

鑫龙电器(002298)调研报告

行业领先的配电成套设备供应商，辛勤耕耘迎来收获期

电气设备

谨慎推荐

首次覆盖

发布时间：2011 年 8 月 11 日

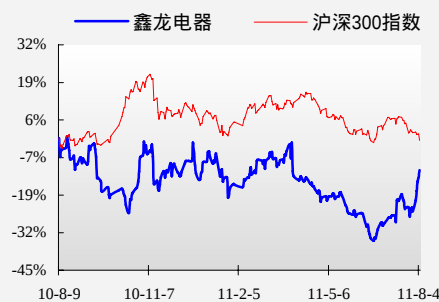
投资要点：

- **领先的配电成套设备供应商，产品线布局齐全。**公司以高低压成套开关设备为平台，拓展元器件、自动化产品、电能质量治理等中高端业务，并具备工程总包资质提供电力工程安装。目前成套开关业务是公司最主要的收入和利润来源。
- **下游以大型工业和工程客户为主，销售团队是核心资源。**公司市场开拓能力强，下游行业和区域分布广泛，对单一市场依赖度低。公司在电网公司客户投入相对少，重点下游是市政工程和大型工业，成套的销售模式以项目制直销为主。
- **募投项目陆续达产，产能规模远超过国内大多数同行，新业务锦上添花。**公司 2009 年募投的综保业务（自动化公司）和断路器业务（安徽森源电器）已于今年 5 月份投产，箱式变电站预计于近期投产，预计未来 1-2 年内不会有产能瓶颈。公司于 5 月对外投资与北京华腾开元电气合资成立佑赛科技公司，对方为清华大学电机系背景，有望在 APF 和 SVG 等电能质量治理产品形成新的利润增长点。
- **期间费用率高于同行，销售净利率有较大改善空间。**公司近两年大规模招募员工（2010 年翻倍增长）并提升薪资待遇，加上持续高研发投入（近 5%），导致期间费用率高企，目前公司团队建设已基本按募投项目达产配备，预计未来管理费用和销售费用的增速将低于营收增速。2011 年财务费用上升较快，未来有望通过发行集合债和再融资方式缓解。
- **当前股价略低于期权激励行权价，给予“谨慎推荐”评级。**预测 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.42、0.64、0.93 元，对应目前股价市盈率分别为 35.05 倍、22.74 倍、15.64 倍。
- **风险提示：**行业竞争过于激烈、下游基建投资增速放缓。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2010	60,953	18.85	4,274	12.50	0.26	56.0
2011E	88,904	45.86	6,859	60.49	0.42	34.7
2012E	119,799	34.75	10,570	54.11	0.64	22.8
2013E	154,157	28.68	15,368	45.40	0.93	15.7

走势图



市场数据

2011-8-10

收盘价：	14.57 元
52 周最高价：	17.01 元
52 周最低价：	10.86 元
平均持仓成本：	13.92 元

基本数据

2011Q2

总股本（万股）：	16,500
流通 A 股（万股）：	7,816
每股收益（元）：	0.19
每股净资产（元）：	3.07
每股经营现金流（元）：	0.09
市净率：	3.75

分析师：周思立 联系人：杨佳丽
执业证书编号：S0550511010003
TEL: (8621)6336 7000-315
FAX: (8621)6337 3209
Email: yangjl@nesc.cn
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编：200002

盈利预测和投资建议

模型关键假设：

(1) 营收增速方面，由于元器件、自动化、电能质量治理这三块业务的基数都相对小，我们认为公司近 2-3 年的业绩增速总体上将大于开关成套业务。成套业务的增长主要考虑箱式变电站生产线的投运，招股书显示达产后可新增 1.8 亿销售收入（含税）；元器件业务主要考虑安徽森源电器的智能化永磁真空断路器生产线投运，今年上半年该分业务的营收增速在所有产品种类中是最高的，其新增订单状况也非常良好，未来给公司自配套的比例和外销均有很大的提升空间；自动化业务主要考虑智能化电力供配电微机综合保护装置生产线的投运；电能质量治理业务今年刚起步，预计年底前可进行试生产，未来 1-2 年会有千万级别的营收贡献。

