

# “治理电网谐波污染的利器---SAPF 大容量有源滤波产品，推动细分行业龙头再次驶上高速成长之路”

森源电气 (002358)

评级: (买入)

公司研究

当前价: 46.01 元

目标价: 60.00 元

调研报告

2010年4月8日 星期四

**电力设备与新能源行业小组**

联系人: 陈鹏  
021-50586660-8615  
chenpeng@longone.com.cn  
电力设备行业

分析师: 牛纪刚  
021-50586660-8637  
执业证书编号: S0630209060131  
njg@longone.com.cn

6个月目标价位	60.00
升值潜力 (%)	30.41%
目标价确定日期:	2010-4-8

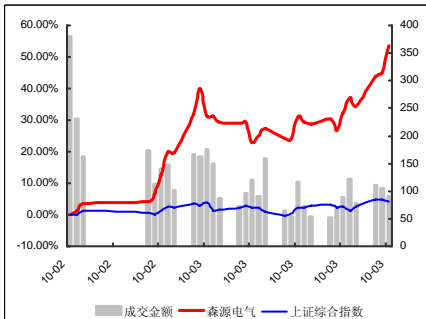
**重要数据**

总股本(亿股)	0.86
流通股本(亿股)	0.176
总市值(亿元)	39.56
流通市值(亿元)	8.1

**市场表现**

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1个月		
3个月		
6个月		

个股相对上证综指走势图



1.《东海证券-低碳行业系列报告之三  
-“合同能源管理 (EMC) ---节能商业模式助推产业成长”》-----20100129

**投资要点**

本次调研内容包括与公司高管层交流,以及实地考察了公司本部高低压成套车间、郑州 SAPF 有源滤波设备装配车间等。调研纪要如下:

**1、公司基本面状况:** 具备小盘成长性显著特征的国内第一梯队厂商

作为国内输配电开关设备第一梯队厂商,公司主营产品包括 40.5KV 和 12KV 高压成套开关设备、40.5KV 和 12KV 高压真空断路器、12KV 高压隔离开关和 0.4KV 低压成套设备等,2010 年 2 月 10 日登陆 A 股中小板 (002358),总股本 8600 万股,实际流通股本 1760 万股,目前总市值约为 39.56 亿元,流通市值 8.1 亿元。

公司募集资金 2.1 亿元投向 SAPF 有源滤波成套设备产业化、KYN 系列金属铠装高压开关柜产业升级与改造、GN 系列隔离开关产能扩大等三个项目,项目建设周期约 2 年,2011 年达产后将共计实现年均新增营业收入 8.66 亿元,新增税后利润 1.4 亿元,在 2009 年预期净利润的基础上有望实现 200% 的增长。

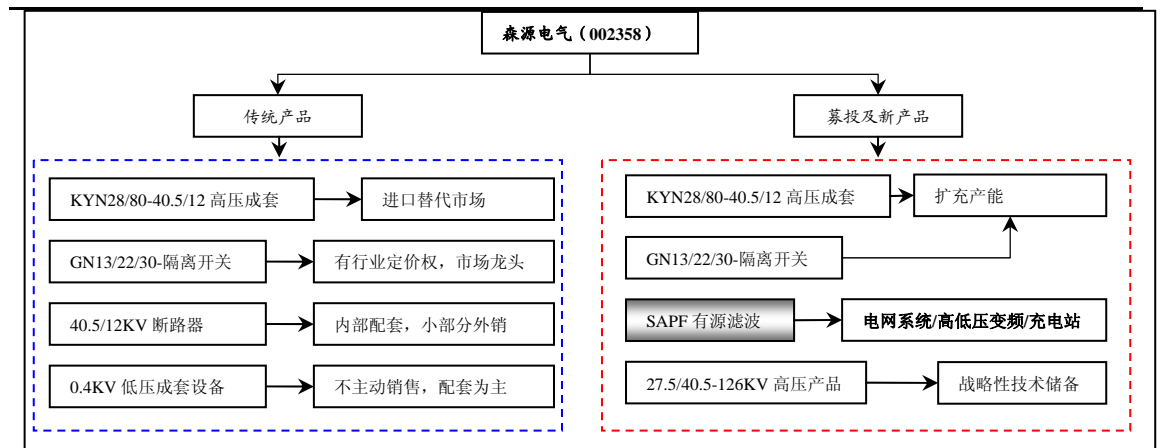
随着我国电力需求侧终端用电多元化趋势形成,非线性负荷占比明显提高,由此带来的谐波污染造成大量电力设备及元器件的耗损率上升,并形成对公用电网造成扰动与污染等负面影响;作为集集中治理与经济性于一身的大容量有源滤波成套装置,将有望成为解决目前冶金、化工、医药行业等高能耗

