



资本货物/工业

恒顺电气 (300208)

专注电能质量优化, 服务节能减排发展

——恒顺电气新股询价报告

康凯 (参见尾页说明)

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

S0880511010009

本报告导读:

MSVC 龙头, 募投拓展 TSVC 领域并扩大无功补偿和滤波装置产能, 受益节能减排深入和电能质量提高, 产能瓶颈解决后公司将充分享受行业持续增长。

投资要点:

- **专注电能质量优化, 服务节能减排发展。**主要产品无功补偿装置和滤波设备占 10 年收入的 88%, 08 年至 10 年收入复合增速为 33%, 净利润复合增速高达 67%。
- **MSVC 龙头, 有望成为综合的产品解决方案供应商。**业务包括传统并联无功补偿和 MSVC 设备, 公司产品集中电网采购, 10 年收入占比达 60%, 是国网 500kV 无功补偿装置限定的十家采购商之一, 110kV 产品运行套数和时长居全国首位。
- **受益特高压发展和无功补偿技术的普及, 行业持续高增长。**对电源侧装机存量改造将提高到 15%, 新增均会加装无功补偿装置。同时为了提高线路稳定性并降低损耗, 即将全面开始的特高压建设会普及无功补偿技术。预计“十二五”高压并联无功补偿和 SVC (含 TSVC 和 MSVC) 容量分别为 250 亿和 275 亿。
- **募投项目开发 TSVC, 新产品投放和行业内产品结构调整创造机会。**MSVC 相比 TSVC 发展时间短, 适应电压等级高, 未来受高电压线路建设拉动, 占比有望较目前 15% 大幅提升, 公司是国内 MSVC 龙头。募投项目新增 TSVC 产品, 通过产品线延伸, 增加综合竞争力。
- **滤波设备配套能力强, 核心零部件实现自供。**公司主要生产无源滤波设备, 目前包括电容器、电抗器在内的核心零部件实现自供, 提高了研发和生产能力。预计细分市场未来五年年均约 14 亿。
- **盈利预测与询价建议:**我们预测 2011、2012 和 2013 年 EPS 为 0.83 元、1.10 元和 1.45 元, 建议询价区间为 25.24-27.83 元, 对应 2011 年 PE 30-34 倍。
- **风险提示:**无功补偿领域竞争激烈, 供给过剩引发价格下滑; TSVC 开发进度和 MSVC 产业化进度低于预期; 市场偏好对中小市值股票估值造成压力。

建议询价区间

25.24-27.83

上市首日定价区间

29.02-32.00

2011.04.14

发行上市资料

发行前总股本 (万股)	5,250
本次拟发行量 (万股)	1,750
发行日期	2011.04.15
发行方式	网下询价, 上网定价

保荐机构

预计上市日期

发行前财务数据

每股净资产 (元)	3.32
净资产收益率 (%)	23.6%
资产负债率 (%)	48.4%

主要股东和持股比例

青岛清源投资	44.95%
厦门奕飞投资	15.24%
荣信股份	14.29%
龙晓荣	7.62%
青岛福日	6.67%
马东卫	5.55%
上海兴烨创投	2.85%

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	142.73	182.75	248.13	323.93	429.50
(+/-)%	38.01%	28.03%	35.80%	30.55%	32.59%
经营利润 (EBIT)	36.04	52.14	71.54	93.53	122.80
(+/-)%	64.72%	44.67%	37.21%	30.74%	31.29%
净利润	27.51	41.20	58.18	76.88	101.16
(+/-)%	85.50%	49.76%	41.22%	32.15%	31.57%
每股净收益 (元)	0.39	0.59	0.83	1.10	1.45
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 专注电能质量优化, 服务电网安全提升

公司是专业从事电网节能、环保及电能质量优化解决方案的电力装备供应商。主营业务是高压无功补偿装置、滤波装置及核心部件的研发、设计、生产与销售。主导产品为应用于电力系统高压领域的无功补偿和滤波成套装置, 同时生产电容器、电抗器、放电线圈等相关核心部件。