(2) 毛利率方面，我们认为高低压成套开关设备可基本保持目前 30%左右的毛利率水平，因为公司主要跟踪的是重点工程大型项目，会充分考虑订单的盈利能力。元器件业务（含断路器、变压器、低压电器）毛利率在 40%以上，自动化业务（含综合保护、软启动、现场工控系统等）毛利率约 35%，电能质量治理产品的毛利率参照从事该业务的上市公司（荣信股份、和顺电气、森源电气等），我们认为该类电力电子产品在进入批量生产后，毛利率可达到 40%以上。

(3) 期间费用方面，公司前两年由于在人员招募、产品研发等方面投入力度较大，导致费用率高于同行，目前人员配备方面已基本达到募投项目达产的规模，随着前期辛勤耕耘将带来近两年业绩的快速释放，我们预计销售费用和管理费用虽然会随销售规模的增长而增长，但规模效应会日渐明显，销售费用率和管理费用率会有下降趋势；2011 年财务费用尤其是短期借款较多，财务成本压力较大，今年 7 月发行了 1.5 亿的集合债，预计未来还会有再融资方式以缓解财务成本的增加。从总体趋势而言，未来期间费用率会有所下降，销售净利率会有所提高，导致净利润增速可能高于营收增速。

按照公司 16,500 万股本计算，我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.42 元、0.64 元、0.93 元，归属于母公司净利润增长率分别为 60.49%、54.11%、45.40%，对应 2011 年 8 月 10 日收盘价 14.57 元的 PE 分别为 35.05 倍、22.74 倍、15.64 倍。根据沪深两市中低压一次设备可比上市公司的平均估值水平，我们认为目前股价处于较为合理的区间，但略低于公司股票期权的行权价格 15.36 元，给予“谨慎推荐”评级。

表 1 分产品收入和毛利率预测表（单位：万元）

分业务	指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
高低压成套 开关设备	销售收入	42,154	49,404	69,165	89,914	112,393
	收入增速	19.45%	17.20%	40.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	31.60%	30.26%	30.50%	30.00%	30.00%
元器件	销售收入	5,642	8,109	14,597	21,895	30,654
	收入增速	33.17%	43.74%	80.00%	50.00%	40.00%
	毛利率	42.76%	47.45%	45.00%	45.00%	45.00%

电能质量治理设备	销售收入			200	1,500	3,000
	收入增速				650.00%	100.00%
	毛利率			35.00%	38.00%	40.00%
自动化产品	销售收入	2,274	2,339	3,742	5,239	6,811
	收入增速	24.68%	2.84%	60.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	35.46%	34.26%	34.50%	34.50%	34.50%
其他业务（含服务收入）	销售收入	1,215	1,101	1,200	1,250	1,300
	收入增速	127.00%	-9.41%	9.00%	4.17%	4.00%
	毛利率	39.69%	75.67%	38.75%	38.20%	37.69%
主营业务	营业收入	51,285	60,953	88,904	119,799	154,157
	营收增速	22.44%	18.85%	45.86%	34.75%	28.68%
	综合毛利率	33.19%	33.52%	33.17%	33.12%	33.44%

数据来源：东北证券

表 2 盈利预测表（单位：万元）

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	51,285.43	60,952.66	88,903.92	119,798.69	154,157.11
减：营业成本	34,265.22	40,522.96	59,413.99	80,116.53	102,605.48
减：营业税金及附加	259.96	202.22	311.16	419.30	539.55
销售费用	6,035.09	7,324.86	8,890.39	11,380.88	14,182.45
管理费用	4,890.22	6,702.86	9,334.91	11,979.87	14,644.93
财务费用	1,485.30	1,253.13	3,111.64	3,833.56	4,624.71
资产减值损失	153.02	407.28	400.00	400.00	400.00
加：投资净收益	10.00	13.03	10.00	10.00	10.00
营业利润	4,206.62	4,552.37	7,451.83	11,678.56	17,169.99
加：营业外收入	209.37	490.17	600.00	700.00	800.00
减：营业外支出	10.01	32.09	30.00	30.00	30.00
利润总额	4,405.99	5,010.45	8,021.83	12,348.56	17,939.99
减：所得税	537.84	703.05	1,123.06	1,728.80	2,511.60
净利润	3,868.15	4,307.40	6,898.77	10,619.77	15,428.39
减：少数股东损益	69.49	33.84	40.00	50.00	60.00
归属于母公司所有者的净利润	3,798.65	4,273.56	6,858.77	10,569.77	15,368.39
股本（万股）	11,000.00	16,500.00	16,500.00	16,500.00	16,500.00
基本每股收益(元)	0.427	0.259	0.416	0.641	0.931

数据来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。