**主要财务指标**

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	332.41	406.43	548.50	737.20	943.00
营业收入增长率 (%)	15.56%	22.27%	34.96%	34.40%	27.92%
营业利润 (百万元)	52.25	69.13	132.48	343.36	458.61
营业利润增长率 (%)	23.72%	32.31%	91.65%	101.14%	33.56%
净利润 (百万元)	50.19	60.32	111.48	171.02	224.89
净利润增长率 (%)	50.97%	20.19%	84.82%	53.40%	31.50%
营业利润率 (%)	15.72%	17.01%	24.15%	46.58%	48.63%
每股收益 (元)	0.58	0.70	1.30	1.99	2.61
每股净资产 (元)	2.9	3.85	9.22	9.56	10.21
PE (X)	78.84	65.60	35.49	23.14	17.59
PB (X)	15.87	11.95	4.99	4.81	4.51
EV/EBITDA (X)	74.90	62.32	33.72	21.98	16.72

高污染企业用电谐波的首选产品，公司自 2004 年至今已完成 100A-2000A 系列大容量有源滤波产品的技术储备与小批量产业化，成为“有源电力滤波装置”行业标准的制订者之一，目标市场定位于与已有销售渠道具备协同效应的省内外重点能耗型客户，并有望强势切入高压变频设备谐波治理市场与新能源汽车充电建设（谐波治理）市场中，巨大的市场空间给公司未来业绩成长带来良好预期。

图 1、公司产品竞争优势与目标市场



资料来源：东海证券研究所整理

## 2、SAPF 有源滤波成套产品：电网安全性与清洁化趋势铸就 SAPF 巨大市场空间

### 1)、有源滤波产品的技术演变路径趋势确立

谐波指供电系统中由于非线性负荷（变频、电力拖动系统、逆变及整流装置）设备产生的电流与电压畸变，由于用电端设备需求多元化与数字化（变频调速与大功率电力电子）导致的谐波污染状况日渐严重，对公用电网和用户自身带来电能损耗、电网安全性，以及变压器、电动机效率下降及用电设备损毁；高精度测试测量仪器仪表失真等大量负面影响，随着非线性负荷在用电侧比例的持续提升，谐波污染治理已成为电网安全性和清洁化的重要举措。

谐波治理技术沿袭可分为两阶段，第一阶段为已触及发展天花板的无源滤波技术，此技术特征在于尽管可以满足大容量谐波治理需求，但瓶颈在于仅能以分散治理为主，体积容积难以实现小型化智能化功能，通过谐波补偿的方式进行治理在电网阻抗和频率变化敏感的状况下滤波效果难以保证，此外分散化装置经济性与成本优势较差，谐波电流过大时甚至会损坏无源滤波装置，该技术在 2005 年前广泛使用；2005 年后，有源滤波技术走向行业前沿，具备了大容量谐波补偿的集中治理、响应速度、可靠性与节能效果显著、小型化与经济性特征明显。目前高耗能行业为自身节能需求与降低功率因子的需求，非线性用电设备（如高压变频调速设备、无功补偿设备）比例提升很快，有源滤波装置已成为满足公用电网安全性、耗能企业用电设备可靠性与降耗增效等市场需求的必然选择。

## 2)、公司 SAPF 技术储备领先国内同行 2 年以上、市场竞争格局与产业化特征决定了作为行业技术标准制订者的领先优势

2004 年起公司与上海交大联合研制新一代快速响应有源滤波成套设备, 在上海交大解大教授带领下, 到 2008 年底已完成了 100A、200A、400A、1200A 至 2000A 系列大容量有源滤波成套设备技术研发储备并进入到小批量产业化阶段。在控制技术与硬件结构等领域的技术突破, 使该类 SAPF 产品已形成国内行业绝对领先的优势, 公司目前已与交大签订了无限期排他性协议, 成为本次募投项目中的王牌产品。

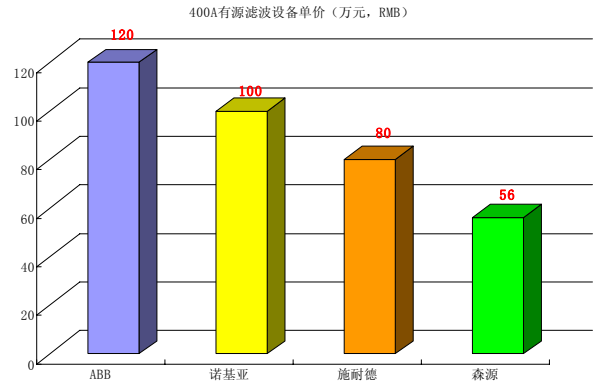
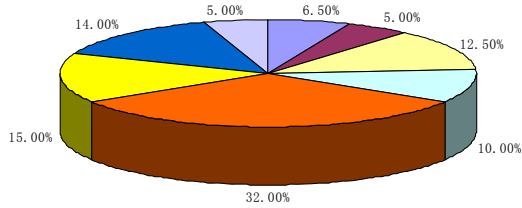
公司携有源滤波技术研发与产业化优势将成为行业标准制订者: 09 年初, 在中国电力电子行业协会 (公司为该行业协会副理事长单位) 牵头下进行了《低压有源电力滤波行业标准》讨论稿的初步研讨, 预计 2010 年年内将完成《标准》的正式制订, 作为标准制订者的企业方 (另外两方分别为研究院校上海交大、行业机构为西安电力电子行业研究所), 公司将具备明显的挂网运行经验与定价权, 领跑优势独步业内。1998 年, 国家颁布 GB17625.1-1998《低压电气及电子设备发出的谐波电流限值》相关文件, 2006 年国务院作出加强节能工作的决定, 要求 2010 年电网线损率下降至 7% 左右等要求均成为有源滤波行业快速发展的政策保障, 预计未来 2 年内国家层面针对有源滤波产品技术标准与应用补贴范围、实施细则相关政策将陆续出台。目前河南省清洁能源办公室与环保局联合发文对省内能耗大户造成的电网谐波污染下令限期整改, 实施行动严格有序, 为公司有源滤波的省内市场奠定了厚实政策基石。

