

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

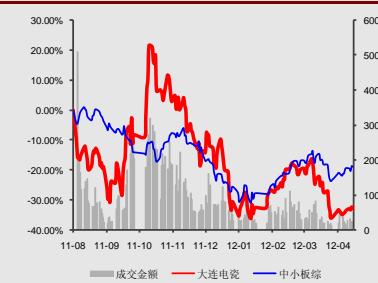
联系人

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					
资本公积	394	394	394	394	主要财务比率				
留存收益	199	244	316	410	成长能力				
少数股东权益	6	6	6	6	营业收入	9.51%	21.68%	33.41%	26.23%
归属于母公司权益	693	739	810	904	净利润	-28.18%	-7.12%	57.79%	30.69%
负债股东权益合计	1,282	1,321	1,480	1,675	获利能力				
					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

华北区域	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	王艺 010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhang.jun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wang.junwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhao.jia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zeng.lijie@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。