

公司研究 / 公司首次覆盖报告

2015 年 04 月 20 日

电力设备与新能源 / 电力设备 II

投资评级: 增持 (首次评级)

当前价格(元): 40.93

合理价格区间(元):

弓永峰 执业证书编号: S0570515020002
研究员

gongyongfeng@htsc.com

郑丹丹 执业证书编号: S0570513070004
研究员

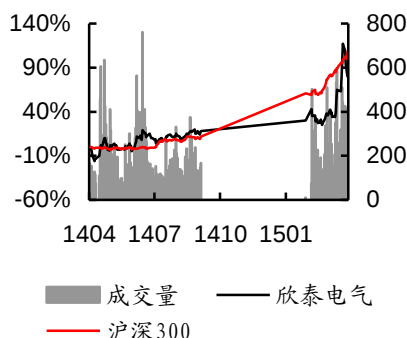
021-28972087
zhengdandan@htsc.com

程鹏 执业证书编号: S0570510120044
研究员

025-83387506
chengpeng@htsc.com

相关研究

股价走势图



借外延收购丰富产品线，拓展新市场

欣泰电气(300372)

投资要点:

◆ **传统业务主营输变电设备及无功补偿装置等**，产品包括：变压器、箱式变电站、磁控电抗器、电容器、电力电缆等，广泛用于电网、风力发电、石油化工、冶金、煤炭、电气化铁路、光伏发电等领域。据 2014 年中报，于电力、风电、石油领域的销售收入分别占 47.4%、20.2%、16.0%。据业绩快报，公司 2014 年预计将实现收入 4.19 亿元，同比下降 11.5%；归属股东净利润 0.44 亿元，同比下降 29.9%。

◆ **募投项目将显著增加产能**。公司“500kV 及以下磁控并联电抗器项目”总投资额为 2.2 亿元，截至 2014 年中报期，已投入资金 1.04 亿元，完成总工程 47.5%。工程建设内容为生产车间两座、生产设备以及其他配套建筑。项目投产后将形成年产 1,750MVar 磁控并联电抗器和年产 1,000MVar 磁控并联电抗器型动态无功补偿装置的生产能力，显著扩大公司在磁控并联电抗器领域的产能，利好公司收入增加。

◆ **收购天逸电器、博纳电气，丰富产品线，拓展新市场**。公司拟通过发行股票及支付现金的方式收购“天逸电器”100%股份、“博纳电气”100%股权，并向不超过 5 名投资者定向增发，募集配套资金。通过对两标的的并购，公司有望继续丰富公司产品线，同时，借助标的公司的市场基础优势，开拓更大更广的产品应用领域，并借助博纳电气客户优势，有望在国家电网、南方电网招标采购中获得一席之地。

◆ **业绩承诺显著增厚业绩**。根据公告，“天逸电器”交易方承诺 2015~2017 年扣非后净利润分别不低于 2520 万元、2860 万元、3226 万元，否则将对公司进行股权、现金补偿；“博纳电气”交易方承诺扣费后净利润分别不低于 8000 万元、9000 万元、1 亿元，否则将对公司进行现金补偿。我们认为，上述承诺如兑现，将大幅增加公司盈利，利好业绩成长。

◆ **投资建议**：我们认为，公司外延收购如顺利实施，将有助于进一步丰富产品线，拓宽下游市场客户群体，并显著增厚净利润。据业绩快报，公司 2014 年将实现当前股本下 EPS 0.51 元，对应 79.6 倍 P/E；如按发行后总股本 1.37 亿股计算，我们预计，2015~2016 年，公司将实现增发摊薄后 EPS 1.19 元、1.36 元，对应 34.3 倍、30.2 倍 P/E。给予“增持”评级。

◆ **风险提示**：市场需求或低于预期；本次增发并购的实际推进存在一定程度的不确定性。

公司基本资料

总股本(百万)	85.78
流通 A 股(百万)	45.37
52 周内股价区间(元)	19.40-49.63
总市值(百万)	3,510.92
总资产(百万)	1,004.55
每股净资产(元)	7.54

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	473.47	419.01	1,273.83	1,390.14
+/-%	2.58%	-11.50%	204.0%	9.13%
净利润(百万)	62.92	44.12	163.62	185.92
+/-%	1.46%	-29.89%	270.88%	13.63%
EPS	0.73	0.51	1.19	1.36
PE	55.79	79.58	34.25	30.15

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 注: 2015~2016 年 EPS 按增发后 1.37 亿股本摊薄计算。

