



牛品
021-53519888-1911
niupin@sigchina.com

细分行业龙头与智能电网共成长

IPO 询价区间 RMB 19.83~22.67
上市首日定价 RMB 29.75~34.00

基本数据（IPO）

发行数量不超过（百万股） 16.35
发行后总股本（百万股） 65.00
发行方式 网下询价配售
网上定价发行
保荐机构 海通证券

主要股东（IPO 前）

邓志刚 12.02%
王永业 9.25%
张小波 9.25%
刘屹 8.33%
中比基金 7.50%

收入结构（MRQ）

电力故障录波分析装置 82.36%
时间同步系统装置 13.07%
其他 4.58%

报告编号：NP09-NSP05

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	115.68	118.23	158.63	213.52
年增长率（%）	51.28	2.20	34.17	34.60
归属于母公司的净利润	46.45	46.56	55.06	71.46
年增长率（%）	72.36	0.24	18.26	29.79
（发行后摊薄）每股收益（元）	0.72	0.72	0.85	1.10

注：有关指标按 IPO 后总股本为 65.00 百万股计算

■ 公司概况：

1、民营高新技术企业

公司成立于 2001 年，股东为邓志刚等 16 位自然人及法人股东中比基金，主要从事电力系统智能化记录分析和时间同步相关产品的研发、制造、销售和服务，是湖北省首批经全国高新技术企业认定管理工作领导小组办公室认定的高新技术企业。

2、主营产品市场占有率高

公司主营产品有电力故障录波装置、时间同步系统等，其中电力故障录波装置技术居于国际领先水平，2008 年国内市场占有率为 22.5%，位居第一；时间同步系统居于国内领先水平，2008 年公司产品销量全国排名第三，国内市场占有率为 13.3%。

■ 募资项目：

1、诸项目对公司的中长期业绩贡献显著

本次 IPO 计划实施五个募集资金项目（如表 1）。其中，智能化电力动态数据记录装置项目研发三项产品：1）ZH-5 嵌入式电力故障录波分析装置；2）ZH-3D 数字故障录波分析装置；3）基于 IEC61850 的智能化网络动态记录装置。基于北斗/GPS 的时间同步系统及时间同步检测设备项目也将研发 3 项产品：1）新一代基于北斗/GPS 的时间同步系统—ZH-502 时间同步系统装置；2）支持 PTP 协议的时间同步系统；3）高精度时间同步测量装置。

本次募集资金项目达产后，可新增净利润 7882.33 万元，比 08 年净利润提高 69.29%。

表 1. 公司的募集资金项目计划概况

项目名称	投资额 (万元)	达产期	新增产能	新增营收 (万元/年)	新增净利润 (万元/年)
智能化电力动态数据记录装置项目	6875	3 年	2500	—	4038.09
基于北斗/GPS 的时间同步系统及时间同步检测设备项目	6060	3 年	5000	—	3844.24
企业技术中心项目	5565	1.5 年	—	—	—

资料来源：公司招股意向书等

■ 业务结构

1、电力故障录波装置是公司的核心产品

电力故障录波装置是公司的核心产品之一，报告期内产品销售收入和毛利分别占公司营业收入和毛利的 83.03%和 85.89%，是公司盈利的重要支柱。

■ 产品市场

1、电源建设 10 年内翻一番

2008 年底全国装机容量达到 7.93 亿千瓦，全年发电量 3.43 万亿千瓦时，根据国家规划，“十一五”期间新增装机容量 4.2 亿千瓦；根据电力与经济的关系，预计 2020 年发电总装机容量将达 16 亿千瓦，电力需求达 7.7 万亿千瓦时，在目前基础之上翻一番。

2、电网投资年均增长 20%

根据“十一五”电力行业的整体规划，全国电网投资加速。“十一五”期间国家电网公司规划投资 11200 亿元，南方电网公司规划投资 2341 亿元，合计 13541 亿元，年均复合增长率达 20%。

3、细分市场增长较快

故障录波装置主要配置在发电厂、220kV 及以上变电站和重要的 110kV 变电站、单机容量为 200MW 及以上的发电机或发电机变压器组。2008 年该细分市场达 4 亿元，预计 2012 年以前，故障录波装置将保持不低于 25%的增长速度。

时间同步系统主要配置在在 500kV、220kV 变电站。2008 年底，我国电力系统时间同步装置市场规模约 1.5 亿元；到 2012 年底，包括电力行业在内的年需求量将超过 5 亿元。

