

机械设备/电气设备

2011年9月20日

广电电气 (601616)

——大型高压变频器技术领先，低压元器件将成业绩增长动力，维持“买入”评级

报告原因：公司调研

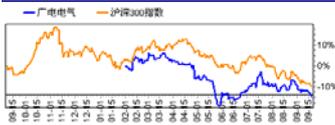
买入

维持

市场数据:	2011年09月19日
收盘价(元)	14.92
一年内最高/最低(元)	19.28/14.3
上证指数/深证成指	2438/10658
市净率	3.2
息率(分红/股价)	2.01
流通A股市值(百万元)	1567
注：“息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据:	2011年06月30日
每股净资产(元)	4.74
资产负债率%	24.74
总股本/流通A股(百万)	518/105
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

李晓光 A0230206040424

lixg@swsresearch.com

研究支持

齐琦

qiqi@swsresearch.com

张腾

zhangteng@swsresearch.com

联系人

王喆

(8621)23297249

wangzhe@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2010A	1,138	-6.7	203	-5.0	0.39	28.3	27.0	40.0	70.8
1H 2010	554	11.6	28	74	0.14	29.2	-	-	-
2011E	1,577	38.6	293	44.2	0.57	30.6	9.6	27.7	35.8
2012E	2,057	30.5	406	38.6	0.78	33.1	11.6	20.0	21.6
2013E	2,667	29.6	532	31.2	1.03	34.2	13.1	15.3	15.5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

- **投资评级与估值：**公司大型高压变频器技术领先，电力电子和元器件业务将有望成业绩增长动力。我们预计公司11-13年营业收入分别为15.7/20.6/26.7亿元，EPS分别为0.57/0.78/1.03元，净利润复合增长率达35%，此外公司超募10亿资金有可能进行收购兼并，业绩有望超预期，目前股价对应PE为26、19、15倍，维持“买入”评级。
- **有别于大众的认识：**
 - (1) 市场认为，公司属于传统成套开关厂家，电力电子技术一般。我们认为公司电力电子产品技术领先，公司用于油气管道输送领域的大型高压变频器未来有望实现进口替代，其年均市场规模超20亿元。公司开发出世界领先的25MVA大型高压变频器，已于1月份通过国家能源局鉴定，未来将用于油气管道输送等高端领域。根据测算国内油气领域高端变频器市场年均规模超过20亿元，目前主要进口ABB、西门子等国外品牌，公司未来有望实现进口替代。
 - (2) 市场认为公司未来增长潜力不足，我们认为，高端低压元器件市场规模高达200亿元，毛利率达50%-60%，未来将成公司业绩增长动力。高端低压元器件技术壁垒高，目前主要由外资品牌如施耐德、ABB等主导，每年国内市场销售额达200亿。公司与GE成立合资公司，采用GE最新研发的低压元器件技术，产品将在年底完成国产化，明年实现销售，未来将成业绩增长动力。
 - (3) 市场可能认为开关设备企业业绩波动大；我们认为，配电成套开关设备毛利率稳定，市场规模大，未来业绩持续增长有保障。目前公司约70%的利润来源于成套开关设备，成套开关设备作为配电设备，不参与国网集中招标，毛利率稳定；同时市场规模随着电力装机容量的持续增长而增长，预计目前成套开关设备市场规模或超千亿元，未来有望保持15%左右增长；公司作为成套开关龙头企业未来将受益行业增长，未来业绩持续增长有保障。
 - (4) 市场对公司未来持续增长表示怀疑，我们认为，公司股权激励方案草案彰显管理层信心。公司股权激励方案草案中要求未来5年净利润复合增长率达30%以上，彰显管理层对公司未来业绩持续增长的信心。此外公司超募资金达10亿，有望进行收购兼并，进一步增强实力和提升业绩，业绩有望超预期。
- **股价表现的催化剂：**超募资金进行收购兼并，元器件产业化进程加快。

投资案件

投资评级与估值

公司大型高压变频器技术领先，电力电子和元器件业务将有望成业绩增长动力。我们预计公司11-13年营业收入分别为15.7/20.6/26.7亿元，EPS分别为0.57/0.78/1.03元，净利润复合增长率达35%，此外公司超募10亿资金有可能进行收购兼并，业绩有望超预期，目前股价对应PE为26、19、15倍，维持“买入”评级。

关键假设点

成套设备稳定增长，低压元器件国产化进展顺利

有别于大众的认识

(1) 市场认为，公司属于传统成套开关厂家，电力电子技术一般。我们认为公司电力电子产品技术领先，公司用于油气管道输送领域的大型高压变频器未来有望实现进口替代，其年均市场规模超20亿元。公司开发出世界领先的25MVA大型高压变频器，已于1月份通过国家能源局鉴定，未来将用于油气管道输送等高端领域。根据测算国内油气领域高端变频器市场年均规模超过20亿元，目前主要进口ABB、西门子等国外品牌，公司未来有望实现进口替代。

(2) 市场认为公司未来增长潜力不足，我们认为，高端低压元器件市场规模高达200亿元，毛利率达50%-60%，未来将成公司业绩增长动力。高端低压元器件技术壁垒高，目前主要由外资品牌如施耐德、ABB等主导，每年国内市场销售额达200亿。公司与GE成立合资公司，采用GE最新研发的低压元器件技术，产品将在年底完成国产化，明年实现销售，未来将成业绩增长动力。

(3) 市场可能认为开关设备企业业绩波动大；我们认为，配电成套开关设备毛利率稳定，市场规模大，未来业绩持续增长有保障。目前公司约70%的利润来源于成套开关设备，成套开关设备作为配电设备，不参与国网集中招标，毛利率稳定；同时市场规模随着电力装机容量的持续增长而增长，预计目前成套开关设备市场规模或超千亿元，未来有望保持15%左右增长；公司作为成套开关龙头企业未来将受益行业增长，未来业绩持续增长有保障。

(4) 市场对公司未来持续增长表示怀疑，我们认为，公司股权激励方案草案彰显管理层信心。公司股权激励方案草案中要求未来5年净利润复合增长率达30%以上，彰显管理层对公司未来业绩持续增长的信心。此外公司超募资金达10亿，有望进行收购兼并，进一步增强实力和提升业绩，业绩有望超预期。

