

0580.HK 赛晶电力电子

未评级

特高压建设持续，企业面临发展良机

2016年08月25日

市场数据

报告日期	2016.08.25
收盘价(港元)	1.15
总股本(亿股)	13.87
总市值(亿港元)	15.95
净资产(亿元)	9.40
总资产(亿元)	17.35
每股净资产(元)	0.67

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	574	740	517	782
增长率(%)	-6.03%	29.01%	-30.09%	51.17%
股东净利润(百万元)	-1	42	-39	61
增长率(%)	-98.31%	-4755.56%	-192.12%	-258.55%
毛利率	25.42%	30.03%	30.76%	34.13%
净利润率	-0.16%	5.66%	-7.46%	7.83%
每股收益(分/股)	0.03	3.15	-2.36	4.53

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

相关报告

海外制造研究

高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

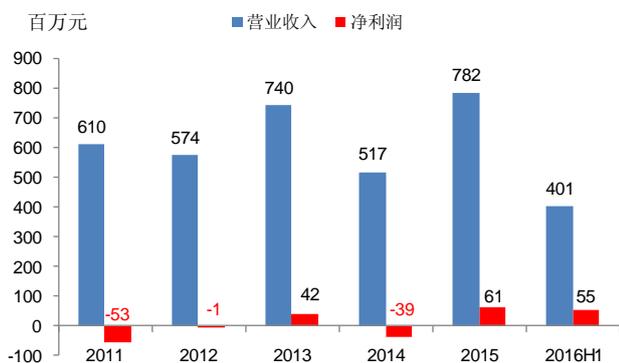
投资要点

- **主营业务业绩稳定，联营地产收益提升净利润。**赛晶电力电子(0580.HK)8月23日公告2016年中期经营业绩: 营业收入同比增长0.5%至4.01亿元; 毛利率水平从去年同期31.6%提升至34.4%; 净利润同比增加75%至0.55亿元, 每股收益为3.98分, 派发中期股息每股1港仙。公司主营业务稳定, 毛利率提升, 净利润由于联营企业的地产收益增加而大幅改善。
- **特高压直流输电迎来爆发性增长。**根据国家电网的发展规划, 到2030年将建成43个特高压直流输电项目, 目前仅建成6个, 未来发展空间巨大。公司的阳极饱和电抗器、电力电容器是特高压直流输电的核心部件之一, 据估计将每年为公司带来4亿元以上收入。未来柔直输电项目也有爆发增长趋势, 预期将每年为公司贡献10亿元以上收入。
- **收购 Astrol, 吸收国外先进技术。**公司2016年收购瑞士 Astrol 65%的股份, 将其变成赛晶欧洲研发中心, 不断吸收国外先进技术, 增强公司核心竞争力。此外, 公司的阳极饱和电抗器等产品将随着国家电网海外项目和“高铁出海”而销往国外, 其中有一个±800万千伏的项目接近签约。随着国家电网和中车集团海外项目拓展, 未来公司海外收入有望持续增长。
- **我们的观点:** 作为国内领先的电力系统解决方案供应商和集成商, 赛晶电力电子自主研发实力雄厚, 产品市场占有率高。国内特高压输电项目迎来爆发性增长, 未来柔性直流输电有爆发增长预期, 公司几乎参与所有特高压和柔直输电项目, 预期将为公司每年带来超过14亿的收入。此外公司积极布局海外市场, 未来海外销量有望不断增长。预计公司2016年业绩对应当前股价大约在15倍PE左右, 建议投资者密切关注。
- **风险提示:** 特高压输电项目、柔直输电项目进展不及预期。

报告正文

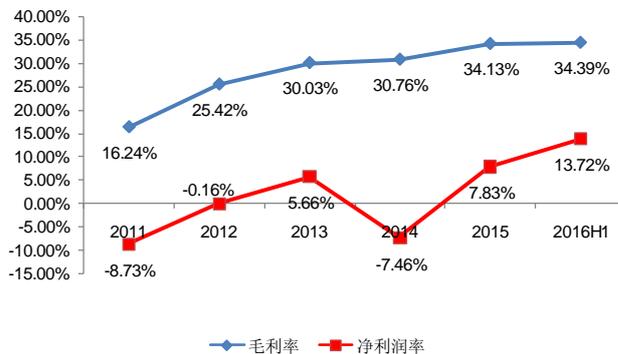
- **主营业务业绩稳定，联营地产收益提升净利润。**赛晶电力电子(0580.HK)8月23日公告2016年中期经营业绩：营业收入同比增长0.5%至4.01亿元；毛利润同比增加9.4%至1.38亿元；毛利率水平从去年同期31.6%提升至34.4%；净利润同比增加75%至0.55亿元，基本每股收益为3.98分，董事会建议派发中期股息每股1港仙。公司主营业务稳定，毛利率提升，净利润由于联营企业的地产收益增加而大幅改善。

图 1、公司营业收入和净利润



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 2、综合毛利率和净利率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **特高压直流输电迎来爆发性增长。**自2015年后，平均每年将有4个以上特高压输电项目，而以前只有1个项目。根据国家电网的发展规划，到2030年，将建成43个特高压直流输电项目，目前仅建成6个，未来发展空间巨大。阳极饱和电抗器是特高压直流输电的核心部件之一，赛晶是国内独家自有该项技术的企业。公司参与了自2009年起全部在建和建成的共12条±800千伏特高压直流输电工程，市场占有率近100%。公司还是特高压直流输电项目电力电容器的主要供应商之一，2016年中标的“准东-皖南”项目是世界上首个±1,100万千伏特高压直流输电项目，订单额超过1亿元，项目份额达到15%。据估计特高压项目将每年为公司带来4亿元以上的收入。上半年由于毛利率较高的输变电领域收入占比有所增加，因此整体毛利率增加近3pct至34.4%；此外联营公司嘉善房地产公司盈利增加和其他收入增加，因此净利润有较大增长。
- **柔性直流输电存在爆发预期。**柔性直流输电发展思路和特高压项目一样，先实验项目后动工修建。柔性直流输电项目已经先后在舟山、厦门、渝鄂线不同领域建设营运，积累了丰富经验，在现有能源电网结构下，必须通过柔性直流输电才能保证整个电网的安全、智慧的分配，在能源互联网中动态平衡、

高效应用。柔直输电和特高压输电是一个互补关系,随着特高压输电的爆发,未来三到五年柔性直流会出现爆发性的增长。从舟山的±200 千伏到张北项目的±500 千伏,电压等级不断提高,项目规模大幅增长,电力电子器件用量和市场规模将呈数倍幅度增长。公司通过电力电子电容器和国内独有的 IGBT 驱动等具有竞争力的产品参与其中,柔性直流电网远期将会达到 40% 的比例,有望每年给公司带来超过 10 亿元的收入,前景广阔。

表 1、特高压直流项目与赛晶订单

时间	在建项目	输送容量	阳极饱和电抗器		电力电容器	
			订单	进展	订单	进展
2015	酒泉-湖南	800万千瓦	1亿元	供货中	1,500万	2016年下半年供货
	晋北-南京	800万千瓦			未中标	
	锡盟-泰州	1000万千瓦	订单签订中	2016年下半年开始供货	未中标	2016年下半年供货
	上海庙-山东	1000万千瓦	预计超过1.5亿元		7,500万	
2016	淮东-皖南	1200万千瓦	待签订单		10,368万	2017年供货
	滇西北-广东	800万千瓦	待签订单		未中标	
	扎鲁特-青州	1000万千瓦	待签订单		预中标	

资料来源:公司资料,兴业证券研究所

图 3、柔性直流输电应用领域

清洁能源并网



案例:舟山柔性直流
200KV / 300MW
2013年投运
实现舟山海上风电接入电网,
以及舟山各岛屿供电

电网互联



案例:渝鄂柔直电网互联
420KV / 1250MW
规划2017年投运
采用4个背靠背系统连接非同
步交流电网

直流电网构建



全球能源互联网张家口创新示范区
500KV / 3000MW
规划2018年投运
实现张北、丰宁、康保、北京地区
新能源发电与消纳的综合利用

资料来源:公司资料,兴业证券研究所

- **收购瑞士 Astrol 公司, 进军海外市场。**公司于 2016 年七月收购 Astrol 65% 的股份, Astrol 主要从事制造及销售脉冲功率设备、IGBT(绝缘栅双极晶体管)门极驱动及其他电子部件业务,技术先进。收购完成后, Astrol 成为赛晶欧洲研发中心,是公司海外布局重要一步。通过海外并购,不断吸收国外先进技术,增强公司核心竞争力。此外,公司的阳极饱和电抗器等产品将随着国家电网海外项目和“高铁出海”而销往国外,其中有一个正负 800 万千

