



投资品 - 电气设备

2012 年 2 月 9 日

市场数据	2012 年 2 月 8 日
当前价格(元)	16.69
52 周价格区间(元)	10.87-17.15
总市值(百万)	2753.85
流通市值(百万)	1304.53
总股本(百万股)	165.00
流通股(百万股)	78.16
日均成交额(百万)	25.78
近一月换手(%)	94.21%
第一大股东	束龙胜
公司网址	http://www.ah-xinlong.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
鑫龙电器	105.11%	11.41%	45.06%
沪深 300	10.37%	-7.31%	-17.84%

颜彪

执业证书号: S1030510120004

0755-83199599-8136

yanbiao@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 颜彪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

元器件和自动化发力, 电力电子后起之秀

—鑫龙电器 (002298) 2011 年年报深度分析

评级: 买入

预测指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	862	1177	1559	1948
收入同比(%)	41%	36%	33%	25%
归属母公司净利润	73	115	170	238
净利润同比(%)	70%	58%	48%	40%
毛利率(%)	36.4%	35.8%	35.1%	34.7%
每股收益(元)	0.44	0.69	1.03	1.44
P/E	37.88	24.02	16.21	11.56

- **业绩增长符合预期。**2011 年公司实现营收 8.62 亿元, 同比增长 41.44%; 实现净利润 7270.3 万元, 同比增长 70.12%; 实现 EPS0.44 元, 增长符合预期。净利润增速高于营收增速主要原因是毛利率的提升。考虑到募投项目投产带来订单的增长, 公司预计 2012 年一季度净利润将同比增长 90-120%。
- **开关成套稳定增长。**2011 年高低压开关成套同比增长 32.75%, 毛利率达到 33.44%, 同比增加 3.18%。毛利率增长的主要原因是元器件自给率提升, 单位成本减少。随着募投产能的完成, 我们预计 2012 该业务将保持 2011 年增速, 但 2013 年以后可能面临竞争压力而下滑至 20-25%。
- **元器件和自动化业绩贡献提升。**2011 年元器件收入同比大幅增长 80.31%; 非公开增发项目中元器件基地将在 1.5-2 年内投产, 未来增长值得期待。但需要注意的是广电电气等国内厂商开始大力拓展该业务, 同时面临国外元器件厂商降价的可能。自动化产品收入同比增长 99.6%; 自动化是公司重点拓展的业务, 不断有新产品研发和应用, 随着规模化发展, 毛利率显著提升。
- **电力电子业务进展迅速。**2011 年公司成立安徽佑赛科技, 生产 APF 有源滤波和 SVG 电能质量智能柔性控制器。当期安徽佑赛实现收入 892.8 万元, 净利润 132.6 万元。由于其下游需求旺盛, 我们预期未来将保持高速增长, 毛利率将随着规模增长有提升的空间。
- **盈利预测:** 不考虑电池业务, 我们预测 2012-2013 年实现 EPS 分别为 0.69/1.03 元, 对应 2012/2013 年 PE 分别为 24/16。考虑到募投项目投产后开关成套订单的快速增长, 元器件和自动化业务业绩贡献的提升和电力电子业务的爆发式增长, 我们给与“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧; 下游需求增速放缓; 新产品开拓的风险。