**行业处于导入期, 竞争格局尚处初级阶段:** 目前有源滤波设备市场仍以国外产品为主, ABB/西门子/施耐德/诺基亚等欧美龙头企业占据国内市场主流地位, 但因进口产品单价与维保费用极高, 国内用户承受能力有限导致有源滤波市场尚未形成。国内竞争对手中, 思源电气/湖北追日电气/西安赛博电气/广东樱花电气/北京水木源华等企业尽管已逐步进入有源滤波市场, 但多数未进入大容量有源滤波领域, 或者处于研发试制阶段, 仅西安赛博电气具备了中小容量产业化规模, 因此公司在 400A 及以上大容量有源滤波市场的技术优势领先其他国内厂商在两年以上。

## 3)、市场定价权与 IGBT 自主研发生产, 保证了有源滤波产品的超强盈利水平

图 2. 有源滤波产品的成本结构 (左), 有源滤波产品价格比较 (以 400A 为例, 右图)

■ 变压器 ■ 高频电抗器 □ 控制单元（非IGBT） □ IGBT ■ 其他电子元器件 ■ 柜体 ■ 制造费用 □ 其他



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

行业标准制订者的身份体现在市场上即为强势的产品定价权，按图 1（右）所示公司目前在 400A 系列产品的定价约 56 万/台（套），毛利率在 65-70%左右，其中部分核心元器件（如 IGBT/IPM）仍依赖进口，公司目前在与西安电力电子研究所联合开发拥有自主知识产权的 IGBT 产品，预计其产业化恰能与本次募投项目时间表相匹配，待 IGBT 自主化达产后公司 SAPF 产品将实现软件模块与硬件成本的完全自主产业链条的构建，成本控制将更为有力。

#### 4)、市场成长曲线呈现上行拐点，下游市场推动 SAPF 行业未来 5 年的 CAGR 达到 50%以上

公司目前借助电网清洁化等政策推动，加快 SAPF 规模化和销售激励政策进行市场渗透，短期内将依靠已有的省内外销售渠道的协同效应进行市场推广，目前中国联合水泥南阳分公司、河南天方药业、河南永顺铝业、义马矿务局、鑫泰铝业、新安电力和瑞丰纸业等能耗大产业已下达 SAPF 采购计划或达成意向性采购协议，公司当前在手订单充足，产能已近上限，供不应求的态势急需通过产能快速扩建以满足；公司目前由公司郑州高科技园区进行小批量生产装配，新建生产线仍由长葛本部承担，部分生产线用设备预计在 2010 年到位，按公司可研规划 2010 年底 SAPF 将形成 300 套左右产能。短期内，SAPF 产品的下游市场主要锁定具备成熟销售渠道协同效应的已有能耗行业客户；中期内，下游市场主要锁定高压变频设备市场与新能源汽车充电站市场。我们对市场需求与特征简述如下：

