



产品线完善、海外扩展以及特高压建设三轮驱动公司业绩增长

2012年6月8日

推荐/首次

华仪电气

调研快报

——金利华电 (300069) 调研快报

王明德

执业证书编 S1480511100001

联系人 侯建峰 弓永峰 李根 陈鹏

010-66554043

Houjf@dxzq.net.cn

事件：

近日我们对金利华电进行了实地调研，与公司董秘及证券事务代表详细沟通了公司的生产经营情况及未来战略规划。主要观点如下：

主要观点：

1、从“挑战者”到“领先者”华丽变身。

公司从2005年开始进入玻璃绝缘子市场，打破意大利塞维斯和南京电气在市场中的“双寡头”结构起，经过公司多年在玻璃绝缘子市场的经营，公司已经占据玻璃绝缘子市场第一位置。根据2009年国网总部公开招投标市场的数据显示：公司中标片数占玻璃绝缘子招标总数的24.98%，在所有参与国家电网高压线路玻璃绝缘子招标的企业中排名第一；其中，公司在500kV及以上线路中标片数占该等级招标总数的30.98%，也排名第一。特别是500kV及以上线路和直流线路的中标数量被认为是衡量该企业综合技术水平的重要标志，经过多年耕耘，公司已由最初的挑战者变为玻璃绝缘子行业的领先者。

图1：公司目前产品结构

公司名称	2009年	2008年	2007年	总计
金利华	24.98%	23.57%	27.48%	25.28%
南京电气	22.60%	21.16%	27.25%	23.55%
意大利塞维斯（合计）	20.18%	13.50%	38.55%	23.61%
其中 自贡塞迪维尔	17.70%	11.18%	32.01%	19.92%
天津迪艾夫	0	2.32%	6.54%	2.80%
上海塞维斯	2.49%	0	0	0.88%
浙江泰仑	24.84%	41.77%	6.71%	24.94%
宜宾环球	7.40%	0.00%	0.00%	2.62%
总计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，东兴证券整理

图2：公司在竞争中处于竞争优势地位（2009年）



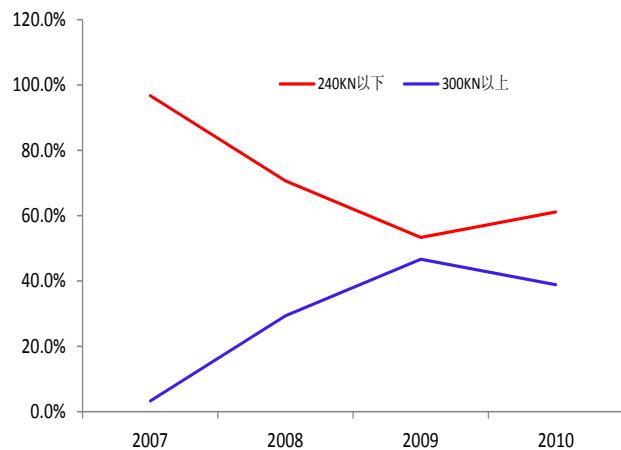
资料来源：公司公告，东兴证券整理 (x=市占率, y=技术水平)

2、特高压线路的建设以及传统产品价格的回升提升公司增长和盈利空间。

经过多年的努力，公司已经具备了不同电压等级玻璃绝缘子的生产能力，特别是公司在特高压交流和直流玻璃绝缘子配方和工艺的突破，，是国内少数拥有成熟的交、直流特高压玻璃绝缘子生产技术的厂商，公司在行业内形成并确立了技术上的领先地位。

