



东兴证券
DONGXING SECURITIES

公司苦练内功厚积薄发，业绩步入高速发展轨道

——特锐德（300001）调研报告

2013年1月31日

强烈推荐/维持

特锐德

调研报告

报告摘要:

- **公司苦练内功，奠定业绩高速发展基石。**在上市后，公司十分重视自身综合竞争实力的提升，在内部经营管理水平上下足功夫。一方面，公司从欧美引进多套先进的生产加工设备，大幅提升了公司产品的工艺水平和产品品质；另一方面，公司加强企业文化建设，提升员工的忠诚度，自创业以来核心团队流失率为零，成功经验已经入选美国哈佛和清华大学的MBA教学案例；
- **公司受益国网集中招标，市场占有率将显著提升。**目前，我国箱变生产企业超过1200家，市场极度分散。在国网“三集五大”的指引下，电网设备招标将逐步采用集中招标方式，并逐步向低电压等级扩展。我们预计，行业内产品品质优异、品牌美誉度较高的公司市场占有率将持续提升，大量中小作坊式的企业将逐步被市场淘汰。公司作为国内箱变领域的龙头企业，未来将保持高速增长；
- **获得拉日线订单，公司在铁路领域持续保持领先地位。**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%。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%。近日，公司中标拉日线订单，金额超过6000万元，显示出公司在铁路领域的领先地位，预计公司铁路订单将随着行业投资的回暖而大幅提升；
- **盈利预测：**预计公司2012-2014年EPS分别为0.44元、0.65元和0.79元，目前股价对应PE分别为29倍、19倍和16倍，给予公司2013年25倍PE，对应目标价16.25元，维持“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	677.14	1,107.91	1,379.72
增长率(%)	21.12%	5.47%	63.61%	24.53%
净利润(百万元)	104.88	87.57	129.85	157.81
增长率(%)	-7.14%	-16.50%	48.27%	21.53%
每股收益(元)	0.523	0.437	0.648	0.787
净资产收益率(%)	9.16%	7.29%	10.10%	11.37%
PE	24.02	28.76	19.40	15.96
PB	2.20	2.10	1.96	1.81

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

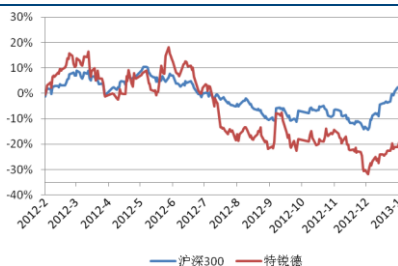
(9.30)

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. 公司苦练内功，完成从作坊企业到自动化生产企业的转变	3
2. 铁路箱变持续保持领先，电网业务潜力最大	3
2.1 公司铁路市场占有率超过 60%，近期中标拉日线订单	3
2.2 受益电网设备供货商集中度提升，公司市场占有率有望持续提高	3
3. 外延式扩张发力，收购一拉得显著增厚公司业绩	4
4. 盈利预测与公司估值	4

表格目录

表 1: 公司收购前后一拉得股权结构	4
--------------------------	---

1. 公司苦练内功，完成从作坊企业到自动化生产企业的转变

引进国际先进设备，生产工艺的自动化水平大幅提升。目前，我国箱变及开关柜生产企业数量众多，产品工艺水平参差不齐，从而带来设备性能和质量的较大差异。行业内大部分中小企业均以手工生产为主，产品工艺不能得到有效保证。特锐德上市后，在生产线的自动化程度上给予了高度重视，公司从国外引进多套加工设备，包括 FINN-POWER 钣金柔性加工线、现代化折弯生产线、FINN-POWER 全自动弯板中心、Bystronic 激光切割机等设备，大幅提升了产品生产效率和工艺水平。同时，自动化程度的提升节约了人力成本，在板材加工车间仅需十人左右进行生产，基本实现了半自动化生产。

公司注重管理效率提升，成功经验已入选哈佛及清华 MBA 教学案例。公司自创业之初，董事长就对企业文化给予了高度重视，并将如何提升管理效率、留住核心人才作为业务发展的根基。经过多年发展，公司的核心创业团队人才流失率为零，优秀的创业经验已经入选美国哈佛大学和清华大学的 MBA 教学案例。

2. 铁路箱变持续保持领先，电网业务潜力最大

2.1 公司铁路市场占有率超过 60%，近期中标拉日线订单

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。

中标拉日线订单，彰显公司在铁路领域霸主地位。近日，公司公告称，公司中标“新建拉萨至日喀则铁路站后工程第三批甲供建管物资设备（电力设备）采购项目”第 28 包件、29 包件，中标内容为“箱式变电站”，中标金额共 6134.36 万元，占公司最近一期经审计年度销售收入的 8.2%。

2.2 受益电网设备供货商集中度提升，公司市场占有率有望持续提高

箱变使用率低，未来市场空间巨大。我国箱式变电站行业虽然从引进到生产已经有 20 多年的历史，但箱式变电站的应用率仍然很低，直到 2007 年，我国箱变的使用率不足配变的 10.5%，距世界发达国家 70%~91.3%的水平还相去甚远，因而其具有很大的市场潜力。2008 年全国的箱变市场容量约为 222 亿元、开关柜的市场容量约为 360 亿元。

市场极度分散，国网集中招标带来行业集中度提升。目前国内能够生产箱式变电站的企业超过 1,200 家，市场极度分散。近年来，在国网“三集五大”的指引下，电网设备集中招标成为行业发展趋势，而参与集中招标的设备也逐步向低电压等级延伸。我

们认为，在国网集中招标的大背景下，行业内产品质量较高，品牌美誉度较好的企业市场占有率将逐步提升，大量中小规模的作坊型生产企业将逐步退出电力市场。未来，随着行业集中度的提升，特锐德产品的市场占有率将持续提高。

3. 外延式扩张发力，收购一拉得显著增厚公司业绩

近日，特锐德公告称，公司将以 7500 万元认购一拉得 3200 万元新注册资本，认购后公司持有一拉得股权比例为 51.61%。

被收购方一拉得公司主营业务为输配电及控制设备制造、销售，是西南地区最早生产箱式变电站及高低压电气成套产品的厂家之一，产品覆盖了箱式变电站、高低压成套开关柜、电力系统自动化等领域。目前一拉得品牌在西南地区享有较高的知名度，在电力系统中口碑较好，整体实力在四川省同行业内排名前三。

一拉得公司主要面向西南地区市场，在四川、西藏市场占有率较高。而特锐德在这一领域尚处于开拓期，受销售团队资源、运输成本等方面的限制，市场开拓力度较小。因此一拉得与特锐德的目标市场具有极强的互补性，有利于完善公司产品在全国的生产和销售布局，实现较强的协同效应。

一拉得在 2012 年 1 月-11 月实现销售收入 24,282 万元，净利润 2,779 万元，我们预计，一拉得在 2012 年净利润有望超过 3000 万元，公司收购市盈率约为 5 倍。

表 1：公司收购前后一拉得股权结构

	占注册资本金额（万元）	比例	占注册资本金额（万元）	比例
特锐德	0	0%	3200	51.613%
嘉能佳	1558.046	51.935%	1558.046	25.13%
乐为实业	1391.954	46.398%	1391.954	22.451%
光明实业	50	1.667%	50	0.806%
合计	3000	100%	6200	100%

资料来源：公司公告，东兴证券

4. 盈利预测与公司估值

预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.44 元、0.65 元和 0.79 元，目前股价对应 PE 分别为 29 倍，19 倍和 16 倍，给予公司 2013 年 25 倍 PE，对应目标价 16.25 元，维持“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。