

2011 年 8 月 3 日

鑫龙电器

业绩超预期，未来有望不断超越

A
未有评级

002298.SZ-人民币 13.15

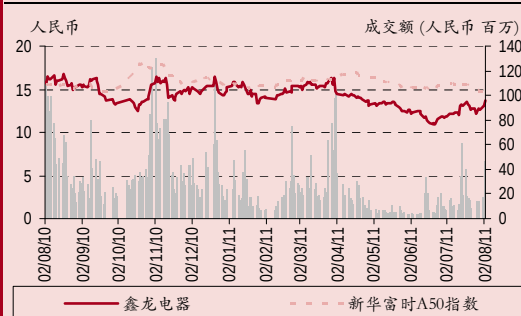
胡文洲, CFA *

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210090002

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(11)	15	3	(13)
相对新华富时 A50 指数(%)	(6)	20	13	(6)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	165
流通股(%)	59.34
流通股市值(人民币 百万)	1,288
3 个月日均交易额(人民币 百万)	11
净负债比率(%) (2011E)	37
主要股东(%)	
束龙胜	40.66

 资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
 以 2011 年 8 月 1 日当地货币收市价为标准

*刘波、武雯、游家训为本报告的重大贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

公司发布 2011 年中报业绩, 实现营业收入约 4.1 亿, 同比增长 48.1%, 实现净利润约 0.31 亿, 同比增长 48.1%, 存货约 4.4 亿, 同比增长 17%, 业绩增长超过市场预期。由于募投项目投产和前期布局效应显现, 公司业绩进入快车道, 预计全年公司实现营收 9 亿以上, 实现净利润约近 0.76 亿, 业绩同比增长 70% 以上。

中报要点

- **业绩增长加速。**公司半年度实现营收 4.1 亿, 增长 48%, 实现净利润约 0.31 亿, 增长 48%, 存货约 4.4 亿, 同比增长 17%。业绩增长速度较往年增速大幅提高。公司同时公告, 3 季度增长将在 50%-80%。
- **募投项目投产及前期布局效应显现。**经过近三年在研发和销售方面的大笔投入(导致盈利能力大幅低于行业水平), 公司无论研发队伍还是销售队伍规模均处于国内中低压行业之前列, 截止目前为止, 公司约有员工 2,000 多人(2009 年底约 1,000 人)。随着募投项目投产, 前期布局效益开始显现, 业绩增长加速。
- **全年业绩有望翻倍。**根据对公司存货状况和销售效率分析, 我们预计公司今年的新增订单仍将有望大幅增长, 按照历史情况来看, 公司全年有望实现营业收入在 9 亿以上, 实现净利润近 0.76 亿, 业绩同比增长在 70% 以上。
- **未来发展后劲十足。**前期布局效益和募投项目投产, 公司未来两到三年发展后劲十足, 预计成套(开关和电力电子成套)和元器件(断路器和自动化装置)业务都将保持较快增长, 其中元器件增速有望实现年均 60% 以上增长, 综合毛利率仍将持续小幅提升, 规模效益将致盈利能力也将稳步提升。

估值

- **估值处于中低压行业较低水平。**预计公司 2011 年-2013 年实现每股收益为 0.46 元、0.75 元、1.12 元, 对应当前股价的市盈率分别为 28.6、17.5 倍和 11.8 倍。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	513	610	915	1,264	1,737
增幅(%)	22.4	18.8	50.0	38.3	37.4
净利润(人民币 百万)	38	43	76	124	184
全面摊薄每股收益(人民币)	0.23	0.26	0.46	0.75	1.12
增幅(%)	26.0	12.5	77.3	63.5	48.6
市盈率(倍)	57.1	50.8	28.6	17.5	11.8
每股现金流量(人民币)	0.12	(0.81)	0.28	0.04	0.49
价格/每股现金流量(倍)	108.41	(16.18)	46.30	374.07	27.04
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.82	38.07	19.69	12.90	9.22
每股股息(人民币)	0.09	0.08	0.05	0.08	0.11
股息率(%)	0.7	0.6	0.3	0.6	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2011 年上半年净利润增长 48%

公司上半年度实现营收 4.1 亿，增长 48%，实现净利润约 0.31 亿，增长 48%，存货约 4.4 亿，同比增长 17%。业绩增长速度较往年增速大幅提高。

公司业绩增速超往年，最主要的原因是募投项目投产及前期布局效应显现。经过近三年在研发和销售方面的大笔投入（导致盈利能力大幅低于行业水平），公司无论研发队伍还是销售队伍规模均处于国内中低压行业之前列，截止目前为止，公司约有员工 2,000 多人（2009 年底约 1,000 人）。随着募投项目投产，前期布局效益开始显现，业绩增长加速。