传统主业简介

公司主营输变电设备

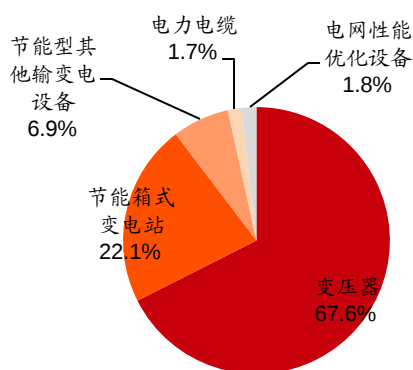
公司主营节能型变压器等输变电设备和无功补偿装置等系列电网性能优化设备的研发、设计、生产和销售，产品广泛应用于电网、风力发电、石油化工、冶金、煤炭、电气化铁路、光伏发电等领域。

据业绩快报，公司 2014 年预计将实现收入 4.19 亿元，同比下降 11.5%；归属股东净利润 0.44 亿元，同比下降 29.9%；预计实现 EPS 0.51 元。

根据 2014 年中报披露信息，公司 2014 年上半年实现营业收入 2.26 亿元，其中，油浸式电力变压器、环形树脂浇注干式变压器占 67.6%；智能箱式变电站及节能型其他输变电设备占 29%；电力电缆及电网性能优化设备占比相对较小。从应用领域来看，于电力、风电、石油领域的销售收入分别占 47.4%、20.2%、16.0%。

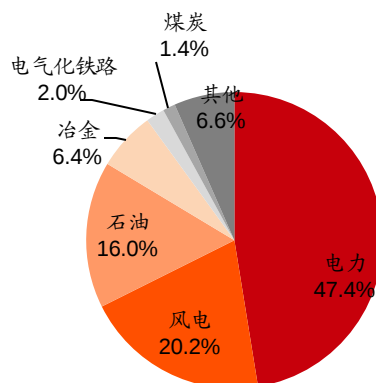
2014 年上半年，公司产品业务构成及应用领域分布如图 1、图 2 所示。

图 1: 公司 2014 年上半年主营业务构成



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图 2: 公司 2014 年上半年产品应用领域



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

据 2014 年中报披露，公司在新结构磁控电抗器、电力系统故障限流装置等新产品的研发方面取得一定突破。

募投项目进展符合预期，将显著增加产能

公司于 2014 年 1 月上市。募投项目“500kV 及以下磁控并联电抗器项目”计划总投资额为 2.2 亿元，工程建设内容为生产车间两座、生产设备以及其他配套建筑。项目投产后将形成年产 1,750Mvar 磁控并联电抗器和年产 1,000Mvar 磁控并联电抗器型动态无功补偿装置的生产能力，显著扩大公司在磁控并联电抗器领域产能，利好公司销售收入显著增加。据公告，截至 2014 年 6 月底，该募投项目已投入资金 1.04 亿元，完成总工程 47.5%，如表格 1 所示。

表格 1: 募投项目实施进度

项目名称	计划总投资	投资金额	工程进度
500kV 及以下磁控并联电抗器项目	2.2 亿	1.0439 亿	47.5%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

拟购天逸电器、博纳电气，丰富产品线，打开新市场

增发预案中的发行量、价

公司拟通过发行股票及支付现金的方式收购“天逸电器”100%股份、“博纳电气”100%股权，并向不超过 5 名投资者定向增发，募集配套资金。交易完成后，温德乙仍为本公司的实际控制人。其中，“天逸电器”协商交易价格为 3.2 亿，约定现金支付 1.28 亿元，股份形式支付 1.92 亿元；“博纳电气”协商交易价格为 11 亿元，约定现金支付 5.026 亿元，股份形式支付 5.974 亿元。另拟募集配套资金总额 3.55 亿元，用于支付本次交易的现金对价部分。

本次增发（预案）主要包括：

- 1) 本次发行股票购买资产的股票发行价格拟定为 23.81 元/股；
- 2) 拟向天逸电器原股东发行 8,063,837 股，购买天逸电器 100%股权；
- 3) 拟向博纳电气原股东发行 25,090,292 股，购买博纳电气 100%股权；
- 4) 拟向不超过 5 名特定投资者发行合计不超过 0.18 亿股，募集配套资金不超过 3.55 亿元。

公司目前总股本为 85,778,609 股。本次发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金完成后，上市公司总股本将增加至 136,932,738 股。最终发行数量将以中国证监会核准的发行数量为准。

标的公司简介

标的公司之一“天逸电器”主营低压主令电器系列产品研产销，目前主要产品有警示灯系列、信号灯系列、万转系列、按钮盒、LED 照明等大类，共 5,000 多个品种，是国内低压主令电器产品领先企业之一，产品主要面向轨道交通、电梯、工业照明、船舶、机械、机床、电力、自动化等领域。2013 年，天逸电器实现收入 1.34 亿元。

标的公司之二“博纳电气”主营高端电力、电子产品研产销，主要客户为国网及南网公司，产品涵盖各种智能电能表、电子式预付费电能表、电子式多功能电能表、电子式远程多功能电能表、关口表、浇池表、全电子载波电能表、电力需求侧管理终端、集中器、采集器、远程抄表系统和售电管理系统等。2013 年，博纳电气实现收入 6.32 亿元。

