



业绩略低于预期，上半年预计亏损 增持 维持

投资要点:

- 2011 年收入 6.51 亿元，每股收益 0.54 元，略低于预期
- 一季度亏损 631 万，上半年预计微亏，缘于成本大幅上升
- 预计 2012 年每股收益 0.50 元，考虑特高压弹性，维持“增持”评级

- **2011 年每股收益 0.55 元，略低于预期。**公司今日发布年报，2011 年实现营业收入 6.51 亿元，归属上市公司净利润 5399 万元，分别同比增长 9.51% 和下降 27.31%，按现有股本计算每股收益 0.54 元，略低于预期；分配方案为每 10 股转增 10 股并派 2 元。同时公司一季报显示一季度收入下降 13%，亏损 631 万元，并预计上半年亏损 500 万元以内。
- **业绩下滑主要源自毛利率大幅下滑。**由于生产瓷绝缘子的原料和燃料价格上升较多，烧石粉和液化气分别上涨 11% 和 13%，导致瓷绝缘子毛利率大幅下滑，其中悬瓷绝缘子毛利率下滑 3.18 个百分点至 35.53%，综合毛利率下滑 3.57 个百分点至 31.97%。今年一季度综合毛利率仅为 22.53%，预计全年毛利率同比仍呈现下滑趋势，将影响公司业绩。另外，人工成本的上升也是业绩低于预期原因之一。
- **订单依旧饱满，特高压弹性仍在。**公司 2011 年在国网招标中瓷绝缘子的市场份额保持稳定，复合绝缘子有所突破，我们料在手订单依旧饱满，未来在产能逐步释放情况下收入增长依旧较快，一季度的下降主要是交货进度引起。根据国网最新的特高压直流规划，十二五期间的直流线路从 11 条增加至 16 条，提升了特高压绝缘子的需求空间，公司作为该领域的龙头企业，具备较高的特高压收入弹性。海外拓展也较为顺利，将继续维持 40% 左右的出口比例。
- **预计 2012 年每股收益 0.50 元，维持“增持”评级。**鉴于毛利率下滑超出预期，我们下调公司 2011/12/13 年的 EPS 预测至 0.50/0.78/1.02 元，对应的市盈率分别为 38/25/19 倍，估值偏高，考虑对特高压颇具弹性，维持“增持”评级。

| 主要经营指标 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 营业收入 | 594.41 | 650.95 | 792.08 | 1056.69 | 1333.86 |
| 同比增速 | 5.34% | 9.51% | 21.68% | 33.41% | 26.23% |
| 母公司净利润 | 74.27 | 53.99 | 49.97 | 78.22 | 102.33 |
| 同比增速 | -30.21% | -27.31% | -7.44% | 56.53% | 30.82% |
| EPS | 0.743 | 0.540 | 0.500 | 0.782 | 1.023 |
| 毛利率 | 35.53% | 31.97% | 30.46% | 31.17% | 30.85% |
| 净资产收益率 | 30.30% | 7.79% | 6.77% | 9.65% | 11.32% |

分析师

王静 (S1180207090092)

电话: 010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

赵曦 (S1180511010008)

电话: 021-51782052

Email: zhaoxi@hysec.com

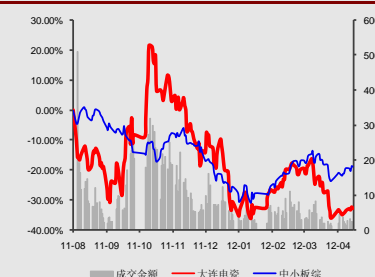
联系人

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



公司数据

| | |
|----------|-----------|
| 总股本 (万股) | 10,000.00 |
| 流通股 (万股) | 2,500.00 |
| 控股股东 | 刘桂雪 |
| 持股比例 | 42.00% |