股价表现的催化剂

超募资金进行收购兼并，元器件产业化进程加快

核心假设风险

成套设备销售低于预期，投资收益大幅下滑

目 录

1.公司三大业务定位高端市场	4
1.1 公司三大业务：成套开关、元器件和电力电子.....	4
1.2 公司产品技术领先，成功进入高端市场	5
1.3 与国际品牌 GE、Honeywell 合作，拓展高端客户	6
2.电力电子技术领先，大型高压变频器有望实现进口替代 ..	7
2.1 大容量高压变频器技术世界领先，有望实现进口替代.....	7
2.2 光伏逆变器将受益光伏装机容量增长	8
2.3 有源滤波器应用领域有望继续扩大	10
3.元器件业务为公司发展重点，未来将成业绩增长动力	10
3.1 元器件毛利率高，资金周转快，成业务发展重点	10
3.2 高端低压元器件市场规模达 200 亿，将成业绩增长动力.....	11
4.成套开关：加大自主品牌发展，业绩持续增长有保障	13
4.1 成套设备市场规模大，业绩持续增长有保障	13
4.2 加大自主品牌发展力度，提升盈利能力	13
5.股权激励方案彰显信心，超募资金将进一步提升业绩	14
6.盈利预测与估值	14

图表目录

图 1：公司三大业务：成套设备、元器件和电力电子业务	4
图 2：2010 年达成套设备占比较高达 80%.....	4
图 3：2010 年净利润约 51%来自合资投资收益.....	4
图 4：与 GE 成立三个合资公司，成功进军高端成套开关市场	5
图 5：公司技术来源：自主研发和外部引进相结合	6
图 6：与高端品牌合作，定位高端市场.....	6
图 7：高压变频器与 Honeywell 品牌合作，满足高端客户.....	7
表 1：油气管道领域高压变频器市场规模每年达 21 亿元.....	8
图 8：与美国 AE 合作生产光伏逆变器，技术来源于 AE 公司	9
表 2：未来 5 年中国和美国大型光伏逆变器年均市场规模达 29 亿元	9
图 9：元器件产品毛利率高，盈利能力强.....	11
图 10：与 GE 成立合资公司共同发展高端低压元器件产品	11
图 11：公司低压元器件 AEG 品牌定位高端市场，竞争对手为施耐德等	12
图 12：公司低压元器件国产化进程表，2011 年底将完成大部分产品.....	12
图 13：自主品牌毛利率高，盈利能力强.....	13
表 3：相关公司估值表.....	15
表 4：盈利预测表	15

1. 公司三大业务定位高端市场

1.1 公司三大业务：成套开关、元器件和电力电子

目前公司主要有三大业务：成套开关设备、元器件和电力电子业务。（1）成套开关业务主要包括 40.5kV 及以下的高低压开关柜、配电柜等，主要用于配电业务；（2）元器件业务包括高压断路器，真空开关等；（3）电力电子业务公司产品技术领先，产品包括超大型高压变频器、有源滤波器和光伏逆变器等。

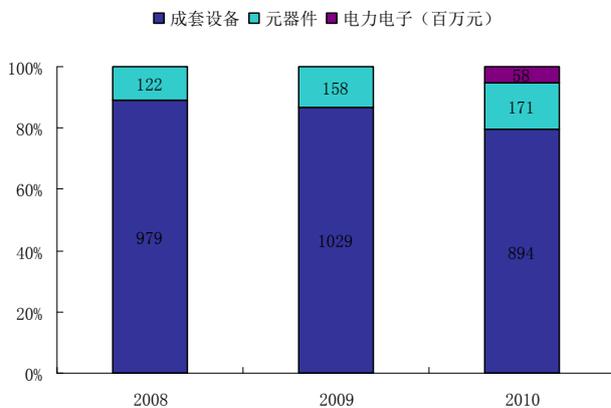
图 1：公司三大业务：成套设备、元器件和电力电子业务



资料来源：公司资料，申万研究

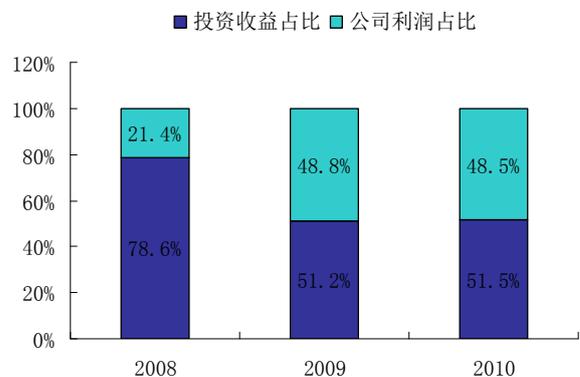
公司目前收入主要来源于成套设备，利润投资收益占比较高。公司 2008-2010 年分别实现主营收入 11.0 亿元、11.8 亿元和 11.2 亿元，其中 2010 年成套设备收入达 9 亿元，占比达 80%，成套开关设备收入占比高。公司净利润主要来自成套开关业务，其中很大部分利润来自与 GE 成立的合资企业，2010 年 51% 利润来自与 GE 合资企业的投资收益，主要是做成套开关设备和元器件业务；未来成套开关有望继续保持增长。

图 2：2010 年达成套设备占比较高达 80%



资料来源：公司公告，申万研究

图 3：2010 年净利润约 51% 来自合资投资收益



资料来源：公司公告，申万研究

公司加大自主品牌的发展力度，提升盈利能力。公司销售业务有自主品牌业务和代理品牌业务，自主品牌业务主要销售广电电气自有品牌的高低压开关柜、元器件和电力电子产品；代理品牌业务主要销售由公司与 GE 共同组建的合资公司生产的 GE 品牌高低压开关柜、元器件和干式变压器等产品。自主品牌业务毛利率较高，目前公司的发展策略是加大自主品牌的发展力度，提升公司盈利能力；代理品牌主要来自与 GE 合资公司，可增加公司投资收益。

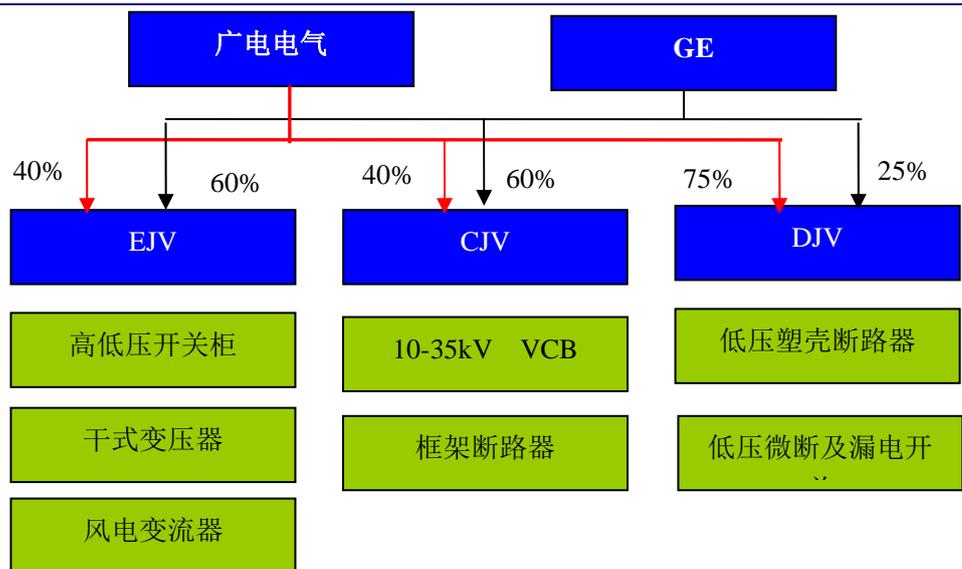
公司实施战略转型，未来电力电子和元器件业务有望成增长动力。2010 年公司开始实施业务发展战略转型，加大电力电子和元器件业务发展力度，加大高压变频器等电力电子产品的市场拓展，低压元器件产品也将年底完成系列化，未来电力电子和元器件有望成为业绩增长亮点。

1.2 公司产品技术领先，成功进入高端市场

公司三大业务产品技术领先：公司产品技术来源主要是自主研发和外部引进相结合。在高压变频器领域，公司产品技术世界领先，公司研发出世界单台容量最大的 25MVA 超大型高压变频器，主要用于油气管道输送领域；在光伏逆变器领域引进美国 AE 品牌技术，技术世界领先，转换效率高达 98.3%；低压元器件领域引进 GE 在欧洲最新研发的技术，定位高端市场，有望快速实现产业化。

在成套开关领域，公司与 GE 合作成立合资公司。公司早在 1993 年就与 GE 合作，GE 已经成为公司的重要合作伙伴，目前公司与 GE 成立三家合资公司（EJV、CJV 和 DJV），主要生产高低压开关柜，断路器等产品。公司通过成立合资公司快速进入高端成套开关设备市场。

图 4：与 GE 成立三个合资公司，成功进军高端成套开关市场



资料来源：公司资料，申万研究

成套开关设备借助 GE 品牌成功进军高端成套开关市场。公司已经为秦山核电站二期工程、美国驻中国大使馆、渤海石油平台、北京奥运会比赛场馆、国家电网改造、北京上海广州等城市轨道建设等几百个大型项目及重大市政基础设施提供了产品(包含公司自有品牌及代理品牌产品)，同时公司还为国内五大电力公司和地方电力公司的数十家电厂提供了配电设备，产品远销到印度、越南、印尼等海外市场。

1.3 与国际品牌 GE、Honeywell 合作，拓展高端客户

公司在发展自主品牌业务的同时，也积极与国外高端品牌合作，利用国际品牌的优势打开高端市场，同时有望打开国际市场。在成套开关设备业务领域，已经与 GE 合作成立合资公司，利用 GE 品牌打开高端市场。

在电力电子领域，公司与国际高端品牌 Honeywell、AE 合作：(1) 高压变频器领域：公司自主开发出全球最大 25MVA 高压变频器；公司与 Honeywell 合作，借助 Honeywell 品牌满足高端客户需求，同时有望借助国际品牌打开国际市场，给 Honeywell 品牌使用费约 2%；(2) 光伏逆变器领域：公司与美国 AE 品牌合作，借助 AE 的技术优势生产 500kw 的大型光伏逆变器，定位高端光伏电站市场；(3) 有源滤波器：公司自主开发的高端技术与产品，同时也与 Honeywell 品牌合作，目前已经进入地铁等高端领域。公司能以自己的产品与国际品牌合作，表明国际品牌对公司产品技术水平的信任，技术水平在业内处于领先地位。

公司采用多品牌运作策略，满足客户多层次需求。公司成套开关、元器件和电力电子业务产品采用多品牌运作，与高端品牌合作主要是借高端品牌进入高端市场；同一产品采用多品牌运作以满足客户多层次的需求，如果客户有品牌偏好，可以采用高端外资品牌；另外可以利用外资品牌进一步拓展国际市场，达到合作共赢的目的。这也是公司与其他厂家的不同之处。

图 5：公司技术来源：自主研发和外部引进相结合



资料来源：公司资料，申万研究

图 6：与高端品牌合作，定位高端市场



资料来源：公司资料，申万研究

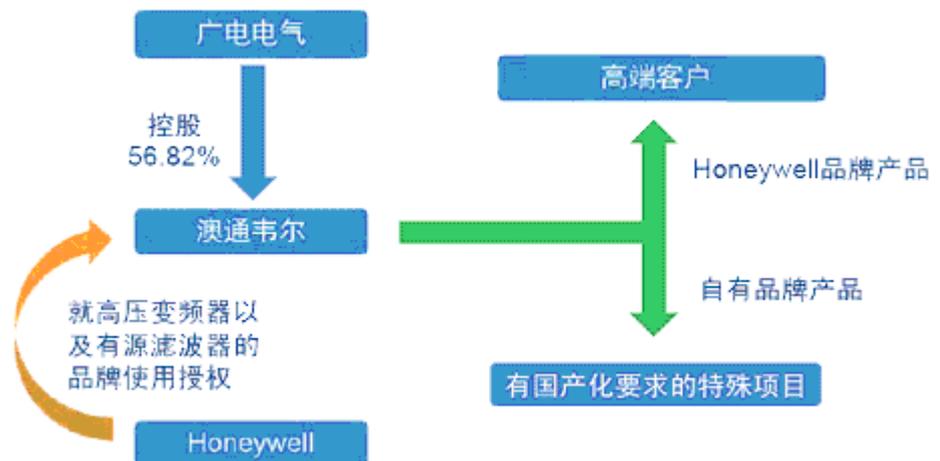
2. 电力电子技术领先，大型高压变频器有望实现进口替代

2.1 大容量高压变频器技术世界领先，有望实现进口替代

公司自主开发出全球单机容量最大的 25MVA 高压变频器。公司在高压变频器领域技术领先，公司已经开发出 11kV、25MVA 超大容量高压变频器，并于 1 月份通过国家能源局的鉴定，目前正在调试，未来将应用于石油管道输送领域。公司高压变频器采用无速度传感器矢量控制技术，单元串联多电平结构，同时具有独特的满功率测试技术，公司具有多项专利技术，拥有自主知识产权。

