

2014年01月13日

证券研究报告·公司研究·电气设备

合理价格区间

13.35-17.80元



欣泰电气(300372)新股分析报告

布局磁控并联电抗器领域

投资要点

- 双轮驱动公司发展:** 公司是专业从事节能型输变电设备及无功补偿装置等电网性能优化设备制造,为电网输、配、用电系统提供安全、高效、节能、环保的电力设备和技术解决方案的综合服务供应商。公司的主营业务是节能型变压器等输变电设备和无功补偿装置等电网性能优化设备的研发、设计、生产和销售,产品广泛应用于电网、风力发电、石油化工、冶金、煤炭、电气化铁路、光伏发电等领域。2010年到2012年,两大板块业务收入占公司总收入始终保持在99%以上。
- 市场需求稳定。** 根据中国电力企业联合会的统计,电网投资占电力投资的比例2006-2012年分别为31.10%、44.63%、50.05%、50.90%、48.36%、49.80%和49.49%。由于国家电网建设和城市化建设以及农村电网改造进程的加快,国内对输配电及控制设备的需求将再次出现一轮高峰。同时,国内SVC的潜在在市场需求每年将超过100亿元,未来3-5年将按照约30%的速度增长。
- 募投项目: 储备新技术, 开发新市场。** 本次拟向社会公众公开发行和发售人民币普通股合计不超过2335万股,占发行后总股本的比例不低于25%,公司实际募集资金扣除分摊的发行费用后的净额全部用于公司主营业务相关的投资项目,募投项目为550KV及以下磁控并联电抗器,项目投产后将形成年产1750Mvar磁控并联电抗器71-98台、年产1000Mvar磁控并联电抗器型动态无功补偿装置50-70台的生产能力,合计产值45330万元。
- 盈利预测。** 我们预计公司2013-2015年的公司营业收入分别为4.74亿元、5.27亿元和5.93亿元,归属母公司所有者的净利润分别为0.66亿元、0.75亿元和0.89亿元,对应2013年、2014年和2015年每股收益(摊薄后)分别为0.79元、0.89元和1.05元。根据目前行业估值水平,我们给予公司15-20倍PE,对应股价区间为13.35-17.80元。
- 风险提示:** 相关产业政策变动,原材料价格大幅波动;应收账款难以回收,造成大量不良资产;相关税费政策变动。

指标年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	461.50	473.50	527.00	593.41
增长率	11.10%	2.60%	11.30%	12.60%
归属母公司净利润(百万元)	62.00	66.31	75.01	88.99
增长率	10.52%	18.19%	13.13%	18.64%
每股收益EPS(元)	0.74	0.79	0.89	1.06

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘正

执业证号: S1250513090003

电话: 023-63810475

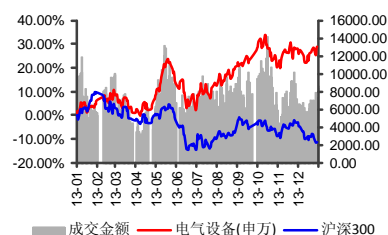
邮箱: liuzh@swsc.com.cn

研究助理: 文雪颖

电话: 023-67909731

邮箱: wenxy@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	7000
本次发行(万股)	1400
发行后总股本(万股)	8400
2012年每股收益(摊薄后)(元)	0.74
2012年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.65

主要指标(2012年)

每股净资产(元)	4.90
毛利率(%)	28.00
流动比率(倍)	2.25
速动比率(倍)	1.92
应收账款周转率(次)	2.86
资产负债率(合并报表)(%)	50.69
净资产收益率(加权平均)(%)	19.87

相关研究

目 录

一、双轮驱动公司发展.....	1
（一）公司概况.....	1
（二）公司股权结构.....	2
（三）公司业务构成.....	3
二、市场长期需求旺盛.....	4
（一）行业需求依然旺盛.....	4
（二）中低压变电器市场稳步增长.....	5
（三）新型磁控并联电抗器及成套装置的市场容量.....	6
三、核心竞争优势.....	7
（一）产品节能优势.....	7
（二）产品技术领先优势.....	8
（三）技术研发优势.....	8
四、募投项目：储备新技术，开发新兴市场.....	9
五、盈利预测与投资建议.....	10
六、风险提示.....	10

插图目录

图 1: 公司主要产品.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 公司营业收入（亿元）.....	3
图 4: 公司主营业务结构.....	3
图 5: 公司净利润（万元）.....	3
图 6: 公司毛利率.....	3
图 7: 我国在网变压器市场份额统计.....	6
图 8: 国内 10kV 变压器市场容量.....	6
图 9: MCSR 铁心、线圈示意图.....	7
图 10: 新型磁控并联电抗器结构示意图.....	7

表格目录

表 1: 公司承担的省部级以上项目.....	8
表 2: 首发上市募投项目简况.....	9
附录: 财务预测表（百万元）.....	11

一、双轮驱动公司发展

（一）公司概况

公司是专业从事节能型输变电设备及无功补偿装置等电网性能优化设备制造，为电网输、配、用电系统提供安全、高效、节能、环保的电力设备和技术解决方案的综合服务供应商。公司的主营业务是节能型变压器等输变电设备和无功补偿装置等电网性能优化设备的研发、设计、生产和销售，产品广泛应用于电网、风力发电、石油化工、冶金、煤炭、电气化铁路、光伏发电等领域。

