

2011年5月30日

# 广电电气

## 走不寻常路，创可持续发展未来

**A**
**买入**

601616.SS - 人民币 14.48

目标价格: 人民币 20.30

**胡文洲, CFA\***

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

|                | 今年至今 | 1个月  | 3个月  | 12个月 |
|----------------|------|------|------|------|
| 绝对(%)          | -    | (18) | (21) | -    |
| 相对新华富时A50指数(%) | -    | (11) | (18) | -    |

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

|                  |       |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万)         | 518.1 |
| 流通股(%)           | 59.33 |
| 流通股市值(人民币 百万)    | 4,475 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 24    |
| 净负债比率(%) (2011E) | 净现金   |
| 主要股东(%)          |       |
| 上海旻杰投资管理有限公司     | 27.91 |
| 严怀忠              | 12.76 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*刘波为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

公司是国内智能中低压电气龙头企业, 产品种类及系列丰富, 位居国内同行业之首。与GE合作中沉淀出极具特色的发展模式, 自主化战略拉开了公司快速发展的序幕。国内智能中低压电气行业千亿市场, 景气度仍将持续, 国产化率和集中度提高是最显著特征。给予公司2011年35倍市盈率, 对应目标价20.30元, 首次给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **智能中低压电气千亿大市场, 景气度仍将持续, 国产化率和集中度提高是最显著特征。**传统中低压电气行业规模年均增速约为GDP增速的1.5-2倍左右。中低压电气朝着智能化发展, 其内涵和外延也在不断扩大, 伴随着国内持续不断基础设施建设, 其景气度仍将持续。国内市场仍被外资品牌占据60%左右份额, 国内企业普遍规模较小, 国产化率和集中度提高将是“十二五”该领域最显著特征。
- **携手国际品牌共拓国内市场, 技术换市场, 合作双赢。**国内智能中低压市场广阔, 发展潜力巨大, GE与公司合资成立的EJV、CJV和DJV作为后起之秀, 在双方通力合作下开拓该领域, 取得了优异的成绩。GE提升了在该领域行业和细分市场中的品牌效应, 为其它产品系列推广奠定基础; 公司获得良好的投资收益同时, 也储备研发、销售等能力, 为自主化打下基础。我们认为公司与美国AE在站级光伏逆变器的合作, 也将成为下一个与GE合作案例的翻版。
- **推动自主化战略, 创可持续发展未来。**公司从2005年开始自主化, 2007年加大投入, 到2010年固定资产+在建工程规模较2007年增长了5.6倍。2011年2月公司成功上市募集18.53亿元, 充裕资金将助自主化战略进入新阶段, 内生增长力的提高使公司具备可持续发展能力。随着募投项目陆续达产, 未来三年有望实现年均40%以上增长。

### 评级面临的主要风险

- **原材料价格上涨压力和募投项目市场开拓低于预期。**

### 估值

- 公司2011-2013年每股收益预计在0.58元、0.79元和1.08元, 给予2011年35倍市盈率, 对应目标价20.30元, 首次给予买入评级。

### 图表 1. 投资摘要

| 年结日: 12月31日     | 2009   | 2010    | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|--------|---------|-------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万)    | 1,219  | 1,138   | 1,561 | 2,138 | 2,816 |
| 增幅(%)           | 5.7    | (6.7)   | 37.2  | 37.0  | 31.7  |
| 净利润(人民币 百万)     | 214    | 203     | 302   | 409   | 561   |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | 0.88   | 0.49    | 0.58  | 0.79  | 1.08  |
| 增幅(%)           | 84.96  | (44.13) | 18.71 | 35.29 | 37.29 |
| 市盈率(倍)          | 16.47  | 29.48   | 24.83 | 18.35 | 13.37 |
| 每股现金流量(人民币)     | 0.10   | (0.53)  | 0.19  | 0.37  | 0.61  |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 138.71 | (27.14) | 77.16 | 39.40 | 23.57 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 14.32  | 29.69   | 16.01 | 11.44 | 7.95  |
| 每股股息(人民币)       | 0.00   | 0.15    | 0.06  | 0.08  | 0.11  |
| 股息率(%)          | 0.00   | 1.02    | 0.40  | 0.54  | 0.75  |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

# 目录

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 投资要点及估值.....          | 3  |
| 公司及业务介绍.....          | 7  |
| 自主化，未来发展的核心动力 .....   | 12 |
| 携手国际品牌，共创美好未来 .....   | 18 |
| 布局海外市场，加强运营管理 .....   | 22 |
| 财务分析，未来几年“不差钱” .....  | 25 |
| 盈利预测及假设.....          | 27 |
| 主要风险.....             | 28 |
| 研究报告中所提及的有关上市公司 ..... | 30 |

## 投资要点及估值

### 投资要点

“十二五”智能中低压行业将维持高景气度，国产率和集中度提升将是最显著特征。与高压电气行业（110/66kV 及以上电压等级）超前经济进行规划和建设及客户单一不同（基本只有电网企业和发电企业，易受单一客户当年投资规模和行业投资周期影响），中低压电气行业（35KV 及以下电压等级）与经济发展基本保持同步且客户众多（广泛分布在电网、电源、石油、化工、钢铁、铁路、城轨、市政、房地产等各类细分行业），传统中低压电气行业规模年均增速约为 GDP 增速的 1.5-2 倍左右。随着通信、控制、计算机、电力电子等技术的发展，中低压电气也朝着智能化、小型化发展，其内涵（产品自身功能的发展，例如智能开关、充气式开关、固封式开关等）和外延（新型产品的发展，尤其是电力电子带来技术变革，例如变频器、动态无功补偿、谐波治理等）也在不断扩大，伴随着国内持续不断基础设施升级和建设（特别是城农网、电气化铁路、城市轨道交通、工业整合等），我们预计“十二五”其景气度仍将持续。另外与高压电气行业国产化率达 90% 以上（例如，国内最先进的输电技术中，特高压交流国产化率在 90% 以上，特高压直流 75% 以上）显著不同，国内中低压电气市场仍被外资品牌占据 60% 左右份额（高端市场更是接近 100%）。与此同时，90% 国内企业在低端市场竞争，只有较少的企业参与中端市场竞争，总体上国内中低压企业研发实力较弱（产品单一）、规模不大（预计国内中低压业务超过 1 亿收入的企业不到 30 家），品牌效应尚未获得广泛认可，随着一部分优质企业陆续上市融资，其研发和产能将得到大幅提高，它们也将肩负起国产化率和集中度提高的重任。

自主化提升内生增长力，可持续发展值得期待。公司与 GE 成立合资企业 EJV、CJV，并代理销售 EJV 和 CJV 的产品。通过十年的努力，EJV 和 CJV 已发展成为国内中低压电气行业中规模最大的合资企业之一，而公司在获得良好投资收益的同时，也在代理销售过程中，积累了一定的销售、研发、设计、施工等能力。但从 2005 年加快推行的自主化真正将自动化战略放在了公司发展的首要位置，公司自主研发、销售、生产能力不断提升，产品从单一 VB 断路器和系列发展成覆盖成套、元器件、电力电子与新能源三大板块的丰富系列，销售从以代理销售渠道为主转变为自主销售为主。从 2007 年持续加大建设投资，到 2010 年底，生产设备相关规模增长了 5.5 倍，公司自有产能大幅提升。研发、销售和产能自主化增强了内生增长力，自主产品营收占比和综合毛利率不断提升，盈利能力持续增强，从 2007 年到 2010 年是“调结构”的重要四年，公司营收规模虽然仅增长 19%，但净利润却增长了 135%。借助 2011 年 2 月上市募集的 18.53 亿资金，公司的自主化将进入新的发展阶段，内生增长力持续增强，可持续发展值得期待。

**募投项目推动自主化新阶段，未来三年有望保持 40% 以上增速。**公司从 2005 年开始推动自主化战略，从 2007 年开始加大资金投入，公司固定资产+在建工程规模显著提高，2010 年末为 3.12 亿，是 2007 年末 0.47 亿的 6.6 倍，其中：设备部分 2010 年末为 6,216 万元，是 2007 年末 960 万元的 6.5 倍。2011 年 2 月 A 股上市，净募集 18.53 亿元（超募 11.91 亿元），充沛的资金将继续推动公司固定资产+在建工程规模的增大，预计到 2012 年上半年，公司固定资产+在建工程规模将接近 6 亿。随着募投项目的陆续完工，公司产品系列布局和自主生产能力将得到大幅度的提高，届时公司新增产值约在 16 亿元。借助公司销售网络布局 and 智能中低压行业景气度，未来三年公司营收规模年复合增长率有望保持在 35% 左右的增速，净利润年均复合增长率有望保持在 40% 以上。

携手国际电气共拓国内智能中低压大市场，技术换市场，时间换空间，合作双赢模式不断上演。国内智能中低压市场广阔，发展潜力巨大，GE 与公司合资成立的 EJV、CJV 和 DJV 作为后起之秀，在双方通力合作下开拓该领域，取得了优异的成绩。GE 提升了在该领域行业和细分市场中的品牌效应，为其它产品系列推广奠定基础；公司获得了良好的投资收益同时，也储备研发、销售等能力，为国产化和自主化打下基础。我们乐观认为目前公司与美国 AE 开展站级光伏逆变器在代工和配套方面的合作，也极有可能成为下一个与 GE 合作案例的翻版。随着国内中低压市场内涵和外延的不断拓展，预计不少国外电气企业觊觎中国细分产品市场，鉴于公司与 GE 合作成功典范，我们预计未来仍有其它国外企业与公司合作，技术换市场，时间换空间，合作双赢的模式将不断上演。

## 公司估值

首次给予公司**买入**评级。我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.58 元、0.79 元和 1.08 元，给予 2011 年 35 倍市盈率，对应目标价 20.30 元，首次给予**买入**评级。有利于估值提升的其它因素包括：

- 公司 IPO 实际募集资金 18.56 亿，超募 11.94 亿。除了补充流动资金，超募资金可用于其业务或产品链布局方面进行并购或自建。
- 公司老厂区作为资产评估为 1.7 亿元左右，但目前已作成为了市级规划的商业用地（南桥新城区域），有较大的升值空间，我们粗略测算了一下，预计增值至少在 5 亿以上。

