

2012-7-27

公司报告(点评报告)

评级 **中性** **首次**

广电电气 (601616)

## 电力电子向好难掩总体业绩下滑

分析师: 刘元瑞

☎ (8621)68751072

✉ denghl1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120022

联系人: 邓浩龙

☎ (8621)68751072

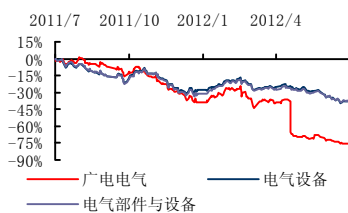
✉ denghl1@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

### 报告要点

#### ■ 事件描述

广电电气发布 2012 年半年报。上半年公司实现营业总收入 4.4 亿元, 同比下降 21.3%, 归属于上市公司股东的净利润 2154.8 万元, 同比下降 72.3%。

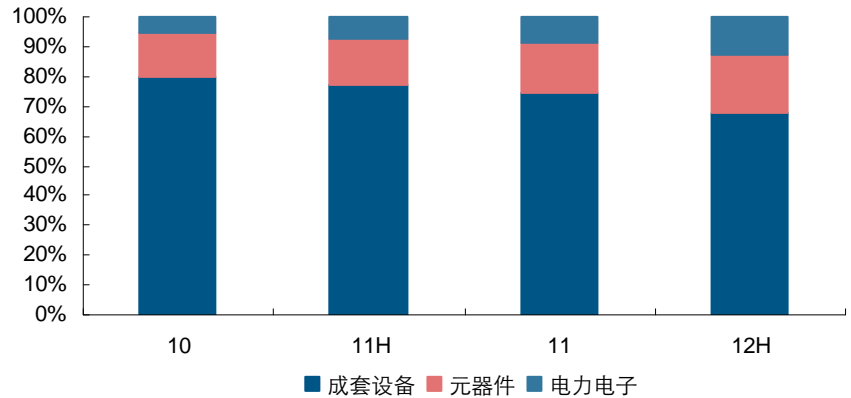
#### ■ 事件评论

- 上半年总营收下滑超市场预期。具体到三项业务来看, 不同类别产品间变化差异较大。其中, 成套设备(开关柜)业务同比下降达到 32.63%, 成为拖累总业绩的最重要因素; 元器件业务则受开关柜销售下降影响, 同比下降只有 3%; 本次电力电子业务表现抢眼。在大容量变频器市场化带动下, 该板块上半年营收同比上升高达 38%。
- 成套设备占总营收比重最大, 其大幅下滑值得关注。我们认为, 这一变化主要受外围宏观环境所影响。这是因为, 公司该业务产品(即中低压开关柜)主要用于电网外市场, 如造纸厂及化工等。这些下游行业固定资产投资与经济增速具有较强正相关性。在当前整体宏观经济下行的背景下, 开关柜的需求受到抑制。我们预测短期内设备需求难以出现较大反弹, 成套业务下行压力仍较大。
- 半年报中最具亮点的业务是电力电子。其 38% 的增速显示公司在一次设备之外的新市场开拓较为成功。这其中最为值得关注的是公司的大型高压变频器, 目前在进口替代过程中表现良好。相信公司该项业务未来会进一步贡献业绩。
- 归属净利润降幅远超营收。在毛利率稳中有升的背景下, 发生这种情况的原因主要有期间费用率的走高和投资收益的锐减。销售费用率的上升主要是由于开关柜市场销售的困难以及新设备的推广; 管理费用率则主要是由于工资比去年提升较多。近期来看, 我们认为以上几个不利因素还会持续, 相关费用维持在目前水平可能性较大。
- 投资收益锐减也是需重点跟踪的一个问题。上半年该项收益下降达 78.5%。这主要归因于广电电气与 GE 的合资企业(上海通用电气广电、上海通用电气开关有限公司)。两子公司原为 GE 风能提供配套的变流器。而近年 GE 风能业务面临全球性衰退, 再叠加人民币汇率问题影响, 就直接导致广电对两家子公司的权益性投资收益下降。我们认为短期内影响投资收益的不利因素同样难以发生改变, 其数据存在继续下滑的可能性。

