



9 February 2012 | 7 pages

鑫龙电器 (002298)

主业创辉煌 鑫龙腾云飞

——公司 2011 年年报点评报告

研究员：史海昇 执业证书编号：S1230511010006
86-21-64718888-1737
Shihaisheng@stocke.com.cn

投资要点：

■ 2011 年业绩高速增长

报告期内，公司实现营业收入 86,213.12 万元，比去年同期增长 41.44%；实现利润总额 8,660.90 万元，比去年同期增长 72.86%；实现净利润 7,383.74 万元，比去年同期增长 71.42%。每股收益 0.4406 元。

■ 产品结构持续优化，综合毛利率提升超预期

2011 年，尤其是前三季度，在通胀大环境下，铜材、铸件、电子元器件等原材料价格明显上涨，给公司经营带来一定压力，但公司通过优化产品结构及适当提价的手段实现 36.38% 的综合毛利率，同比提升 2.86 个百分点。其中，主营收入占比达 76.07% 的高、低压成套开关设备毛利率提高 3.18 个百分点，自动化产品系毛利率提高 8.21 个百分点。

■ 产品突破 + 市场突破

报告期内，公司与清华大学、北京华腾开元合资成立安徽佑赛科技有限公司，生产 APF 智能有源电力滤波器和 SVG 电能质量智能柔性控制器，并于 2011 年内投产运行，且形成效益，与公司传统业务相比，APF 与 SVG 是具有更强盈利能力的二次设备（在未实现大规模化生产的情况下毛利率已高达 40% 以上）；此外，在巩固安徽本省市场占有率的同时，鑫龙大力拓展省外业务，其中华东地区（除安徽外）销售收入在报告期内增长 111.32%；西南地区增长 882.18%；华南地区增长 98.76%。

■ 销售费用率下降可期

目前，公司在销售方面的工作重点将由完善网络布局与增配销售人员逐步转移到人员培训，效率提升和费用控制三个方面上来，2011 年三季报显示公司销售费用率已降至 9.17% 的历史较低水平，年报显示该指标已经继续下降到 9.03%，同比 2010 年降低了 2.99 个百分点，我们预计，2012 年有望达到 7.8% 左右，未来 2-3 年仍有较大的下降空间。

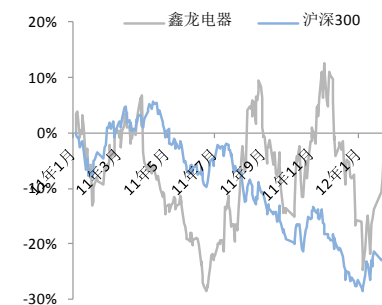
评级：买入
上次评级：买入

当前价：16.69 元

股本数据

A 股总股本 16500 万股
流通 A 股 7816 万股

2011 年初以来股价走势（复权）



公司简介

公司成立于 1998 年，是一家从事输配电及控制设备产品生产的高新技术企业，主要业务为高低压成套开关设备、元器件和自动化产品的生产和销售，产品连续多年进入全国城乡电网建设改造推荐目录。近期，鑫龙与美国 ZBB 能源公司合作，着力发展锌溴储能电池业务，该产品应用领域覆盖风光储能、电力调峰、汽车充电站、通讯基站、金融机构、军事装备及基地、政府机构、分布式电源系统、偏远地区独立微网等，面临异常广阔的市场空间。