**图表 2. 可比公司估值对比 (2011年5月27日收盘价)**

| 代码        | 公司        | 市值<br>(亿元) | 价格<br>(元) | 每股收益 (人民币) |       |       | 市盈率 (倍)   |           |           | 净利润增长率 (%) |           |           | 评级   |
|-----------|-----------|------------|-----------|------------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|------|
|           |           |            |           | 2011E      | 2012E | 2013E | 2011E     | 2012E     | 2013E     | 2011E      | 2012E     | 2013E     |      |
| 601877.SS | 正泰电器      | 178        | 17.8      | 0.82       | 1.14  | 1.61  | 22        | 16        | 11        | 28         | 39        | 41        | 未有评级 |
| 300124.SZ | 汇川技术      | 152        | 70.5      | 1.68       | 2.47  | 3.66  | 42        | 29        | 19        | 65         | 47        | 48        | 未有评级 |
| 000400.SZ | 许继电气      | 110        | 29.2      | 0.56       | 0.85  | 1.07  | 52        | 34        | 27        | 44         | 52        | 26        | 买入   |
| 002123.SZ | 荣信股份      | 100        | 19.8      | 0.71       | 0.95  | 1.29  | 28        | 21        | 15        | 34         | 34        | 36        | 持有   |
| 600517.SS | 置信电气      | 66         | 7.7       | 0.32       | 0.47  | 0.66  | 24        | 16        | 12        | 45         | 47        | 40        | 买入   |
| 600525.SS | 长园集团      | 55         | 44.9      | 1.63       | 2.42  | 3.16  | 28        | 19        | 14        | 72         | 48        | 31        | 买入   |
| 002334.SZ | 英威腾       | 36         | 18.1      | 0.52       | 0.63  | 1.11  | 35        | 29        | 16        | 30         | 21        | 77        | 未有评级 |
| 300048.SZ | 合康变频      | 44         | 21.8      | 0.78       | 1.09  | 1.63  | 28        | 20        | 13        | 38         | 40        | 50        | 未有评级 |
| 002527.SZ | 新时达       | 30         | 35.4      | 1.26       | 1.66  | 2.29  | 28        | 21        | 15        | 54         | 32        | 38        | 未有评级 |
| 300001.SZ | 特锐德       | 100        | 19.8      | 0.71       | 0.95  | 1.29  | 28        | 21        | 15        | 34         | 34        | 36        | 持有   |
| 002358.SZ | 森源电气      | 75         | 12.2      | 0.68       | 0.86  | 0.93  | 18        | 14        | 13        | 31         | 28        | 8         | 未有评级 |
| 002169.SZ | 智光电气      | 26         | 9.9       | 0.30       | 0.44  | 0.57  | 33        | 23        | 17        | 94         | 46        | 31        | 未有评级 |
| 002350.SZ | 北京科锐      | 23         | 18.2      | 0.60       | 0.80  | 1.05  | 30        | 23        | 17        | 54         | 33        | 31        | 未有评级 |
| 002298.SZ | 鑫龙电器      | 20         | 12.8      | 0.45       | 0.65  | 0.85  | 28        | 20        | 15        | 42         | 44        | 31        | 未有评级 |
| 300062.SZ | 中能电气      | 15         | 26.8      | 0.96       | 1.26  | 1.53  | 28        | 21        | 18        | 54         | 32        | 21        | 未有评级 |
| 300141.SZ | 和顺电气      | 26         | 9.9       | 0.30       | 0.44  | 0.57  | 33        | 23        | 17        | 94         | 46        | 31        | 未有评级 |
|           | <b>平均</b> |            |           |            |       |       | <b>30</b> | <b>21</b> | <b>16</b> | <b>53</b>  | <b>39</b> | <b>36</b> |      |
| 601616.SS | 广电电气      | 75         | 14.5      | 0.58       | 0.79  | 1.08  | 25        | 18        | 13        | 49         | 36        | 37        | 买入   |

资料来源: 公司数据及中银国际研究

## 公司及业务介绍

### 公司介绍

国内智能中低压电气领域龙头企业。公司前身系上海奉贤区广播电视台下属三产公司，成立于1986年，经过了近25年的努力和四阶段的发展，公司已成长为了智能中低压电气领域国内最大的企业之一。公司于2011年2月21日成功在A股上市，股票名称为“广电电气”，股票代码为“601616”，实际募集资金18.53亿元，超募11.94亿元，IPO成功将把公司推向新的发展阶段。

图表 3. 公司产品发展历程

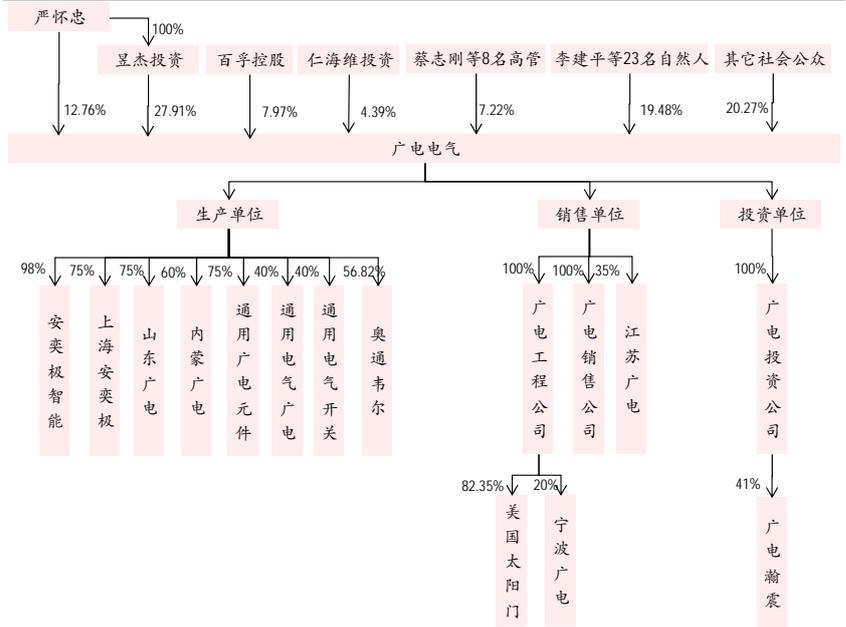


资料来源：公司数据及中银国际研究

**说明：**通用广电元件公司简称DJV，从事AEG系列中高端低压元器件生产；通用电气开关公司简称CJV，主要研制开发适应于中国和亚太市场需求的符合GB或IEC标准的各类0.4-40.5kV中、低压断路器，中压真空接触器，能源管理系统及相关产品；通用电气广电公司简称EJV，主要生产销售最新一代GE系列0.4-40.5kV金属封闭式开关设备、交/直流低压开关设备、干式变压器、风能变流装置以及其它电力成套设备。

**股本结构合理，公司高管及员工持股67.39%，未来有一定的解禁压力。**按上市后5.181亿股计算，公司高管及员工持股占总股本的67.39%，其中董事长严怀忠先生实际持股40.67%，公司其他高管和员工持股26.72%。另外两家财务投资公司上海百孚控股控股有限公司和北京仁海维投资管理咨询有限公司分别持股7.97%和4.39%，该两家公司系2007年公司股份制改造时进入。

图表 4. 公司股东及主要子公司结构



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 5. 上市原始股锁定期

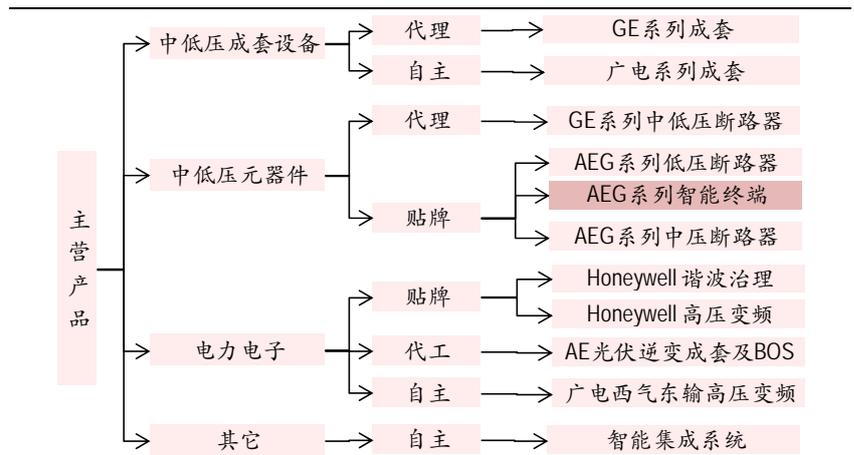
| 原始股部分      | 比例     | 锁定期 | 锁定期区间             | 锁定期结束后  |
|------------|--------|-----|-------------------|---|
| 严怀忠        | 12.76% | 3年  | 2011/2/1-2014/2/3 | 在其担任发行人董事、高管或监事期间，每年转让的股份不超过其所持有发行人股份总数的百分之二十五；离职后半年内，不转让其所持有的发行人股份。        |
| 昱杰投资       | 27.91% | 3年  | 2011/2/1-2014/2/3 | 实际控制人严怀忠在担任发行人董事、高管或监事期间，每年转让的股份不超过其所持有发行人股份总数的百分之二十五；离职后半年内，不转让其所持有的发行人股份。 |
| 百孚控股       | 7.97%  | 1年  | 2011/2/1-2012/2/1 | 无限制   |
| 仁海维投资      | 4.39%  | 1年  | 2011/2/1-2012/2/1 | 无限制   |
| 蔡志刚等8名高管   | 7.22%  | 1年  | 2011/2/1-2012/2/1 | 在其担任发行人董事、高管或监事期间，每年转让的股份不超过其所持有发行人股份总数的百分之二十五；离职后半年内，不转让其所持有的发行人股份。        |
| 李建平等23名自然人 | 19.48% | 1年  | 2011/2/1-2012/2/1 | 无限制   |

资料来源：公司数据及中银国际研究

## 业务及产品介绍

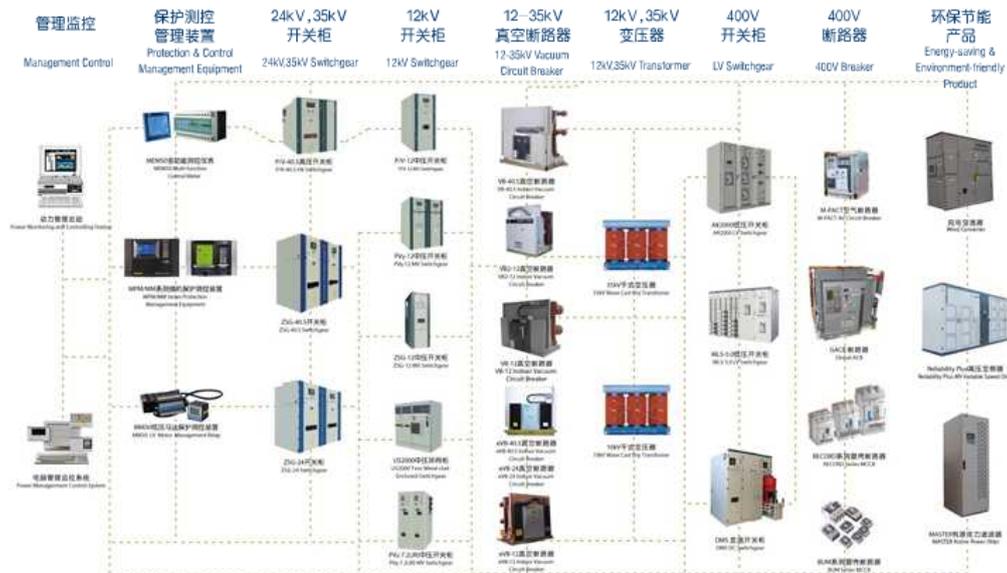
**智能中低压产品系列丰富。**公司在智能中低压产品方面发展策略独到，公司从1993年起开始授权贴牌生产GE产品，到2000年与GE消费与工业系统集团成立合资公司EJV、CJV进入代理发展时期，2005年后公司陆续引进了GE (VB-40.5、MLS等)、ABB (VD4)、等一些专利技术和加强自身研发实力，提高自主、贴牌、代工等生产能力，逐渐形成了成套、元件和电力电子三大主营板块及丰富的中低压产品系列。

