

鲁亿通（300423）：电气成套设备专业提供商

电气设备

报告日期：2015年2月4日

主要财务指标（单位：百万元）

	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	263	304	363	423
(+/-)	-4.6%	15.4%	19.3%	16.5%
营业利润	3,500	4,280	6,319	7,424
(+/-)	-9.2%	22.3%	47.6%	17.5%
归属于母 公司的净利润	3,303	4,282	5,651	6,591
(+/-)	-4.3%	29.6%	32.0%	16.6%
每股收益	0.38	0.49	0.64	0.75
市盈率	-	-	-	-

公司基本情况（最新）

总股本/发行股份（万股）	8,800/2,200
流通市值（亿元）	-
每股净资产（元）	3.26
资产负债率（%）	54.71

机械行业研究员 魏旭锟

执业证书编号 S1050513050001

021-51793723 weixk@cfsc.com.cn

服务热线 021-51793723

- 公司自设立以来，致力于电气成套设备的研发设计、生产与销售，产品应用于发电、输配电及下游用电的多个领域。公司主要产品为电气成套设备，电气成套设备在输配电系统中起着电能的控制、保护、测量、转换和分配作用。智能电气成套设备是将计算机技术、网络通讯技术、现代传感技术、电力电子技术整合于一体的输配电成套设备产品，可以实现自我诊断、自动控制、无人值守，并具有遥控、遥测、遥调、遥信等功能。2011年、2012年、2013年、2014年公司分别实现销售收入2.23亿元、2.76亿元、2.63亿元和3.04亿元，四年年均复合增速为10.81%。公司总体盈利能力保持稳定，毛利率保持在30%以上。
- **电气成套设备需求将保持快速增长。**公司产品在用电系统的使用范围非常广泛，涉及国民经济各行各业以及居民生活领域。当前公司主要客户涵盖石油、化工、电力、冶金、轨道交通、公共建筑、民用建筑、节能环保等领域，公司产品用于接受并分配电能。未来，电力投资增长、智能电网建设、石油化工行业的发展、更新替代、进口替代以及出口仍将推动电气成套设备市场快速增长。
- **公司竞争优势显著。**公司设立之初便立足于一、二级用电负荷市场，把握电气成套设备智能化、小型化、大容量、高可靠性、免维护、节能环保等发展趋势，加大研发力度，注重市场布局，开发出了一系列产品，陆续进入国民经济各支柱产业。作为电气成套设备综合解决方案服务商，公司为客户提供电气成套设备方案设计、现场模拟试验、系统技术升级等解决方案，在研发、产品、制造工艺、设计优势、资质与品牌、销售与售后等诸多方面具备显著优势。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司2015-2017年营业收入分别为3.63、4.23和4.82亿元，实现归属母公司净利润5651、6591和7611万元，EPS分别为0.64、0.75和0.86元；选取了电气设备公司作为可对比公司，选取的可比公司2014年平均PE为39.82倍，谨慎起见我们认为公司35-40倍估值较为合理，对应的公司每股价格为17.15-19.60元。
- **风险提示：**1) 产业政策变动；2) 应收账款。

1、公司简介：

公司自设立以来，致力于电气成套设备的研发设计、生产与销售，产品应用于发电、输配电及下游用电的多个领域，当前公司产品主要应用于石油、石化、电力、冶金、轨道交通、公共建筑、民用建筑、节能环保等领域。

由于电网不能直接向用电设备传输电能，电网的电能经过降压后，需要由电气成套设备对其进行接收，并将其分配到各个用电单元。同时须通过电气成套设备对用电设备进行保护和控制，因此，电气成套设备是电力使用中不可缺少的重要环节，起着“上承电网、下联用电设备”的重要作用。

公司主要产品为电气成套设备，电气成套设备在输配电系统中起着电能的控制、保护、测量、转换和分配作用。智能电气成套设备是将计算机技术、网络通讯技术、现代传感技术、电力电子技术整合于一体的输配电成套设备产品，可以实现自我诊断、自动控制、无人值守，并具有遥控、遥测、遥调、遥信等功能。

