

**强烈推荐**
**受累于特高压建设停滞，2018 财年净利下滑 6%**
**赛晶电力电子 (580. HK)**

2019-03-25 星期一

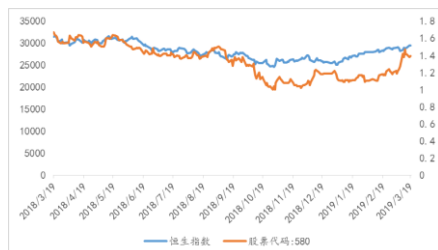
目标价: HK\$1.74  
 现价: HK\$ 1.29  
 预计升幅: 34.9%

**股本数据**

总股本(亿股) 16.14  
 市值(亿港元) 20.82  
 52 周高/低 (HK\$) 1.66/0.95  
 每股净值(人民币元) 0.97  
 所属行业: 电气设备

**主要股东**

项颀 23.06%  
 中国恒天 18.6%  
 国晶资本 12.4%

**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
- 4 更新报告 20190203

**国元国际研究部**

姓名: 陈欣  
 电话: 0755-21516057  
 Email: chenxin@gzq.com.hk

**投资要点**
**毛利率下降幅度较大，净利润下滑 6%；**

公司 2018 年录得收入 12.91 亿元人民币，同比增加 11.7%；综合毛利率受输配电业务毛利率下滑影响，同比下降 6.4 个百分点至 33.7%；归属母公司股东净利润 1.83 亿元，同比下降 5.9%。每股盈利人民币 11.34 分，派末期股息每股 3 港仙。

**特高压直流新增项目停滞，柔性直流项目交付正常：**

期内，输配电业务 7.36 亿元，同比增长 6%。特高压在经历了 2015-2017 年的大规模建设后，2018 年进入短暂停滞期，仅在 12 月核准并开工了青海-河南、陕北-湖北两个特高压直流项目，令特高压直流输电收入同比下降 70% 至 1.42 亿元；柔性直流输电业务收入则受益于张北柔直订单的大规模交付，收入大幅增加 280% 至 4.72 亿元；其他输配电业务产品，包括电力电容器、智能电网在线监测等，保持了良好的增长态势，同比增加 29% 至 1.21 亿元。输配电板块毛利率也因高毛利的特高压收入占比减少、柔直收入占比增加而较同期下降 13 个百分点至 35%。

**电气化交通增长迅猛、工业及其他业务增速稳健：**

2018 财年，电气化交通业务录得收入 0.91 亿元，同比增长 109%，主要受益于铁路货运电力机车销量的快速增长；期内，轨道交通车辆同比增长 158% 至 0.76 亿元，轨道交通供电系统和新能源汽车分别增长 7% 和 9% 至 160 万和 0.14 亿元。工业及其他业务收入 4.64 亿元，同比增长 10%；其中，金属冶炼受政策因素影响，项目的提前消化令 2018 年储备和启动项目数减少，影响当期收入同比下降 51% 至 1.38 亿元，其他业务表现良好。

**维持强烈推荐评级，目标价 1.74 港元：**

特高压项目建设停滞对公司 2018 财年业绩造成较大的不利影响。但伴随新一轮特高压建设的启动、铁总三年货运增量行动计划，我们预计 2019 年公司业绩会有较大幅度改善。预计 2019-2021 年，公司 EPS 分别为 0.15 元、0.20 元及 0.26 元，参照历史估值，给予公司目标价 1.74 港元，对应 2019 年 10 倍 PE，较现价有 34.9% 的涨幅空间，维持强烈推荐评级。

