

# 业绩增长预期提升, 未来持续看好

鑫龙电器(002298) 动态点评报告

民生精品---点评报告/电气设备与新能源行业

2011年10月14日

## 一、事件概述

10月13日, 公司发布2011年1-9月份业绩预告的修正公告, 预计2011年1-9月份净利润较上年同期同比增长幅度为60-90%, 高于公司在2011年半年报中所作出的同比增长50-80%的业绩预期。

## 二、分析与判断

### ➤ “强大的销售网络布局+募投项目投产+产品需求旺盛”推动业绩增长预期提升

根据公司修正的业绩增长幅度预计, 我们预计公司2011年1-9月份业绩增长幅度在80%以上, 业绩大幅增长主要由于募投项目投产解决了产能瓶颈, 公司提前布局加强市场营销力度, 形成强大的销售网络布局, 订单饱满, 而同时来自市政工程以及工矿企业的需求旺盛, 确保公司未来业绩增长, 几方面因素推动公司业绩大幅增长, 未来业绩增长也较为确定。目前公司正在积极推动再融资方案的顺利实施, 为了确保公司再融资方案的顺利实施, 公司业绩释放动力充足, 预计公司全年业绩增长也将保持较快增速。

### ➤ 维持公司“强烈推荐”评级, 未来公司具备如下看点:

#### (1) 积极推动再融资顺利实施, 助力新产品产业化, 接力公司未来发展

公司近年研发费用投入均达到营业收入3%以上, 2010年, 公司研发投入高达3400万元, 占公司收入之比超过5%; 2011年公司仍然投入较多研发资金。在持续大规模投入研发资金之后, 公司储备了较多的新产品, 如微机综合保护测控装置(电力电子产品)、高、低压真空断路器等产品, 开关成套设备也不断收获研发成果, 研发成果显著; 目前公司已推出非公开增发方案, 计划募集5.3亿元资金, 积极推动公司新产品的产业化工作, 未来若公司再融资方案得以顺利进行, 公司将成功实现新产品的产业化, 接力公司未来发展。

#### (2) 立足长远, 发力储能电池市场, 发展前景值得期待

报告期内, 公司投资3600万元与美国ZBB能源公司合作, 积极推动ZBB公司锌溴液流储能电池产品在中国的应用, 基于锌溴液流储能电池具备其他储能电池所不能比拟的优势, 更加适合用于电站储能等中、大功率应用场合, 在国家大力发展风能、太阳能等新能源发电方式以及智能电网的背景下, 锌溴液流储能电池应运而生, 发展前景值得期待。

#### (3) 借力华腾开元, 发力APF、SVG电力电子市场, 未来新的利润增长点

报告期内, 公司与北京华腾开元电气有限公司及自然人潘成一、王翔投资3000万元成立安徽佑赛公司, 其中公司出资1,740万元, 股权占比58%, 华腾开元以智能有源电力滤波器(HTSAPF)和电能质量智能柔性控制器(HTSVG)两项专有技术出资1,200万元, 股权占比40%。华腾开元主要依托清华大学电力系统国家重点实验室, 专业从事电力自动化产品研究开发工作, 具备较强的研发实力。公司与华腾开元合作, 主要是看中华腾开元的技术研发优势, 为公司未来在电力电子领域的发展持续提供技术支持。目前部分生产设备已经到位, 预计将与近期会全部到位, 之后开始试生产, 从今年开始贡献业绩, 佑赛科技将成为公司进入电力电子市场的突破口, 有望成为公司新的利润增长点。

#### (4) 募投项目逐步投产, 推动公司业绩快速增长

公司微机综合保护装置项目与智能永磁真空断路器项目在5月份已经投产, 箱式变电站项目也已于8月份正式投产, 随着募投项目全部达产后, 公司产能将会有大幅增加, 将有效缓解公司产能瓶颈, 同时公司产品也将拓展到新的市场领域。之前公司由于产能限制, 放弃了很多订单, 随着公司募投项目产能的释放, 公司将加大市

强烈推荐

维持评级

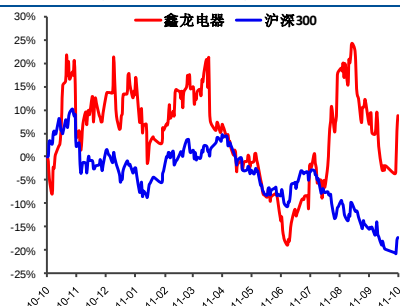
合理估值:

21元

### 交易数据(2011-10-13)

|            |             |
|------------|-------------|
| 收盘价(元)     | 14.59       |
| 近12个月最高/最低 | 17.01/10.86 |
| 总股本(百万股)   | 165.00      |
| 流通股本(百万股)  | 78.16       |
| 流通股比例%     | 47.37%      |
| 总市值(亿元)    | 24.07       |
| 流通市值(亿元)   | 11.40       |

### 该股与沪深300走势比较



### 分析师

分析师: 陈龙

执业证书编号: S0100511080002

电话: (021) 68885796

Email: chenlong@mszq.com

地址: 上海浦东新区浦东南路588

号浦发银行大厦31楼200120

### 相关研究

- 1、《鑫龙电器(002298)中报点评: 业绩快速增长, 未来业绩释放动力足》-2011.7.28
- 2、《鑫龙电器(002298)调研报告: 产能扩张+强大的销售网络+需求旺盛=业绩快速增长》-2011.8.9
- 3、《鑫龙电器(002298)动态点评报告: 牵手华瑞送变电, 开拓新的增长点》-2011.8.23
- 4、《鑫龙电器(002298)动态点评报告: 立足长远, 发力储能电池市场, 重申“强烈推荐”》-2011.8.31
- 5、《鑫龙电器(002298)动态点评报告: 瞄准元器件市场, 进口替代即将上演》-2011.10.11

场开拓力度，预计募投项目业绩贡献将会大幅提升，推动公司业绩快速增长。

#### (5) 强大的销售网络布局+募投项目投产+产品需求旺盛=业绩快速增长确定

公司早在上市之前即开始布局销售网络，从上市之前不到 100 人的销售队伍目前已扩大到约 400 人，占公司总员工人数之比达到 20% 以上，销售网络布局基本完成，在全国的销售网点超过 30 个以上，遍布全国各地。随着公司募投项目产能的释放，公司销售人员也将有用武的平台，积极加大市场开拓力度，原来放弃的订单公司也将积极争取，从公司目前在手订单情况看，效果显著，相比去年同期，公司各项业务订单增长幅度很快，订单非常饱满。公司产品需求主要来自市政工程、工矿企业以及配网，目前市政工程、工矿企业对公司产品需求旺盛，同时配网投资也在大幅增加，大幅增加公司产品需求，可以预见，未来公司订单将继续保持大幅增长势头，业绩快速增长较为确定。

#### (6) 加强费用控制，期间费用率有望逐步降低

2011 年上半年，公司期间费用率高达 22.91%，其中销售费用率、管理费用率分别为 9.01%、10.31%，远高于同类公司，这主要是由于公司在上市之后，规模扩大所致，上市之初，公司员工总数仅 843 人，目前公司员工总数已经超过 1900 人，销售人员从之前不到 100 人，也已扩大到 400 人，员工人数的扩张也是公司期间费用率高企的主要原因。但是我们可以观察到，随着员工人数规模的扩张，公司期间费用率并没有出现增长，相反还有一定幅度的下降，2011 年上半年 22.91% 的期间费用率较 2009 年上半年 24.20% 的期间费用率下降了 1.29 个百分点，表明公司费用控制效果显著。我们预计未来公司期间费用的绝对数仍将保持增长，但是随着公司规模扩张、销售网络布局基本结束以及员工的逐步到位，期间费用率将呈现下降的趋势。

### 三、盈利预测与投资建议

我们认为公司成套开关业务将受益于市政工程需求增加以及城、农网改造升级提速，保持稳定增长；元器件与自动化产品产能开始逐步释放，业绩贡献将持续提高；电力电子产品是公司积极培育的新产品，将受益有源滤波产品进入放量期以及电能质量需求快速提升，是公司未来新的利润增长点；锌溴液流储能电池项目前景广阔，发展前景值得期待；我们暂维持公司的盈利预测，预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.45 元、0.70 元和 1.02 元，以 2011 年 10 月 13 日收盘价 14.59 元计算，对应的市盈率分别为 32 倍、21 倍和 14 倍，目标价 21 元，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

### 四、风险提示：

新产品市场开拓进展低于预期。

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)       | 610    | 891    | 1,212  | 1,664  |
| 增长率(%)          | 18.85% | 46.13% | 36.07% | 37.34% |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 43     | 74     | 115    | 168    |
| 增长率(%)          | 12.50% | 73.84% | 54.69% | 45.98% |
| 每股收益(元)         | 0.26   | 0.45   | 0.70   | 1.02   |
| 毛利率(%)          | 33.5%  | 34.2%  | 34.6%  | 34.8%  |
| 净资产收益率 ROE(%)   | 9.1%   | 14.2%  | 18.6%  | 22.0%  |
| 每股净资产(元)        | 2.98   | 3.43   | 4.14   | 5.16   |
| PE              | 56.33  | 32.40  | 20.95  | 14.35  |
| PB              | 4.90   | 4.25   | 3.53   | 2.83   |