图表 6. 公司丰富的产品系列 I



资料来源：公司数据及中银国际研究

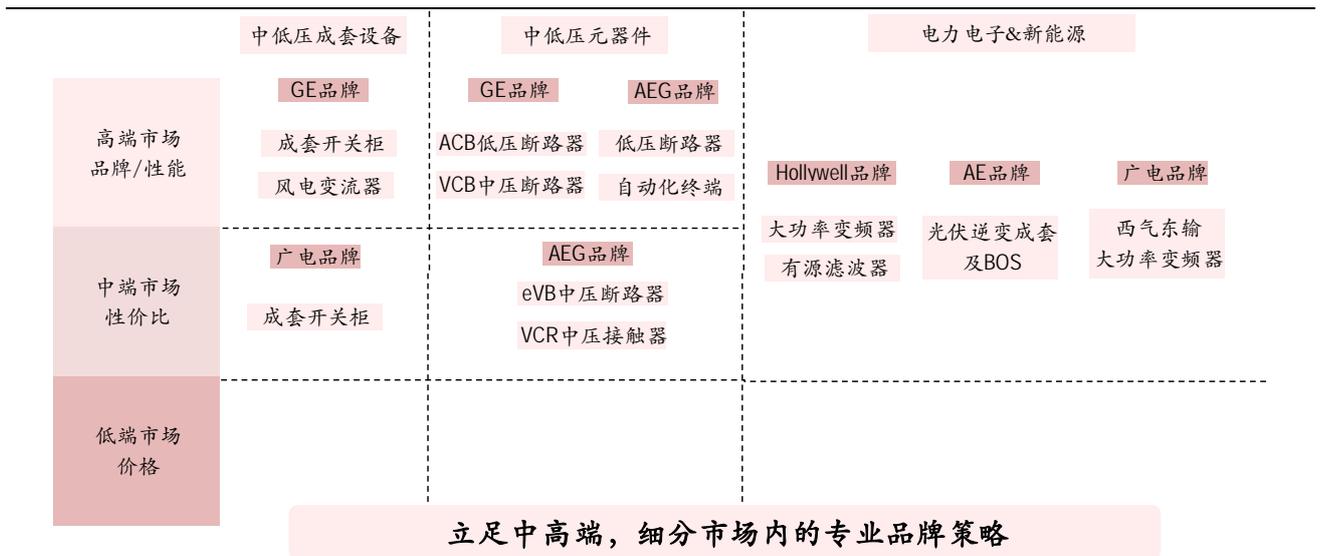
图表 7. 公司丰富的产品体系 II



资料来源：公司数据及中银国际研究

立足中高端细分市场，采用灵活、专业品牌策略。智能中低压电气产品量大面广，市场可划分为高、中、低端三个层次的市场，不同层次的市场对中低压电气产品的需求不同。一般来说，高端市场注重品牌和新能，主要为外资品牌占据；中端市场注重性价比，主要为国内知名企业占据；低端市场主要是价格战，是国内规模较小的厂家竞争。公司定位在中高端市场，依据不同的品牌（代理、贴牌和自主）策略进行销售。

图表 8. 公司主要产品品牌的市场结构



资料来源：公司数据及中银国际研究

### 成套占比较高，未来元器件和电力电子成长快

2010年成套设备收入约占总营业收入的73%，占比较高，成套设备占比高与中低压电气发展阶段有关，成套设备一般直接参与下游客户的项目招标，有利于建立公司直销网络，随着直销网络的铺开和品牌影响力的提升，公司逐渐开始进行元器件和电力电子产品的生产和销售，相对成套设备而言，元器件和电力电子毛利率较高，回款周期较短，对成套设备做大规模有益。

### 自主化提升盈利能力，未来仍将稳步提升

经过2005-2010年的“结构”调整，公司自主产品比例占比逐渐提高，从2007年的37.5%提升到2010年的59.6%。一般情况下，公司代理成套毛利率为18%左右，自主成套毛利率为30%左右（公司自主成套中仍然有50%左右的断路器系使用CJV的，其它自主成套大部分属于OEM方式，公司自身生产能力不足）；代理元器件毛利率为16%左右，自主元器件毛利率为50%以上。随着募投项目的陆续达产，公司自主生产能力将大幅提升，毛利率仍将稳步提升（行业内以中高端客户销售对象的企业，其成套设备毛利率在30%以上，断路器毛利率在40%以上）。

## 材料成本占比高，但以销定产模式保障毛利率水平

公司自主产品成本构成中，2007年、2008年、2009年和2010年1-9月，成套设备半成品和元器件占自主品牌营业成本的比例合计分别为89.57%、67.76%、58.73%和75.91%，铜排、钢材等材料占自主品牌营业成本的比例合计分别为1.85%、4.61%、6.76%和13.97%，近三年公司成套设备半成品采购价格有所下降，元器件及金属材料的采购价格波动较大。成套设备半成品和元器件采购占比高，说明公司OEM方式和外购元器件生产模式占比高，自主化程度上升空间大（行业内自主化程度较高的中低压电气企业直接采购的成套设备半成品和元器件采购占比成本一般在20%左右）。公司自主成套设备的销售是通过投标报价方式实现的，标书中所注明的原材料价格是依据投标时市场价格而确定。公司所有大宗采购均通过公开招标方式进行，对于大额销售合同所采用的主要原材料，公司采取在投标报价阶段就与供应商达成采购意向价，在销售合同签订后即与供应商签订采购合同等方式进行采购成本控制，减少了材料价格波动对销售利润的影响。

## 自主化，未来发展的核心动力

IPO 助力公司自主化大发展新征程。公司于 2011 年 2 月 21 日成功在 A 股上市，实际募集资金 18.53 亿元，超募 12 亿元，成功 IPO 将把公司推向自主化发展新阶段。募集资金主要投向成套、元器件、电力电子、集成系统、智能化相关产业五大产品种类及多个产品系列产能扩建和研发中心建设，随着募投项目的投放，公司未来自主生产和研发能力将大幅提高。建设进度方面，新型无谐波高压变频器高技术产业化项目已基本投产；年产 2.5 万台高低压开关柜、断路器生产线建设项目基建已完成，开关柜生产设备已投产，断路器生产设备预计三季度投产；电力智能化系统集成项目、技术中心扩建项目和智能化相关产业三个项目共用大楼，目前基建已开始，预计明年三月份投产。

**说明：**以下提到的“自主化”，包括所有自主生产或加工模式，除代理以外的模式，含自主品牌（自产或 OEM）、贴牌和代工等各种形式，其中，贴牌模式需要交付的贴牌费用约在 1%-2%。

图表 9. IPO 募投项目情况及投资收益测算（单位：万元）

| 序号 | 项目                         | 总投资额          | 拟投入募集资金       | 具体情况  | 正常年份时营业收入      | 正常年份净利润       | 净利润率          |
|----|----------------------------|---------------|---------------|---|----------------|---------------|---------------|
| 1  | 年产 2.5 万台高低压开关柜、断路器生产线建设项目 | 15,049        | 15,049        | 40.5kV 开关柜 1,000 台，12kV 开关柜 6,000 台，400V 开关柜 6,000 台，40.5kV 断路器 1,200 台，12kV 断路器 6,200 台，12kV 接触器 5,000 台 | 64,000         | 11,823        | 18.5%         |
| 2  | 新型无谐波高压变频器高技术产业化项目         | 23,700        | 21,800        | 高压变频器（6kV/10kV，50~600A）221 台，有源滤波器（380V，50A~200A）660 台  | 39,655         | 6,171         | 15.6%         |
| 3  | 电力智能化系统集成项目                | 8,514         | 8,514         | 数字化变电站和电厂分布式控制（DCS）系统   | 13,800         | 3,435         | 24.9%         |
| 4  | 技术中心扩建项目                   | 5,015         | 5,015         | 预产业化项目：小型固体绝缘开关柜、SF6 气体绝缘环网柜、27.5kV 智能过分相断路器、27.5kV 牵引专用断路器、光伏电气配电设备、智能变电站智能配电设备                          |                |               |               |
|    | <b>上述合计</b>                | <b>52,278</b> | <b>50,378</b> |   | <b>117,455</b> | <b>21,429</b> | <b>18.24%</b> |
| 5  | 智能化终端                      | 预计 1,2000     | 预计 1,2000     | 由于非晶合金变压器项目于 2008 年立项，鉴于目前该产品市场已发生变化，我们预计未来公司可能会调整该募投项目，主要方向为智能化终端或者智能低压断路器方向。                            | 预计 30,000      | 预计 5,000      | 预计 16.7%      |
|    | <b>合计</b>                  | <b>64278</b>  | <b>62,378</b> |   | <b>147,455</b> | <b>26,429</b> | <b>17.9%</b>  |

资料来源：公司数据及中银国际研究

自主化战略初见成效，自主占比和毛利率稳步上升，盈利能力显著提高。公司从2005年期开始着手自主品牌建设力度，2009年开始发力，自主品牌营业收入（尤其是成套）占比稳步提高，从公开数据来看，自主成套收入占比从2007年的37%提高到2010年的60%，自主元器件收入占比从2007年的46%提高到2010年的50%以上。一般情况下，公司代理成套毛利率为18%左右，自主成套毛利率为30%左右（公司自主成套中仍然有50%左右的断路器系外购，同时还有一定比例的成套属于OEM模式）；代理元器件毛利率为16%左右，自主元器件毛利率为45%以上。随着自主品牌营收占比稳步提高，公司成套和元器件产品（含代理）的综合毛利率稳步提升，从公开数据来看，成套毛利率从2007年的16.3%提高到2010年的26.4%，元器件毛利率从2007年的15.8%提高到2010年的34.8%。预计随着公司自主化程度的持续提高，公司成套设备和元器件的综合毛利率仍将持续提高，成套设备每年提高1个百分点左右，元器件每年提高1.5到2个百分点。受益于自主化进程，公司盈利能力显著提到，从2007年到2010年，公司营收规模仅增长了19%，而净利润规模却大幅增长了134%，自主化战略效果。