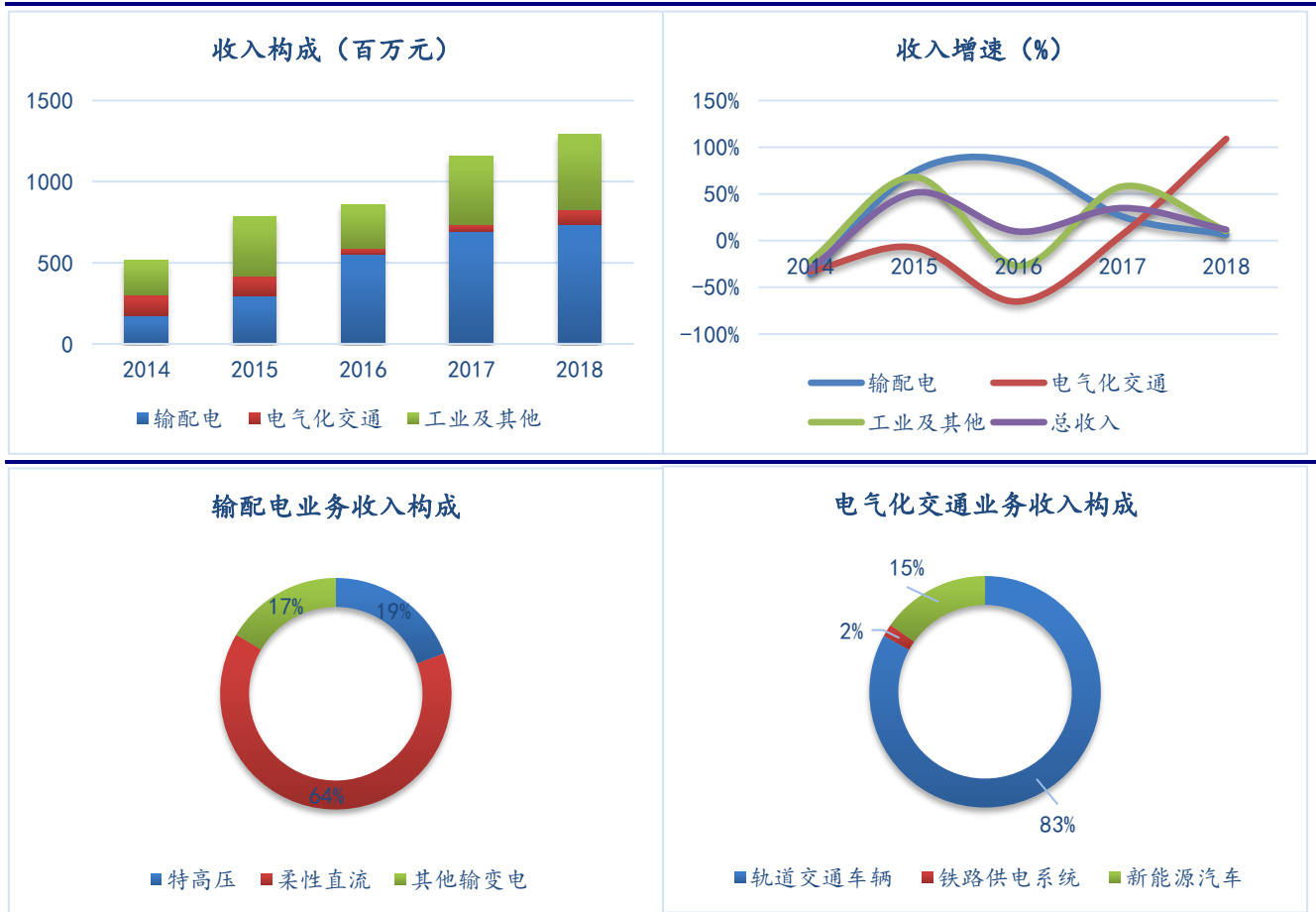
人民币百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额	1,155	1,290	1,754	2,230	2,795
同比增长 (%)	34.8%	11.7%	35.9%	27.1%	25.3%
毛利率	40.1%	33.7%	35.1%	35.7%	36.3%
净利润	195	183	247	325	419
同比增长 (%)	35.5%	-5.9%	34.7%	31.5%	29.0%
每股盈利	0.14	0.11	0.15	0.20	0.26
PE	8.1	9.8	7.3	5.5	4.3
每股股息	0.05	0.05	0.05	0.06	0.08

表 1、规划建设九项重点输变电工程

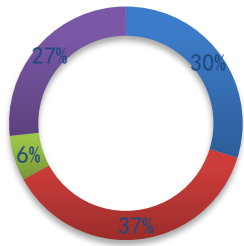
序号	项目	项目方案	项目建设必要性	输电能力 (万千瓦)	预计核准 开工时间
1	青海-河南特高压 直流工程	特直1条±800KV, 配套建设 驻马店-南阳、驻马店-武汉 特交2条	满足青海清洁能源送出 及河南负荷需要	800	2018Q4
2	陕北-湖北特高压 直流工程	特直1条±800KV, 配套建设 荆门-武汉特交1条	满足陕北能源基地送出 及湖北负荷需求	800	2018Q4
3	张北-雄安特高压 工程	特交1条张北-雄安1000KV双 回特高压交流	满足张北地区清洁能源 外送及雄安地区清 洁 能源供电需求	600	2018Q4
4	雅中-江西特高压 工程	特直1条±800KV, 配套建 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	云贵互联互通通道工程	±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

图 1、2018 财年业绩表现

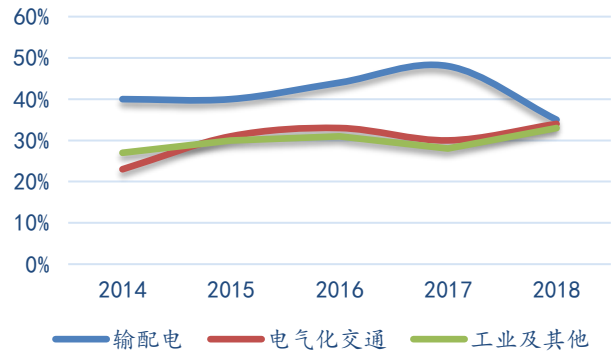


工业及其他收入构成

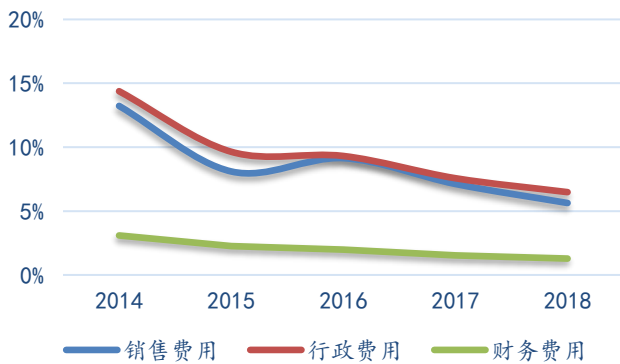


■ 金属冶炼 ■ 电气设备 ■ 新能源发电 ■ 科研院所及其他

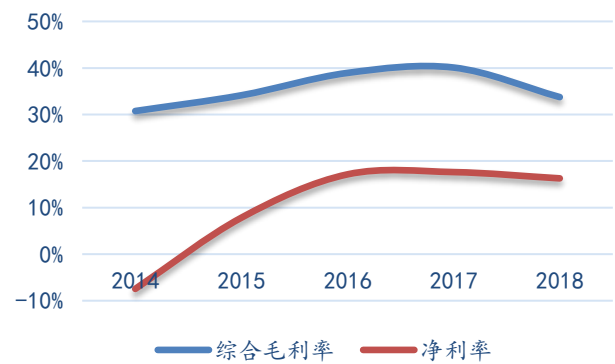
毛利率 (%)



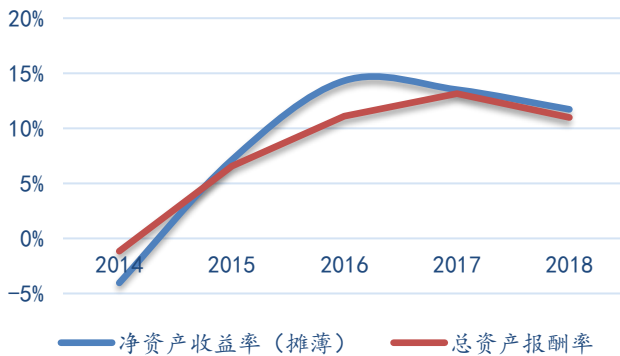
费用率 (%)