资料来源：民生证券研究所

**公司财务报表数据预测汇总**

| <b>利润表</b>   |       |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 项目 (百万元)     | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 一、营业总收入      | 610   | 891   | 1,212 | 1,664 |
| 减：营业成本       | 405   | 586   | 792   | 1,085 |
| 营业税金及附加      | 2     | 3     | 4     | 5     |
| 销售费用         | 73    | 96    | 127   | 170   |
| 管理费用         | 67    | 92    | 121   | 166   |
| 财务费用         | 13    | 27    | 33    | 42    |
| 资产减值损失       | 4     | 5     | 5     | 5     |
| 加：投资收益       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 二、营业利润       | 46    | 83    | 130   | 192   |
| 加：营业外收支净额    | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 三、利润总额       | 50    | 87    | 135   | 197   |
| 减：所得税费用      | 7     | 12    | 19    | 28    |
| 四、净利润        | 43    | 75    | 116   | 169   |
| 归属于母公司的利润    | 43    | 74    | 115   | 168   |
| 五、基本每股收益 (元) | 0.26  | 0.45  | 0.70  | 1.02  |

| <b>主要财务指标</b>     |        |        |        |        |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 项目                | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| EV/EBITDA         | 46.80  | 23.32  | 16.55  | 12.23  |
| <b>成长能力:</b>      |        |        |        |        |
| 营业收入同比            | 18.85% | 46.13% | 36.07% | 37.34% |
| 营业利润同比            | 8.2%   | 81.4%  | 57.7%  | 47.6%  |
| 净利润同比             | 11.35% | 73.89% | 54.7%  | 46.0%  |
| <b>营运能力:</b>      |        |        |        |        |
| 应收账款周转率           | 2.93   | 4.91   | 13.50  | 13.81  |
| 存货周转率             | 1.53   | 2.58   | 4.69   | 4.75   |
| 总资产周转率            | 0.60   | 0.77   | 0.94   | 1.01   |
| <b>盈利能力与收益质量:</b> |        |        |        |        |
| 毛利率               | 33.5%  | 34.2%  | 34.6%  | 34.8%  |
| 净利率               | 7.0%   | 8.3%   | 9.5%   | 10.1%  |
| 总资产净利率 ROA        | 4.3%   | 6.5%   | 9.0%   | 10.2%  |
| 净资产收益率 ROE        | 9.1%   | 14.2%  | 18.6%  | 22.0%  |
| <b>资本结构与偿债能力:</b> |        |        |        |        |
| 流动比率              | 1.51   | 1.73   | 1.68   | 1.67   |
| 资产负债率             | 57.5%  | 50.4%  | 52.6%  | 54.3%  |
| 长期借款/总负债          | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| <b>每股指标 (元)</b>   |        |        |        |        |
| 每股收益              | 0.26   | 0.45   | 0.70   | 1.02   |
| 每股经营现金流量          | (0.93) | 3.67   | 0.78   | 1.11   |
| 每股净资产             | 2.98   | 3.43   | 4.14   | 5.16   |

资料来源：民生证券研究所

| <b>资产负债表</b>     |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 项目 (百万元)         | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| 货币资金             | 192          | 383          | 445          | 556          |
| 应收票据             | 22           | 266          | 357          | 484          |
| 应收账款             | 286          | 77           | 103          | 138          |
| 预付账款             | 19           | 16           | 21           | 27           |
| 其他应收款            | 21           | 3            | 4            | 5            |
| 存货               | 470          | 220          | 296          | 404          |
| 其他流动资产           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1,009</b> | <b>966</b>   | <b>1,227</b> | <b>1,615</b> |
| 长期股权投资           | 6            | 6            | 6            | 6            |
| 固定资产             | 58           | 86           | 115          | 144          |
| 在建工程             | 46           | 54           | 66           | 74           |
| 无形资产             | 37           | 31           | 27           | 23           |
| 其他非流动资产          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>149</b>   | <b>176</b>   | <b>214</b>   | <b>248</b>   |
| <b>资产总计</b>      | <b>1,158</b> | <b>1,142</b> | <b>1,441</b> | <b>1,863</b> |
| 短期借款             | 361          | 0            | 0            | 0            |
| 应付票据             | 76           | 170          | 235          | 329          |
| 应付账款             | 89           | 214          | 291          | 397          |
| 预收账款             | 124          | 90           | 118          | 156          |
| 其他应付款            | 4            | 46           | 47           | 48           |
| 应交税费             | 6            | 39           | 38           | 37           |
| 其他流动负债           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>666</b>   | <b>559</b>   | <b>729</b>   | <b>967</b>   |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动负债          | 0            | 16           | 30           | 44           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>0</b>     | <b>16</b>    | <b>30</b>    | <b>44</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>666</b>   | <b>575</b>   | <b>759</b>   | <b>1,011</b> |
| 股本               | 165          | 165          | 165          | 165          |
| 资本公积             | 172          | 172          | 172          | 172          |
| 留存收益             | 152          | 226          | 341          | 509          |
| 少数股东权益           | 3            | 4            | 5            | 6            |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>492</b>   | <b>567</b>   | <b>682</b>   | <b>852</b>   |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>1,158</b> | <b>1,142</b> | <b>1,441</b> | <b>1,863</b> |