相关研究

大连电瓷深度报告: 待产能释放, 颇具特高压弹性

2012.02

表 1 财务报表预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 单位：百万元 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | 单位：百万元 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 流动资产 | 795 | 703 | 817 | 975 | 营业收入 | 651 | 792 | 1,057 | 1,334 |
| 货币资金 | 231 | 90 | 82 | 158 | 营业成本 | 443 | 551 | 727 | 922 |
| 应收与预付款项 | 355 | 381 | 466 | 510 | 营业税金及附加 | 6 | 6 | 8 | 11 |
| 存货 | 208 | 232 | 269 | 307 | 销售费用 | 46 | 55 | 71 | 87 |
| 非流动资产 | 488 | 618 | 663 | 700 | 管理费用 | 91 | 111 | 146 | 180 |
| 固定资产在建工程 | 382 | 512 | 557 | 594 | 财务费用 | 17 | 16 | 18 | 19 |
| 无形资产待摊费用 | 105 | 105 | 105 | 105 | 资产减值损失 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 资产总计 | 1,282 | 1,321 | 1,480 | 1,675 | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 405 | 437 | 540 | 641 | 利润总额 | 62 | 58 | 92 | 121 |
| 短期借款 | 219 | 219 | 269 | 319 | 所得税 | 9 | 9 | 14 | 18 |
| 应付与预收账款 | 186 | 218 | 271 | 322 | 净利润 | 54 | 50 | 78 | 103 |
| 长期借款 | 36 | 16 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债 | 179 | 139 | 123 | 123 | 归属母公司净利 | 54 | 50 | 78 | 102 |
| 负债合计 | 583 | 577 | 664 | 764 | EPS (元) | 0.540 | 0.500 | 0.782 | 1.023 |
| 股本 | 100 | 100 | 100 | 100 | 主要财务比率 | | | | |
| 资本公积 | 394 | 394 | 394 | 394 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 199 | 244 | 316 | 410 | 营业收入 | 9.51% | 21.68% | 33.41% | 26.23% |
| 少数股东权益 | 6 | 6 | 6 | 6 | 净利润 | -28.18% | -7.12% | 57.79% | 30.69% |
| 归属于母公司权益 | 693 | 739 | 810 | 904 | 获利能力 | | | | |
| 负债股东权益合计 | 1,282 | 1,321 | 1,480 | 1,675 | 毛利率 | 31.97% | 30.46% | 31.17% | 30.85% |
| 现金流量表 | | | | | 净利率 | 8.22% | 6.28% | 7.42% | 7.69% |
| 单位：百万元 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | ROE | 7.79% | 6.77% | 9.65% | 11.32% |
| 经营活动现金流 | 25 | 36 | 49 | 121 | 偿债能力 | | | | |
| 净利润 | 54 | 41 | 70 | 94 | 资产负债率 | 45.50% | 43.64% | 44.83% | 45.64% |
| 折旧摊销 | 27 | 16 | 31 | 39 | 流动比率 | 1.87 | 1.61 | 1.51 | 1.52 |
| 资产减值损失 | 4 | 4 | 4 | 4 | 速动比率 | 1.38 | 1.08 | 1.01 | 1.04 |
| 利息费用 | 15 | 11 | 13 | 14 | 营运能力 | | | | |
| 投资活动现金流 | -87 | -142 | -72 | -72 | 总资产周转率 | 0.51 | 0.60 | 0.71 | 0.80 |
| 融资活动现金流 | 259 | -35 | 14 | 27 | 应收账款周转率 | 2.14 | 2.41 | 2.65 | 3.07 |
| 现金流量净额 | 195 | -141 | -8 | 76 | 存货周转率 | 2.12 | 2.37 | 2.70 | 3.00 |

注：资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

分析师简介:

王静: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

赵曦: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

机构销售团队

| | 郭振举 | 牟晓凤 | 孙利群 | 王艺 |
|------|--|---|--|--|
| 华北区域 | 010-88085798 guozhenju@hysec.com | 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com | 010-88085756 sunliqun@hysec.com | 010-88085172 wangyi1@hysec.com |
| 华东区域 | 张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com | 王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com | 赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com | 奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com |
| 华南区域 | 曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com | 贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com | 雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com | 罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com |
| QFII | 方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com | 胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com | | |

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别 | 评级 | 定义 |
|--------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上 |
| | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20% |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上 |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。