

优质的企业文化铸就坚韧的管理团队，2013 年将迎来业绩反转

——特锐德（300001）调研报告

2012 年 11 月 29 日

强烈推荐/首次

特锐德

调研报告

报告摘要:

- **公司拥有国内最大的箱变生产基地，铁路行业市场占有率持续保持领先。** 公司主营以户外箱式电力设备为主、户内开关柜为辅的成套变配电产品。2012 年上半年，公司募集资金项目逐步建设完毕，特锐德新工业园成为中国最大的箱式变电站研发生产基地。近年来，公司在铁路行业市场占有率持续保持在 60% 以上，处于国内电力运动箱变的龙头地位。
- **铁路行业投资回暖，公司订单有望持续恢复。** 受动车事故及铁道部高层调整影响，2011 年铁路基本建设投资同比下降 34.83%，公司铁路行业订单及收入规模相应出现下滑。2012 年，铁道部分别在 7 月、9 月、10 月三次上调年内铁路固定资产投资金额，由最初的 5160 亿元上升至 6300 亿元，增幅达 22.09%。考虑到公司在铁路市场的优势地位和领先的市场占有率，预计公司铁路行业订单将随着行业投资回暖重回快速增长通道。
- **电力行业拓展迅猛，高增长态势有望持续。** 在铁路建设投资下滑的背景下，公司大力开拓电力行业业务，2011 年和 2012 年上半年公司在电力行业订单均呈现快速增长态势。目前，公司在电力行业订单已占公司全部新签订单的 60%，随着配网投资力度的进一步加大，公司在电力行业的订单有望持续保持高速增长。
- **与西门子建立合作关系，轨道交通领域有望实现突破。** 公司与西门子在 OEM、联合研发等领域开展合作，有望带动公司产品在轨道交通领域的销售。我们预计，轨道交通行业有望成为公司 2013 年新的利润增长点。
- **盈利预测：** 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.43 元、0.59 元和 0.78 元，目前股价对应 PE 分别为 21 倍、16 倍和 12 倍，给予公司 2013 年 25 倍 PE，对应目标价 14.75 元，首次给予“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	642.05	704.22	970.28	1,213.01
增长率（%）	21.12%	9.68%	37.78%	25.02%
净利润（百万元）	104.88	86.66	119.00	155.23
增长率（%）	-7.14%	-17.37%	37.32%	30.44%
每股收益(元)	0.523	0.432	0.594	0.775
净资产收益率（%）	9.16%	7.22%	9.31%	11.26%
PE	17.69	21.41	15.59	11.95
PB	1.62	1.55	1.45	1.35

弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：李根 弓永峰 陈鹏 侯建峰

010-66554021

ligen@dxzq.net.cn

资产负债表数据

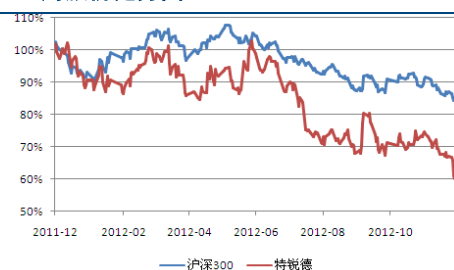
(9.30)

总资产（百万元）	1419.60
股东权益（百万元）	1161.37
每股净资产（元）	5.80
市净率（X）	1.58
负债率（%）	18.19

交易数据

52 周股价区间（元）	9.17-16.58
总市值（万元）	183,600
流通市值（万元）	64,000
总股本/流通 A 股	2.87
52 周日均换手率	1.61%

52 周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

目 录

1. 国内最大的箱式变电站生产基地，铁路行业市场占有率保持领先	3
1.1 公司是国内箱变龙头企业，铁路市场占有率保持领先	3
1.2 公司毛利率与费用率趋稳，2013 年将迎来业绩反转	3
2. 铁路行业投资回暖，公司订单有望持续恢复	5
3. 公司销售团队过硬，电力行业订单保持高速增长	5
4. 与西门子建立合作关系，轨道交通领域有望实现突破	6
5. 公司管理方式独到，已入选哈佛大学教学案例	6
6. 盈利预测与公司估值	6

表格目录

表 1: 公司产品种类及应用领域	3
表 2: 2006-2012 年 10 月铁路基本建设投资和固定资产投资情况	5
表 3: 公司 2009-2012 年上半年分行业销售收入及同比增长率情况	6

插图目录

图 1: 2006-2011 年公司营业收入和净利润情况	4
图 2: 2012 年中报公司各产品销售收入占比	4
图 3: 2006-2011 年公司分产品毛利率情况	4
图 4: 2006-2011 年公司费用率情况	4
图 5: 2012 年各月铁路基本建设投资金额及同比增长率	5