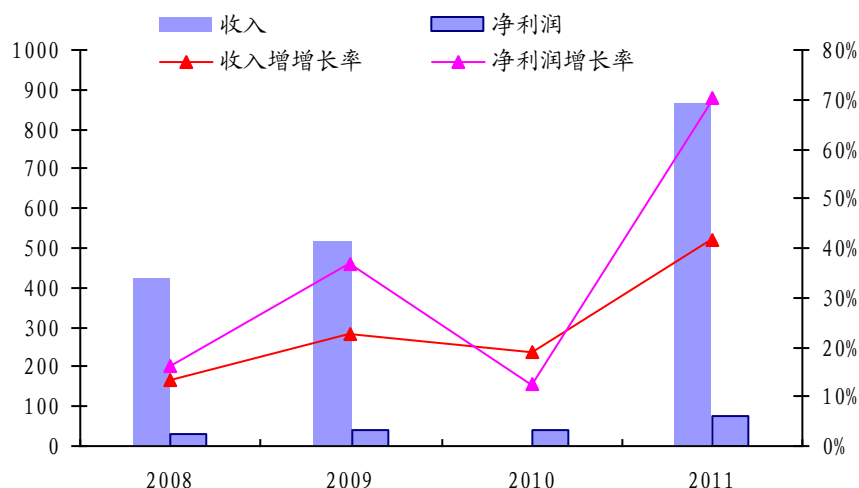
业绩增长符合预期

2011 年公司实现营收 8.62 亿元，同比增长 41.44%；实现净利润 7270.3 万元，同比增长 70.12%；实现 EPS0.44 元，增长符合预期。营业收入增长的原因为公司上市后，充分发挥品牌优势，市场营销力度加大，销售规模扩张所致；净利润增速高于营收增速主要原因是毛利率的提升。

考虑到募投项目投产带来订单的增长，公司预计 2012 年一季度净利润将同比增长 90-120%。

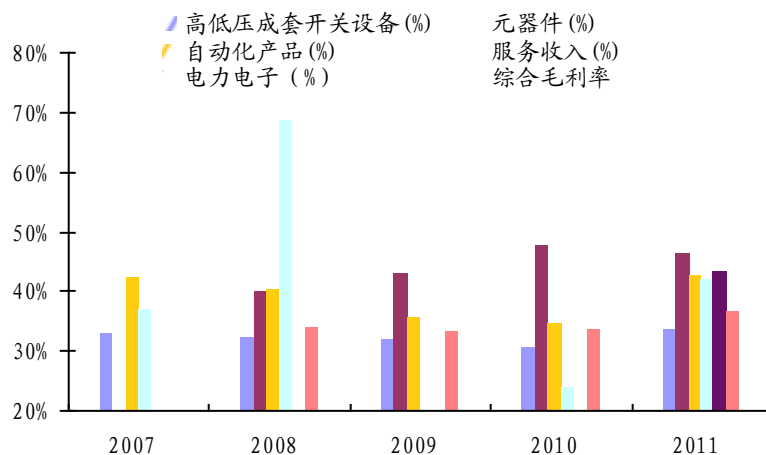
利润分配预案：以 2011 年 12 月 31 日总股本 1.65 亿股为基数，向全体股东每 10 股派送红股 2 股，每 10 股派发现金 0.25 元（含税）；以资本公积金向全体股东每 10 股转增 8 股，本次送转后，公司总股本将增加至 3.3 亿股。

Figure 1 公司营收、净利润及其增速（单位：百万元）



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 2 各业务毛利率情况



数据来源：wind、世纪证券研究所

开关成套稳定增长

2011 年高低压开关成套收入 6.56 亿元，同比增长 32.75%，毛利率达到 33.44%，同比增加 3.18%。

高低压开关成套的快速增长主要受益于城农网投资的快速增长以及市政基础设施投资的稳定增长；毛利率增长的主要原因是元器件自给率提升，成本减少所致。

随着募投产能的完成、销售渠道的成熟，订单将较快增长。我们预计 2012 年下游需求仍将保持增长，公司该业务将保持 2011 年增速，但 2013 年以后可能面临竞争压力而下滑至 20-25%。

元器件和自动化业绩贡献提升

2011 年元器件收入 1.46 亿元，同比大幅增长 80.31%（其中安徽森源电器贡献净利润 1084.6 万元，占合并净利润的 14.69%）。该业务是公司大力发展的新业务，对 ABB、施耐德的元器件进行替代，同时应用于公司高低压开关成套配套，我们预计未来该业务仍将保持快速增长。