公司通过对两个标的公司的并购，有望继续丰富公司产品线；同时，借助标的公司的市场基础优势，开拓更大更广的产品应用领域，并借助博纳电气客户优势，有望在国家电网、南方电网招标采购中获得一席之地。我们认为，如此次并购及后续整合顺利实施，将有助发挥不同经营实体之间的协同效应，利好公司业务健康发展，市值持续成长。

业绩承诺及补偿显著增厚公司业绩

根据公告，“天逸电器”交易方承诺 2015~2017 年扣非后净利润分别不低于 2,520 万元、2,860 万元、3,226 万元，否则将对公司进行股权、现金补偿；“博纳电气”交易方承诺扣非后净利润分别不低于 8,000 万元、9,000 万元、1 亿元，否则将对公司进行现金补偿。如表格 2 所示。

根据 2014 年业绩快报，公司预计将于 2014 年实现归属股东净利润 4,411.90 万元。据测算，前述 2015~2017 年度承诺合计净利润下限相当于公司现有资产 2014 年净利润的 2.38 倍、2.69 倍、3.00 倍，将显著增厚公司业绩。

表格2: “天逸电器”、“博纳电气”业绩承诺 (万元)

扣非后净利润	年度	2015 年	2016 年	2017 年
天逸电器		2520	2860	3226
博纳电气		8000	9000	10000
合计		10,520	11,860	13,226

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

风险提示

市场需求或低于预期; 增发并购的实际推进存在一定程度的不确定性。

盈利预测

资产负债表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	574	804	2402	2622
现金	224	438	1324	1726
应收账款	208	198	598	495
其他应收账款	7	9	38	10
预付账款	52	37	133	139
存货	73	117	286	227
其他流动资产	10	6	23	25
非流动资产	177	170	162	154
长期投资	0	0	0	0
固定投资	129	131	128	123
无形资产	29	28	27	27
其他非流动资产	19	10	6	4
资产总计	751	974	2564	2776
流动负债	277	224	492	519
短期借款	80	70	75	73
应付账款	62	72	194	209
其他流动负债	135	82	223	237
非流动负债	68	66	67	67
长期借款	50	50	50	50
其他非流动负债	18	16	17	17
负债合计	345	290	559	585
少数股东权益	0	0	0	0
股本	70	86	137	137
资本公积	2	231	1337	1337
留存公积	334	368	531	717
归属母公司股	406	684	2005	2191
负债和股东权益	751	974	2564	2776

现金流量表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	41	45	-270	405
净利润	63	44	164	186
折旧摊销	14	7	8	8
财务费用	15	12	6	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-52	-3	-448	211
其他经营现金	2	-15	1	0
投资活动现金	-6	0	0	0
资本支出	11	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	5	0	0	0
筹资活动现金	-7	168	1156	-3
短期借款	20	-10	5	-3
长期借款	-59	0	0	0
普通股增加	0	16	51	0
资本公积增加	0	229	1106	0
其他筹资现金	32	-66	-6	0
现金净增加额	28	213	886	402

利润表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	473	419	1274	1390
营业成本	342	303	907	988
营业税金及附加	3	3	8	8
营业费用	18	19	61	65
管理费用	34	40	118	130
财务费用	15	12	6	0
资产减值损失	3	5	15	16
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	59	38	160	182
营业外收入	12	13	29	31
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	71	51	188	212
所得税	8	6	24	27
净利润	63	44	164	186
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利	63	44	164	186
EBITDA	88	57	174	190
EPS	0.73	0.51	1.19	1.36

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	2.6%	-11.5%	204.0%	9.1%
营业利润	5.2%	-36.2%	322.8%	13.9%
归属母公司净利	1.5%	-29.9%	270.9%	13.6%
获利能力				
毛利率(%)	27.8%	27.7%	28.8%	28.9%
净利率(%)	13.3%	10.5%	12.8%	13.4%
ROE(%)	15.5%	6.5%	8.2%	8.5%
ROIC(%)	17.6%	11.4%	17.6%	26.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	45.9%	29.8%	21.8%	21.1%
净负债比率(%)	50.43%	41.42%	22.36%	20.94%
流动比率	2.07	3.60	4.88	5.06
速动比率	1.81	3.08	4.30	4.62
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.49	0.72	0.52
应收账款周转率	2	2	3	3
应付账款周转率	5.01	4.52	6.80	4.90
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.73	0.51	1.19	1.36
每股经营现金流	0.48	0.53	-1.97	2.96
每股净资产(最新)	4.73	7.98	14.64	16.00
估值比率				
PE	55.79	79.58	34.25	30.15
PB	8.65	5.13	2.80	2.56
EV EBITDA	40	61	20	18

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2015 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦 25 层/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86755 82492388/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn