

徽电科技 (430600)

— 快速开关技术国际领先地位提升公司投资价值

投资评级

推荐

投资要点:

公司主营业务是过电压、过电流保护类产品成套设备及相关元器件的研发、生产、销售和服务；以涡流驱动快速开关技术为核心，为客户提供保障供电高连续性、高可靠性的产品和系统解决方案。根据国家统计局颁布的《国民经济行业分类》(2011年修订)，公司所从事行业归属于电气机械及器材制造业中的输配电及控制设备制造(代码：C372)。

1、行业1-2年发展趋势

随着我国经济持续快速发展，电力需求和投入持续增长，我国输配电设备行业市场前景良好。

国际输配电及控制设备制造业发展概况。目前，美国、日本、德国等发达国家在输配电及控制设备制造业里处于领先地位。美国是世界上输配电设备工业最发达的国家之一，技术力量雄厚，不少新产品都始于美国，伊顿卡特拉—汉莫、西屋、GE等企业是世界排名居前的输配电设备企业。日本的输配电设备工业已有100年的历史，原产品集中在低压电器方面，是低压电器设备制造技术的主要输出国，现阶段在126kV及以上电压等级的组合电器，特别是真空灭弧室与真空断路器的研究与生产上已处于国际领先地位。德国输配电设备工业发展迅速，产品60%用于出口，目前行业发达程度仅次于美国和日本，居世界第三位，ABB和西门子是德国著名的输配电设备生产商。为了占领发展中国家的电力大市场，一些知名公司已在发展中国家建立合资或独资企业，异地生产，以便更好地服务于当地电力市场。

国内输配电及控制设备制造业发展状况 国民经济和电力的发展为整个输配电设备行业的发展注入了强大的动力，目前中国输配电设备年采购量占世界的32%左右。近年来，我国的成套高低压配电设备市场需求量逐年增大，极大地刺激了行业的发展。由于在冶金、石化、机场、建筑、电气化铁路、轨道交通等重点工程领域也有大量输配电设备的需求，以及每年40亿美元左右的输配电设备的出口，输配电设备行业的发展具有非常大的市场空间。

未来我国输配电及控制设备制造行业将呈现以下发展趋势：①随着我国

发布时间：2015年3月6日

主要数据

基础数据

股东信息

52周行情图

相关研究报告

联系方式

研究员：周海鸥

执业证书编号：S0020511030019

电话：021-51097188-1803

电邮：zhouhaiou@gyzq.com.cn

地址：中国安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券(230000)

经济近10年高速增长，城市化进程不断加快，电力需求不断增高。加上我国区域广，电力资源分配不均匀，电网建设需求将持续增长，进一步拉动电力设备需求增长。在全球经济下滑的宏观背景下，我国将“扩内需、调结构、保增长”作为应对危机的主要对策。电力工业是关乎国计民生的重要公用事业，电网的建设也一直是国家拉动经济的重要举措。

②国家电网建设逐步朝智能化方向发展，国家电网2009年提出“坚强智能电网”的建设。坚强的智能电网的核心在于“坚强”（即稳定安全）和“智能”。坚强智能电网以坚强网架为基础，以通信信息平台为支撑，以智能控制为手段，包含电力系统的发电、输电、变电、配电、用电和调度各个环节，覆盖所有电压等级，实现“电力流、信息流、业务流”的高度一体化融合，是坚强可靠、经济高效、清洁环保、透明开放、友好互动的现代电网。

③数字化变电站建设全面起步。数字化变电站是智能电网变电环节的一个不可或缺的组成部分。我国智能电网经过2009—2010年计划和试点后期，正处于全面建设阶段。据国家电网发布的投资计划显示，到2020年智能电网的总投资规模将达到4万亿元。数字化变电站将全面铺开，如南方电网110kV及以上数字化变电站覆盖率将达60%以上。数字化变电站作为智能电网建设的重要组成部分，“十二五”期间，国家电网将新建数字化变电站5100多座，改造1000多座。

④国家电网、南方电网分别自2011年、2012年开始采取集中化经营管理的发展战略，逐步开始采取集中招标、统一标准的模式。集中化招标打破了以往出现的省网公司采购地域性垄断问题，使得有核心技术、良好品牌的企业在顺利中标的前提下，拓展了业务覆盖面。行业将出现小规模“洗牌”，核心企业市场占有率、毛利率等将进一步稳步提升。