公司非公开增发项目拟募集 5.3 亿元主要针对元器件业务，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，未来增长值得期待。

但需要注意的是广电电气等国内厂商开始大力拓展该业务，同时面临国外元器件厂商降价的可能。2011 年该业务毛利率为 46.02%，同比下降 1.43 个百分点，未来毛利率存在压力。

自动化产品收入 4668.2 万元，同比增长 99.6%。自动化是公司重点拓展的业务，不断有新产品研发和应用，DPX100P 综合保护装置、DCX100C 电动机控制器、综合 16850 版通讯协议等均获得验证与应用。2011 年自动化公司实现收入 5651 万元，净利润 627.1 万元。随着规模化发展，毛利率显著提升，2011 年达到 42.47%，同比增长 8.21 个百分点。

电力电子业务进展迅速

2011 年公司与清华大学、华腾开元合资成立安徽佑赛科技，生产 APF 有源滤波和 SVG 电能质量智能柔性控制器。

2011 年电力电子业务实现收入 73.86 万元，毛利率达到 43.24%。该业务主要是安徽佑赛实施，安徽佑赛 8 月分已经开始形成销售，9 月和 10 月份增长较快。2011 年安徽佑赛实现收入 892.8 万元，净利润 132.6 万元（公司持股 58%，占公司净利润的 1.8%），预计 2012 年将实现收入 5000 万元。

由于其下游需求旺盛，我们预期未来将保持高速增长，毛利率将随着规模增长有提升的空间。

销售渠道建设成果显著

销售渠道完善

公司销售人员从之前不到 100 人，扩大到 419 人，同时在国内建立了 31 个销售机构，基本覆盖全国所有的省、市、自治区，下一步将重点加强与当地电力生产企业、电力部门、重要的电力配套专业企业的多层次全面合作，形成更稳定的客户群体。未来两年，公司计划在维护和巩固现有市场的基础上，进一步完善营销网络，适当增加营销网点。

此外，公司将通过专业外贸公司参与海外工程招标，积极拓展国外市场。利用产品性能和价格优势，以东南亚市场作为突破口，逐步开拓国际市场、实施全球战略。

省外市场开拓成效显著

公司在保持和巩固安徽市场龙头地位的同时，抓住“城网、农网改造、智能电网应用”的市场机遇，扩大在周边市场特别是华东市场的占有率。

2010 年公司在安徽省内收入占比达到 32.58%，而 2011 年下降到 26.04%。省外市场中，西南市场增长最为迅速，华南地区也增长较快。

Figure 3 按地区收入结构

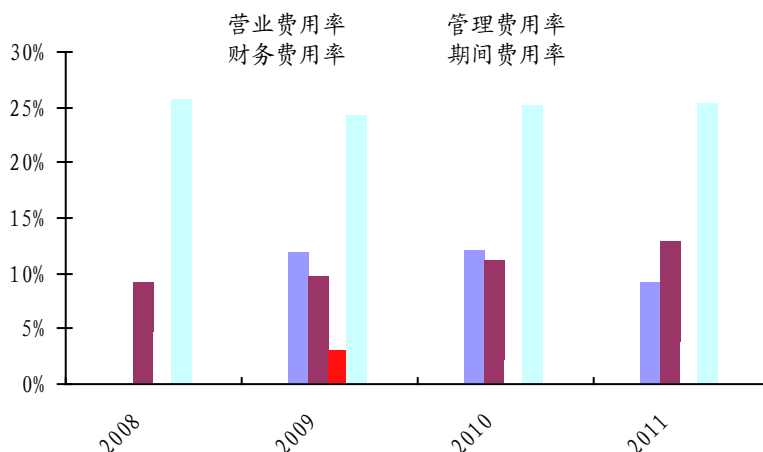
地区	2011 收入	2010 收入	同比	2011 收入结构	2010 收入结构
华北地区	34,790.04	27,008.80	28.81%	40.35%	44.31%
华东地区	39,966.22	28,147.21	41.99%	46.36%	46.18%
其中：安徽省	22,454.20	19,860.43	13.06%	26.04%	32.58%
东北地区	381.95	369.07	3.49%	0.44%	0.61%
华中地区	1,953.10	1,609.08	21.38%	2.27%	2.64%
华南地区	917.39	461.56	98.76%	1.06%	0.76%
西南地区	4,791.98	487.89	882.18%	5.56%	0.80%
西北地区	3,412.44	2,867.84	18.99%	3.96%	4.70%
合计	86,213.12	60,953.85	41.44%	100.00%	100.00%