与 Honeywell 品牌合作，借助高端品牌拓展高端客户。高压变频器与有源滤波器产品技术归公司所有，但在品牌方面公司与高端品牌 Honeywell 合作，对高端客户，采用 Honeywell 的高端品牌。同时有望利用 Honeywell 的国际品牌打开国际市场；对有国产化要求的客户采用广电电气的品牌。

图 7：高压变频器与 Honeywell 品牌合作，满足高端客户



资料来源：公司资料、申万研究

油气管道领域高压变频器年均市场规模超过 20 亿元，市场前景广阔。根据专家估计未来 10 年每年新建油气管道达 6000 公里，一般油气管道每隔 150 公里有一个加压站，每个站平均按 3 台变频器测算，应用于油气管道领域的高压变频器年均市场规模约达 21 亿元；若未来国产化率达 50%，公司占其中 50% 的市场份额，公司年均市场规模可达 5.4 亿元，高端高压变频器市场前景广阔。

表 1：油气管道领域高压变频器市场规模每年达 21 亿元

每年新建油气管道长度 (km)	6000
油气管道加压站数 (每 150 公里一站)	40
每站需高压变频器数 (平均按 3 台测算)	3
每年高压变频器需求量 (台)	120
每台单价 (万元)	1800
油气管道领域高压变频器市场规模 (亿元)	21.6
若国产化率达 50%，国内厂家市场规模 (亿元)	10.8
若公司占国内厂家 50%，公司市场规模 (亿元)	5.4

资料来源：申万研究

油气管道领域高压变频器目前主要由国外厂家主导，未来有望实现进口替代。目前高端市场变频器主要是外资品牌如西门子、ABB 等品牌垄断，且价格较高；目前国内只有广电电气和荣信股份两家能够生产用于油气管道输送领域的大型高压变频器，公司 1 月份通过国家能源局鉴定，较荣信股份 3 月份通过国家能源局技术鉴定还早，技术领先可见一斑。

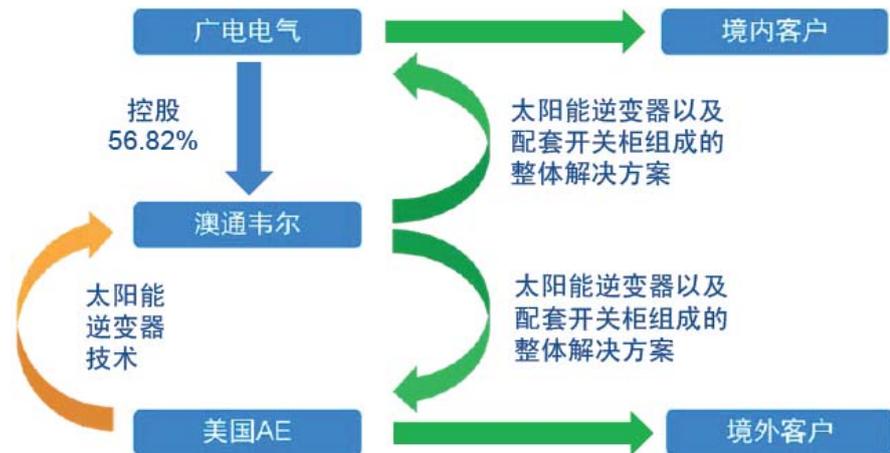
目前公司产品已经在中石油系统中调试试用，未来有望实现进口替代。此外，公司计划进入钢厂鼓风机等高端工业变频器领域，与 GE 电机系统做配套使用，因此公司高压变频器业务有望获得持续增长，成为公司业绩的增长亮点。

2.2 光伏逆变器将受益光伏装机容量增长

公司光伏逆变器业务与美国 AE 合作，生产世界领先的光伏逆变器。公司与美国 AE (Advanced Energy) 合作生产光伏逆变器，主要是世界领先的大型 500kW 逆变器；光伏逆变器转换效率 AE 公司在美国市场排名第一，转换效率高达 98.3%。(Advanced Energy 是面向新兴市场、可再生能源市场和 IT 市场的创新型电源和流体解决方案领域的全球领导者。AE 专注于高速增长的应用产品，包括太阳能电池、被动式太阳能建筑玻璃、太阳能并网逆变器、半导体、平板显示器以及其它先进应用工艺)。

技术来源于美国 AE，毛利率较高： 目前公司采用的技术是 AE 的技术，公司给 AE 主要是做代工，销往美国和欧洲市场采用 AE 品牌，代工的毛利率也可以做到 30% 左右；在国内市场的光伏逆变器采用公司广电品牌参与投标，目前已经在锡铁山项目成功应用。

公司 Solaron500E 型光伏逆变器采用先进的控制算法、稳定的最大功率点跟踪技术、业内最强的电网适应性和低电压穿越能力，高效的 IGBT 高频软开关技术和可靠的功率转换技术，在同功率等级产品中，体积最小、单机功率最大、单机效率最高，转换效率高达 98.3%。

图 8：与美国 AE 合作生产光伏逆变器，技术来源于 AE 公司


资料来源：公司资料、申万研究

公司还开发出光伏交直流柜，与 AE 的逆变器做配套，形成整体方案解决。公司已经获得 200 套订单，每套价值约 0.8-1 万美元左右，该产品毛利率较高，有望进一步增加公司盈利能力。

光伏逆变器将受益美国 and 国内光伏装机容量增长，未来大型光伏逆变器年均市场规模达 28 亿元，市场前景看好。随着光伏组件成本的持续下降，美国光伏市场也快速成长。根据 solarbuzz 的预计，美国 2011 年光伏新增装机容量乐观预计可达 2.4GW，未来新增装机容量有望达到 4-5GW。

国内光伏市场已经启动，市场前景广阔。随着国内光伏上网电价的出台，国内光伏市场将呈现快速增长，光伏逆变器的需求也将持续快速增长，预计今年国内新增装机或超 1.2GW，明年新增光伏装机容量达 2.5GW；根据光伏发展规划，预计到 2015 年装机容量达 10GW，到 2020 年国内光伏发电装机容量将达到 50GW，市场前景广阔。公司给 AE 品牌做代工同时也在国内销售，将同时受益美国和国内市场发展，光伏逆变器业务前景看好。

表 2：未来 5 年中国和美国大型光伏逆变器年均市场规模达 29 亿元

假设未来 5 年国内光伏市场年均装机容量 (GW)	3
假设未来 5 年美国光伏市场年均装机容量 (GW)	3
中国和美国光伏逆变器需求总量 (GW)	6
逆变器单价 (元/W)	0.8
光伏逆变器年均市场规模 (亿元)	48
假设大型光伏电站占比按 60% 测算	60%
大型光伏电站逆变器规模 (亿元)	28.8

资料来源：申万研究

2.3 有源滤波器应用领域有望继续扩大

公司开发出先进的有源滤波器，技术处于行业领先。公司生产的 Smartwave 系列有源滤波器是采用最先进的有源谐波补偿技术动态消除电网谐波，能够提供超前或者滞后的无功电流，改善电网功率因素，实现动态无功补偿。产品可以实现动态有源滤波，同时滤波 3 次--51 次。

公司产品已经打开高端地铁市场，未来有望继续扩大。2010 年公司进入西安地铁市场，获得大约 800 万元订单；今年进入上海地铁，获得订单金额约 2500 万元，产品得到市场认可，订单规模有望持续增长。

有源滤波市场前景看好。目前电网中大量的负载是非线性的，在使用的过程中会产生很大的谐波电流，污染电网，导致用电环境恶化，影响用电安全和用电效率。而有源滤波器是治理电网污染、提高电能质量和电网效率的有效设备。因此随处未来电能质量的提升，有源滤波需求将大幅增长。我们认为，未来公司有望进一步拓宽市场应用领域，市场前景看好。

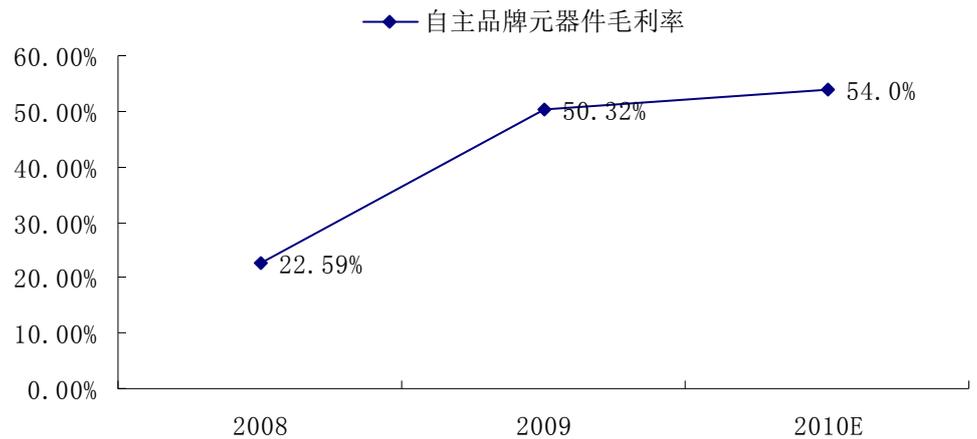
3. 元器件业务为公司发展重点，未来将成业绩增长动力

3.1 元器件毛利率高，资金周转快，成业务发展重点

元器件产品毛利率高达 50%，资金周转快。公司现有元器件业务主要是中高压元器件业务，业务规模较小，2010 年销售收入约 2 亿元。公司的发展战略是进一步加大元器件业务的发展，主要原因是元器件业务毛利率较高，目前自主品牌毛利率可达 50% 左右，资金周转快，每年可周转 3 次左右，相对成套设备周转 1-2 次快，资金占用少。

公司大力发展元器件业务的战略考虑：第一可以给公司成套开关设备做配套，自己提供元器件，提升公司毛利率；第二、加快资金周转，提高资金利用效率；第三、元器件市场空间广，目前国内成套开关厂家超过 1000 家，可以给国内其他成套设备厂家供应元器件。

图9：元器件产品毛利率高，盈利能力强



资料来源：公司资料、申万研究

3.2 高端低压元器件市场规模达 200 亿，将成业绩增长动力

公司引进 GE 低压元件技术，发展高端市场的低压元器件。公司与 GE 成立合资公司 DJV，采用 GE 低压元件技术，将高端市场的低压元器件进行国产化，打开国内的低压元器件市场；未来低压元器件将采用 AEG 高端品牌。

图 10：与 GE 成立合资公司共同发展高端低压元器件产品

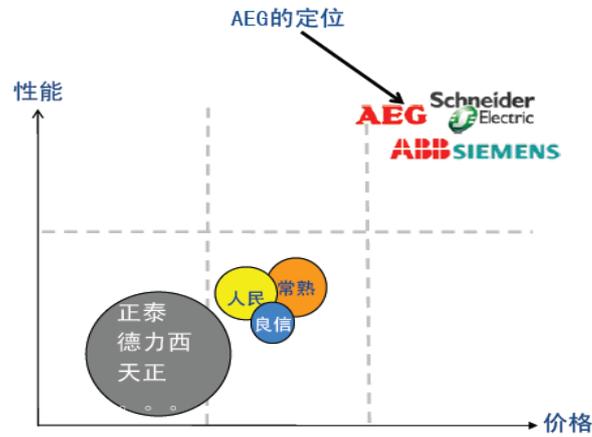


资料来源：公司资料，申万研究

高端低压元器件市场规模达 200 亿元，市场前景广阔。公司低压元器件产品定位高端市场，低压元器件高端市场技术壁垒高，毛利率高达 50%-60%。未来的竞争对手主要是国外品牌施耐德、ABB、西门子等，目前国内厂家主要在中低端市场。根据