公司主要产品共九大系列，涵盖0.4kV-40.5kV范围内的电气成套设备，产品具有智能化、小型化、大容量、高可靠性、易于维护、节能环保等特点。

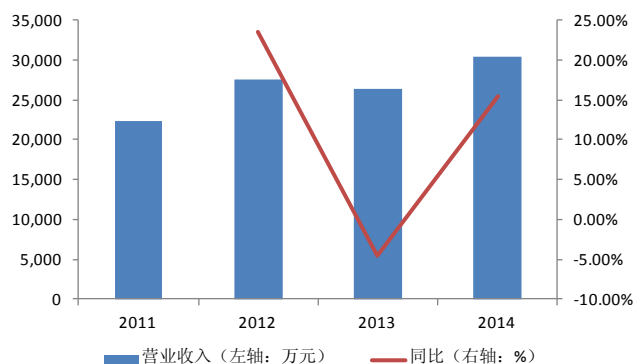
图表 1公司九大系列类别

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部



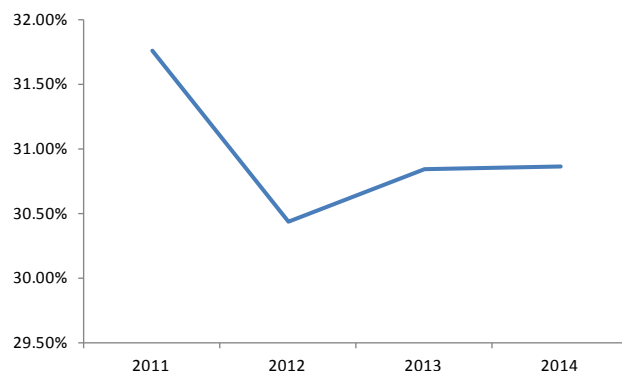
2011年、2012年、2013年、2014年公司分别实现销售收入2.23亿元、2.76亿元、2.63亿元和3.04亿元，四年年均复合增速为10.81%。公司总体盈利能力保持稳定，毛利率保持在30%以上。

图表 2 公司营业收入及增速（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

图表 3 公司主营业务毛利率（单位：%）

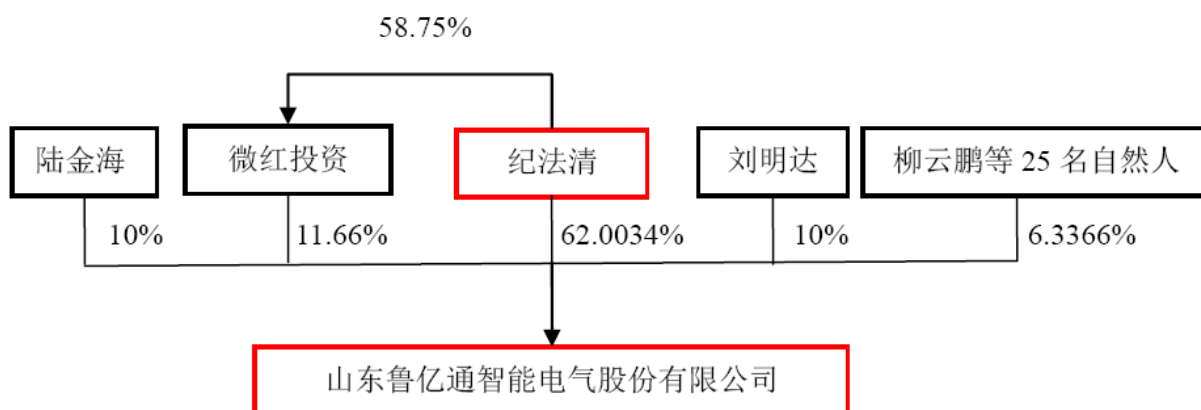


资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

本次拟公开发行的股份包括新股总量不超过2,200万股。不低于发行总股本的25.00%。发行后公司总股本将达8,800万股。

纪法清直接和间接持有公司68.8537%的股份，是公司的控股股东和实际控制人。

图表 4 公司发行前股本结构情况



资料来源：公司招股说明书；华鑫证券研发部

2、电气成套设备需求强劲

按照电力生产、销售、使用这一条主线，公司产品应用领域涵盖“发电—输配电—用电”几个环节：

（1）发电系统

在发电系统中，公司产品主要用于控制、保护发电动力设备等领域。

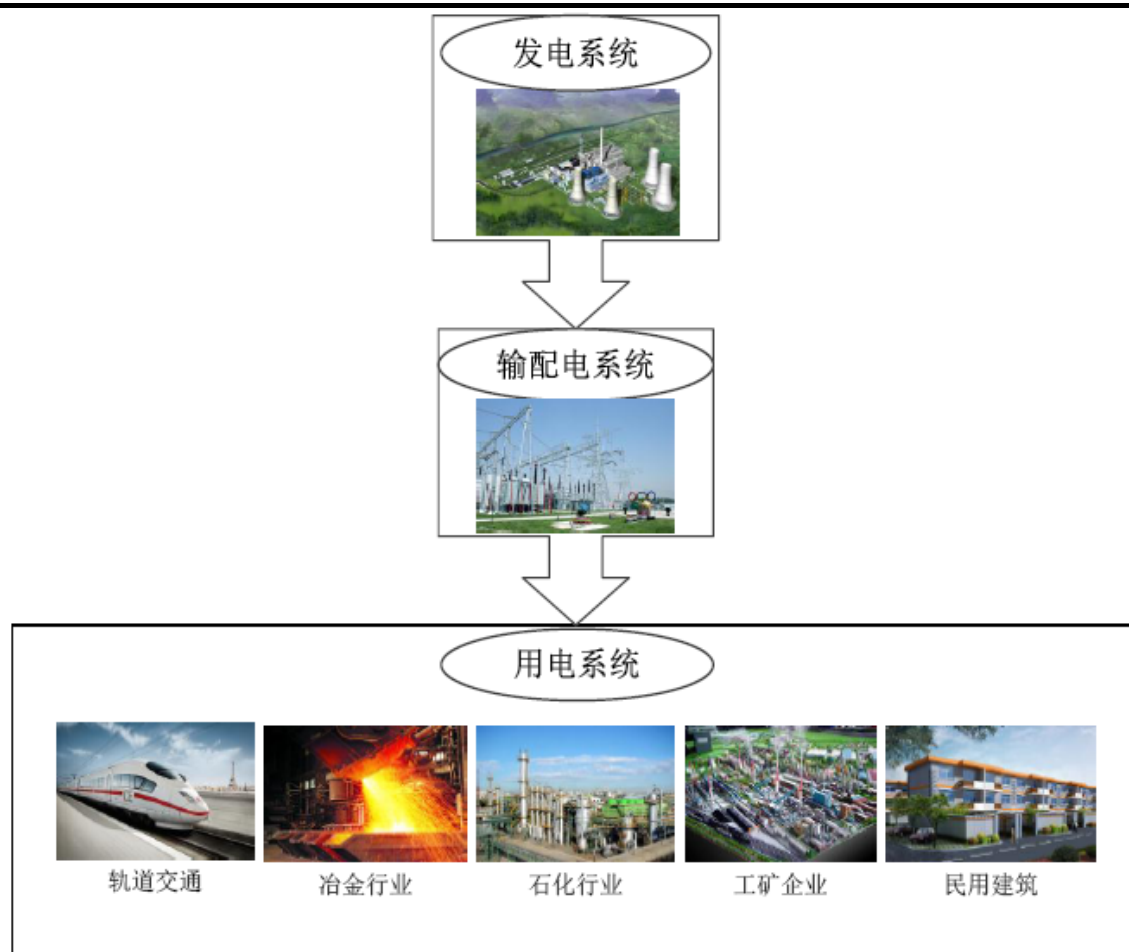
（2）输配电系统

在输配电系统中，一般而言，电能需经二级或者二级以上降压处理，在这个处理过程中，公司产品主要用于对相关设备进行控制与保护。

（3）用电系统

公司产品在用电系统的使用范围非常广泛，涉及国民经济各行各业以及居民生活领域。当前公司主要客户涵盖石油、化工、电力、冶金、轨道交通、公共建筑、民用建筑、节能环保等领域，公司产品用于接受并分配电能。

图表 5公司产品应用领域



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

具体市场需求如下：

(1) “十二五”期间电力投资大幅增加，给电气成套设备行业带来巨大市场机遇

随着我国工业化和城镇化的持续推进，电力工业需求将保持持续增长。根据中国电力企业联合会在《电力工业“十二五”规划研究报告》、《电力工业“十二五”规划滚动研究综述报告》披露的数据，其中“十二五”期间，全国电力工业投资将达到6.1万亿元，比“十一五”增长88.30%。

电力工业投资的增长对电气成套设备行业产生联动效应，将给我国电气成套设备行业的发展带来市场机遇。

(2) 智能电网建设将推动智能电气成套设备的快速发展

2009年5月21日，国家电网公司首次向社会公布了“智能电网”的发展计划，并初步披露了其建设时间表。根据这项计划，智能电网在中国的发展将分3个阶段逐步推进，到2020年，可全面建成统一的“坚强智能电网”。2010年12月，中电联发布电力工业“十二五”规划研究报告，“智能电网建设”进一步被明确为“十二五”重点规划建设内容。中国的智能电网包含电力系统的发电、输电、变电、配电、用电和调度共6个环节，具有信息化、数字化、自动化、互动化的“智能”技术特征。电气成套设备作为配电网的基础装备，其智能化的发展是变电站综合自动化、配电网络自动化的基础，是实现“智能电网”的重要一环。随着智能电网建设的展开，相关电气成套设备的智能化升级换代将迎来旺盛需求。

(3) 石油化工行业的发展将带动电气成套设备市场的发展

石油化工行业对于电气产品的依存度非常高，机械化、电气化、自动化、信息化都离不开电气产品的支持。近年来我国石油化工行业保持快速增长，产业规模不断扩大。根据《石油和化学工业“十二五”发展指南》，“十二五”期间石油化工行业经济总量将保持稳定增长，行业总产值年均增长保持在10%以上，到2015年，行业总产值将达到16万亿元。石油化工行业的发展将带动电气成套设备市场的发展。

(4) 智能化产品替代原有老旧设备，市场前景广阔

目前我国运行中的电气成套设备很多已使用多年，设备老旧严重，其元器件、辅件质量以及绝缘性能与现行产品相比均有较大差距，电气成套设备亟待更新换代。

(5) 国产产品的进口替代效应，是行业发展的有力补充

目前我国电气成套设备市场中的一级、二级用电负荷市场，国内厂商的市场占有率较低。通过多年的技术储备及产业化实践，国内一些高新技术企业凭借较强的研发能力以及相对外资品牌的性价比优势，将在一级、二级用电负荷市场逐步替代进口产品，提升市场份额。

(6) 国际市场发展空间广阔

随着中国经济的快速发展，很多国内大型工业企业走出国门，对外投资金额实现快速增长，为电气成套设备生产厂家提供了广阔的国际市场发展空间。电气成套设备的出口包括直接出口和间接出口（包含在其他企业海外总包工程配套中）。对外投资规模的快速增长，为电气成套设备发展提供了广阔的国际市场空间。

3、公司具备多方面竞争优势

公司设立之初便立足于一、二级用电负荷市场，牢牢把握电气成套设备智能化、小型化、大容量、高可靠性、免维护、节能环保等发展趋势，加大研发力度，注重市场布局，开发出了一系列产品，陆续进入国民经济各支柱产业。作为电气成套设备综合解决方案服务商，公司为客户提供电气成套设备方案设计、现场模拟试验、系统技术升级等解决方案，在电气成套设备行业竞争中公司具有以下优势：

（1）研发优势

公司是行业内较早将智能技术应用于电气成套设备领域的企业，已拥有国家发明专利10项、国家实用新型专利44项；公司技术中心被评为山东省级企业技术中心、并与上海交通大学联合成立“上海交通大学-鲁亿通联合研发中心”；公司为国家高新技术企业、山东省创新型企业、中国质量认证中心颁布的山东区域首批低压成套A类生产企业、中国电器工业协会会员、山东省企业专利协会会员等，公司KYN□-40.5智能电气成套设备技术研发与产业化被列入“国家火炬计划”。

（2）产品优势

公司产品广泛应用于石油化工、电力电网、轨道交通、冶金等一、二级负荷市场。MNS智能电气成套设备关键技术研发与产业化、KYN28-12高可靠智能电气成套设备关键技术研发与产业化、ZNYBW-12/0.4智能型预装式变电站技术研发与产业化、KYN□-40.5智能电气成套设备技术研发与产业化通过了山东省科技成果鉴定，其中MNS智能化成套设备关键技术研发与产业化和KYN28-12高可靠智能成套设备关键技术研发与产业化承担了山东省科技发展计划，KYN□-40.5智能电气成套设备技术研发与产业化被列入“国家火炬计划”；成套设备（高、低压）被评为“山东省名牌产品”、“鲁亿通电气及图”被评为山东省著名商标、“L-GGD,L-MNS”被中国电器工业协会评为质量可信产品；公司建立和通过了GB/T19001-2008/ISO9001:2008质量管理体系、GB/T24001-2004/ISO14001:2004环境管理体系和GB/T28001-2011/OHSAS 18001:2007职业健康安全管理体系认证。公司产品具有智能化、小型化、大容量、高可靠性、节能环保等特点，

