

超导限流器市场空间巨大，公司是最大受益者

买入（维持）

今日，我们对公司进行实地调研，公司参与人员包括总经理、董秘及总工程师等。主要了解了此次增发的整体情况、超导限流器项目的进展情况及发展空间等。通过调研我们坚持一直以来的观点，即超导限流器项目未来的市场空间巨大，通过此次增发后将会给公司的业绩带来质的提升。

百利电气的实际控制人是天津百利机电控股集团，前身为天津机械局，实际持有公司 61.5% 的股份。在此次增发前，公司经过几年不断的整合，主营业务包括钨钼材料、高低压电器、水力设备以及电梯相关产品等机电设备的制造和销售。

1.此次增发的核心为超导限流器项目

此次预案中，超导限流器（SFCL）项目投入 3 亿元，但如果完全达到理想化的生产规模，满足市场的需求，需要的资金在十几亿的水平。该项目此前已经由公司的控股股东持续研发了 3 年多的时间，其中 220KV 等级的超导限流器在 2009 年列入国家 863 项目，目前已经研制成功的产品包括 35KV、110KV、220KV 的 SFCL，并在积极研制更高电流等级的产品。

此次增发项目包括了 35KV-220KV 所有电流等级的超导限流器，在整个项目中参与方包括北京云电和国网天津分公司，但百利电气的权益不低于 50%。在三方合作中，北京云电负责技术的提供，百利电气负责设备的设计与制造，而国网负责超导限流器的挂网运行等。

2.超导限流器将是智能电网的必备设备

由公司制造的 35KV 的超导限流器在云南普吉电站挂网运行 2 年多以来，在 3 次人为故障中达到了预期的效果，预计年内将在天津进行 220KV 的超导限流器的挂网运行实验，而实验结果将在半年至一年的时间内得到。目前，国网对于 35KV 及 220KV 的超导限流器持支持态度，公司通过前期与国网的一些谈判，对超导限流器在 220KV 的变电站中成为标配设备具有信心。

目前超导限流器已经进入了上海的智能电网规划，而超导限流器之所以将成为我国智能电网的必备设备，是由其经济价值决定的。以 220KV 变电站为例，在 5 年内只要有一次事故，SFCL 成本将全部收回，因为一个变电站停电在 30min 以上时，直接经济损失将超过 1 亿元。

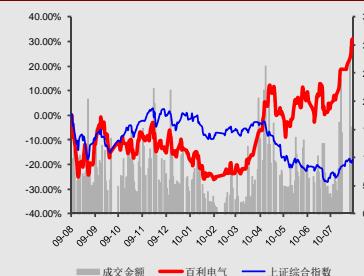
分析师

王静、赵曦

电话：010-88085960

Email：zhaoxi@hysec.com

市场表现



公司数据（增发前）

总股本（万股）	38,016
流通股（万股）	18,628
控股股东	天津百利机电控股集团有限公司
控股股东持股比例	61.50%

相关研究

百利电气定向增发预案点评：超导限流器前途无量，增发带来公司质变

2010.7.30

新能源与电力设备 2010 年中期策略报告：掘金新能源-高成长决定高估值

2010.6.6

但超导限流器目前也是有一定缺陷的，首先与其他一次设备不同，SFCL 在电网运行有一定成本，以 35KV 的实验项目为例，其运营成本约占设备成本的 5%，主要是由于超导限流器需要配备氮气罐，因为在低于-173 摄氏度的情况下才能实现超导，氮气罐的使用寿命在 3 年左右，同时压缩机需要常年运行；其次设备体积庞大，220KV 的 SFCL 与 550KV 的变压器体积相当，对已有电站的改造需求较高，需要较大的场地，但未来设备工厂化后具备一定的体积压缩空间，公司估计 220KV 的设备体积在量产后的将缩小 20%~30%。

3.超导限流器未来具备 2,000 亿以上的市场空间

根据公司的介绍，在我国需求量最大的将是 220KV 等级的超导限流器，其在未来的市场份额中占比将达到 70%，而 35KV 和 110KV 的约占 15%。在未量产之前，公司目前制造的 35KV 的 SFCL 的成本约为 1,700 万元，而 220KV 的成本约为 2,500~3,000 万元之间，我们认为量产后的将有一定的下降空间。从产品售价上看，220KV 的超导限流器预计高于 550KV 的变压器价格，将达到 3,500~4,000 万/台之间。据此我们进行了大致的估算，超导限流器未来的市场空间在 1,700~2,300 亿元之间。

从同类产品竞争上看，该项目的技术拥有方包括北京云电与百利机电研究院已经占据了国内外的技术领先地位，预计 2~3 年内将不会出现实质性的竞争，该项目将最大程度地受益于超导限流器在智能电网中的应用。

从公司项目的进展程度上看，预计 2011 年将有 35KV 等级的小批量生产，而 2012 年将进入 220KV 的小批量生产阶段，并将在 2013 年达到爆发式增长。我们认为其中最主要的环节仍在国网与南网对该设备的态度，是否能够将其写入国网技术规范将是该产品未来市场空间决定性的因素。

4.GIS、电子式互感器、VW60 及钨钼深加工项目进展顺利

在此次增发的其余几个项目中，GIS 项目目前在公司已经将 110KV 的 GIS 投入生产，而 220KV 尚在研发过程中；电子式互感器已经研发了近 2 年，今年下半年将进行小批量试制；VW60 项目经 3 年研发已经成功，将很快贡献业绩，公司预计年底之前完成 3C 认证，明年推向市场；而钨钼深加工项目目前新厂房正在建设，估计明年五一前投产，深加工项目包括工业刀具和航天航空设备中的配件两大类产品，效益将在明年体现。我们认为从总体上来看，这几个项目将会较快地对公司贡献业绩，但其效果有限，唯一未来将产生巨大效益的仍然是超导限流器项目，但其需要的时间也将是最长的。

5.仍不做盈利预测，维持“买入”评级

公司将在下次董事会会议之后公布增发募投项目的投资明细及收益数据，我们将持续进行跟踪。在不考虑增发情况下，仍然维持 2010 年每股收益 0.15 元的预测，维持“买入”评级。

分析师简介：

赵曦：宏源证券研究所新能源与电力设备行业研究员，2008年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队		
华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085756 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。