图 1：公司主要产品



数据来源：公司招股说明书，西南证券

公司是我国节能型输变电设备和无功补偿装置等电网性能优化设备设计、生产制造型企业，拥有进出口经营权。公司具有完善的质量管理体系，所生产的产品满足国内外客户对产品质量的要求，掌握并拥有从德国引进的国内先进的环氧树脂浇注干式变压器生产技术和多项自主知识产权的磁控电抗器技术，是我国《磁控式可控并联电抗器技术规范》（DL/T1217-2013）行业标准的主要起草单位之一，其磁控电抗技术已经列入辽宁省首批重点节能减排技术目录，是目前引导国内磁控电抗器前沿技术的领军企业，在新型智能磁控并

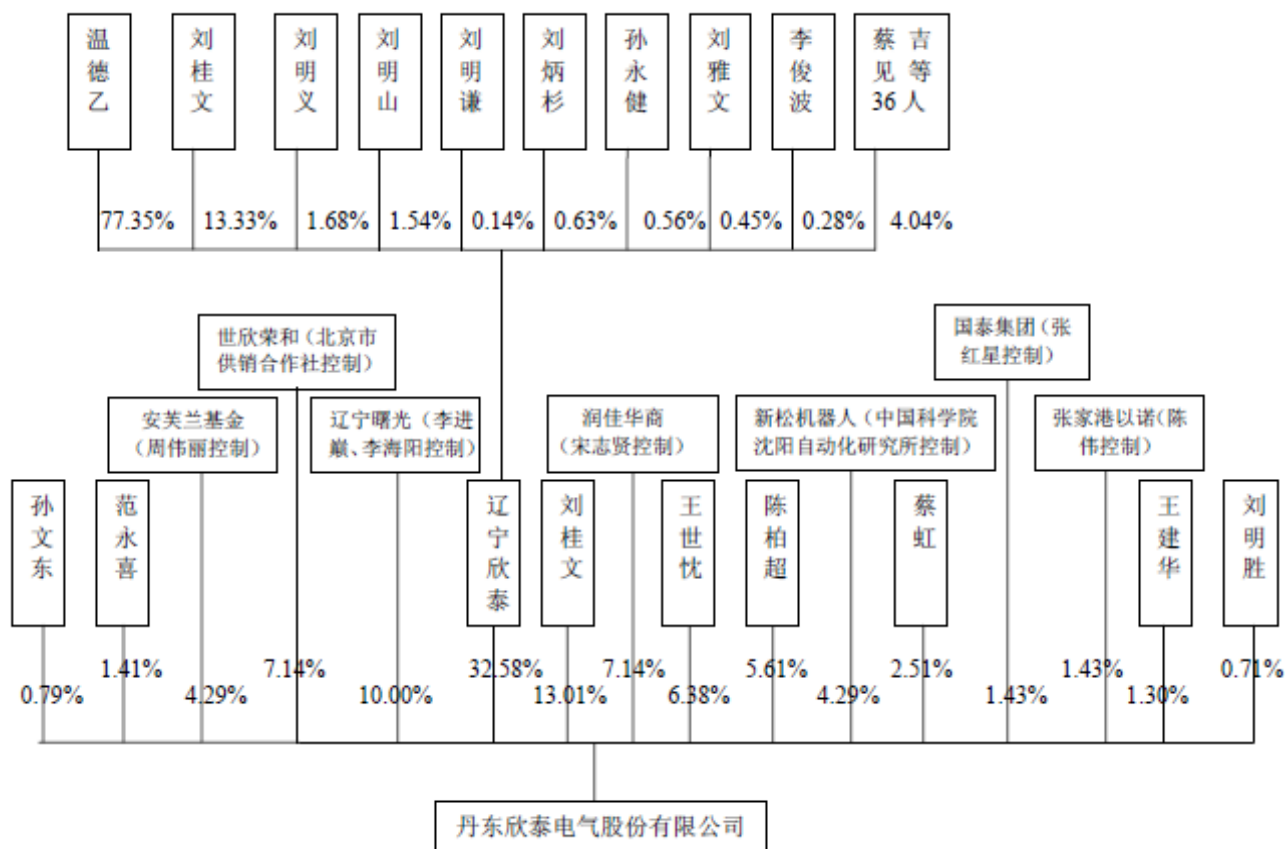
联电抗器及动态无功补偿技术和产品研发方面具有明显优势。

公司已获授权专利 30 项，其中发明专利 3 项。拥有各类专有技术 18 项，获得新产品鉴定和产品型式试验报告 71 项，形成了自主创新的知识产权体系。在新型磁控并联电抗器等动态无功补偿装置领域具有较强的技术领先优势。公司生产的非晶合金铁心变压器已通过辽宁省新产品鉴定，产品技术性能达到国内同类产品的先进水平。BKS（F）T 系列新型磁控并联电抗器和 XHDT 系列磁控消弧线圈自动跟踪补偿及接地选线装置通过国家级新产品投产鉴定和省级科技成果鉴定。鉴定结论为：该产品填补了国内空白，达到国际先进水平。