图 1: 分产品收入占比

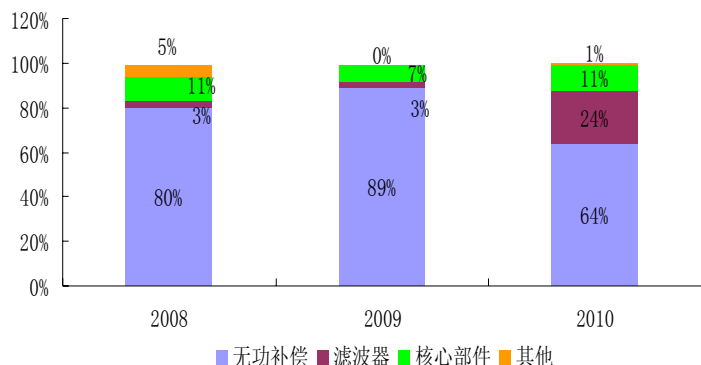
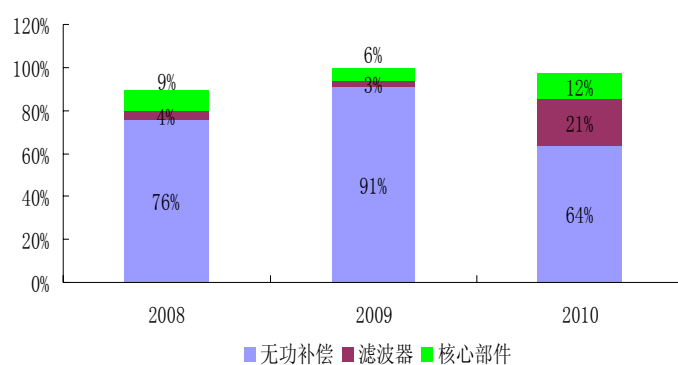


图 2: 分产品毛利占比

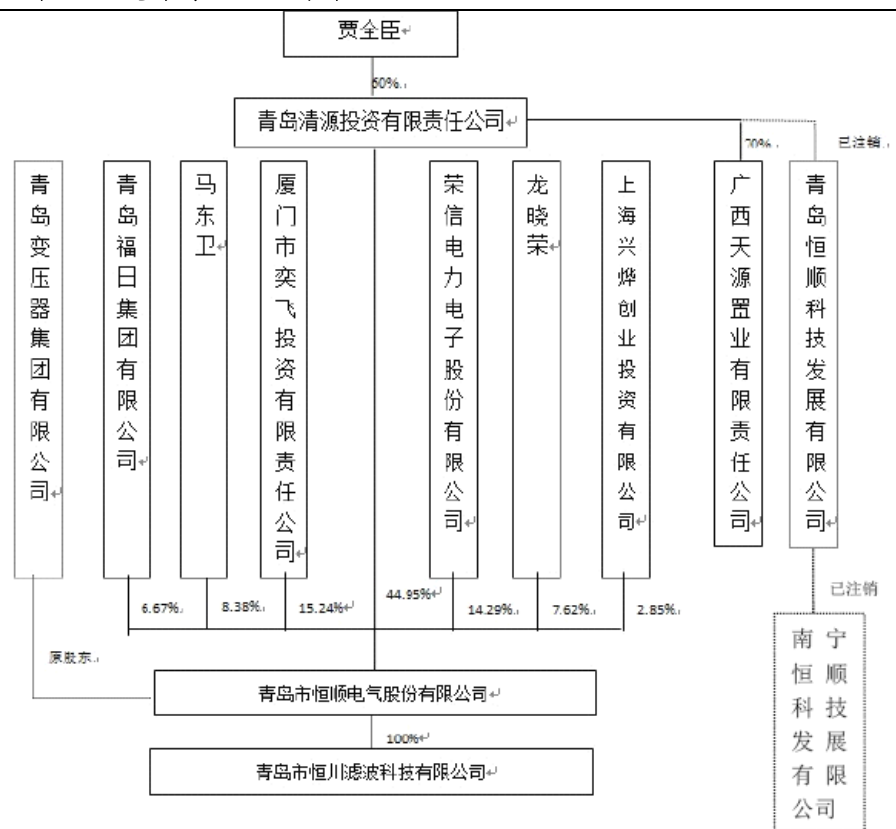


数据来源: 国泰君安证券研究、招股意向书

数据来源: 国泰君安证券研究、招股意向书

贾全臣先生持有清源投资 60%的股权, 清源投资目前持有本公司 44.95%的股份, 贾全臣先生为公司的实际控制人。本次发行 1,750 万股股票后, 贾全臣先生仍通过清源投资持有本公司 33.71%的股份。