## 开关柜产品下滑超预期，电力电子业务仍是亮点

广电电气原是一家专业生产中低压成套产品（主要为开关柜）的电力设备企业，主营电压等级为 400v、10kv、24kv 以及 35kv。近年来，公司积极开拓新业务，逐步形成了成套设备、元器件以及电力电子三大类产品齐驱的业务布局。根据 12 年半年报的数据，目前成套设备收入占比已下降至 68%，元器件和电力电子则分别为 19%和 13%。

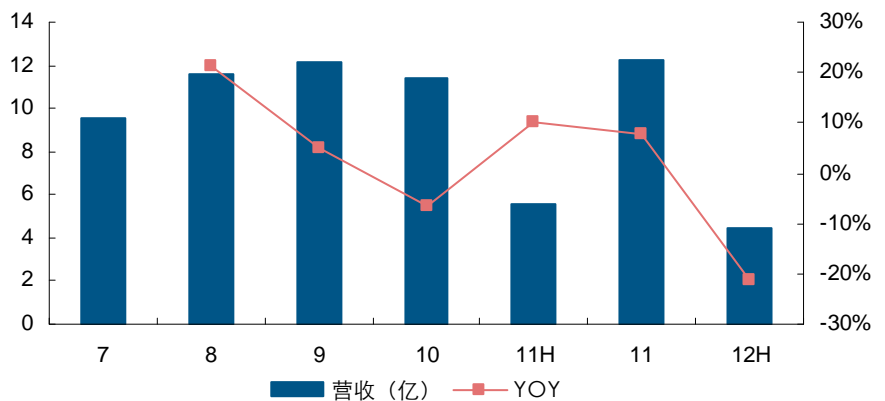
图 1：公司三大业务驱动的结构逐渐形成



资料来源：公司公告,长江证券研究部

在公司进行产品布局的过程中，我们注意到其总体业绩变动情况却不如人意。08 年至 11 年公司营收增速总体呈下降趋势。而根据 12 年半年报数据，其总收入更是出现了 21.3%的降幅,超出市场预期。

图 2：公司业绩变动不如人意

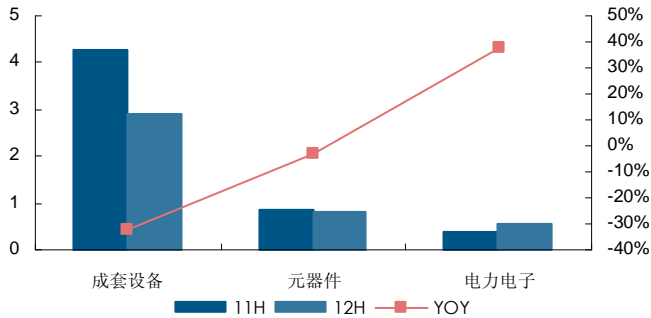


资料来源：公司公告,长江证券研究部

具体到三项业务来看，不同类别产品间变化差异较大。其中，成套设备（开关柜）业务同比下降达到 32.63%；元器件业务则受开关柜销售下降影响，同比下降只有 3%；与前两项产品变化不同的是，公司本次电力电子业务表现抢眼。在大容量变频器市场化带动下，该板块上半年营收同比上升高达 38%。

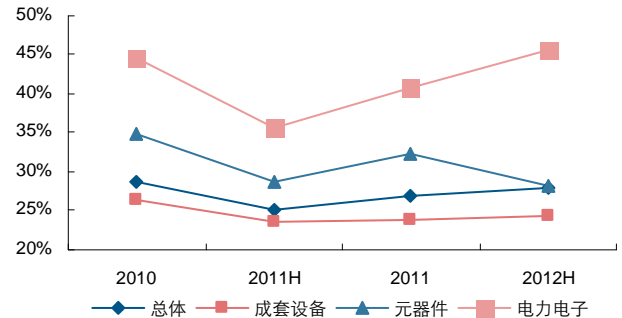
值得指出的是，营收的类似结构性变化也同样表现在毛利率上。上半年公司总体毛利率轻微上调 2.75%。其中，成套设备与元器件毛利率基本保持稳定；电力电子则由于大功率变频器占比上升而提升 10%。

