强烈推荐

特高压建设重启 公司业绩料将获大幅增长

赛晶电力电子（580.HK）

2019-02-03 星期日

目标价：HK$1.35
现　价：HK$ 1.1
预计升幅：　22.7%

股本数据
总股本(亿股) 16.14
市值（亿港元）17.75
52 周高/低（HK$）1.74/0.95
每股净值(人民币元)0.98
所属行业：电气设备

主要股东
项颉 22.13%
中国恒天 18.57%
国晶资本 12.38%

52 周行情图(Vs 恒生中国指数)

相关报告：
1 首发报告 20170323
2 更新报告 20170724
3 更新报告 20171220

国元国际研究部
姓名：chenxin
电话：0755-21516057
Email:chenxin@gyzq.com.hk

投资要点

加大补短板力度，特高压迎来新一轮建设高峰：

过去两年，由于种种原因，我国特高压项目建设放缓。为持续加大基础设施领域补短板力度，国家能源局印发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，将在 2018/2019 年核准“五直七交”特高压工程。2018 年四季度，青海-河南、陕北-湖北特高压直流及张北-雄安、驻马店-南阳特高压交流项目已完成核准并开工，招标工作也随即展开，项目实施进度明显加快。预计后续项目核准-开工-招标也将有序推进，2019/2020 年，特高压主设备产品将进入集中交付期。

公司在手订单充裕，2019 财年业绩有望获得显著增长：

随着新一轮投资建设高峰的到来，公司订单有望获得新的突破。目前，公司已取得张北、乌东德项目订单总额超过 14 亿元，且乌东德项目还有部分常规直流产品订单在与公司洽谈中；此外，去年底刚核准开工的青海-河南、陕北-湖北特高压直流项目，国家电网刚公示电容器产品中标候选人，赛晶中标约 1.1 亿，待公示结束，公司获得正式通知后，会予以公告；而其他产品订单也将陆续释放。预计 2019 年，输配电业务收入将重回上升通道。

受益于货运增量行动，轨交板块增速可观：

公司轨交业务板块主要提供 IGBT 和层叠母排等产品，用于大功率机车、高寒动车组及中国标动的牵引变流系统。过去几年受机车市场需求不振影响，业绩出现一定下滑。受益于中铁总的三年货运增量行动计划，机车采购需求料将有大幅提升。公司目前已获部分产品订单，后续订单会根据招标进度持续释放，预计业务收入会较过往有较大提升。

维持强烈推荐评级，目标价 1.35 港元：

公司在直流输配电领域的多项产品是国内独家或主要供应商，将受益于特高压建设重启，加上三年货运增量行动计划，主营业务料将获得显著增长，且公司目前估值较为吸引。我们预计 2018-2020 年，公司 EPS 分别为 0.11 元、0.15 元及 0.19 元，给予公司目标价 1.35 港元，对应 2019 年 8 倍 PE，较现价有 22.7%的涨幅空间，维持强烈推荐评级。

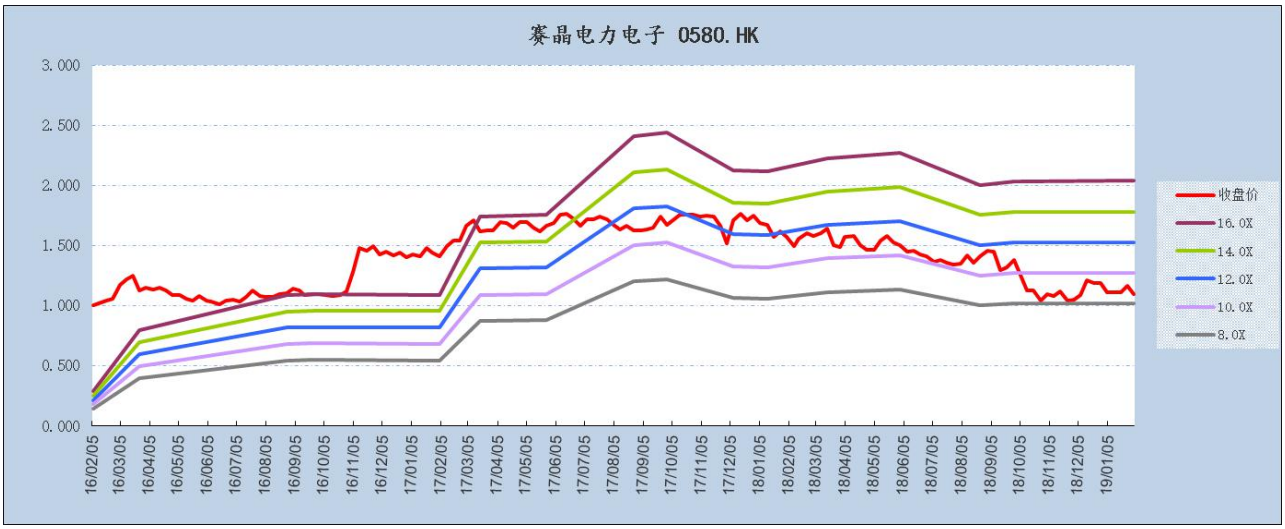
人民币百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额	857	1,155	1,225	1,732	2,146
同比增长（%）	9.6%	34.8%	6.0%	41.4%	23.9%
毛利率	38.9%	40.1%	34.5%	37.0%	37.3%
归股净利润	144	195	178	240	314
同比增长（%）	131.0%	35.5%	-8.7%	35.0%	30.8%
每股盈利(元)	0.10	0.14	0.11	0.15	0.19
PE@1.1 港元	9.4	7.1	8.9	6.6	5.0
每股股息	0.02	0.05	0.04	0.05	0.06

表 1、规划建设九项重点输变电工程

序号	项目	项目方案	项目建设必要性	输电能力（万千瓦）	预计核准开工时间
1	青海-河南特高压直流工程	特直1条±800KV，配套建设驻马店-南阳、驻马店-武汉特交2条	满足青海清洁能源送出及河南负荷需要	800	2018Q4
2	陕北-湖北特高压直流工程	特直1条±800KV，配套建设荆门-武汉特交 1 条	满足陕北能源基地送出及湖北负荷需求	800	2018Q4
3	张北-雄安特高压工程	特交1条张北-雄安1000KV双回特高压交流	满足张北地区清洁能源外送及雄安地区清 洁能源供电需求	600	2018Q4
4	雅中-江西特高压工程	特直1 条±800KV，配套建设南昌-武汉、南昌-长沙特交2条	满足四川水电外送需要，及江西、湖南等华中地区用电需求	800	2018Q4
5	白鹤滩-江苏特高压直流工程	特直1条±800KV	满足白鹤滩电站（2021年 6 月首台机组拟 投运）电源送出需要，及江浙电力需求增长	800	2019
6	白鹤滩-浙江特高压直流工程	特直1条±800KV	满足白鹤滩电站（2021年 6 月首台机组拟 投运）电源送出需要，及江浙电力需求增长	800	2019
7	南阳-荆门-长沙特高压工程	特交1条南阳-荆门-长沙1000KV双回特高压交流	对华中电网网架结构进行加强，提高受端电网的安全稳定水平	600	2019
8	云贵互联通道工程	±500KV 直流工程	云南贵州水火互济，促进云南富余水电消纳	300	2019
9	闽粤联网工程	直流背靠背及配套工程	国家电网和南方电网互补余缺、互为备用和紧急事故支援	200	2019
合计				5700	