| <b>现金流量表</b> |       |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 项目 (百万元)     | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 经营活动现金流量     | (153) | 606   | 129   | 184   |
| 投资活动现金流量     | (62)  | (43)  | (48)  | (45)  |
| 筹资活动现金流量     | 195   | (372) | (19)  | (28)  |
| 现金及等价物净增加    | (21)  | 191   | 62    | 111   |

## 分析师与联系人简介

**陈龙**，华中科技大学工学与管理学双学士，经济学硕士。曾就职于上海电气集团股份有限公司，从事电站设备技术研发工作，具备多年行业工作经验。2011年2月，加盟民生证券有限责任公司，覆盖电气设备、新能源等行业。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

## 机构销售

| 销售         | 负责区域      | 电话                   | 手机                 | 邮箱                          |
|------------|-----------|----------------------|--------------------|-----------------------------|
| 尹璠         | 北京        | 010-85127761         | 18611738655        | yintang@mszq.com            |
| 郭明         | 北京        | 010-85127762         | 18601357268        | guoming@mszq.com            |
| 郭楠         | 北京        | 010-85127835         | 15801209146        | guonan@mszq.com             |
| 杜婵媛        | 北京        | 010-85127761         | 18610531518        | duchanyuan@mszq.com         |
| 杨平平        | 北京        | 010-85127761         | 15210830789        | yangpingping@mszq.com       |
| 李珊珊        | 北京        | 010-85127506         | 18616891195        | lishanshan@mszq.com         |
| <b>平珂</b>  | <b>上海</b> | <b>021-68885772</b>  | <b>13818133101</b> | <b>pingke@mszq.com</b>      |
| 张瑜鑫        | 上海        | 021-68885790         | 13810338213        | zhangyuxin_jgxs@mszq.com    |
| 陈康菲        | 上海        | 021-68885792         | 13917175055        | chenkangfei@mszq.com        |
| 朱光宇        | 上海        | 021-68885773         | 18601666368        | zhuguangyu@mszq.com         |
| 汪萍         | 上海        | 021-68885167         | 13402036996        | wangping@mszq.com           |
| 钟玲         | 上海        | 021-68885797         | 15900782242        | zhongling@mszq.com          |
| 郑敏         | 上海        | 021-68885159         | 18701944310        | zhengmin@mszq.com           |
| 王溪         | 上海        | 021-68885793         | 13585785630        | wangxi_sh@mszq.com          |
| <b>万小山</b> | <b>广深</b> | <b>0755-22662056</b> | <b>13902959014</b> | <b>wanxiaoshan@mszq.com</b> |
| 许立平        | 广深        | 020-84228173         | 18601368846        | xuliping@mszq.com           |
| 韦珂嘉        | 广深        | 0755-22667772        | 13701050353        | weikejia@mszq.com           |
| 李潇         | 广深        | 0755-22662095        | 13631517757        | lixiao@mszq.com             |
| 马炜炎        | 广深        | 0755-22662089        | 18665855545        | maweiyan@mszq.com           |
| 王仪枫        | 广深        | 0755-22662093        | 13682556787        | wangyifeng@mszq.com         |

## 民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

## 评级说明

| 公司评级标准                                       | 投资评级 | 说明                          |
|----------------------------------------------|------|-----------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上         |
|                                              | 谨慎推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间 |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间 |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 10%以上         |
| 行业评级标准                                       |      |                             |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深 300 指数涨幅 5%以上          |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间   |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上          |

## 免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。