图 3: 发行前股权结构图



数据来源: 公司招股意向书、国泰君安证券研究

根据投价报告披露,截止至2010年公司实现销售收入1.83亿元,净利润4100万,08年至10年收入复合增速33%,净利润复合增速高达67%。

图4: 08-10年收入和毛利率变化

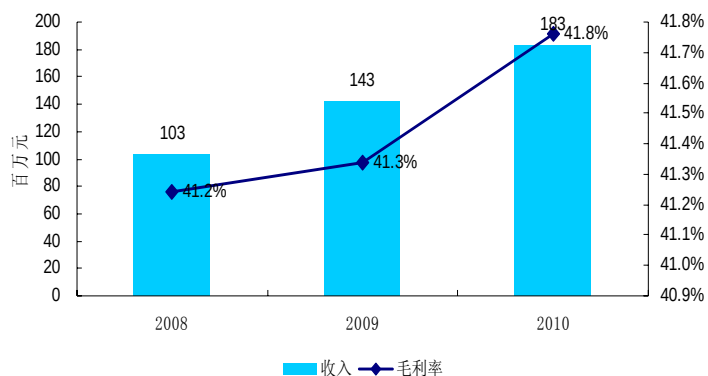
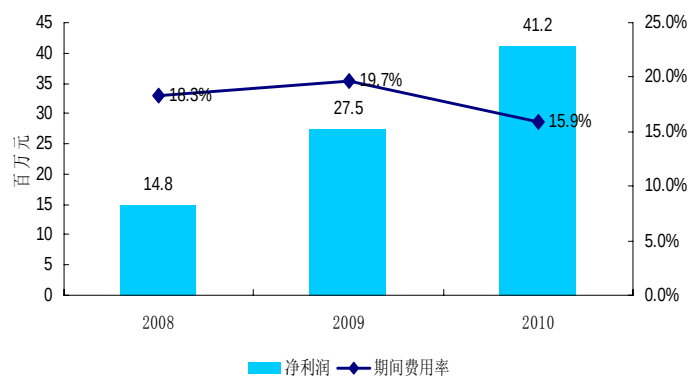


图5: 08-10年净利润和期间费用率变化



数据来源: 国泰君安证券研究、招股意向书

数据来源: 国泰君安证券研究、招股意向书

公司2010年MSVC开始贡献收入,受电力市场开拓取得实质性进展,滤波装置呈现爆发式增长,实现销售收入4,449万元,同比增加10倍。

表 1: 无功补偿产品收入和毛利贡献

	2008	2009	2010
无功补偿收入 (万)	8305	12,757	11,606
其中 MSVC (万)	-	-	810
综合毛利率	39%	42%	42%
毛利 (万)	3246	5396	4913

数据来源: 国泰君安证券研究、招股意向书

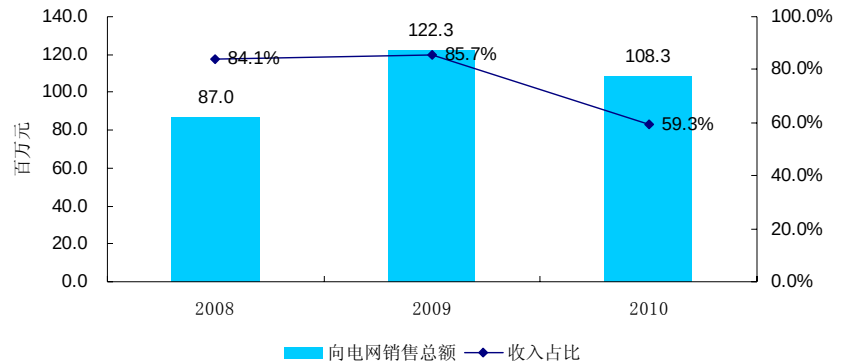
表 2: 滤波装置收入和毛利贡献

	2008	2009	2010
滤波装置收入 (万)	360	395	4,449
综合毛利率	45%	40%	37%
毛利 (万)	160	157	1637

数据来源: 国泰君安证券研究、招股意向书

公司销售集中在电网领域,08年至10年电网市场收入占比为84%、86%和59%。随着无功补偿和滤波装置的进一步推广,除继续享受电网市场发展外,向工业领域扩张将有望带来显著增量。