图 3: 成套设备营收下挫明显, 电力电子表现不俗 (亿)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 电力电子毛利率大幅提升 10%



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

在上述三项业务中, 成套设备业务的变动是最值得关注的。其在总业务中的过高占比 (70%左右), 导致该项业务的变动直接决定了总营收的增减。而在 12 年上半年中, 成套设备收入降幅却远超市场预期。我们认为, 公司成套业务的下滑主要是受外围宏观环境所影响。这是因为, 公司该业务主要产品 (即中低压开关柜) 大部分用于电网外市场, 如造纸厂、电厂、轨道交通以及化工等。这些下游行业固定投资进度又与经济增速具有较强正相关性。在当前整体宏观经济下行的背景下, 开关柜的需求受到抑制, 从而直接影响到公司的销售。根据目前市场对于经济形势的判断, 我们预测短期内设备需求难以出现较大反弹, 成套业务下行压力仍较大。

本次半年报中最具亮点的业务是电力电子。其 38% 的增速显示公司在一次设备之外的新市场开拓较为成功。这其中最为值得关注的是公司的大型高压变频器。此前该市场主要由 ABB 和西门子等外企控制, 国内只有如荣信股份一类的龙头企业在进行进口替代。公司目前成功做到后来居上, 基本能与荣信同等竞争。相信公司该项业务未来会进一步贡献业绩。

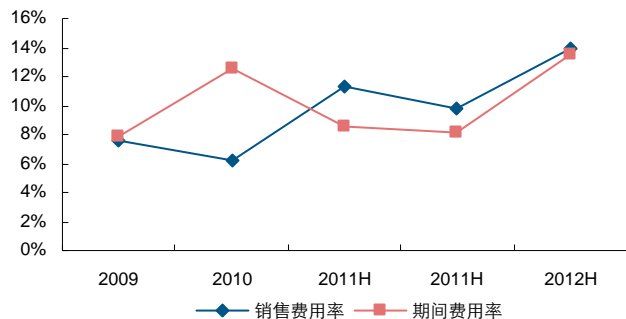
## 期间费用走高, 投资收益锐减

相比于总营收 21.3% 的降幅, 公司归属净利润同比下降更是达到 72.3%。在整体毛利率稳中有升的背景下, 发生这种情况的原因主要有期间费用率的走高和投资收益的锐减。

从期间费用率看, 公司上半年销售费用率和管理费用率分别达到 13.91% 和 12.49%, 同比上升 2.57 和 5 个百分点。通过报表我们可以判断, 销售费用率的上升主要是由于开关柜市场销售的困难以及电力电子、元器件等新设备的推广; 管理费用率则主要是由于工资比去年提升较多。近期来看, 我们认为以上几个不利因素还会持续, 相关费用维持在目前水平可能性较大。

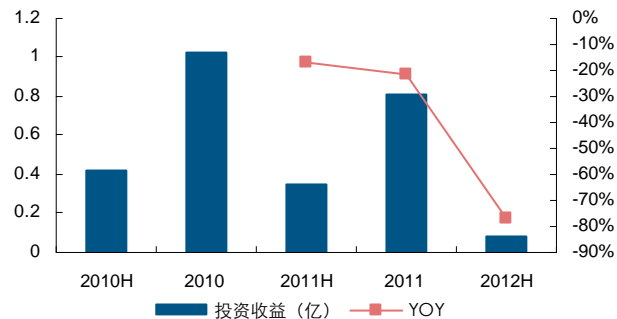
除了期间费用率, 广电投资收益锐减也是需要重点跟踪的一个问题。2011 年, 公司投资收益就同比减少 2200 万元, 降幅达 21.5%; 而到了今年上半年, 这一降幅又扩大到 78.5%, 严重影响公司业绩。分析这一锐减背后的原因, 可以发现其主要归因于广电电气与 GE 的两个合资企业 (上海通用电气广电、上海通用电气开关有限公司)。两家子公司原来为 GE 风能提供配套的变流器。而近年 GE 风能业务面临全球性衰退, 再叠加人民币汇率问题影响, 就直接导致广电对两家子公司的权益性投资收益下降。与期间费用率相似, 我们认为短期内影响投资收益的不利因素同样难以发生改变, 其数据存在继续下滑的可能性。