（二）公司股权结构

辽宁欣泰为本公司的控股股东，除控股本公司以外，亦无其他对外长期股权投资。公司股权结构方面，辽宁欣泰持有公司股份占发行前股本总额的 32.58%，为发行人的控股股东，温德乙先生持有辽宁欣泰 77.35% 的股份，是辽宁欣泰的控股股东，故温德乙先生为本公司的实际控制人。

图 2：公司股权结构

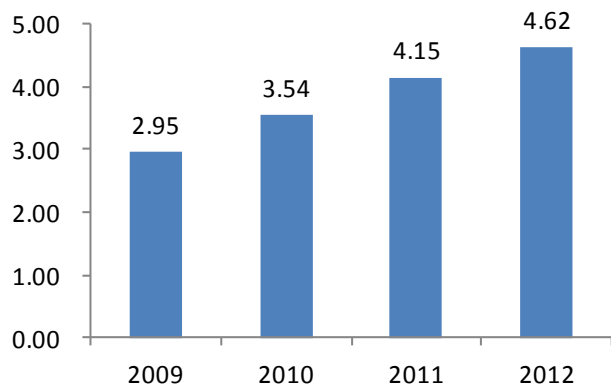


数据来源：公司招股说明书，西南证券

（三）公司业务构成

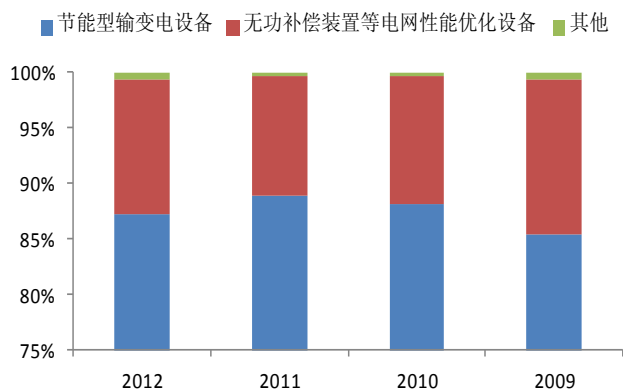
目前公司主营业务为节能型变压器等输变电设备和无功补偿装置，2010 年到 2012 年两大板块业务收入占公司总收入始终保持在 99% 以上。随着公司技术水平的提高和研发的持续投入，产品结构的不断优化，品种日趋呈现智能化和节能减排特点，节能型变压器设备和无功补偿装置等产品已成为公司收入和利润的稳定来源。

图 3: 公司营业收入（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券

图 4: 公司主营业务结构

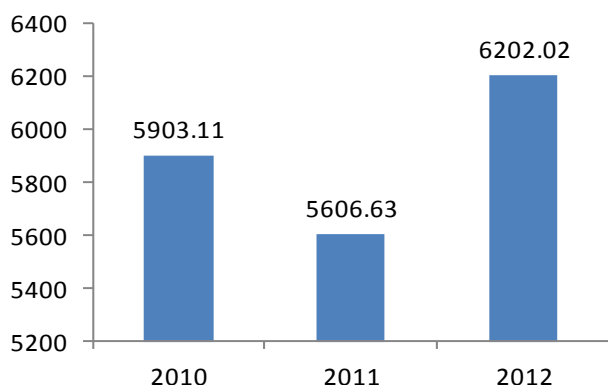


数据来源：公司公告，西南证券

从净利润来看，在公司营业收入的不断增长以及公司严控期间费用下，公司净利润保持了稳定态势，2010 年到 2012 年，公司分别为 5903.11 万元、5606.63 万元和 6202.02 万元，2013 年上半年为 2283.54 万元。

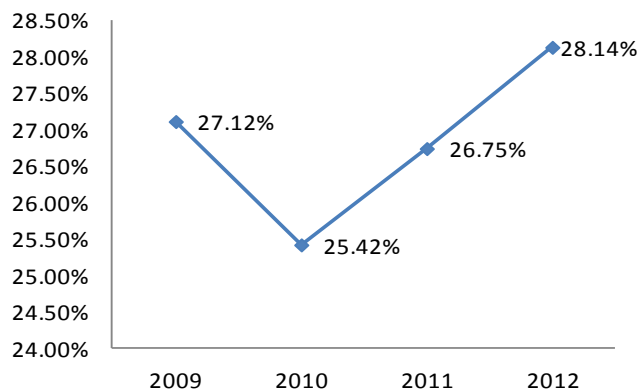
毛利率方面，公司主营业务最近四年来毛利率平均值为 26.86%，表现出较强能力。节能型变压器等输变电设备和无功补偿装置两大主营业务毛利率主要受产品销售价格、原材料成本和产品结构变化等因素的影响。2010 年到 2012 年，公司综合毛利率分别为 25.42%、26.75% 和 28.14%，逐年提升趋势较为明显。

图 5: 公司净利润（万元）



数据来源：公司公告，西南证券

图 6: 公司毛利率



数据来源：公司公告，西南证券

二、市场长期需求旺盛

（一）行业需求依然旺盛

1、输配电及控制设备制造业进入快速上升通道。

根据中国电力企业联合会的统计，电网投资占电力投资的比例 2006-2012 年分别为 31.10%、44.63%、50.05%、50.90%、48.36%、49.80%和 49.49%。由于国家电网建设和城市化建设以及农村电网改造进程的加快，国内对输配电及控制设备的需求将再次出现一轮高峰。

第一，国家主干电网建设与改造带来的巨额投资为行业发展奠定了坚实基础。近年来，我国电网投资规模稳步增长，2006-2012 年分别为 2105 亿元、2451 亿元、2884 亿元、3847 亿元、3410 亿元、3682 亿元和 3693 亿元，2008 年电网投资比例已经超过电源投资比例，达到 50.05%。经过 2009 年的快速增长，2010 年略有回落，但 2011 年、2012 年仍保持较高水平，随着我国经济的发展，电力需求日趋增加，从长期来看，电网投资仍将保持较高水平。

第二，农网改造升级将有力地推动本行业的快速发展。2011 年国务院决定实施新一轮农村电网改造升级工程，本次农网改造投资 2000 亿元，按照 60-65%投资为设备测算，有 1200-1300 亿元会用于购买输变电设备，包括变压器、开关、电线、电缆、铁塔等。由于农村电网改造投资区域广，电压等级较低，均在 110kV 及以下，输变电公司将普遍受益。其中，本公司的油浸式变压器等产品作为节能型变压器主要用于农网改造工程，作为对现有耗能产品的替代，具有良好的节能特性和应用前景。

第三，智能电网和特高压输配电工程建设提升行业市场需求。根据电力行业的“十二五”规划，“十二五”期间我国电网建设投资将达到 1.5 万亿元，智能电网的发展将从技术和管理标准制定阶段进入到示范工程建设阶段，数字化变电站将快速推广并成为智能电网的重要组成部分，特高压线路建设将全面展开并在 2015 年形成“三华”地区（华北、华东、华中）“三纵三横一环网”的特高压交流电网。以上这些新的产业政策将有力地推动输配电及控制设备制造业的快速发展。

整体上看，输配电设备向大容量、高电压、组合化、节能降耗、绿色环保、智能化、信息化等方向发展。高压、超高压、特高压电气产品、柔性交流输电系统及其配套产品、清洁能源发电中应用的输配电产品以及节能降耗产品等高端产品市场前景广阔。由于我国节能降耗形势严峻，而提高电力生产、输送和使用的效率是关键，以节能型变压器和无功补偿产品为代表的节能降耗产品具有较大的发展空间。

随着我国电网技术装备水平不断提高，国内电力设备重点企业的技术水平和国产化能力不断提高。如变压器生产方面，重点龙头企业已经具备了特高压变压器的设计和制造能力，可实现国产化供货目标。同时，由于国内外竞争因素，企业之间分化加剧，市场集中度快速提高。少数企业依靠强大的资金、技术和品牌优势，市场占有率明显提高，在细分市场甚至超过外资企业。

变压器在电力设备中属于一次设备的范畴，其行业发展与电力工业的整体发展密切相关，未来发展空间巨大。按一般规律，变电设备容量与发电装机容量比为 12: 1，即每新增 10MW 发电装机容量就需匹配变压器 120MVA。而我国变电设备和发电装机容量比相对偏低。近年来我国电力供应能力显著提高，每年新增发电装机容量保持较高水平，2009-2012 年每

年新增装机容量分别为 8970 万千瓦、9127 万千瓦、9000 万千瓦和 8700 万千瓦（国家能源局）。随着我国电力需求和电网建设投资的不断增长，变压器行业整体产销规模大幅提升。根据中国电器工业协会变压器分会统计，我国变压器总产量从 2006 年的 7.36 亿 kVA 增长到 2012 年的 14.31 亿 kVA，其中 2006-2008 年保持高速增长，近两年随着我国电网投资增速放缓，增速有所下降，尤其是 2010 年，行业产量较 2009 年仅增加 3.03%，但 2011 年又恢复到同比增长 6.22% 的水平，达到 14.30 亿 kVA。2012 年受宏观经济及电网投资放缓影响，行业整体产量基本与 2011 年持平。从未来发展看，变压器行业仍与电网投资保持密切关系，产量规模受电网投资影响呈现一定波动性。

2、中低电压等级变压器的市场容量

我国变压器产品按电压等级一般可分为特高压（1100kV）、超高压（330-750kV）变压器、高压（110-220kV）变压器、66kV 及以下电压等级变压器。目前 10kV 电压等级是我国应用最广的配电电压等级。据统计，10kV 线路占我国配电线路总长度的 80% 以上，10kV 配电变压器是市场最广、销路最宽、拥有持续增长潜力的产品。根据上述统计数据 and 行业经验判断，我国 10kV 电压等级配电变压器销量在变压器行业中所占比重约为三分之一，以此计算，2007 年我国 10kV 配电变压器销量超过 3 亿 kVA，2008 年销量约为 3.87 亿 kVA，2009 年 10kV 配电变压器销量首次超过 4 亿 kVA，约为 4.22 亿 kVA，2010 年达到 4.49 亿 kVA，2011 和 2012 年达到 4.77 亿 kVA。在我国电网建设、新一轮农村电网改造升级工程的有力推动下，低电压等级变压器市场容量将稳步增长。

