

新股点评报告
白云电器 (603861)
电气设备
业绩稳定增长，下游市场提振

报告日期:	2016-03-07
足额募资底价:	23.8 元
合理估值区间:	18.9-22.1 元
发行前总股本(万股):	36000
新股发行上限(万股):	4910
老股转让上限(万股):	1000
预计网上发行时间:	2016-3-11
公司控股股东:	胡明森等五兄妹
公司网址:	http://www.bydq.com

发行前主要财务指标 (2014)

每股收益(元):	0.37
每股经营性现金净流量(元):	-0.06
销售毛利率(%):	29.20
净资产收益率-扣非(%):	11.16
资产负债率(%):	44.85

财富证券研究发展中心

邹建军	杨甫
0731-84403452	
zoujj@cfzq.com	yangfu@cfzq.com
S0530511020006	S0530115080003

预测指标	2015A	2016E	2017E
主营收入(百万元)	1260	1376	1511
净利润(百万元)	173	247	275
每股收益(元)	0.47	0.60	0.67
每股净资产(元)	3.78	6.03	6.51

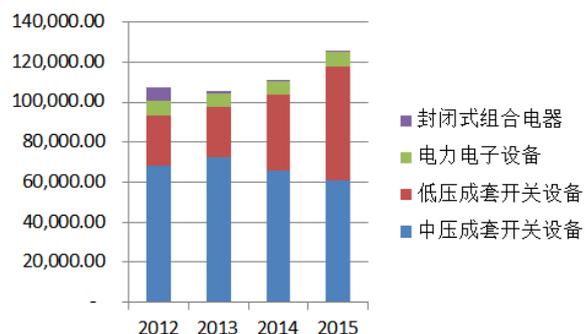
资料来源: 财富证券

事件: 公司拟于 2016 年 3 月 11 日发行新股。

投资要点

- 专注主营业务，项目经验丰富：**公司成立 25 年以来，专注成套开关控制设备的研发、生产、销售以及技术服务，主要生产低压成套开关设备、中压成套开关设备、相关电力电子设备及气体绝缘金属封闭开关设备(GIS)四大类产品。公司产品广泛应用在石油石化、汽车等工业企业以及轨道交通及电网公司与各类发电厂等领域的配电设施中，已在多家行业知名企业和重大工程项目中使用，如，北京、广州、深圳城市轨道交通线路，首都国际机场、广州新白云机场等民航机场，北京奥体中心体育馆、广东奥林匹克体育中心、奥运会青岛国际帆船中心等大型体育场馆，以及首钢集团、武钢集团，宝钢集团、广汽集团、国家电网、南方电网、中石油、中石化、国电集团、华润集团、广东核电集团等大型工业与能源企业。
- 业绩增长稳定，费用管控得当。**公司 2012 年-2014 年营业收入为 10.16 亿元、10.64 亿元、11.92 亿元、12.63 亿元，毛利为 2.9 亿元、3.1 亿元、3.2 亿元、3.74 亿元，净利润为 1.38 亿元、1.33 亿元、1.34 亿元、1.73 亿元。公司在整体经济形势下行的情况下，在业务上积极开拓低压成套设备市场，维持稳定增长，在费用管理上从俭从精，将费用率保持在行业低位。

图表 1: 白云电器 2012-2014 年营业收入及构成(万元)



资料来源: 招股说明书

图表 2：白云电器与同业公司费用率比较（2014）

项目	森源电气	华仪电气	鑫龙电器	东源电器	平均值	白云电器
销售费用率	6.60%	6.30%	12.75%	7.25%	8.23%	6.19%
管理费用率	12.44%	8.24%	18.24%	11.75%	12.67%	8.30%
财务费用率	2.33%	3.52%	4.38%	2.52%	3.19%	0.70%
期间费用率	21.37%	18.06%	35.37%	21.52%	24.09%	15.19%

资料来源：招股说明书，上市公司公告

- 配网与轨道交通建设新增需求。**中国正处于城市化进程的加速发展阶段，预计在未来十年间将有三亿农村人口成为城镇居民，城市交通和环境问题日益突出。轨道交通作为一种大运量、高速度、安全环保的交通工具，在现代城市及城市间公共交通中扮演着越来越重要的角色。截至 2014 年底，我国已经累计修建了 2615 公里地铁、304 公里轻轨、磁悬浮和 233 公里有轨电车。我国轨道交通建设呈现加速形式，2004-2009 年间基本稳定在每年 90~150 公里的水平，2010~2013 年，全国轨道交通每年新增里程维持在 300~450 公里左右，2014 年新增通车里程为 573 公里，2015-2017 年将迎来又一波通车高峰，其中 2015 年将新增通车里程 903 公里，2016 年将新增通车里程 1055 公里，2017 年将新增通车里程 1071 公里，预计到 2020 年，全国地铁、轻轨运营总里程将达到 9000 公里左右，**相关投资规模超过 5 万亿**。我国城市轨道交通的大规模、快速建设，将对配套使用的中、低压成套开关设备产生持续、大规模的市场需求。

2014 年至 2015 年，国务院、发改委、国家能源局以及国家电网、南方电网等各单位相继出台文件落实配电网建设的具体任务目标，其中 2015 年国家能源局提出的《配电网建设改造行动计划》以具体指标的形式给出了 2020 年配电网自动化水平等目标，并确定了 2015-2020 年间**配电网建设投资不低于 2 万亿**的要求。110KV 及以下电压等级的配电网建设是额定电压 126kV 及以下开关设备的重要市场，电力工业投资结构的调整将会加大对配网建设的投入，并刺激配电开关设备市场需求的稳步增长。

- 募集资金投向。**本次发行不超过 4910 万股，募集资金不超过 11.7 亿元，募集资金投向生产设备改造以及补充流动资金等项目。拟用于项目改造的资金为 6.7 亿，改造项目为智能成套开关设备生产基地扩产技术改造、轨道交通智能化控制设备及系统技术改造、营销及服务网络技术改造、二次控制设备与综合自动化系统技术改造、技术中心技术改造，以上项目在公司产品线升级以及新兴市场开发等战略实施中具有重要意义。拟用于补充流动资金及偿还银行贷款的资金为 5 亿元，因大客户及复杂项目涉及的回款周期较长、前期垫款较多，需要提升相应的资金实力和降低财务成本，补充流动资金对于公司承接大型轨道交通项目及电网工程有着重要意义。
- 盈利预测。**2012-2015 年间，公司营收复合增长率 4.88%，其中 2014 年度同

比增长 5.18%，呈现增长加速的态势。占公司营收 90% 以上的产品为中低压成套开关设备，受配网及轨道交通建设的影响较为明显，根据国家在配网改造以及城市轨道交通方面的规划，白云电器下游细分市场的增长率预估在 15% 以上。以行业平均水平测算，预估白云电器 2016 年-2017 年营收为 13.76 亿、15.11 亿，净利润为 2.47 亿、2.75 亿元，摊薄后 EPS 为 0.63 元/股、0.67 元/股。参考行业平均水平及对标公司估值表现，给予公司 30~35 倍 PE，**对应合理价格区间为 18.9 元-22.1 元**。按公司拟募集资金 11.7 亿元和发行费用 0.49 亿元计算，**对应足额募集价格 23.8 元**。

- **风险提示。**配网建设及轨道交通建设不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

免责声明

本报告仅供财富证券有限责任公司内部客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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（包括本公司内部客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研发中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研发中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438