**固定资产+在建工程四年增长5.6倍，自主化仍是公司未来大发展的主线。**公司于2009年已开始了拉开自主化进程大幕，公司固定资产+在建工程规模大幅提高，2010年末为3.12亿，是2007年末0.47亿的6.6倍，其中：设备部分2010年末为6,216万元，是2007年末960万元的6.5倍。2011年初上市募集资金将继续推动公司固定资产+在建工程规模的增大，预计到2012年上半年，公司固定资产+在建工程规模将接近6亿，位于智能中低压电气行业之首。固定资产+在建工程规模快速增长奠定了公司自主化的基础，自主化将成为公司未来发展的主线。从公司固定资产投资和自主设备规模来看，虽然自主占比逐步上升，但总体来看，自主营收规模尚未体现公司固定资产投资的效益。如果考虑公司自主成套中50%的元器件外购以及一部分部分成套采用OEM方式，该体现则更加不明显，主要是：1、固定资产从购置→调试→规模化生产→规模化销售本身需要一个过程；2、自主化产品与代理产品在标的客户群上有一定的差别（需要进一步扩大销售渠道建设和覆盖），实现自主产品规模化的销售和增长需要一个过程。

**图表 10.可比公司建工程和固定资产投资增长情况**

| (百万元)       | 2007                         | 2008   | 2009   | 2010   | 2010 Q1 |
|-------------|------------------------------|--------|--------|--------|---------|
| <b>广电电气</b> | 2011年2月上市, 预募6.62亿, 实募18.53亿 |        |        |        |         |
| 固定资产        | 45.3                         | 44.22  | 62.77  | 254.37 | 263.16  |
| 房屋          | 35.7                         | 34.1   | 40.9   | 201.0  | 201.0   |
| 设备          | 9.6                          | 10.12  | 21.87  | 53.37  | 62.16   |
| 在建工程        | 1.95                         | 5.11   | 105.36 | 27.43  | 48.7    |
| 合计          | 47.25                        | 49.33  | 168.13 | 281.8  | 311.86  |
| <b>鑫龙电器</b> | 2009年9月上市, 预募1.65亿, 实募2.40亿  |        |        |        |         |
| 固定资产        | 57.11                        | 55.71  | 54.74  | 57.83  | 59.02   |
| 房屋          | 33.5                         | 33.5   | 32.5   | 30.8   | 30.8    |
| 设备          | 23.61                        | 22.21  | 22.24  | 27.03  | 28.22   |
| 在建工程        | 1.24                         | 0.39   | 0.15   | 45.78  | 59.42   |
| 合计          | 58.35                        | 56.1   | 54.89  | 103.61 | 118.44  |
| <b>森源电气</b> | 2010年2月上市, 预募2.10亿, 实募5.41亿  |        |        |        |         |
| 固定资产        | 36.61                        | 67.82  | 70.33  | 74.42  | 83.98   |
| 房屋          | 18.3                         | 49     | 51.4   | 51     | 51      |
| 设备          | 18.31                        | 18.82  | 18.93  | 23.42  | 32.98   |
| 在建工程        | 13.76                        | 3.95   | 0.06   | 0.31   | 1.15    |
| 合计          | 50.37                        | 71.77  | 70.39  | 74.73  | 85.13   |
| <b>中能电气</b> | 2010年3月上市, 预募2.2亿, 实募4.53亿   |        |        |        |         |
| 固定资产        | 33.28                        | 37.68  | 35.59  | 59.36  | 58.45   |
| 房屋          |                              |        | 14.1   | 27.7   | 27.7    |
| 设备          |                              |        | 21.49  | 31.66  | 30.75   |
| 在建工程        |                              | 0.01   | 5.36   | 0.4    | 0.19    |
| 合计          | 33.28                        | 37.69  | 40.95  | 59.76  | 58.64   |
| <b>东源电器</b> | 2006年10月上市, 预募1.71亿, 实募1.71亿 |        |        |        |         |
| 固定资产        | 163.92                       | 176.03 | 199.5  | 222.23 | 221.21  |
| 房屋          | 109.9                        | 113.7  | 125.4  | 147.2  | 147.2   |
| 设备          | 54.02                        | 62.33  | 74.1   | 75.03  | 74.01   |
| 在建工程        | 2.08                         | 18.6   | 9.07   | 10.51  | 10.51   |
| 合计          | 166                          | 194.63 | 208.57 | 232.74 | 231.72  |
| <b>北京科锐</b> | 2010年2月上市, 预募2.29亿, 实募6.02亿  |        |        |        |         |
| 固定资产        | 52.63                        | 54.23  | 54.75  | 52.05  | 51.13   |
| 房屋          |                              | 35.8   | 34.5   | 30.9   | 30.9    |
| 设备          | 52.63                        | 18.43  | 20.25  | 21.15  | 20.23   |
| 在建工程        |                              |        |        | 41     | 44.91   |
| 合计          | 52.63                        | 54.23  | 54.75  | 93.05  | 96.04   |
| <b>特锐德</b>  | 2009年10月上市, 预募4.00亿, 实募7.79亿 |        |        |        |         |
| 固定资产        | 3.53                         | 4.88   | 7.44   | 11.64  | 12.07   |
| 房屋          |                              |        |        |        |         |
| 设备          | 3.53                         | 4.88   | 7.44   | 11.64  | 12.07   |
| 在建工程        |                              |        | 1.3    | 107.47 | 136.16  |
| 合计          | 3.53                         | 4.88   | 8.74   | 119.11 | 148.23  |
| <b>长城电工</b> | 1998年12月上市, 预募4.44亿, 实募4.44亿 |        |        |        |         |
| 固定资产        | 302.86                       | 383.52 | 433.51 | 440.49 | 437     |
| 房屋          | 141                          | 182.1  | 238.8  | 251.2  | 251.2   |
| 设备          | 161.86                       | 201.42 | 194.71 | 189.29 | 185.8   |
| 在建工程        | 67.74                        | 51.48  | 54     | 35.62  | 37.6    |
| 合计          | 370.6                        | 435    | 487.51 | 476.11 | 474.6   |
| <b>长征电气</b> | 1997年11月上市, 预募1.65亿, 实募1.65亿 |        |        |        |         |
| 固定资产        | 88.43                        | 119.35 | 141.05 | 137.46 | 136.51  |
| 房屋          |                              | 37.8   | 28.5   | 20.9   | 20.9    |
| 设备          | 88.43                        | 81.55  | 112.55 | 116.56 | 115.61  |
| 在建工程        | 54.15                        | 35.98  | 20.68  | 50.16  | 52.8    |
| 合计          | 142.58                       | 155.33 | 161.73 | 187.62 | 189.31  |
| <b>和顺电气</b> | 2010年11月上市, 预募1.63亿, 实募4.00亿 |        |        |        |         |
| 固定资产        | 6.23                         | 5.32   | 4.73   | 5.72   | 5.65    |
| 房屋          |                              |        | 3.7    | 3.5    | 3.5     |
| 设备          | 6.23                         | 5.32   | 1.03   | 2.22   | 2.15    |
| 在建工程        |                              |        |        | 6.88   | 9.36    |
| 合计          | 6.23                         | 5.32   | 4.73   | 12.6   | 15.01   |
| <b>荣信股份</b> | 2007年3月上市, 预募2.18亿, 实募2.86亿  |        |        |        |         |
| 固定资产        | 52.57                        | 58.84  | 275.25 | 375.06 | 398.32  |
| 房屋          | 29.4                         | 28.8   | 162.8  | 242.3  | 242.3   |
| 设备          | 23.17                        | 30.04  | 112.45 | 132.76 | 156.02  |
| 在建工程        | 11.96                        | 183.42 | 148.98 | 134.11 | 95.75   |
| 合计          | 64.53                        | 242.26 | 424.23 | 509.17 | 494.07  |

资料来源: 公司数据及中银国际研究

自主元器件、电力电子及新能源将成为增长的引擎，盈利能力持续增强。在自主化大发展过程中，元器件、电力电子及新能源将成为公司未来增长引擎。我们预计未来三年，公司元器件业务将有望实现年均 45%-50% 的增长速度；电力电子业务 2011 年实现 300% 以上的增长，未来两年保持在 50% 的增长速度；传统项目成套设备保持 15%-20% 增长，自主化程度大幅提高；新项目（非晶和金变压器和智能化集成系统，未来还涉及公司预产业化产品）随着募投项目明年三月份投产，借助已有渠道优势，能较快形成规模。

■ **元器件。**主要是非募投项目 DJV 的低压高端断路器已具备规模化产能，处于推向市场阶段，DJV 的 AEG 品牌元器件毛利率在 50% 以上。国内低压高端断路器基本为除 GE 以外的外资垄断，ABB 和施耐德占有 50% 以上的份额。随着十月份公司 2.5 万台开关柜和断路器募投项目投产，公司将新增 1200 台 40.5kV 断路器、6200 台 12kV 断路器和 5000 台 12kV 接触器的产能，该自有品牌的元器件除了自供成套以外，其它直接对外销售（定位于中高端用户市场）。

■ **电力电子及新能源。**电力电子主要包括广电品牌的 25MW 西气东输超大功率高压变频器，Honeywell 贴牌的大功率高压变频器和谐波治理装置，以及为美国 AE 公司代工集成的站级光伏逆变器。公司电力电子的技术来源于公司旗下的奥通维尔，其核心团队全部来自于美国罗宾康公司（已被西门子收购）。其中，广电品牌的 25MW 变频器用于西气东输的升压站，国内目前仅公司与荣信股份研发成功，并已获得试点，西气东输目前所采用的该类变频器全部系进口，按照每 150 公里一个升压站采用 4 台该类变频器，每台 1,800 万元（国外同类产品 2,500 万左右），一个升压站需要采购 7,200 万，“十二五”期间西气东输新建管道长度在 5,000 公里以上，按此国产化价格来推算，该类变频器“十二五”期间市场容量在 24 亿元以上，国产化空间巨大，从公司目前产业化进度来看，今年试点如果顺利，明年有望获得可观的订单。贴牌 Honeywell 的大功率变频器和谐波治理装置将共享公司中高端客户（尤其是城市轨道交通等）渠道进行销售，增长潜力值得期待。为美国 AE 代工集成站级光伏逆变器方面，公司通过优秀的管理、制造、集成和配套能力，将 AE 公司站级光伏逆变器成套设备总体造价成本下降了约 50%，同时，公司也为 AE 提供光伏电站相关配电设备（直流汇流箱、直流配电柜、专用电缆、升压变压器等）和电站监控系统（数据采集系统、监控系统），随着合作发展和深入，公司将成为 AE 在中国地区稳定的代工集成和配套企业，而 AE 与公司合作，必将为 AE 进入中国光伏电气市场打下基础，我们也期待这成为下一个 GE 与公司成功合作案例的翻版。

