

大连电瓷 (002606)

绝缘子行业龙头，特高压发展借力

——大连电瓷 (002606) 新股询价报告

康凯 (参见尾页说明)

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

编号 S0880511010009

本报告导读:

国内绝缘子行业龙头，参与特高压交直流示范工程，在高端领域先发优势明显，未来随着下游直流建设加速和海外市场扩张，收入规模和盈利能力有望领先行业。

投资要点:

- 公司是国内绝缘子行业龙头，09 年主营收入、利润和新品产值均居前列，08-10 年盘形悬式瓷绝缘子产销量、出口量排名第一，同期线路瓷绝缘子在国网招标中份额在 37% 以上，居首位。
- 绝缘子行业发展受装机规模增长和电网建设影响，“十二五”期间国网投资或超过 1.7 万亿，全国电网投资规模将达 2.5 万亿。其中“十二五”特高压直流工程建设将高达 2700 亿元。下游电网投资扩大将拉动输配电设备的需求增长，绝缘子市场的容量也随之稳步增长。
- 特高压直流建设拉动绝缘子产品结构性需求增长。以正负 800kV 直流工程用 420kN、550kN 产品为例，国际上仅日本 NGK、NGK 在唐山投资企业和本公司具备生产能力，09 年获得 1.3 亿订单、11 年 6 月获得 2.1 亿订单。我们认为，直流用产品技术难度高，先发优势将有助维持行业领先地位；发改委对特高压建设国产化率要求高，与外资或合资企业竞争，公司有望获得更多扶持。
- 海外市场，潜力巨大。主要海外市场集中在美国和印度，其中印度占比约 69%。印度长期处于电力供不应求状态，近几年高速增长的电源和电网投资，将带来大量需求。我们认为未来收入规模扩张将主要倚仗出口市场。
- 公司产品定位高端，高压产品比例高，市场竞争者较少，产品多次参与特高压交、直流示范项目，先发优势明显。
- 募投项目消除产能瓶颈，新增悬瓷绝缘子产能 20,266 吨，复合绝缘子 5,236 吨。同时建设国家级技术中心，可保持和提高公司的技术领先水平，对未来业务发展和行业地位起保障作用。
- 我们预测 2011、2012 年 EPS 分别为 0.75 元和 1.00 元。我们认为询价区间为 12.75-16.50 元/股，对应 11 年预测市盈率为 17 倍~22 倍。

建议询价区间

12.75-16.50

上市首日定价区间

14.50-18.15

2011.07.25

发行上市资料

发行前总股本 (万股)	7,500
本次拟发行量 (万股)	2,500
发行日期	2011.07.27
发行方式	网下询价, 上网定价

保荐机构

预计上市日期

发行前财务数据

每股净资产 (元)	3.27
净资产收益率 (%)	30.3%
资产负债率 (%)	73.1%

主要股东和持股比例

刘桂雪	56%
潘洪沂	8%
熊若刚	5%
姜可军	5%
其他 16 名自然人	26%

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	564.28	594.41	671.88	881.64	1001.09
(+/-)%	28.96%	5.34%	13.03%	31.22%	17.22%
经营利润 (EBIT)	138.44	83.88	84.06	111.25	132.81
(+/-)%	173.55%	-39.41%	0.21%	32.35%	19.38%
净利润	106.43	74.27	74.52	99.72	120.87
(+/-)%	265.01%	-30.22%	0.33%	33.82%	21.21%
每股净收益 (元)	1.06	0.74	0.75	1.00	1.21
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

注：每股净收益按发行后的总股本计算

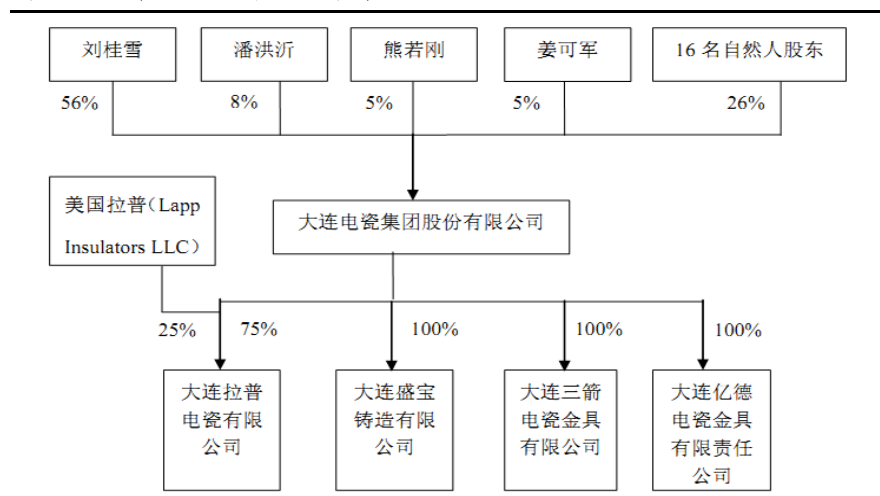
请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 绝缘子龙头企业，专注绝缘子与避雷器行业

公司前身为大连电磁厂，2003 年由现董事长刘桂雪等 22 名自然人和华信信托共同出资设立大连电瓷有限公司，2009 年变更为集团股份有限公司。03 年改制至今，仅 8 年就成长为国内绝缘子避雷器行业龙头：08-10 年盘形悬式瓷绝缘子产量、销量和出口量均排名第一，同期主导产品线路瓷绝缘子在国网中标金额排名第一。目前产品已广泛应用在国外和国内电力行业。

公司实际控制人为刘桂雪先生，持有上市前公司 56% 股份。

图 1：公司股权结构（发行前）



数据来源：国泰君安证券研究、公司招股意向书

公司主要生产输电线路用瓷、复合绝缘子和电站用瓷、复合绝缘子等产品。三种材料绝缘子各具优缺点，其中瓷绝缘子依靠稳定性和成熟的技术，在 07-09 年国网累计招标中占比达到 45%，而玻璃绝缘子和复合绝缘子分别为 30% 和 25%。

我们认为，未来招标将根据线路使用需求选择不同产品，差异化和多样化是发展趋势，“三分天下”格局继续。

表 1：公司主要产品明细

产品类别	产品名称	产品用途
瓷绝缘子	40kN—550kN 交流系列普通型盘形悬式瓷绝缘子	主要用于高压架空输电线路
	70kN—550kN 交流系列防污型盘形悬式瓷绝缘子	
	70kN ~ 550kN 直流系列防污型盘形悬式瓷绝缘子	用于超高压直流输电线路
	10kV ~ 800kV 普通和耐污型高强度棒形支柱瓷绝缘子	主要用于高压电器和配电装置
复合绝缘子	35kV ~ 1000kV 交流棒形悬式复合绝缘子	
	±500kV ~ 800kV 直流棒形悬式复合绝缘子	复合绝缘子主要用于高压架空输电线路
	10kV ~ 500kV 交、直流棒形支柱复合绝缘子	主要用在发电厂、变电站设备
	25kV 电气化铁道棒型复合绝缘子	用于电气化铁道接触网架空输电线路
其他产品	500kV/120kN 高压线路用复合相间间隔棒	

图 2: 输电线路用瓷绝缘子



数据来源: 国泰君安证券研究

图 3: 电站用棒形支柱瓷绝缘子



数据来源: 国泰君安证券研究

公司前期参与我国瓷绝缘子技术国产化, 进入市场时间早、产品定位高, 使得在后续包括直流产品等的研发、试点项目中得到电网招标方支持, 掌握核心技术并具备了先发优势。

以正负 800kV 直流工程用 420kN、550kN 产品为例, 国际上仅日本 NGK、NGK 在唐山投资企业和本公司具备生产能力, 09 年获得 1.3 亿订单、11 年 6 月获得 2.1 亿订单。我们认为, 直流用产品技术难度高, 先发优势将有助公司维持行业领先地位; 发改委对特高压建设国产化率要求高, 与外资或合资企业竞争, 公司有望获得更多扶持。

随着“十二五”特高压直流建设加速，公司产品结构将得到进一步优化，这主要体现在 420kN 以上高毛利率产品占比提升(以向上线为例毛利率接近 45.7%)。同时，收入规模扩大主要倚仗出口，海外市场成为未来横向拓展方向。

2. 主营收入多点开花，有效化解风险

公司收入主要来源于悬瓷绝缘子，10 年占主营收入比重为 68.39%，相比 08 和 09 年度，占比在逐步下降；同时复合绝缘子收入占营业收入比重逐年上升，10 年末为 15.78%，可见公司逐步摆脱了依靠单一产品线的业务模式，通过复合绝缘子等其他产品的业务发展，可以有效降低单一产品收入波动大的风险。