（3）制造工艺优势

公司拥有先进的数控加工中心，零件加工基本实现数控化，在生产制造过程中大量采用自主研制的工艺装备，自主研究开发出了多种工装夹具和多项非专利技术，其中已获得国家专利的工艺装备有11项。

（4）资质与品牌优势

电气成套设备直接运行在电力网络中，其性能的安全可靠对电力系统和电网安全运行至关重要，国家对进入该行业的电气成套设备制造商实行严格的资质审查，进入该行业首先需要取得相关资格认证，存在一定资格壁垒。

公司已将智能技术应用于电气成套设备，已拥有国家发明专利10项、国家实用新型专利44项；公司技术中心被评为山东省级企业技术中心、并与上海交通大学联合成立“上海交通大学-鲁亿通联合研发中心”；公司为国家高新技术企业、山东省创新型企业、中国质量认证中心颁布的山东区域首批低压成套A类生产企业。

公司主要产品共九大系列，涵盖0.4kV-40.5kV范围内的电气成套设备。MNS智能电气成套设备关键技术研发与产业化、KYN28-12高可靠智能电气成套设备关键技术研发与产业化、ZNYBW-12/0.4智能型预装式变电站技术研发与产业化、KYN□-40.5智能电气成套设备技术研发与产业化通过了山东省科技成果鉴定，其中MNS智能化成套设备关键技术研发与产业化和KYN28-12高可靠智能成套设备关键技术研发与产业化承担了山东省科技发展计划，KYN□-40.5智能电气成套设备技术研发与产业化被列入“国家火炬计划”；成套设备（高、低压）被评为“山东省名牌产品”、“鲁亿通电气及图”被评为山东省著名商标、“L-GGD,L-MNS”被中国电器工业协会评为质量可信产品。公司通过了GB/T19001-2008/ISO9001:2008质量管理体系、GB/T24001-2004/ISO14001:2004环境管理体系和GB/T28001-2011/OHSAS 18001:2007职业健康



康安全管理体系认证。

公司产品已应用于“西气东输”项目、“南水北调”项目、石油炼化项目、电厂项目、地铁项目等大型工程项目；公司为中石油一级物资供应商、中石化物资供应商、国家电网供应商、瑞士ABB和法国施耐德合作伙伴。

图表 6公司主要客户



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

(5) 销售与售后服务优势

公司拥有一支专业化的销售及售后服务团队，包含公司市场营销中心、商务部、售后服务部。公司市场营销中心由公司副总经理直管，下设电力事业部、石化事业部、冶金事业部、综合事业部，各部门均由具有8年以上专业营销经验的销售经理负责。公司以项目跟踪为起点，以点带面，将合作扩展到企业乃至整个行业。

公司售后服务部负责对公司产品的安装、调试、使用进行指导；负责对用户进行咨询培训；处理客户在产品使用过程中提出的各种问题；对客户进行回访。公司产品销售辐射到全国27个省、自治区、直辖市，产品广泛服务于电力、石油、化工、冶金、轨道交通、公用事业、民用建筑、节能环保等各领域。

5、募投项目消除产能瓶颈

本次新股发行及上市的募集资金扣除发行费用后将用于投资下列项目，上述项目的投资总额为2.51亿

元，其中2.51亿元由本次新股发行募集资金投入。

图表 7 公司 IPO 募投项目情况

序号	项目名称	总投资	年均新增收入	税后利润
1	智能电器成套设备建设项目	16158.00	28583.09	4142.16
2	研发中心建设项目	4154.40	-	-
3	与主营业务相关的营运资金项目	4807.82	-	-
合计		25120.22	28583.09	4142.16

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

随着电网智能化建设的启动、电力、石化等投资的加大、老旧设备更新的提速等，公司智能电气成套设备销售收入实现了持续增长。此外，随着我国石油化工、冶金、煤炭、建材、轨道交通等国民经济基础产业对于电气成套设备升级换代的需求，预计未来我国智能电气成套设备仍将保持增长的态势，扩大智能电气成套设备的产能是公司面临的迫切任务。