⑤快速开关产业具有广阔大发展前景。随着国民经济的发展和人民物质文化生活水平的不断提高，人们对电力需求量越来越多，促使电力事业迅速发展。据统计，全国电力需求的增长约为10%—13%，超过国民经济的增长速度。电力电网的不断扩大，用户对供电质量和供电可靠性的要求越来越高。电网运行的安全性、可靠性和运行效率直接影响到整个社会经济的发展。当供电或用电系统发生短路故障，通常断路器会立即切除该故障，即使如此，供电电压也会出现60毫秒左右的凹陷现象（即晃电），有生产连续性要求的自动化程度高的企业，将会出现连锁停机停产现象，给化工、钢铁、芯片烧制等企业带来几百万直至几千万的损失，如果断路器切除短路故障的时间能快到敏感负载能忍受的20毫秒以内，将不会造成如此巨额的损失。微电科技以涡流驱动快速开关技术为核心的公司创新型产品，主要用来治理晃电，保障供电高连续性、高可靠性，此类产品包括快速开关及切换控制器、母线残压保持装置、零损耗深度限流装置、变压器中心点直流偏磁隔离接地装置、中高压输电线路串联补偿装置等，具有广阔的发展前景。

2、公司基本情况及主要业务简介

公司主营业务是过电压、过电流保护类产品成套设备及相关元器件的研发、生产、销售和服务；以涡流驱动快速开关技术为核心，为客户提供保障供电高连续性、高可靠性的产品和系统解决方案。

公司产品主要分为两类：一类是公司传统产品，包括数码消弧及PT柜、三相组合式过

电压保护器、大容量高速开关装置、发电机转子灭磁及过电压保护装置等。另一类是以涡流驱动快速开关技术为核心的公司创新型产品，主要用来治理晃电，保障供电高连续性、高可靠性，此类产品包括快速开关及切换控制器、母线残压保持装置、零损耗深度限流装置、变压器中心点直流偏磁隔离接地装置、中高压输电线路串联补偿装置等。公司产品拥有自主知识产权，应用于电力、石油、石化、化工、冶金、煤炭、水泥等行业企业。

表 1：公司产品结构

	2014-06-30	2013-12-31	2013-06-30	2012-12-31
营业收入（万元）	3,535.58	8,795.92	3,244.50	8,922.24
消弧类产品	1,190.89	2,515.57	1,226.93	3,357.22
母线残压等新产品	833.64			
其他电气产品	504.03	1,758.24	358.15	1,483.44
过电保护器类产品	438.00	1,264.61	576.87	1,474.24
大容量高速开关及快速开关类产品	344.46	2,740.92	895.42	1,764.45
灭磁保护类产品	159.69	262.32	111.39	235.92
营业成本（万元）	1,888.11	5,396.11	1,879.56	5,230.80
消弧类产品	722.43	1,863.99	830.13	2,240.07
母线残压等新产品	440.22			
其他电气产品	120.75	1,001.01	198.15	885.40
过电保护器类产品	296.24	853.11	341.17	896.65
大容量高速开关及快速开关类产品	180.29	1,396.91	449.85	874.26
灭磁保护类产品	72.04	117.66	44.57	118.19
毛利率(%)	46.60	38.65	42.07	41.37
消弧类产品	39.34	25.90	32.34	33.28
母线残压等新产品	47.19			
其他电气产品	76.04	43.07	44.67	40.31
过电保护器类产品	32.36	32.54	40.86	39.18
大容量高速开关及快速开关类产品	47.66	49.03	49.76	50.45
灭磁保护类产品	54.89	55.15	59.99	49.90

资料来源：WIND，国元证券研究中心整理

公司的竞争优势主要表现为：（1）较强的技术创新和产品研发能力。公司是高新技术企业，安徽省创新型企业。目前公司拥有“安徽省中压电网特种电器工程技术研究中心”、“合肥市电力电网过电压保护工程技术研究中心”，截至目前公司拥有专利20项，通过安徽省科技厅组织的高新技术产品认定4项，拥有计算机软件著作权证书18项、软件产品登记证书6项，获得省级科技进步奖二等奖1项、省级科技进步三等奖1项，此外公司还通过了质量、职业健康和环境管理三体系ISO认证。公司参与研制的快速开关型330kV零损耗限流装置（ZLB）在宁夏电网成功通过挂网人工短路试验，限流深度达60%，限流时间小于20毫秒，于2013年8月22日，由我国电力系统专家、中科院院士周孝信为主任的鉴定专家组给予该科技成果“填补了该领域的国际空白，技术水平居于国际领先”的高度评价，并建议加快在电网中的推广应用。

