

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司点评报告

宝光股份 (600379)

暂不评级 首次

想象空间超预期，暂不评级

2009年02月06日

何本虎 电力设备行业高级研究员 86-755-22622283 hebh@pasc.com.cn

事项

最近，受到大股东的股权化转为西安电力机械制造公司消息刺激，二级市场股价持续上涨。就未来可能的预期，与大家分享我们的观点。

主要观点

■ 存量业务盈利能力一般

公司现存业务以生产真空灭弧室、真空断路器、开关柜等主要产品，电压等级包括0.22KV~45KV等系列产品，属于电力设备中的低压产品系列。

2008年前三季度实现收入34367万元，同比增长32%。净利润为510万元，虽然同比增长达到67%，但销售净利率只有1.5%，使得业绩增长的含金量不够。

如果进行细分研究，毛利率为23%，属于行业中等水平。销售净利率只有1.5%的主要原因在于管理能力较弱，期间费用率达到21.5%，基本吞噬了毛利率。

■ 新股东的超强实力成为预期的动因

公司现在的大股东为陕西宝光集团，属于国资委控股。宝光集团的实际控制人宝鸡市国资委于2009年1月16日与西安电力机械制造公司在西安市签署了《国有产权无偿划转协议》，协议约定，市国资委将其持有的宝光集团股权中的92%无偿划转给西电公司，由此导致宝光股份的实际控制人将由市国资委变更为西电公司。

西电集团始建于1959年，是我国科研、生产和检测高压、超高压交直流输变电成套设备的主要基地。集团主要单位包括9个输变电设备制造及其它电工产品的骨干生产企业、3个国家级行业归口研究所、3个承担国际工程、国内销售、金融等业务的专业公司和6个中外合资企业，资产总规模85.10亿元。

公开资料显示，西安电力机械制造公司2007年实现主营收入106.8亿元，2008年，主营收入同比增长27.5%，达到136亿。

子公司的竞争优势看，西电高压开关、西电变压器、西电电容器和西电高压电瓷等四家公司的销售收入均处于行业前三名水平，其中，西电高压开关与平高电气具有可比性，西电变压器比天威保变和特变电工规模小，但技术基本处于同一水平。

由于缺乏公开的完整数据，我们依照同属于国有企业的平高电气和天威保变的盈利水平

来估算西安电力机械制造公司的净利润，扣除投资收益部分，平高电气和天威保变的销售净利率分别为6%和10%。**我们按照平均的8%作为折算依据，测算的西安电力机械制造公司的08年净利润为11亿，09年按照25%增长预测的净利润为13.5亿。**

■ 较为理想但并不过分乐观的资本运作轨迹

公司资产总规模为85.10亿元，依照特变的08年120亿收入和50亿净资产折算，西安电力机械制造公司的净资产按照60亿计算，对应的资产负债率为30%，显然较为谨慎。**我们按照2倍PB计算，重估价值为120亿。**

虽然具体的进程我们很难判断，但有一定可以肯定，如果具备借壳上市的机会，二级市场将做出积极反映。我们以20元作为增发价格计算，资产全部注入需要增加股本6亿，加上目前的股本，应不超过8亿。

依照前面的09年的净利润为13.5亿计算，对应的EPS为1.70元。以20倍PE折算，对应的股价为35元，相对于目前股价有接近3倍的涨幅。

■ 暂不评级

通过前面的分析，西安电力机械制造公司与目前的宝光股份的巨大规模差异是市场预期的主要理由。通过我们较为理想，但并不乐观的假设测算，市场存在巨大的股价空间。由于存在诸多不确定性，我们暂不给予评级。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场8层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：（0755）82449257