表 2: 公司主营业务收入按产品分类

单位: 万元

主要产品	2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
悬瓷绝缘子	40,533.88	68.39%	43,456.56	77.12%	36,672.24	83.90%
电站电瓷	4,933.43	8.32%	4,746.65	8.42%	4,197.74	9.60%
复合绝缘子	9,350.11	15.78%	4,895.71	8.69%	2,155.42	4.93%
其他	4,449.81	7.51%	3,251.31	5.77%	686.11	1.57%
主营收入	59,267.22	100%	56,350.23	100.00%	43,711.51	100.00%

数据来源: 国泰君安证券研究、公司招股意向书

国外市场的收入占比 2010 年为 42.47%，营业收入同比 09 年增速近 110%，使得公司在充分享受国内外市场增长的同时，可以对冲单一市场增长的不确定性。

公司国内市场主要集中于华东、华中、华北、西北等地区，国外市场主要销往印度、美国等国家。

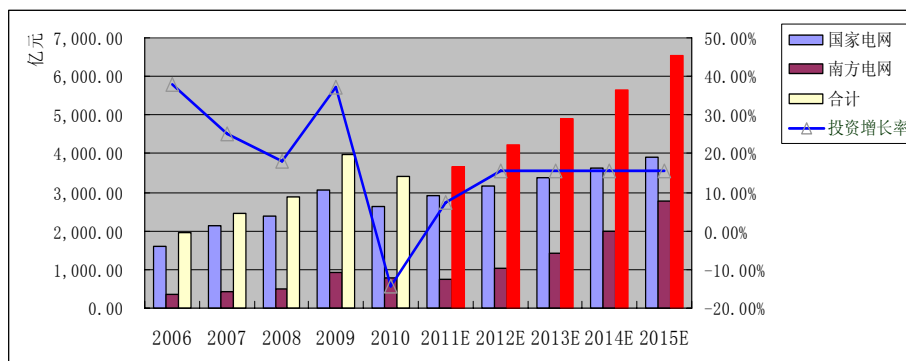
3. 国内外市场齐发，市场规模稳步增长

3.1 “十二五”电网投资稳步增长，特高压成就结构机会

绝缘子与避雷器行业同下游电网和电力公司的投资关系密切。

“十一五”期间国家电网和南方电网合计实现电网投资约 1.5 万亿，按公开资料，“十二五”期间，国家电网的电网投资将超过 1.7 万亿，全国电网投资规模将达 2.2-2.5 万亿。其中“十二五”特高压直流工程建设将高达 2700 亿元。下游电网投资的扩大将拉动输配电设备的需求增长，绝缘子避雷器市场的容量也随之稳步增长。

图 4: 我国“十二五”期间电网投资预测



数据来源：国泰君安证券研究、中电联网站

特高压建设拉动绝缘子产品结构性需求增长。2010年初，国家电网提出坚强智能电网的建设规划，分三个阶段进行，总投资规模将超过4万亿。其中全国骨干电网将主要通过特、超高压输电网络连接形成；实现华北、华东、华中等负荷中心地区与西北、东北、西南等煤电、水电等能源中心的互联，提高跨区域电网的电力输送能力。

2010年2月，国网公司宣布，至2020年建成±800kV直流输电项目20个，±1000kV直流输电项目4个，特高压交流线路达5.1万公里，直流线路4.8万公里。南方电网公司规划，2030年前建设5回1000kV交流输电通道；“十二五”末建成糯扎渡至广东±800kV直流输电通道。此外广东电网也将建成1000kV的双回半环网络。

特高压电网建设的结构性变化，促进高端绝缘子产品的市场需求。从国网公司招标信息看，2009年瓷绝缘子在电压等级高于750kV的市场中占有率超过50%。

2011年6月国网公司第二条特高压直流“锦屏—苏南”±800kV工程完成了绝缘子招标，大连电瓷中标金额达2.1亿元，其中悬式瓷绝缘子产品达2.01亿元，中标率68%。

