



中能电气 (300062.SZ)

新股定价

建议询价区间:
25.6-32元

发行上市资料

发行价格(元)	
发行后总股本(万股)	7700
发行前财务数据	
每股净资产(元)	2.63
净资产收益率(%)	37.59
资产负债率(%)	34.48
网上发行日期	2010.3.9

齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师
冯超

Tel: (8621) 58306455
Email: chao_txwd@yahoo.cn

中能电气：突破瓶颈，成长可期

投资要点：

- ◆ 公司经营范围为高低压电气设备、电缆附件、互感器、变压器、高低压开关、电力自动化产品批发、佣金代理，电力设备开关及其配件的研制生产。公司目前主要产品包括：中压预制式电缆附件（又称“可分离连接器”）及其配件、12KV C-GIS 环网柜及其配件、SMC（一种新型玻璃纤维增强聚酯材料）箱体及其配件等。
- ◆ 公司 2008 年度销售中压预制式电缆附件约 13 万只（套），在国内品牌企业中的市场占有率为 26%，在国内品牌企业中居龙头地位；国内企业规模生产 C-GIS 环网柜的企业为 10 家左右，历史均不超过 5 年。根据赛迪网（CCID）统计，2008 年国产品牌 C-GIS 环网柜销量约 2 万个单元，主要厂商有亚洲电力设备（深圳）有限公司、广州霍斯通电气有限公司、中能电气、宁波天安（集团）股份有限公司等。在国内品牌企业产品中，中能电气 2008 年度的市场占有率为 15%；SMC 作为一种新型玻璃纤维材料，箱体材料的质量在很大程度上决定了最终产品的质量；中能电气是国内最早生产 SMC 箱体的企业之一，早期箱体材料依靠外部采购，公司通过自主研发掌握了 SMC 箱体材料配方和混炼工艺后，近年来的市场占有率有了明显提高；中能电气 2008 年度 SMC 箱体及其配件的销售额接近 1000 万元，2009 年中能电气 SMC 箱体及其配件的销售额为 14,840,168.15 元。
- ◆ 公司 2009 年和 2008 年的应收账款周转率分别为 4.01 次/年和 4.01 次/年，基本保持平稳，高于同行业同期水平。随着公司产品信誉的不断提高，公司将有条件严格控制授信期，降低赊销比例，提高公司资金效率。公司 2009 年和 2008 年的存货周转率分别为 3.58 次/年和 3.61 次/年，略高于同行业水平，主要是因为公司不断强化了销售预测，抓好了关键配件的备货，减少存货占用，基本不存在存货积压和呆滞情形。
- ◆ 2007 年至 2009 年各年度，公司营业收入分别为 10,284.71 万元、13,738.83 万元和 18,719.22 万元。2009 年营业收入较 2007 年增长了 82.01%，2007 年至 2009 年公司主营业务收入复合增长率达到 35%，体现了良好的成长性。公司的毛利率水平略高于可比公司的平均水平，主要原因在于可比公司的产品构成不尽相同，而公司在营业收入中所占比例较高的 C-GIS 环网柜及其配件产品和预制式电缆附件产品毛利率水平较高。
- ◆ 公司 2011 年预测 EPS 为 1.28 元，合理询价区间为 25.6-32 元。



