



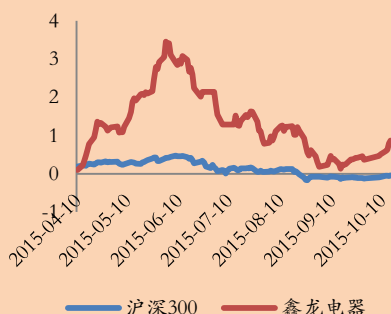
## 鑫龙电器 (002298)

投资评级：增持

报告日期：2015-10-16

当前价格 (元) 17.18

股价走势：



主要数据

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(亿股)   | 6.33   |
| A 股股本(亿股) | 3.55   |
| 总市值 (亿元)  | 106.14 |
| A 股流通比例   | 56.08% |
| 第一大股东     | 瞿洪桂    |
| 第一大股东持股比例 | 20.13% |

吴海滨

0551-65161836  
wllvswb@163.com  
S0010512090001

联系人

徐程晨  
0551-65161836  
xucc1990@126.com

## 进军江浙沪 打造输配电全业务链服务提供商

——鑫龙电器 (002298) 公司点评

事件：

鑫龙电器 10 月 14 日发布公告，为拓展公司主营业务以及销售市场，以货币现金收购苏州开关二厂有限公司项目，完成后共持有苏二开 70% 股权，收购资金共计人民币 2.94 亿元。公司以 2015 年 6 月 30 日为基准日，苏二开 100% 股权的评估值为 43,722.82 万元，经交易各方友好协商，确定了苏二开 100% 股权的最终值为 42,000 万元，70% 股权的最终交易价格为 29,400 万元。

主要观点：

### □ 收购行业内重要的民营企业

苏二开是一家具有近 30 年历史的专业生产电气成套设备的制造企业，至今已形成年产 35KV 及以下高低压开关柜数万台的生产规模，年产值达到 2 亿元，在生产技术上，与施耐德开关公司和德国穆勒公司合作，在行业内已成为一知名品牌。先后承接过上海世博会展览馆、苏州轨道交通等重大工程。苏二开承诺 2015 年—2017 年净利润为 4000/4600/5290 万元，即营收平均年增长 15%。

### □ 备战充电桩拓展高铁城市轨道交通，打造全业务链服务提供商

此次收购是鑫龙电器为了紧抓国家大力发展高铁、新能源汽车充电桩、城市轨道交通等的电力行业发展市场契机，充分发挥成套电器智能制造装备业竞争优势。苏二开的产品广泛应用于电力、轨道交通、冶金、煤碳、石化、机械、轻纺等领域，承接过苏州已经开通的轨道交通 1 和建设中的 2、4 号线，基本占据了苏州的轨道交通建设市场。公司利用苏二开产品的应用领域涉足时下热门的充电桩领域，同时继续推广设备在高铁和城市轨道交通中的应用，抵御已有领域需求不足的风险。这是公司继收购天津泰达工程设计有限公司延伸产业链，形成以提供设计、输配电设备制造、元器件、安装等电力服务一揽子解决方案的服务商后，再次收购业内企业苏二开，巩固原有市场的同时，通过覆盖更多输配电业务客户，扩大业务规模，开始整合输配电行业产业链，逐步成为输配电产业的全业务链服务提供商。

### □ 借助苏二开进军江浙沪市场

鑫龙电器一直围绕京津冀都市圈和环渤海经济圈区域规划的战略发展机遇，但是自 2013 年起，公司营收出现连续下滑，公司需要地域上的拓展。苏二开深耕于经济最发达的江浙沪地区，如已占据的苏州轨道交通市场，目前正规划苏州地铁其他 6 条线路。苏二开为江浙沪区域性服务城市建设、工矿企业，轨道交通等客户提供了大量的优质产品，公司对其的收购将产生较强的区域互补效应，为公司进入并占据江浙沪市场提供直接有效的路径。“十三五”规划将布局电网建设，加大电网投入比重，公司



拓展所覆盖的区域有利于获取更大规模的市场。

#### □ 业绩预测

鑫龙电器继 8 月份收购中电兴发将业务范围拓展到公共安全与反恐、智慧城市后，又收购苏二开备战充电桩进军江浙沪市场。我们预测 2015 年—2017 年公司净利润为 8/12.9/13.5 亿元，EPS 为 0.13/0.21/0.22 元，当前股价对应估值为 23.4/37.8/39.6 元，给予“增持”评级。



附录：财务报表预测

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |             |              |              |              | 单位:百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2014        | 2015E        | 2016E        | 2017E        | 会计年度            | 2014        | 2015E        | 2016E        | 2017E        |
| <b>流动资产</b>    | 1,641       | 4,638        | 7,708        | 14,661       | <b>营业收入</b>     | 809         | 1,416        | 1,700        | 1,768        |
| 现金             | 286         | 2,467        | 4,983        | 11,816       | 营业成本            | 490         | 958          | 1,150        | 1,196        |
| 应收账款           | 711         | 1,132        | 1,408        | 1,477        | 营业税金及附加         | 6           | 33           | 40           | 41           |
| 其他应收款          | 27          | 58           | 70           | 68           | 销售费用            | 103         | 82           | 98           | 102          |
| 预付账款           | 11          | 4            | (16)         | (35)         | 管理费用            | 148         | 156          | 187          | 194          |
| 存货             | 575         | 925          | 1,193        | 1,267        | 财务费用            | 35          | 78           | 45           | 43           |
| 其他流动资产         | 31          | 52           | 70           | 70           | 资产减值损失          | 12          | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 630         | 1,517        | 1,410        | 1,366        | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 26          | 26           | 26           | 26           | 投资净收益           | (7)         | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 321         | 582          | 543          | 503          | <b>营业利润</b>     | 9           | 110          | 180          | 191          |
| 无形资产           | 86          | 80           | 75           | 70           | 营业外收入           | 11          | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动资产        | 196         | 829          | 766          | 767          | 营业外支出           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 2,271       | 6,155        | 9,117        | 16,028       | <b>利润总额</b>     | 20          | 110          | 180          | 191          |
| <b>流动负债</b>    | 801         | 1,890        | 1,968        | 1,935        | 所得税             | 4           | 27           | 45           | 48           |
| 短期借款           | 340         | 1,181        | 1,156        | 1,096        | <b>净利润</b>      | 17          | 82           | 135          | 143          |
| 应付账款           | 115         | 229          | 288          | 288          | 少数股东损益          | 2           | 2            | 6            | 8            |
| 其他流动负债         | 347         | 480          | 524          | 550          | <b>归属母公司净利润</b> | 15          | 80           | 129          | 135          |
| <b>非流动负债</b>   | 149         | 167          | 79           | 47           | EBITDA          | 75          | 232          | 269          | 278          |
| 长期借款           | 121         | 162          | 162          | 162          | EPS (元)         | 0.02        | 0.13         | 0.21         | 0.22         |
| 其他非流动负债        | 28          | 5            | (83)         | (115)        |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 950         | 2,057        | 2,048        | 1,982        | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 40          | 43           | 49           | 57           | <b>会计年度</b>     | <b>2014</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> |
| 股本             | 414         | 625          | 625          | 625          | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 517         | 1,511        | 1,511        | 1,511        | 营业收入            | -10.58%     | 75.00%       | 20.00%       | 4.00%        |
| 留存收益           | 350         | 403          | 475          | 532          | 营业利润            | -82.78%     | 1093.94%     | 63.80%       | 6.25%        |
| 归属母公司股东权益      | 1,281       | 2,538        | 2,611        | 2,668        | 归属于母公司净利润       | -82.86%     | 431.60%      | 61.55%       | 4.67%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 2,271       | 4,638        | 4,708        | 4,707        | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |             |              |              |              | 毛利率(%)          | 39.48%      | 32.34%       | 32.34%       | 32.34%       |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率(%)          | 1.85%       | 5.63%        | 7.58%        | 7.63%        |
| 单位:百万元         |             |              |              |              | ROE(%)          | 1.26%       | 3.18%        | 5.06%        | 5.25%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2014</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | ROIC(%)         | 3.68%       | 8.59%        | 8.85%        | -35.68%      |
| <b>经营活动现金流</b> | 22          | (377)        | (293)        | 102          | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 净利润            | 17          | 80           | 129          | 135          | 资产负债率(%)        | 41.84%      | 44.35%       | 43.50%       | 42.11%       |
| 折旧摊销           | 31          | 45           | 45           | 44           | 净负债比率(%)        | 11.23%      | -82.39%      | -166.21%     | -412.30%     |
| 财务费用           | 41          | 78           | 45           | 43           | 流动比率            | 2.05        | 2.45         | 3.92         | 7.58         |
| 投资损失           | 7           | 0            | 0            | 0            | 速动比率            | 1.33        | 1.96         | 3.31         | 6.92         |
| 营运资金变动         | (80)        | (582)        | (517)        | (129)        | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 其他经营现金流        | 7           | 2            | 6            | 8            | 总资产周转率          | 0.35        | 0.34         | 0.22         | 0.14         |
| <b>投资活动现金流</b> | (153)       | (384)        | 0            | 0            | 应收账款周转率         | 1.18        | 1.61         | 1.41         | 1.29         |
| 资本支出           | 0           | (390)        | 0            | 0            | 应付账款周转率         | 6.16        | 8.25         | 6.58         | 6.14         |
| 长期投资           | 7           | 0            | 0            | 0            |                 |             |              |              |              |

|         |       |       |       |       |               |       |        |        |      |
|---------|-------|-------|-------|-------|---------------|-------|--------|--------|------|
| 其他投资现金流 | (160) | 6     | 0     | 0     | 每股指标 (元)      |       |        |        |      |
| 筹资活动现金流 | (13)  | 1,986 | (129) | (180) | 每股收益(最新摊薄)    | 0.02  | 0.13   | 0.21   | 0.22 |
| 短期借款    | (80)  | 841   | (25)  | (60)  | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.03  | (0.60) | (0.46) | 0.16 |
| 长期借款    | 121   | 41    | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊薄)   | 2.02  | 4.01   | 4.13   | 4.22 |
| 普通股增加   | 0     | 211   | 0     | 0     | 估值比率          |       |        |        |      |
| 资本公积增加  | 2     | 994   | 0     | 0     | P/E           | 677.3 | 125.8  | 77.9   | 74.4 |
| 其他筹资现金流 | (56)  | (101) | (104) | (120) | P/B           | 7.9   | 4.0    | 3.9    | 3.8  |
| 现金净增加额  | (144) | 1,226 | (422) | (78)  | EV/EBITDA     | 54.26 | 40.46  | 25.73  | 0.21 |

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。