

湘财证券研究所

行业二部

刘正 分析师

执业编号: S0500511010001

联系人:

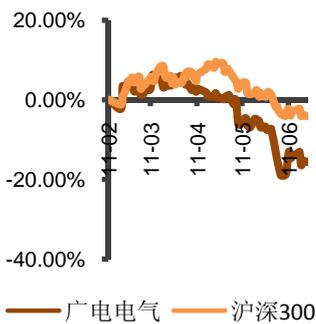
徐海波

Tel: 021-68634510-8054

E-mail: xhb3300@xcsc.com

基本数据

收盘价(元):	15.100
总股本(百万股):	518.10
流通股本(百万股):	105.00
总市值(亿元):	78.2331
流通市值(亿元):	15.86
PE TM	38.0643
每股净资产:	1.6500
评级:	增持



投资要点

□ 十余年联手 GE, 双品牌攻占输配电高端

公司是国内输配电设备的领先企业, 拥有 GE 及自有 SGE 品牌, 分别占领输配电市场的高端及中高端领域。公司自有品牌在 GE 品牌的带动下, 发展迅速。公司占据中高端市场有利于规避激烈竞争, 并能保证合理的利润水平。此外, 两家合资厂是公司稳定的投资净收益来源, 2010 年, 公司投资净收益占公司净利润达 50%。

□ 布局电力电子及低压元器件, 爆发增长在即

公司近年来逐步跨入电力电力领域。与 Honeywell 合作, 开辟高压变频器业务, 在西气东输管道及炼钢企业等多种下游渠道有广泛应用, 其中西气东输“十二五”期间对高压变频器的需求就将达到 25 亿左右, 保守估计公司将在其中占据 30-40% 的市场份额。公司还与 Honeywell 合作进行有源滤波器的生产, 目前公司产品已成为地铁建设中的“标配”设备, 在未来 2-3 年地铁集中建设的背景之下, 预期乐观。公司还为美国 AE 公司进行光伏逆变器的贴牌生产, 得益于 AE 公司在北美的专业地位, 公司光伏逆变器业务市场拓展快速, 预计年内将形成销售收入达 6000-8000 万。

□ 高端品牌盈利模式, 公司制胜的法宝

公司不断借助高端品牌, 进入高端市场, 从而规避低端竞争, 提升盈利水平的模式, 是公司得以不断发展的法宝。公司目前在传统的成套设备及元器件方面, 拥有 GE、AEG 等高端品牌, 也拥有自有品牌 SGE; 而在高压变频器和有源滤波器方面则使用 Honeywell 品牌, 光伏逆变器方面使用 AE 品牌, 预计电力电子领域内公司的自有品牌也将很快推出。公司于 GE 十余年的良好合作是公司得以继续拓展合作伙伴的基础, 同时公司也将继续沿用这种拓展模式, 不断进入新的领域。

□ 盈利预测与估值

首次给予公司“增持”评级。公司凭借与 GE 多年合作, 成功开拓自有品牌, 并进入中高端领域。公司继续复制高端品牌模式, 涉足电力电力领域, 并不断开发新产品, 未来维持快速增长可以预期。根据测算, 公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.58、0.87、1.20 元。对应当前股价市盈率分别为 25.59、16.97、12.38 倍, 估值对比同类上市公司偏低, 建议关注。

□ 风险提示

与外资品牌合作变化风险, 原材料价格波动风险。

重要财务指标	单位: 百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1138	1710	2325	3020
收入同比(%)	-7%	50%	36%	30%
归属母公司净利润	203	299	450	620
净利润同比(%)	-5%	47%	50%	38%
毛利率(%)	28.8%	30.8%	34.8%	37.9%
ROE(%)	29.8%	10.4%	13.6%	15.9%
每股收益(元)	0.39	0.58	0.87	1.20