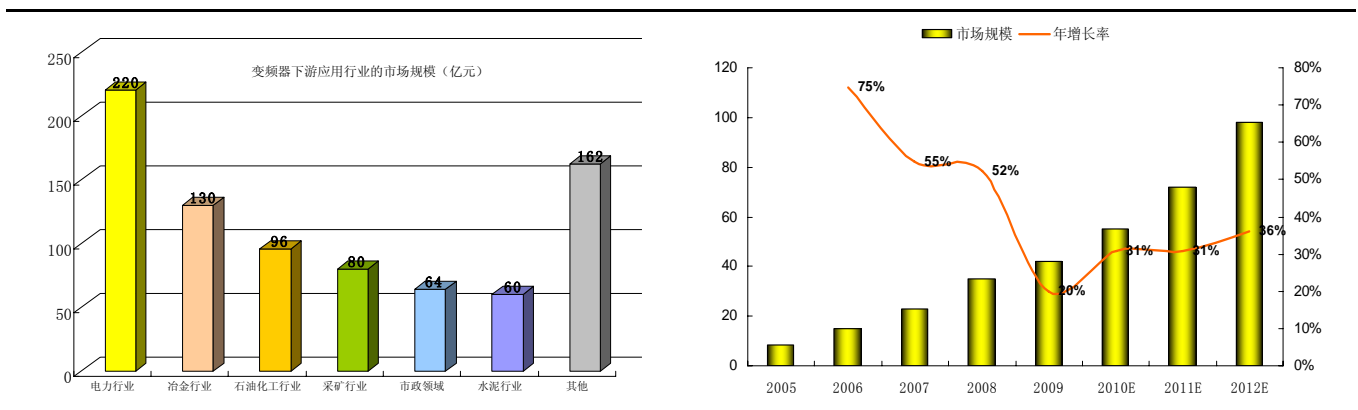
**4.1)、传统电网市场容量测算：**截止 2007 年底我国电网平均负荷功率已达 4 亿 KW，其中冶金行业谐波含量占 30-35%，化工建材行业谐波含量占 20-30%，民用办公谐波含量占 10%，测算下来全部电力负荷中谐波含量逾 15%以上。06 年我国电网总谐波功率达 6000 万 KVA，根据非线性负荷比例提升速率进行测算，年均新增 1000 万 KVA 的谐波源，预计 2010-2015 年期间，我国电网负荷谐波功率达到 1 亿 KVA-1.5 亿 KVA。谐波治理的综合成本约 2000-2500 元/KVA（公司 400A/690VSAPF 产品售价 90 万元，即每 KVA 产品售价 3358 元，折算为每 A 产品售价 2014.93 元）

进行测算，2010-2015 年期间，谐波治理设备年市场容量均 200-250 亿元；公司此次募投项目 720 套折合产值 3.96 亿元，市场渗透比例不到 2%，因此市场空间可谓巨大。

以变频电力拖动的节能调速设备系统为例，我国电机系统（发电机、电动机、泵类设备、通风机等）消耗了工业用电的 70%，而在电机的使用生命周期中，能源费用占 97%以上，初次购置成本只占总费用支出的 3%左右；因此，无论在工业还是建筑领域，电机系统的节能潜力可谓巨大。目前变频产品的下游需求客户结构为：节能应用占 61%，工艺调速占 39%左右；由于在工业领域的节能应用范围广泛，变频器市场已成为近年来增长最快的电力设备子行业之一。2006-2008 年，我国变频器市场年均复合增长率达到近 55%，由于市场目前处于导入期，基数规模较小，行业市场规模至 2008 年约 35 亿；国内目前电动机装机容量逾 6 亿 KW，其中 3-10KV 类中高压电机占据半壁江山，电机拖动负载由风机、泵类、压缩机等构成（近 70%），根据工况特征，有近 1.2 亿 KW 电机处于低效运行状态，具备大量变频调速和节能改造的潜力；目前变频器单价约 800-1000 元/KW，则测算下来，变频器市场总容量约 900-1200 亿元，年均市场容量约 60-100 亿元，发展潜力惊人。

根据以上测算数据，变频设备行业的快速发展带来大量非线性负荷造成的谐波污染源，其中高压变频问题尤为严重，且高压变频产品比例逐年提高的趋势非常显著，按高压变频产品（2500-3500 元/KW）与 SAPF 设备造价比例测算，1KW 高压变频产品带来约 0.7KVA 有源滤波产品需求，预计 2015 年高压变频产品市场渗透率约 40%左右（年均容量达 40 亿元），仅此一类产品市场便为 SAPF 市场带来约 28 亿元的市场需求。

图 3. 变频器应用于各行业的潜在市场规模（左），变频器市场规模与增速预测（右）



资料来源：《2008-2009 年高压变频器行业报告》，东海证券研究所

4.2)、新能源汽车充电站市场容量测算：2008 年 12 月，国家电网颁布《国家电网公司企业标准-Q/GDW》-电动汽车充电站供电系统规范，重点提及包含供电、用电和电能质量等八项规范意见，注明电动汽车充电站为非线性负载，在运行时

对公用电网电能质量产生明显影响（如谐波污染和功率因数下降），应满足以下两条对电能质量的要求。其一：电压允许偏差为额定电压的 5%；其二：标称频率为 50HZ，频率偏差允许值为  $\pm 0.2\text{HZ}$ 。公用网谐波电压畸变率 0.38kV 低于 5%；10kV 低于 4%。

充电站与充电机的设计应尽量减少对公用电网电能质量的影响，若达不到标准规定的功率因数或谐波控制要求，应采取有效的无功补偿或谐波治理措施，使电能质量符合以下接入电网的规定：功率因数要达到 0.9 以上，按 GB/T 14549-1993 规定，采用共用线路供电的充电站向公用电网注入的谐波电流分量（方均根值）不应超过规定的允许值。（如表 1 所示）

表1. 充电站与充电机设计应满足的谐波电流允许范围

标称电压	基准短路容量	谐波次数/谐波电流允许值 A																								
		2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	-
0.38	10	78	62	39	62	26	44	19	21	16	28	13	24	11	12	9.7	18	8.6	16	7.8	8.9	7.1	14	6.5	12	-
10	100	26	20	13	20	8.5	15	6.4	6.8	5.1	9.3	4.3	7.9	3.7	4.1	3.2	6.0	2.8	5.4	2.6	4.9	3.9	7.4	3.6	6.8	-

资料来源：东海证券研究所整理

2009 年初，国家电网颁布智能电网三阶段发展规划，2010 年初智能电网示范工程项目依次铺开（新能源汽车充电站建设、智能小区示范工程、风光互补储能系统试点），拟在全国 27 个城市铺开新能源汽车充电站建设工程，如深圳拟在 2012 年前完成建设 250 个充电站（12500 个充电桩），上海 2015 年前完成建设 200 个充电站，杭州 2010 年新建 11 个充电站……；单个充电站建设投资规划为 300-500 万元，核心设备包括电网谐波治理系统、供电系统（变压器，总线和隔离电器）、低压配电电气设备（充电柜，低压电气设备、人机交互接口、充电桩等），设备投资占电站建设的 40-60%左右。我们测算 2010 年期间，全国充电站建设投资规模达 5-6 亿元，2011-2015 年投资规模达 40-60 亿元。

目前河南省电网与省政府已拟定以郑州、洛阳、许昌和开封四城市为主体的新能源充电站建设规划，但预计城区每 25-30 公里建设一个充电站，预计 2015 年前四市完成充电站建设累计达 100 个；该容量 SAPF 产品单台套价格约 80-90 万元，2010-2015 年期间仅河南省内充电站建设将给公司的 SAPF 产品带来高达 0.8-0.9 亿元的需求。随着充电站建设高峰的来临，公司 SAPF 产品的性价比与竞争优势将逐步在各省市的充电站设备市场中形成明显的“进口替代”和独占性优势，市场成长曲线将明显拉长。

**4.3)、SAPF 将逐步切入风力发电市场：**公司还拟将 SAPF 产品拓展至新能源风力发电市场中，目前我国风电总装机容量已超过 2200 万 KW，其中挂网运行比例不

到 50%，瓶颈在于终端电网消纳吸收风电能力偏弱，低电压穿越与谐波干扰对终端电网的影响尚有技术瓶颈，此外经济性与地方电网积极性也是影响因素之一。2020 年前我国拟规划风电总装机容量达到 1 亿 KW，年增新增装机容量约 1000 万 KW 左右，巨大的存量拉动效应与急迫的风力上网需求形成谐波集中治理设备的现实需要，按年均新增风电装机 50% 的上网率测算，500 万 KW 风电装机容量带来年均数十亿元的滤波治理设备市场需求，公司目前已初步计划向风力发电市场踏出坚实步伐。

#### 4)、SAPF 盈利预测与业绩贡献

假设前提为 2011 年 SAPF720 套完成全产能建设，2010 年完成 50% 即 300 套产能建设，毛利率 65%，净利润率 15%（保守情景下），综合税率按上市公司同等税率进行测算。

表2. SAPF 产品盈利预测与业绩贡献测算

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
产能 (台、套)	-	100	460	760	760
销量 (台、套)	3	35	200	400	600
平均单价 (万元)	59.26	55	55	55	55
营业收入 (万元)	177.78	1925.00	11000.00	22000.00	33000.00
毛利率 (%)	76.65%	70.00%	65.00%	63.50%	60.00%
综合毛利 (万元)	136.27	1347.50	7150.00	14300.00	22275.00
税后净利润 (万元)	26.67	288.75	1650.00	3300.00	4950.00
总股本 (万股)	8600	8600	8600	8600	8600
贡献每股 EPS (元)	0.0031	0.0336	0.1919	0.3837	0.5756

资料来源：东海证券研究所整理

#### 3、传统 40.5/12KV 高低压成套设备、真空断路器、GN 系列隔离开关：募投项目产能扩充后将充分释放传统产品业绩空间

表3. 公司传统产品产能瓶颈突出

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
40.5KV 高压成套设备 (套)			1000	1250	1500
12KV 高压成套设备 (套)	3580	3580	4000	6000	10000
40.5KV 真空断路器 (台)			1000	1500	2000
12KV 真空断路器 (台)	3000	3000	5000	6500	8000
12KV 高压隔离开关 (组)	32000	32000	60000	65000	70000
0.4KV 低压成套设备 (套)	2200	2200	2200	2200	2200

