

证券研究报告—深度报告

电力设备

输配电设备

大连电瓷(002606)

合理价位: 18.43-20.69 元 发行价: 17.00 元

2011年8月4日

股票数据

总股本 (百万股)	100.0/20.0
总市值 (百万元)	1,700.0/340.0
沪深 300/深圳成指	2,678.49/11,922.37
12个月最高/最低 (元)	17.00/17.00

相关研究报告:

证券分析师: 杨敬梅

电话: 021-60933160

E-mail: yangjimei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511030001

联系人: 余辉

电话: 0755-82130741

E-mail: yuhui@guosen.com.cn

新股上市定价

借力特高压, 勇占电瓷鳌头

●公司主营业务稳步增长

公司主营高压输电线路用瓷、复合绝缘子, 电站用瓷、复合绝缘子, 电瓷金具等。其中悬式瓷绝缘子为公司主要收入来源。

●公司是国内最大的线路瓷绝缘子生产企业, 规模优势明显

07-09年公司盘形悬式瓷绝缘子产、销、出口量居国内首位, 且是国内唯一能生产 400kN 及 550kN 等级盘形悬式瓷绝缘子的厂商。08-10年公司主营线路瓷绝缘子在国网招标中中标金额排名第一, 占比保持在 37%以上。其中, 公司的 300kN 及以上的高强度瓷绝缘子在国网招标中中标金额也蝉联第一。在特高压直流输电工程中公司市场占有率超过 60%。

●特高压直流建设刺激公司高端瓷绝缘子产品的需求

我们测算, “十二五”期间, 国内交直流高吨位悬瓷绝缘子的市场容量约为 63 亿元, 年均达 12.6 亿元, 市场前景广阔。按照 50%市场占有率测算, 未来五年, 特高压将贡献公司 32 亿元的收入, 年均贡献 6.4 亿, 如果考虑出口及超高压等需求, 公司未来收入增长具备很强确定性。

●募投项目着力解决产能瓶颈问题

募投项目将消除产能瓶颈, 新增悬瓷绝缘子产能 20266 吨, 复合绝缘子 5236 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, 增强公司的核心竞争力。

●风险提示

1. 客户集中的风险。2. 出口国政策变化风险。

●合理价值在 18.43~20.69 元/股之间

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.66、0.94 和 1.34 元。通过绝对估值与相对估值法的测算, 预计公司合理价值区间在 18.43~20.69 元/股, 对应 2011 年和 2012 年 PE 为 28 和 22 倍。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	564.28	594.41	662	846	1,074
(+/-%)	28.96%	5.34%	11.31%	27.88%	26.98%
净利润(百万元)	106.43	74.27	65.8	94.1	134.4
(+/-%)	264.99%	-30.21%	-11.4%	42.9%	42.8%
每股收益 (元)	1.42	0.99	0.66	0.94	1.34
EBIT Margin	22.14%	14.11%	13.0%	13.9%	15.3%
净资产收益率 (ROE)	58.04%	30.30%	9.02%	11.56%	14.37%
市盈率 (PE)	11.98	17.17	25.8	18.1	12.7
EV/EBITDA	10.08	15.22	21.0	16.2	12.9
市净率 (PB)	6.95	5.20	2.33	2.09	1.82

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

内容目录

内容目录	2
图表目录	3
合理价值区间：18.43~20.69 元/股	4
绝对估值：19.09~19.98 元/股	4
相对估值：18.43~20.69 元/股	5
公司简介	6
国内瓷绝缘子龙头企业	6
股权结构	6
行业分析	8
绝缘子“三分天下”，超特高压领域瓷质占优	8
电力投资持续增长刺激绝缘子市场需求	9
特高压交直流建设或将启动超过 60 亿元的瓷绝缘子需求	10
海外市场助推绝缘子行业高景气	11
高档绝缘子需求旺盛，有进口替代的空间	12
资质认定与技术要求构成行业主要壁垒	12
公司在行业中竞争优势显著	13
最大的线路瓷绝缘子生产企业，高等级产品市场占有率突出	13
特高压交直流工程供货经验丰富，客户认可度高	13
品牌优势确保出口业务持续增长	14
复合绝缘子业务逐步发力，公司产品结构趋于丰富	14
技术领先，研发能力强	15
财务状况稳健	15
募投项目分析	16
盈利预测：未来三年业绩复合增长 48.21%	17
盈利预测的主要假设	17
盈利预测	18
核心假设的主要风险	18
附表 1：财务预测与估值	20
国信证券投资评级	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设	4
表 2: 绝对估值的基本假设条件	4
表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	4
表 4: 同类上市公司估值比较	5
表 5: 公司主要产品明细	6
图 1: 公司输电线路用瓷绝缘子	6
图 2: 公司电站用棒形支柱瓷绝缘子	6
图 3: 股权结构 (发行前)	7
表 6: 三类绝缘子性能对比	8
图 4: 09 年国网招标 750kV 及以上瓷绝缘子中标金额占比	9
图 5: 我国电力投资情况 (亿元、亿千瓦)	9
表 7: “十二五”期间国内绝缘子市场需求测算	10
表 8: “十二五”期间规划建设特高压直流工程	10
表 9: “十二五”期间规划建设特高压交流工程	11
图 6: 我国电力投资情况 (亿元、亿千瓦)	11
表 10: 瓷绝缘子国网集中招标采购中标情况	13
图 7: 300kN 及以上瓷绝缘子产品国家电网招标情况 (万只)	13
表 11: 公司 08-10 年产品出口情况	14
图 8: 复合绝缘子收入及占比 (百万元)	14
图 9: 09 年国网 500kV 复合绝缘子产品招标统计	14
图 10: 公司研发费用情况 (万元)	15
图 11: 营业收入与净利润增长 (百万元)	16
图 12: 主营业务收入构成 (百万元)	16
图 13: 主营业务毛利构成	16
图 14: 分类产品毛利率水平	16
表 12: 募投项目情况	17
表 13: 募投项目每年新增生产力 (万吨)	17
表 14: 分产品盈利预测	18
表 15: 利润预测表 (百万)	18