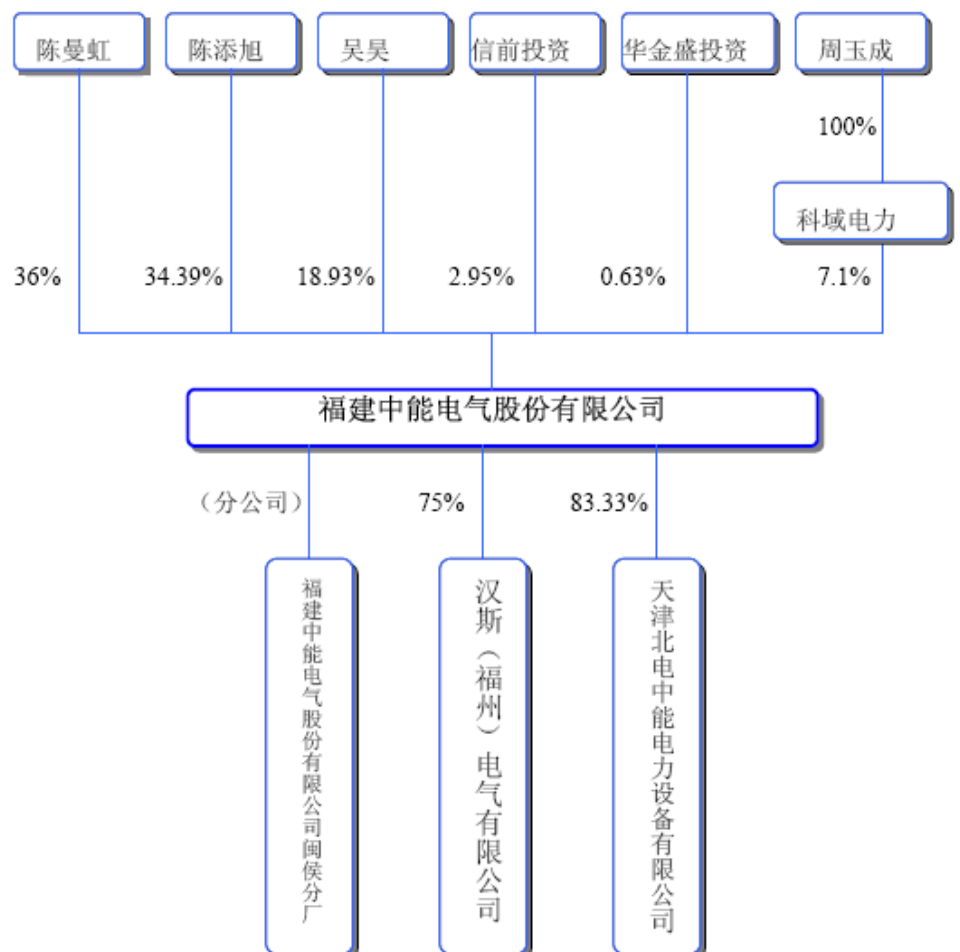
一、公司简介

1、公司主营业务简介

公司经营范围为高低压电气设备、电缆附件、互感器、变压器、高低压开关、电力自动化产品批发、佣金代理，电力设备开关及其配件的研制生产。公司目前主要产品包括：中压预制式电缆附件（又称“可分离连接器”）及其配件、12KV C-GIS 环网柜及其配件、SMC（一种新型玻璃纤维增强聚酯材料）箱体及其配件等。

2、公司股权结构

图1：公司股权结构示意图



(资料来源：公司资料，齐鲁证券研究所)

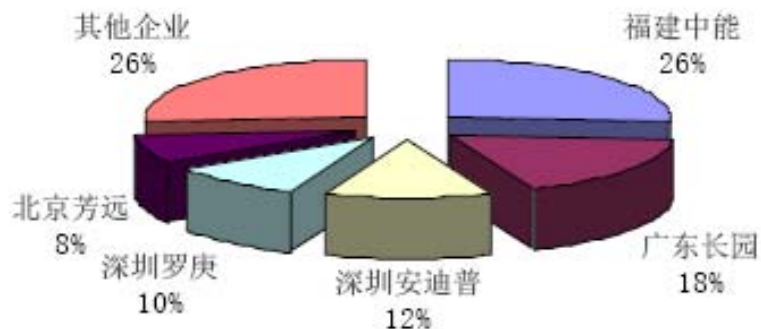
二、中压预制式电缆附件市场竞争格局分析



预制式电缆附件，主要应用领域为设备型终端，专业术语称为“可分离连接器”，又可俗称“电缆接头”。中压预制式电缆附件主要应用于 6~35kV 配电系统，高压预制式电缆附件主要应用于 110kV 以上输电系统；中压预制式电缆附件在使用数量上约占预制式电缆附件市场的 97.5%，但高压预制式电缆附件相比中压产品价格昂贵，而且由于资本投入更大、技术要求更高，长期被国外品牌所垄断。中压预制式电缆附件是顺应城乡电网电缆化发展趋势，并为实现城乡电网电缆化目标而对输配电设备提出的绝缘全封闭、智能免维护、环保小型化发展要求的产品。