相关报告：

《进 锌溴电池可“攻”，退 元器件可“守”——鑫龙电器（002298）深度研究报告》

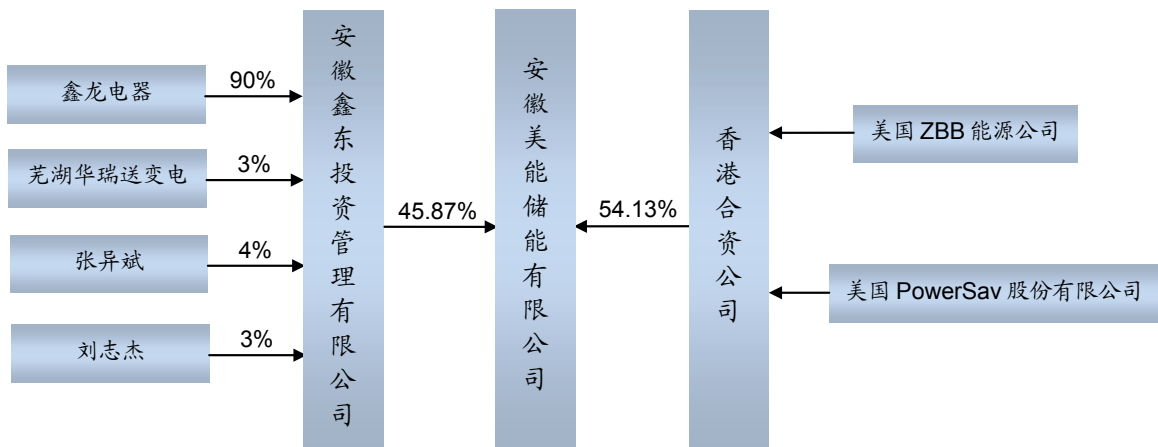




■ 锌溴储能电池新业务前景广阔

报告期内，公司与美国 ZBB 公司、美国 POWERSAV 公司、芜湖华瑞送变电建设有限公司合资成立了安徽美能储能系统有限公司，生产锌溴液流储能电池。锌溴电池是一种先进型储能电池系统，产品具有模块化设计、可任意叠加，并且具备深度放电、充放电次数多、储电密度高、使用寿命长、适用温度范围广、环保节能、安全可靠等特点。在该领域，ZBB 锌溴液流储能电池还兼具体积小、重量轻、成本低、性价比高等优势。锌溴电池应用领域广泛，包括风光储能、电力调峰、汽车充电站、通讯基站、军事装备及基地、分布式电源系统，以及需要配备备用电源的各类场所（如：数据中心、医院、体育场馆、办公大楼等）。

图：鑫龙锌溴储能电池公司股权情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

我们测算，未来 10 年国内储能电池市场容量在 1000 亿美元以上。目前，化学储能电池市场价格约 1500 美元/度，鑫龙来料组装成本远低于此，全国国产化后成本将与铅酸电池相当，即便考虑未来产品降价因素，仍有足够毛利空间。公司该项目的进展较为顺利，我们乐观预计，2012 年 3 月份公司自己组装的锌溴储能电池就将问世，2012 年 3 季度该产品的国产化率将有望达到 50%，成本大幅下降。

■ 估值与评级

2011 年鑫龙电器承接订单量同比呈现大幅增长，而随着公司原募投项目 2011 年中期先后投产，加之新增发项目若能顺利实施，公司 2012-2014 年的收入将呈现高速增长。我们预计，2012 年公司每股收益 0.38 元（按照送转后的 3.3 亿股本摊薄计算），目前股价按送转折算后对应 2012 年动态市盈率 22 倍，维持公司“买入”的投资评级。

■ 风险因素

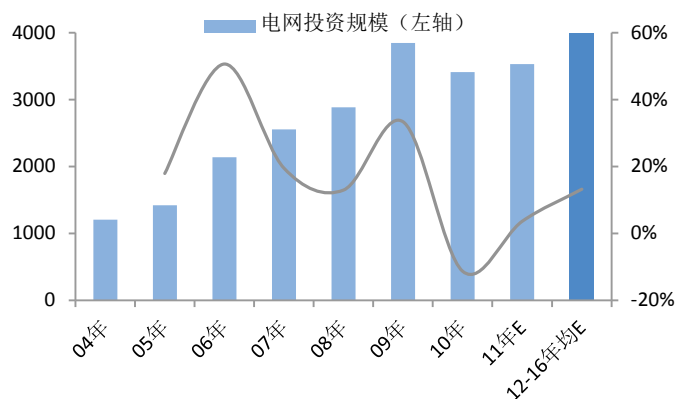
- （1）原材料价格大幅波动；
- （2）下游配电网投资减少；
- （3）国内客户对锌溴电池接受程度低于预期。





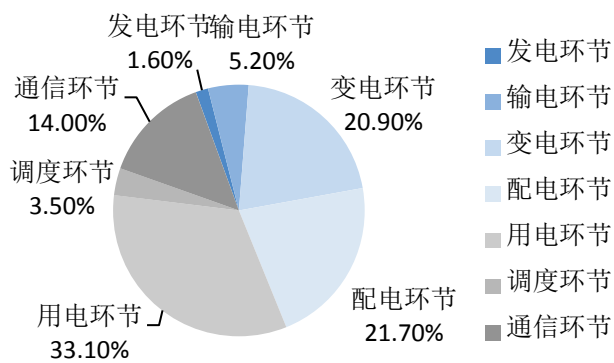
图表:

图：国内电网建设投资增长情况及预测（亿元）



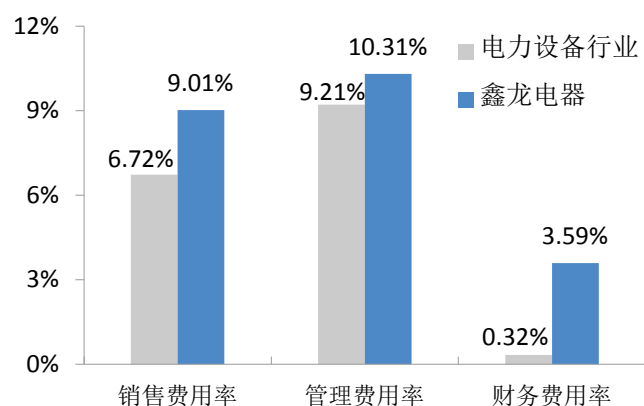
资料来源：国家电网、南方电网、浙商证券研究所

图：国网 2011-2015 各环节智能化投资占比情况



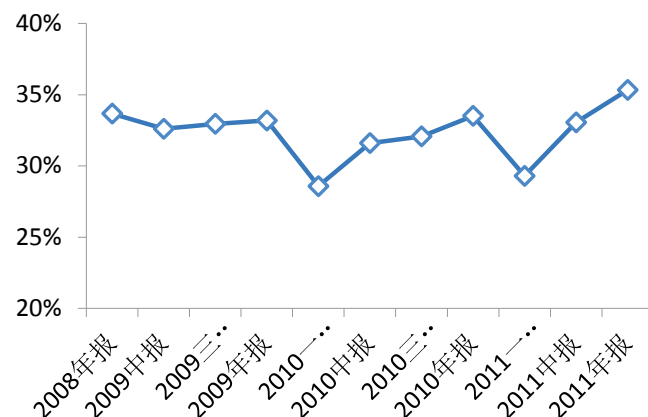
资料来源：国家电网、浙商证券研究所

图：2011 年中期鑫龙与电力设备行业费用率比较



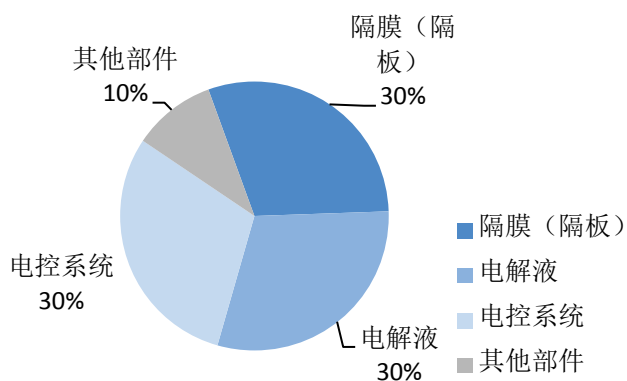
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图：近年公司销售毛利率走势



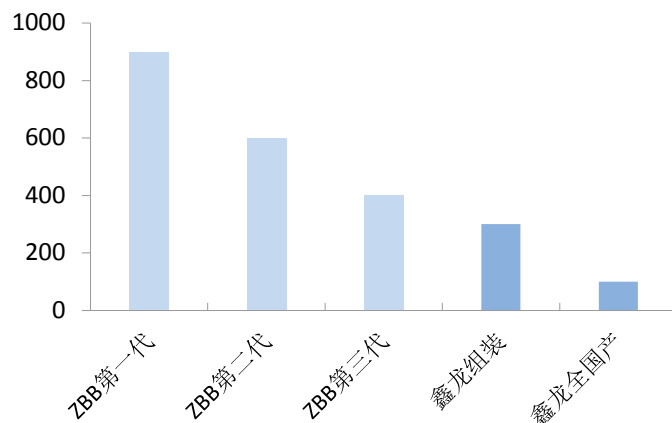
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图：ZBB 锌溴储能电池成本构成情况



资料来源：浙商证券研究所

图：锌溴储能电池成本下降趋势预测 (美元/度设备)



资料来源：浙商证券研究所





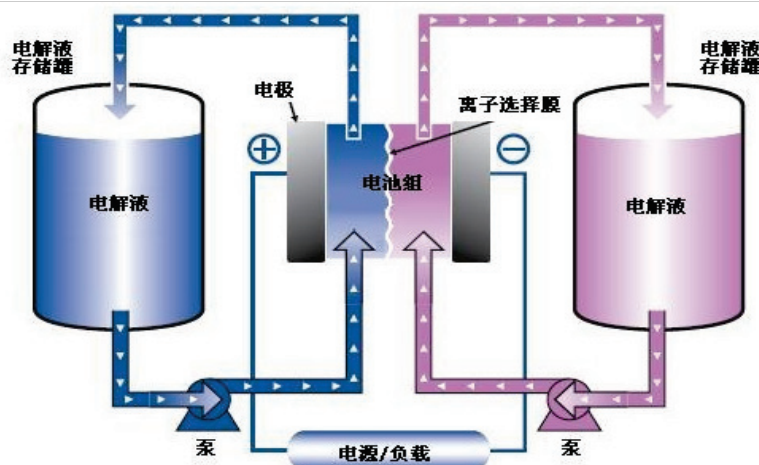
附录:

图 1: 各种储能系统的优劣势比较

储能技术	优势	劣势
抽水储能	大容量、低成本	场地要求特殊
压缩空气储能	大容量、低成本	场地要求特殊、需要气体燃料
飞轮	高功率	低能量密度
超导储能	高功率	能量密度低、制造成本高
超级电容器	高功率、寿命长	能量密度低
液流电池	高功率、寿命长	制造成本高
金属/空气电池	极高的容量密度	充电困难
锂离子电池	功率密度高、效率高	制造成本高、需特殊充电电路
镍镉电池	功率密度高、效率高	寿命短
铅酸电池	功率密度高、效率高	寿命短

资料来源：中国科学院上海硅酸盐研究所、浙商证券研究所

图 2: 液流电池储能系统工作原理



资料来源：科融储能、浙商证券研究所

按其储能介质的不同也可分为全钒电池、钠硫电池、锌溴电池等。以上三种电池都具有液流电池的优点，钠硫电池技术具有效率高、能量密度高的优点，目前，日本的 NGK 公司已经有商用销售，但造价较为昂贵，而且钠硫电池还需要在高温环境下运行（300-350℃），不仅升温过程要消耗能量，而且会产生一定的安全问题，而德国对全钒电池的应用较为广泛，但其制约因素是该类电池的生产成本较高。

锌溴电池优点突出

- (1) 可快速充电：溴化锌电解分离迅速；
- (2) 可深度放电：ZBB 第二代锌溴电池的效率达到 68%，第三代锌溴电池效率高达 78%，远超过常规的抽水蓄能 65% 左右的水平；
- (3) 不会自放电：泵不工作时，电池内无电解液供给，故没有化学反应，杜绝自放电；





- (4) **循环寿命更长**: 充放电可达到 30000 次 (锂电池寿命一般在 8000 次左右), 或使用 20 年, 此外, ZBB 锌溴电池隔膜充放电次数是 6000 次左右, 而国内厂家的制膜技术只能做到 2000 次充放电;
- (5) **电能密度高**: 电能密度约是铅酸蓄电池的 3-5 倍;
- (6) **体积较小**: 一个标准的 50 度容量锌溴电池设备的体积为高 2M, 宽 1.8M, 深 0.6M, 大小和一台对开门冰箱相仿, 仅为相同容量全钒储能电池的 1/3-1/5;
- (7) **不会产生结晶**: ZBB 用“控制系统”解决了电池过充的问题, 因而不会造成结晶;;
- (8) **环境温度基本无要求**: -30 到 50 摄氏度, 与钠硫电池的 300-350℃相比基本可算是对周围环境无要求;
- (9) **应用设施基本无要求**: 可将设备置于室外环境, 不淋雨水即可;
- (10) **成本相对低廉**: 长期看, 锌溴电池的成本呈现快速下降的趋势, 在部件全国产化的情况下, 鑫龙的锌溴电池成本可达到与普通铅酸电池相近的水平, 这要远低于全钒电池和钠硫电池的成本, 仅相当于磷酸铁锂电池造价的 1/5-1/10。





主要财务数据:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1154.59	2286.03	3477.77	3538.53	营业收入	862.13	1309.42	1785.13	2249.45
现金	164.18	1172.30	1714.91	2061.95	营业成本	548.45	822.71	1088.57	1344.95
应收账款	406.60	388.64	840.04	713.20	营业税金及附加	5.27	6.78	9.80	12.11
其它应收款	26.53	55.45	51.11	81.61	营业费用	77.84	102.27	130.67	154.09
预付账款	21.98	56.16	45.02	80.50	管理费用	109.88	142.86	176.55	240.92
存货	466.08	602.37	717.11	544.56	财务费用	30.80	69.94	122.87	140.09
其他	69.22	11.11	109.58	56.70	资产减值损失	8.11	20.82	33.20	38.47
非流动资产	307.54	384.66	470.10	546.58	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	25.85	25.85	25.85	25.85	投资净收益	-0.10	0.04	0.02	-0.01
固定资产	230.76	272.25	320.02	368.71	营业利润	81.68	144.09	223.49	318.82
无形资产	48.03	74.38	100.01	123.96	营业外收入	5.09	2.77	3.13	3.60
其他	2.89	12.17	24.22	28.05	营业外支出	0.16	0.19	0.22	0.19
资产总计	1462.13	2670.69	3947.88	4085.11	利润总额	86.61	146.67	226.41	322.23
流动负债	841.37	1932.74	3037.52	2935.05	所得税	12.77	20.66	32.37	46.08
短期借款	463.60	1246.37	2353.69	1932.09	净利润	73.84	126.01	194.04	276.15
应付账款	101.94	242.83	196.14	325.57	少数股东损益	1.13	1.73	2.39	3.81
其他	275.83	443.54	487.69	677.39	归属母公司净利润	72.70	124.28	191.65	272.34
非流动负债	48.50	43.80	35.58	23.94	EBITDA	114.69	214.29	338.48	451.82
长期借款	48.50	43.80	35.58	23.94	EPS (摊薄)	0.44	0.38	0.58	0.83
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
负债合计	889.87	1976.54	3073.10	2958.99	主要财务比率				
少数股东权益	20.77	22.50	24.89	28.71	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
归属母公司股东权益	551.49	671.64	849.88	1097.41	成长能力				
负债和股东权益	1462.13	2670.69	3947.88	4085.11	营业收入增长率	41.44%	51.88%	36.33%	26.01%
					营业利润增长率	79.43%	76.40%	55.11%	42.65%
现金流量表					归属于母公司净利润增长率	70.12%	70.94%	54.20%	42.10%
单位:百万元					获利能力				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	毛利率	36.38%	37.17%	39.02%	40.21%
经营活动现金流	-0.50	407.36	-292.62	1075.57	净利率	8.56%	9.62%	10.87%	12.28%
净利润	73.84	126.01	194.04	276.15	ROE	12.90%	18.15%	22.18%	24.52%
折旧摊销	0.00	33.29	43.12	54.06	ROIC	9.17%	7.88%	7.79%	11.12%
财务费用	30.80	69.94	122.87	140.09	偿债能力				
投资损失	0.10	-0.04	-0.02	0.01	资产负债率	60.86%	74.01%	77.84%	72.43%
营运资金变动	-104.02	177.14	-652.35	605.42	净负债比率	89.98%	187.44%	274.46%	174.73%
其它	-1.22	1.02	-0.27	-0.16	流动比率	1.37	1.18	1.14	1.21
投资活动现金流	-157.68	-111.39	-128.28	-130.39	速动比率	0.82	0.87	0.91	1.02
资本支出	137.73	78.13	85.18	76.32	营运能力				
长期投资	-19.85	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.66	0.63	0.54	0.56
其他	-39.81	-33.25	-43.10	-54.07	应收账款周转率	2.49	3.29	2.91	2.90
筹资活动现金流	113.40	-210.15	-85.06	-169.19	应付账款周转率	5.74	4.77	4.96	5.16
短期借款	102.80	-139.53	58.76	7.34	每股指标 (元)				
长期借款	48.50	-4.70	-8.22	-11.63	每股收益(最新摊薄)	0.44	0.38	0.58	0.83
其他	-37.90	-65.92	-135.59	-164.89	每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	2.47	-1.77	6.52
现金净增加额	-44.78	85.82	-505.96	775.99	每股净资产(最新摊薄)	3.47	2.10	2.65	3.41
					估值比率				
重要财务指标					P/E	37.88	22.16	14.37	10.11
单位:百万元					P/B	4.99	4.10	3.24	2.51
主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	EV/EBITDA	27.25	26.41	18.37	12.04
营业收入	862.13	1309.42	1785.13	2249.45					
同比(%)	41.44%	51.88%	36.33%	26.01%	永续增长率	3.00%		WACC	6.81%
归属母公司净利润	72.70	124.28	191.65	272.34	终值	1888.74		Ke	10.60%
同比(%)	70.12%	70.94%	54.20%	42.10%	企业价值	3573.39		Kd	5.65%
毛利率(%)	36.38%	37.17%	39.02%	40.21%	非核心资产价值	1198.16		t	14.08%
ROE(%)	12.90%	18.15%	22.18%	24.52%	债务价值	1301.12		Rf	4.00%
每股收益(元)	0.44	0.38	0.58	0.83	股权价值	3447.92		Rm	10.00%
P/E	37.88	22.16	14.37	10.11	股本	165.00		Rm-Rf	6.00%
P/B	4.99	4.10	3.24	2.51	每股价值	20.90		Beta	1.10
EV/EBITDA	27.25	26.41	18.37	12.04					

资料来源: 浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