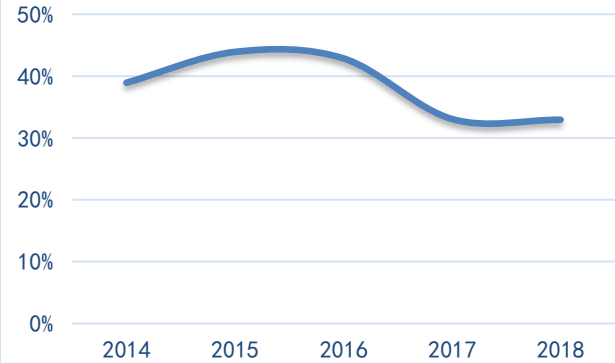
利润率 (%)



盈利能力

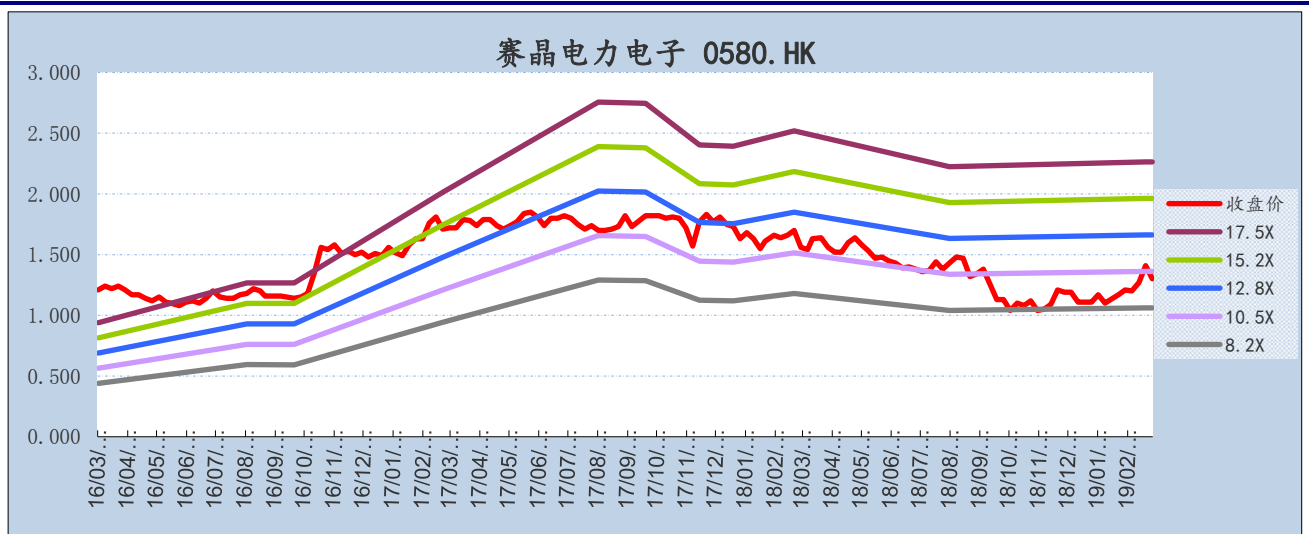


资产负债率



资料来源：公司年报，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			PE		
						2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
ABB. US	ABB	USD	416.81	19.55	2.99	1.12	1.23	1.33	17.46	15.89	14.70
SIE. GR	SIEMENS	EUR	848.05	99.77	1.88	6.16	6.98	8.05	16.20	14.29	12.39
IFX. GR	INFINEON	EUR	223.40	19.65	3.31	0.92	1.02	1.11	21.35	19.26	17.70
	<b>平均值</b>								<b>18.34</b>	<b>16.48</b>	<b>14.93</b>
601179. SH	中国西电	CNY	225.03	4.39	1.16	0.11	0.18	0.21	39.91	24.39	20.90
000400. SZ	许继电气	CNY	113.74	11.28	1.47	0.36	0.66	0.83	31.33	17.09	13.59
600406. SH	国电南瑞	CNY	1002.00	21.86	3.85	0.88	1.03	1.22	24.84	21.22	17.92
600312. SH	平高电气	CNY	119.68	8.82	1.38	0.28	0.47	0.61	31.50	18.77	14.46
	<b>平均值</b>								<b>31.90</b>	<b>20.37</b>	<b>16.72</b>
1766. HK	中国中车	HKD	2255.73	7.86	1.56	0.42	0.51	0.60	16.09	13.25	11.27
3898. HK	中车时代电气	HKD	542.49	46.15	2.58	2.24	2.74	3.18	17.72	14.49	12.48
3969. HK	中国通号	HKD	577.49	6.57	1.90	0.44	0.52		12.84	10.87	
1786. HK	铁建装备	HKD	31.92	2.10	0.51	0.10	0.13	0.17	18.06	13.89	10.62
	<b>平均值</b>								<b>16.18</b>	<b>13.12</b>	<b>11.46</b>
580. HK	赛晶电力电子	HKD	20.83	1.29	1.18	0.11	0.15	0.20	9.78	7.26	5.52