**说明：**美国 AE，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、数据存储器以及其它先进应用工艺。目前，AE 是北美最大的光伏逆变器生产厂家，目前正积极开拓欧洲市场。

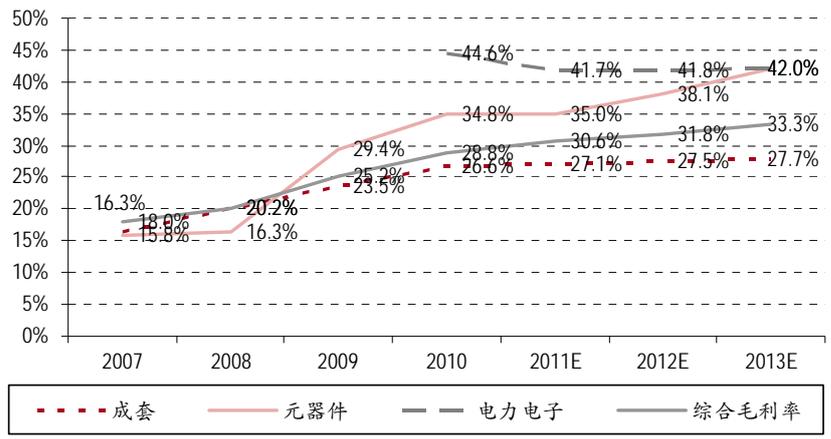
- **成套设备。**随着十月份公司 2.5 万台开关柜和断路器募投项目投产，公司将新增 1,000 台 40.5kV 开关柜、6,000 台 12kV 开关柜和 6,000 台 400V 开关柜的产能，公司成套自主生产能力大幅提高，将大幅降低 OEM 生产模式，同时，由于自主生产断路器能力也大幅提高，公司未来成套设备毛利率仍将稳步提高。行业内可比公司（指客户类型或相似）的鑫龙电器、森源电气成套设备毛利率一般维持在 30% 以上（受原材料价格持续上涨的影响，最近两年年均下滑约 1% 左右），从公司 2010 年 26.4% 的毛利率水平来看，以及考虑到公司客户类型的特点（不久前公告中标浙江吉安纸容器有限公司单笔 9,000 万中低压开关柜订单，可见一斑），我们认为成套设备毛利率仍将持续稳步提高。
- **新项目。**主要是智能集成系统和智能化终端产品，预计在明年三月份投产，募投项目达产产值约 4.5 个亿，主要通过共享公司现有销售渠道方式，未来有望快速形成规模收入。其中智能化终端产品进一步提高了公司中低压元器件配套能力，而智能集成则大幅提升了公司的成套及集成能力和品牌价值，有助于公司更好的进入高端客户。很多中高端客户中低压配电集成项目中，不仅需要完整的配电一次设备解决方案，同时还需要配电二次解决方案。原募投项目非晶合金变压器项目于 2008 年立项，鉴于目前该产品市场已发生变化，我们预计未来公司可能会调整该募投项目，主要方向为智能化终端或者智能低压断路器方向。

图表 11. 自主和代理产品营业收入的变动对比

| (百万元)   | 2007  | 2008    | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|---------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成套设备    | 853.7 | 979.2   | 1,028.6 | 894.1   | 1,054.4 | 1,244.0 | 1,468.4 |
| 自主      | 313.0 | 339.1   | 517.5   | 524.1   | 628.9   | 754.7   | 905.6   |
| 占比(%)   | 36.7  | 34.6    | 50.3    | 58.6    | 59.6    | 60.7    | 61.7    |
| 代理      | 540.7 | 640.1   | 511.1   | 370.0   | 425.5   | 489.3   | 562.7   |
| 占比(%)   | 63.3  | 65.4    | 49.7    | 41.4    | 40.4    | 39.3    | 38.3    |
| 元器件     | 76.3  | 121.7   | 157.9   | 170.8   | 268.8   | 391.5   | 627.1   |
| 自主      | 28.8  | 48.6    | 62.6    | 70.8    | 148.8   | 247.5   | 454.3   |
| 占比(%)   | 37.7  | 39.9    | 39.6    | 41.5    | 55.4    | 63.2    | 72.4    |
| 代理      | 47.5  | 73.1    | 95.3    | 100.0   | 120.0   | 144.0   | 172.8   |
| 占比(%)   | 62.3  | 60.1    | 60.4    | 58.5    | 44.6    | 36.8    | 27.6    |
| 电力电子    |       |         |         | 58.1    | 222.9   | 309.7   | 430.9   |
| 合计      | 930.0 | 1,100.9 | 1,186.4 | 1,123.1 | 1,546.1 | 1,945.3 | 2,526.4 |
| 自主合计    | 341.8 | 387.7   | 580.0   | 653.1   | 1,000.6 | 1,311.9 | 1,790.8 |
| 自主占比(%) | 36.8  | 35.2    | 48.9    | 58.1    | 64.7    | 67.4    | 70.9    |

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 12. 综合毛利率和各主营业毛利率



资料来源：公司数据及中银国际研究

## 携手国际品牌，共创美好未来

2010年ABB在中国取得的业绩：中国蝉联ABB全球第一市场的地位，订单达45亿美元，增长10%，出口增长50%，本地采购增长37%

中国市场吸引外资品牌纷沓而至。中国是一个巨大的市场，外资企业一般通过合资或独资方式进入中国市场，凭借着品牌和技术优势占领高端客户。经过20年的发展，一些率先进入的外资企业获得巨大的成功。经历了2008年的金融危机后，外资企业已经不再简单的将中国作为产品市场或者避风港（“in china, for china”），而是站在其全球战略的角度上，将其定位为其全球产业链最核心的一环，加大研发、采购、管理、核心元器件的中国化（“in china, for china and world”）。“十二五”期间，中国新能源、节能环保等更多的新兴市场还将持续吸引外资企业纷沓而至，在各个细分产品的中高端市场，将会有越来越多的外资品牌参与竞争，而外资品牌为了更快的占据市场份额，需要更加灵活、务实和开放的策略。

**策略选择合作品牌，实现在中高端细分市场上的战略双赢。**公司长期从事中低压电气的生产和销售工作，对国内市场的竞争格局洞察深刻。国内高端客户市场基本为ABB、施耐德等为数不多的公司占据。尤其是ABB、施耐德较早的重视我国市场，成功实现了本地化和中国化，其产品已占据了国内中低压电气高端市场超过50%的份额，其它如阿海珐、伊顿、西门子等国外知名品牌占据了高端市场另外近50%的份额，而作为国际电气巨头的GE在我国中低压电气领域则份额很小。通过上个世纪90年代的合作，GE看中了公司的销售渠道和成本优势，公司认可GE的品牌和产品在国内中低压市场中的发展潜力，因此从2000年期起，公司与GE相继合资成立了EJV、CJV、DJV等，经过10年的发展，EJV营收超过12亿，CJV营收超过4.5亿，DJV成立于2009年3月31日，最近两年处于试生产和试销售状态，预计从2011年开始有较快的发展。凭借与GE合作取得的经验和成就，公司又相继与Honeywell在工业电气控制领域采用贴牌方式合作，与美国AE在光伏接入电气系统领域目前以代工方式合作。

EJV 和 CJV 进入新的发展阶段，股权投资回报持续稳定增长。EJV 和 CJV 系公司 1999 年与 GE 合资成立的企业。EJV 从事 GE 品牌中低压成套设备的生产(含风电变流器成套)和销售，其中，从 2005 年期，GE 又将风电变流器成套的生产放入 EJV，风电变流成套全部出口到美国，中低压开关柜成套全部在中国销售，目前公司代理销售 EJV 约 60% 的开关柜成套；CJV 从事 GE 品牌中低压元器件（含中压干式变压器）生产和销售，其中，元器件全部在中国销售，目前公司代理销售 CJV 约 20% 的元器件。由于受到金融危机（美国经济不振）和人民币升值的影响，EJV 风电变流器业务下滑幅度较大，并导致其 2010 年净利润下滑约 40% 左右。但随着美国新能源经济的发展和 EJV 对风电变流器成套价格提高，EJV 将重新恢复到持续稳定增长的轨道上。另外，公司不久前与 EJV 和 CJV 签署了购买 EJV 和 CJV 老厂房及土地并代建新厂房的协议，协助 EJV、CJV 实施工厂搬迁及产能、产品系列扩大项目，预计 2012 年上半年，EJV 和 CJV 将整体搬迁到新厂区，届时我们预计其生产能力和生产效率将有望大幅提高，我们预计搬迁之后 EJV 风电变流器生产基地有望成为国内最大的风电变流器生产线，其风电变流器也将开始覆盖国内市场，公司也将成为其该产品在国内唯一代理渠道。总体来看，经历了 2010 年的投资收益低谷，随着新基地的投产，我们预计 EJV 和 CJV 将持续保持稳定的增长（10%-15% 的增速，2011 年有望实现恢复性增长，达 20% 的增速）。

图表 13.EJV 和 CJV 的经营和公司所获的投资收益

| (百万元)  | 2007 |     | 2008  |     | 2009  |     | 2010   |     | 2011E |     | 2012E |     | 2013  |     |
|--------|------|-----|-------|-----|-------|-----|--------|-----|-------|-----|-------|-----|-------|-----|
|        | 营收   | 净利  | 营收    | 净利  | 营收    | 净利  | 营收     | 净利  | 营收    | 净利  | 营收    | 净利  | 营收    | 净利  |
| EJV    | 908  | 30  | 1,105 | 55  | 1,221 | 170 | 923    | 104 | 1,107 | 141 | 1,218 | 155 | 1,340 | 170 |
| CJV    | 393  | 126 | 450   | 147 | 358   | 116 | 424    | 131 | 488   | 164 | 536   | 180 | 590   | 198 |
|        | 投资收益 |     | 投资收益  |     | 投资收益  |     | 投资收益   |     | 投资收益  |     | 投资收益  |     | 投资收益  |     |
| EJV    | 12   |     | 22    |     | 69    |     | 50     |     | 56    |     | 62    |     | 68    |     |
| CJV    | 52   |     | 59    |     | 47    |     | 52     |     | 66    |     | 72    |     | 79    |     |
| 合计     | 65   |     | 81    |     | 115   |     | 102    |     | 122   |     | 134   |     | 148   |     |
| 增速     |      |     | 25.0% |     | 42.8% |     | -11.4% |     | 19.4% |     | 10.0% |     | 10.0% |     |
| 公司净利润  | 87   |     | 116   |     | 214   |     | 203    |     | 335   |     | 424   |     | 580   |     |
| 投资收益占比 | 74%  |     | 70%   |     | 54%   |     | 50%    |     | 36%   |     | 32%   |     | 25%   |     |