3、低电压等级变压器的市场竞争状况

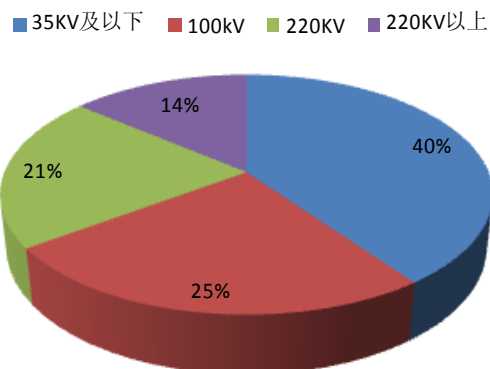
我国配电变压器行业准入门槛较低，行业内生产企业众多，市场竞争激烈，除少量具有一流研发能力和生产设备条件的企业外，大多数小型企业整体技术水平不高。目前，我国具有一定规模的配电变压器生产企业数量超过 1000 家，但能够达到 10kV 配电变压器年产销量在 100 万 kVA 以上的大型生产企业只有十多家，如杭州钱江电气集团股份有限公司、三变科技股份有限公司、山东达驰电气有限公司、本公司等，这些大型配变企业均面向全国范围招投标销售，产品进入国家电网、南方电网等电网线路设施和钢铁、煤炭、有色金属、电气化铁路等网外系统。除此之外的大部分电力变压器生产企业经营规模较小，平均年销售规模仅为 5000 万元左右，销售网络主要依赖于当地电力公司，市场竞争能力不强，但因数量众多，也占据了配电变压器行业一定市场份额。

（二）中低压变电器市场稳步增长

我国变压器产品按电压等级一般可分为特高压（1100kV）、超高压（330-750kV）变压器、高压（110-220kV）变压器、66kV 及以下电压等级变压器。目前 10kV 电压等级是我国应用最广的配电电压等级。据统计，10kV 线路占我国配电线路总长度的 80% 以上，10kV 配电变压器是市场最广、销路最宽、拥有持续增长潜力的产品。

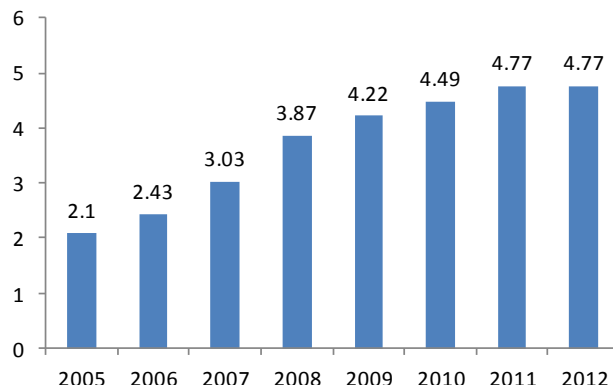
我国 10kV 电压等级配电变压器销量在变压器行业中所占比重约为三分之一，以此计算，2007 年我国 10kV 配电变压器销量超过 3 亿 kVA，2008 年销量约为 3.87 亿 kVA，2009 年 10kV 配电变压器销量首次超过 4 亿 kVA，约为 4.22 亿 kVA，2010 年达到 4.49 亿 kVA，2011 和 2012 年达到 4.77 亿 kVA。在我国电网建设、新一轮农村电网改造升级工程的有力推动下，低电压等级变压器市场容量将稳步增长。

图 7：我国在网变压器市场份额统计



数据来源：公司公告，西南证券

图 8：国内 10kV 变压器市场容量



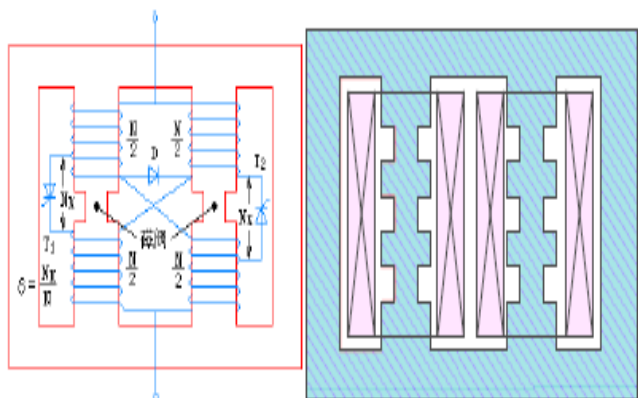
数据来源：公司公告，西南证券

（三）新型磁控并联电抗器及成套装置的市场容量

1、国内市场需求预测目前主要的无功补偿装置包括静态无功补偿装置和动态无功补偿装置（SVC）。电力系统中的无功补偿装置大都采用开关（断路器）投切的调节方式，是离散式的，不能取得理想的补偿效果，而动态无功补偿装置能够实现容性和感性无功的连续可调，是输配电系统无功补偿现有产品的理想替代产品，市场前景广阔。SVC的国内市场需求主要来源于五部分：一是新增装机容量带来的电力系统的增量需求；二是对电力系统和终端用户存量传统无功补偿产品的替代性需求；三是新兴行业需求，如电气化铁路、风力发电行业等；四是电力系统运行质量要求的提高带来的需求；五是特高压输电工程和智能电网建设带来的市场需求。预计国内 SVC 的潜在市场需求每年将超过 100 亿元，未来 3-5 年将按照约 30% 的速度增长。