资料来源：东海证券研究所整理

公司传统产品中，12KVGN 系列高压隔离开关采用的独特铜触头设计使得产品的绝缘性能与机械寿命均达国内尖端水平，进口替代市场渗透率逐年上升，连续 7 年产销量排名全国首位；40.5KV 与 12KV 真空断路器主要为自主高压成套设备配套，外销比较少，但技术水平也处于行业前三强，KYN 系列 40.5KV/12KV 高压成套开关设备是公司传统拳头产品，是目前唯一满足国网制订的电网安全性要求“十八项反措”产品，进口产品及国内同类型产品在性价比与技术水平上与公司比较劣势明显。简言之，随着西北、华北等主干电网建设高峰的延续，以及大型重点工程、大型重点能耗企业自身用电安全性需求多重因素共同推动下，旺盛的下游市场需求导

致公司传统产品面临严重的产能缺口，产品供不应求，募投项目完成后传统产品的业绩空间将得到极大的释放。

**4、产品升级带来更多业绩亮点：**40.5-252KV 等级 GW 系列高压隔离开关、126-252KV 高压断路器与 GIS 等高端产品在 2011-2012 年期间将初具规模；此外，27.5KV 铁路专用高压断路器与高压开关设备产品将为公司成长注入新的动力之源。

#### 4.1、产品结构高端化恰逢其时，分享坚强智能电网建设盛宴

40.5-252KV 等级 GW 系列高压隔离开关是公司完成研发并进入小批量生产销售的新一代高电压等级产品，销售区域主要包括中部、西南西北和东北等高海拔地区的目标市场，2010-2012 年 GW 开关产能拟达到 1000 组-2000 组。

公司从 2006 年开始向 126kV、252kV 高压领域进行研发。公司已组建新的高压研发团队，开发了更新一代的 126kV、252kV 高压断路器，并通过了型式试验，在完成产品鉴定后投入小批量生产。同时，将展开 126-252kV GIS 全封闭组合电器研发，计划 2009 年完成 126kV GIS 全封闭组合电器的样机制作，并通过产品型式试验与鉴定，2010 年形成 126kV 断路器 100 台，252kV 断路器 50 台，GIS 全封闭组合电器 50 间隔的产能。2012 年，可形成 126kV 断路器 300 台，252kV 断路器 150 台，GIS 全封闭组合电器 200 间隔的产能。

40.5-252KV 高电压等级的隔离开关、断路器及 GIS 等产品的市场拓展将逐步成为公司 2011 年后重要的市场战略重点，也为公司业绩成长提供了坚实的支撑点与新的增长动力。我们判断上述高端产品将在 2011 年下半年起为公司贡献业绩。

#### 4.2、进入 27.5KV 铁路及轨道系统专用开关设备（断路器与高压开关成套产品）市场已触手可及，填补市场空白将成为公司发展道路上的新亮点

此外，根据公司年报披露，公司已具备 27.5KV 铁路专用高压断路器、高压开关成套设备的技术储备与市场基础，将为公司开拓轨道交通（牵引电力系统）市场提供了有力支撑。

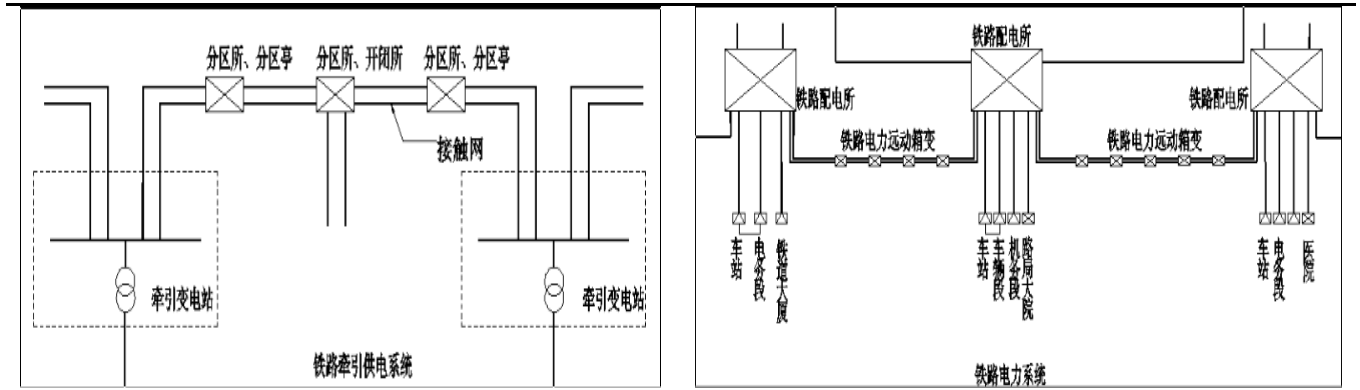
铁路供电系统包括两部分：**铁路牵引供电系统和铁路电力系统**，铁路牵引供电系统主要是向铁路机车与接触网供电，其电压等级为 27.5kV，铁路电力系统主要向通信信号系统、道岔执行机构等一级负荷供电，此外还需要为红外摄像头、看守房、站场、隧道照明、隧道通风等供电，其电压等级为 10/0.4kV 或 35/0.4kV。

