

# 毛利率大幅下滑拖累业绩亏损

## 增持 维持

### 投资要点:

- 📖 上半年收入 2.88 亿元，增长 20%；每股收益-0.0014 元
  - 📖 业绩亏损首要原因是毛利率同比大幅下滑 4.8 个百分点
  - 📖 预计 2012 年每股收益 0.22 元，考虑特高压弹性，维持“增持”评级
- **报告期内收入增长 20%，但业绩亏损。**上半年公司实现营业收入 2.88 亿元，同比增长 20.09%；归属上市公司净利润-83.89 万元；每股收益-0.0014 元，符合此前一季报所预告的亏损 500 万元以内以及市场预期。
- **业绩亏损首要原因是毛利率的大幅下滑。**生产瓷绝缘子的矿物原材料价格上涨导致瓷绝缘子毛利率下滑，其中烧石粉价格同比上升 24%，导致悬瓷绝缘子毛利率下滑 2.72 个百分点至 28.95%；复合绝缘子品种结构变化导致其毛利率大幅下滑 5.66 个百分点；加之产品结构的变化主要是电站电瓷的快速增长导致综合毛利率下滑 4.80 个百分点至 25.60%。另外，人工成本的同比上升约 17%也是业亏损的原因之一。但单季度来看，二季度由于燃料成本下降及产品价格有所回升等因素，毛利率环比快速恢复，下半年该趋势有望持续，业绩也有望好转。
- **订单依旧饱满，特高压弹性仍在。**今年上半年公司在国网招标中瓷绝缘子的市场份额依然保持第一的地位，上半年的收入增幅也符合我们此前的预期，预计公司的在手订单依旧饱满，未来在产能逐步释放情况下收入增长依旧较快。下半年收入增长和盈利能力改善主要看特高压的交货，我们也多次强调过，对特高压交直流来说，公司的收入弹性较高，如果有新的线路批复将会给公司带来较大的潜在合同。
- **预计 2012 年每股收益 0.22 元，维持“增持”评级。**我们略调整了公司的盈利预测，预计 2011/12/13 年的 EPS 分别为 0.22/0.35/0.49 元，目前股价对应的市盈率分别为 38/24/17 倍，估值偏高，但考虑对特高压颇具弹性，维持“增持”评级。

### 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

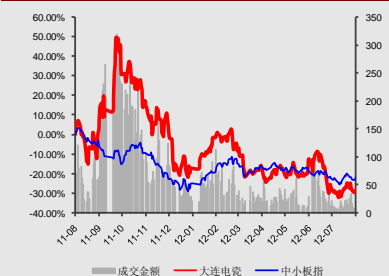
### 联系人

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

### 市场表现



### 公司数据

总股本 (万股)	20,000.00
流通股 (万股)	5,000.00
控股股东	刘桂雪
持股比例	42.00%

### 相关研究

大连电瓷: 业绩略低于预期, 上半年预计亏损

2012.04

大连电瓷深度报告: 待产能释放, 颇具特高压弹性

2012.02

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	594.41	650.95	803.08	1056.69	1333.86
同比增速	5.34%	9.51%	23.37%	31.58%	26.23%
母公司净利润	74.27	53.99	43.04	69.29	97.00
同比增速	-30.21%	-27.31%	-20.27%	60.98%	39.99%
EPS	0.371	0.270	0.215	0.346	0.485
毛利率	35.53%	31.97%	29.28%	30.00%	30.13%
净资产收益率	30.30%	7.79%	5.88%	8.71%	10.96%

**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
<b>流动资产</b>	795	757	902	1,116	营业收入	651	803	1,057	1,334
货币资金	231	118	182	277	营业成本	443	568	740	932
应收与预付款项	355	393	456	521	营业税金及附加	6	6	8	11
存货	208	246	264	318	销售费用	46	56	71	87
<b>非流动资产</b>	488	567	561	547	管理费用	91	112	146	180
固定资产在建工程	382	473	478	476	财务费用	17	16	16	16
无形资产待摊费用	105	94	82	71	资产减值损失	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	1,282	1,324	1,463	1,663	投资收益	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	405	446	537	649	利润总额	62	50	82	114
短期借款	219	219	269	319	所得税	9	8	12	17
应付与预收账款	186	227	268	330	净利润	54	43	69	97
长期借款	36	16	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	179	139	123	123	归属母公司净利	54	43	69	97
<b>负债合计</b>	583	586	661	772	<b>EPS (元)</b>	0.270	0.215	0.346	0.485
股本	100	100	100	100					
资本公积	394	394	394	394	<b>主要财务比率</b>				
留存收益	199	238	302	391	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	6	6	6	6	营业收入	9.51%	23.37%	31.58%	26.23%
归属于母公司权益	693	732	796	885	净利润	-28.18%	-20.00%	62.27%	39.85%
<b>负债股东权益合计</b>	1,282	1,324	1,463	1,663	<b>获利能力</b>				
					毛利率	31.97%	29.28%	30.00%	30.13%
<b>现金流量表</b>					净利率	8.22%	5.33%	6.58%	7.29%
单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE	7.79%	5.88%	8.71%	10.96%
<b>经营活动现金流</b>	11	63	118	136	<b>偿债能力</b>				
净利润	54	34	61	89	资产负债率	45.50%	44.24%	45.17%	46.42%
折旧摊销	27	67	82	90	流动比率	1.87	1.70	1.68	1.72
资产减值损失	4	4	4	4	速动比率	1.38	1.15	1.19	1.23
利息费用	15	11	11	11	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-87	-142	-72	-72	总资产周转率	0.51	0.61	0.72	0.80
<b>融资活动现金流</b>	259	-34	17	31	应收账款周转率	2.14	2.38	2.71	3.01
<b>现金流量净额</b>	182	-113	63	95	存货周转率	2.12	2.31	2.80	2.93

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	<b>牟晓凤</b>	<b>李倩</b>	<b>王燕妮</b>	<b>张瑶</b>	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	<b>张璐</b>	<b>赵佳</b>	<b>奚曦</b>	<b>孙利群</b>	<b>李岚</b>
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	021-51782236 lilan@hysec.com
华南 区域	<b>夏苏云</b>	<b>贾浩森</b>	<b>罗云</b>	<b>赵越</b>	<b>孙婉莹</b>
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18930809316 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	<b>覃汉</b>	<b>胡玉峰</b>			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	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。