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

销售费用率大幅下降

2011 年销售费用率为 9.03%，同比下降 3 个百分点。随着销售网络的完善，公司销售渠道开始整合，销售费用率从过去 3 年平均 12% 下降到 9%，未来仍有继续下降的空间，将有效增厚业绩。

Figure 4 公司期间费用率情况



数据来源: wind、世纪证券研究所

回款加快，应收账款周转率有所下降

应收账款回收加快。2011 年前五名客户应收账款 4099 万元，同比减少 39.32%。2011 年公司加大了收款力度，其结果是带来公司经营性的现金流量的显著回升。2011 年经营活动产生现金流量为 1070.8 万元，同比增长 107.02%。

应收账款周转率有所下降。2011 年末应收账款 4.07 亿元，同比增长 42.29%，2011 年应收账款周转率 2.39 (2010 年 2.82)，原因是随着公司客户结构的调整，铁路、机场、市政项目和国家大中型企业的大型工程项目结算周期长，导致正常结算期内应收账款增加。

2011 年管理费用率达到 12.74% (1.1 亿元)，同比增长 1.74 个百分点。其中摊销期权激励费用 330 万元，职工薪酬本期 1161.5 万元，同比增长 50%；研发费用 5197.3 万元，同比增长 52%。

盈利预测

不考虑电池业务，我们预测 2012-2013 年实现 EPS 分别为 0.69/1.03 元，对应 2012/2013 年 PE 分别为 24/16。考虑到募投项目投产后开关成套订单的快速增长，元器件和自动化业务业绩贡献的提升和电力电子业务的爆发式增长，我们给与“买入”评级。

风险提示：竞争加剧；下游需求增速放缓；新产品开拓的风险。

2012 年 2 月

Century Securities Inc.

Figure 5 公司 2012-2014 年收入及增速预测 (单位: 百万元)

营业收入	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
高低压成套开关设备	421.54	494.04	655.84	852.59	1,065.74	1,278.88
增速	19.45%	17.20%	32.75%	30.00%	25.00%	20.00%
元器件	56.42	81.09	146.21	219.32	328.98	427.67
增速	33.19%	43.73%	80.31%	50.00%	50.00%	30.00%
自动化产品	22.74	23.39	46.69	84.04	126.05	176.47
增速	24.67%	2.86%	99.60%	80.00%	50.00%	40.00%
服务收入		0.62	1.91	2.50	4.00	6.00
电力电子			0.74	8.14	24.42	48.84
增速				1000.00%	200.00%	100.00%
其他业务	12.15	10.38	10.82	10.00	10.00	10.00
合计	512.85	609.53	862.21	1,176.59	1,559.19	1,947.87
增速	22.44%	18.85%	41.45%	36.46%	32.52%	24.93%

数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 6 毛利率预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
高低压成套开关设备 (%)	31.60%	30.26%	33.44%	32.50%	31.00%	30.00%
元器件 (%)	42.76%	47.45%	46.02%	45.00%	45.00%	45.00%
自动化产品 (%)	35.46%	34.26%	42.47%	42.00%	40.00%	40.00%
服务收入 (%)	0.00%	23.64%	41.84%	50.00%	50.00%	50.00%
电力电子 (%)			43.24%	45.00%	45.00%	45.00%
其他业务 (%)	39.69%	78.79%	56.73%	50.00%	50.00%	50.00%
综合毛利率	33.19%	33.52%	36.38%	35.78%	35.07%	34.74%