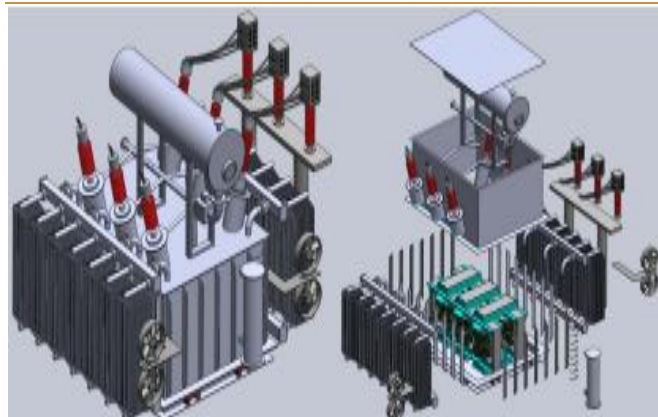
2、国际市场需求预测 SVC 的国际市场需求量更是非常巨大，据 ABB 测算，其国际需求量是国内的 4-5 倍，平均价格是国内的 2 倍，市场规模是国内的 10 倍。相对于国内市场来说，国际市场的利润空间更加巨大。随着相关企业不断开拓国际市场，具有成本优势的国内产品在国际市场的份额也将逐年增加。

图 9: MCSR 铁心、线圈示意图



数据来源：公司公告，西南证券

图 10: 新型磁控并联电抗器结构示意图



数据来源：公司公告，西南证券

三、核心竞争优势

传统的输变电设备制造企业一般以单纯的设备制造为主，提供模式化、单一产品。本公司通过整体方案设计和产品研发，实现产品的更新换代，致力于为各行业客户提供节能环保、高可靠性、性能优异的多种输变电产品。公司在磁控并联电抗器及动态无功补偿装置技术方面处于国内领先地位，是《磁控式可控并联电抗器技术规范》（DL/T1217-2013）行业标准主要起草单位之一。

公司于 2008 年被认定为高新技术企业，2010 年 12 月被认定为国家火炬计划重点高新技术企业，多次获得省市科技创新专项资金支持。已获得授权专利 30 项，其中发明专利 3 项。专有技术 18 项，获得新产品鉴定证书和产品型式试验报告 71 项，已经形成了自主知识产权体系。公司的核心竞争优势具体包括：

（一）产品节能优势

1、节能型输变电设备的节能降耗特点

包括环氧树脂浇注干式变压器、油浸式变压器、节能型铁心、智能箱式变电站在内的产品均具有显著的节能降耗特点，其中干式变压器和油浸式变压器采用了新结构、新技术，经国家变压器质量监督检验中心的检验，符合国家标准“三相配电变压器能效限定值及节能评价”要求，公司的主要销售产品 SCB10 干式变压器、S11 型油浸式变压器等产品获得了方圆标志认证集团有限公司颁发的节能产品认证证书，认定该系列产品为节能产品。

2、无功补偿装置等电网性能优化设备的节能特性

公司研制的磁控并联电抗器及成套装置是高压、超高压和特高压电网可以直接运行在任何电压等级的动态无功补偿装置，能够根据功率因数设定值实现实时、快速、精确跟踪补偿无功，使系统不会出现过补和欠补现象，减少了无功功率在线路中的流动，因此可以降低线路因输送无功功率造成的电能损耗，提高了输电质量。

（二）产品技术领先优势

公司目前主要产品构成两大系列，在变压器等节能型输变电设备领域，公司经过多年的技术引进、吸收和积累，已经形成了 110kV 及以下电压等级油浸式变压器、35kV 及以下电压等级环氧树脂浇注干式变压器、非晶合金铁心变压器、智能型风力发电用组合式变压器、拆装式智能箱式变电站、矿用防爆型干式变压器、海上风力发电用干式变压器安全系统、节能型铁心等多元化系列产品。其中非晶合金铁心变压器的“紧凑”型设计、配电变压器的长圆绕组结构、主变的“跨越”式换位技术、环氧树脂浇注干式变压器的矩形铁心、拆装式智能箱式变电站的“五遥”、金属结构件电泳防腐处理工艺等关键技术水平在同类产品中领先，并且具有显著的节约成本、降低能耗效果，提高了产品市场竞争力。

公司最新研发的海上风力发电用干式变压器安全系统，采用独创的内循环风冷却系统，具有防盐雾、防潮湿、防霉菌、节能等特点，将在我国海上风力发电领域得到广泛应用。在无功补偿等电网性能优化设备领域，借助于已有的变压器工装设备和生产工艺，公司从 2007 年开始了新型磁控并联电抗器的产业化和相关产品开发。通过持续努力，公司实现了新型磁控并联电抗器和磁控并联电抗器型动态无功补偿装置的研发突破，新产品在技术工艺、产品性能、节能特性、适用范围等各个领域均优于现有同类和相似功能产品。磁控式并联电抗器系列产品是目 66-1000kV 电压等级电网中唯一可选的能连续、快速自动调节无功的直挂式装置。尤其在高压和超高压电网中，磁控并联电抗器容量根据线路所传输的功率自动平滑调节，对线路的容性无功进行连续无级的补偿，以稳定其电压水平，限制工频过电压、消除发电机自励磁、限制操作过电压、抑制潜供电流，降低线路损耗，为我国智能电网建设不可或缺的重要设备之一，具有十分良好的市场前景。

（三）技术研发优势

公司十分重视新产品和新技术开发工作，设立了技术研发中心，构建了老、中、青相结合的研发团队。多年来一直致力于节能型输变电设备和无功补偿装置等电网性能优化设备的研发，在磁控电抗器及无功补偿成套装置技术方面，处于国内领先地位。截至 2013 年 6 月 30 日，公司研发人员 78 人，占公司总人数的 13.43%，其中高级工程师 12 人，工程师 22 人。另外，公司积极聘请行业内专家对公司进行研发指导，同时聘请我国输变电研究和制造行业著名的中国工程院院士朱英浩先生担任总技术顾问，并于 2011 年 9 月建立了“丹东欣泰电气股份有限公司特邀院士工作站”，广邀业内专家对公司输变电设备的技术研发提供技术支持，切实发挥院士专家在提升企业科技创新能力中的作用，提升企业在变压器等输变电设备领域的技术水平；公司股东陈柏超教授为我国过电压技术专家、磁控并联电抗器领域领军人物，在磁控并联电抗器领域的研究处于国际领先水平，是具有国际知名度的电力电子专家。

同时，2010 到 2012 年公司研发投入分别为 2581.49 万元、2640.71 万元、2705.05 万元和 1131.30 万元，分别占当年营业收入的 7.29%、6.36%、5.86%和 5.13%。形成了较强的新产品与新技术开发和吸收消化能力和“开发一代、储备一代、产业化一代”的良性研发局面。

表 1：公司承担的省部级以上项目

序号	项目名称	产品名称
1	2011 年度国际科技合作与交流专项项目	电压电流稳定变压器（VASFT）
2	2010 年中央补助科技政策引导类计划相关项目	220kV 及以下磁控并联电抗器及无功补偿成套装置
3	2010 年省本级基本建设第三批项目	66kV 磁控并联电抗器系列产品产业化

序号	项目名称	产品名称
4	2010年度省企业技术中心专项项目	基于智能磁控技术的电气化铁路无功、负序综合补偿装置
5	2010年辽宁省专利技术转化项目	磁阀式连续可调消弧线圈
6	第四批省政府支持的引进海外研发团队项目	电源稳定技术
7	2009年关键产业领域自主创新及高技术产业化专项项目	磁控并联电抗器高技术产业化项目
8	2009年中央补助科技政策引导类计划相关项目	220kV及以下磁控并联电抗器及无功补偿成套装置
9	2009年国家电子信息产业振兴和技术改造专项项目	66kV磁控并联电抗器系列产品产业化
10	2009年第一批省本级科技专项	6-1000kV新型磁阀式连续可调电抗器
11	2009年辽宁省科学技术计划项目	6-1000kV新型磁阀式连续可调电抗器
12	2008年辽宁省企业技术改造专项	500kV及以上超高压交直流输电变电工程用并联滤波电容器装置技术改造
13	2008年第一批省本级科技专项	6-1000kV新型磁阀式连续可调电抗器
14	2008年辽宁省科学技术计划项目	6-1000kV新型磁阀式连续可调电抗器
15	2008年省企业技术中心专项项目	新型磁阀式高压可调电抗器动态无功补偿成套装置

数据来源：公司公告，西南证券

四、募投项目：储备新技术，开发新兴市场

公司和公司股东本次拟向社会公众公开发行和发售人民币普通股合计不超过 2335 万股，占发行后总股本的比例不低于 25%，公司实际募集资金扣除分摊的发行费用后的净额全部用于公司主营业务相关的投资项目。

表 2：首发上市募投项目简况

序号	项目名称	项目总投资（万元）	目的
1	550KV 及以下磁控并联电抗器项目	22000	研发新技术、应对新市场
	合计	22000	

数据来源：公司公告，西南证券

项目背景：随着我国智能电网建设工作的不断推进，电力系统必须实现无功、电压的实时优化控制和无级调节。MCSR 和 MCSR 型 SVC 是我国智能电网不可或缺的无功潮流控制装置，它能够适应无人值守变电站的运行要求的产品，也是高压、超高压电力系统无功调节实现直挂式连续可调的重要设备。本公司生产的 MCSR 和 MCSR 型 SVC 成本低、可靠性高、免维护、使用寿命长、响应速度快、补偿精度高、损耗低、无电磁污染，属于环保、节能产品，可直接应用于高压、超高压电网，实现无功补偿的优化控制，稳定电压，大大降低输电损耗，提高供电质量，保障高压和超高压电网安全运行。

