

## 和顺电气(300141.) 输配电及控制行业

新股研究

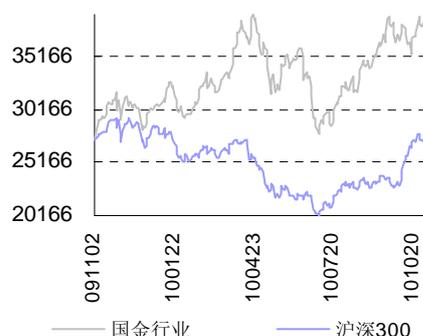
上市定价(人民币): 35.10-37.20元

## 配电网电能控制专家

长期竞争力评级: 等于行业均值

## 市场数据(人民币)

发行价(元)	31.68
发行A股数量(百万股)	14.00
总股本(百万股)	41.20
国金输配电及控制指数	38471.29
沪深300指数	3379.98



## 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.436	0.612	0.701	1.008	1.314
每股净资产(元)	3.49	1.73	9.23	10.23	11.55
每股经营性现金流(元)	0.58	0.90	0.61	0.94	1.36
市盈率(倍)	N/A	N/A	42.16	29.32	22.51
行业优化市盈率(倍)	53.62	111.72	111.72	111.72	33.74
净利润增长率(%)	19.52%	40.47%	53.59%	43.78%	30.26%
净资产收益率(%)	25.74%	35.34%	7.60%	9.85%	11.38%
总股本(百万股)	41.20	41.20	55.20	55.20	55.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 基本结论

- 公司以中低端柔性输配电产品为主, 高毛利率产品收入占比正在逐步扩大: 公司是公用电网电能质量改善领域的领先企业之一, 主营业务包括谐波治理、无功补偿、智能节电等各类产品。公司主营业务正从毛利率较低的电力成套设备向毛利率较高的电力电子设备延伸。电力电子业务的收入比例从2007年的19.9%上升到2010年上半年的70.34%;
- 区位优势 and 先发优势构成区域竞争力: 公司所在的江苏省是电力消费大省, 旺盛的电力消费拉动了区域内的电力设备需求, 江苏省也是国内最早提出电能质量要求的省份。有利的区位条件使得公司在省内具有一定的竞争力, 江苏省内市场份额达到12.94%;
- 电能质量改善市场前景广阔: 我国城市化的快速发展推动了电网设施的不断投资, 带来对电能质量改善设备的大量需求。新能源产业的推进也将带来新的市场需求。预计到2012年我国无功补偿装置的市场规模将达到473.27亿元, 谐波治理设备市场规模也将达到160.68亿元;
- 技术的提升是保持竞争力的关键: 公司部分产品如APF、TSC等在公用电网领域具有一定的技术优势, 但是和用于专用电网的SVC、SVG等产品相比, 技术含量较低。目前较高的毛利率很有可能随着其它企业的进入而下降。募资投向的研发中心项目将有助于公司提升技术水平, 保持一定的技术优势;

## 投资建议

- 我们测算公司2010-2012年净利润为0.36亿, 0.59亿和0.73亿, 折合EPS为0.70, 1.01和1.31, 复合增长率为36.9%。对应2010-2012估值为45倍, 31倍和24倍;
- 考虑到公司在主要业务领域竞争将逐步激烈, 盈利能力可能会被削弱, 结合行业估值约为2011年41倍, 我们给予公司估值10~15%的折价。我们认为公司合理估值区间为2011年37倍估值, 对应首日目标价格为35.1~37.2元。相对于31.7元的询价价格, 首日收益率约为11~17%。

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130210010307  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚 联系人  
(8621)61038287  
xingzg@gjzq.com.cn

## 内容目录

盈利预测和估值.....	3
公用电网电能质量改善领域的先行者.....	3
主营业务转向高毛利率电力电子设备，提升盈利能力.....	3
募投项目推升公司竞争力.....	3
估值和投资建议：建议持有.....	5
电能质量改善设备市场前景巨大.....	7
竞争激烈，技术提升是保持竞争力的关键.....	7
附录：三张报表预测摘要.....	8