图 6: 电网销售收入和占比情况



数据来源: 国泰君安证券研究、招股意向书

公司产品专注电网市场, 无功补偿装置和滤波器能有效提高电能质量和输电效率, 是“十二五”电网发展建设重点。我们将分别介绍细分行业发展和公司核心竞争优势。

2. 借行业发展之机, 占先发优势之利

根据中国电器工业协会电力电容器分会统计, 行业内 30 家主要会员 2009 年电力电容器产量达到了 2.93 亿千乏, 与 2008 年基本持平, 电容器市场需求已呈现饱和状态; 而无功补偿及滤波成套装置产量达到 1.53 万台, 产值达到 15.83 亿元, 分别比 2008 年增长 14.15% 和 42.55%。

2.1. 高压无功补偿——电网节能环保必然选择

通过在发电、输配电和用电端引入无功补偿装置, 能提供感性负载所消耗的无功功率, 降低线路和变压器输电损耗; 在大系统中, 还起到调整电网电压, 提高电网稳定性的作用。

预计到 2012 年所有新增装机容量对应设备都会加装无功补偿装置, 原有设备改造比例也将会提高到 15%。预计未来将保持多种无功补偿方式并存、共同发展的局面。各种无功补偿装置的市场需求情况如下:

2.1.1. 高压并联无功补偿

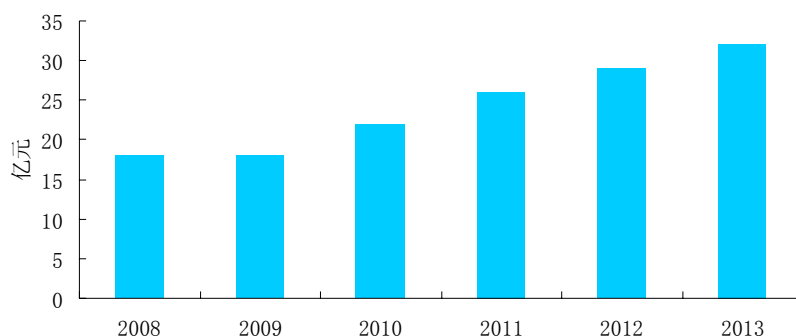
并联无功补偿装置在电力系统常用的无功补偿设备中费用最低、有功功率损耗最小、运行维护最简便、可集中安装, 也可分散安装在用户处或近负荷中心的地点, 实现无功的就地补偿, 因此应用广泛。

“十二五”电源侧预计累计需求约为 250 亿元, 其中新增装机贡献约为 161 亿元, 保持年均 10% 的增长。

高压并联无功补偿装置对新增发电装机容量的比例目前已提高到 0.8:1, 这意味着每增加 1kVA 电源, 需要安装 0.8kvar 高压并联无

功补偿装置。未来几年里新增发电装机容量有望继续保持 10% 的增速，而新增装机和无功补偿比例将有望提高到 1:1。

图 7: 新增装机带来并联无功补偿市场容量



数据来源: 国泰君安证券研究、招股意向书

来自特高压交、直流建设拉动的需求，“十二五”期间年均约 10.8 亿元。其中交流变电领域中对高压并联无功补偿装置的市场需求平均每年约为 8.4 亿元人民币；特高压直流输电工程对高压并联无功补偿装置需求年均 2.4 亿元左右。

特高压交流变电站变电容量与所采用的高压并联无功补偿装置容量存在约为 1:1 左右的比例关系；直流输电工程，安装容量高于线路输电容量的 50%。

综上，预计并联无功补偿设备“十二五”期间保持年均 15%-20% 的增长，而特高压建设将贡献除电源侧平稳扩张外的增量。

2.1.2. SVC 应用更为广泛，市场空间巨大

SVC（静止式动态无功补偿装置）利用大功率可控电力电子开关，性能较传统装置更为突出，被广泛用于输电系统波阻抗补偿及长距离输电的分段补偿，也大量应用于负载无功补偿。

根据使用电抗器不同可分为 MCR 型（磁阀控制电抗器）和 TCR 型（晶闸管控制电抗器）。TSVC 发展时间长、技术相对成熟、使用更为广泛；而 MSVC 是新兴无功补偿产品，目前普及率约 15%。