（2）产品品种齐全，结构合理，性能指标领先。近年来，公司密切关注电力保护设备相关技术的发展动向，已形成了品种齐全、结构合理的产品群，包括9大系列，40余种

不同型号的产品，公司的产品结构分布合理、覆盖全面，使用范围覆盖了过电流、过电流保护、快速开关等多个领域，基本具备满足国内不同客户需求的能力，提高了客户对公司的满意度。公司“零损耗深度限流装置”、“中性点接地电阻柜”、“高速断路器及切换控制器”等产品在西安高压电器研究院有限责任公司实验认证中心、国家高压电器质量监督检验中心型式试验检测中分闸时间 ≤ 5 毫秒，合闸时间 ≤ 16 毫秒。公司产品凭借优良的性能指标，保障了客户供电高连续性、高可靠性。

(3) 一定的市场地位与品牌优势。公司现有主要产品数码消弧及PT柜、三相组合式过电压保护器、大容量高速开关等传统产品占据一定市场份额。未来公司将着力加大以涡流驱动快速开关技术为核心的公司创新型产品的研发和生产,实现公司规模扩张和确立行业地位。作为电力保护设备制造企业，公司坚持“高质量的服务，高质量的产品，合理的价格”的经营理念，在客户和业内形成了一定的品牌形象。

公司竞争劣势主要表现为：目前资金的瓶颈问题与销售力量不足是公司最大的经营劣势。资金是推动企业发展壮大的重要动力。公司作为快速发展中的输配电及控制设备生产企业，面临着资金短缺的问题。资金短缺一方面限制了公司产品和核心技术的进一步升级，另一方面也制约了公司营销网络和销售规模的快速扩张，不利于公司的持续发展壮大。销售力量不足主要体现在公司对销售队伍的建设重视程度不够，销售规模有待提高。

3、公司股权结构

公司是由王川博士发起成立的高新技术企业，截至2015年1月9日，公司控股股东为王川（54.86%）。

表 2：公司股权结构（2015 年 1 月 9 日）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	王川	15,802,500	54.8603	个人股,三板流通 A 股
2	合肥佳创电气投资有限公司	5,687,500	19.7448	境内法人股,三板流通 A 股
3	安徽高科创业投资有限公司	2,200,702	7.6400	三板流通 A 股
	合计	23,690,702	82.2451	

资料来源：WIND，国元证券研究中心整理

4、公司财务状况分析

2014 年上半年，公司实现营业收入 35,355,823.64 元，增长 8.97%；净利润为 1,120,327.85 元，上年同期净利润为 1,381,665.73 元，下降 18.91%。净利润下降主要原因是公司上半年为了进一步稳固传统产品市场,对消弧和三相组合式过电压保护器等传统产品的价格进行调整，传统产品的利润空间受到挤压，导致营业收入增加净利润下降；报告期内公司加大新产品推广力度，销售费用增长。总体上看，公司财务结构处于比较合理的水平。

表 3：公司财务摘要

单位：万元	2014-06-30	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
利润表摘要				
营业收入	3,535.58	8,795.92	8,922.24	8,574.75

