



资料来源：华盛学院

## 一、核心观点

### 1、从“贸工技”到“技工贸”，确立高端电力电子器件细分市场龙头地位

赛晶电力电子集团有限公司是一家电力电子器件供应商和系统集成商，业务范围涵盖输配电（客户为国电南瑞、中国西电等）、电气化交通（客户为中国中车集团、比亚迪等）、工业及其他领域。公司是ABB半导体全球最大授权分销商，早期分销收入占比较高，后随着赛晶在阳极饱和电抗器等高端电力电子器件取得突破而大幅下降。公司致力成为国际领先的功率半导体器件和系统解决方案供应商，未来将聚焦直流输电、电气化交通两大场景，发力高端电子电力技术，加快实施国际化发展。

### 2、受益新一轮特高压建设高峰，特高压输电业务有望反转

2018年9月7日，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》，新规划12条特高压线路（五直七交），是继15-16年特高压大规模投资之后的又一个高峰。预计核准开工时间在2018年四季度至2019年，设备商有望于2019年底开展交付以及确认收入。赛晶作为关键零部件阳极饱和电抗器的独家供货商以及电力电容器的主流供应商，将确定性受益。

### 3、柔直业务订单进一步释放，夯实赛晶增长基础

柔性直流输电技术在可再生能源并网、远海风电并网、异步联网等场景下优势显著，为来电网升级的重要方向。赛晶作为ABB最大授权分销商，提供以IGBT为核心（代理ABB），IGBT驱动及层叠母排为配套（自研）的产品包，卡位柔直赛道。已签订张北、乌东德14亿订单将在今明两年持续释放。此外柔直用电力电子电容器已经进入客户现场测试和检验阶段，后续有望贡献增长动能。

### 4、发布IGBT项目第一个五年计划，打开长期成长空间

IGBT作为能源变换与传输的核心器件，电力电子装置“CPU”，在全球能源领域大变革浪潮中的地位越来越重要。但目前国内IGBT市场基本由英飞凌、富士、三菱等国外公司垄断。2019年，赛晶成立瑞士半导体公司SwissSEM，独立研发世界最先进的IGBT芯片和模块，涉及芯片设计和封装部分。力争到2023年，成为世界主流IGBT供应商之一。国际化研发团队、轻资产模式、对本土大市场的理解将是赛晶主要竞争优势。

### 5、出售九江赛晶43%股权，进一步聚焦主业，投资收益增厚利润

4月29日公司公告称将出售孙公司九江赛晶43%股权，出售事项预期为集团实现收益人民币0.92亿元，增厚2019年利润。九江赛晶主要于中国从事整流器设备及特种电源的制造与销售，整流器主要用于产能过剩的冶金行业，出售后，有望使公司进一步聚焦核心业务功率半导体器件及电力新兴技术的发展。

## 二、投资建议

我们预计2019、2020年赛晶电力电子扣非归母净利润分别为2.50、2.80亿元，对应同比增速分别为56%、12%；ROE分别为13.8%、13.9%；EPS分别为0.15、0.17元/股；现价相当于2019、2020年0.95、0.85倍PB以及6.84、6.10倍PE。

因此，基于赛晶电力电子历史估值中枢及行业估值水平，以及预期ROE、PB水平，我们按2019年10.9X PE（隐含13.8% ROE & 1.5X PB）得到31.08亿港元目标市值对应1.93港元/股的目标价，较现价1.21港元/股有59%上行空间。我们给予首次覆盖“推荐”评级。