资料来源: Bloomberg, 国元国际

**财务报表**
**损益表 (人民币百万元财务年度截至 12 月)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	1,155	1,290	1,754	2,230	2,795
毛利	463	435	615	797	1,016
销售及分销成本	(82)	(73)	(99)	(126)	(157)
其他收益	37	41	56	72	90
管理费用	(87)	(84)	(114)	(145)	(181)
财务费用	(18)	(16)	(22)	(29)	(36)
投资收益	2	1	1	1	1
税前盈利	250	245	333	438	565
所得税	(46)	(35)	(50)	(66)	(85)
净利润	204	210	283	372	480
EPS	0.14	0.11	0.15	0.20	0.26
增长 (%)					
总收入	35%	12%	36%	27%	25%
每股收益	33%	-18%	35%	31%	29%

**财务分析**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
毛利率 (%)	40.1%	33.7%	35.1%	35.7%	36.3%
净利率 (%)	17.6%	16.3%	16.1%	16.7%	17.2%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	16.2%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%
实际税率 (%)	18.5%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%
库存周转	98	66	66	66	66
应付账款天数	126	122	124	126	127
应收账款天数	278	243	207	176	149
财务状况					
净负债/股本	0.16	0.03	0.08	0.11	0.16
收入/总资产	0.51	0.52	0.64	0.75	0.87
总资产/股本	1.58	1.59	1.61	1.67	1.75

**资产负债表**

	2017A	2018	2019E	2020E	2021E
现金	513	767	781	868	957
应收账款及票据	879	860	993	1,074	1,143
存货	186	154	206	259	321
总流动资产	1,675	1,946	2,159	2,376	2,595
固定资产	324	319	354	366	381
无形资产	35	41	41	41	41
长期投资	43	52	45	46	48
总资产	2,272	2,489	2,734	2,963	3,204
其他应付款	117	59	80	102	127
应付帐款	239	286	388	494	619
短期银行贷款	327	360	338	342	347
总流动负债	729	809	906	1,052	1,226
递延收入	13	4	6	8	10
递延税项负债	9	6	9	11	15
总负债	751	820	921	1,071	1,250
股东权益	1,442	1,564	1,698	1,773	1,830

**现金流量表**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
除税前利润	250	245	333	438	565
融资成本	(18)	(16)	(22)	(29)	(36)
折旧与摊销	25	25	27	28	29
营运性现金流	151	325	163	252	311
资本开支	(30)	(40)	(80)	(100)	(150)
其他投资活动	2	(3)	0	(1)	(2)
投资性现金流	(27)	(43)	(80)	(101)	(152)
股息	12	31	64	71	74
其他融资活动	275	(58)	(134)	(135)	(144)
融资性现金流	287	(27)	(70)	(64)	(70)
现金变化	410	254	14	87	89
期初持有现金	103	513	767	781	868
期末持有现金	513	767	781	868	957

## 投資評級定義和免責條款

### 投資評級：

<b>強烈推薦</b>	預期股價在未來 12 個月上升 20% 以上
<b>推薦</b>	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
<b>中性</b>	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5% 以內
<b>賣出</b>	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
<b>強烈賣出</b>	預期股價在未來 12 個月下跌 20% 以上

### 免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或被視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能買入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元國際控股有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元國際”)編寫，所載資料的來源皆被國元國際認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元國際或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元國際於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一并考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元國際事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元國際保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在此報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元國際控股有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

### 國元國際控股有限公司

香港中環干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>