伏的项目接近签约。随着国家电网和中车集团海外项目拓展，未来公司海外收入有望持续增长。

- **我们的观点：**作为国内领先的电力系统解决方案供应商和集成商，赛晶电力电子自主研发实力雄厚，产品市场占有率高。国内特高压输电项目迎来爆发性增长，未来柔性直流输电也有爆发增长预期，公司几乎参与所有特高压和柔直输电项目，预期将为公司每年带来超过 14 亿的收入。此外公司积极布局海外市场，未来海外销量有望不断增长。预计公司 2016 年业绩对应当前股价大约在 15 倍 PE 左右，建议投资者密切关注。
- **风险提示：**特高压输电项目、柔直输电项目进展不及预期。

表 2、赛晶电力电子 2016 年中期业绩主要财务指标变动情况

	单位(千元, 人民币)			点评
	2016H1	2015H1	同比变动	
收入	401,028	399,058	0.5%	
销售成本	(263,142)	(273,038)	-3.6%	严格控制采购成本及较高毛利率产品的销售比例增加
毛利	137,886	126,020	9.4%	严格控制采购成本及较高毛利率产品的销售比例增加
毛利率	34.4%	31.6%	2.8%	输变电领域比例有所提高
其他收入及收益	19,826	16,466	20.4%	出售物业、厂房及设备项目收益所致
销售及分销成本	(37,481)	(33,137)	13.1%	销售订单增加, 从而导致销售开支增加
行政开支	(38,751)	(38,457)	0.8%	
研发成本	(13,272)	(5,469)	142.7%	加大技术与产品研发力度所致
其他开支及亏损	(5,790)	(7,510)	-22.9%	预计计提的坏账准备减少所致
融资成本	(8,300)	(7,888)	5.2%	
分占合营公司业绩	(22)	(450)		
分占联营公司业绩	12,457	(3,218)		来自于嘉善恒华房地产公司收益
除税前溢利	66,553	46,357	43.6%	
所得税开支	(11,514)	(11,701)	-1.6%	期内利润中的投资收益不计入纳税所得额
期内溢利及全面收入总额	55,039	34,656	58.8%	
公司控股股东净利润	55,129	31,381	75.7%	
非控股股东净利润	(90)	3,275		
股息 (港仙/股)	1	—		
基本EPS (分)	3.98	2.29	73.8%	
摊薄EPS (分)	3.90	2.25	73.3%	

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

业绩发布会议 Q&A (2016.08.24)

1、上下半年收入比例? 上半年收入是 4 个亿, 全年目标 10 亿是否有难度?

从电网方面的收入的关系是一个 1:2 的关系, 总体收入可能达不到增加 1 倍的量, 但是从利润的角度来说是有可能的。10 个亿应该说是没有问题的, 下半年环比增长能达到 50%。

2、输变电板块毛利率水平? 下半年如何变化?

公司在输变电领域的毛利率可以达到 40%, 尤其是随着下半年电容器和电抗器的新研发的产品, 这个板块的毛利率会比以前还有所提升。

3、公司下半年费用?

财务费用和管理费用, 基本上是平衡的, 销售费用可能会有一点点增加, 主要是公司会有一些新的产品要推向市场。

4、新疆准东到皖南特高压订单合约周期? 订单公布时间?

准东到皖南是 2016 年才启动, 现在跟客户在签, 快签完的是 2015 年的下半年的订单。

准东到皖南客户还没有开始签约，还未传导到公司，电抗器已经中标。去年的两条特高压的电抗器，那个周期应该快了，准东到皖南的订单下半年肯定会签完。渝鄂线现在已经开始在谈，有一小部分订单开始在备货，但是量还是很小的。中标情况要看订单额，肯定会是都签完了再公布。

5、新产品驱动和断路器的销售规模？毛利率水平？

应该说柔性直流断路器是许继和南瑞研发的，他们是做高压端的，我们给他提供核心的器件，包括驱动产品，他这个柔性断路器，开、关对电网都不会有冲击。现在说的这个驱动应该说是世界上首个压节式 IGBT，也就是张家口这个柔性直流项目所需要用的这个驱动，公司现在基本上这块唯一一个有业绩的。我们相信在张家口这个项目上应该会有比较大的贡献，这部分的销售规模会增加一倍。毛利率现在只能是估算，估计会和电抗器差不多。电抗器的毛利率是在 50%-60%。驱动产品偏向于一个软件加硬件的产品。

6、公司的产品能否够销售到国外？销售规模？

公司的阳极饱和电抗器肯定会跟着国家电网公司出口到国外，这个项目现在应该是快谈下来了。因为他有一个也是正负 800 万千伏的项目，和我们普通的特高压应该是同样的规模的，一般是六七千万的项目。