图 5: 公司期间费用率走高



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 公司投资收益锐减



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>1224</b>	<b>1004</b>	<b>1054</b>	<b>1160</b>	货币资金	1386	1318	1402	1460
营业成本	890	723	757	835	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>335</b>	<b>281</b>	<b>297</b>	<b>325</b>	应收账款	989	811	852	937
%营业收入	27.3%	28.0%	28.2%	28.0%	存货	179	138	143	157
营业税金及附加	5	4	4	5	预付账款	202	164	172	190
%营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	21	24	21	22
销售费用	120	125	116	116	<b>流动资产合计</b>	<b>2824</b>	<b>2493</b>	<b>2629</b>	<b>2810</b>
%营业收入	9.8%	12.5%	11.0%	10.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	100	120	105	116	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	8.1%	12.0%	10.0%	10.0%	长期股权投资	210	210	210	210
财务费用	-14	-8	-4	-3	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-1.1%	-0.8%	-0.4%	-0.3%	固定资产合计	335	430	419	408
资产减值损失	3	3	3	3	无形资产	132	123	114	106
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	6	6	6	6
投资收益	81	18	30	40	递延所得税资产	10	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>202</b>	<b>54</b>	<b>102</b>	<b>128</b>	其他非流动资产	127	127	127	127
%营业收入	16.5%	5.4%	9.7%	11.0%	<b>资产总计</b>	<b>3645</b>	<b>3390</b>	<b>3506</b>	<b>3667</b>
营业外收支	36	35	35	35	短期贷款	290	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>238</b>	<b>89</b>	<b>137</b>	<b>163</b>	应付款项	490	398	417	460
%营业收入	19.4%	8.9%	13.0%	14.0%	预收账款	43	35	37	41
所得税费用	29	11	17	20	应付职工薪酬	1	1	1	1
净利润	209	78	120	143	应交税费	27	12	17	19
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>211.1</b>	<b>79.1</b>	<b>121.4</b>	<b>144.2</b>	其他流动负债	116	102	103	112
少数股东损益	-2	-1	-1	-2	<b>流动负债合计</b>	<b>967</b>	<b>548</b>	<b>574</b>	<b>633</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.23</b>	<b>0.08</b>	<b>0.13</b>	<b>0.15</b>	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	23	23	23	23
					<b>负债合计</b>	<b>990</b>	<b>570</b>	<b>597</b>	<b>655</b>
					归属于母公司	2590	2669	2790	2934
					少数股东权益	65	64	63	61
					<b>股东权益</b>	<b>2655</b>	<b>2733</b>	<b>2853</b>	<b>2996</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>3645</b>	<b>3303</b>	<b>3450</b>	<b>3651</b>
					<b>基本指标</b>				
						2011A	2012E	2013E	2014E
					EPS	0.226	0.085	0.130	0.155
					BVPS	5.00	2.86	2.99	3.15
					PE	17.54	46.79	30.49	25.67
					PEG	-1.47	-3.92	-2.56	-2.15
					PB	0.79	1.39	1.33	1.26
					EV/EBITDA	12.10	31.98	17.89	14.42
					ROE	8.2%	3.0%	4.4%	4.9%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



## 研究部/机构客户部

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼  
(200122)  
电话: 021-68751100  
传真: 021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼  
(430015)  
传真: 027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室  
(100032)  
传真: 021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼  
(518000)  
传真: 0755-82750808  
0755-82724740

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。