其次，随着工业生产手段的复杂化和功能要求的不断提高，石油石化、冶金等国民经济各部门对配电系统的要求也越来越高。除了大容量、可靠性要求外，对远程控制、故障检测等也提出了要求，由此带动电气成套设备智能化升级改造。

由于公司的下游客户主要分布于电力、石油石化、冶金等行业。这些行业的企业招投标时，对电气成套设备生产企业的规模、资质和技术水平均有较高要求，只有具备较强实力，在业内有良好营运记录的企业才有机会进入候选供应商名单，为了进一步增强公司在智能电气成套设备领域的综合实力，需要进行智能电气成套设备项目的建设。

根据项目可研报告，项目建设总投资为12,928.42万元，项目正常生产年平均收入为28,583.09万元，平均税后净利润为4,142.16万元，内部收益率为27.03%(税后)，投资回收期为5.37年（静态、含建设期）。

5、公司盈利预测及估值

我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 3.63、4.23 和 4.82 亿元，实现归属母公司净利润 5651、6591 和 7611 万元，EPS 分别为 0.64、0.75 和 0.86 元（考虑 IPO 发行后股本为 8,800 万股计



算)。

图表 8 公司利润表

利润表	2013	2014	2015	2016	2017
一、营业收入	26,344	30,405	36,268	42,265	48,190
同比增长	-4.56%	15.42%	19.28%	16.54%	14.02%
减：营业成本	18,220	21,020	24,963	29,001	32,956
综合毛利率	30.84%	30.87%	31.17%	31.38%	31.61%
营业税金及附加	205	205	236	275	313
资产减值损失	536	539	550	550	550
减：期间费用	3,882	4,361	4,200	5,015	5,746
期间费用率	14.73%	14.34%	11.58%	11.87%	11.92%
其中：销售费用	1,205	1,234	1,484	1,730	1,972
管理费用	2,017	2,290	2,836	3,305	3,769
财务费用	659	837	-120	-20	5
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
二、营业利润	3,500	4,280	6,319	7,424	8,625
同比增长	-9.15%	22.29%	47.61%	17.50%	16.18%
营业利润率	13.29%	14.08%	17.42%	17.57%	17.90%
加：营业外收入	314	398	350	350	350
减：营业外支出	2	3	20	20	20
三、利润总额	3,812	4,676	6,649	7,754	8,955
减：所得税	509	394	997	1,163	1,343
实际所得税率	13.36%	8.42%	15.00%	15.00%	15.00%
四、净利润	3,303	4,282	5,651	6,591	7,612
归属于母公司所有者净利润	3,303	4,282	5,651	6,591	7,611
同比增长	-4.25%	29.64%	31.98%	16.63%	15.48%
净利润率	12.54%	14.08%	15.58%	15.59%	15.80%
少数股东损益	0	0	0	0	1
基本每股收益（元/股）	0.38	0.49	0.64	0.75	0.86

选取了电气设备公司作为可对比公司，选取的可比公司 2014 年平均 PE 为 39.82 倍，谨慎起见我们认为公司 35-40 倍估值较为合理，对应的公司每股价格为 17.15-19.60 元。

图表 9 估值参考

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE(倍)		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
002298.SZ	鑫龙电器	8.97	0.21	0.26	0.31	42.25	34.50	28.94



002706.SZ	良信电器	48.68	1.25	1.21	1.43	38.94	40.34	34.03
002350.SZ	北京科锐	12.68	0.28	0.36	0.46	45.29	34.96	27.30
300001.SZ	特锐德	19.50	0.59	0.45	0.62	33.05	43.25	31.60
600192.SH	长城电工	10.89	0.16	0.21	0.30	67.64	50.67	36.06
002358.SZ	森源电气	38.00	0.72	1.08	1.79	52.78	35.21	21.25
行业平均						46.66	39.82	29.86

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

6、风险提示

- 1) 产业政策变动；
- 2) 应收账款。



研究员简介

魏旭锟：华鑫证券研究员，华东理工大学工商管理硕士，五年汽车和机械行业工作经历。2013年5月加入华鑫证券研发部。

主要研究和跟踪领域：机械军工行业

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)-5%--- (+)5%
4	减持	(-)-15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>