## 图表目录

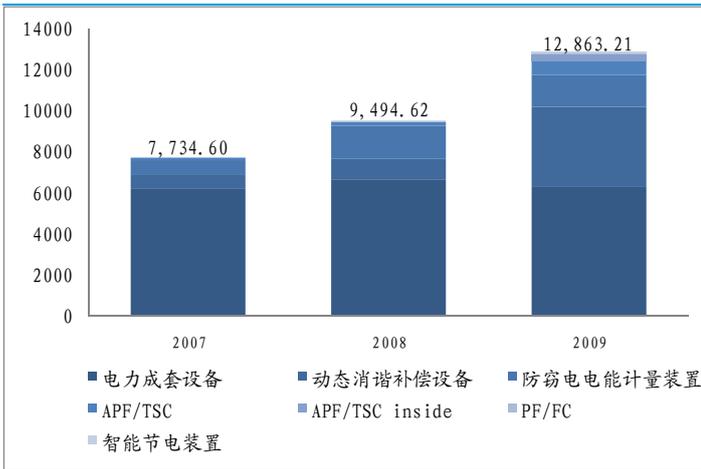
图表 1：公司近三年主营业务收入增长（万元）.....	3
图表 2：公司 2010 年上半年产品收入比例.....	3
图表 3：公司综合毛利率变化.....	3
图表 4：募集资金项目规划.....	4
图表 5：产能扩充情况（套/台）.....	4
图表 6：主要模型假设.....	5
图表 7：可比公司估值比较.....	6
图表 8：谐波治理设备市场预测（亿元）.....	7
图表 9：无功补偿装置市场预测（亿元）.....	7

## 盈利预测和估值

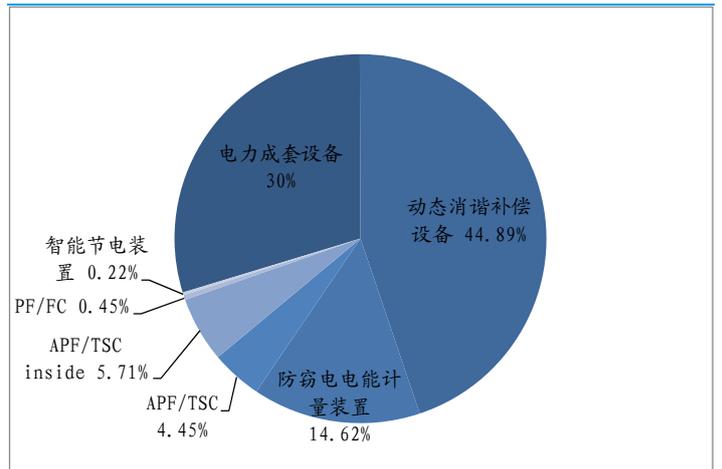
### 公用电网电能质量改善领域的先行者

- 公司是一家电网供、配、用电系统中的综合服务提供商，业务涵盖电力成套设备和电力电子设备，主要产品包括谐波治理设备、无功补偿设备、消谐补偿综合电力设备、智能节电设备等。产品市场定位于公用电网领域，是国内产品较为齐全、能为各类公用电网电力用户提供优质产品和服务的行业领先企业之一。

图表 1: 公司近三年主营业务收入增长 (万元)