资料来源：公司数据及中银国际研究

国内高端低压元器件 200 亿市场，DJV 有望大放异彩。国内高端低压元器件市场约在 200 亿的规模，占低压元器件市场的 40%左右。国内高端低压元器件市场主要为 ABB、施耐德等本地化较高企业占据，其中 ABB 和施耐德合计占据了 60%左右的市场，而 GE 在该领域占比仅 1%左右。2009 年 3 月 31 日，公司与 GE 合资成立了 DJV (DJV 成立满 3 年后，GE 有权随时通过向公司购买股份的方式增持通用广电元件股权至 50%)，负责 GE 旗下 AEG 品牌的 MCCB 系列塑壳断路器、MCB 系列小型断路器以及 RCOCB 系列电子式漏电保护断路器的国产化、生产及销售 (GE 在该低压断路器的研发方面已投入约 1.5 亿欧元，国内的正泰电器其同档次的诺雅克品牌低压断路器研发方面已投入约数亿元人民币)。借助公司多年经营建立的直销渠道和多年合作积累的经销/代理渠道以及 AEG 品牌效应，DJV 有望迅速获得一定的市场份额，在国内高端低压元器件市场大放异彩。(2010 年，在国产化尚未完成的情况下，通过进口 GE 欧洲 AEG 产品，公司在包括发电、钢铁、矿产、基础设施等行业都建立了业绩，为后续国产化后的销售打下了良好基础。)

图表 14.AEG 品牌的 MCCB 和 MCB 系列低压元器件国产化进度

|                   | 2009上半年 | 2009下半年 | 2010上半年  | 2010下半年 | 2011上半年   | 2011下半年 | 2012上半年   | 2012下半年 | 2013年 |
|-------------------|---------|---------|--|---------|---|---------|---|---------|-------|
| MCCB<br>塑壳断<br>路器 |         |         |  160A 框架国产化完成<br>成本下降 25%     |         |   |         |  400A/640A 框架国产化完成<br>成本下降 30% |         |       |
|                   |         |         |  |         |  250A 框架国产化完成<br>成本下降 45%      |         |   |         |       |
|                   |         |         |  附件国产化完成<br>成本下降 85%          |         |   |         |   |         |       |
| MCB<br>小型断<br>路器  |         |         |  电子漏电开关自主研<br>发国产化，填补产品<br>空白 |         |   |         |   |         |       |
|                   |         |         |  |         |  DPN 开关国产化，<br>6/10KA 分段世界领先 |         |   |         |       |
|                   |         |         |  |         |   |         |  单极漏电开<br>关国产化                 |         |       |

资料来源：公司数据及中银国际研究

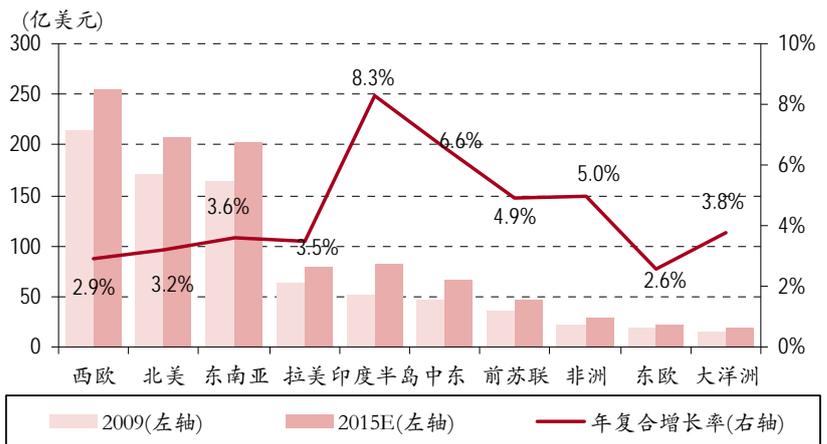
Honeywell 是世界著名的电气巨头，从改革开放之初的八十年代就进入中国，目前旗下四大业务集团（自动化控制系统、航空航天、特殊材料与交通系统）均已落户中国，旗下所辖的所有业务部门的亚太总部也都已迁至中国，并在中国的多个城市设有 30 多家分公司和合资企业。

与 Honeywell、AE 合作，不止是翻版，更是延续。与 GE 长期合作，公司在对国内行业、客户、产品的选择和外资品牌进入并发展中国市场等方面积累了丰富的经验。公司自主研发的高压变频器和有源滤波器获得 Honeywell 的品牌授权（贴牌费 2%），借助公司已有销售渠道在中高端工业与商用市场销售（2010 年国内高压变频市场份额中前 10 名中未见 Honeywell 品牌）。美国 AE 公司是新电源和控制技术的全球领先供应商，主要为北美市场服务，目前正积极进入欧洲市场，公司与 AE 合作，一方面为 AE 代工的站级 500kW 光伏逆变（实现从降低成本，向欧洲市场供货，已通过了欧盟 CE 认证）和配套配电电气设备及主站监控系统。从合作角度来看，公司继续延续其在中高端细分市场进入策略，公司与 Honeywell、AE 的合作，不止是 GE 翻版，更是对公司业务和产品链布局的完善。

## 布局海外市场，加强运营管理

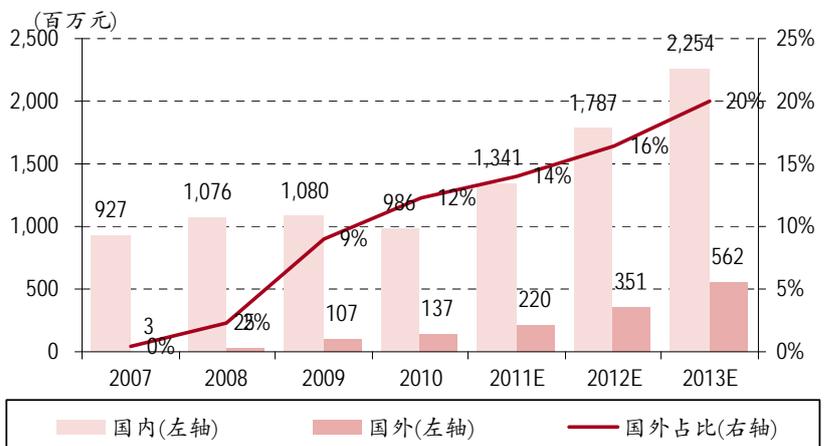
加快海外新兴市场开拓，布局全球蓝海市场。虽然我们认为未来若干年国内智能中低压电气市场依然是一片蓝海，公司在国内的市场仍然有巨大的发展空间，但在吸取国内高压电气企业教训和学习世界电气巨头国际化发展历程的基础上，在伴随中国在国际地位的不断提升和新兴国家工业化进程的持续加快的历史背景下，我们认为公司抓国内和国外两个市场，国内市场重在面，国外市场重在点的策略，将为公司未来创造更大的发展空间。2010年，公司在不断增强国内市场与销售覆盖的同时，设立专门的国际业务部，重点开拓印度半岛、南非、中东、东南亚等新兴市场，通过2-3年的时间，使公司的国际业务在这个销售收入中占据重要地位。

图表 15. 世界主要区域输配电市场规模



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 16. 公司国内和国外市场预测



资料来源：公司数据及中银国际研究

**鲲鹏展翅九万里，臻于至善求超越。**公司与 GE 长期的合作中，尤其参与合资公司 EJV 和 CJV 管理中，不断学习六西格玛管理模式，通过改进业务流程，极大提高了公司的运营效率。除此之外，公司计划在 2011 年上半年与专业培训机构和管理专家一起，设立以领导力发展为核心，兼顾企业专业培训的广电“鲲鹏管理学院”，有计划有系统地为公司培养中高级管理人才，建立干部梯队；同时也为公司的上下游供应链成员、重点客户培养中高级管理人才，不断加强公司内部运营管理，持续提升企业核心竞争力，以保证公司长期战略的执行。

**业绩高增长，股权激励。**激励方案采用限制性股票模式，公司在业绩指标达标和激励对象考核合格的前提下，根据公司当期购股资金额度从二级市场购买公司 A 股股票以非交易过户方式授予激励对象。在股东大会通过的各年度报告及经审计财务报告的基础上，确定公司是否达到激励基金提取条件所规定的授予条件，以此确定该期激励计划的有效性，并对已预提的激励基金金额进行调整，以符合考核年度实际应提取的金额。

**图表 17. 股权激励的主要内容**

| 指标        | 内容  |
|-----------|---|
| 授予条件      | 各考核年度(2011-2015年)经审计扣非净利润的定基(2010年)年复合增长比率达到30%以上(含本数)。   |
| 购股资金来源    | 满足规定的授予条件下,公司以提取的激励基金及激励对象自行配比的资金作为购股资金,激励基金与激励对象自行配比的资金比例为3:1。在各考核年度当年的12月份,公司就未经审计的净利润预测数,根据相关规则以预提方式提取激励基金,列入专门账户,进入储备期(该期间预提资金的利息收益归公司所有)。                                |
| 激励股票购买流程  | 公司将在本计划规定的限制性股票授予条件满足后三个月内,使用当期购股资金相应回购公司限制性股票,以非交易过户方式授予激励对象并附锁定期。用于本次限制性股票激励计划所涉及的股票总数不超过公司股本总额的10%,公司从二级市场购入的用于本计划所涉及的股票总数累计不超过公司股本总额的5%,任一单个激励对象所获授激励所涉及的股票总数不超过公司总股本的1%。 |
| 激励股票授予流程  | 公司于授予年度限制性股票购入完毕的30日内,向证券交易所提出过户申请,将限制性股票分配给激励对象。经证券交易所确认后,由登记结算公司办理登记结算与过户事宜。  |
| 激励股票锁定与解锁 | 每次授予的限制性股票的锁定期为一年,自限制性股票授予日起至该日的第一个周年日止。锁定期内,激励对象因获授的限制性股票而取得的股票股利同时锁定,该等股票股利锁定期的截止日期与相关的限制性股票相同。锁定期满后进入为期四年的解锁期,解锁期第一年解锁25%,第二年20%,第三年20%,第四年35%。                            |

资料来源:公司数据及中银国际研究

图表 18. 激励基金的提取规则

在满足授予条件下，公司应提取激励基金（税后利润中支出）。每一授予年激励基金以对应考核年度归属于普通股股东的净利润净增加额为基数，在一定幅度内提取。

| 考核年度   | 授予条件              | 提取基数                         | 提取比例(%) |
|--------|-------------------|------------------------------|---------|
| 2010 年 |                   |                              |         |
| 2011 年 |                   |                              | 15%     |
| 2012 年 |                   |                              | 10%     |
| 2013 年 | 扣非净利润年复合增长率大于 30% | 各年度归属于普通股股东的净利润较 2010 年之净增加额 | 8%      |
| 2014 年 |                   |                              | 6%      |
| 2015 年 |                   |                              | 5%      |

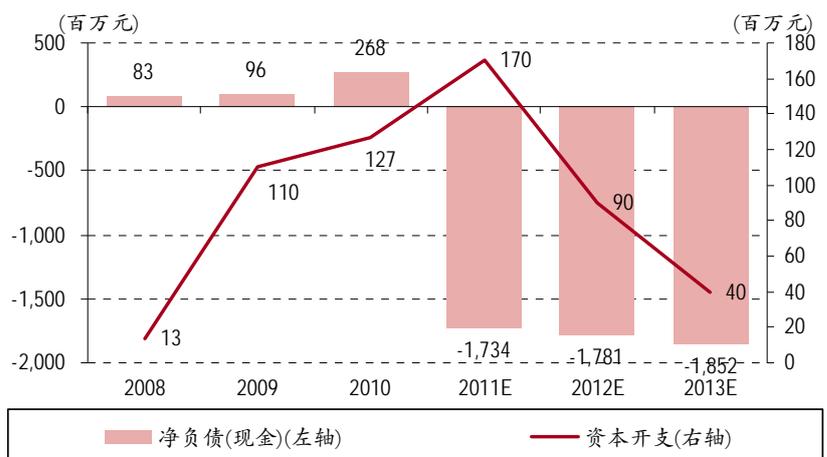
资料来源：公司数据及中银国际研究

## 财务分析，未来几年“不差钱”

IPO 成功和老厂区变现提供了充沛现金流，未来几年“不差钱”。2011年2月1日上市，净募集18.53亿元，超募11.91亿元。截至2011年3月31日，公司已归还全部银行借款，且变频及有源滤波和开关成套及断路器募投项目大部分已完成（变频&有源滤波投产，开关成套投产，断路器三季度投产），目前在手现金约15.5亿元，另外，应收账款也有7.9亿元（应付账款3.7亿）。公司老厂区作为固定资产评估为1.7亿元左右，但目前已作成为了市级规划的商业用地（南桥新城区域），有较大的升值空间，我们粗略测算了一下，预计增值至少在5亿以上。总体来看，公司未来几年不差钱。

2009-2011年是资本开支高峰年，奠定自主化大发展基础。公司在2009年已经提前启动了大规模的固定资产投入，在IPO前，公司已经完成了：募投项目变频器及有源滤波的厂房和大部分设备投入，募投项目2.5万台开关柜及断路器厂房和部分设备投入，非募投项目DJV厂房和部分设备投入。预计在下半年完成上述项目的投产，明年上半年完成所有募投项目（研发中心、非晶合金变压器和电力集成系统）投产。总体来看，2009-2011年将是公司资本开支的高峰年，为公司自主化大发展奠定坚实基础。

图表 19. 不考虑老厂区变现下的净负债（现金）和资本开支情况

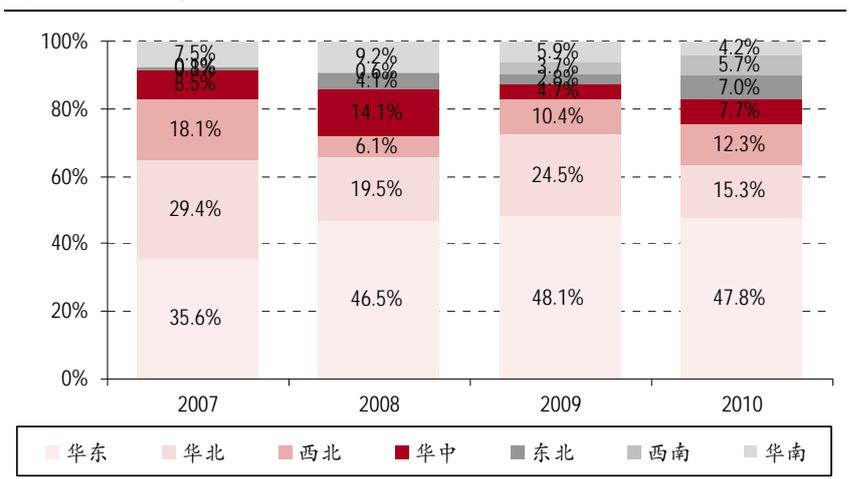


资料来源：公司数据及中银国际研究

预计将在业务和产品链布局进行并购或自建。从公司的发展历程来看，公司通过自主研发、外资合作、并购等模式形成了成套设备、元器件和电力电子三大板块、丰富的产品系列。在现金流充沛的情况下，公司极有可能会在其业务或产品链布局方面进行并购或自建。我们预计公司未来可能会在如下几个方面开展投资工作：

- 投入到合资企业 EJV、CJV 和 DJV 的扩产。
- 开展成套开关和断路器产能的区域布局。在工业化快速发展地区，如东北、西南收购或投资开关成套和断路器企业，实现本地化。（公司拥有内蒙古广电、山东广电两家外地生产单位）

图表 20. 国内市场地区占比情况



资料来源：公司数据及中银国际研究

- 开展新产品产能建设，如 SF6 环网柜等。从城市配电网建设角度来看，可靠性是其最重要的评估指标，而环网率和电缆化率是提高可靠性的重要设备手段，而环网柜是最受益的设备之一，SF6 环网柜则占环网柜最主要市场份额。预计“十二五”期间，国内环网柜年均市场容量约在 60-90 亿之间，而同比 2010 年的 40 亿市场，大幅增长。
- 开展低压断路器、电力电子及新能源相关领域的并购。

## 盈利预测及假设

首次给予公司买入评级。扣除股票激励提取的购股资金，我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.58 元、0.79 元和 1.08 元，给予 2011 年 35 倍市盈率，对应目标价 20.30 元，首次给予买入评级。有利于估值提升的其它因素包括：

- 公司 IPO 实际募集资金 18.56 亿，超募 11.94 亿。除了补充流动资金，超募资金可用于其业务或产品链布局方面进行并购或自建。
- 公司老厂区作为固定资产评估为 1.7 亿元左右，但目前已作成为了市级规划的商业用地（南桥新城区域），有较大的升值空间，我们粗略测算了一下，预计增值至少在 5 亿以上。

图表 21. 盈利预测及假设

| (人民币, 百万) |         | 2007  | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    |
|-----------|---------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成套设备      | 营业收入    | 853.7 | 979.2   | 1,028.6 | 894.1   | 1,054.4 | 1,244.0 | 1,468.4 |
|           | 同比增长(%) |       | 14.7    | 5.0     | (13.1)  | 17.9    | 18.0    | 18.0    |
|           | 营业成本    | 714.7 | 781.9   | 787.4   | 657.6   | 768.8   | 901.4   | 1,061.8 |
|           | 毛利率(%)  | 16.3  | 20.2    | 23.5    | 26.4    | 27.1    | 27.5    | 27.7    |
| 元器件       | 营业收入    | 76.3  | 121.8   | 157.9   | 170.8   | 268.8   | 391.5   | 627.1   |
|           | 同比增长(%) |       | 59.5    | 29.7    | 8.2     | 57.4    | 45.6    | 60.2    |
|           | 营业成本    | 64.3  | 101.9   | 111.5   | 111.3   | 174.6   | 242.2   | 363.9   |
|           | 毛利率(%)  | 15.8  | 16.3    | 29.4    | 34.8    | 35.0    | 38.1    | 42.0    |
| 电力电子      | 营业收入    |       |         |         | 58.1    | 222.8   | 309.7   | 430.9   |
|           | 同比增长(%) |       |         |         |         | 283.3   | 39.0    | 39.1    |
|           | 营业成本    |       |         |         | 32.2    | 130.0   | 180.2   | 250.1   |
|           | 毛利率(%)  |       |         |         | 44.6    | 41.7    | 41.8    | 42.0    |
| 其它        | 营业收入    | 26.6  | 58.9    | 32.8    | 14.8    | 14.8    | 193.0   | 289.5   |
|           | 同比增长(%) |       | 121.4   | (44.3)  | (54.7)  | 0.0     | 1,200.0 | 50.0    |
|           | 营业成本    | 5.9   | 41.5    | 13.7    | 9.4     | 9.4     | 135.1   | 202.7   |
|           | 毛利率(%)  | 77.8  | 29.4    | 58.2    | 36.9    | 36.9    | 30.0    | 30.0    |
| 合计        | 营业收入    | 956.6 | 1,159.8 | 1,219.2 | 1,137.9 | 1,561.0 | 2,138.3 | 2,815.9 |
|           | 同比增长(%) |       | 21.2    | 5.1     | (6.7)   | 37.2    | 37.0    | 31.7    |
|           | 营业成本    | 784.8 | 925.3   | 912.5   | 810.6   | 1,082.8 | 1,458.9 | 1,878.4 |
| 综合毛利率     | (%)     | 18.0  | 20.2    | 25.2    | 28.8    | 30.6    | 31.8    | 33.3    |
| 销售费用率     | (%)     | 9.5   | 9.5     | 7.6     | 6.2     | 6.2     | 6.2     | 6.2     |
| 管理费用率     | (%)     | 7.5   | 7.5     | 7.9     | 12.6    | 11.1    | 10.0    | 9.1     |
| 财务费用率     | (%)     | 1.1   | 1.1     | 0.7     | 0.7     | (1.3)   | (0.8)   | (0.7)   |
| 实际所得税率    | (%)     | 4.9   | 4.9     | 10.3    | 12.3    | 12.3    | 12.3    | 12.3    |
| 净利润率      | (%)     | 10.1  | 10.1    | 17.7    | 18.2    | 20.7    | 20.6    | 21.6    |
| 少数股东损益率   | (%)     | 0.2   | 0.2     | 0.2     | 0.4     | 1.4     | 1.5     | 1.7     |

资料来源：公司数据及中银国际研究

## 主要风险

**经济增速下滑带来的市场需求下降风险。**智能中低压电气行业与经济增速密切相关的行业，如果经济增速下滑，将导致智能中低压电气需求的下降。

**原材料持续上涨带来的成本压力。**虽然 2010 年公司原材料成本仅占自主品牌成本的 14% 左右，这主要由于公司使用 OEM 方式所致，随着公司自主化生产能力的大幅提供，预计公司将取消 OEM 方式，原材料成本将占到自主品牌的 60% 以上。公司客户主要集中在中高端，对品牌和性价比更看重，行业采用“以销定产”的方式进行生产，根据当时原材料价格报价获取订单，中标之后立即与上游原材料客户签署供货合同，理论上基本能稳定毛利率水平。如果原材料持续大幅上涨，不排除公司未能很好的将成本上涨压力转移至下游客户，从而导致毛利率下滑。

**募投项目市场开拓低于预期。**由于提前投入，预计公司募投项目将早于规划提前投产（变频器及有源滤波已投产、2.5 万台开关成套及断路器下半年投产、其它预计明年上半年投产）。虽然公司定位在中高端市场，但产能迅速增加仍将带来了一定的市场开拓压力。

**损益表 (人民币 百万)**

| 年结日: 12月31日        | 2009       | 2010       | 2011E      | 2012E      | 2013E      |
|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 销售收入               | 1,219      | 1,138      | 1,561      | 2,138      | 2,816      |
| 销售成本               | (913)      | (811)      | (1,083)    | (1,459)    | (1,878)    |
| 经营费用               | (79)       | (110)      | (113)      | (177)      | (244)      |
| <b>息税折旧前利润</b>     | <b>228</b> | <b>218</b> | <b>365</b> | <b>502</b> | <b>693</b> |
| 折旧及摊销              | (4)        | (10)       | (46)       | (50)       | (56)       |
| <b>经营利润(息税前利润)</b> | <b>224</b> | <b>208</b> | <b>319</b> | <b>452</b> | <b>637</b> |
| 净利息收入(费用)          | (9)        | (8)        | 22         | 18         | 20         |
| 其他收益/(损失)          | 26         | 37         | 29         | 32         | 36         |
| <b>税前利润</b>        | <b>241</b> | <b>236</b> | <b>370</b> | <b>502</b> | <b>693</b> |
| 所得税                | (25)       | (29)       | (45)       | (62)       | (85)       |
| 少数股东权益             | (2)        | (4)        | (22)       | (32)       | (47)       |
| <b>净利润</b>         | <b>214</b> | <b>203</b> | <b>302</b> | <b>409</b> | <b>561</b> |
| <b>核心净利润</b>       | <b>214</b> | <b>203</b> | <b>302</b> | <b>409</b> | <b>561</b> |
| 每股收益(人民币)          | 0.88       | 0.49       | 0.58       | 0.79       | 1.08       |
| 核心每股收益(人民币)        | 0.41       | 0.39       | 0.58       | 0.79       | 1.08       |
| 每股股息(人民币)          | 0          | 0.15       | 0.06       | 0.08       | 0.11       |
| 收入增长(%)            | 5          | (7)        | 37         | 37         | 32         |
| 息税前利润增长(%)         | 104        | (7)        | 53         | 42         | 41         |
| 息税折旧前利润增长(%)       | 100        | (4)        | 68         | 38         | 38         |
| 每股收益增长(%)          | 85         | (5)        | 49         | 35         | 37         |
| 核心每股收益增长(%)        | 37         | (5)        | 49         | 35         | 37         |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

| 年结日: 12月31日     | 2009         | 2010         | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物        | 122          | 142          | 2,179        | 2,335        | 2,642        |
| 应收帐款            | 534          | 720          | 855          | 1,113        | 1,389        |
| 库存              | 208          | 163          | 230          | 302          | 394          |
| 其他流动资产          | 96           | 141          | 208          | 319          | 459          |
| <b>流动资产总计</b>   | <b>971</b>   | <b>1,176</b> | <b>3,489</b> | <b>4,089</b> | <b>4,910</b> |
| 固定资产            | 168          | 282          | 414          | 466          | 457          |
| 无形资产            | 76           | 101          | 101          | 101          | 101          |
| 其他长期资产          | 262          | 264          | 146          | 149          | 152          |
| <b>长期资产总计</b>   | <b>506</b>   | <b>647</b>   | <b>662</b>   | <b>717</b>   | <b>710</b>   |
| <b>总资产</b>      | <b>1,477</b> | <b>1,823</b> | <b>4,150</b> | <b>4,806</b> | <b>5,620</b> |
| 应付帐款            | 520          | 519          | 682          | 931          | 1,183        |
| 短期债务            | 150          | 320          | 303          | 286          | 267          |
| 其他流动负债          | 104          | 104          | 119          | 141          | 169          |
| <b>流动负债总计</b>   | <b>773</b>   | <b>942</b>   | <b>1,105</b> | <b>1,358</b> | <b>1,619</b> |
| 长期借款            | 69           | 90           | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债          | 33           | 39           | 43           | 49           | 56           |
| 股本              | 243          | 413          | 518          | 518          | 518          |
| 储备              | 324          | 268          | 2,393        | 2,761        | 3,266        |
| <b>股东权益</b>     | <b>567</b>   | <b>681</b>   | <b>2,911</b> | <b>3,279</b> | <b>3,784</b> |
| 少数股东权益          | 36           | 71           | 91           | 120          | 162          |
| <b>总负债及权益</b>   | <b>1,477</b> | <b>1,823</b> | <b>4,150</b> | <b>4,806</b> | <b>5,620</b> |
| 每股帐面价值(人民币)     | 2.33         | 1.65         | 5.62         | 6.33         | 7.30         |
| 每股有形资产(人民币)     | 2.14         | 1.39         | 5.41         | 6.02         | 6.99         |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 0.40         | 0.65         | (3.62)       | (3.96)       | (4.58)       |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

| 年结日: 12月31日       | 2009        | 2010         | 2011E        | 2012E       | 2013E       |
|-------------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| 税前利润              | 241         | 236          | 370          | 502         | 693         |
| 折旧与摊销             | 4           | 10           | 46           | 50          | 56          |
| 净利息费用             | 9           | 8            | (22)         | (18)        | (20)        |
| 运营资本变动            | (153)       | (229)        | (115)        | (183)       | (246)       |
| 税金                | (25)        | (29)         | (45)         | (62)        | (85)        |
| 其他经营现金流           | (34)        | (217)        | (156)        | (138)       | (144)       |
| <b>经营活动产生的现金流</b> | <b>43</b>   | <b>(220)</b> | <b>78</b>    | <b>152</b>  | <b>254</b>  |
| 购买固定资产净值          | (110)       | (127)        | (170)        | (90)        | (40)        |
| 投资减少/增加           | 111         | 103          | 122          | 134         | 148         |
| 其他投资现金流           | (51)        | (29)         | 165          | 0           | 0           |
| <b>投资活动产生的现金流</b> | <b>(51)</b> | <b>(52)</b>  | <b>117</b>   | <b>44</b>   | <b>108</b>  |
| 净增权益              | 3           | 0            | 1,853        | 0           | 0           |
| 净增债务              | 62          | 191          | (106)        | (17)        | (19)        |
| 支付股息              | 0           | (61)         | (30)         | (41)        | (56)        |
| 其他融资现金流           | (9)         | 162          | 127          | 18          | 20          |
| <b>融资活动产生的现金流</b> | <b>56</b>   | <b>292</b>   | <b>1,843</b> | <b>(40)</b> | <b>(55)</b> |
| 现金变动              | 48          | 20           | 2,038        | 156         | 307         |
| 期初现金              | 74          | 122          | 142          | 2,179       | 2,335       |
| 公司自由现金流           | (7)         | (271)        | 216          | 219         | 388         |
| 权益自由现金流           | 45          | (90)         | 110          | 197         | 363         |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

| 年结日: 12月31日 | 2009  | 2010   | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| <b>盈利能力</b> |       |        |       |       |       |
| 息税折旧前利润率(%) | 18.7  | 19.1   | 23.4  | 23.5  | 24.6  |
| 息税前利润率(%)   | 18.3  | 18.3   | 20.4  | 21.1  | 22.6  |
| 税前利润率(%)    | 19.8  | 20.8   | 23.7  | 23.5  | 24.6  |
| 净利率(%)      | 17.5  | 17.8   | 19.4  | 19.1  | 19.9  |
| <b>流动性</b>  |       |        |       |       |       |
| 流动比率(倍)     | 1.3   | 1.2    | 3.2   | 3.0   | 3.0   |
| 利息覆盖率(倍)    | 23.1  | 22.0   | nm    | 90.3  | 106.2 |
| 净权益负债率(%)   | 16.0  | 35.6   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 速动比率(倍)     | 1.0   | 1.1    | 2.9   | 2.8   | 2.8   |
| <b>估值</b>   |       |        |       |       |       |
| 市盈率(倍)      | 35.1  | 37.0   | 24.8  | 18.4  | 13.4  |
| 核心业务市盈率(倍)  | 35.1  | 37.0   | 24.8  | 18.4  | 13.4  |
| 目标价对应核心业务   |       |        |       |       |       |
| 市盈率(倍)      | 23.1  | 41.3   | 34.8  | 25.7  | 18.7  |
| 市净率(倍)      | 6.2   | 8.8    | 2.6   | 2.3   | 2.0   |
| 价格/现金流(倍)   | 138.7 | (27.1) | 77.2  | 39.4  | 23.6  |
| 企业价值/息税折旧前  |       |        |       |       |       |
| 利润(倍)       | 14.3  | 29.7   | 16.0  | 11.4  | 7.9   |
| <b>周转率</b>  |       |        |       |       |       |
| 存货周转天数      | 87.4  | 78.3   | 82.8  | 80.5  | 81.7  |
| 应收帐款周转天数    | 159.9 | 230.9  | 200.0 | 190.0 | 180.0 |
| 应付帐款周转天数    | 155.6 | 176.3  | 172.5 | 175.5 | 172.3 |
| <b>回报率</b>  |       |        |       |       |       |
| 股息支付率(%)    | 0.0   | 30.0   | 10.0  | 10.0  | 10.0  |
| 净资产收益率(%)   | 37.7  | 29.8   | 16.8  | 13.2  | 15.9  |
| 资产收益率(%)    | 13.6  | 10.0   | 9.4   | 8.8   | 10.7  |
| 已运用资本收益率(%) | 27.3  | 18.0   | 15.3  | 13.6  | 16.8  |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

正泰电器 (601877.SS/人民币 17.8, 未有评级)

汇川技术 (300124.SZ/人民币 70.5, 未有评级)

许继电气 (000400.SS/人民币 29.2, 买入)

荣信股份 (002123.SZ/人民币 19.8, 持有)

置信电气 (600517.SS/人民币 12.2, 未有评级)

长园集团 (600525.SS/人民币 7.7, 买入)

英威腾 (002334.SZ/人民币 44.9, 买入)

合康变频 (300048.SZ/人民币 19.2, 未有评级)

新时达 (002527.SZ/人民币 18.1, 未有评级)

特锐德 (300001.SZ/人民币 21.8, 未有评级)

森源电气 (002358.SZ/人民币 35.4, 未有评级)

智光电气 (002169.SZ/人民币 9.9, 未有评级)

北京科锐 (002350.SZ/人民币 18.2, 未有评级)

鑫龙电器 (002298.SZ/人民币 12.4, 未有评级)

中能电气 (300062.SZ/人民币 12.8, 未有评级)

和顺电气 (300141.SZ/人民币 26.8, 未有评级)

以2011年5月27日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;  
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。  
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述  
指数在上下10%区间内波动

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

### **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

### **相关关联机构:**

#### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

#### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
传真: (852) 2147 9513

#### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

#### **中银国际(英国)有限公司**

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

#### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

#### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371