

广电电气(601616)调研报告

谨慎推荐

高端系列元器件和电力电子及新能源业务引领企业腾飞
电气设备

首次覆盖

发布时间: 2011年5月17日

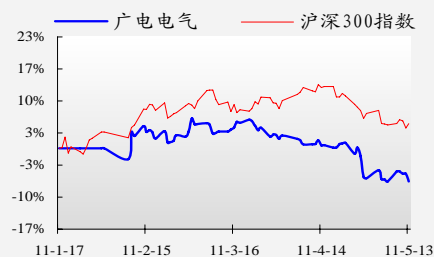
投资要点:

- **产业链完整、产品线丰富的配电设备提供商。**公司已形成三大块业务板块: 高低压开关柜为主的成套设备业务、全系列高低压配电与控制元器件业务、电力电子及新能源业务。
- **公司的核心经营模式是“引进外资、消化吸收、再创新”。**公司在与 GE 公司长达 20 年的合作中, 形成了适合自身发展的技术引进与合作生产模式, 并将这种经营模式成功地复制到了元器件和电力电子业务板块。
- **公司是少数进军高端系列元器件业务的内资企业, 有望分享高盈利水平, 并延伸成套设备产业链上游。**DJV 公司是广电电气主力打造的低压元件国产化的平台, 主营 MCCB 塑壳断路器和 MCB 微型断路器。未来元器件系列的整合将围绕 AEG 品牌的资源整合, 中压产品 35kV 以下全系列也将向 AEG 品牌升级。
- **电力电子及新能源业务多点开花, 超大容量变频器占领技术制高点。**公司节能环保的电力电子产品采用 Honeywell 品牌, 其中 25MVA 高压变频器在西气东输领域得到应用, 率先实现进口替代。公司为美国 AE 代工生产的光伏逆变器在 2011 年将实现批量销售。
- **我们预测公司 2011、2012、2013 年的 EPS 分别为 0.58、0.79、1.07 元, 对应目前股价市盈率分别为 29 倍、21 倍、16 倍, 给予“谨慎推荐”评级。**
- **风险提示:** 国内输配电行业竞争加剧的风险; 高端元器件业务市场开拓不顺的风险; 与外资品牌合作的变化风险。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)	净资产 收益率 (%)
2010	113,786	-6.52	20,293	-4.57	0.49	33.76	
2011E	160,893	41.40	30,236	49.00	0.58	28.52	
2012E	212,220	31.90	40,794	34.92	0.79	20.94	
2013E	278,575	31.27	55,319	35.60	1.07	15.46	

走势图



市场数据 2011-5-17

收盘价:	16.56 元
52 周最高价:	19.28 元
52 周最低价:	16.50 元
平均持仓成本:	18.44 元

基本数据 2011Q1

总股本 (万股):	51,810
流通 A 股 (万股):	10,500
每股收益 (元):	0.059
每股净资产 (元):	4.95
每股经营现金流 (元):	-0.14
市净率:	3.34

分析师: 周思立 联系人: 杨佳丽
执业证书编号: S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000-315

FAX: (8621)6337 3209

Email: yangjl@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

一、公司业务概况：产业链完整、产品线丰富的配电设备提供商

广电电气经过二十多年发展，目前已形成三大块业务板块：高低压开关柜为主的成套设备业务、全系列高低压配电与控制元器件业务、电力电子及新能源业务（如表1所示）。

表1 广电电气的业务板块

成套设备 Equipment	高低压元器件 Component	电力电子及新能源 Eco-Energy
>高低压开关柜 >干式变压器 >变频调速开关柜 >动力配电箱 >环网开关柜	>中压真空开关系列 >低压框架断路器 >塑壳断路器 >微断、漏电系列 >智能电表，电力控制单元 >ATS 系列	>节能高压变频器系列 >APF 电能质量产品 >太阳能并网系统 · 逆变器 · BOS · 监控系统

资料来源：招股说明书、东北证券整理

二、核心经营模式：引进外资、消化吸收、再创新

广电电气与GE旗下的工业系统集团合作最早可追溯到1993年，先后共同投资设立了三家合资公司：上海通用电气广电有限公司（EJV）、上海通用电气开关有限公司（CJV）、上海通用广电电力元件有限公司（DJV），在中国生产、销售40.5kV及以下的全系列配电设备和元器件。通过与GE近二十年的合作，广电电气在合作伙伴和合作模式选择、技术引进吸收并国产化的途径有了独到的经验积累。随后，广电电气将这种运作模式成功地复制到了其他业务板块，如高端系列元器件、电力电子及新能源领域，公司和美国AE公司、Honeywell公司、德国AEG公司等开展了一系列的品牌授权或联合生产经营。

我们认为，公司较好地利用了自身对中国市场经营环境熟悉的优势，通过和外资深入合作的模式，以较快的速度、较低的成本切入了新的业务领域，并以客户主导的理念将技术和生产本土化、国产化，这种业务模式是可复制的、高效的、共赢的，也是公司的核心竞争力。

三、成套设备业务：稳定增长

高低压成套开关设备是公司经营多年的传统产品。公司主要参与竞争的区域集中在0.4kV、3.6kV~40.5kV。品牌经营模式分为广电自主品牌和代理GE品牌，后者由合资公司EJV（1999年底广电电气与GE合资设立，GE控股60%，广电占40%）进行生产。从下游市场来看，自主品牌和代理品牌的客户重叠度较低，自主品牌主要面向的是中端市场，用户注重产品性价比，如大型电厂的配套设施、电力配网、地铁、地方化工、造纸厂等；而代理的GE品牌主要面对高端市场，该市场的用户对价格敏感度较低，具有较强品牌偏好，主要都是大项目，盯的是如中石油、中石化、中海油、大型电厂、通用汽车等外商投资企业、高档酒店楼宇高端客户。从成套设备的分品牌经营来看，代理成套设备的营收占比在过去4年有下降趋势，而自主成套设备的营收占比有提升趋势，主要是由于公司自主品牌的起初基数相对较小，在近几年得到恢复成长，并且国内注重性价比的下游需求增速高于强品牌偏好客户的需求增长。

高低压成套设备的销售合同多通过参加招标、议标的方式取得，是项目制的形式，总体上竞争较为激烈，产品毛利率水平一般。并且成套设备产品项目前期跟踪时间较长，后期对于现场安装维护和售后技术支持的要求较高，所以整个收入的确认周期较长，对资金

链占用较大。广电电气对成套设备的未来战略规划是在落实募投项目增加产能的实施的，实现稳定增长，从中选择较优质的注重品牌和质量为客户。

表2 成套设备的生产主体和销售主体情况

经营主体	品牌类型	单位名称
生产主体	自主品牌	股份公司成套部、山东广电、内蒙古广电、OEM 厂家；
	代理品牌	EJV（广电与 GE 合资设立）
销售主体	自主品牌	股份公司成套部
	代理品牌	广电工程公司

资料来源：招股说明书、东北证券整理

四、高低压元器件业务：大力发展高端系列低压元器件，快速增长

元器件领域是一个量大面广的市场，目前中国低压元器件业务的总市场容量约400亿，其中，高端系列产品约200亿。由于元器件业务技术壁垒高、前期研发投入大，目前能生产的厂商相比成套设备生产厂商要少很多，竞争格局相对温和，尤其是高端的元器件基本由外资垄断（如施耐德、ABB、西门子、GE等），内资企业（常熟开关厂、上海人民电器厂、正泰电气诺雅克等）具备规模量产的较少，因而，高端元器件业务盈利能力强，其毛利率水平显著高于成套设备（可达40-50%）。从现金流的角度，由于销售模式的差异，元器件业务比成套设备业务有更快的资金周转率快（成套设备的年周转次数约2.5次，元器件业务的年周转次数可高达11次）。此外，元器件业务的重要意义还在于延伸深化产业链，提高低压开关柜的自主配套能力。随着元器件自供比例的提高，也有望降低成套设备的成本。

广电电气在近几年已成功打入成套设备的产业链上游，进入元器件领域。目前广电电气的元器件业务的生产主体主要分布在：（1）CJV公司；（2）DJV公司；（3）上海安奕极；（4）OEM厂商，主要是上海市布博西开关有限公司。其中，DJV和上海安奕极为广电电气的控股子公司，生产广电电气自主品牌的元器件；而CJV为广电电气的参股子公司，生产代理GE品牌的元器件（具体业务如表3所示）。公司的元器件产品主要由广电销售公司负责对外销售，由于元器件产品对于技术支持的要求则相对较低，主要通过渠道销售，公司计划在2-3年内完成覆盖中国一、二线城市的分销商渠道。

表3 元器件产品的生产主体情况

公司名称	当前股权结构	公司地位	品牌	产品系列
CJV	广电电气占40%， GE占60%	参股	代理GE品牌	VCB高压真空断路器、ACB低压框架断路器（ME09系列）等元器件
DJV	广电电气占75% 股权，GE占25% 股权	控股	自主品牌 （AEG）	高端低压元器件：MCCB塑壳断路器（MM9系列、MC9系列）、MCB微型断路器（E90系列）等元器件
上海安奕极	广电电气占75% 股权，澳洲BBC占 25%股权	控股	自主品牌 （AEG）	eVB 系列户内高压真空断路器、VCR193 高压真空接触器等元器件 ATS系列、智能电表、电机保护、综合保护等智能终端

