



上市公司新股研究报告

证券研究报告
机械工业—电气设备

谨慎申购

大连电瓷（002606）

2011年7月28日

股票价格

发行价	17.00 元
合理价值区间	15.12-17.64 元
网下发行数量（万股）	500
网上发行数量（万股）	2000

股本结构（发行后）

总股本（万股）	10000
流通 A 股（万股）	2500
B 股/H 股（万股）	0

重要日期

网下缴款日	2011 年 7 月 28 日
网上申购日	2011 年 7 月 28 日

电气设备与新能源行业高级分析师

牛品

SAC 执业证书编号：S0870510120029

电话：021-23219390

Email: np6307@htsec.com

联系人

房青

电话：021-23219692

Email: fangq@htsec.com

瓷绝缘子龙头企业 特高压带动业绩增长

公司为我国线路瓷绝缘子龙头企业，2007-2009 年盘形悬式瓷绝缘子产、销、出口量居国内厂商首位。按绝缘子投资占电网投资 3% 比例测算，我国年均绝缘子市场容量约 100 亿元。如果特高压后续项目如期进行，公司业绩将出现较快增长。

主要财务数据及预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率（%）	28.96	5.34	14.17	26.49	23.62
毛利率（%）	40.82	35.53	34.74	35.12	35.79
净资产收益率（%）	43.53	22.72	7.93	10.53	12.75
每股收益（元）	1.06	0.74	0.63	0.93	1.29

注：每股收益按本次发行结束后的总股本 10000 万股计算。

资料来源：海通证券研究所

- **近年业绩稳定增长。**公司主要产品包括高压输电线路用瓷、复合绝缘子，电站用瓷、复合绝缘子，电瓷金具等。目前悬式瓷绝缘子为公司主要收入来源，2010 年该项业务占营收比重近 70%。近年来绝缘子产业增速较为平稳，公司 2008-2010 营收复合增长率约 17%。
- **线路瓷绝缘子龙头企业。**2008-2010 年公司主导产品线路瓷绝缘子在国家电网公司集中招标平台中标金额均连续排名第一，占比保持在 37% 以上。其中，公司生产的 300kN 及以上的高强度瓷绝缘子在国家电网公司招标中中标金额蝉联第一。
- **倚靠技术优势，龙头地位具可持续性。**瓷绝缘子方面，目前国内高档瓷绝缘子及瓷套管需求 50% 以上依赖进口，公司是国内唯一能生产 400kN 及 550kN 等级盘形悬式瓷绝缘子的厂商，国际上亦仅日本 NGK、NGK 唐山电瓷具该产品生产能力。复合绝缘子方面，300KV 以上复合绝缘子技术壁垒使该产业集中度较高，2009 年国网 500KV 复合绝缘子招标中，公司市场份额约 12%。
- **特高压后续项目审批后将助推公司业绩增长。**公司具备向“云南-广东”、“向家坝-上海”800kV 特高压直流线路及“晋东南-南阳-荆门”1000kV 特高压交流线路的瓷绝缘子供货经验，其中在“向家坝-上海”线路的供货量占同类产品 50% 以上。根据国家电网公司和南方电网公司未来十年关于直流和交流特高压的建设计划，预测至 2020 年前国内直流高吨位悬式瓷绝缘子年均需求量约 165 万只，交流高吨位瓷绝缘子年均需求量约 120 万只。预计年均绝缘子市场容量约 100 亿元。
- **募投项目着力瓷、复合绝缘子产能扩张及技术研发。**募投项目在扩张瓷、复合绝缘子产能的同时，亦着力绝缘子技术研发水准提升。项目建设期 1 年，公司前期用自有资金进行项目建设，募投项目与 2011 年即逐步贡献业绩。据我们的盈利预测，项目达产后新增营收近 2.5 亿元。我们认为，公司通过募投项目进一步提升 300KV 以上交、直流复合绝缘子产能及技术水准，使高电压等级复合绝缘子成为公司发展另一看点。
- **公司股票合理价值区间为 15.12-17.64 元。**我们预测公司 2011-2013 年的每股收益将达 0.63 元、0.93 元、1.29 元。参考同行业的估值水平，我们给予公司 2011 年 24-28 倍的 PE，对应的价值区间为 15.12-17.64 元，谨慎申购。
- **公司主要不确定因素。**（1）市场竞争风险；（2）电网投资进程不达预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 大连电瓷盈利预测假设条件（万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入						
悬瓷绝缘子	36672.24	43456.56	40533.88	42965.80	52186.83	62826.48
电站电瓷	4197.74	4746.65	4933.43	5423.49	7347.17	9653.03
复合绝缘子	2155.42	4895.71	9350.11	14475.12	21310.28	28638.26
其他	729.75	3329.16	4623.10	5000.00	5000.00	5000.00
合计	43755.15	56428.08	59440.52	67864.41	85844.28	106117.77
yoy						
悬瓷绝缘子		18.50%	-6.73%	6.00%	21.46%	20.39%
电站电瓷		13.08%	3.93%	9.93%	35.47%	31.38%
复合绝缘子		127.13%	90.99%	54.81%	47.22%	34.39%
其他		356.21%	38.87%	8.15%	0.00%	0.00%
合计		28.96%	5.34%	14.17%	26.49%	23.62%
营业成本						
悬瓷绝缘子	23565.58	24887.57	24843.22	26423.97	31833.97	37695.89
电站电瓷	2877.97	2725.53	3520.00	3986.27	5436.91	7143.24
复合绝缘子	1592.42	3285.51	6052.33	9625.95	14171.33	19044.44
其他	517.17	2496.16	3905.49	4250.00	4250.00	4250.00
合计	28553.14	33394.77	38321.03	44286.18	55692.21	68133.57
毛利率						
悬瓷绝缘子	35.74%	42.73%	38.71%	38.50%	39.00%	40.00%
电站电瓷	31.44%	42.58%	28.65%	26.50%	26.00%	26.00%
复合绝缘子	26.12%	32.89%	35.27%	33.50%	33.50%	33.50%
其他	29.13%	25.02%	15.52%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	34.74%	40.82%	35.53%	34.74%	35.12%	35.79%
营业收入	43755.15	56428.08	59440.52	67864.41	85844.28	106117.77
yoy		28.96%	5.34%	14.17%	26.49%	23.62%
营业成本	28553.14	33394.77	38321.03	44286.18	55692.21	68133.57
yoy		16.96%	14.75%	15.57%	25.76%	22.34%
营业利润率	34.74%	40.82%	35.53%	34.74%	35.12%	35.79%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