表 3: TCR 与 MCR 型产品比较

	TSVC	MSVC
可靠性	可控硅可靠性低，故障率较高	SRC 安装控制回路，承受电压低
谐波情况	可连续调整，但滤波呈锯齿形，滤波源较大	谐波含量低，三相角相接系统的 THD 小于 5%
设备造价	冷却、控制设备复杂，造价较高	体积为 TCR 的三分之一，设备造价低
建设费用	占地面积较大，建设费用高	占地面积小，压缩基础投资和土地费用
运行费用	设备复杂、维修费用高	油浸电抗器，维护简单
响应时间	小于 10ms	大于 200ms
抑制电压波动和闪变	抑制电压波动好，可以抑制闪变	抑制电压波动一般，不可以抑制闪变
冷却系统	热管自冷或水冷	油冷

噪声	没有	大于 750 分贝
损耗	0.2%-0.4%	2%-4%

数据来源：国泰君安证券研究、招股意向书

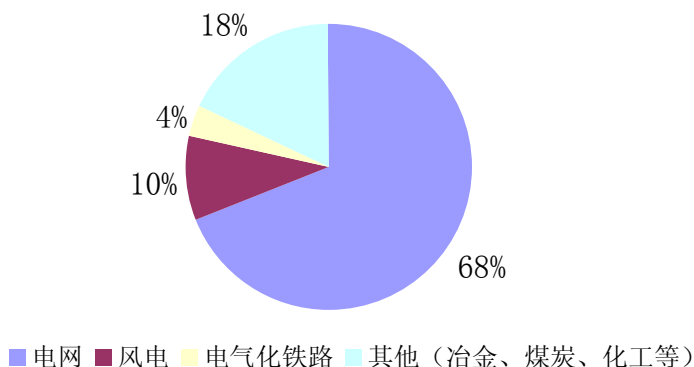
除了以上的区别外，目前 TSVC 最高做到 35kV，而 MSVC 最高能做到 500kV，满足即将开始的超、特高压输电线路建设。

目前国内 SVC 市场基本国产化，预计未来设备需求年均 55 亿元，复合增速约为 45%。

其中电网建设每年需求约为 38 亿元，公司招股中预测 2013 年后或将是市场需求大规模爆发阶段，我们认为受节能减排力度加大和提速影响，高速增长期将有所提前。

风电建设拉动的需求在年均 5.25 亿元，电气化铁路拉动需求年均 2 亿元，来自冶金、煤矿和化工等其他领域需求年均不低于 10 亿元。

图 8: SVC 市场组成



数据来源：国泰君安证券研究、招股意向书

同时，受特高压建设影响，我们预测 MSVC 占比将持续提高。公司是目前国内 MSVC 龙头，产品覆盖 3 至 110kV，具有较长时间的供货经验，未来将充分享受行业发展和产品结构调整带来的增长。

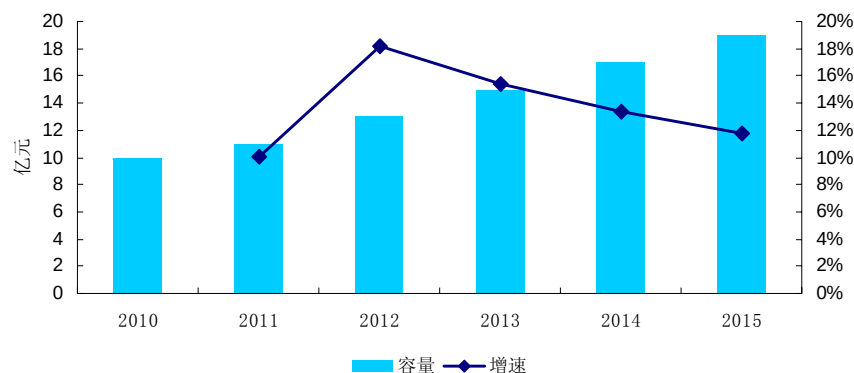
2.2. 高压滤波装置——推广电网谐波治理

由于供用电系统中存在非线性阻抗，使得输送线路中存在高次谐波，导致电压和电流波形畸变，电能质量变坏。

高压滤波装置是电力系统中使用最为广泛的抑制谐波方法，主要分为无源滤波和有源滤波两种。相比有源滤波，无源装置具有大容量、低价位的优点，目前国内电力谐波治理市场仍以无源为主，尤其在耐压较高的领域。