合理价值区间：18.43~20.69 元/股

绝对估值：19.09~19.98 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。考虑到“十二五”期间，两网公司将会加大电网建设的力度，特别是以特高压交直流为骨干网架的智能电网将步入全面建设阶段，我们认为，公司的高强度瓷绝缘子的市场前景广阔，未来 3 年的销售收入总体将保持较高增长。对于“十二五”以后的收入增速，受益于国网公司未来 10 年的电网规划，公司销售收入仍将保持一定的增长。基于谨慎原则，我们假定 13 年后增速逐步下降，永续增长率假设为 2.0%。

我们依据 FCFF 法对公司进行估值，得到公司股价区间为 19.09-19.98 元/股，估值中枢为 19.53 元/股。

表 1：三阶段模型的主要假设

会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
销售收入增长率	5.3%	11.3%	27.9%	27.0%	22.2%	20.5%	15.6%	15.6%	15.3%	13.8%	0.0%
营业成本 / 销售收入	64.5%	64.4%	64.1%	62.8%	63.2%	63.2%	66.1%	68.5%	69.1%	70.0%	70.1%
管理费用 / 销售收入	15.0%	14.50%	14.50%	14.50%	13.00%	13.00%	12.50%	12.00%	11.50%	11.00%	10.50%
所得税税率	11.14%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比例	45.83%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

表 2：绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.00%	实际所得税率 T	15%
无风险利率	3.29%	Ke	10.25%
行业平均 Beta	0.9	风险溢价	6.50%
公司市值 (E)	1700	E/(D+E)	81.73%
债务总额(D)	380	D/(D+E)	18.27%
Kd	8%	WACC	9.62%

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

表 3：FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析（元/股）

	8.6%	9.1%	9.62%	10.1%	10.6%
3.0%	20.44	19.98	19.53	19.09	18.68
2.5%	20.44	19.98	19.53	19.09	18.68
2.0%	20.44	19.98	19.53	19.09	18.68
1.5%	20.44	19.98	19.53	19.09	18.68
1.0%	20.44	19.98	19.53	19.09	18.68

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

相对估值：18.43~20.69 元/股

我们预测，公司 11-13 年摊薄后每股盈利分别为 0.66、0.94 和 1.34 元。

相对估值方面，我们选取 A 股市场上同样具备绝缘子避雷器业务的创元科技、金利华电和中国西电进行比较。

以 2011 年 7 月 29 日收盘价为基准，可比上市公司 10-12 年平均市盈率分别为 46、26、18 倍。

考虑到公司在瓷绝缘子市场的龙头地位以及未来在特高压建设中的竞争优势，我们给予公司 11 年 28 倍、12 年 22 倍的 PE，得到公司合理每股价格区间为 18.43~20.69 元。

表 4：同类上市公司估值比较

股票代码	股票简称	收盘价 0708	EPS			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
000551	创元科技	14.84	0.24	0.55	0.80	61.83	26.98	18.55
300069	金利华电	16.80	0.44	0.60	0.95	38.18	28.00	17.68
601179	中国西电	5.58	0.15	0.24	0.34	37.20	23.25	16.41
平均						45.74	26.08	17.55

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

综合相对估值和绝对估值的结果，我们认为公司合理的投资价值区间在 18.43~20.69 元/股。

公司简介

国内瓷绝缘子龙头企业

大连电瓷集团股份有限公司（以下简称“大连电瓷”）是一家主要从事高压输电线路用瓷、复合绝缘子，电站用瓷、复合绝缘子，以及电瓷金具等产品的研发、生产及销售的高新技术企业。

表 5: 公司主要产品明细

产品类别	产品名称	产品用途
瓷绝缘子	输电线路 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	
	用 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
	电站用 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
	高压电器瓷套	
复合绝缘子	输电线路 35kV ~ 1000kV 交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
	用 ±500kV ~ 800kV 直流棒形悬式复合绝缘子	
	电站用 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
其他产品	500kV/120kN 高压线路用复合相间间隔棒	