图表 2: 公司 2010 年上半年产品收入比例

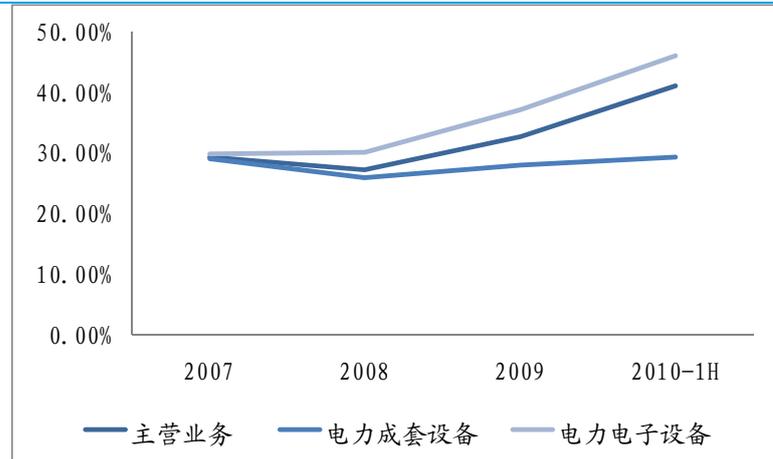


来源: 招股说明书, 国金证券研究所

### 主营业务转向高毛利率电力电子设备, 提升盈利能力

- 公司主营业务从毛利率较低的电力成套设备向毛利率较高的电力电子设备倾斜, 电力电子设备的收入比例从 2007 年的 19.9% 上升到 2010 年上半年的 70.34%, 提升了企业整体的盈利能力。

图表 3: 公司综合毛利率变化



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

### 募投项目推升公司竞争力

- 本次公开发行 1,400 万股, 计划募集资金 1.64 亿元, 用于扩大电力电子设备产品生产线产能以及建设电力电子设备研发中心。
- 募投项目投产后将使公司主要产品产能提升 200%~400%, 有利于公司形成规模优势, 提升品牌知名度, 抢占市场。同时, 研发中心的投建将有助于公司提升产品技术水平, 在激烈竞争的市场下保持优势。

图表 4: 募集资金项目规划

项目名称	投资总额 (万元)	投资进度	
		第一年	第二年
电子电力设备产品线产能扩大项目	10,822	7,737	3,085
电子电力设备研发中心项目	5,528	4,239	1,289
合计	16,350	11,976	4,374

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 5: 产能扩充情况 (套/台)

	动态消谐补偿 综合电力设备	APF/TSC inside	APF/TSC	FC/PF
募投前	75	200	60	20
募投后	300	800	300	60
增长率	300%	300%	400%	200%

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

#### 区位优势 and 先发优势构建区域市场竞争力

- 据统计, 江苏省电力消费量占全国电力消费量的平均比例为 9.07%, 旺盛的电力消费拉动了区域内的电力设备需求。同时, 江苏省也是国内最早提出电能质量要求的省份, 电能质量改善设备在省内应用广泛。
- 公司位于苏州工业园区, 利用区位优势, 立足江苏省, 具有较强的区域竞争力。2009 年, 公司电能质量改善设备在江苏省内销售收入约为 4,309.53 万元, 约占江苏省内市场总量的 12.94%。同时, 公司有源滤波产品垄断了江苏省内的充电站市场, 为 14 个充电站中的 13 个提供产品。
- 苏州是国家最早实施 20kV 城市电网试点地区, 公司在 20kV 电压等级电力成套设备领域具有先发优势, 占据了较高的市场份额。