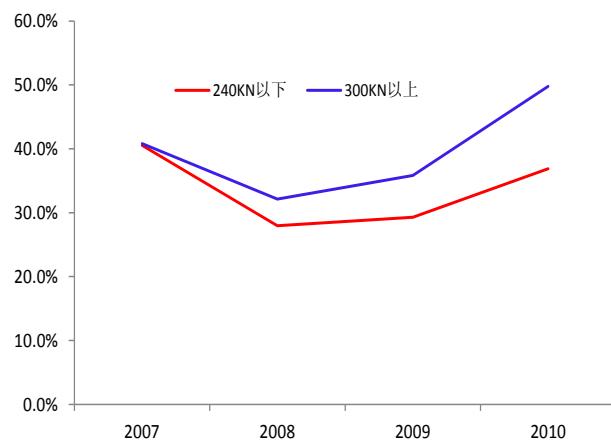
根据国家电网和国家电网电力科学院在晋东南 - 南阳 - 荆门 1,000kV 特高压交流试验示范工程中所获得建设运行数据，特高压输电线路所使用的瓷、玻璃、复合绝缘子，其直径(盘径)、结构高度和额定机械荷载比 500kV 超高压电网高很多；同一铁塔绝缘子的使用数量比超高压要多 8 倍以上；绝缘子串长度比 500kV 长 1 倍以上。因此，随着我国特高压建设即将步入全面建设阶段，对于机械荷载强度在 300kN 及以上的大吨位玻璃绝缘子的采购需求将大幅度提高。高电压、高吨位等级的玻璃绝缘子工艺和技术水平要求比较高，毛利水平高，且单条线路需要的量大，因此特高压和超高压线路的大批开建将有效的提升公司的收入和盈利水平。

图 3：公司高吨位产品占比在逐年上升



资料来源：公司网站，东兴证券整理

图 4：高吨位产品能有效提升公司盈利



资料来源：wind，公司公告，东兴证券整理

表 1：公司特高压业务突破进程

特高压交流发展历程	特高压直流发展历程
2006 年初，确定了以“交、直流特高压玻璃绝缘子技术”作为未来三年公司技术发展战略目标，并明确了“先交流后直流”的技术研发路径。	
2007 年 8 月，适用于交流特高压线路的 LXP-550 (530) 玻璃绝缘子通过了国家绝缘子避雷器质量监督检验中心的型式试验。	2007 年末组织技术人员开始直流特高压产品的研发工作。
2007 年 9 月 1 日，该产品又在行业内率先通过了中国电力企业联合会的产品技术鉴定。	2008 年 11 月，公司应用于直流特高压线路的直流玻璃绝缘材料配方完成定型。
2008 年，完善了特高压线路玻璃绝缘子生产的玻璃绝缘材料配方等工艺，具备了大规模产业化条件。	2009 年 2 月，公司完成全系列直流特高压线路玻璃绝缘子产品的试制。
而后，公司产品被应用于我国第一条 1,000kV 特高压交流试验示范工程“晋东南-南阳-荆门”线路的实验基地及配套工程。	2009 年 7 月，适用于直流特高压线路的 530 (550) kN 和 400 (420) kN 大吨位玻璃绝缘子通过了电力工业电力设备及仪表质量检验测试中心的型式试验检测，即将进入挂网运行阶段。

资料来源：东兴证券研究所

此外，从一季度的情况来看，现在的玻璃绝缘子相对于去年的价格水平有明显的回升，将有效的提升公司产品的毛利率，为公司今年业绩的稳定增长奠定基础。

3、资产收购设立电瓷平台，电瓷业务有望延续玻璃绝缘子的超越本色。

报告期内，公司使用部分超募资金 1,480 万元收购了江西强联电瓷股份有限公司 53.91%的股权；并向江西强联增资了 3,460 万元，现公司持有“江西强联电瓷股份有限公司” 72.50%的股份，处于绝对控股地位。

“江西强联”主要生产高电压等级的棒形瓷绝缘子、用于铁路接触网上的轻型棒形瓷绝缘子以及瓷芯棒。

由于瓷绝缘子的下游客户与玻璃绝缘子的下游客户基本相同，可以借助于公司的营销平台并且公司可以通过管理、工艺改进、资金支持等手段提升“江西强联”的盈利能力，公司收购“江西强联”具有明显的协同效应。

此外，可以借助“江西强联”的电瓷平台整合国内的电瓷绝缘子业务，通过资本运作实现瓷绝缘子从“挑战者”到“领先者”的角色转变。公司 2012 年对联强提出实现 8000 万销售收入的销售目标，该目标的实现将有效提升公司的业绩。