铁路牵引供电系统中，核心设备包括 27.5KV 电力开关柜、27.5KV 电动隔离开关、110KV GIS、变压器和箱式开闭所、分区所构成，目前 A 股市场中特锐德（300001）和鑫龙电器（002298）相关 12KV 开关设备产品均面向铁路电力系统，而 27.5KV 铁



路专用设备目前仍由 ABB、西门子等欧美厂商占据，随着铁路发展已提升至国家安全性的战略高度，27.5KV 领域铁路专用设备市场国产化趋势已渐行渐近，目前该市场面对国内厂商而言仍是空白，进口替代空间十分广阔。

图 4. 铁路牵引供电系统 (27.5KV, 左图), 铁路随程电力系统 (10KV, 右图)



资料来源：特锐德招股说明书，东海证券研究所

牵引供电系统与铁路随程电力系统设备投资比例约 6: 4 左右，据此测算每年牵引供电系统设备投资约 50 亿元左右，出线侧即 27.5KV 电气设备市场均 20-30 亿/年；公司在高压真空断路器与高压开关成套设备的技术领先优势，推动公司已成功研发出了铁路及轨道交通系统专用开关成套产品，我们判断公司成功切入这一市场只是时间问题，铁路牵引电力系统“进口替代”市场的开拓将有望成为公司成长道路上的新亮点。

### 5、盈利预测与投资评级

公司各项业务盈利预测与分拆如下：

表 4. 业务分项预测(百万元, %)

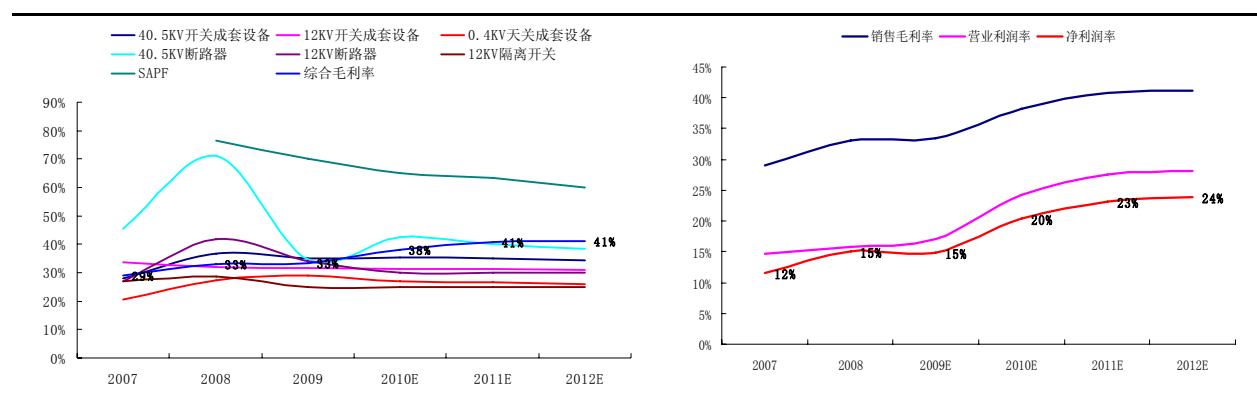
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
40.5KV 开关成套设备	营业收入	47.10	77.86	98.53	120.00	147.00	186.00
	增幅		65.32%	26.55%	21.79%	22.50%	26.53%
	营业成本	33.99	49.30	63.83	77.40	95.55	121.83
	毛利率	27.83%	36.68%	35.22%	35.50%	35.00%	34.50%
12KV 开关成套设备	营业收入	127.46	140.50	173.55	201.00	230.00	263.00
	增幅		10.24%	23.52%	15.81%	14.43%	14.35%
	营业成本	84.67	95.46	118.28	137.69	157.55	181.47
	毛利率	33.57%	32.06%	31.85%	31.50%	31.50%	31.00%
0.4KV 天关成套设备	营业收入	53.53	38.17	60.94	45.00	50.00	55.00
	增幅		-28.70%	59.66%	-26.15%	11.11%	10.00%
	营业成本	42.59	27.72	43.27	32.85	36.75	40.70
	毛利率	20.44%	27.37%	29.00%	27.00%	26.50%	26.00%
40.5KV 断路器	营业收入	2.02	2.90	1.45	5.00	6.00	7.00
	增幅		43.56%	-50.15%	245.35%	20.00%	16.67%
	营业成本	1.10	0.84	0.94	2.88	3.60	4.31
	毛利率	45.63%	71.06%	34.76%	42.50%	40.00%	38.50%
12KV 断路器	营业收入	7.30	8.76	13.31	15.00	18.00	22.00
	增幅		20.08%	51.85%	12.73%	20.00%	22.22%
	营业成本	5.32	5.10	8.76	10.50	12.60	15.40
	毛利率	27.07%	41.82%	34.16%	30.00%	30.00%	30.00%
12KV 隔离开关	营业收入	38.60	47.55	39.31	52.50	66.20	80.00