图表 6: 主要模型假设

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>防窃电能计量装置</b>					
销售收入 (万元)	1,606	1,528	1,890	2,295	2,790
增长率 (YOY)	136.79%	-4.88%	23.71%	21.43%	21.57%
毛利率	26.90%	28.75%	42.00%	42.00%	42.00%
销售成本 (万元)	1,174	1,089	1,096	1,331	1,618
增长率 (YOY)	142.1%	-7.3%	0.7%	21.4%	21.6%
毛利 (万元)	432	439	794	964	1,172
增长率 (YOY)	123.5%	1.7%	80.7%	21.4%	21.6%
占总销售额比重	16.92%	11.88%	11.44%	10.03%	9.09%
占主营业务利润比重	16.77%	10.45%	12.87%	11.01%	9.84%
<b>电表成套设备</b>					
销售收入 (万元)	6,672	6,284	6,240	6,880	7,520
增长率 (YOY)	7.68%	-5.80%	-0.71%	10.26%	9.30%
毛利率	25.89%	28.10%	29.00%	29.00%	29.00%
销售成本 (万元)	4,944	4,518	4,430	4,885	5,339
增长率 (YOY)	12.5%	-8.6%	-1.95%	10.26%	9.30%
毛利 (万元)	1,727	1,766	1,810	1,995	2,181
增长率 (YOY)	-4.07%	2.24%	2.47%	10.26%	9.30%
占总销售额比重	70.27%	48.86%	37.78%	30.07%	24.50%
占主营业务利润比重	67.04%	42.02%	29.34%	22.79%	18.31%
<b>动态消谐补偿综合电力设备</b>					
销售收入 (万元)	967	3,907	6,600	11,000	16,500
增长率 (YOY)		303.86%	68.94%	66.67%	50.00%
毛利率	30.27%	36.96%	45.0%	45.0%	45.0%
销售成本 (万元)	675	2,463	3,630	6,050	9,075
增长率 (YOY)		265.1%	47.39%	66.67%	50.00%
毛利 (万元)	293	1,444	2,970	4,950	7,425
增长率 (YOY)	49.8%	393.1%	105.68%	66.67%	50.00%
占总销售额比重	10.19%	30.37%	39.96%	48.08%	53.76%
占主营业务利润比重	11.36%	34.36%	48.16%	56.53%	62.34%
<b>APF/TSC inside</b>					
销售收入 (万元)		304	768	1,104	1,536
增长率 (YOY)			153.00%	43.75%	39.13%
毛利率		34.33%	40.00%	40.00%	38.0%
销售成本 (百万元)		199	461	662	952
增长率 (YOY)			131.15%	43.75%	43.77%
毛利 (百万元)		104	307	442	584
增长率 (YOY)			194.78%	43.75%	32.17%
占总销售额比重		2.36%	4.65%	4.83%	5.00%
占主营业务利润比重		2.48%	4.98%	5.04%	4.90%
<b>APF/TSC</b>					
销售收入 (万元)	215	680	830	1,328	1,992
增长率 (YOY)	63.07%	216.40%	22.15%	60.00%	50.00%
毛利率	47.03%	54.07%	25.00%	22.00%	20.00%
销售成本 (万元)	114	312	623	1,036	1,594
增长率 (YOY)	85.08%	174.35%	99.46%	66.40%	53.85%
毛利 (万元)	101	367	208	292	398
增长率 (YOY)	43.80%	263.77%	-43.52%	40.80%	36.36%
占总销售额比重	2.26%	5.28%	5.02%	5.80%	6.49%
占主营业务利润比重	3.92%	8.74%	3.36%	3.34%	3.35%
<b>FC/PF</b>					
销售收入 (万元)	35	104	90	120	156
增长率 (YOY)		197.68%	-13.22%	33.33%	30.00%
毛利率	67.20%	44.36%	32.00%	32.00%	32.00%
销售成本 (万元)	11	58	61	82	106
增长率 (YOY)		404.96%	6.06%	33.33%	30.00%
毛利 (百万元)	23	46	29	38	50
增长率 (YOY)		96.50%	-37.40%	33.33%	30.00%
占总销售额比重	0.37%	0.81%	0.54%	0.52%	0.51%
占主营业务利润比重	0.91%	1.09%	0.47%	0.44%	0.42%
<b>智能节电装置</b>					
销售收入 (万元)		57	100	150	200
增长率 (YOY)			74.22%	50.00%	33.33%
毛利率		62.06%	50.00%	50.00%	50.0%
销售成本 (万元)		22	50	75	100
增长率 (YOY)			129.59%	50.00%	33.33%
毛利 (百万元)		36	50	75	100
增长率 (YOY)			40.36%	50.00%	33.33%
占总销售额比重		0.45%	0.61%	0.66%	0.65%
占主营业务利润比重		0.85%	0.81%	0.86%	0.84%

来源: 国金证券研究所

- 公司 2010-2012 年净利润为 0.36 亿,0.59 亿,0.73 亿,折合 EPS 为 0.701,1.008,1.314,复合增长率为 36.9%。对应 2010-2012 估值为 45 倍, 31 倍和 24 倍。
- 公司在同比公司估值处于行业平均水平,考虑到公司业务领域竞争激烈,我们建议持有。

