

2011 年 10 月 11 日

鑫龙电器

定增融资 5.3 亿，打造元器件制造基地

公司公告定向增发融资方案，计划融资 53,000 万元，用于打造定位中/高端客户的中/低压元器件基地和新产品研发中心。按照计划，元器件基地将在 1.5-2 年内投产，完全达产后将新增营收 15 亿，新增净利润 4.15 亿，公司业绩实现跨越式发展。按照流程，我们预计融资项目有望在明年初获得证监会批准，在其后六个月内完成融资。

支撑评级的要点

- 以开关成套为平台，打造元器件制造基地，重点发展电力电子及新能源产业。经过多年发展并抓住 IPO 历史机遇，公司以开关成套产品为平台，发展成为国内中低压电气行业龙头企业，形成了覆盖全国的销售网络和强大的研发队伍。随着开关成套业务规模超越 10 亿，公司将发展重心转移至打造元器件制造基地和发展电力电子及新能源产业。
- 定向增发融资 5.3 亿，夯实跨越式发展基础。公司于 2009 年 9 月上市，融资 2.4 亿扩大开关成套，初步建立元器件生产规模，计划三年达产，新增营收 3.7 亿，新增净利润 0.45 亿，我们预计公司今年将超额完成该目标。为护航新的发展战略，公司拟定向增发融资 5.3 亿，用于投入元器件项目以及研发中心建设，我们认为，本次定增将夯实元器件制造基地战略，周转快和回报率高的元器件业务壮大将逐步提升公司盈利水平，助力公司跨越发展。
- 外延发展电力电子和新能源，培育跨越发展另一增长极。凭借开关成套平台，快速产业化能力，良好融资平台，公司与清华大学华腾开电气有限公司合作产业化有源滤波和无功发生装置，与美国 ZBB 能源公司合作产业化锌溴液流储能电池，与国内其它科研院所合作研发储能并网装置，外延式发展电力电子和新能源产业，培育跨越式发展另一增长极。

评级面临的主要风险

- 经济下行风险及市场开拓力度低于预期。

估值

- 维持买入评级。未考虑增发摊薄，预计公司 2011 年-2013 年实现主营业务每股收益为 0.46 元、0.75 元、1.17 元，给予 2012 年 30 倍市盈率，维持目标价 22.50 元。

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	966	1,295	1,747
增幅(%)	22.4	18.8	58.4	34.1	34.9
净利润(人民币 百万)	38	43	76	124	193
全面摊薄每股收益(人民币)	0.23	0.26	0.46	0.75	1.17
增幅(%)	26.0	12.5	75.9	64.9	55.4
市盈率(倍)	56.1	49.9	28.4	17.2	11.1
每股现金流量(人民币)	0.12	(0.81)	0.07	0.11	0.55
价格/每股现金流量(倍)	106.51	(15.89)	195.32	112.72	23.30
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.43	37.50	19.94	12.99	8.88
每股股息(人民币)	0.09	0.08	0.05	0.08	0.12
股息率(%)	0.7	0.6	0.4	0.6	0.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

买入
A

002298.SZ - 人民币 12.92

目标价格：人民币 22.50

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(%)	(16)	(14)	5	(6)
相对新华富时 A50 指数(%)	1	(7)	22	12

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)	1,265
3 个月日均交易额(人民币 百万)	30
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

*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

定增融资 5.3 亿，打造元器件制造基地

定向增发融资 5.3 亿，夯实跨越式发展基础。公司于 2009 年 9 月上市，融资 2.4 亿扩大开关成套，初步建立元器件生产规模，计划三年达产，新增营收 3.7 亿，新增净利润 0.45 亿，我们预计公司今年将超额完成该目标。

为护航新的发展战略，公司拟定向增发融资 5.3 亿，用于投入元器件项目以及研发中心建设，我们认为，本次定增将夯实元器件制造基地战略，周转快和回报率高的元器件业务的壮大将逐步提升公司盈利水平，助力公司跨越发展。

本次定向增发融资方案，最低发行价不低于 12.88 元/股，发行股份数不超过 4,000 万股。按照正常流程，我们预计融资项目有望在明年初获得证监会批准，在其后六个月内完成融资。

公司推出该方案的时间点一般，股价较低，收盘价为 12.92 元，股价未能反映公司未来的发展潜力。我们预计公司三季报、年报业绩将有优异表现，随着公司发展潜力的不断体现，明年融资时，实际发行价格有可能远高于 12.88 元/股。

图表 2. 本次定增融资内容

项目	融资规模	项目内容	建设周期	达产营收	达产利润
智能化密封极柱式高压真空断路器生产线	2 亿	该项目建设为生产线、厂房及相关配套辅助设施，其中厂房为 6 层，共 3.5 万平方米，占地面积 50 亩，由恒温、无尘，防辐射材料构成。该项目达产后，安徽森源电器有限公司将新增 2 万台 12kV 真空断路器的年产量。	2 年	10 亿	3.9 亿
智能型电力电器元件产品生产线	1.5 亿	该项目计划在原有土地上，新建设厂房 30,000 m ² ，并购置相关生产、实验、检测设备。该项目达产后，安徽鑫龙自动化有限公司将新增年产 17 万台智能型电力电器元件产品生产线的生产规模，包括五大产品：ACS 系列数字式软起动器、DMX 系列多功能测控单元、DIX 系列高压开关柜综合状态指示仪、DCX 系列电动机控制器、XL 系列数字式仪表。	1.5 年	2.6 亿	0.52 亿
智能型高分断低压断路器生产线	1 亿	该项目计划在原有土地上，新建设厂房 25,000 m ² ，建设智能型高分断低压断路器生产线，形成规模化大批量生产。该项目达产后，本公司将新增年产 13.5 万台智能型高分断小体积塑壳断路器 (AXM) 和新增年产 0.85 万台智能型高分断万能式断路器 (AXW) 的生产规模。	1.5 年	2.3 亿	0.46 亿
高、低压开关柜及元件技术研究中心	0.8 亿	该项目拟建一幢技术研究中心大楼，总建筑面积为 10,000 m ² ，大楼共分四，层，第一层为试验室，第二层为试制车间，第三层为技术研究中心各相关办公室，第四层为技术培训中心。技术研究中心的重点研究方向为：(1) 配电设备的小型化；(2) 保护和控制的智能化；(3) 输配电设备的高可靠性；(4) 使用材料的环保化；(5) 输配电的低损耗和节能性；(6) 产品的高性能价格比；(7) 产品线向高压领域扩展。			
合计	5.3 亿		1.5-2 年	14.9 亿	4.88 亿

资料来源：公司数据及中银国际研究

公司是中低压电气行业的龙头企业，客户定位中高端领域。目前公司拥有员工 2,000 多人，生产规模居国内中压电气绝对前列。公司在中压电气研发、集成、制造、工程、销售领域具备强大的实力。

图表 3.两阶段战略布局与结构调整

阶段	内容	人员规模
2006-2009	走出安徽省，省内应收占比持续下降；客户结构从中低端走向中高端，大订单占比逐步提高。	从 2006 年约 200 多人增加至 2009 年年中 800 多人。
2009-2010	布局全国性销售网络，丰富成套产品系列，初步建立元器件生产基地。	从 2009 年年中 800 多人增加至 2010 年 2,000 人。

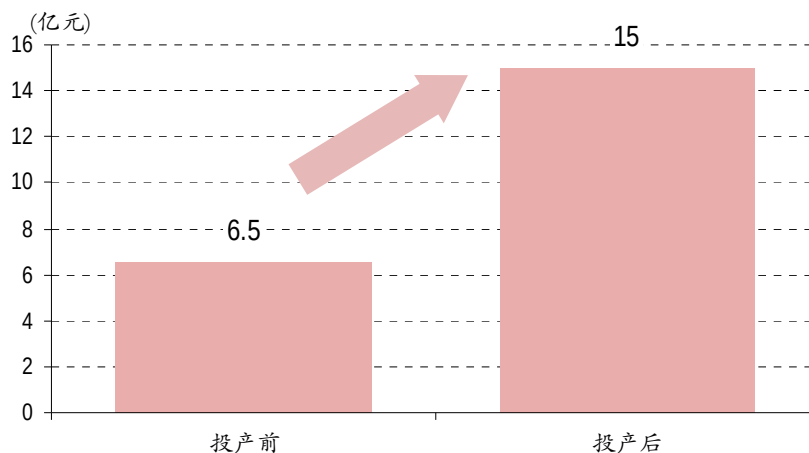
资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 4.公司员工变动情况

	2009.6	2009	2010
管理人员	136	142	172
销售人员	100	131	378
技术人员	101	139	300
生产人员	506	585	1,117
合计	843	997	1,967

资料来源：公司数据及中银国际研究

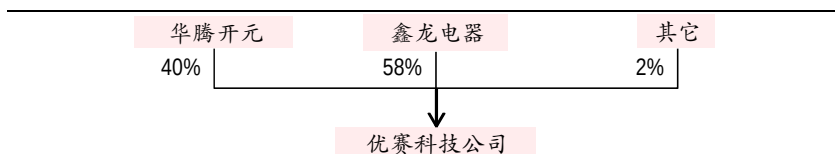
图表 5.上轮 IPO 融资项目投产前、后公司产值变化



资料来源：公司数据及中银国际研究

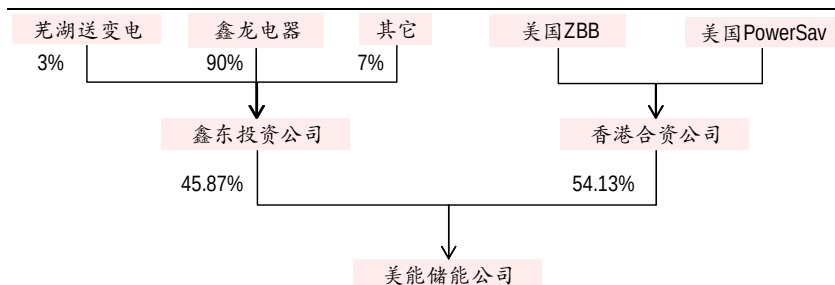
外延发展电力电子和新能源，培育跨越发展另一增长极。凭借开关成套平台，快速产业化能力，良好融资平台，公司与清华大学华腾开元电气公司合作产业化有源率和无功发生装置，与美国 ZBB 能源公司合作产业化锌溴液流储能电池，与国内其它科研院所合作研发储能并网装置，外延式发展电力电子和新能源产业，培育跨越式发展另一增长极。

图表 6. 电力电子业务主体公司的股东结构



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 7. 储能电池业务主体公司的股东结构



资料来源：公司数据及中银国际研究

全年业绩增长 70%以上，未来仍将持续超越

公司中压电气主业依然属于被低估阶段。预计 2011 年公司实现营业收入 9.7 亿，存货 5.7 亿（发出商品占 80%），净利润 0.76 亿；2012 年实现营业收入 12.9 亿，存货 6.8 亿（发出商品占 80%），净利润 1.24 亿。从营收和存货规模、净利润水平及质量，相对同类中压企业仍属于被低估阶段。

维持买入评级和 22.50 元目标价。预计公司 2011 年-2013 年实现每股收益为 0.46 元、0.75 元、1.17 元，对应当前股价的市盈率分别为 28、17 倍和 11 倍。按照目前市值，对应 2011 年-2013 年市销率分别为 2.2、1.6 和 1.2 倍。

图表 8.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	741.0	926.3	1,157.9
	同比增长(%)	15.0	19.5	17.2	50.0	25.0	25.0
	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				7.0	30.0	60.0
	同比增长(%)					328.6	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	259.5	415.2
	同比增长(%)	10.7	33.2	42.6	100.0	60.0	60.0
	毛利率(%)	39.7	42.8	47.5	43.5	45.0	45.0
自动化元器件	营业收入	18.2	22.7	23.4	42.1	63.1	94.7
	同比增长(%)	6.6	24.7	2.8	80.0	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	965.5	1,294.8	1,746.8
	同比增长(%)	13.4	22.4	18.8	58.4	34.1	34.9
综合毛利率	(%)	33.7	33.2	33.5	33.1	34.1	34.8
销售费用率	(%)	12.1	11.8	12.0	10.9	9.9	9.9
管理费用率	(%)	9.0	9.5	11.0	10.1	9.9	9.6
财务费用率	(%)	4.4	2.9	2.1	2.5	2.6	2.4
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	7.9	9.8	11.3
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

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	513	610	966	1,295	1,747
销售成本	(343)	(405)	(646)	(853)	(1,138)
经营费用	(106)	(138)	(196)	(247)	(322)
息税折旧前利润	65	67	124	195	287
折旧及摊销	(8)	(8)	(14)	(17)	(18)
经营利润(息税前利润)	57	58	110	178	269
净利息收入/(费用)	(15)	(13)	(24)	(34)	(42)
其他收益/(损失)	2	5	3	3	3
税前利润	44	50	89	147	230
所得税	(5)	(7)	(12)	(21)	(32)
少数股东权益	(1)	(0)	(0)	(3)	(6)
净利润	38	43	76	124	193
核心净利润	38	43	76	124	193
每股收益(人民币)	0.23	0.26	0.46	0.75	1.17
核心每股收益(人民币)	0.23	0.26	0.46	0.75	1.17
每股股息(人民币)	0.09	0.08	0.05	0.08	0.12
收入增长(%)	22	19	58	34	35
息税前利润增长(%)	12	2	90	62	51
息税折旧前利润增长(%)	12	3	87	57	47
每股收益增长(%)	37	13	78	63	55
核心每股收益增长(%)	37	13	78	63	55

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	246	192	227	304	340
应收帐款	130	286	265	355	479
库存	325	470	566	678	811
其他流动资产	54	62	61	63	71
流动资产总计	755	1,009	1,119	1,399	1,700
固定资产	55	104	151	152	152
无形资产	38	37	38	39	40
其他长期资产	10	8	78	78	78
长期资产总计	103	149	268	270	271
总资产	858	1,158	1,387	1,668	1,971
应付帐款	167	170	270	357	477
短期债务	148	361	403	454	419
其他流动负债	88	136	149	176	212
流动负债总计	403	666	823	987	1,107
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	4	7	11
股本	110	165	165	165	165
储备	343	324	392	504	677
股东权益	453	489	557	669	842
少数股东权益	3	3	3	6	11
总负债及权益	858	1,158	1,387	1,668	1,971
每股帐面价值(人民币)	4.11	2.96	3.38	4.05	5.10
每股有形资产(人民币)	3.85	2.70	3.14	3.44	4.49
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.89)	1.02	1.07	0.91	0.48

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	44	50	89	147	230
折旧与摊销	8	8	14	17	18
净利息费用	15	13	24	34	42
运营资本变动	(52)	(259)	37	(93)	(114)
税金	(5)	(7)	(12)	(21)	(32)
其他经营现金流	11	60	(69)	4	(5)
经营活动产生的现金流	20	(134)	83	88	138
购买固定资产净值	(6)	(55)	(58)	(15)	(15)
投资减少/增加	0	0	0	0	10
其他投资现金流	(0)	3	(1)	(1)	(1)
投资活动产生的现金流	(6)	(52)	(59)	(16)	(6)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(63)	213	43	51	(35)
支付股息	(10)	(13)	(8)	(12)	(19)
其他融资现金流	225	(68)	(24)	(34)	(42)
融资活动产生的现金流	152	133	11	4	(96)
现金变动	166	(53)	35	76	36
期初现金	79	246	192	227	304
公司自由现金流	15	(184)	28	77	139
权益自由现金流	(64)	15	46	93	58

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	12.6	10.9	12.9	15.1	16.4
息税前利润率	11.1	9.5	11.4	13.8	15.4
税前利润率	8.6	8.2	9.2	11.4	13.2
净利率	7.4	7.0	7.9	9.6	11.0
流动性(倍)					
流动比率	1.9	1.5	1.4	1.4	1.5
利息覆盖率	3.6	4.1	4.4	5.1	6.0
净权益负债率(%)	净现金	34.3	31.4	22.3	9.3
速动比率	1.1	0.8	0.7	0.7	0.8
估值(倍)					
市盈率	56.1	49.9	28.1	17.2	11.1
核心业务市盈率	56.1	49.9	28.1	17.2	11.1
目标价对应核心业务市盈率	94.6	84.1	47.4	29.0	18.7
市净率	3.1	4.4	3.8	3.2	2.5
价格/现金流	106.5	(15.9)	25.7	24.3	15.4
企业价值/息税折旧前利润	16.4	37.5	19.2	12.3	8.2
周转率					
存货周转天数	346.1	423.0	320.0	290.0	260.0
应收帐款周转天数	92.4	171.1	100.0	100.0	100.0
应付帐款周转天数	118.7	80.4	80.4	80.4	80.4
回报率(%)					
股息支付率	26.3	30.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率	8.4	8.7	15.1	20.9	25.9
资产收益率	5.8	4.3	7.5	10.1	12.8
已运用资本收益率	9.6	7.0	12.6	17.6	23.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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