估计，高端市场的低压元器件每年的市场规模约 200 亿元，目前施耐德每年在中国的销售额约达 50 亿元，高端市场低压元器件市场前景广阔。

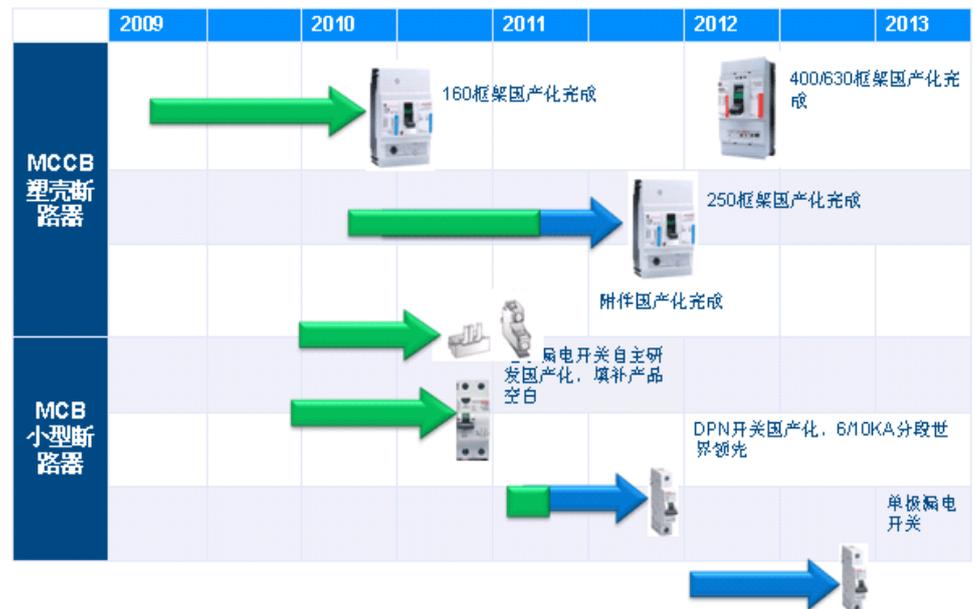
图 11：公司低压元器件 AEG 品牌定位高端市场，竞争对手为施耐德等



资料来源：公司资料，申万研究

低压元器件年底将完成国产化，明年实现销售，未来有望成公司业绩增长动力。目前 160A 的元器件已经完成国产化，250A 的元器件正在测试，其中 160A 和 250A 产品约占系列产品的 80%左右；预计到今年年底，大部分低压元器件产品将完成国产化。随着公司产品国产化的完成，公司元器件业务未来有望较快达到 5-6 个亿市场规模，毛利率高达 50%-60%，因此元器件业务有望成为公司未来业绩增长动力。

图 12：公司低压元器件国产化进程表，2011 年底将完成大部分产品



资料来源：公司资料，申万研究

4. 成套开关：加大自主品牌发展，业绩持续增长有保障

4.1 成套设备市场规模大，业绩持续增长有保障

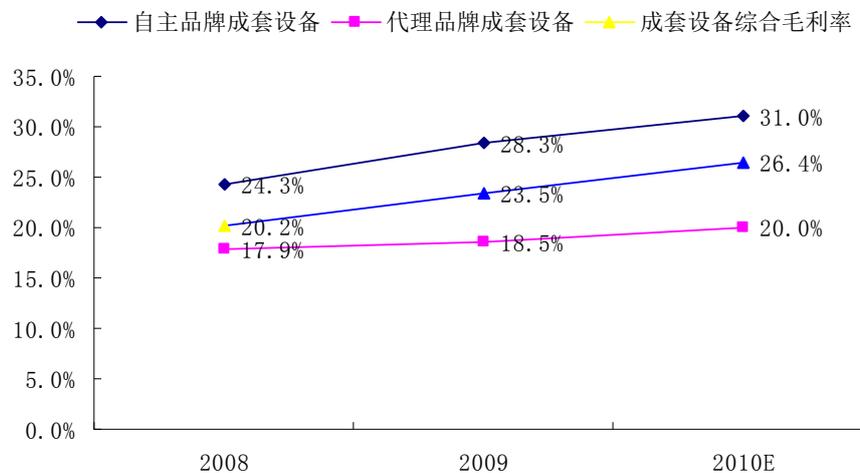
成套开关设备应用领域广，市场规模超 1000 亿。2008 年高压开关行业企业共完成工业总产值 1146 亿元，保持着近 15% 的年增长速度；其中高压开关产品（即成套开关设备产品）的产值约占行业内企业总产值的 60% 即 690 亿元。低压成套设备广泛应用在国民经济各个环节，较高压成套设备而言市场需求面更广；同时由于产品寿命、安全性及稳定性的考虑，低压开关产品的更新需求相对较大，产品的市场容量更大，预计低压成套设备市场规模超过 1000 亿元。

电力装机容量持续增长，成套开关设备行业有望持续增长。根据中电联的《电力工业“十二五”规划研究报告》，预计“十二五”期间全国电力工业投资将达 5.3 万亿，较“十一五”同比增长 68%；其中电源投资约 2.75 万亿元，到 2015 年全国发电装机容量将达到 14.37 亿千瓦左右，年均增长 8.5%。若根据 1 万 kW 发电装机容量，约需 6 万件各类低压电器产品与之配套计，“十二五”期间将新增装机容量近 4.4 亿千瓦，则需新增近 26 亿件低压电器产品配套，市场规模巨大。此外随着铁路大规模建设、电气化改造等，低压成套设备需求有望持续 15% 左右的增长。

4.2 加大自主品牌发展力度，提升盈利能力

公司加大自主品牌成套设备发展力度，提升产品盈利能力。公司成套开关设备业务有自主品牌产品和代理品牌产品，公司今年加大自主品牌成套设备的销售力度，由于自主品牌毛利率相对于代理品牌毛利率较高，有利于提升公司盈利能力。目前自主品牌成套设备毛利率约达 30% 左右，代理品牌毛利率约在 20% 左右。

图 13：自主品牌毛利率高，盈利能力强



资料来源：公司资料、申万研究

成套设备毛利率有望继续提升，未来业绩增长有保障。2011年上半年成套设备综合毛利率提升约3.7%，主要是公司加大自主品牌发展力度，上半年自主品牌业务增速超过40%。随着未来元器件自供比例的提升，未来成套设备毛利率有望继续提升。

公司作为成套设备开关的龙头企业，将受益于未来成套开关设备的持续增长。目前公司利润来源于成套设备业务占比较高，因此成套设备业务的持续增长将使得公司业绩增长有保障。

5. 股权激励方案彰显信心，超募资金将进一步提升业绩

净利润5年30%复合增长率的激励方案彰显管理层信心。4月份公司公布的股权激励方案草案，未来5年公司净利润复合增长率达30%以上，将按一定比例提取奖励基金，激励对象同时按照3:1的比例（激励基金为3，激励对象自行配比资金为1）提供配比资金，合并为各期计划的购股资金，并从二级市场回购公司限制性A股股票，授予激励对象。

公司5年30%的净利润复合增长率激励方案草案表明公司对未来业绩增长充满信心，此外采用二级市场回购，表明只有业绩长期持续增长激励对象才能获得收益，有利于股东长期利益。

公司产品依次放量增长，有望实现持续高速增长。公司目前依靠自主品牌成套设备快速增长，未来电力电子业务将实现持续快速增长，低压元器件业务产业化后将快速贡献业绩增长，因此公司有望复制荣信股份的快速增长。荣信股份的快速增长也是依次通过SVC、高压变频器、余热利用业务的快速增长得以实现。

超募资金有望进一步增强公司实力。公司上市后超募资金达10亿元，资金充裕，我们预计公司可能将进行收购或拓展其他业务，如果超募资金全部有效使用将显著增强公司实力，提升公司业绩。

隐形土地资产。公司3月公告称，公司购买EJV和CJV公司原有厂房和土地58128平方米，总计约1.7亿元，并为EJV和CJV代建新厂房，协助其搬迁至新厂房。EJV和CJV通过搬迁至新厂房可提升公司产能，增加公司投资收益；另一方面，购买土地与公司原有土地和厂房相连，有利于公司对其进行统一经营管理；此外这块土地地处奉贤商业用地区域，未来存在升值空间，若作商业用地使用，未来价值或达6-8亿元。

6. 盈利预测与估值

我们预计公司成套设备自主品牌有望市场快速增长，元器件业务增长或超50%，电力电子业务今年有望达到2.2亿元左右。

公司目前合资公司投资收益占比高，预计投资收益有望保持增长。去年投资收益占公司利润比例高达50%，公司投资收益主要来源于与GE成立的合资公司，合资公司主要也是做成套开关设备，成套设备毛利率大幅下滑的可能较小；此外合资公司新厂区建成后产能将有提升。我们认为，合资公司投资收益有望保持15%左右的稳定增长。

我们预计公司11-13年营业收入分别为15.7/20.6/26.7亿元，EPS分别为0.57/0.78/1.03元，净利润复合增长率达35%，此外公司超募10亿资金有可能进行收购兼并，提升公司业绩，业绩有望超预期，目前股价对应PE为26、19、15倍，维持“买入”评级。

表3：相关公司估值表

		收盘价			EPS			PE			2011PEG
		市值	2011-9-19	2011	2012	2013	2011	2012	2013	CAGR	
601616	广电电气	77.30	14.92	0.57	0.78	1.03	26	19	14	34.4%	0.56
002123	荣信股份	108.71	21.57	0.68	0.87	1.12	32	25	19	28.3%	0.87
002298	鑫龙电器	23.18	14.05	0.44	0.68	1.02	32	21	14	52.7%	0.39
002358	森源电气	36.27	21.09	0.65	0.95	1.30	32	22	16	41.4%	0.53

资料来源：wind, 申万研究

表4：盈利预测表

营业收入(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成套设备	97920	102856	89406	109970	134163	160996
元器件	12175	15789	17082	25623	38434	57651
电力电子	0	0	5814	22093	33139	48052
营业成本(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成套设备	78183	78736	65764	80278	96597	115917
元器件	10190	11147	11134	16399	23061	33438
电力电子	0	0	3224	11930	17232	24987
毛利率	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成套设备	20.2%	23.5%	26.4%	27.0%	28.0%	28.0%
元器件	16.3%	29.4%	34.8%	36.0%	40.0%	42.0%
电力电子			44.6%	46.0%	48.0%	48.0%
收入增长率	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成套设备		5.0%	-13.1%	23%	22%	20%
元器件		29.7%	8.2%	50%	50%	50%
电力电子				280%	50%	45%
总营业收入(万元)	110095	118645	112302	157685	205736	266699
总营业成本(万元)	88373	89882	80121	108607	136890	174342

资料来源：申万研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,219	1,138	1,577	2,057	2,667
成套设备	1,029	894	1,100	1,342	1,610
元器件	158	171	256	384	577
电力电子	0	58	221	331	481
营业总成本	1,115	1,041	1,350	1,695	2,151
营业成本	913	811	1,086	1,369	1,743
成套设备	787	658	803	966	1,159
元器件	111	111	164	231	334
电力电子	0	32	119	172	250
营业税金及附加	6	5	8	8	11
销售费用	93	71	102	144	187
管理费用	96	143	142	165	200
财务费用	9	8	11	0	-2
资产减值损失	0	4	1	10	12
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	111	103	100	110	130
营业利润	215	200	327	472	646
营业外收支	26	37	36	35	35
利润总额	241	236	363	507	681
所得税	25	29	50	71	99
净利润	216	207	313	436	582
少数股东损益	2	4	20	30	50
归属于母公司所有者的净利润	214	203	293	406	532

资料来源: 申万研究

合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	216	207	313	436	582
折旧摊销减值	5	21	(1)	35	42
财务费用	9	8	11	(0)	(2)
非经营损失	(110)	(106)	(92)	(110)	(130)
营运资本变动	(99)	(170)	(64)	(214)	(266)
其它	0	0	(128)	0	0
经营活动现金流	21	(39)	39	146	226
资本开支	123	158	194	100	80
其它投资现金流	124	102	100	110	130
投资活动现金流	0	(56)	(94)	10	50
吸收投资	12	27	1,995	0	0
负债净变化	61	182	(220)	(50)	0
支付股利、利息	35	58	21	(0)	(2)
其它融资现金流	0	(31)	(209)	0	0
融资活动现金流	38	119	1,546	(50)	2
净现金流	60	24	1,490	106	279
企业自由现金流	(133)	(237)	(96)	146	271
权益自由现金流	(78)	(48)	(365)	97	273