资料来源：招股说明书、东北证券整理

发展历程：1999年底，广电电气与GE太平洋合资设立CJV公司。2007年，广电电气收购上海安奕极成为公司控股子公司。2009年，广电电气与GE合资兴建DJV（与GE合资的第

三家公司),主要生产高端系列的低压元器件,主营的低压断路器包括MCCB塑壳断路器、MCB微型断路器等元器件。DJV公司是广电电气主力打造的低压元件国产化的平台,其中MCCB塑壳断路器已于2010年年底完成了160框架的国产化并将成本下降25%,公司计划于2011年年底完成250框架的国产化并将成本下降45%。未来元器件系列的整合将围绕AEG品牌的资源整合,中压产品35kV以下全系列也将向AEG品牌升级。(注:AEG是一个德国百年高端品牌,1996年GE收购了其低压业务,目前广电电气和AEG已签订了25年的合作协议。)

目前公司的高低压元器件的产品业务已经获得了快速发展,2010年销售收入接近2亿元(含内配套),实现对外销售增长43%,其中eVB中压断路器增长35%,AEG低压元器件开始进入高端市场,市场与渠道建设都取得了较好的成绩,如2011年初,公司的AEG元器件在青岛最高端楼宇——万丽海景获得突破。我们认为,元器件业务是公司重要的增长引擎,未来三年将迎来快速增长。

五、电力电子及新能源业务:高速发展

广电电气于2010年收购了上海澳通韦尔电力电子有限公司部分股权,达到控股的56.82%股权,并使公司成功进入高压变频器、有源滤波器、光伏并网系统等节能环保、新能源利用等新兴电气产品行业。其中,新能源领域的光伏逆变器采用美国AE(Advanced Energy)品牌,节能环保领域的高压变频器和有源滤波装置APF采用美国霍尼韦尔(Honeywell)品牌。

2010年,电力电子及新能源业务的营业收入已初具规模达0.8亿,随着公司超大型高压变频器在西气东输和钢铁、采矿等传动领域的应用,太阳能并网逆变器完成多个认证并规模量产,以及有源滤波器在地铁等行业获得突破,我们预计该业务在2011年或将迎来翻倍式增长。

5.1 AE 太阳能并网系统:

广电电气给美国AE公司配套生产的光伏并网系统包括Solaron 500E太阳能光伏并网逆变器、SoleilGate光伏方阵汇流箱、Solaron 500E AC/DC开关柜。其中,光伏逆变器源自AE技术,可通过有效控制和AE软整流技术达到98%的CEC效率,该产品是OEM代工生产性质,毛利率水平较低;而交直流柜源自广电电气自身技术,毛利率水平较高。

产品进展情况:广电电气与美国AE公司合作生产的500KW太阳能逆变器目前已完成欧洲CE认证,2010年4季度实现了12台销售。光伏智能并网交直流装置通过测试,获得加拿大CSA认证,目前批量销往美国,已获订单200套。

5.2 Honeywell 环保节能产品:

广电电气采用Honeywell商标主要提供高压变频器和有源滤波器两大类节能环保的电力电子产品。

广电电气生产的高压变频器有SolidDrive系列和RP系列,其中RP系列采用难度相对较大的矢量控制技术。公司在大功率大容量高压变频器市场已得到积极突破,主要下游应用包括(1)应用于长距离石油天然气输送的25MVA高压变频器,装置单机容量为国际上同类变频调速装置最大,根据我们对市场定价的判断,单套装置定价基本在1800-1900万左右,约国际品牌如西门子同类产品售价的2/3,公司和荣信股份是国内唯一两家承接石油天然气管道输送20MW设备(整套设备含空压机、电机、变频器)变频器产品国产化的研制单位,公

公司产品已于2011年1月19日率先通过国家能源局鉴定，目前获得中石油西气东输试用意向。

(2)与GE电机建立战略联盟合作关系，针对钢铁、采矿等大型传动项目提供传动一体化解决方案：目前公司生产的3.2万千瓦大型鼓风机软启动变频器已在汉中钢厂成功选用，根据我们对市场同类产品价格的了解，单套产品售价约700-800万左右。公司在超大容量高压变频器蓝海领域抢占先机，缓解了其通用变频器产品因价格战拉低毛利率的负面影响。

广电电气生产的SmartWave系列有源电力滤波器，目前已赢得地铁行业的突破（西安地铁项目），虽然有源滤波器由于单位售价较高目前尚没有大范围应用，但随着人们对谐波治理意识的提高，APF后续的市场会越来越大，例如以前很多地铁是不采用APF的，而现在基本是标配。公司作为国内少数掌握有源滤波核心技术的企业之一，静待有源滤波市场的成熟。