正文目录

1 公司简介	3
1.1 产业链完整，向高端延伸步伐加快	3
1.2 自主品牌起飞，提升整体盈利能力	3
2 复制高端品牌模式，制胜新的高端领域	5
3 投资收益恢复增长，电力电子爆发在即	6
3.1 股权收益稳定增长，地块转型利好可期	6
3.2 电力电子突飞猛进，传统业务稳定增长	6
4 募投项目实施顺利，未来重点三大方向	7
5 盈利估值与预测	8
湘财证券投资评级体系	11
重要声明	11

图表目录

图 1 公司产业链拓展进程	3
图 2 主营业务收入占比变动及净利润变化趋势	4
图 3 业务毛利率变化趋势	4
图 4 广电电气的高端品牌竞争模式	5
表 1 公司 IPO 募投项目	8
表 2 分产品收入预测	9
表 3 财务报表预测与财务比率分析	10

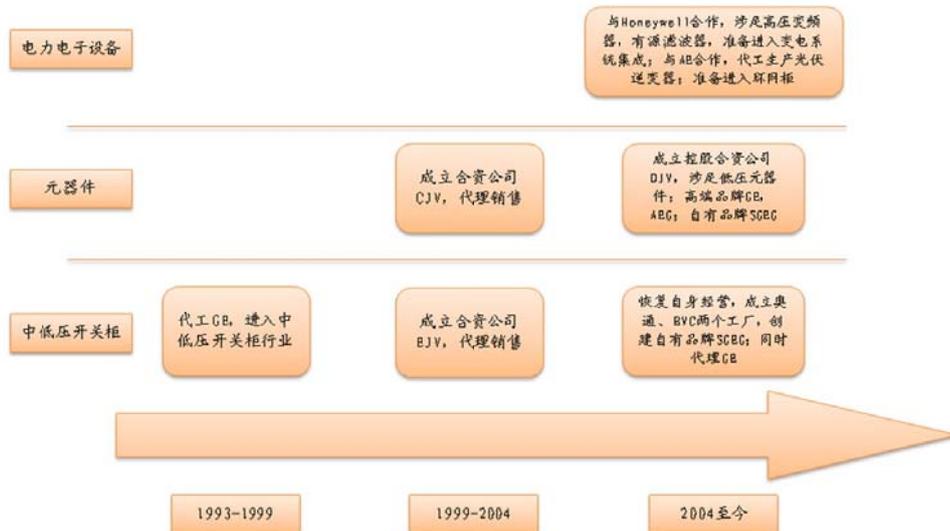
1 公司简介

1.1 产业链完整，向高端延伸步伐加快

配套开关设备及元器件领先制造商。公司传统业务是中低压开关柜成套设备及元器件，是该领域领先企业。公司自1993年开始作为GE的OEM厂商，代工的同时积极消化改进GE产品的美国标准，使之适应中国电力标准，由此积累了丰富的元器件技术。1999年，广电两个主力厂与GE合资，成为现在的EJV和CJV，分别定位在成套开关设备及开关元器件的制造。2004年，合资企业步入正轨，广电也逐步恢复自身经营，自营品牌近3年增长快速，逐渐形成了现在公司自营品牌和代理GE品牌的双品牌格局。

涉足低压元器件、电力电子领域，参与高端竞争。鉴于多年的良好合作，且出于对产业链延伸的考虑，公司与GE在2009年再次合资成立DJV，主责技术含量较高的低压元器件生产，并通过对自身低压开关柜产品配套，推广产品使用。同时，公司自身通过收购国外技术团队及与Honeywell、美国AE合作等方式，进入电力电子领域，通过上市募投项目，投入大容量高压变频器、有源滤波器、光伏逆变器等电力电子高端设备的生产。通过布局，不断开拓高端产品线，参与高端竞争，提升公司的盈利水平。