国内生产中压预制式电缆附件的企业，主要有中能电气、广东长园电缆附件有限公司（以下简称“广东长园”）、安迪普科技（深圳）有限公司（以下简称“深圳安迪普”）、深圳市罗庚电能科技有限公司（以下简称“深圳罗庚”）、北京芳远电器有限公司（以下简称“北京芳远”）、武汉科锐电气有限公司（以下简称“武汉科锐”）、深圳惠程电气股份有限公司（以下简称“深圳惠程”）等，公司 2008 年度销售中压预制式电缆附件约 13 万只（套），在国内品牌企业中的市场占有率为 26%，在国内品牌企业中居龙头地位。

图2：中压预制式电缆附件市场竞争分析图



（资料来源：齐鲁证券研究所）

三、环网柜市场竞争分析

C-GIS 全称为智能化免维护型柜式气体绝缘金属封闭开关设备，俗称“充气柜”，环网柜则是一种约定俗成的叫法，原指的是负荷开关柜用于环网式供电。C-GIS 是随着城市电力系统电缆化改造，环网柜向小型化、全封闭、智能化、免维护和高可靠性方向发展的要求而开发出来的高新技术产品。公司生产的 C-GIS 环网柜是一种利用 SF6 气体优异的绝缘及灭弧特性，将高压元件密封在充有较低相对压力 SF6 气体的不锈钢充气隔室内，进出线通过连接套管与预制式电缆附件连接的开关设备，通过 C-GIS 顶部套管可以实现母线的全绝缘、全密封、全屏蔽扩展连接，方便可靠。

我国 C-GIS 环网柜市场长期被 ABB、施耐德、西门子、阿海珐、欧玛嘉宝等



国外品牌厂家所垄断，近几年来，少数国内品牌企业开始自主研发 C-GIS 环网柜，并成功占据了国内 20% 左右的市场份额。国内企业规模生产 C-GIS 环网柜的企业为 10 家左右，历史均不超过 5 年。根据赛迪网 (CCID) 统计，2008 年国产品牌 C-GIS 环网柜销量约 2 万个单元，主要厂商有亚洲电力设备 (深圳) 有限公司、广州霍斯通电气有限公司、中能电气、宁波天安 (集团) 股份有限公司等。在国内品牌企业产品中，中能电气 2008 年度的市场占有率为 15%。

表1：2008年C-GIS市场竞争分析表

企业名称	2008 年销量 (单元)	市场占有率
国内企业合计	20,000	20%
亚洲电力设备 (深圳) 有限公司	7,880	7.8%
广州霍斯通电气有限公司	4,000	4.0%
福建中能电气股份有限公司	3,000	3.0%
宁波天安 (集团) 股份有限公司	1,165	1.2%
国内其他公司	4,000	4.0%
国外品牌企业	80,000	80%

(资料来源：齐鲁证券研究所)

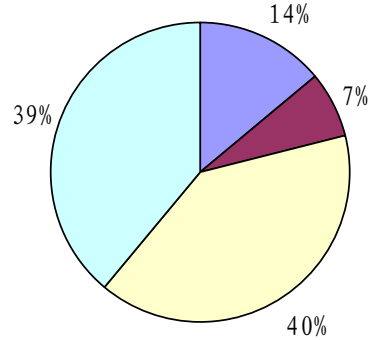
四、SMC 箱体市场竞争分析

SMC 箱体是由不饱和聚酯玻璃纤维复合材料通过模具压制成的各种所需箱体。公司从 2004 年开始通过专业实验及技术攻关，成功掌握了 SMC 的模压成型工艺，并独立开发出该产品，成为国内最早生产 SMC 箱体的企业之一。随着国家“节能减排”政策的推行，钢铁、有色金属、涂料等原材料涨价，以及电力部门对电缆分支箱、环网柜等设施在提高绝缘等级和耐久美观上的需求，国内许多城市电网改造已逐步使用 SMC 箱体作为新一代配电设备箱体，替代传统的金属配电设备箱体。