六、盈利预测、估值及投资建议

核心假设：

(1)成套设备在未来3年总体上保持15-20%的稳定增长，其中自主品牌销售的占比稳步提升，毛利率保持在28-30%；而代理品牌的成套业务占比有所下降，毛利率约18%；

(2)自主生产的高端系列元器件在未来三年保持快速成长，毛利率按50%的水平测算；

(3)电力电子及新能源业务在2011年有翻倍式增长，2012-2013年仍保持较高速增长；

表4 分产品收入和毛利率预测表（单位：万元）

		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成套设备(含自主&代理)	销售收入	102,856	89,406	105,562	124,691	147,348
	营收占比	86.69%	79.61%	65.61%	58.76%	52.89%
	收入增速	5.04%	-13.08%	18.07%	18.12%	18.17%
	毛利率	23.45%	26.44%	25.49%	25.61%	25.73%
元器件(含自主&代理)	销售收入	15,789	17,082	24,331	35,030	50,978
	营收占比	13.31%	15.21%	15.12%	16.51%	18.30%
	收入增速	29.69%	8.19%	42.44%	43.97%	45.53%
	毛利率	29.39%	34.82%	33.97%	35.53%	37.07%
电力电子及新能源	销售收入		5,814	25,000	37,500	56,250
	营收占比		5.18%	15.54%	17.67%	20.19%
	收入增速			330.00%	50.00%	50.00%
	毛利率		44.55%	45.00%	45.00%	45.00%
系统集成及其他新项目	销售收入			6,000	15,000	24,000
	营收占比			3.73%	7.07%	8.62%
	收入增速				150.00%	60.00%
	毛利率			30.00%	30.00%	30.00%
主营业务	销售收入	118,645	112,302	160,893	212,221	278,576
	营收增速	7.77%	-5.35%	43.27%	31.90%	31.27%
	综合毛利率	25.16%	28.34%	29.97%	30.98%	32.06%

表5 盈利预测表 (单位: 万元)

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	121,921.38	113,786.71	160,893.39	212,220.79	278,575.59
减: 营业成本	91,251.74	81,058.98	112,670.13	146,468.72	189,257.27
减: 营业税金及附加	573.96	475.80	724.02	954.99	1,253.59
销售费用	9,258.28	7,102.47	10,458.07	12,733.25	15,321.66
管理费用	9,584.38	14,286.83	16,893.81	21,222.08	26,464.68
财务费用	871.14	813.23	-1,287.15	-1,061.10	-557.15
资产减值损失	-42.62	390.35	400.00	400.00	400.00
加: 投资净收益	11,058.19	10,311.38	11,000.00	12,500.00	14,000.00
营业利润	21,482.69	19,970.42	32,034.50	44,002.85	60,435.55
加: 营业外收入	2,631.70	3,735.62	3,000.00	3,200.00	3,500.00
减: 营业外支出	23.41	62.76	50.00	50.00	50.00
利润总额	24,090.98	23,643.28	34,984.50	47,152.85	63,885.55
减: 所得税	2,492.04	2,906.21	4,198.14	5,658.34	7,666.27
净利润	21,598.95	20,737.06	30,786.36	41,494.51	56,219.28
减: 少数股东损益	231.36	443.73	550.00	700.00	900.00
归属于母公司所有者的净利润	21,367.59	20,293.33	30,236.36	40,794.51	55,319.28
股本(万股)	41,314.00	41,314.00	51,810.00	51,810.00	51,810.00
基本每股收益(元)	0.52	0.49	0.58	0.79	1.07

按照公司51,810万股本计算,我们预测公司2011-2013年的EPS分别为0.58元、0.79元、1.07元,归属于母公司净利润增长率分别为49.00%、34.92%、35.60%,对应于2011年5月16日收盘价16.70元的PE分别为28.62倍、21.21倍、15.64倍。根据沪深两市可比上市2011年的平均估值水平(如表6所示),我们认为公司目前股价处于较为合理的区间,给予“谨慎推荐”评级。

表6 可比上市公司估值对比

公司简称	证券代码	收盘价	EPS			PE		
		2011-5-16	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
鑫龙电器	002298.SZ	13.37	0.26	0.51	0.72	51.6	26.3	18.5
森源电气	002358.SZ	40.44	0.82	1.35	1.93	49.2	30.0	21.0
思源电气	002028.SZ	16.3	1.26	0.86	1.06	12.9	18.9	15.4
置信电气	600517.SH	13.07	0.52	0.68	0.86	25.3	19.3	15.1
正泰电器	601877.SH	18.84	0.64	0.82	1.02	29.6	23.1	18.5
行业平均							23.5	17.7

资料来源: WIND、东北证券

七、风险提示:

国内输配电行业竞争加剧的风险; 高端元器件业务市场开拓不顺的风险; 与外资品牌合作的变化风险。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。