■ 竞争能力

1、技术优势

公司已拥有发明专利 1 项、软件著作权 3 项，已受理的专利申请 10 项，参与制定国家和行业标准 3 项，并有多项国内领先、国际先进的技术成果通过鉴定。

2、人才优势

公司创业管理团队由多学科背景的复合型人才组成，管理层和核心业务骨干大多为公司股东，创业管理团队自公司成立以来保持稳定。

3、品牌优势

公司从事电力设备业务多年，已有 6000 多台套设备在不同电网条件下可靠运行的历史业绩，建立了较为完备的设计、制造、安装、售后服务体系。公司产品在长江三峡电力工程等国家特大重点工程中使用，在市场上树立了良好的品牌形象。

■ 财务分析

1、销售收入连年快速增长

2007 年、2008 年、2009 年 1-6 月公司营业收入分别为 11568.43 万元、11823.48 万元、6214.72 万元，增长率分别为 51.28%、2.20%、18.57%。2007 年增长率较快的主要原因是受奥运配套项目拉动，2008 年增长率放缓的主要原因是受年初雪灾影响。

2、毛利率连年维持在高位

近三年及一期，公司综合毛利率分别为 56.99%、54.91%、55.77% 和 58.15%，综合毛利率稳定在 55% 左右的较高水平，远高于行业平均水平，主要原因如下：1) 公司技术水平和市场声誉较好，产品价格高于行业平均水平；2) 公司产品为电力自动化专业产品，附加值较高。

3、三项费用占比相对较低

近三年及一期，公司三项费用占营业收入的比例分别为 12.44%、10.18%、13.84% 和 15.24%。08 年费用率增长的主要原因是公司加大了市场开发力度。

■ 风险因素

1、行业与市场风险

如果电力行业发展特别是电网建设、改造的产业政策发生变化，投资减少，导致本公司所处细分行业发展放缓，存在着影响公司成长性的风险。目前，国内电力故障录波装置生产厂商较多，公司市场占有率存在下降的风险。

2、技术开发滞后风险

公司所处业务领域具有技术更新快、产品需求多样的特点，客观上要求公司能够超前洞悉行业和技术发展趋势，把握客户需求变动方向，及时推出满足客户需求的产品。如果公司的应用技术开发滞后，产品不能适时满足客户需求，存在着丧失技术领先优势的风险。

3、税收优惠政策变动风险

公司是湖北省高新技术企业，执行 15% 的所得税优惠税率；公司全资子公司中元华电软件为经认定的软件企业，2010 年底以前，享受即征即退的增值税优惠政策。如果国家关于支持高新技术、信息技术和信息产业发展的税收优惠政策发生变化，导致公司不能继续享受上述优惠政策，可能会在一定程度上影响公司的盈利水平。

■ 估值基准

合理估值为 29.75 ~ 34.00 元

可比公司 09 年动态市盈率平均为 44 倍，我们认为，公司的成长性在行业内并不算高，我们认为公司估值将略低于行业平均水平。基于 09 年公司动态 PE 值 35 ~ 40 倍测算，我们认为公司合理估值为 29.75 ~ 34.00 元/股。

■ 定价结论

近一个月中小板公司上市首日溢价率平均在 49%，考虑到公司增长比较稳定，我们建议以公司合理估值折价 50% 报价，报价区间为 19.83 ~ 22.67 元/股。

附表 1 中元华电盈利预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	115.68	118.23	158.63	213.52
减：营业成本	52.17	52.30	68.34	96.07
营业税金及附加	1.93	1.73	2.70	3.63
减：销售费用	5.48	7.40	9.84	13.45
管理费用	6.24	9.05	14.28	18.15
财务费用	0.05	-0.10	-0.16	-0.43
资产减值损失	0.86	1.50	3.97	4.27
加：投资收益	-0.03	-0.03	0.00	0.00
营业利润	48.92	46.32	59.68	78.37
营业外收入、支出净额	1.84	3.25	3.25	3.30
利润总额	50.76	49.57	62.93	81.67
减：所得税费用	4.31	3.01	7.87	10.21
归属于母公司所有者的净利润	46.45	46.56	55.06	71.46
总股本（万股）	65.00	65.00	65.00	65.00
摊薄 EPS（元）	0.72	0.72	0.85	1.10

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所整理

附表 2 中元华电相对估值比较 (2009-09-28)

公司名 称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	
国电南瑞	600406SH	35.56	0.49	0.82	1.10	72.57	43.37	32.33	9.05
国电南自	600268SH	15.66	0.43	0.55	0.62	36.42	28.47	25.26	3.45
许继电气	000400SZ	22.23	0.07	0.42	0.61	317.57	52.93	36.44	3.84
智光电气	002169SZ	15.75	0.16	0.28	0.37	98.44	56.25	42.57	8.33
金智科技	002090SZ	18.35	0.48	0.45	0.50	38.23	40.78	36.70	4.35
行业平均水平						112.65	44.36	34.66	5.80

数据来源：WIND 资讯，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 牛品

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。