SMC 作为一种新型玻璃纤维材料，箱体材料的质量在很大程度上决定了最终产品的质量；中能电气是国内最早生产 SMC 箱体的企业之一，早期箱体材料依靠外部采购，公司通过自主研发掌握了 SMC 箱体材料配方和混炼工艺后，近年来的市场占有率有了明显提高；中能电气 2008 年度 SMC 箱体及其配件的销售额接近 1000 万元，2009 年中能电气 SMC 箱体及其配件的销售额为 14,840,168.15 元。



图3: 2008年国内电力行业SMC箱体市场占有率



■ 深圳惠程 ■ 福建中能 □ 国外企业 □ 国内企业

(资料来源: 齐鲁证券研究所)

五、资产管理能力分析

公司 2009 年和 2008 年的应收账款周转率分别为 4.01 次/年和 4.01 次/年, 基本保持平稳, 高于同行业同期水平。随着公司产品信誉的不断提高, 公司将有条件严格控制授信期, 降低赊销比例, 提高公司资金效率。

公司 2009 年和 2008 年的存货周转率分别为 3.58 次/年和 3.61 次/年, 略高于同行业水平, 主要是因为公司不断强化了销售预测, 抓好了关键配件的备货, 减少存货占用, 基本不存在存货积压和呆滞情形。

表2: 公司资产管理能力分析表

项目	2009 年	2008 年	2007 年
应收账款周转率 (次/年)	4.01	4.01	4.17
存货周转率 (次/年)	3.58	3.61	3.85

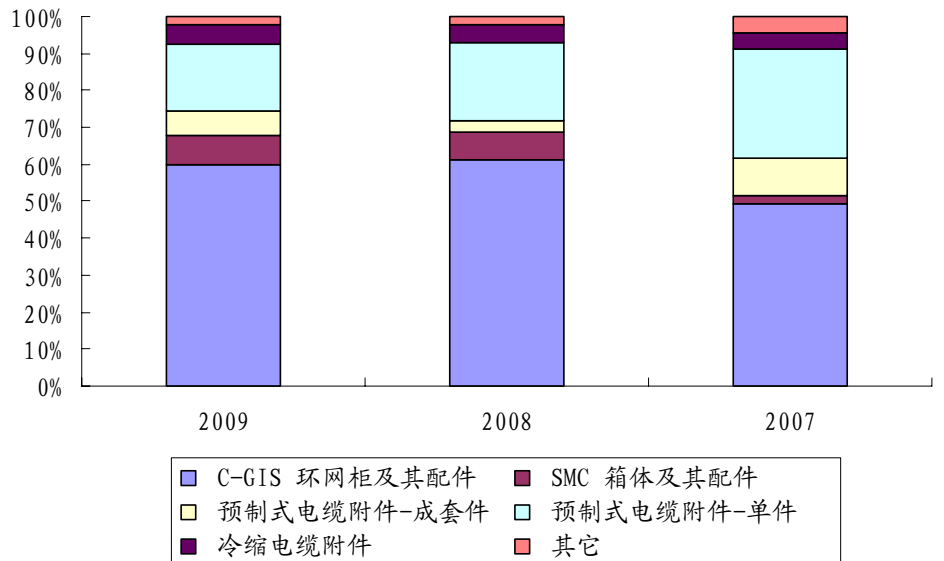
(资料来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所)

六、盈利能力分析

2007 年至 2009 年各年度, 公司营业收入分别为 10,284.71 万元、13,738.83 万元和 18,719.22 万元。2009 年营业收入较 2007 年增长了 82.01%, 2007 年至 2009 年公司主营业务收入复合增长率达到 35%, 体现了良好的成长性。