1. 国内最大的箱式变电站生产基地，铁路行业市场占有率保持领先

1.1 公司是国内箱变龙头企业，铁路市场占有率保持领先

公司拥有国内最大的箱变生产基地，产品线覆盖各种类型中低压箱变及开关柜。公司主营以户外箱式电力设备为主、户内开关柜为辅的成套变配电产品。2012年上半年，公司募集资金项目逐步建设完毕，特锐德新工业园成为中国最大的箱式变电站研发生产基地，也成为国内唯一的工业化、工艺化、规模化、专业化生产箱式变电站的企业。同时，特锐德新工业园内相关生产线采用世界一流的设备，为特锐德产品的高品质和可靠性提供坚实的保障。

表 1：公司产品种类及应用领域

产品类别	主营产品名称	应用领域
箱式变电站	铁路客运专线电力远动箱变	高速铁路系统专用
	铁路电力远动箱变	铁路系统专用
	110kV 智能预装变电站	电力、煤炭、石油
	35/10kV 智能箱式变电站	电力、煤炭、铁路、石油
	35/10kV 移动箱式变电站	煤炭系统专用
户外箱式电力设备	10（20）/0.4kV 智能箱式变电站	电力、煤炭、铁路、石油
	箱式快拼智能机房	铁路、石油、煤炭、通信
箱式开关站	10（20）kV 智能箱式环网柜	电力、煤炭、石油
	10（20）kV 智能箱式开闭所	电力、煤炭、铁路、石油
	牵引供电智能箱式分区所	铁路系统专用
	电缆分接箱	电力、煤炭、铁路、石油
	配电防火墙	电力系统专用
户内开关柜	10（20）kV 高压开关柜	电力、煤炭、铁路、石油
	27.5kV 高压开关柜	铁路系统专用
	35kV 高压开关柜	电力、煤炭、铁路、石油
	0.4kV 低压开关柜	电力、煤炭、铁路、石油

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司产品品质优异，在铁路行业市场占有率达到 **60%**。在济青铁路电气化改造项目中，公司凭借产品过硬的技术实力，在匿名评审中脱颖而出，成功获得该项目订单，从而在铁路行业一战成名。之后，公司相继获得多条铁路客专电力远动箱变订单，2008年全国铁路客运专线电力远动箱变共招标 3.70 亿元，公司中标 2.57 亿元，占全部招标总额的比例为 69.46%。随着铁路建设投资的加大，公司市场占有率仍保持在 60%以上，多年来一直处于国内电力远动箱变的龙头地位。

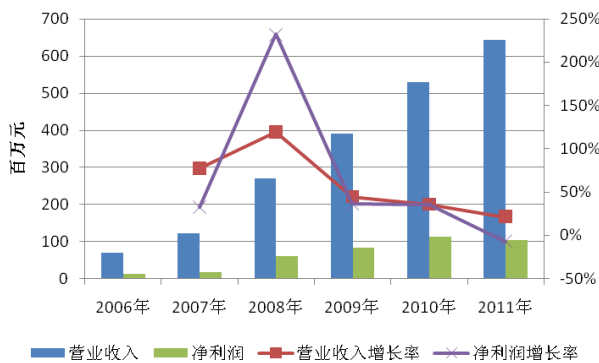
1.2 公司毛利率与费用率趋稳，2013 年将迎来业绩反转

近年来，公司毛利率呈现小幅下降态势。从产品销售的行业分布看，公司在电力行业的销售占比逐年提升，铁路行业占比逐年下降。考虑到铁路行业产品需求的一致性较强，而电力行业对产品的差异化需求较大，因此电力行业产品的生产成本相应提升，毛利率较铁路行业处于低位。随着公司在电力行业销售占比的逐步扩大，公司毛利率小幅下降，未来公司在各行业销售占比将逐步趋稳，我们预计公司毛利率将维持平稳状态。

费用率方面，由于募投项目逐步投产增加折旧费用，上市后员工增加以及人力成本的上涨，公司近年来费用率持续提升。目前，公司费用的增加已经从跨越式增长步入平稳期，预计公司未来期间费用率将保持稳定。