资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

经中国电器工业协会绝缘子避雷器分会认定：公司是我国最大的线路瓷绝缘子生产企业。

图 1: 公司输电线路用瓷绝缘子



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司电站用棒形支柱瓷绝缘子

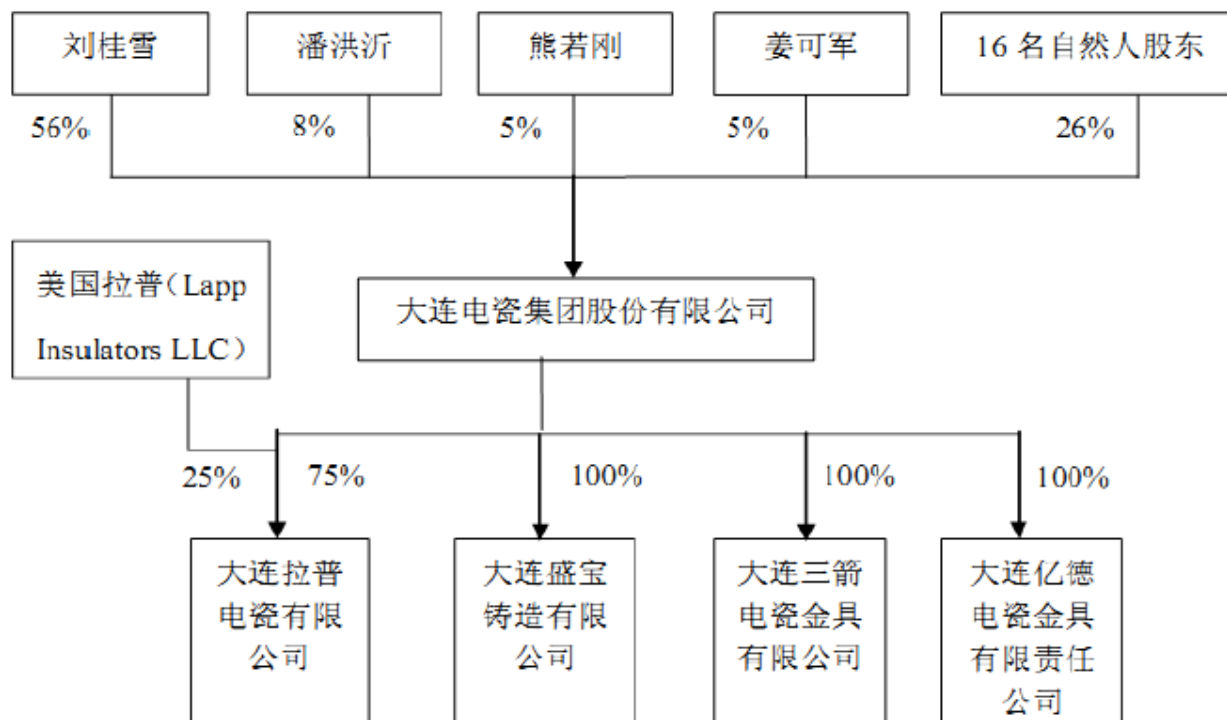


资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

股权结构

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。公司实际控制人刘桂雪先生持股 4200 万股，持股比例 56%，是公司的实际控制人。本次发行后，公司总股本为 1 亿股，刘桂雪先生持股比例 42%，仍是公司实际控制人。

图 3: 股权结构（发行前）



资料来源：招股说明书,国信证券研究所整理

行业分析

绝缘子“三分天下”，超特高压领域瓷质占优

架空输电线路、发电厂和变电站的母线以及各种电气设备的外部带电导体均须用绝缘子支持，并使之与地面或其他有电位差的导体绝缘，绝缘子一般由绝缘件和金属附件用胶合剂胶合或机械卡装而成。

根据绝缘子绝缘部件使用材料的不同，主要分为瓷绝缘子、复合绝缘子和玻璃绝缘子三种类型，三种材质的绝缘子均各有明显的优缺点。实际工程应用中，电网企业会根据电压等级、周围使用环境等情况来选择合适的绝缘子，三类绝缘子互为补充，并不能完全相互替代。

从 2007-2009 年国网公司累计招标数据来看，瓷绝缘子、玻璃绝缘子和复合绝缘子的市场份额分别为 45%、30%和 25%左右。预计，未来很长一段时间，三类绝缘子产品维持“三分天下”的格局。

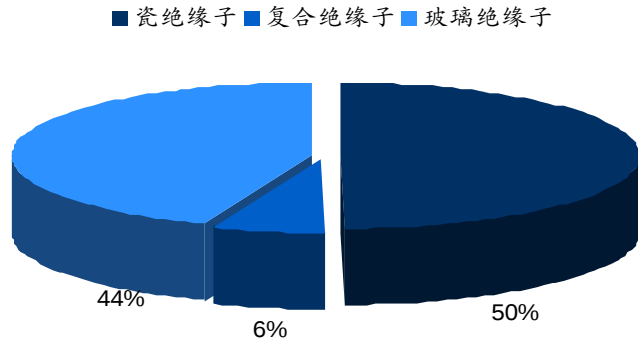
表 6: 三类绝缘子性能对比

性能	瓷绝缘子	玻璃绝缘子	复合绝缘子
实物图			
预期寿命	较高	最高	较低
失效检出率	较低	较高	较低
机械强度	低	较高	最高
重量	较重	较轻	相同条件下最轻
电击穿强度	较低	最高	较高
电压分布	一般	最均匀	很不均匀
耐电弧性能	一般	最强	较强
导线落地事故	较多	没有	较少
耐污性能	一般	较好	最好
经济型	成本较高	成本较高	成本较低

资料来源：金利华电招股书、国信证券研究所整理

由于瓷质材料化学性能稳定，抗老化性能好，机械和电气性能优良，同时瓷绝缘子在我国制造历史悠久，技术相对成熟，因此在国内超特高压输配电工程中瓷绝缘子用量最大，市场占有率具有优势。根据国网公司招标信息显示，2009 年瓷绝缘子在电压等级高于 750kV 的市场中占有率接近 50%。

图 4: 09 年国网招标 750kV 及以上瓷绝缘子中标金额占比



数据来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

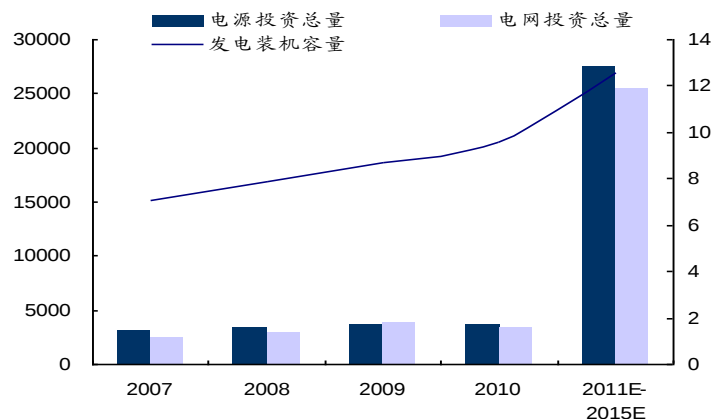
电力投资持续增长刺激绝缘子市场需求

绝缘子行业的发展规模和速度主要受国家对电力工业投资发展进程的影响, 和下游电网投资力度极为密切。未来几年, 电源、电网的规模建设将极大地刺激绝缘子的市场需求。

截至 2010 年底, 我国发电装机容量为 9.62 亿千瓦。根据《2005-2030 年电力需求预测及发展战略研究》中基准方案的预测, “十二五” 期间, 我国将新增 3 亿千瓦的发电装机容量, 达 12.6 亿千瓦。

“十一五” 期间, 我国电网投资规模达 1.5 万亿元, 复合增速在 8.66%。根据中电联发布的《电力工业“十二五” 规划研究报告》, 预计“十二五” 期间, 我国电网投资的规模将达 2.55 亿元, 比“十一五” 期间增长 70%。其中包括以超特高压为骨干网架的电网建设以及新一轮的农网改造工程。