	增幅		23.20%	-17.34%	33.55%	26.10%	20.85%
	营业成本	28.20	33.86	29.49	39.38	49.65	60.00
	毛利率	26.94%	28.80%	24.99%	25.00%	25.00%	25.00%
SAPF	营业收入	0.00	1.78	19.25	110.00	220.00	330.00
	增幅		#DIV/0!	982.80%	471.43%	100.00%	50.00%
	营业成本	0.00	0.42	5.78	38.50	80.30	132.00
	毛利率	0.00	76.65%	70.00%	65.00%	63.50%	60.00%
合计	营业收入	276.00	317.53	406.33	548.50	737.20	943.00
	增幅		15.04%	27.97%	34.99%	34.40%	27.92%
	营业成本	195.87	212.69	270.34	339.19	436.00	555.71
	毛利率	29.03%	33.02%	33.47%	38.16%	40.86%	41.07%

资料来源：东海证券研究所

注：表 4 中盈利预测未将 40.5-252KV 新一代开关及成套设备包括在内。

图 5. (2007-2012E) 期间，新产品营收比例提高拉动公司综合盈利水平将持续提升



资料来源：特锐德招股说明书，东海证券研究所

### 投资评级：

根据以上前提假设，我们测算 2010-2012 年公司全面摊薄后每股 EPS 为 1.30 元/1.99 元/2.61 元，对应目前动态 PE 为 35.49X/23.14X/17.59X，传统产品的稳定增长将随产能逐步扩张有序进行，而 SAPF 自 2010 年下半年的爆发性成长将为公司带来极高的业绩弹性，2011 年起新一代高电压等级产品以及铁路轨交专用产品也将成为新的业绩亮点，本次募投项目完成后的业绩贡献将明显超出市场预期，未来三年净利润 CAGR 达到 55.06%；高压电机变频设备、新能源充电站及轨交专用设备大量非线性电力负荷在终端电力设备领域的比例持续提升，为电网谐波污染治理市场打开了广阔空间，公司作为行业领导者的先发优势将带来良好的业绩预期与估值提升空间，给予公司“买入”评级，目标价 60 元，对应 2011 年动态 PE 为 30.15X。

**风险提示：**系统风险，SAPF 产品在 2010 年实际产能建设与销售状况、通胀预期之下成本推动风险等对公司业绩带来的影响。

表 5、利润表预测

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	332.41	406.43	548.50	737.20	943.00
营业收入(百万元)	332.41	406.43	548.50	737.20	943.00
YOY (%)	15.56%	22.27%	34.96%	34.40%	27.92%
营业总成本(百万元)	280.30	337.30	416.02	731.14	911.39
营业成本(百万元)	225.67	278.38	339.19	593.80	736.97
毛利率 (%)	32.11%	31.51%	38.16%	44.74%	46.21%
营业税金及附加	2.31	2.71	3.66	7.45	9.50
销售费用(百万元)	7.51	10.59	13.44	32.24	47.95
管理费用(百万元)	22.42	28.75	31.81	48.35	61.65
财务费用(百万元)	17.15	13.25	23.04	40.83	44.53
三项费用率 (%)	14.16%	14.45%	12.45%	11.30%	11.25%
资产减值损失(百万元)	5.24	3.62	4.89	8.46	10.79
投资净收益(百万元)	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润(百万元)	52.25	69.13	132.48	343.36	458.61
YOY (%)	23.72%	32.31%	91.65%	101.14%	33.56%
加: 营业外收入(百万元)	9.08	2.72	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(百万元)	61.29	71.66	132.48	202.58	265.39
减: 所得税(百万元)	11.11	11.34	21.00	31.56	40.50
实际税率 (%)	18.12%	15.82%	15.85%	15.58%	15.26%
净利润(百万元)	50.19	60.32	111.48	171.02	224.89
减: 少数股东损益(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东的净利润	50.19	60.32	111.48	171.02	224.89
YOY (%)	50.97%	20.19%	84.82%	53.40%	31.50%
总股本(百万股)	86.00	86.00	86.00	86.00	86.00
每股收益(元):	<b>0.58</b>	<b>0.70</b>	<b>1.30</b>	<b>1.99</b>	<b>2.61</b>

数据来源: 东海证券研究所

**附注:****分析师简介及跟踪范围:**

陈 鹏, 电力设备与新能源行业分析师

重点跟踪公司: 东方电气、上海电气、中国西电、特变电工、天威保变、华仪电气、宝胜股份、三变科技、天奇股份、航天机电等

**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

**二、股票评级**

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

**三、免责声明**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料,但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司,或任何其附属或联营公司的立场,且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士,但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

**东海证券研究所**

地址:上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122