数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 7 2012-2014 年盈利预测

利润表	单位: 百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	862	1177	1559	1948
营业成本	548	756	1012	1271
营业税金及附加	5	7	9	12
营业费用	78	104	125	156
管理费用	110	135	164	175
财务费用	31	34	42	42
资产减值损失	8	10	12	15
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	82	131	195	277
营业外收入	5	6	8	8
营业外支出	0	0	1	1
利润总额	87	137	202	284
所得税	13	20	30	42

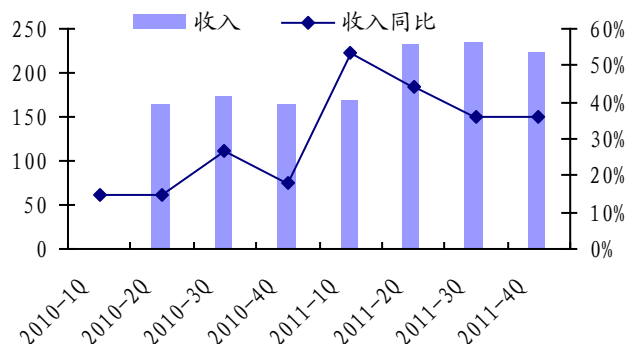
2012 年 2 月

Century Securities Inc.

净利润	74	116	173	242
少数股东损益	1	2	3	4
归属母公司净利润	73	115	170	238
EBITDA	127	191	274	367
EPS (元)	0.44	0.69	1.03	1.44

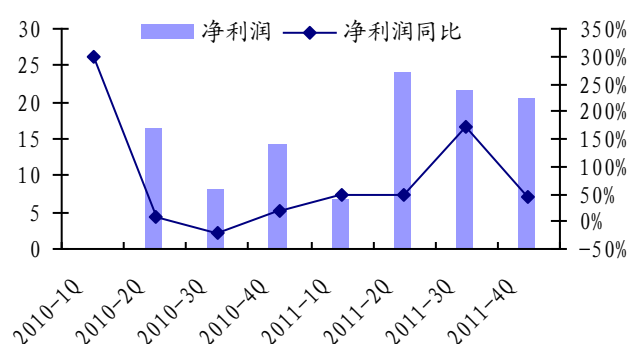
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 8 分季度收入及增速 (单位: 百万元)



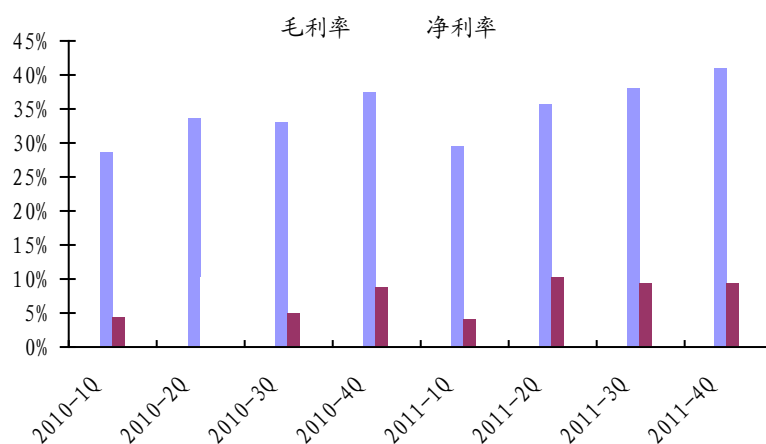
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 9 分季度净利润及增速 (单位: 百万元)



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 10 分季度毛利率及净利率



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 11 公司业务收入构成

收入构成	2007	2008	2009	2010	2011
高低压成套开关设备 (%)	83.11%	84.25%	82.20%	81.05%	76.06%
元器件 (%)	10.37%	10.11%	11.00%	13.30%	16.96%
自动化产品 (%)	4.63%	4.35%	4.43%	3.83%	5.41%
服务收入 (%)	0.18%	0.02%	0.00%	0.10%	0.22%
电力电子 (%)					0.09%
其他业务 (%)	1.70%	1.25%	2.37%	0.00%	1.25%

数据来源: wind、世纪证券研究所

三大报表预测

Figure 12 三大报表预测

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	1155	1576	1760	2150	营业收入	862	1177	1559	1948
现金	164	150	150	150	营业成本	548	756	1012	1271
应收账款	407	496	633	702	营业税金及附加	5	7	9	12
其他应收款	27	36	47	59	营业费用	78	104	125	156
预付账款	22	30	40	51	管理费用	110	135	164	175
存货	466	793	827	1129	财务费用	31	34	42	42
其他流动资产	69	71	62	58	资产减值损失	8	10	12	15
非流动资产	308	432	527	611	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	26	26	26	26	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	231	330	410	486	营业利润	82	131	195	277
无形资产	48	48	48	48	营业外收入	5	6	8	8
其他非流动资产	3	29	43	51	营业外支出	0	0	1	1
资产总计	1462	2008	2287	2761	利润总额	87	137	202	284
流动负债	841	1271	1327	1559	所得税	13	20	30	42
短期借款	464	806	681	754	净利润	74	116	173	242
应付账款	102	136	182	229	少数股东损益	1	2	3	4
其他流动负债	276	330	464	576	归属母公司净利润	73	115	170	238
非流动负债	49	49	99	99	EBITDA	127	191	274	367
长期借款	49	49	99	99	EPS (元)	0.44	0.69	1.03	1.44
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	890	1320	1426	1658	主要财务比率				
少数股东权益	21	23	25	29	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	165	165	165	165	成长能力				
资本公积	175	175	175	175	营业收入	41.4%	36.5%	32.5%	24.9%
留存收益	212	326	496	734	营业利润	79.4%	60.3%	49.3%	41.5%
归属母公司股东权益	551	666	836	1074	归属于母公司净利润	70.1%	57.7%	48.1%	40.2%
负债和股东权益	1462	2008	2287	2761	获利能力				
					毛利率 (%)	36.4%	35.8%	35.1%	34.7%
现金流量表					净利率 (%)	8.4%	9.7%	10.9%	12.2%
单位: 百万元					ROE (%)	13.2%	17.2%	20.3%	22.2%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROIC (%)	10.7%	10.3%	13.8%	15.3%
经营活动现金流	11	-170	247	98	偿债能力				
净利润	74	116	173	242	资产负债率 (%)	60.9%	65.7%	62.3%	60.0%
折旧摊销	14	26	37	48	净负债比率 (%)	57.86%	64.72%	54.68%	51.42%
财务费用	31	34	42	42	流动比率	1.37	1.24	1.33	1.38
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.82	0.62	0.70	0.65
营运资金变动	-115	-349	-9	-236	营运能力				
其他经营现金流	7	2	5	1	总资产周转率	0.66	0.68	0.73	0.77
投资活动现金流	-154	-150	-130	-130	应收账款周转率	2	3	3	3
资本支出	134	150	130	130	应付账款周转率	5.74	6.35	6.36	6.19
长期投资	-20	-0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-40	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.44	0.69	1.03	1.44
筹资活动现金流	103	306	-117	32	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.06	-1.03	1.50	0.59
短期借款	103	342	-125	73	每股净资产 (最新摊薄)	3.34	4.04	5.07	6.51
长期借款	49	0	50	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	37.88	24.02	16.21	11.56
资本公积增加	3	0	0	0	P/B	4.99	4.13	3.29	2.56
其他筹资现金流	-52	-36	-42	-41	EV/EBITDA	24	16	11	8
现金净增加额	-41	-14	0	0					

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准：

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：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；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.