7、全年的派息政策？

公司非常重视回馈股东，只要我们盈利就会派息，派息的比例不会低于 20%，按照现在估计的话，年末肯定会派息。

8、公司中长期的展望？未来的增长点在哪？

首先我们预计到 2020 年，销售收入可以达到 30% 的复合增长率，这是一方面。另一方面，从业务角度来说，我们会保持特高压一个高位的投资。此外，业绩主要的增长来自于：1、柔性直流，他是为了适应新能源的增长而发展的一种新的技术，能够解决智慧能源或者说是能源互联网当中，不稳定的电源进入电网当中进行智能的分配，未来将会是柔性直流输电和交流电网一个综合性的电网，柔性直流电网远期将会达到 40% 的比例，所以未来发展来说会是有有一个累积然后爆发的过程。所以我们相信未来五到十年柔性直流电会是一个快速增长的阶段。2、就是我们所说的电力电子器件，或者说电力电子技术的发展。传统的电力设备只有像变流器是比较普遍的，那么在电力电子这方面是有很多智慧能源的应用，我们是通过自己研发也好，或者收购国外的企业也好，进入这个领域，在三到五年

就会有一个比较大的成效。

9、柔性直流输电未来的规模，公司能够获得的收入规模？

柔性直流输电发展与走原来特高压发展道路一样，先实验后修建。特高压也是在 15 年开始一年建了 4 条，才开始持续往后大规模建设。那么柔性直流输电，是从 13 年舟山，14 年厦门，到今年的渝鄂，都是一条一条实验建设的。其实他是不同的领域营运，舟山是海岛供电，海岛的风电向陆地输送，互相调剂。厦门是一个海岛供电，同时是两个电网互联。渝鄂项目是重庆的电网和湖北电网互联的项目。

后面 2017 年我们说的张家口，就是新能源互联网在张北等一些新能源比较丰富的基地，和北京互联。那么将来的新能源发电都供给北京去使用，在张家口开冬奥会的时候，其他的电都先保证冬奥会进行。那么这些实验线路经过验证之后，就像特高压一样，会大规模的开展。

因为在现有能源电网结构下，必须通过柔性直流才能保证整个电网的安全，才能保证智慧的分配，在能源互联网中动态平衡、高效应用。所以我们讲未来三到五年柔性直流会出现一个爆发性的增长。那公司在其中扮演的角色，首先是提供核心的器件，在一个项目上公司的收入规模是在 2 到 3 个亿，在张家口是 8 到 10 个亿。此外，公司推出的是 IGBT 的驱动，还有电力电子电容器，类似于阳极电流保护器，是起到一个保护作用的，这两个部分也会增加我们在单个项目订单的数额。刚说到的张家口项目 8 到 10 个亿是不包括这两个新的产品。

普通的柔直项目，像厦门是 40 多个亿的规模。像张家口的话，由于他的变压等级和容量都有一个比较大的提升，规模具体数字我还没有掌握，但是我相信肯定比厦门这个会有一个比较大的增长。

10、柔直输电和特高压输电是替代关系？

不是替代关系，柔直输电主要是在接入和输送端这两部分所使用，特高压是在干线上使用，是一个相互补充的关系。就收入来说，柔直项目比单个特高压项目对公司的收入贡献要大很多。从国家规划来看，到 2030 年要建成 43 条特高压线路，截止 2015 年只建了 6 条，加上已经启动的一共也就 11 条，后面肯定还会有很多项目。

11、柔直项目的交货周期？张家口多长时间完成交付？

和特高压的交货周期差不太多，在 1 年左右。张家口这个比较特殊，这个是冬奥会保障项目，在冬奥会之前就要完成，往前推，应该在 2017 年就要启动，所以

公司的订单会在 2017 年到 2018 年年初就要交付完成。

12、柔直项目和特高压领域的竞争形式？

先说特高压，我们的两个产品，阳极饱和电抗器，是国内唯一的自主供销，基本上都是使用我们公司的产品；然后电力电容器，是一个传统的产品，不止在特高压，在普通的电力电网，都能用的到，所以这方面会有一些竞争，但是我们在这块的市场份额在新进入者当中也是比较高的。公司在准东到皖南的项目收入是 1 个亿，在一流的企业当中基本上是 15% 左右的份额。柔性直流是一个新型的技术，很多产品只有国外能生产，比如说像 IGBT 的驱动。公司的产品生产出来之后，就能替代国外的产品。还有电力电子电容器，起到继电保护作用，目前用的也都是国外的产品，我们研发出来后也能完全替代国外的进口。所以竞争对手都是国外的产品，国内还没有。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元斌	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。