预计“十二五”期间国内高压无源滤波设备年均需求约为 14 亿元，其中电网输电工程 5 年年均容量约为 8.4 亿元，公用电网谐波治理年均约 5.6 亿元。同时有源滤波也将逐步得到推广。

图 9: 高压无源滤波市场预测



数据来源: 国泰君安证券研究、招股意向书

2.3. 细分领域龙头，先发优势明显

公司是国内 MSVC 龙头企业，目前产品电压等级已覆盖 3-110kV，补偿后功率因数从 0.9-0.99。公司已经推出并应用了 110kV-MCR 型动态无功补偿装置，理论上可以实现 500kV 电压等级。

与国内其他竞争对手相比，产业链整合较好，能自供主要电容器和电抗器产品，有利于提高生产效率和产品质量，并为向更高端研发创造条件。

表 4: 国内 MSVC 主要生产企对比

	电压等级	是否自产 MCR	是否自产电容器	是否自产电抗器
恒顺电气	~110kV	是	是	是
山东泰开	6-35kV	是	是	是
杭州银湖*	6-35kV	是	否	否
丹东欣泰	~66kV	是	是	是
三得普华	6-35kV	是	否	否

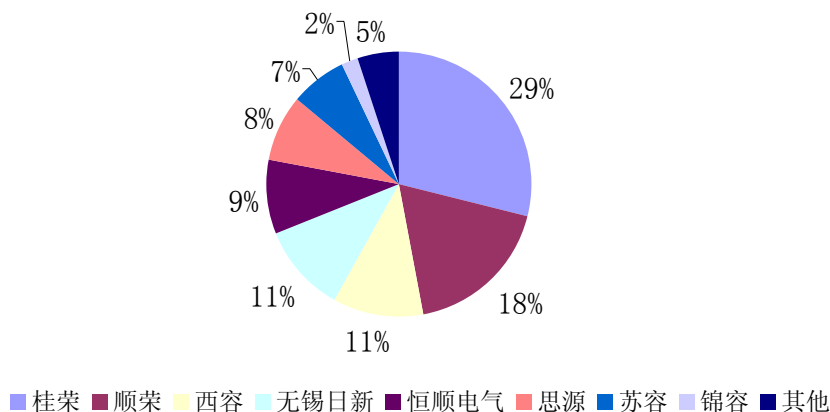
数据来源: 国泰君安证券研究、招股意向书

与股东荣信股份不同，公司无功补偿装置专注电网领域，入围了国网 500 千伏变电站所需高压无功补偿装置限定的十家采购商名单。另外九家分别为：西安电容、西安 ABB、桂林电容、日新电机、上海思源、苏州电容、佛山顺容、上海库柏。目前并联无功补偿成套装置的市场份额约为 9%，按销售收入排名第五名，行业竞争较为激烈。

公司参与了多项行业标准的制定。作为主要起草单位完成了《高压电力滤波装置》行业标准的编制工作，并参与国家标准《受谐波影响的工业交流电网—滤波器和并联电容器的应用》、《高压无功补偿装置》、《电力电容器噪声测量方法》的起草工作。

进入市场早，运行经验丰富。公司为全国 110kV 并联无功补偿装置运行套数最多、运行时间最长的厂家。

图 10: 2009 年传统高压并联无功补偿装置市场份额



数据来源: 国泰君安证券研究、招股意向书

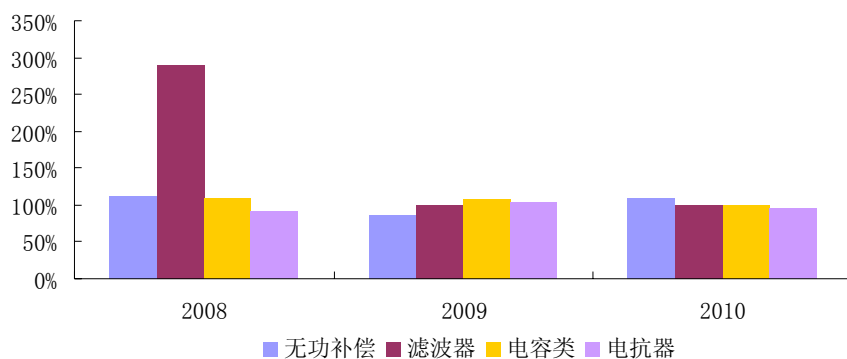
产业链覆盖较为完整, 具备一体化研发和生产优势。保持自行设计和生产电容器、电抗器 (含 MCR)、放电线圈等核心部件产品, 最大程度地保证了成套装置的契合度和稳定性。