图 5: 我国电力投资情况 (亿元、亿千瓦)



数据来源: 国家电网、国信证券经济研究所整理

根据新增电力装机容量与绝缘子需求量历年统计数据进行分析, 每增加 1 万千瓦装机容量, 约需新增瓷绝缘子数量 80 吨。(不同材质的绝缘子存在重量差异, 在分析时, 我们假定绝缘子均为瓷绝缘子)

“十二五”期间，新增发电装机容量为 3 亿千瓦，平均每年为 0.6 亿千瓦。按照以上测算方法，我们预计，未来 5 年年均绝缘子需求量为 48 万吨。（假定都为瓷绝缘子）

根据《绝缘子避雷器行业“十一五”发展规划》，瓷、复合绝缘子需求量占绝缘子需求量的比例均为 35%。因此，可大致预计，未来市场对瓷绝缘子的年均需求量为 16.8 万吨，复合绝缘子的年均需求量为 4.2 万吨。（考虑到复合绝缘子的重量是瓷绝缘子重量的 1/4）

表 7：“十二五”期间国内绝缘子市场需求测算

名称	估计量
10-15 年新增发电装机容量（亿千瓦）	3
每 1 千瓦装机量需等价瓷绝缘子量（吨）	80
等价瓷绝缘子总需求量（万吨）	240
年均等价瓷绝缘子需求量（万吨）	48
瓷绝缘子占比	35%
复合绝缘子占比	35%
年均瓷绝缘子市场需求（万吨）	16.8
年均复合绝缘子市场需求（万吨）	4.2

数据来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

特高压交直流建设或将启动超过 60 亿元的瓷绝缘子需求

特高压电网的建设将加速促使绝缘子产品结构向高端的瓷绝缘子倾斜。未来几年，随着特高压交直流电网建设步入高速发展期，高吨位的线路瓷绝缘子市场容量增长可期。

2011 年 6 月，国家电网公布了“锦屏-苏南”±800kV 直流工程的招标结果。公司中标金额达 2.1 亿元，其中悬式瓷绝缘子产品达 2.01 亿元，中标率为 68%。经测算，“锦屏-苏南”线路每 1000km 悬瓷绝缘子的产品需求量为 1.41 亿元。

根据国家电网和南方电网的规划，“十二五”期间，我国将完成 12 个特高压直流输电项目。我们假设，“十二五”期间建设的 12 条特高压直流输电线路每 1000km 线路瓷绝缘子需求量与“锦屏-苏南”线路的需求量大致相同。经测算，“十二五”期间特高压直流建设将带来约 31 亿元的高吨位直流悬瓷绝缘子市场需求。

表 8：“十二五”期间规划建设的特高压直流工程

序号	名称	投运时间	起终点	长度（km）	容量（MW）	投资（亿元）
1	锦屏-苏南	2012	锦屏-苏州	2100	7200	214
2	宁东-浙江	2012	宁东-绍兴	1700	7200	195
3	洛溪渡-浙江	2013	洛溪渡-浙江西	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	淮东-河南	2015	淮东-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
线路合计				22188	79200	2357

数据来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

按照国家电网的规划，到 2015 年将基本建成华北、华东、华中（“三华”）特高压交流电网，形成“三纵三横一环网”，总长度约 11115 公里，线路投资预计 1235 亿元。

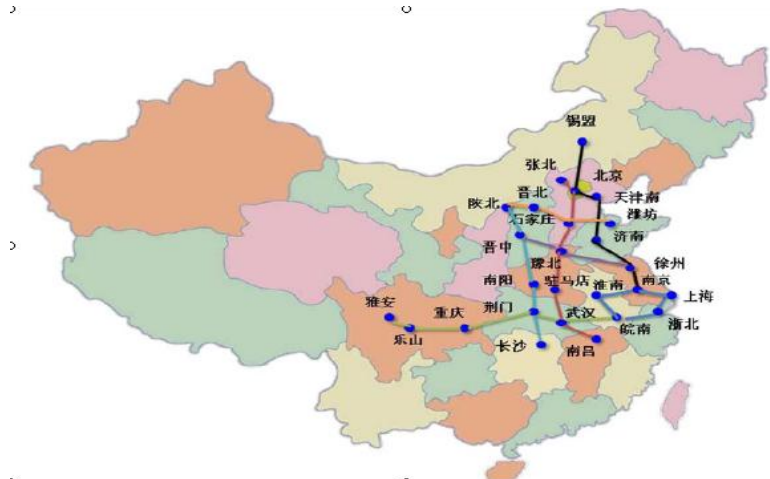
表 9：“十二五”期间规划建设的特高压交流工程

名称	起终点	途经地区
三纵	锡盟-南京	锡盟、北京东、天津南、济南、徐州、南京
	张北-南昌	张北、北京西、石家庄、豫北、驻马店、武汉、南昌
	陕北-长沙	陕北、晋中、晋东南、南阳、荆门、长沙
三横	蒙西-潍坊	蒙西、晋北、石家庄、济南、潍坊
	晋中-徐州	晋中、豫北、徐州
	雅安-皖南	雅安、重庆、万县、荆门、武汉、皖南
长三角特高压双环网	淮南-上海-淮南	淮南、南京、泰州、苏州、上海、浙北、皖南、淮南

数据来源：国家电网、国信证券经济研究所整理

交流电网双回路 6 线相较直流电网的单回路 2 线，绝缘子的使用量扩大了 3 倍。考虑到交流输电单条线路单位长度所需悬瓷绝缘子与同等长度单条直流线路所需悬瓷绝缘子的量有所不同，我们假设，每 1000km 的交流特高压线路的悬瓷绝缘子需求量为 3 亿元。预计，“三纵三横一环网”带来的交流高等级悬瓷绝缘子的需求量约为 33 亿元。