表 3: “十二五”规划的特高压直流工程

序号	名称	投运时间	起点终点	长度 (km)	容量 (MW)	投资 (亿元)	绝缘子招标
1	锦屏—苏南	2012	锦屏—苏州	2100	7200	214	已招标
2	宁东—浙江	2012	宁东—绍兴	1700	7200	195	
3	溪洛渡—浙江	2013	溪洛渡—浙西	1688	7200	194	
4	哈密—河南	2014	哈密—郑州	2400	7200	230	
5	呼盟—山东	2014	呼盟—德州	1600	7200	189	
6	蒙西—江西	2015	蒙西—新余	1600	7200	189	

7	酒泉—江苏	2015	酒泉—泰州	2450	7200	230
8	准东—河南	2015	准东—豫北	2800	7200	245
9	蒙古—山东	2015	锡伯敖包—寿光	1450	7200	180
10	哈密—山东	2016	哈密—沂蒙	2700	7200	240
11	锡盟—无锡	2016	锡盟—无锡	1700	7200	195
12	糯扎渡—广东	2012	糯扎渡—广东	1472	5000	187

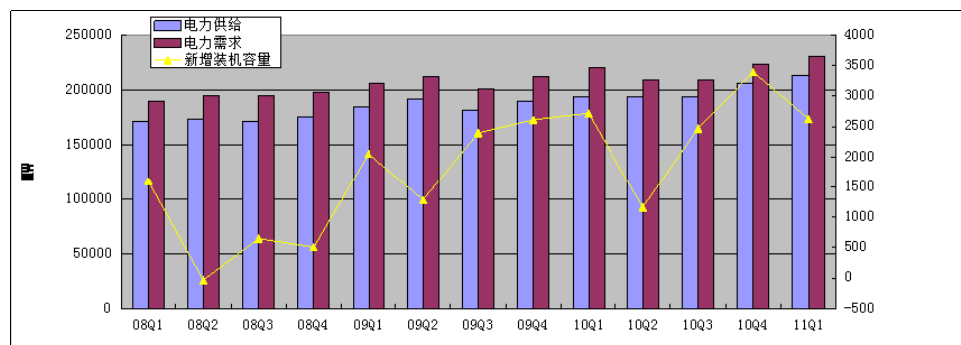
数据来源：国泰君安证券研究、公司价值投资报告

3.2 海外市场潜力巨大，印度扩容、电网投资需求旺盛

我国电网发展起步晚但进度快，目前已基本完成省内及区域内骨干网络的建设，未来随着装机容量增长保持平稳增速。

相比之下，国外尤其是第三世界国家随着经济增速提高，固定资产投资需求加大，电网作为基础保障设施将得到优先发展。2010 年公司出口占比达到 40%，其中印度和美国贡献最多。我们认为，未来公司收入规模扩大，将仰仗海外市场开拓进度。

图 5：印度新增装机容量及电力供求情况



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

表 4：公司主营业务收入按地区分类

单位：万元

地区	2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	34,097.41	57.53%	44,358.59	78.72%	32,770.36	74.97%
国外	25,169.81	42.47%	11,991.64	21.28%	10,941.15	25.03%
主营收入合计	59,267.22	100.00%	56,350.23	100.00%	43,711.51	100.00%

数据来源：国泰君安证券研究、公司招股意向书

表 5：公司国外收入分类

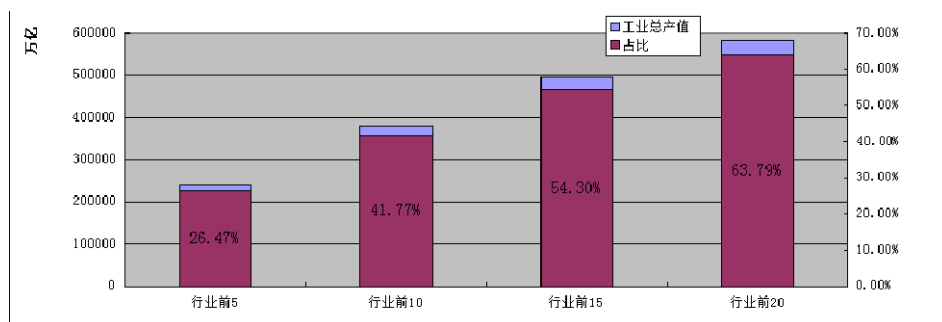
序号	国别	2010 年		2009 年		2008 年	
		销售收入	占出口总额比例	销售收入	占出口总额比例	销售收入	占出口总额比例
1	印度	15,290.78	60.75%	6,818.48	56.86%	4,478.51	40.93%
2	美国	3,451.13	13.71%	2,590.62	21.60%	3,115.46	28.47%
小计		18,741.91	74.46%	9,409.10	78.46%	7,593.97	69.40%