3. 投资分析—电力市场扩容在即, 工业领域大有作为

公司未来增长依托电力市场无功补偿设备和滤波装置的普及, 同时横向扩张工业应用领域, 具备先发优势和综合配套能力。

同时募投项目开发 TSVC 将促进产品线更加完整。公司发展具备行业推动和内生增长双动力。

图 11: 2008-2010 年分产品产销率

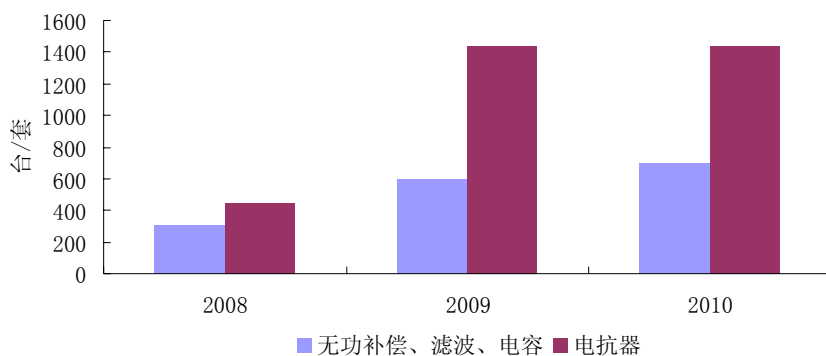


数据来源: 国泰君安证券研究、招股意向书

公司 2008 年至 2010 年综合产能利用率分别为 66%、73%和 86%, 随着下游市场启动, 产能将成为限制发展的瓶颈。(无功补偿装置、滤波器装置和电容器共用一条生产线)

本次拟募集 2.05 亿元, 投入“高压无功补偿装置产品升级及产业化项目”、“研发中心建设项目”和“营销网络和服务基础平台建设项目”。募投项目 2011 年开始陆续投产, 将有效缓解产能瓶颈。

图 12: 2008-2010 年分产品产能 (台/套)



数据来源: 国泰君安证券研究、招股意向书

表 5: 募投项目投资计划 (单位: 万元)

项目名称	总投资额	项目内容	金额	预计竣工时间	竣工后贡献年利润
高压无功补偿装置产品升级及产业化项目	11,360	TCR 型静止式动态无功补偿装置研发及产业化	3,000	2012 年 6 月	4,564
		MCR 型静止式动态无功补偿装置产业化	8,360	2011 年 12 月	
研发中心建设项目	6,680	试验测试中心建设项目	1,680	2011 年 3 月	940
		预研和在研项目投资	2,600	2012 年底	
		互感器产业化项目	2,400	2011 年底	
营销网络 and 客户服务基础平台建设项目	2,500	“公司后台信息支持平台建设”与“远程办公平台建设”	434	2011 年 6 月	1,705
		北京、西安、广州营销中心建设	1,461		
		培训及启动资金	605		
补充与主营业务相关的运营资金	-	-	-	-	-

数据来源: 国泰君安证券研究、招股意向书

4. 盈利预测和询价建议

综合考虑企业竞争优势和上市募集资金后产能呈现阶跃式增长, 我们预测 2011、2012 和 2013 年净利润分别为 5818 万、7688 万和 1.01 亿元, 按照增发后总股本 7000 万股计算, 对应 EPS 为 0.83 元、1.10 元和 1.45 元。

考虑到公司的市场地位、成长性, 我们认为合理询价空间在 25.24-27.83 元之间, 对应 2011 年 PE 30-34 倍。

风险提示: 1、TSVC 开发进度和 MSVC 产业化进度低于预期;
2、无功补偿领域竞争激烈, 供给过剩引发价格下滑;
3、国网招标体系修改, 造成竞争格局改变;
4、近期新股频发破发, 市场偏好周期性大盘蓝筹对中小市值股票的估值造成压力。

作者简介:**刘骁 (贡献作者):**

S0880110110167

010-59312823

liuxiao009336@gtjas.com

康凯:

S0880511010009

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		