图 6：我国电力投资情况（亿元、亿千瓦）



数据来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

综合考虑“十二五”期间的特高压电网建设项目带来的高等级线路瓷绝缘子的市场容量约为 63 亿元，年均为 12.6 亿元。

海外市场助推绝缘子行业高景气

近几年发展中国家和地区对输配电设备需求较为旺盛。以印度为例，目前印度的发

电机装机容量为 130GW，而其人口总量已逼近 12 亿，人均用电量水平远低于世界平均水平。根据印度第十一版“五年计划”，未来五年，印度将新增装机容量 80GW，并由此新建 3.1 万公里的超高压输电线路。

目前，我国绝缘子避雷器行业技术水平日趋成熟，而且价格优势明显，在周边市场拥有显著的比较优势。发展中国家对电网建设的大规模需求，将为我国的绝缘子产品出口创造巨大的市场，为国内绝缘子领先企业带来较好的发展机遇。

高档绝缘子需求旺盛，有进口替代的空间

我国绝缘子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。行业内高端产品市场（500kV 及以上电压等级）竞争方式以质量为主，低端产品市场（110kV 及以下电压等级）竞争方式以价格为主，竞争相对更为激烈。

从产品类型来看，国内中低档瓷绝缘子供大于求，但高档瓷绝缘子市场需求旺盛，尤其是 363kV 及以上承受内压力的瓷套管有约 70% 仍需进口，未来将会呈现进口替代的过程。

复合绝缘子方面，330kV 及以下电压等级复合绝缘子市场竞争非常激烈，而 500kV 及以上电压等级产品竞争相对缓和，特高压产品和直流产品的合格供应商不超过 10 家。

资质认定与技术要求构成行业主要壁垒

绝缘子产品质量涉及到整个地区的用电安全，电力系统对绝缘子的技术指标及质量水平要求较高。产品不仅要符合国家和行业标准，还需通过用户指定试验机构的全套型式试验、产品鉴定、挂网运行、产品运行考验等必要程序后方可进入市场。

绝缘子涉及到多种技术，需要有多年技术积累及多学科、多行业的技术人才作为保障。但由于目前行业内具有丰富研发、设计、销售、服务经验的人才较少，导致新进企业难以满足超高压产品的技术要求和市场服务要求。

公司在行业中竞争优势显著

最大的线路瓷绝缘子生产企业，高等级产品市场占有率突出

公司是国内最大的线路瓷绝缘子生产企业，2007-2009 年盘形悬式瓷绝缘子的产量、销量、出口量在行业内排名第一，其中 09 年公司盘形悬式瓷绝缘子产量近 400 万只，行业占比 26.97%。

国家电网公司 2008 年至 2010 年集中招标数据显示，公司线路瓷绝缘子中标金额占国家电网公司集中招标的比例保持在 37%以上。

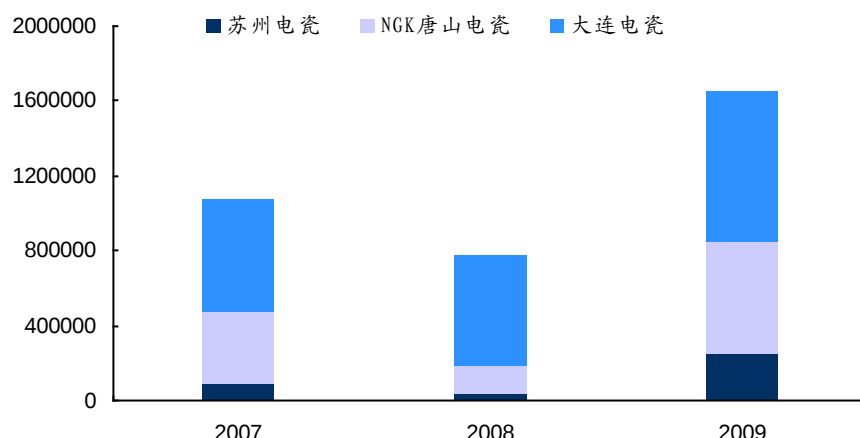
表 10: 瓷绝缘子国网集中招标采购中标情况

	2008		2009		2010	
	中标金额 (万元)	占比	中标金额 (万元)	占比	中标金额 (万元)	占比
大连电瓷	25638.53	58.41%	27423.55	37.43%	18426.1	41.18%
NGK 唐山电瓷	6965.88	15.87%	22576.05	30.82%	6476.26	14.46%
苏州电瓷	3928.94	8.95%	13189.33	18.00%	6084.43	13.60%
内蒙精诚高压绝缘子	5165.92	11.77%	6154.37	8.40%	8210.12	18.35%
山东淄博电瓷	2194.92	5.00%	3841.22	5.24%	4927.27	11.01%
牡丹江北方高压电瓷	0	0.00%	72.76	0.10%	624.43	1.40%
合计	43894.19	100.00%	73257.28	100.00%	44748.61	100.00%

数据来源：国家电网、国信证券经济研究所整理

公司为国内独家生产直流 400kV 及 550kV 等级盘形悬式瓷绝缘子产品的企业，国际上只有日本 NGK 公司具备同样的生产能力。公司在 300kV 及以上瓷绝缘子产品领域具有明显的竞争优势，在国家电网的历年招标中，中标比率蝉联冠军。

图 7: 300kV 及以上瓷绝缘子产品国家电网招标情况 (万只)



数据来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

特高压交直流工程供货经验丰富，客户认可度高

公司是首批被国家电网公司认可的具有 500kV 及以上线路绝缘子供货资格的企业。从 05 年开始陆续为国家三峡工程 ±500kV 超高压直流线路,国内第一条 750kV 交流“兰州东-官亭”线路,世界第一条 ±800kV 特高压直流“云南-广东”线路,和

国内第一条特高压 1000kV 交流试验示范“晋东南-南阳-荆门”等超特高压交直流工程提供大量的产品。以此，公司积攒了在特高压工程领域的供货经验，研发出了相应的高档绝缘子产品。特高压领域的先发优势有助于公司夯实行业龙头地位。

2011 年 6 月，国家电网公布了“锦屏-苏南”±800kV 直流工程的招标结果。公司中标金额达 2.1 亿元，其中悬式瓷绝缘子产品达 2.01 亿元，中标率为 68%。

品牌优势确保出口业务持续增长

公司及其前身大连电瓷厂已具备 50 年的出口历史，出口对象接近四十个国家和地区。经过多年的品牌积累，公司主要产品在国际上享有较高的知名度，目前主要出口的国家有：美国、印度、韩国、印度尼西亚、缅甸、苏丹、尼日利亚等。

2008-2010 年，公司出口业务占营业收入的比重分别为 25.03%、21.28%和 42.47%，其中印度和美国的占比最高，合计占出口业务比重的 75%左右。

表 11: 公司 08-10 年产品出口情况

	2010		2009		2008	
	销售收入(万元)	占比	销售收入(万元)	占比	销售收入(万元)	占比
印度	15290.78	60.75%	6818.48	56.86%	4478.51	40.93%
美国	3451.13	13.71%	2590.62	21.60%	3115.46	28.47%
合计	18741.91	74.46%	9409.10	78.46%	7593.97	69.40%

数据来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

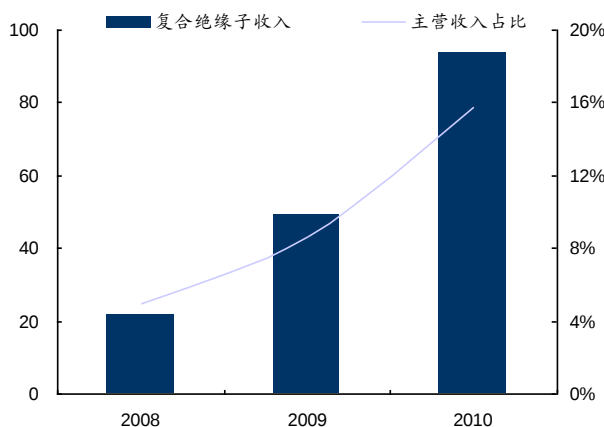
复合绝缘子业务逐步发力，公司产品结构趋于丰富

公司确立了“瞄准特高压交直流输电工程，提升悬式瓷绝缘子生产技术水平，保持瓷绝缘子领域的龙头地位；加速复合绝缘子的技术创新步伐和新产品开发；拓展电站电瓷国内外市场空间”的发展思路。

通过不断的努力，公司已完成多项复合绝缘子新产品的研发，并积累了大量优质客户。

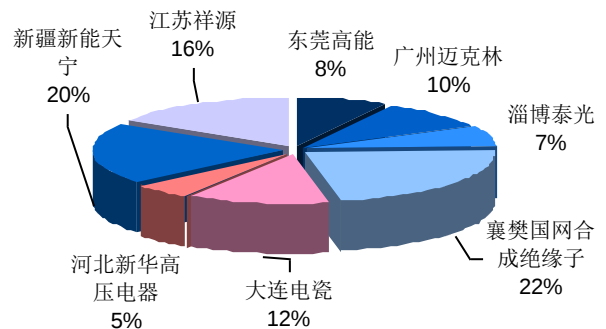
近几年，公司复合绝缘子的销售收入呈快速增长态势，市场份额也逐步提高。复合绝缘子业务体量的快速增长，有利于优化公司的产品结构，巩固公司在绝缘子市场的龙头地位。

图 8: 复合绝缘子收入及占比(百万元)



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 9: 09 年国网 500kV 复合绝缘子产品招标统计



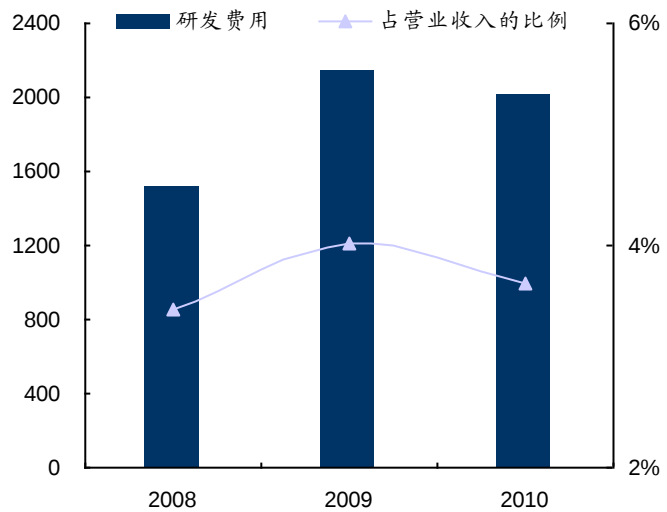
资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

技术领先，研发能力强

2007-2010 年度，公司自主研发的 71 项产品通过了由中国电力企业联合会组织的专家组鉴定。2009 年公司作为唯一的绝缘子生产厂家参加的“超高压直流输电重大成套技术装备开发及产业化”项目获国家科学技术进步一等奖。

在瓷绝缘子的核心瓷质材料方面，公司已掌握了国内领先的窑炉烧制技术和瓷配方技术。技术上的领先大大降低了瓷质的缺陷，提高了产品的机械性能、电气性能和热稳定性；且能大幅降低产品的生产成本，提高产品盈利能力。

图 10：公司研发费用情况（万元）



数据来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

总体而言，公司与竞争对手相比，在规模化生产、技术领先、客户认可度等方面具有相当的优势。“马太效应”下，预计，未来公司在国内外的市场优势将进一步加强。

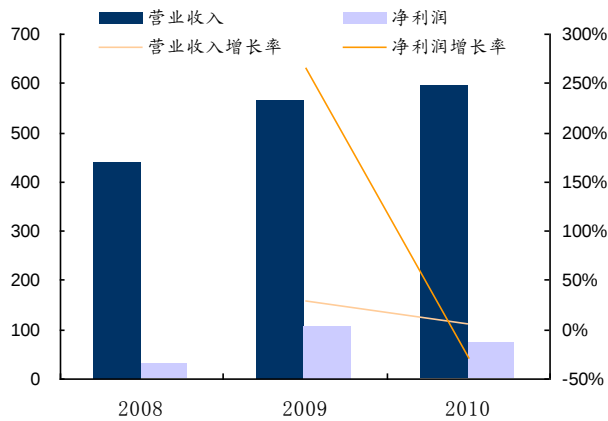
财务状况稳健

清晰的发展规划带来公司近几年业务的稳步扩张。2008-2010 年营业收入分别为 437.55、564.28 和 594.41 百万元，归属母公司股东的净利润分别为 29.16、106.43 和 74.27 百万元。

公司主营业务收入及毛利主要来源于悬瓷绝缘子。报告期内悬瓷绝缘子产品收入占主营业务收入比重分别为 68.39%、77.12%、83.90%；悬瓷绝缘子毛利占主营业务毛利的比重分别为 74.57%、80.73%和 86.27%。

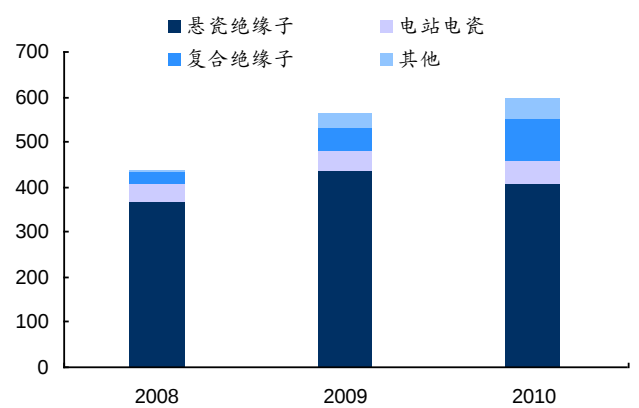
随着公司投入的增加，近几年，复合绝缘子的销售及毛利占比增长迅速。

图 11: 营业收入与净利润增长 (百万元)



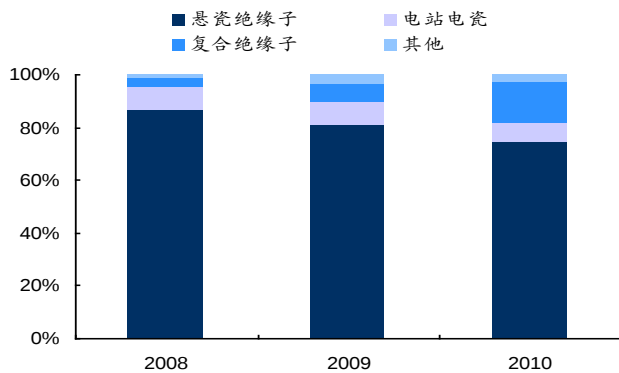
资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 12: 主营业务收入构成 (百万元)



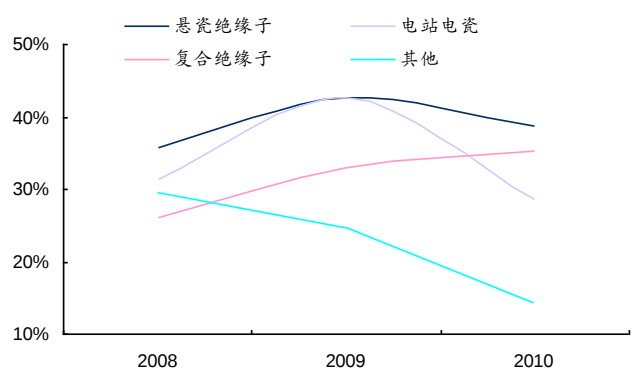
资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 13: 主营业务毛利构成



资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 14: 分类产品毛利率水平



资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

募投项目分析

公司本次拟发行 2500 万股社会公众股，计划募集资金 4.7 亿元。募集资金项目主要包括：（1）瓷绝缘子扩大生产能力项目；（2）复合绝缘子建设项目；（3）创建“国家级技术中心项目”。

公司募投项目中的瓷绝缘子项目和复合绝缘子项目主要是为了缓解公司产能不足的压力，优化公司的产品结构，巩固公司的龙头地位。创建国家级技术中心项目主要是为了保持公司的技术优势，增强竞争力。

表 12: 募投项目情况

项目名称	投资总额 (万元)	建设期	达产时间
瓷绝缘子扩大生产能力项目	26795	1 年	第 3 年
复合绝缘子建设项目	16675	1 年	第 3 年
创建国家级技术中心项目	3500		
合计	-46970	-	-

资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

瓷绝缘子扩大生产能力项目: 本项目扩产的产品均为 300kN 以上高吨位产品, 用于超特高压输电线路。项目达产后, 公司悬瓷绝缘子产能将增加至 6.23 万吨。预计, 公司每年新增营业收入 4.47 亿元, 净利润 3994 万元。

复合绝缘子建设项目: 项目达产后, 公司复合绝缘子产品产能扩张至 7336 万吨, 其中 1/3 以上用于出口。复合绝缘子的扩产有利于降低公司过于依赖瓷绝缘子产品的市场风险, 优化产品结构, 巩固公司的行业地位。预计, 该项目达产后能给公司新增 4.04 亿元的营业收入和 3422 万元的净利润。

创建国家级技术中心项目: 本次扩建、改造工程, 将进一步提高集团的科研创新能力, 全面达到国家级企业技术中心的各项要求并取得国家级技术中心的认定资格, 为公司持续、快速、稳定发展提供坚强、有利的技术支撑。

表 13: 募投项目每年新增生产力 (万吨)

产品类别	现有产能	募投新增产能	产能增长率	达产后产能
悬瓷绝缘子	3.6	2.03	48%	6.23
复合绝缘子	0.21	0.52	249%	0.74
电站电瓷	0.37	0.35	94%	0.72