数据来源：国泰君安证券研究、公司招股意向书

4. 行业集中不高，产品三分天下

我国绝缘子行业和避雷器行业集中度不高，竞争主要集中在产品质量、技术、价格等方面。高端产品市场（500kV 及以上电压等级）竞争方式主要是质量为主、价格为辅，竞争相对适中；中端产品市场（220kV 电压等级）竞争方式主要是质量和价格并重，竞争相对激烈；低端产品市场（110kV 及以下电压等级）竞争方式主要是价格为主，质量为辅，竞争非常激烈。

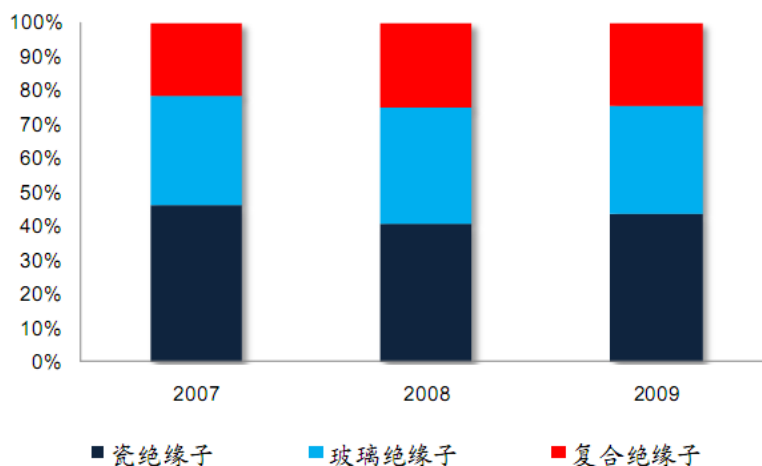
图 6：2009 年绝缘子行业情况



数据来源：中国电器工业年鉴 2010、国泰君安证券研究

纵观发展过程，瓷绝缘子的发展历史最长，玻璃绝缘子次之，最后是复合绝缘子（1995 年后才进入全面实用化阶段。）目前在高压绝缘子市场中，瓷绝缘子的市场占有率最高。

图 7：瓷、玻璃、复合绝缘子的市场份额



数据来源：国泰君安证券研究、公司价值投资报告

公司属于绝缘子避雷器行业龙头，07-09 年主营业务收入占行业比重平均维持在 8.63% 左右。从国家电网历年的绝缘子招标情况看，公司的比例保持在 17% 以上。

表 6：公司主营收入行业占比

年份	行业 (万元)	大连电瓷 (万元)	占比 (%)
2007 年	430,233.28	42,019.15	9.77
2008 年	491,199.60	43,711.51	8.9
2009 年	781,919.10	56,350.23	7.21

注：2009 年行业纳入统计企业数由上年 42 家增加到 91 家。

数据来源：国泰君安证券研究、公司招股意向书

表 7：公司主营收入行业占比

项目	2009 年	2008 年	2007 年
集中招标金额	167,909.57	107,948.02	129,266.56
大连电瓷中标金额	30,053.71	27,429.64	29,360.84
大连电瓷占比	17.90%	25.41%	22.71%