同比(%)	8.97	-1.42	4.05	
营业成本	1,888.11	5,396.11	5,230.80	5,583.65
营业利润	118.07	922.92	934.72	938.83
同比(%)	-37.37	-1.26	-0.44	
利润总额	163.95	1,028.64	1,025.88	1,071.19
同比(%)	-25.64	0.27	-4.23	
净利润	112.03	930.19	875.79	930.15
归属母公司股东的净利润	112.01	940.67	927.73	930.38
同比(%)	-24.16	1.39	-0.29	
非经常性损益	38.79	90.31	10.83	112.51
扣非后归属母公司股东的净利润	73.22	850.36	916.90	817.88
同比(%)	-39.75	-1.69	12.11	
研发费用	231.80	626.49	769.96	561.19
资产负债表摘要				
流动资产	10,293.01	9,732.37	8,609.19	6,684.58
固定资产	1,657.48	1,733.38	1,871.94	1,642.37
长期股权投资			10.12	35.40
资产总计	13,242.77	12,848.15	11,852.76	9,461.82
同比(%)	12.33	8.40	25.27	
流动负债	6,485.77	5,519.39	4,894.53	4,572.42
非流动负债				
负债合计	6,485.77	5,519.39	4,894.53	4,572.42
同比(%)	22.82	12.77	7.04	
股东权益	6,757.00	7,328.76	6,958.23	4,889.40
归属母公司股东的权益	6,721.39	7,331.51	6,950.51	4,428.77
同比(%)	3.23	5.48	56.94	
资本公积金	1,987.87	1,987.87	1,987.87	624.35
盈余公积金	479.88	479.88	378.72	272.36
未分配利润	1,355.96	1,992.88	1,703.37	882.01
现金流量表摘要				
经营活动现金净流量	-202.52	-596.37	1,123.99	-642.61
投资支付的现金			807.00	
投资活动现金净流量	-0.85	-41.76	-1,694.33	-131.98
吸收投资收到的现金			2,000.00	1,000.00
取得借款收到的现金	900.00	2,300.00	2,400.00	1,500.00
筹资活动现金净流量	-675.13	117.75	1,490.57	743.37
现金净增加额	-878.49	-519.41	930.65	-31.22
期末现金余额	441.27	1,308.36	1,827.76	897.12
折旧与摊销	97.61	234.83	229.93	207.01
关键比率				
ROE(摊薄)(%)	1.67	12.83	14.78	20.92
ROE(加权)(%)	1.59	12.92	15.83	19.82
扣非后 ROE(摊薄)(%)	1.09	11.60	14.60	18.39
ROA(%)	0.86	7.53	8.22	9.83

ROIC(%)	1.19	10.40	12.55	14.68
销售毛利率(%)	46.60	38.65	41.37	34.88
销售净利率(%)	3.17	10.58	9.82	10.85
EBIT Margin	6.96	13.03	12.60	13.08
EBITDA Margin(%)	9.73	15.69	15.18	15.50
资产负债率(%)	48.98	42.96	41.29	48.33
资产周转率(倍)	0.27	0.71	0.84	0.91
每股指标				
EPS(稀释)	0.04	0.33	0.33	0.37
EPS(基本)	0.04	0.33	0.33	0.37
扣非后 EPS(基本)	0.03	0.30	0.32	0.33
每股净资产 BPS	2.33	2.55	2.41	1.67
每股销售额 SPS	1.23	3.05	3.10	3.24
每股经营现金流 OCFPS	-0.07	-0.21	0.39	-0.24
每股现金净流量 CFPS	-0.30	-0.18	0.32	-0.01

资料来源: WIND, 国元证券研究中心整理

5、未来 3 年盈利预测

我们预计公司 2014 年-2015 年的净利润分别为 720 万元、820 万元左右,按现在的总股本计算,折合每股收益分别为:0.25 元、0.28 元。

表 4: 公司业绩预测简表

	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万)	89.22	87.96	78.00	82.00
增长率(%)	4.05	-1.42	-11.32	5.13
归属母公司股东净利润(百万)	9.28	9.41	7.20	8.20
增长率(%)	-0.29	1.39	-23.49	13.89
期末股本(百万股)	28.81	28.31	28.81	28.81
EPS(摊薄)	0.33	0.33	0.25	0.28

资料来源: WIND, 国元证券研究中心整理、预测

6、估值与投资建议

综合考虑公司在行业中的地位,公司未来发展前景,以及行业的平均估值水平,我们认为公司的合理价位在 5.60 元左右,对应 2015 年动态市盈率在 20 倍左右。

7、投资风险揭示

公司投资风险主要包括:(1)行业竞争的风险。目前我国输配电设备生产企业数量较多,规模较小,行业集中度低,竞争比较激烈。在日趋激烈的市场竞争环境下,公司产品将面临盈利能力下降和市场萎缩的风险。(2)原材料价格波动的风险。公司的主要原材料包括板材、导线、铜材、化工材料、电子元器件等。如果未来原材料价格出现短期剧烈波动,将对公司业绩造成一定程度的影响。等等。

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

二级市场评级

强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%” 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn