

瓷绝缘子细分行业龙头

大连电瓷 (002606.SZ)

新股上市

投资要点:

1. 事件

大连电瓷首次在中小板公开发行股票。

2. 我们的分析与判断

(一) 国内每年瓷绝缘子需求 19 万吨

假设 2010 至 2015 年我国新增发电装机容量 3.4 亿千瓦并且新增绝缘子 80 吨/每万千瓦时，根据瓷绝缘子约占其中 35% 的比重，我们预计未来 5 年国内每年瓷绝缘子的需求为 19 万吨/年。

公司 40% 的产品出口国外。主要出口国，印度、缅甸、印度尼西亚等发展中国家，为保障经济发展的能源需求将大力建设电网，为公司产品提供广阔的市场空间。

(二) 高端市场寡头垄断，公司市占率第一

公司 300kN 及以上高强度瓷绝缘子在 2007-2009 年国网招标中标的金额蝉联三年第一名，平均中标率超过 47%。公司 ±500kV 及以上直流瓷绝缘子中标金额均超过 50%。2008 年，公司是国内唯一一家为国网提供 ±500kV 及以上直流瓷绝缘子的供货商，约提供 1.2 亿元该类产品。2009 年，公司为国网提供的 ±800kV 及以上直流瓷绝缘子金额首次超过国外企业，约提供 1.3 亿元该类产品。2010 年，公司为国网提供宁东-山东 ±660kV 直流输电工程 0.6 亿元的直流瓷绝缘子，约占该类产品总额的 70%。2011 年 6 月，公司为国网提供 ±800kV 锦屏～苏南特高压直流输电工程 2.01 亿元的直流瓷绝缘子，约占该类产品总额的 67%。

(三) 公司是拉普国内唯一合作伙伴

拉普公司是一家拥有悠久历史、全球客户盛誉、丰富的制造经验以及卓越的加工工艺的行业领军者。公司是拉普在中国的唯一合作伙伴。两者的合资公司大连拉普，主要生产交、直流高强度的电站电瓷、支柱棒型绝缘子、电器瓷套绝缘子等产品，出口国外。

(四) 募投项目解决产能瓶颈、优化产品结构

募投项目将增加 20266 吨 300kN 以上的用于超(特)高压输电的高吨位悬瓷绝缘子，3476 吨电站电瓷，5236 吨交直流用复合绝缘子。±800kV 向-上特高压直流输电中标毛利约 46%，±800kV 锦屏～苏南特高压直流输电中标价格并未下降，由此可见，高端产品能够维持较高的毛利率。募投项目解决产能瓶颈优化产品结构。

3. 投资建议

我们预计 2011-2013 年盈利预测为 0.63 元、0.90 元和 1.11 元，结合类似公司平均估值水平，我们给予公司 2012 年 20-25 倍市盈率，对应的合理估值区间为 18-23 元。

分析师

邹序元

■: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130208061595

联系人

张玲

■: (8610) 6656 8643

✉: zhangling_yj@chinastock.com.cn

发行数据

发行价格	17.00
发行规模 (万股)	2500
发行后总股本 (万股)	10,000
主要股东	刘桂雪
主承销商	渤海证券

相关研究

表1、大连电瓷（002606.SZ）财务报表预测（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
瓷绝缘子					
平均售价（元）	11,454	10,609	10,609	10,609	10,609
收入（万元）	43,457	40,534	46,242	52,848	72,665
yoY	18%	-7%	14%	14%	38%
毛利率	43%	39%	38%	38%	38%
复合绝缘子					
平均售价（元）	40,001	39,426	38,243	37,096	35,983
收入（万元）	4,896	9,350	9,820	23,132	29,038
yoY	127%	91%	5%	136%	26%
毛利率	33%	35%	34%	35%	34%
电站电瓷					
平均售价（元）	15,984	15,426	14,192	13,057	12,012
收入（万元）	4,747	4,933	6,111	7,496	9,482
yoY	13%	4%	24%	23%	27%
毛利率	43%	29%	27%	25%	23%
主营业务收入（万元）	56,350	59,267	66,844	88,381	116,336
yoY	29%	5%	13%	32%	32%
毛利率	41%	36%	35%	35%	34%

资料来源：公司数据，中国银河证券研究部整理

表2、大连电瓷(002606.SZ)财务报表预测(单位:百万元)

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
	营业收入	营业成本	营业税金及附加	销售费用	管理费用		资产减值损失	公允价值变动收益	-1	0	0
货币资金	24	49	235	310	408	营业收入	564	594	670	886	1165
应收票据	0	4	4	5	7	营业成本	334	383	438	577	762
应收账款	173	226	255	337	443	营业税金及附加	5	4	5	6	8
预付款项	7	38	60	89	127	销售费用	40	41	46	61	81
其他应收款	134	5	6	7	10	管理费用	91	92	100	118	157
存货	161	180	205	271	358	财务费用	13	14	16	16	25
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	7	4	4	4
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	227	236	263	277	290	投资收益	0	-1	0	0	0
在建工程	21	85	125	135	145	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	80	59	65	103	127
无形资产	109	107	107	107	107	营业外收入	169	33	11	3	3
长期待摊费用	0	0	0	0	0	营业外支出	124	1	1	1	1
资产总计	863	936	1266	1545	1901	税前利润	125	84	71	101	125
短期借款	224	219	65	228	436	减: 所得税	17	9	8	11	14
应付票据	56	20	23	30	40	净利润	108	75	63	90	111
应付账款	88	90	101	134	177	归属于母公司净利润	106	74	63	90	111
预收款项	1	2	2	2	2	少数股东损益	2	0	0	0	0
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	1.06	0.74	0.63	0.90	1.11
应交税费	7	2	2	2	2	稀释每股收益	1.42	0.99	0.63	0.90	1.11
其他应付款	90	52	52	52	52	估值指标输出	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他流动负债	0	0	0	0	0	P/E	16	23	27	19	15
长期借款	60	160	160	160	160	P/B	9	7	2	2	2
预计负债	2	2	2	2	2	P/S	3	3	3	2	1
负债合计	673	684	544	746	1008	Dividend Yield	0%	0%	1%	1%	1%
股东权益合计	190	252	722	798	893	EV/EBITDA	13.74	18.21	17.58	12.95	11.05
归属母公司权益合计	183	245	715	791	885						
总股本	75	75	100	100	100	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	成长性					
净利润	108	75	63	90	111	营收增长率	29%	5%	13%	32%	32%
折旧与摊销	28	22	23	25	28	EBIT增长率	73%	-22%	10%	52%	27%
经营活动现金流	-594	5692	39	-8	-19	归属净利润增长	265%	-30%	-15%	43%	24%
投资活动现金流	-2162	-4219	-90	-50	-50	盈利性					
融资活动的现金流	2060	-1387	236	134	167	销售毛利率	41%	36%	35%	35%	35%
现金净变动	-696	87	186	75	98	销售净利率	19%	13%	9%	10%	10%
期初现金余额	35	24	49	235	310	ROE	58%	30%	9%	11%	13%
期末现金余额	-662	110	235	310	408	ROIC	17%	10%	8%	9%	9%

资料来源：公司数据，中国银河证券研究部整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

邹序元，电力设备及新能源行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系：010-66568849
上海地区联系：010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908