



长城证券

GREAT WALL SECURITIES

证券研究报告

特高压直流大单如期降临

——大连电瓷(002606)动态点评

分析师

桂方晓

执业证书编号 S1070511070001

联系人

熊杰 010-88366060-8838

从业证书编号 S1070111030013

李冬婷

从业证书编号 S1070111100019

沈成

从业证书编号 S1070112050072

投资评级：推荐（维持）

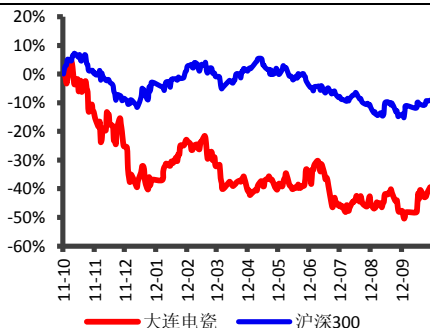
市场数据

目前股价	9.17
总市值（亿元）	18.34
流通市值（亿元）	4.59
总股本（万股）	20000
流通股本（万股）	5000
12个月最高/最低	35.58/7.49

公司盈利预测（百万）

	2012E	2012E	2013E
营业收入	752	892	1112
(+/-%)	15.5%	18.6%	24.7%
净利润	38	82	126
(+/-%)	-28.9%	114.0%	52.9%
摊薄 EPS	0.19	0.41	0.63
PE	47.8	22.3	14.6

股价表现图



数据来源：Wind 资讯

投资建议：

我们预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.19 元、0.41 元和 0.63 元，对应 PE 分别为 47.8 倍、22.3 倍和 14.6 倍，维持公司“推荐”评级。公司的看点在于特高压直流大规模建设带来的收入提升以及毛利率见底回升共同作用下的高业绩弹性，建议投资者逢低介入。

要点：

- **特高压订单如期降临：**公司发布公告，中标哈密南-郑州特高压直流输电线路绝缘子，预中标金额约 5119 万元；取得印度国家电网特高压直流工程续订绝缘子订单约合人民币 2090 万元。我们认为此次哈郑线的中标在情理之中，但时点快于预期。
- **订单金额低于示范线路：**从国网商务平台上看到，此次招标和以往有所变化，瓷绝缘子和玻璃绝缘子在一起招标。唐山 NGK 可能是受到政治因素影响完全没有中标，使得整体来看瓷绝缘子份额减少，玻璃和复合绝缘子份额增加。此外哈郑线的绝缘子总使用量偏少，也使得此次大连电瓷中标金额少于此前的示范线路。预计后续的溪洛渡-浙西线路瓷绝缘子的量将大大增加。
- **公司将充分受益于特高压直流大规模建设：**哈密-郑州线之后，预计溪洛渡-浙西直流线路也将在年内招标。国网规划中提出 2015 年 11 条特高压直流线路投运，如果打算完成这一规划，明后年建设必将提速。作为国内份额最高的电瓷供应商，公司的收入将出现持续大幅增长。
- **毛利率触底反弹已经明确：**去年 Q2 到今年 Q2 公司产品毛利率呈现 V 字形，一季度仅 22.5% 的毛利率成为一年的低点。影响毛利率的主要因素纷纷呈现好转态势：订单价格转好，国网统一招标价格上升；成本方面，原材料价格出现回落，公司积极采取天然气替代液化气、海运替代陆运等方式来降低费用，起到显著效果。随着公司特高压订单占比逐步增加，毛利率预计还会进一步提升。由于公司目前净利率水平很低，毛利率提升将带来相当高的业绩弹性。
- **风险提示：**特高压直流建设推进低于预期、三种绝缘子使用量发生变化。

利润表（百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	651	752	892	1112
营业成本	443	540	620	771
销售费用	46	53	61	73
管理费用	91	102	98	100
财务费用	17	15	17	20
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	44	32	82	133
营业外收支	19	13	13	13
利润总额	62	45	95	146
所得税	9	6	13	20
少数股东损益	0	0	0	0
净利润	54	38	82	126
资产负债表（百万元）				
流动资产	791	757	855	1064
货币资金	227	88	71	89
应收帐款	287	338	401	501
应收票据	18	23	27	33
存货	208	243	279	347
非流动资产	495	612	691	689
固定资产	382	502	583	584
资产总计	1286	1369	1545	1754
流动负债	427	473	567	653
短期借款	219	219	219	219
应付款项	129	157	180	224
非流动负债	159	159	159	159
长期借款	36	36	36	36
负债合计	587	632	727	812
股东权益	699	737	818	941
股本	100	200	200	200
留存收益	593	531	612	735
少数股东权益	6	6	6	6
负债和权益总计	1286	1369	1545	1754
现金流量表（百万元）				
经营活动现金流	7	11	48	56
其中营运资本减少	-69	-60	-76	-121
投资活动现金流	-87	-150	-120	-50
其中资本支出	-84	-150	-120	-50
融资活动现金流	259	0	-1	-3
净现金总变化	178	-139	-73	3

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

主要财务指标	2011A	2012E	2013E	2014E
成长性				
营业收入增长	9.5%	15.5%	18.6%	24.7%
营业成本增长	15.6%	21.9%	15.0%	24.3%
营业利润增长	-15.5%	-27.6%	160.9%	61.3%
利润总额增长	-25.8%	-28.3%	114.0%	52.9%
净利润增长	-27.3%	-28.9%	114.0%	52.9%
盈利能力				
毛利率	32.0%	28.2%	30.5%	30.7%
销售净利率	8.3%	5.1%	9.2%	11.3%
ROE	7.7%	5.2%	10.0%	13.3%
ROIC	6.6%	4.4%	7.7%	10.2%
营运效率				
销售费用/营业收入	7.1%	7.0%	6.8%	6.6%
管理费用/营业收入	14.1%	13.5%	11.0%	9.0%
财务费用/营业收入	2.6%	2.0%	1.9%	1.8%
投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税/利润总额	13.9%	14.0%	14.0%	14.0%
应收帐款周转率	2.5%	2.4%	2.4%	2.5%
存货周转率	2.3%	2.4%	2.4%	2.5%
流动资产周转率	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%
总资产周转率	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%
偿债能力				
资产负债率	45.6%	46.2%	47.0%	46.3%
流动比率	1.85	1.60	1.51	1.63
速动比率	1.36	1.09	1.01	1.10
每股指标（元）				
EPS	0.54	0.19	0.41	0.63
每股净资产	6.99	3.69	4.09	4.71
每股经营现金流	0.07	0.05	0.24	0.28
每股经营现金/EPS	0.1	0.3	0.6	0.4
估值				
PE	17.0	47.8	22.3	14.6
PEG	0.73	0.42	0.42	-
PB	1.3	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	4.27	4.72	3.09	2.24
EV/SALES	59.55	52.77	50.80	42.05
EV/IC	0.43	0.36	0.36	0.34
ROIC/WACC	0.66	0.44	0.76	1.01
REP	0.65	0.83	0.47	0.33

研究员介绍及承诺:

桂方晓: 中国科学技术大学统计与金融系硕士，2011 年加入长城证券，任电力设备新能源行业分析师。

熊 杰: 中科院管理学硕士，2010 年加入长城证券，任电力设备新能源行业分析师。

李冬婷: 北京大学经济学学士、管理学硕士，2011 年加入长城证券，任电力环保及公用事业行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com
王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com
陈方园: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com
陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangji@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李彦仪: 010-88366060-8750, 18611670060, lyany@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
陈 韵: 021-61680389, 15821566166, chenyun@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>