资料来源：国家能源局，国元国际

表 2、公司 Peband



资料来源：Wind，国元国际

表 3、行业相关公司估值

股票代码	公司名称	货币	市值（亿）	股价	PB	EPS 2017	EPS 2018E	EPS 2019E	PE 2017	PE 2018E	PE 2019E
ABB.US	ABB	USD	410.28	18.96	2.70	1.12	1.23	1.36	16.92	15.41	13.94
SIE.GR	SIEMENS	EUR	815.15	95.90	1.71	7.22	6.90	7.02	13.28	13.90	13.66
IFX.GR	INFINEON	EUR	219.58	19.42	3.41	0.72	0.86	1.04	26.97	22.58	18.67
	平均值								**19.06**	**17.29**	**15.42**
002028.SZ	思源电气	CNY	78.00	10.26	1.73	0.33	0.36	0.39	31.09	28.50	26.31
601179.SH	中国西电	CNY	194.78	3.80	1.03	0.17	0.08	0.11	22.35	47.50	34.55
000400.SZ	许继电气	CNY	104.76	10.39	1.50	0.61	0.41	0.64	17.03	25.34	16.23
600406.SH	国电南瑞	CNY	901.61	19.67	5.26	0.79	0.87	1.03	24.90	22.61	19.10
600312.SH	平高电气	CNY	110.72	8.16	1.30	0.46	0.29	0.42	17.74	28.14	19.43
	平均值								**22.62**	**30.42**	**23.12**
1766.HK	中国中车	HKD	2232.77	7.78	1.55	0.33	0.42	0.50	20.98	18.52	15.56
3898.HK	中车时代电气	HKD	516.04	43.90	2.36	2.16	2.26	2.75	18.09	19.42	15.96
3969.HK	中国通号	HKD	550.24	6.26	1.81	0.38	0.43	0.52	14.66	14.56	12.04
1786.HK	铁建装备	HKD	30.70	2.02	0.54	0.04	0.10	0.13	44.95	20.20	15.54
	平均值								**24.67**	**18.18**	**14.78**
580.HK	泰晶电力电子	HKD	17.76	1.10	1.00	0.14	0.11	0.15	7.11	8.88	6.58

资料来源：Bloomberg，国元国际

損益表（人民币 百万元，财务年度截至12月）						财务分析					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	857	1,155	1,225	1,732	2,146	**盈利能力**					
毛利	334	463	423	640	801	毛利率（%）	38.9%	40.1%	34.5%	37.0%	37.3%
销售及分销成本	(78)	(82)	(83)	(133)	(155)	净利率(%)	17.1%	17.6%	15.2%	14.5%	15.3%
其他收益	33	37	55	69	86						
管理费用	(80)	(87)	(96)	(147)	(182)	**营运表现**					
财务费用	(17)	(18)	(15)	(27)	(31)	SG&A/收入(%)	20.4%	16.2%	15.8%	17.8%	17.1%
投资收益	18	2	2	2	2	实际税率（%）	14.2%	18.5%	15.0%	15.0%	15.0%
税前盈利	171	250	219	296	387	库存周转	147	114	90	84	88
所得税	(24)	(46)	(33)	(44)	(58)	应付账款天数	165	126	115	120	120
净利润	147	204	186	251	329	应收账款天数	326	278	258	207	186
EPS	0.10	0.14	0.11	0.15	0.19	**财务状况**					
增长						净负债/股本	0.67	0.16	0.17	0.20	0.21
总收入（%）	10%	35%	6%	41%	24%	收入/总资产	0.48	0.51	0.52	0.65	0.72
每股收益（%）	129%	33%	-20%	35%	31%	总资产/股本	1.79	1.58	1.60	1.62	1.66
资产负债表						**现金流量表**					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金	103	513	543	608	709	除税前利润	171	250	219	296	387
应收账款及票据	765	879	867	981	1,093	融资成本	(17)	(18)	(15)	(27)	(31)
存货	252	186	216	294	362	折旧与摊销	25	25	25	24	24
总流动资产	1,225	1,675	1,721	2,003	2,309	**营运性现金流**	37	151	95	250	278
固定资产	324	324	336	328	329						
无形资产	36	35	28	22	18	资本开支	(16)	(30)	(19)	(60)	(54)
长期投资	39	43	37	39	40	其他投资活动	43	2	13	5	5
总资产	1,801	2,272	2,335	2,650	2,988	**投资性现金流**	27	(27)	(6)	(55)	(49)
其他应付款	146	117	125	176	218						
应付帐款	237	239	253	358	444	股息	31	64	62	84	94
短期银行贷款	327	327	361	327	344	其他融资活动	(120)	223	(121)	(214)	(222)
总流动负债	736	729	770	903	1,061	**融资性现金流**	(89)	287	(58)	(130)	(128)
递延收入	13	13	14	13	13						
递延税项负债	14	9	12	12	11	**现金变化**	(25)	410	30	65	101
总负债	771	751	796	929	1,085	期初持有现金	128	103	513	543	608
股东权益	1,005	1,442	1,459	1,632	1,804	期末持有现金	103	513	543	608	709

投资评级定义和免责条款

投资评级：

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责申明：

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元国际控股有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元国际”)编写，所载资料的来源皆被国元国际认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元国际或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元国际于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元国际事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元国际保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元国际控股有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元国际控股有限公司
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 楼
电　　话：(852) 3769 6888
传　　真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：http://www.gyzq.com.hk