数据来源：国泰君安证券研究、公司招股意向书

从产品结构上看，公司在高电压等级细分市场有非常强的竞争力，09 年线路次绝缘子产量占全行业比重为 21.09%，排名第一。

表 8：公司各类瓷绝缘子产量行业占比

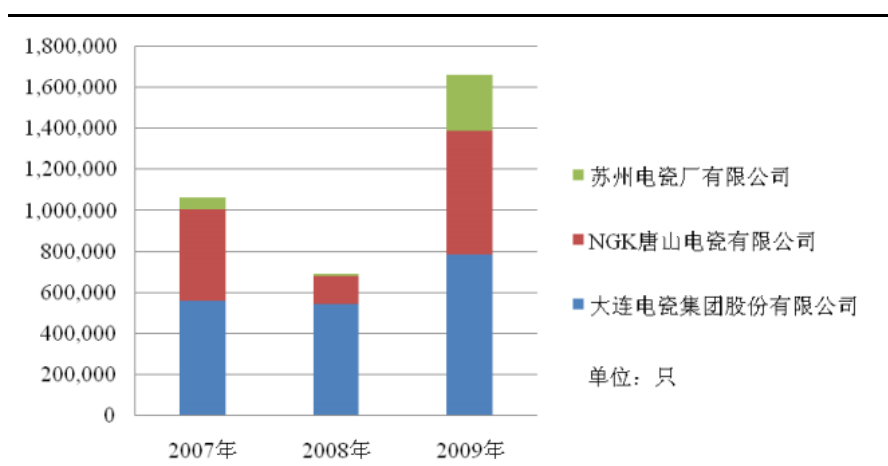
2009 年产量 (单位：吨)	行业	大连电瓷	占比
1. 瓷绝缘子	321,541.00	42,761.30	13.30%
1.1 线路瓷绝缘子	187,411.00	39,529.00	21.09%
1.1.1 盘形悬式	146,542.00	39,529.00	26.97%
1.2 电站电瓷	134,130.00	3,232.30	2.41%

数据来源：国泰君安证券研究、公司招股意向书

公司在 300kN 及以上绝缘子产品领域具有领先的竞争优势，同比行业内的其他竞争厂商，在国家电网的历年招标中，中标比率高，且份额呈现稳步上升的态势。

总体来说，与竞争对手相比，公司在技术积累、品牌支持、规模优势、客户资源上具有相当的优势。公司同科研院所合作，多次参与特高压交、直流输变电重大项目；大连电瓷是我国最大的线路瓷绝缘子生产企业。规模化可以带来采购、客户、生产、管理等多方面的优势。

图 8：瓷、玻璃、复合绝缘子的市场组成



数据来源：国泰君安证券研究、公司招股意向书

5. 募投项目分析及询价建议

公司本次发行新股，募集资金项目投资总额为 46,970.00 万元，主要投向三个项目。

表 9：公司募投项目情况

序号	项目名称	总投资额 (万元)	建设投资 (万元)	铺底流动资金 (万元)
1	大连电瓷集团股份有 限公司瓷绝缘子扩大 生产能力项目	26,795.00	23,300.00	3,495.00
2	大连电瓷集团股份有 限公司复合绝缘子建 设项目	16,675.00	14,500.00	2,175.00

3	大连电瓷集团股份有 限公司创建国家级技 术中心项目	3,500.00	3,500.00	
	合计	46,970.00	41,300.00	5,670.00

数据来源：国泰君安证券研究、公司招股意向书

公司目前瓷绝缘子、复合绝缘子等产品的产能利用率均超 100%，考虑到未来国内外市场电网和电源投资带来的绝缘子产品需求增长，公司规划的瓷绝缘子和复合绝缘子扩产项目，将能够缓解公司的产能约束，最大限度分享绝缘子市场容量的增长前景。

表 10：公司募投项目完成后各产品产能情况

产品类别	单位	现有产能	募投项目新增 产能	产能增长率	达产后产能
悬瓷绝缘子	吨	36,000.00	20,266.00	48.25%	62,266.00
复合绝缘子	吨	2,100.00	5,236.14	249.34%	7,336.14
电站电瓷	吨	3,700.00	3,476.00	93.95%	7,176.00

数据来源：国泰君安证券研究、公司招股意向书

我们预测 2011、2012 年净利润为 7452 万和 9972 万元。按照增发后的总股本 10,000 万股计算，对应 EPS 为 0.75、1.00 元。考虑随着特高压直流审批建设提前，进入 2013 年后年化招标增速将明显下滑，同时出口业务存在发展不确定性。我们预计合理询价区间在 12.75-16.5 元，对应 11 年估值在 17 到 22 倍。

作者简介:**刘骁（贡献作者）:**

执业资格证书编号：S0880110110167

电话：010-59312823

邮箱：liuxiao009336@gtjas.com

电力设备行业研究员，清华大学电机系高电压工程硕士、电气工程及其自动化专业学士，2010年10月加入国泰君安证券。曾任职于新时代证券投资部和毕马威华振会计师事务所。

康凯:

执业资格证书编号：S0880511010009

电话：0755-23976023

邮箱：kangkai@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		