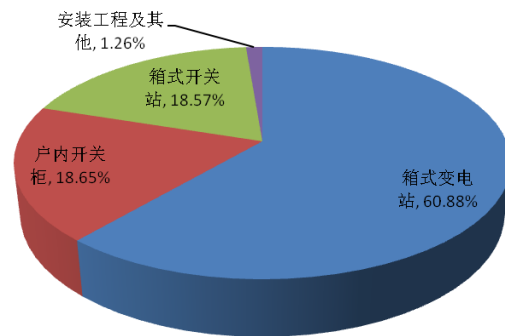
受动车事故及铁道部高层调整等影响，铁路基本建设投资自2011年起出现下滑，导致公司业绩增速呈现下降态势。2013年，随着铁路建设的回暖，公司在电力市场的高速拓展，以及在轨道交通、海外市场逐步开花结果，预计公司将迎来新一轮快速增长时期。

图 1：2006-2011 年公司营业收入和净利润情况



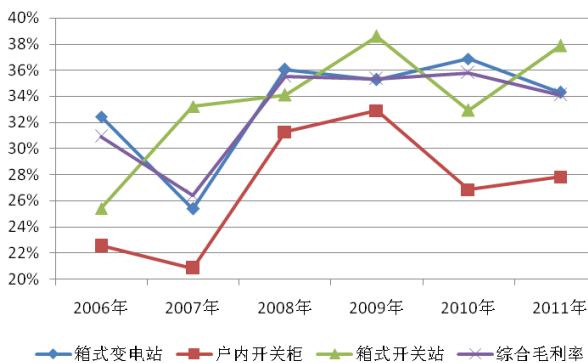
资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 2：2012 年中报公司各产品销售收入占比



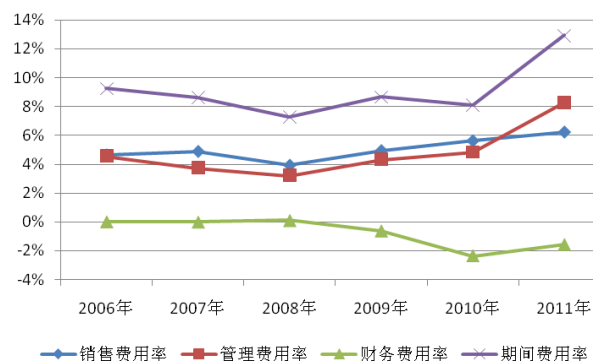
资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 3：2006-2011 年公司分产品毛利率情况



资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 4：2006-2011 年公司费用率情况



资料来源：公司公告，东兴证券整理

2. 铁路行业投资回暖，公司订单有望持续恢复

公司产品最初专注于铁路行业，受动车事故及铁道部高层调整影响，2011 年铁路基本建设投资仅为 4610 亿元，同比下降 34.83%，铁路固定资产投资 5863 亿元，同比下降 30.07%。受此影响，公司铁路行业订单及收入相应出现下滑。

2012 年，铁道部分别在 7 月、9 月、10 月三次上调年内铁路固定资产投资金额，由最初的 5160 亿元上升至 6300 亿元，增幅达 22.09%。受此影响，全国铁路基本建设投资在 8 月份出现回暖，9 月和 10 月同比增速达 111.36%和 240.76%。

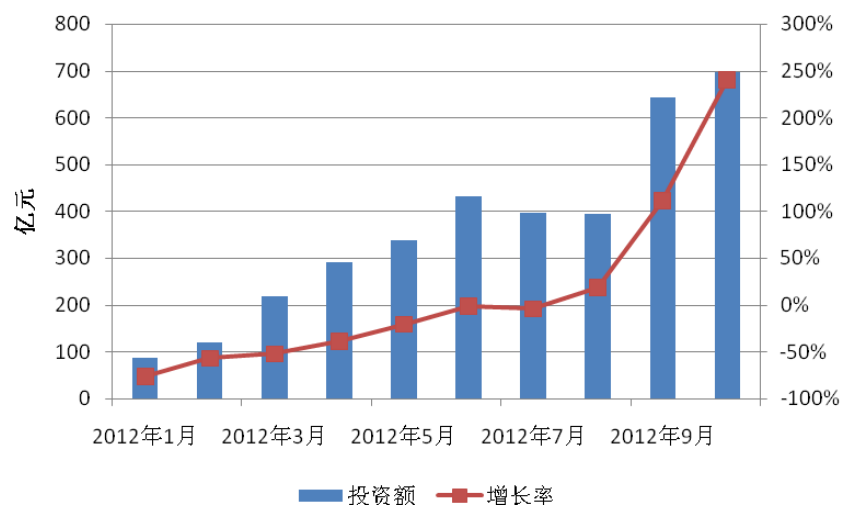
同时，铁路专家预测，2013 年铁路固定资产投资将在 6000 亿至 7000 亿元之间。考虑到公司在铁路市场的优势地位和领先的市场占有率，预计公司铁路行业订单将随着行业投资回暖重回快速增长通道。

表 2: 2006-2012 年 10 月铁路基本建设和固定资产投资情况

指标名称	基本建设投资(万元)	基本建设投资增速	固定资产投资(万元)	固定资产投资增速
2006 年	15,527,538.00		20,759,748.00	
2007 年	17,899,900.00	15.28%	25,524,200.00	22.95%
2008 年	33,755,433.00	88.58%	41,474,240.00	62.49%
2009 年	60,044,679.00	77.88%	70,207,639.00	69.28%
2010 年	70,745,925.00	17.82%	83,846,461.00	19.43%
2011 年	46,108,363.00	-34.83%	58,631,095.00	-30.07%
2012 年 1-10 月	36,182,593.00	-1.51%	42,516,896.00	-0.89%

资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 5: 2012 年各月铁路基本建设投资金额及同比增长率



资料来源: wind, 东兴证券整理

3. 公司销售团队过硬，电力行业订单保持高速增长

电力行业拓展迅猛，高增长态势有望持续。2011 年，在铁路建设投资下滑的背景下，公司大力开拓电力行业业务，2011 年和 2012 年上半年公司在电力行业订单均呈现快速增长态势。目前，公司在电力行业订单已占公司全部新签订单的 60%，随着配网投资力度的进一步加大，公司在电力行业的订单有望持续保持高速增长。

表 3: 公司 2009-2012 年上半年分行业销售收入及同比增长率情况

行业	2009 年		2010 年		2011 年		2012 年上半年	
	营业收入	增长率	营业收入	增长率	营业收入	增长率	营业收入	增长率
铁路系统	23666.06	86.66%	30288.17	27.98%	19454.36	-35.77%	7419.77	-29.39%
电力系统	9359.14	37.94%	102330.31	17.04%	24689.16	125.39%	15753.11	74.64%
煤炭系统	4959.07	-27.90%	11037.7	122.58%	19554.14	77.16%	4949.59	-13.06%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 与西门子建立合作关系，轨道交通领域有望实现突破

2012 年 4 月 15 日，公司公告称，与西门子中压开关技术有限公司签署了《技术协助及供货服务合同》、《OEM 协议》和《联合开发 35kV 多单元 GIS 产品及市场框架协议》等三个合同，西门子拟与特锐德合作生产应用于高铁市场、城市轨道交通市场的 10kV 环网柜、35kV GIS 产品，并联合开发应用于煤炭、钢铁市场的 35kV 多单元 GIS 产品。

在本次合作中，西门子将向公司提供图纸、工艺要求和气箱，从而帮助公司在制造工艺上得到提升，同时，在原材料采购方面，西门子将以优惠的价格向公司提供气箱等核心配件，有助于公司在高端产品领域制造成本的降低。

西门子是世界上最大的电气和电子设备制造品牌之一，其业务领域在交通、电力、自动化与控制、信息与通讯以及家用电器等各个行业中具有领先地位，与西门子的合作将有效带动公司产品在轨道交通领域的销售。我们预计，轨道交通行业有望成为公司 2013 年新的利润增长点。

5. 公司管理方式独到，已入选哈佛大学教学案例

公司十分重视企业文化建设，将吸引人才、留住人才作为企业做大做强的根本。在这种理念下，公司时刻在研究不同性别、不同年龄段员工的需求，尽企业所能满足员工基本的、正常的需求，从而提升员工的幸福感和归属感。

在公司以人为本的理念下，自创业至今，公司 150 人的核心团队流失率为 0。目前，哈佛大学和清华大学已经将公司的管理模式作为教学案例，供广大师生研究和学习，公司团队及团队建设获得了学术机构的肯定。

6. 盈利预测与公司估值

公司拥有国内最大的箱式变电站研发和生产基地，在铁路行业长期保持市场占有率第一的位置。公司优质的企业文化铸就了战斗力过硬的团队，在铁路行业投资下滑的背景下快速拓展电力行业市场，保证了公司业务的健康发展。

2012年8月起，铁路建设投资逐步回升，预计公司铁路行业订单将逐步回升。同时，公司在电力行业将保持稳步发展，轨道交通领域有望实现突破。

综合考虑以上因素，预计公司2012-2014年EPS分别为0.43元、0.59元和0.78元，目前股价对应PE分别为21倍、16倍和12倍，给予公司2013年25倍PE，对应目标价14.75元，首次给予“强烈推荐”评级。

分析师简介

弓永峰

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国POSTECH大学工学博士，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发7年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010年加盟东兴证券从事电力设备与新能源、新材料行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

联系人简介

李根

清华大学电气工程专业硕士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰资深研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国POSTECH大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发7年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、固体废弃物处理）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。