图4: 公司营业收入构成图



(资料来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所)

2005 年公司成功开发出 C-GIS 基本单元组件 (负荷开关单元和负荷开关+熔断器组合电器单元), 从而代替了原来进口的核心开关部件, 使公司生产的 C-GIS 在产品技术、工艺及质量水平方面取得大幅提升, 公司 C-GIS 环网柜及其配件产品的产能迅速扩张。2006 年以来, 随着国家城乡电网改造和国家电网“十一五规划”的推进, 促使 C-GIS 环网柜及其配件产品需求骤增, 公司 C-GIS 环网柜及其配件产品销售收入出现明显上升。

2007 年公司对 SMC 原料的研究取得突破性进展, 通过研发掌握了 SMC 原材料配方和混炼工艺, 2008 年初公司在此基础上开始了 SMC 配电设备箱体全系列开发, 其中低压电缆分支箱箱体由原来的 500mm 箱体增加到 500mm、800mm、1000mm、1200mm 系列, 扩大了产品系列, 公司 SMC 箱体及其配件的产能有了大幅提升, 随着我国输配电设备产品标准的提高和电网建设改造计划的实施推进, 销售收入也随之增长。

公司主要产品为 C-GIS 环网柜及其配件和预制式电缆附件单件产品, 两者销售毛利合计占毛利总额超过 80%; 其中, 毛利水平贡献最大的是 C-GIS 环网柜及其配件类产品; 而由于销售额增速落后于公司整体增长水平, 预制式电缆附件产品单件毛利比例在逐年降低; 另外, SMC 箱体及其配件产品的销售毛利占毛利总额的比例在逐年上升, 对公司整体效益的影响也越来越大。

表3: 公司主要产品毛利率变动表

项目	2009 年	2008 年	2007 年
C-GIS 环网柜及其配件	45.60%	44.94%	46.27%
SMC 箱体及其配件	40.65%	39.98%	37.61%
预制式电缆附件-成套件	36.97%	41.88%	43.54%
预制式电缆附件-单件	51.49%	50.49%	48.47%



冷缩电缆附件	35.02%	38.20%	38.12%
综合毛利率	44.93%	45.30%	45.60%

公司的毛利率水平略高于可比公司的平均水平，主要原因在于可比公司的产品构成不尽相同，而公司在营业收入中所占比例较高的 C-GIS 环网柜及其配件产品和预制式电缆附件产品毛利率水平较高。

七、募集资金用途

本次募集资金投资项目用于中压预制式电缆附件及其组合设备（电缆分支箱）项目，智能化免维护型环网设备（C-GJS）技术改造项目，特种纤维增强聚酯绝缘材料（SMC）及制品项目，补充营运资金。



六、盈利预测

利润表	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	137.4	187.2	190.5	500.0
减: 营业成本	75.0	103.0	104.1	290.6
营业税金及附加	0.2	0.2	0.2	0.5
营业费用	9.8	12.7	13.0	34.1
管理费用	18.4	20.5	20.4	53.5
财务费用	-0.6	0	0	0
资产减值损失	0.8	0.9	0.9	2.0
加: 投资收益				
公允价值变动损益				
其他经营损益				
营业利润	33.8	49.8	51.9	119.3
加: 其他非经营损益	0.2	0.5	0.3	3.0
利润总额	34.0	50.3	52.2	122.3
减: 所得税	3.9	7.1	7.3	18.3
净利润	30.1	43.2	44.9	104.0
减: 少数股东损益	2.4	2.3	2.4	5.6
归属母公司股东净利润	27.7	40.9	42.5	98.4
每股收益(元)	0.36	0.53	0.55	1.28

给予公司2010年20-25倍市盈率，对应的合理价格区间为25.6-32元。



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层
 邮编：200122
 电话：(8621) 5820-8334
 传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F
 邮编：250061
 电话：(86531) 8128-3789
 传真：(86531) 8128-3791