项目简介：本项目投产后将形成年产 1750Mvar 磁控并联电抗器 71-98 台、年产 1000Mvar 磁控并联电抗器型动态无功补偿装置 50-70 台的生产能力，合计产值 45330 万元。

项目前景：MCSR 和 MCSR 型 SVC 是我国智能电网不可或缺的无功潮流控制装置，它是国内唯一能够适应无人值守变电站的运行要求的产品。该产品节能效益显著，将得到国家产业政策的大力扶持，将促使本产品的需求持续快速增加。未来五年内，国内 SVC 产品市场规模将保持在每年 100 亿元以上，且随着智能电网建设进程加快，对该类产品的市场需求将进一步扩大。据 ABB 测算，其国际需求量是国内的 4-5 倍，平均价格是国内的 2 倍，市场规模是国内的 10 倍。相对于国内市场来说，国际市场的利润空间更加巨大。本公司募集资

金项目投产后年产值预计为 4.5330 亿元，仅占每年 100 亿元国内市场容量的 4.5% 左右，庞大的国内市场需求将充分消化本公司新增产能。

五、盈利预测与投资建议

盈利预测说明与假设：

- 募投项目如期投产；
- 未来三年营业收入增幅分别为 2.60%、11.30% 和 12.60%，综合毛利率水平分别为 28.16%、28.23% 和 28.96%；
- 期间费用随着内控不断健全和融资渠道的扩宽而适度降低。

预测与估值：根据以上说明和假设，我们预计公司 2013-2015 年的公司营业收入分别为 4.74 亿元、5.27 亿元和 5.93 亿元，归属母公司所有者的净利润分别为 0.66 亿元、0.75 亿元和 0.89 亿元，对应 2013 年、2014 年和 2015 年每股收益（摊薄后）分别为 0.79 元、0.89 元和 1.05 元。根据目前行业估值水平，我们给予公司 15-20 倍 PE，对应股价区间为 13.35-17.80 元。

六、风险提示

1、公司主要产品属于节能产品，且未来市场前景广阔，应用广泛，但仍然面临由于产业政策变化引发公司产品市场需求变动，影响公司持续盈利的风险。

2、公司主要产品的定价策略系成本加成方式，即依据原材料现行价格，按相对稳定的毛利率计算确定。公司产品销售合同签订后，采购部在一周内将所需主要原材料与供应商签订采购合同，从而降低因主要原材料价格在合同执行期的波动给公司带来的风险。但是受经济形势的影响，主要原材料价格可能会发生剧烈波动，从而影响公司原材料采购价格，对公司的盈利情况造成不利影响。

3、如果公司未来不符合或不持续符合高新技术企业的认定条件，或不再符合社会福利企业的认定标准，或相关的税收优惠和政府补助政策发生重大变化，将对公司的经营成果产生一定的影响。

4、截至 2013 年 6 月 30 日，应收账款按账龄分布为：1 年内的应收账款所占比例为 89.52%，1-2 年的比例为 9.39%，2-3 年的比例为 0.78%，3 年以上的比例为 0.31%，应收账款账龄较短。但是，由于应收账款占用了公司较多的资金，若不能及时收回，仍然可能影响公司的现金流量，如形成坏账将给公司造成损失。

附录：财务预测表（百万元）

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	利润表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	202.40	183.55	191.41	162.22	营业收入	461.50	473.50	527.00	593.41
应收和预付款项	238.50	245.36	251.37	222.10	减:营业成本	332.40	340.15	378.23	421.55
存货	75.30	89.42	90.73	89.16	营业税金及附加	2.90	2.81	3.18	3.85
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	19.50	20.57	23.85	25.68
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	32.80	33.62	37.16	41.54
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	15.60	6.73	-0.60	-0.26
固定资产和在建工程	148.20	152.21	161.16	286.98	资产减值损失	2.10	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	29.80	29.10	28.67	27.31	营业利润	56.20	69.63	85.17	101.05
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	加:其他非经营损益	14.20	5.67	0.00	0.00
资产总计	695.90	699.64	723.34	787.77	利润总额	70.40	75.29	85.17	101.05
短期借款	60.00	80.00	0.00	0.00	减:所得税	8.40	8.98	10.16	12.06
应付和预收款项	131.20	136.95	154.95	149.87	净利润	62.00	66.31	75.01	88.99
长期借款	109.00	79.00	0.00	0.00	减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	45.24	50.18	89.64	90.52	归属母公司股东净利润	56.10	66.31	75.01	88.99
负债合计	352.80	346.13	244.59	240.39	现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	343.10	353.51	478.75	547.38	经营性现金净流量	56.10	131.85	13.00	185.68
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	-12.70	-10.20	-135.67	-74.73
股东权益合计	343.10	353.51	478.75	547.38	筹资性现金净流量	-39.20	-156.48	21.94	-6.52
负债和股东权益合计	695.90	699.64	723.34	787.77	现金流量净额	4.20	-34.83	-100.73	104.43

数据来源：西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：（010）57631234
邮箱：research@swsc.com.cn