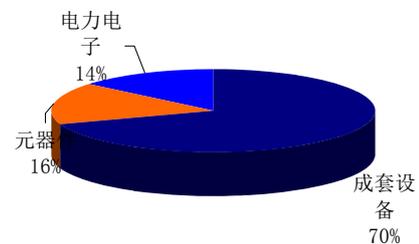
资料来源: 申万研究

关键假设

	2010	2011E	2012E	2013E
--	------	-------	-------	-------

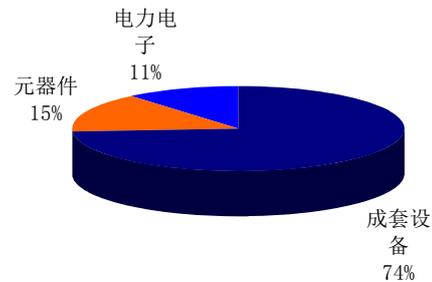
收入结构

2010年收入结构

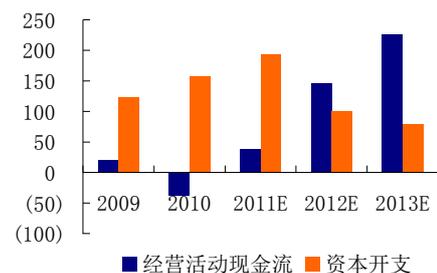


成本结构

2010年成本结构



资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

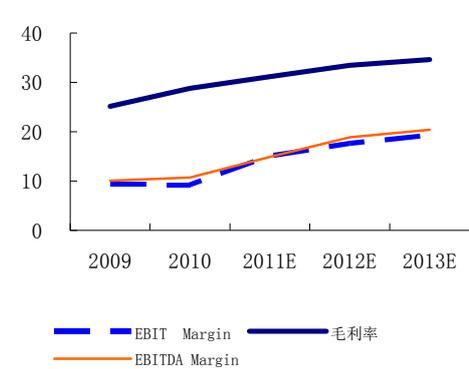
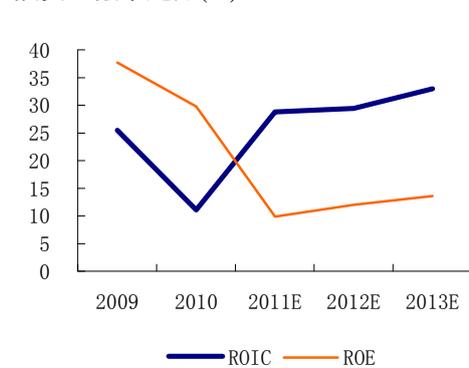
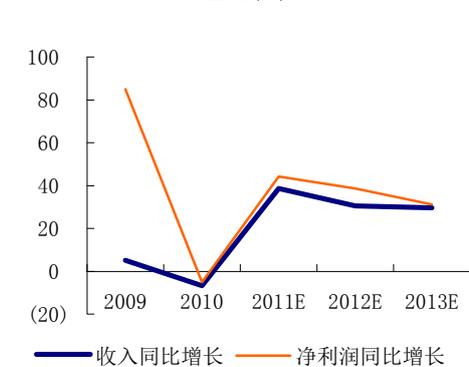
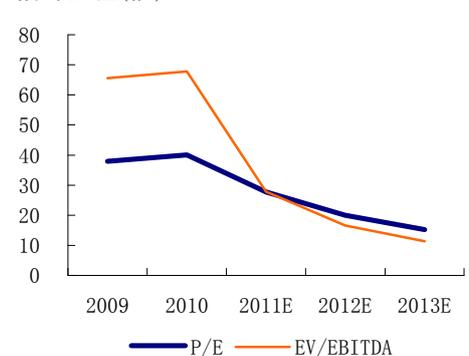
百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	971	1,176	2,883	3,360	4,113
现金及等价物	122	142	1,632	1,738	2,017
应收款项	640	872	1,020	1,330	1,725
存货净额	208	163	231	291	371
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	248	227	227	227	227
固定资产	168	282	465	543	596
无形资产及其他资产	90	139	144	141	138
资产总计	1,477	1,823	3,719	4,271	5,073
流动负债	773	942	739	855	1,076
短期借款	150	320	100	50	50
应付款项	524	495	639	805	1,026
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	101	129	90	90	90
负债合计	874	1,071	829	945	1,166
股本	243	413	518	518	518
资本公积	3	3	1,893	1,893	1,893
盈余公积	39	54	83	124	177
未分配利润	282	211	475	840	1,319
少数股东权益	36	71	91	121	171
股东权益	603	752	3,060	3,496	4,078
负债和股东权益合计	1,477	1,823	3,889	4,441	5,243

资料来源: 申万研究

重要财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标(元)					
每股收益	0.41	0.39	0.57	0.78	1.03
每股经营现金流	0.09	-0.09	0.08	0.28	0.44
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.48	1.82	5.91	6.75	7.87
关键运营指标(%)					
ROIC	25.5	11.1	28.8	29.4	33.0
ROE	37.7	29.8	9.9	12.0	13.6
毛利率	25.2	28.8	31.1	33.5	34.6
EBITDA Margin	10.0	10.7	14.9	18.8	20.4
EBIT Margin	9.3	9.2	15.0	17.6	19.3
收入同比增长	5.1	(6.7)	38.6	30.5	29.6
净利润同比增长	85.0	(5.0)	44.2	38.6	31.2
资产负债率	59.2	58.8	22.3	22.1	23.0
净资产周转率	2.15	1.67	0.53	0.61	0.68
总资产周转率	0.83	0.62	0.42	0.48	0.53
有效税率	19.1	21.8	19.0	18.0	18.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	38.0	40.0	27.7	20.0	15.3
P/B	6.3	8.6	2.7	2.3	2.0
EV/Sale	6.6	7.3	4.1	3.1	2.3
EV/EBITDA	65.6	67.8	27.9	16.6	11.4

资料来源: 申万研究

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


信息披露

证券分析师承诺

李晓光：机械。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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。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。