从财务指标来看：

- 1、产品综合毛利提升 1.5 个百分点，全年仍将继续提升。**主要系元器件业务（包括断路器和自动化装置）营收增长较快，且毛利率稳步提升。公司募投项目中的断路器和自动化装置项目于今年四月份正式投产，其中断路器的自主化配套程度高达 90%，随着下半年断路器营收大幅增长，我们预计断路器全年的毛利率水平将在 45% 左右，营收规模约在 1.5 亿左右，自动化装置增速相对较慢，但同样自主配套程度已很高，预计全年营收规模在 0.65 亿左右，毛利率水平在 45% 左右。成套业务主要服务于中高端客户，且“以销定产”，故毛利率保持较稳定水平。

图表 2. 主营业务情况

	2011 年半年度营 业收入(百万元)	2010 年半年度营 业收入(百万元)	同比增 长(%)	2011 年毛 利率(%)	2010 年毛 利率(%)	变化百 分点
开关成套	319.7	234.0	36.6	30.8	30.3	0.5
断路器	64.8	24.9	159.6	40.4	39.3	1.1
自动化装置	17.8	11.8	51.8	41.0	38.4	2.6
服务收入	0.2	0.6	(73.5)	65.6	23.6	42.0
其它	3.2	2.5	26.4	63.3	49.5	13.8
综合	405.7	273.9	48.1	33.1	31.6	1.5

资料来源：公司数据

- 2、销售费用率和管理费用率均小幅下降，全年仍将继续下降。**公司销售费用率和管理费用率在中低压行业内处于最高水平，一方面与公司存货确认方式有关，另一方面，公司布局效益使公司规模较大（2010 年公司新增员工 1,000 人），随着下半年营收规模继续大增涨，预计全年销售费用率和管理费用率将继续下降。

3、财务费用率上升较快。与其它最近两年上市的中低压企业不同，公司融资规模较小，只有2.6亿，但规模处于绝对前列，融资规模小主要受制于当时的盈利能力较差（前期布局效应导致）。随着公司业务快速增长（尤其是成套），公司现金流紧张导致银行借款增多，预计全年财务费用（含300多万行权费用）在2,500万左右，同比增长一倍。降低财务费用率的方式可能依赖再融资以及周转较快的元器件业务成长起来。

图表 3.业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年 上半年	2010 年 上半年	2011 年 上半年	同比变动%
营业收入	238.61	273.89	405.70	48.12
销售税金	(0.88)	(0.92)	(2.32)	153.70
营业成本	(160.81)	(187.31)	(271.57)	44.99
毛利润	76.92	85.67	131.81	53.85
销售费用	(26.05)	(25.20)	(36.57)	45.12
管理费用	(24.44)	(28.89)	(41.81)	44.72
经营利润	26.43	31.58	53.42	69.18
资产减值损失	(0.46)	(2.93)	(3.42)	16.87
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	
财务费用	(8.20)	(4.74)	(14.57)	207.63
投资收益	0.10	0.03	0.04	27.79
营业外收入	1.32	0.53	0.82	55.16
营业外支出	(0.10)	(0.30)	0.00	
利润总额	19.09	24.17	36.29	50.13
所得税	(2.72)	(3.49)	(5.51)	57.59
少数股东权益	(0.10)	0.00	(0.16)	
净利润	16.27	20.68	30.62	48.07
主要比率 (%)				
毛利率	32.24	31.61	33.06	1.45
销售费用率	10.92	9.20	9.01	(0.19)
管理费用率	10.24	10.55	10.31	(0.24)
财务费用率	3.44	1.73	3.59	1.86
经营利润率	11.08	11.53	13.17	1.64
净利率	6.82	7.55	7.55	(0.00)
所得税率	14.27	14.46	15.17	0.72
少数股东权益率	0.59	(0.00)	0.54	0.54

资料来源：公司数据

全年业绩增长 70%以上，未来仍将持续超越

根据对公司存货状况和销售效率分析，我们预计公司今年的新增订单仍将有望大幅增长，按照历史情况来看，公司全年有望实现营业收入在9亿以上，实现净利润近0.76亿，业绩同比增长在70%以上。

国内智能中/低压电气龙头。经过多年发展，公司形成了定位于国内中/高端客户领域的中/低压成套、元器件和电力电子三大主营板块及丰富的中/低压产品系列，成为了国内智能中低压电器龙头企业。2010 年营业收入（6.1 亿）+产成品存货（4.1 亿）规模位居同类上市公司前列。