表 2 大连电瓷损益表预测（万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	43755.15	56428.08	59440.52	67864.41	85844.28	106117.77
增长率（%）		28.96	5.34	14.17	26.49	23.62
营业成本	28553.14	33394.77	38321.03	44286.18	55692.21	68133.57
毛利率（%）	34.74	40.82	35.53	34.74	35.12	35.79
营业税金及附加	388.48	484.80	428.51	488.62	618.08	764.05
销售费用	3075.56	4039.70	4122.87	4750.51	6009.10	7428.24
销售费用率（%）	7.03	7.16	6.94	7.00	7.00	7.00
管理费用	6296.52	9072.00	9193.08	11661.16	15816.68	18952.18
管理费用率（%）	14.39	16.08	15.47	17.18	18.42	17.86
财务费用	1347.84	1349.17	1425.15	1500.00	880.00	900.00
资产减值损失	471.18	114.86	713.11	418.00	600.00	600.00
期间费用	11191.09	14575.73	15454.21	18329.67	23305.78	27880.43
期间费用率（%）	25.58	25.83	26.00	27.01	27.15	26.27
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	-69.92	0.00	0.00	0.00
营业利润	3622.43	7972.78	5166.84	4759.92	6228.21	9339.72
EBIT	5064.55	13843.52	9813.30	8866.50	11808.11	16075.09
增长率（%）		173.34	-29.11	-9.65	33.18	36.14
EBIT margin	11.57	24.53	16.51	13.07	13.76	15.15
营业外收入	198.49	16910.90	3329.10	2714.58	4807.90	5943.36
营业外支出	104.21	12389.32	107.79	108.00	108.00	108.00
利润总额	3716.71	12494.36	8388.15	7366.50	10928.11	15175.09
增长率（%）		236.17	-32.86	-12.18	48.35	38.86
所得税	788.66	1671.03	934.15	1104.98	1639.22	2276.26
所得税率（%）	21.22	13.37	11.14	15.00	15.00	15.00
净利润	2928.05	10823.33	7454.00	6261.53	9288.89	12898.82
少数股东损益	12.21	180.79	26.95	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者净利润	2915.84	10642.54	7427.05	6261.53	9288.89	12898.82
总股本（万股）	1000.00	7500.00	7500.00	10000.00	10000.00	10000.00
稀释 EPS	0.29	1.06	0.74	0.63	0.93	1.29

注：每股收益按本次发行结束后的总股本 10000 万股计算。

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

表 3 可比上市公司估值对比

		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
		7 月 27 日	7 月 27 日	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
601179	中国西电	5.67	247.04	0.15	0.20	0.35	38.62	29.08	16.20
300069	金利华电	16.43	12.82	0.34	0.78	1.24	48.90	21.06	13.25
000551	创元科技	15.20	40.54	0.24	0.54	0.75	64.00	28.36	20.24
							50.51	26.17	16.56

资料来源：WIND，海通证券研究所

我们预测公司 2011-2013 年的每股收益将达 0.63 元、0.93 元、1.29 元。参考同行业的估值水平，我们给予公司 2011 年 24-28 倍的 PE，对应的价值区间为 15.12-17.64 元，谨慎申购。

信息披露

分析师声明

牛 品：电力设备和新能源行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：国电南自、国电南瑞、四方股份、积成电子、荣信股份、理工监测、华光股份、杭锅股份、东方电气、上海电气、龙源技术、中国西电、平高电气、合康变频。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。