4、公司的海外业务取得突破，海外业务的有效开拓将大力提升公司业绩。

公司 2011 年 10 月公司获得了在阿尔及利亚的 CAMEG 公司的绝缘子预中标，2012 1 月 8 日至 112 日期间，本项目阿尔及利亚用户单位 CAMEG 公司派出代表对本公司进行了验厂，并获得通过。2012 年 4 月公司收到了 CAMEG 公司送达的《提供 60,220et400KV 线路钢化玻璃绝缘子合同》生效通知书。合同总金额共计 2,292.15 万美元，折合人民币约 14,545.07 万元，占公司 2010 年度营业收入的 107.02%。本次公司成功在阿尔及利亚中标及签订合同，不仅有利于公司未来业绩的增长，更有利于公司积累海外营销经验，为进一步扩大海外市场打下基础。

阿尔及利亚的项目按照合同要求来看分四批次交货，从进度来看今年有望交两批次的货物，将贡献 7000 多万的营业收入，并且从阿尔及利亚的羡慕来看，这次中标的玻璃绝缘子的毛利率明显好于国内现在的水平。

投资建议及风险提示：

综上所述，我们认为随着公司海外业务项目的确认、江西联强电瓷平台逐步成形以及国内特高压加速启动等因素将推动公司业绩步入稳步增长通道。经综合测算给予公司 2012-2013 年的 EPS 分别为 0.46 元、0.67 元，对应的 PE 为 26.5、18.1，暂时给予公司“推荐”评级。

关注江西联强电瓷产品推广低于预期的风险以及国内特高压建设低于预期的风险。

表 2：公司财务数据及估值

资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E
					营业收入	269	341
现金及现金等价物	208	150	150	营业成本	98	177	219
应收款项	156	258	280	营业税金及附加	1	2	2
存货净额	70	109	130	销售费用	10	20	25
其他流动资产	26	35	34	管理费用	15	25	30
流动资产合计	459	551	594	财务费用	(1)	5	6
固定资产	159	194	236	投资收益	0	0	0
无形资产及其他	23	23	22	资产减值及公允价值变动	(1)	(3)	(3)
投资性房地产	5	5	5	营业外净收支	4	3	3
长期股权投资	0	0	0	利润总额	24	40	59
资产总计	646	773	856	所得税费用	3	6	8
短期借款及交易性金融负债	73	103	109	归属于母公司净利润	20	37	56
应付款项	72	129	158	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E
其他流动负债	12	17	16	净利润	21	36	52
流动负债合计	157	249	282	资产减值准备	(2)	(1)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	折旧摊销	8	14	16
其他长期负债	9	9	9	公允价值变动损失	1	3	3
长期负债合计	9	9	9	财务费用	(1)	5	6
负债合计	165	258	291	营运资本变动	(71)	(89)	(15)
少数股东权益	16	14	13	其它	2	0	(2)
股东权益	465	501	553	经营活动现金流	(41)	(38)	54
负债和股东权益总计	646	773	856	资本开支	(69)	(50)	(60)
关键财务与估值指标	2011	2012E	2013E	其它投资现金流	0	0	0
每股收益	0.27	0.46	0.67	投资活动现金流	(69)	(50)	(60)
每股红利	0.20	0.00	0.00	权益性融资	2	0	0
每股净资产	5.96	6.42	7.09	负债净变化	(20)	0	0
ROIC	3%	6%	9%	支付股利、利息	(16)	0	0
ROE	5%	7%	9%	其它融资现金流	95	31	6
毛利率	32%	34%	36%	融资活动现金流	26	31	6
EBIT Margin	14%	17%	19%	现金净变动	(83)	(58)	(0)
EBITDA Margin	20%	22%	24%	货币资金的期初余额	291	208	150
收入增长	6%	86%	27%	货币资金的期末余额	208	150	150
净利润增长率	-19%	67%	47%	企业自由现金流	(111)	(87)	(3)
资产负债率	28%	35%	35%	权益自由现金流	(36)	(61)	(3)
息率	1.6%	0.0%	0.0%				
P/E	44.4	26.5	18.1				
P/B	2.0	1.9	1.7				
EV/EBITDA	38.5	20.5	15.2				

资料来源：东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学学士。9年工作经验，其中近2年投资研究经验。2011年加盟东兴证券研究所，从事电力设备行业研究。

新兴产业小组简介

弓永峰高级研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学学士。9年工作经验，其中近2年投资研究经验。2011年加盟东兴证券研究所，从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券