图1 公司产业链拓展进程



信息来源：公司资料，湘财证券研究所

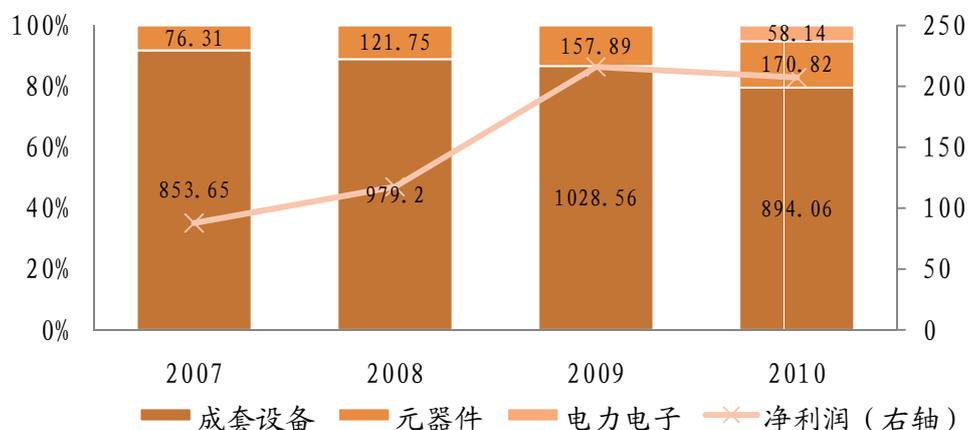
1.2 自主品牌起飞，提升整体盈利能力

代理品牌稳步增长，自主业务借力起飞。公司主营业务收入主要分为代理GE品牌业务，以及自主品牌业务。代理品牌业务主要是对CJV和EJV两家合资厂产品的包销，两家制造厂多年发展，目前销售相对稳定，公司代理销售部分约占两家制

造厂总量的 60%。自主品牌受益于代理品牌的带动，在中高端市场拓展迅速，在公司主营业务收入中占比逐年提高。由于自主品牌不存在与 GE 的分成，因此盈利水平一直高于代理品牌业务。

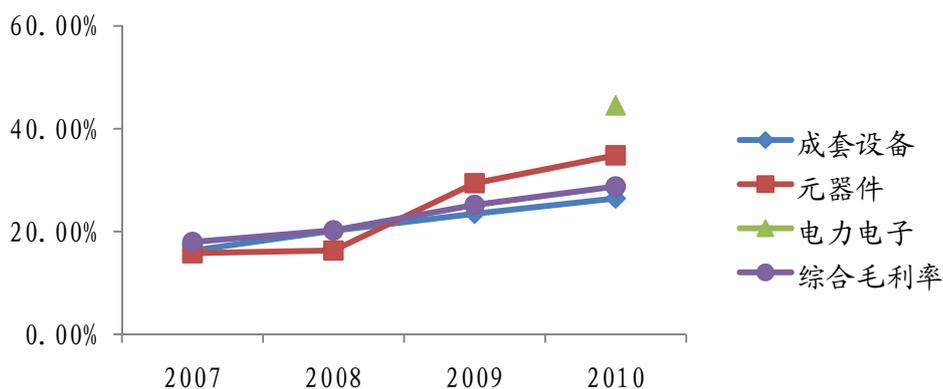
从盈利能力上反映，2007-2009 年，公司营业收入和净利润均保持稳步增长的趋势，营业收入年复合增长率 12.9%，净利润年复合增长率 56.99%。净利润增速远超出营业收入增长，自主品牌业务占比和毛利率的快速增长是其中主因。2010 年，由于公司自身销售策略的调整，降低了需要大量采购低压元器件的低压开关柜销售，有意培育合资公司 DJV 的低压元器件配套能力。因此公司营业收入和净利润在这一年分别同比下降 6.67%和 5.03%。总体来看，公司这一年的调整是在为新业务开拓蓄力，也为未来的持续增长做好了准备。

图 2 主营业务收入占比变动及净利润变化趋势



信息来源：公司公告，湘财证券研究所

图 3 业务毛利率变化趋势

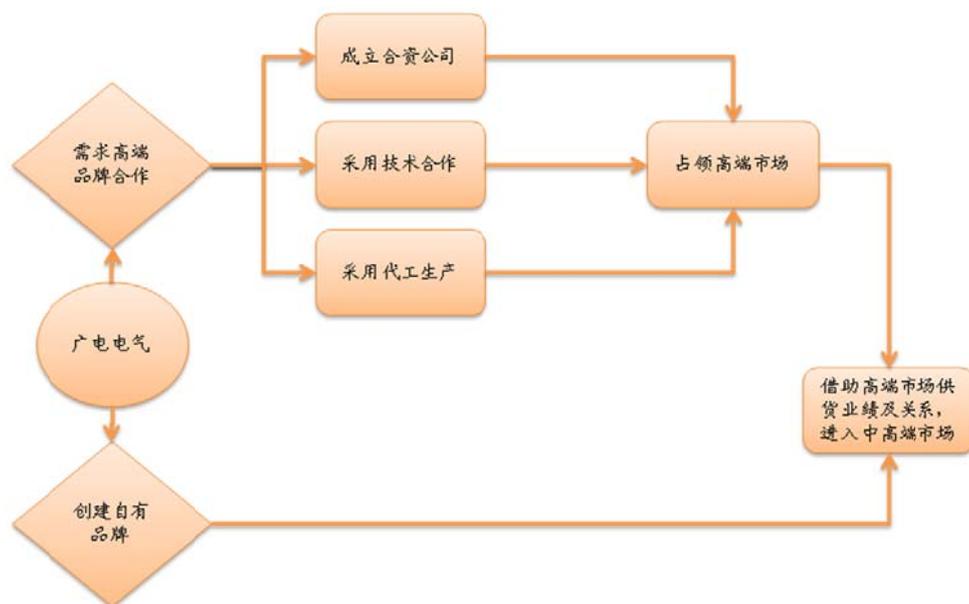


信息来源：公司公告，湘财证券研究所

2 复制高端品牌模式，制胜新的高端领域

合资 GE，高端品牌模式的开端。公司自从 1999 年与 GE 合资以来，借助高端品牌参与高端市场竞争，就是公司一直的盈利方式。通过 GE 品牌带动自有 SGEN 品牌是公司双品牌之路的第一步。GE 品牌主打高端标志性路线，如为 2008 北京奥运会主要场馆提供永久性成套配电设备，及为开闭幕式等提供临时性配电设备等，取得良好口碑及知名度；而自有品牌则从为高端项目的辅助设施进行配电设备供货开始，借助 GE 品牌不断开拓中高端市场，摆脱了低端市场的更为激烈的竞争环境，迅速发展壮大，盈利能力不断攀升。

图 4 广电电气的高端品牌竞争模式



信息来源：公司资料，湘财证券研究所

模式复制，不断拓展新领域。公司在于 GE 的合作中，充分享受了借助高端品牌拓展市场的好处，并积累了足够的信誉。近年来，公司凭借与 GE 合作的良好经历，继续寻找新的合作伙伴，复制借助外资高端品牌进军高端领域的成功模式。公司目前相继与 Honeywell 公司展开在工业电气控制领域的合作，采用贴牌方式；并与美国 AE 在光伏逆变器领域开展合作，采用代工方式；同时，公司从伊莱克斯公司取得 AEG 商标的使用权，推出自身的 AEG 品牌元器件。

3 投资收益恢复增长，电力电子爆发在即

3.1 股权收益稳定增长，地块转型利好可期

投资收益稳定增长。公司占有 EJV 和 CJV40%的股权，来自这两家合资制造厂的投资收益是公司净利润的稳定来源。EJV 从事 GE 品牌的中低压成套设备业务，2005 年起，GE 又将风电变流器成套的生产放入 EJV，这部分全部出口，而成套设备全部在国内进行销售，公司占国内销售的 60%。CJV 从事 GE 品牌中低压元器件业务，全部在国内销售。两家公司 2008-2010 年分别对公司贡献投资净收益 0.92 亿、1.10 亿、1.03 亿元。2010 年投资净收益下降，主要系 EJV 的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。预计今年将重新回到正轨。

收购 GE 地块，静待“工转商”利好。公司与 EJV 和 CJV 签订了关于购买两家厂老厂房，并协助两家厂搬迁、建设新厂房的协议，预计新厂房 2012 年一季度即可建成，同时公司将获得两家工厂老厂房共计 58128 平方米的土地。由此我们判断，随着 EJV 和 CJV 搬迁完成，生产效率和产能提升，公司投资净收益将获得年 10%左右的增速。而公司获得的土地将于公司自身老厂房连在一起，这部分土地已纳入上海市南桥新城城区规划，未来 2-3 年将转为商业用地进行开发。预计这部分商业用地将至少为公司带来约 5 亿左右的投资收益。

3.2 电力电子突飞猛进，传统业务稳定增长

新领域电力电子迎来爆发。公司近年来涉足电力电子业务，并通过高端品牌战略，直接进入高端领域。公司的电力电子产品主要包括大容量高压变频器、有源滤波器、光伏逆变器 3 大类。

公司的高压变频器 2007 年开始进入产业化阶段，2010 年已实现营收 0.58 亿。目前，我国的西气东输等大型输送类项目的加压站加压装置中需要使用大容量高压变频器，此前该部分一直是采用进口设备。公司和荣信股份是国内两家参与国家重点攻关的高压变频器供应企业，目前公司 2.5MW 产品即将进入与鼓风机、电机的配套阶段，预计近期可通过试验。并实现供货。“十二五”期间，西气东输工程至少要新建 5000 公里管道。按照每 150 公里建设一座加压站，每座加压站需要 4 台高压变频器进行计算，则“十二五”期间至少需要 136 台高压变频器的供应。我们保守估计平均国产化率 60%，公司占 40%的国产化份额，则十二五期间公司每年将供应 6-7 台，贡献收入 1.08-1.26 亿。此外，公司在钢厂鼓风机用高压变频器市场上，凭借与 GE 供货的电机进行配套，或将有所突破。这部分业务所使用高压变频器容量达到 3.2MW，预计单价将在 2000 万以上。

公司有源滤波器业务主要瞄准地铁市场。2011 年从公司目前在手订单及下半年趋势来看，实现 4000-5000 万的销售收入问题不大。我国地铁建设在未来 2-3 年将迎来集中爆发期，公司目前在地铁有源滤波器方面市场占有率方面有绝对优势，有源滤波器将随着我国地铁建设的加速而进入爆发式增长。

光伏逆变器携手 AE。公司的光伏逆变器业务主要是为美国专业光伏逆变器厂商 AE 进行代工服务。目前，AE 在欧洲市场的开拓销售，采用公司生产的光伏逆变器；而在国内市场则是公司负责整个生产和销售环节。公司通过自身技术改进，使光伏逆变器成本降低 50% 左右，并为其配套开发了前端的汇流箱和后端的并网系统，该部分业务今年有望实现收入 6000-8000 万元。

成套设备稳定增长。成套中低压开关柜设备是公司一直以来的主业。中压开关成套设备 2011 年市场规模预计在 1400 亿元左右，年均增速约在 25%；而低压成套设备增长要更快。从品牌分类看，代理 GE 品牌销售收入占比呈现逐年下降趋势，预计 2011 年占比将下降至 40%-45% 左右。而与此同时，自主品牌业务则呈现快速增长，今年订单处于历史最好水平，预计自主品牌年内实现销售应在 6.5 亿以上。从产品分类来看，低压开关柜受益于公司自身低压元器件业务的不断发展，毛利率将不断得到提升，预计未来将成为带动成套设备业务的主要动力。公司产品定位于此类设备的中高端，市场竞争相对平稳，毛利率也可保持在合理范围。此前由于此项业务大量占用资金而影响公司经营扩张的弊病，将由于使用超募资金补充流动资金而有所缓解，但长期来看，也制约了成套设备业务的快速发展。

元器件业务快速增长。代理 GE 品牌元器件一直占据公司元器件业务销售收入的 60-65% 左右。公司 2010 年获得 AEG 品牌使用权以后，以 AEG 品牌进行自主元器件销售，今年预计将获得较快增长，销售占比将提升到 50% 左右。低压元器件是公司重点布局的领域，该部分年市场规模在 400 亿左右，产品本身技术壁垒较高，目前外资品牌占据绝大部分市场份额，施耐德是其中龙头品牌，市场占有率达到 40%。公司与 GE 合资成立的 DJV 主要瞄准低压元器件，预计明年或有突破。该部分元器件的自产也将对公司低压开关柜成套设备业务形成强力的支撑。

4 募投项目实施顺利，未来重点三大方向

募投项目进展顺利，两项目已部分投产。根据我们的实地调研，公司“年产 2.5 万台高低压开关柜、断路器生产线建设项目”以及“新型无谐波高压变频器高技术产业化项目”已基本建设完毕，并进入部分投产阶段。公司其他 3 个募投项目也将于 2012 年一季度建成，快于此前预期。

系统集成——公司未来重点之一。公司借助 Honeywell 的领先技术优势，下一个业务发力点将在电力智能化系统集成方面，在智能电网建设的大背景下，该部分市场前景广阔。目前公司有意扩大该项目的投入，或将改变非晶合金变压器项目的方向，转为扩大系统集成项目。

环网柜——公司未来重点之二。环网柜产品主要应用于电缆线路连接、分段、保护和控制等，需求量快速增长。从技术上考虑，目前主流的氟化硫环网柜存在环保安全问题。公司的产品采用固态技术，体积大幅减小，性能与传统型没有区别，已经完成并网运行试验。该项技术或将成为公司未来投入的重点。

收购配电或电力电子领域公司——公司未来重点之三。公司也在考虑利用超募资金启动收购，从而扩充公司产能，进一步丰富公司产品线。

表 1 公司 IPO 募投项目

项目名称	拟投入募集资金（万元）
年产 2.5 万台高低压开关柜、断路器生产线建设项目	15049
新型无谐波高压变频器高技术产业化项目	21800
电力智能化系统集成项目	8514
高效低耗非晶合金变压器生产线建设项目	15841
技术中心扩建项目	5015
总计	66219

信息来源：招股说明书，湘财证券研究所

5 盈利估值与预测

首次给予公司“增持”评级。公司凭借与 GE 多年合作，成功开拓自有品牌，并进入中高端领域。公司继续复制高端品牌模式，涉足电力领域，并不断开发新产品，未来维持快速增长可以预期。根据测算，公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.58、0.87、1.20 元。对应当前股价市盈率分别为 25.59、16.97、12.38 倍，估值对比同类上市公司偏低，建议关注。

表 2 分产品收入预测

百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成套设备						
销售收入	979.20	1028.56	894.06	1150.00	1400.00	1600.00
YOY	14.71%	5.04%	-13.08%	28.63%	21.74%	14.29%
毛利率	20.15%	23.45%	26.44%	25.22%	25.68%	25.88%
元器件						
销售收入	121.75	157.89	170.82	300.00	485.00	800.00
YOY	59.55%	29.68%	8.19%	75.62%	61.67%	64.95%
毛利率	16.29%	29.39%	34.82%	35.00%	43.76%	49.50%
电力电子						
销售收入			58.14	240.00	420.00	600.00
YOY				312.80%	75.00%	42.86%
毛利率			44.55%	52.50%	55.00%	55.00%
其他						
销售收入	58.87	32.76	14.85	20.00	20.00	20.00
YOY	121.43%	-44.34%	-54.69%	34.72%	0.00%	0.00%
毛利率	29.45%	58.21%	36.68%	30.00%	30.00%	30.00%
营业收入	1159.82	1219.21	1137.87	1710.00	2325.00	3020.00
营业成本	925.38	912.58	810.65	1183.00	1516.25	1874.00
综合毛利率	20.21%	25.15%	28.76%	30.82%	34.78%	37.95%

信息来源：招股说明书，湘财证券研究所

表 3 财务报表预测与财务比率分析

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1176	3058	3262	3610	营业收入	1138	1710	2325	3020
现金	142	1624	1286	1100	营业成本	811	1183	1516	1874
应收账款	720	971	1370	1759	营业税金及附加	5	7	10	13
其他应收款	45	71	95	124	营业费用	71	116	154	201
预付账款	101	120	165	199	管理费用	143	205	302	423
存货	163	265	335	416	财务费用	8	20	16	18
其他流动资产	6	7	10	13	资产减值损失	4	2	3	3
非流动资产	647	1018	1392	1749	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	227	234	231	232	投资净收益	103	124	142	164
固定资产	254	596	938	1269	营业利润	200	300	466	652
无形资产	101	116	133	148	营业外收入	37	45	54	65
其他非流动资产	65	72	90	99	营业外支出	1	0	1	1
资产总计	1823	4076	4654	5359	利润总额	236	344	520	716
流动负债	942	1019	1154	1250	所得税	29	40	62	85
短期借款	320	263	282	275	净利润	207	304	458	631
应付账款	392	562	725	894	少数股东损益	4	5	8	11
其他流动负债	231	194	148	80	归属母公司净利润	203	299	450	620
非流动负债	129	106	107	106	EBITDA	225	346	528	735
长期借款	90	90	90	90	EPS (元)	0.39	0.58	0.87	1.20
其他非流动负债	39	16	17	16					
负债合计	1071	1125	1260	1356	主要财务比率				
少数股东权益	71	76	84	95	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	413	518	518	518	成长能力				
资本公积	3	1794	1794	1794	营业收入	-6.5%	50.3%	36.0%	29.9%
留存收益	265	564	998	1596	营业利润	-6.2%	50.0%	55.7%	39.8%
归属母公司股东权益	681	2875	3310	3908	归属于母公司净利润	-4.6%	47.2%	50.5%	38.0%
负债和股东权益	1823	4076	4654	5359	获利能力				
					毛利率(%)	28.8%	30.8%	34.8%	37.9%
					净利率(%)	17.8%	17.5%	19.3%	20.5%
					ROE(%)	29.8%	10.4%	13.6%	15.9%
					ROIC(%)	22.4%	19.3%	18.8%	19.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	58.8%	27.6%	27.1%	25.3%
					净负债比率(%)	38.23%	31.38%	29.49%	26.95%
					流动比率	1.25	3.00	2.83	2.89
					速动比率	1.06	2.74	2.54	2.56
					营运能力				
					总资产周转率	0.69	0.58	0.53	0.60
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	2.02	2.48	2.36	2.32
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.39	0.58	0.87	1.20
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.07	-0.11	-0.09	0.23
					每股净资产(最新摊薄)	1.31	5.55	6.39	7.54
					估值比率				
					P/E	38.55	26.19	17.40	12.61
					P/B	11.48	2.72	2.36	2.00
					EV/EBITDA	35	23	15	11

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-39	-58	-49	118
净利润	207	304	458	631
折旧摊销	17	27	46	65
财务费用	8	20	16	18
投资损失	-103	-124	-142	-164
营运资金变动	-170	-273	-427	-432
其他经营现金流	1	-12	0	-0
投资活动现金流	-56	-275	-278	-258
资本支出	158	400	400	400
长期投资	7	7	-2	1
其他投资现金流	109	132	120	142
筹资活动现金流	119	1815	-11	-47
短期借款	170	-57	19	-6
长期借款	21	0	0	0
普通股增加	170	105	0	0
资本公积增加	0	1790	0	0
其他筹资现金流	-242	-23	-30	-40
现金净增加额	24	1482	-337	-187

分析师声明：

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。