**图表 7: 可比公司估值比较**

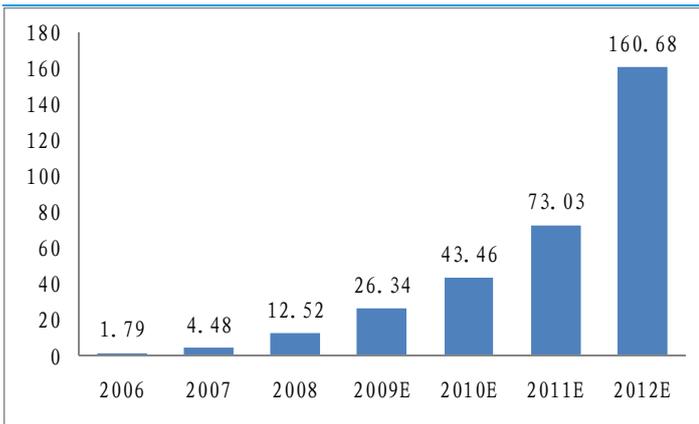
公司名称	代码	PE		
		2010E	2011E	2012E
思源电气	002028	29.28	25.09	20.68
森源电气	002358	43.18	28.65	21.26
九洲电气	300040	45.96	33.65	24.44
荣信股份	002123	48.08	34.47	25.26
合康变频	300048	56.43	40.36	29.19
智光电气	002169	57.41	37.50	23.39
英威腾	002334	59.92	39.61	27.14
国电南自	600268	60.42	42.94	28.10
许继电气	000400	70.12	39.48	31.52
国电南瑞	600406	79.25	54.67	36.71
汇川技术	300124	81.88	55.43	38.66
平高电气	600312	181.88	59.95	39.76
平均		68	41	29
中位数		71	42	30

来源: 国金证券研究所

## 电能质量改善设备市场前景巨大

- 随着城市化的进程，我国发电量和用电量快速上升，“十一五”期间我国的城市化率平均每年提高 0.9%，而发电量复合增长率达到了 12.37%，电网投资规模的扩大和改造升级带动了电力设备行业的迅速增长。预计未来 10 年，城市化率仍将保持年均 0.8%~1% 的速度提升，到 2020 年，我国的城市化率将超过 60%。因此，我国城市电力负荷依然有较大的增长空间，电网的升级改造投入将继续加大，而公用电网用电量在社会总用电量中占比达到 69.22%，相比于专用电网领域具有更大市场。
- **政策推动市场发展：**2009 年 11 月出台的《供电监管办法》要求供电企业审核用电设施产生谐波、冲击负荷的情况，按照国家有关规定拒绝不符合规定的用电设施接入电网。
- **新能源发展推动市场扩大：**国家“十二五”规划明确新能源产业作为新兴战略产业，在未来将得到快速发展。由于风能、太阳能等分布式电源具有输出不稳定的特点，使得电能质量改善产品成为必须，将极大的扩大市场规模。
- 2008 年我国无功补偿装置的市场规模约为 248.9 亿元，预计到 2012 年将达到 473.27 亿元，复合增长率达到 17.4%。而谐波治理设备市场规模也将从 2008 年的 12.52 亿元增长到 2012 年的 160.68 亿元，实现 89% 的复合增长。

图表 8：谐波治理设备市场预测（亿元）



图表 9：无功补偿装置市场预测（亿元）



来源：中国电力电气网，国金证券研究所

### 竞争激烈，技术提升是保持竞争力的关键

- 公用电网电能质量改善领域中，生产谐波治理装置和无功补偿装置的企业超过 1,000 家，市场分散。
- 2009 年公司电能质量改善设备的销售收入占全国市场总量的 1.36%，占江苏省的 12.94%。公司在江苏省内具有一定的区位优势，但是从全国市场上来看，公司并不具备竞争优势。公司对于北京、吉林、四川等地的市场开发将是近期公司是否能提升市场占有率的主要看点。
- 公司在公用电网电能质量改善领域具有先发优势，多种产品如有源滤波装置 APF、动态无功补偿装置 TSC 等具有一定的技术优势。然而公司产品属于第四代产品，相比于 SVC、SVG 等第五代产品，技术含量和技术壁垒较低。目前较高的毛利率必将使得大量电力电子企业进入，导致利润率下降。因此，技术和研发能力的提升将是公司保持竞争力的关键。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	82	99	131	165	229	307
增长率		21.2%	32.3%	25.7%	38.5%	34.2%
主营业务成本	-57	-72	-88	-104	-141	-188
%销售收入	70.0%	72.2%	67.0%	62.7%	61.7%	61.2%
毛利	25	28	43	62	88	119
%销售收入	30.0%	27.8%	33.0%	37.3%	38.3%	38.8%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-1	-2	-3
%销售收入	0.9%	0.5%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-1	-1	-1	-2	-3	-4
%销售收入	0.7%	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%
管理费用	-6	-8	-12	-17	-25	-35
%销售收入	7.0%	7.9%	9.2%	10.0%	11.0%	11.5%
息税前利润 (EBIT)	18	18	29	42	58	77
%销售收入	21.5%	18.4%	21.9%	25.4%	25.3%	25.2%
财务费用	0	0	0	4	6	6
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-2.3%	-2.5%	-1.8%
资产减值损失	0	0	0	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	17	18	29	44	63	82
营业利润率	21.3%	18.3%	21.8%	26.5%	27.5%	26.7%
营业外收支	0	3	1	2	3	3
税前利润	17	21	30	46	65	85
利润率	21.4%	20.9%	22.7%	27.6%	28.6%	27.8%
所得税	-2	-3	-5	-7	-10	-13
所得税率	14.2%	13.5%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	15	18	25	39	56	73
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	15	18	25	39	56	73
净利率	18.3%	18.1%	19.2%	23.4%	24.3%	23.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	15	18	25	39	56	73
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1	1	1	2	2	10
非经营收益	0	-2	0	-1	0	-1
营运资金变动	-4	-5	11	-6	-6	-7
经营活动现金净流	12	12	37	34	52	75
资本开支	0	2	0	-80	-117	-33
投资	4	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	4	2	0	-81	-117	-33
股权募资	2	0	19	399	0	0
债权募资	0	0	3	48	0	1
其他	0	0	-43	-1	-3	-3
筹资活动现金净流	2	0	-21	445	-3	-2
现金净流量	18	13	16	398	-68	41

资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	25	38	54	453	384	425
应收款项	45	34	31	41	57	76
存货	12	12	11	14	19	26
其他流动资产	1	2	1	3	3	4
流动资产	82	86	97	511	464	530
%总资产	87.1%	88.1%	90.0%	84.6%	68.6%	68.9%
长期投资	3	4	3	3	3	3
固定资产	6	5	5	85	205	231
%总资产	6.6%	5.4%	4.4%	14.1%	30.3%	30.1%
无形资产	2	2	2	2	2	2
非流动资产	12	12	11	93	212	239
%总资产	12.9%	11.9%	10.0%	15.4%	31.4%	31.1%
资产总计	95	98	108	604	676	769
短期借款	0	0	3	51	51	51
应付款项	38	27	25	35	47	63
其他流动负债	4	1	9	9	13	17
流动负债	43	28	37	95	111	131
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	43	28	37	95	111	132
普通股股东权益	52	70	71	509	565	637
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	95	98	108	604	676	769

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益		0.436	0.612	0.701	1.008	1.314
每股净资产	2.589	3.486	1.731	9.225	10.234	11.547
每股经营现金净流	0.594	0.580	0.901	0.615	0.937	1.358
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	29%	26%	35%	8%	10%	11%
总资产收益率	16%	18%	23%	6%	8%	9%
投入资本收益率	29%	23%	33%	6%	8%	10%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	N/A	21%	32%	26%	38%	34%
EBIT增长率	N/A	4%	58%	46%	38%	34%
净利润增长率	N/A	20%	40%	54%	44%	30%
总资产增长率	N/A	3%	11%	459%	12%	14%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	55	104	85	90	90	90
存货周转天数	37	60	47	50	50	50
应付账款周转天数	117	153	98	100	100	100
固定资产周转天数	28	20	13	10	30	274
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-48%	-54%	-72%	-79%	-59%	-58%
EBIT利息保障倍数	-314.4	-132.8	-126.1	-11.2	-9.9	-14.1
资产负债率	45%	29%	34%	16%	16%	17%

来源：公司年报、国金证券研究所

**定价区间的说明:**

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;  
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;  
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

**长期竞争力评级的说明:**

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明:**

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明:**

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;  
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;  
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;  
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;  
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室