资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

盈利预测: 未来三年业绩复合增长 48.21%

盈利预测的主要假设

- “十二五”期间国家特高压电网建设加快, 公司的高强度交直流悬瓷绝缘子在特高压市场继续保持竞争优势并逐步扩大市场份额。
- 公司在复合绝缘子方面随着研发经验的积累, 产品趋于成熟, 市场份额加速扩张。同时, 复合绝缘子产品规模效应逐步显现, 成本得以有效降低, 毛利率保持相对较高水平。
- 公司电站电瓷产品在具备 2 年试运业绩后, 11 年起销量开始放量, 收入增长较快。长期来看, 为满足 GDP 增长对于能源的需求, 未来 10 年我国电力行业投资将持续增长, 公司的电站电瓷产品市场容量广阔。
- 未来几年, 发达国家面临电网更新, 发展中国家处于电网建设的高峰期, 国外市场对线路绝缘子、电站电瓷的需求巨大。公司将继续巩固在印度、东南亚等发展中国家的销售优势, 海外业务蓬勃发展。
- 公司其他业务收入主要为子公司带来的电瓷钢脚配件以及汽车缸盖的销售。随着上游原材料的攀升, 预计, 此块业务毛利率将维持低位, 销售收入增长有限。

- 公司募投项目的新建产能在未来几年分阶段释放能够弥补相关产品峰时供给的缺口。制约公司相关业务体量增长的产能问题得以有效解决。

盈利预测

我们预测公司 11-13 年的每股收益为 0.66、0.94、1.34 元，未来三年业绩复合增长 48.21%。

表 14: 分产品盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
悬瓷绝缘子				
销售收入（百万元）	405.34	458.03	572.54	715.68
增长率（YOY）	-6.73%	13.00%	25.00%	25.00%
毛利率	38.71%	39.00%	40.00%	42.00%
复合绝缘子				
销售收入（百万元）	93.50	96.31	144.46	202.24
增长率（YOY）	90.99%	3.00%	50.00%	40.00%
毛利率	35.26%	36.00%	36.00%	36.00%
电站瓷				
销售收入（百万元）	49.33	51.80	56.98	62.68
增长率（YOY）	3.94%	5.00%	10.00%	10.00%
毛利率	28.65%	26.50%	26.50%	26.50%
其他				
销售收入（百万元）	46.23	55.48	72.12	93.76
增长率（YOY）	38.87%	20.00%	30.00%	30.00%
毛利率	15.54%	15.00%	10.00%	10.00%

资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

表:15: 利润预测表（百万）

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	594	662	846	1074
营业成本	383	426	543	675
营业税金及附加	4	3	4	5
销售费用	41	46	55	70
管理费用	92	99	126	159
财务费用	14	18	16	16
投资收益	(1)	0	0	0
资产减值及公允	(7)	(1)	(1)	(1)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	52	68	101	149
营业外净收支	32	10	10	10
利润总额	84	78	111	159
所得税费用	9	12	17	24
少数股东损益	0	0	0	1
归属于母公司净	74	66	94	134

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

核心假设的主要风险

客户集中的风险：公司所处的输配电设备制造行业下游用户主要为国家电网、南方

电网及其下属企业，集中度较高。如果主要客户改变采购政策，将可能对公司业务产生重要影响。

出口国政策变化风险：近三年，公司出口收入占营业收入的比重分别为 25.03%、21.28%和 42.47%。如果公司产品出口的国家变更贸易政策，限制进口电力装备产品，公司的出口业务将受到影响。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	49	655	753	898
应收款项	234	254	325	412
存货净额	180	173	205	257
其他流动资产	38	10	13	16
流动资产合计	501	1092	1295	1584
固定资产	321	441	462	437
无形资产及其他	107	103	100	96
投资性房地产	7	7	7	7
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	936	1643	1863	2124
短期借款及交易性金融负债	219	220	220	220
应付款项	110	217	301	377
其他流动负债	56	161	203	255
流动负债合计	385	598	723	853
长期借款及应付债券	160	160	160	160
其他长期负债	139	149	159	169
长期负债合计	299	309	319	329
负债合计	684	906	1042	1181
少数股东权益	7	7	7	8
股东权益	245	729	814	935
负债和股东权益总计	936	1643	1863	2124

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.99	0.66	0.94	1.34
每股红利	0.45	0.07	0.09	0.13
每股净资产	3.27	7.29	8.14	9.35
ROIC	12%	13%	20%	29%
ROE	30%	9%	12%	14%
毛利率	36%	36%	36%	37%
EBIT Margin	12%	13%	14%	15%
EBITDA Margin	17%	19%	20%	21%
收入增长	5%	11%	28%	27%
净利润增长率	-30%	-11%	43%	43%
资产负债率	74%	56%	56%	56%
息率	2.7%	0.5%	0.7%	1.1%
P/E	17.2	25.8	18.1	12.7
P/B	5.2	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	19.9	21.0	16.2	12.9

资料来源: wind 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	594	662	846	1074
营业成本	383	426	543	675
营业税金及附加	4	3	4	5
销售费用	41	46	55	70
管理费用	92	99	126	159
财务费用	14	18	16	16
投资收益	(1)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(7)	(1)	(1)	(1)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	52	68	101	149
营业外净收支	32	10	10	10
利润总额	84	78	111	159
所得税费用	9	12	17	24
少数股东损益	0	0	0	1
归属于母公司净利润	74	66	94	134

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	74	66	94	134
资产减值准备	6	(5)	0	(0)
折旧摊销	25	38	52	58
公允价值变动损失	7	1	1	1
财务费用	14	18	16	16
营运资本变动	(55)	232	31	(4)
其它	(6)	5	0	0
经营活动现金流	51	336	177	189
资本开支	(94)	(150)	(70)	(30)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(94)	(150)	(70)	(30)
权益性融资	0	425	0	0
负债净变化	100	0	0	0
支付股利、利息	(34)	(7)	(9)	(13)
其它融资现金流	(64)	1	0	0
融资活动现金流	68	419	(9)	(13)
现金净变动	25	606	98	146
货币资金的期初余额	24	49	655	753
货币资金的期末余额	49	655	753	898
企业自由现金流	(59)	193	113	164
权益自由现金流	(23)	179	99	151

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn