在内的优势企业进行“皖江示范区”的具体规划与细则进行梳理，做为重振区域经济的重大机遇，政府及企业层面正紧锣密鼓、有条不紊的推进中，预计 2010 年上半年规划草案能够推出；届时，强烈的政策预期与成长空间将能够明显提升公司做为区域电力设备龙头企业的估值水平。

□ 投资评级：

测算公司 2010-2012 年每股收益（全面摊薄后）为 0.44 元，0.6 元和 0.81 元，目前动态 PE52.61X，做为区域输配电设备龙头企业，民营企业的背景铸就了公司优秀的管理水平、费用控制能力和市场开拓动力；皖江城市规划有望在经济转型期间为公司成长带来新的动力，此外在准高铁及高铁铁路设备市场的前三强地位使得公司具备了立足高端市场的基础，有望在皖江区域政策扶持和铁路设备市场成长性的双重预期下明显受益，因此公司估值可望获得超出行业的溢价空间，我们给予公司“增持”评级，暂无目标价位。

风险提示：皖江城市规划的政策扶持力度与实际受益程度尚难量化；此外，铁路设备市场丰厚利润空间也带来众多角逐者，公司的市场开拓力度、行业地位和管理能力能否适应市场变化值得投资者密切关注。

表 2、利润表预测

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	418.85	513.23	658.47	870.83	1,145.14
营业收入(百万元)	418.85	513.23	658.47	870.83	1,145.14
YOY (%)	13.43%	22.53%	28.30%	32.25%	31.50%
营业总成本(百万元)	386.65	469.22	601.35	793.54	1,039.50
营业成本(百万元)	277.80	342.58	441.18	587.81	776.41
毛利率 (%)	33.68%	33.25%	33.00%	32.50%	32.20%
营业税金及附加	1.82	2.23	2.86	3.78	4.97
销售费用(百万元)	50.60	53.50	65.85	83.60	108.22
管理费用(百万元)	37.86	53.20	70.13	91.44	115.66
财务费用(百万元)	18.56	17.25	20.74	26.12	33.21
三项费用率 (%)	25.55%	24.15%	23.80%	23.10%	22.45%
资产减值损失(百万元)	0.00	0.46	0.59	0.79	1.03
投资净收益(百万元)	0.08	0.15	0.20	0.35	0.50
营业利润(百万元)	32.28	44.16	57.33	77.64	106.14
YOY (%)	-5.40%	36.78%	29.82%	35.44%	36.71%
加: 营业外收入(百万元)	0.82	2.00	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.41	0.18	0.00	0.00	0.00
利润总额(百万元)	32.69	45.98	57.33	77.64	106.14
减: 所得税(百万元)	4.88	7.06	8.66	11.65	15.92
实际税率 (%)	14.94%	15.36%	15.10%	15.00%	15.00%
净利润(百万元)	27.81	38.92	48.67	65.99	90.22
减: 少数股东损益(百万元)	0.03	0.26	0.33	0.44	0.58
归属母公司股东的净利润	27.78	38.66	48.34	65.55	89.64
YOY (%)	15.99%	39.14%	25.04%	35.61%	36.74%
总股本(百万股)	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00
每股收益(元):	0.25	0.35	0.44	0.60	0.81

数据来源: 东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

陈 鹏, 电力设备与新能源行业分析师

重点跟踪公司: 东方电气、上海电气、中国西电、特变电工、天威保变、华仪电气、宝胜股份、三变科技、天奇股份、航天机电等

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料,但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司,或任何其附属或联营公司的立场,且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士,但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址:上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122