布局效应显现，营收规模快速增长，盈利能力显著提升。公司净利润率徘徊在 7%左右，属于行业最低水平之一，期间费用率高是导致净利润率低的关键原因，这与公司最近五年战略布局和结构调整密切相关：第一步（2006-2009 年），走出安徽，优化客户结构；第二步（2009 年至今），面向全国，打造元器件生产基地。公司人员规模从 2006 年的 200 多人快速增加到 2009 年中的 800 多人，再到 2010 年 2,000 人。随着募投项目于 2011 年 2 季度起陆续投产，前期布局效应将显现，未来三年营收规模有望保持 40%以上复合增长，期间费用率（销售和财务）将稳步下降，盈利能力持续提升。

“软实力”强大彰显良好发展潜力。与传统开关企业略不同，公司研发费用投入持续快速增长，从 2006 年的 624 万（占营收 2.4%）增长到 2010 年的 3,420 万元（5.6%），位居行业之绝对前列，建立了一支 150 人的研发队伍（自动化 80 人，开关 70 人），形成了涵盖中/低压的开关成套及断路器和涵盖终端/控制/系统的自动化产品系列，以及规模化的生产线和检测线。随着中低压电气朝着智能化发展，公司将以强大“软实力”获得发展良机。

全年业绩增长 70%以上，未来仍将持续超越

估值处于行业较低水平。预计公司 2011 年-2013 年实现每股收益为 0.46 元、0.75 元、1.12 元，对应当前股价的市盈率分别为 28.6、17.5 倍和 11.8 倍。按照目前市值，对应 2011 年-2013 年市销率分别为 2.4、1.7 和 1.2。

图表 4.盈利预测及假设

(人民币, 百万)		2008	2009	2010	2011	2012	2013
开关成套	营业收入	352.9	421.5	494.0	691.6	899.1	1,168.9
	同比增长(%)	15.0	19.5	17.2	40.0	30.0	30.0
	毛利率(%)	32.1	31.6	30.3	30.3	30.3	30.3
电力电子成套	营业收入				10.0	50.0	100.0
	同比增长(%)					400.0	100.0
	毛利率(%)				30.0	40.0	40.0
断路器元器件	营业收入	42.4	56.4	81.1	162.2	243.3	364.9
	同比增长(%)	10.7	33.2	42.6	100.0	50.0	50.0
	毛利率(%)	39.7	42.8	47.5	42.0	45.0	45.0
自动化元器件	营业收入	18.2	22.7	23.4	37.4	56.1	84.2
	同比增长(%)	6.6	24.7	2.8	60.0	50.0	50.0
	毛利率(%)	40.1	35.4	34.2	42.0	42.0	42.0
其它	营业收入	5.4	12.2	11.0	13.2	15.9	19.1
	同比增长(%)	(23.1)	127.0	(9.3)	20.0	20.0	20.0
	毛利率(%)	68.2	39.7	75.7	40.0	40.0	40.0
合计	营业收入	418.9	512.9	609.5	914.5	1,264.4	1,737.0
	同比增长(%)	13.4	22.4	18.8	50.0	38.3	37.4
综合毛利率	(%)	33.7	33.2	33.5	33.0	34.1	34.6
销售费用率	(%)	12.1	11.8	12.0	10.6	10.0	10.0
管理费用率	(%)	9.0	9.5	11.0	9.5	9.2	8.9
财务费用率	(%)	4.4	2.9	2.1	2.7	2.9	2.6
实际所得税率	(%)	14.9	12.2	14.0	14.0	14.0	14.0
净利润率	(%)	6.6	7.5	7.1	8.3	10.0	10.9
少数股东损益率	(%)	0.0	0.1	0.1	0.0	0.2	0.3

资料来源：公司数据及中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告, 具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户; 2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队, 其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础, 整合形成证券投资顾问服务建议或产品, 提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的, 亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策; 需充分咨询证券投资顾问意见, 独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息, 仅供收件人使用。阁下作为收件人, 不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人, 或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的, 中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施, 追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用, 并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要, 不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请, 亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议, 阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前, 就该投资产品的适合性, 包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到, 但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外, 中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问, 本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料, 中银国际集团未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的, 纯粹为了阁下的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状, 不构成任何保证, 可随时更改, 毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证, 也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断, 可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现, 可能在出售或变现投资时存在难度。同样, 阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述, 阁下须在做出任何投资决策之前, 包括买卖本报告涉及的任何证券, 寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371