

宝光股份（600379）：实际控制人变更为西电集团，价值或可提升

电气设备

当前股价：9.30 元

报告日期：2009 年 2 月 11 日

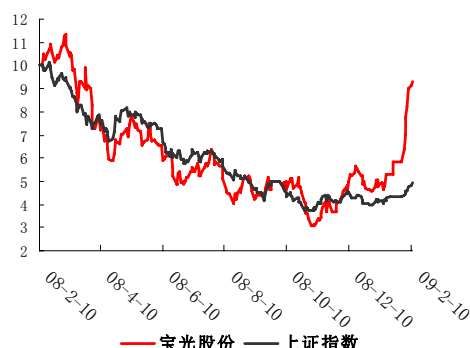
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	374	467	542	602
(+/-)	20.03%	25.00%	16.00%	11.00%
营业利润	7	13	21	32
(+/-)	-148.7%	83.97%	60.35%	53.43%
归属于母公司 的净利润	7	10	16	24
(+/-)	-40.96%	30.42%	59.72%	52.68%
每股收益（元）	0.04	0.05	0.09	0.13
市盈率（倍）	223	171	107	70
	2007A	2008E	2009E	2010E

公司基本情况（2009 年 2 月 11 日止）

总股本/已流通 A 股(万股)	17,870/1,1140
流通市值（亿元）	10.36
每股净资产（元）	1.78
资产负债率（%）	39.06

股价表现（最近一年）



天相电气设备组

010-66045719 zhangzhe@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 细致地介绍了宝光股份的基本情况；
- 西电集团资产分布及资产优势所在；
- 可能的资产注入及相关的投资机会；

投资要点：

- 股权转让激发西电集团借壳的预期。近日，公司原实际控制人宝鸡国资委将宝光集团92%的股权无偿划转给西电集团，西电集团变更为公司实际控制人。一方面，宝光股份曾于2006年尝试引入施耐德电气（中国）投资有限公司，但被商务部否认，在此之后公司经营未见好转；一方面西电集团背景深厚，近两年一直在做上市的准备工作。本次股权转让激发了西电集团借壳的预期。
- 宝光股份及宝光集团借助外力寻求突破。公司虽然是生产真空灭弧室的龙头企业，但由于近年金属材料价格上涨，且下游需求集中致议价能力较弱，一直处于微利状态。宝光集团的主要资产在上市公司中，作为老牌国企，集团的历史包袱较重，很难给予上市公司实质支持。可能“嫁入名门”才是公司和集团的切实出路。
- 借壳上市是中国西电集团的可行之路。西电集团是国务院国资委直属企业，是我国高压、超高压交直流变电成套设备的主要生产基地，旗下有西安西开、西安变压器厂等优质资产。同行业中特变电工、天威保变、平高电气等早已上市，特变电工更是借助资本市场的力量吞下两大巨头——衡阳变压器厂和沈阳变压器厂，西电集团近年一直在加快改制准备上市。之前媒体报导西电集团可能借壳S*ST长岭，但S*ST长岭已公告若债务重组成功，陕西电子科技集团拟以7亿元接盘。09年IPO仍未开闸，借壳上市或为西电集团上市之首选。
- 暂无投资评级。我们认为，公司股价所反映的已不完全是现有资产的价值，建议投资者关注可能的资产注入类投资机会，暂无投资评级。
- 风险提示：公司现有资产的盈利水平不足以支持目前的股价。

1. 公司简介

1.1 历史沿革及主营业务

公司的主要发起人陕西宝光集团有限公司前身是陕西宝光电工总厂，总厂是国内最早研制生产真空灭弧室的厂家。1984 年起，总厂从西门子公司引进真空灭弧生产设备，建成了具有国际先进水平的生产线。1997 年总厂改制成宝光集团，同年，宝光股份公司成立，主营业务包括真空灭弧室、真空开关设备等。

国内生产真空灭弧室的龙头企业。公司是生产真空灭弧室和真空开关设备的重点企业。真空灭弧室，又名真空开关管，是中高压电力开关的核心部件。公司是国内生产真空灭弧室的龙头企业，连续多年真空灭弧室销量居全国第一。

图表 1：国内真空灭弧室及真空断路器生产企业

国内真空灭弧室制造企业	国内真空断路器制造企业
宝光股份	厦门ABB开关有限公司
振华科技	浙江华仪开关厂
成都旭光	天水长城开关厂
华光	陕西开关厂
其它	其它

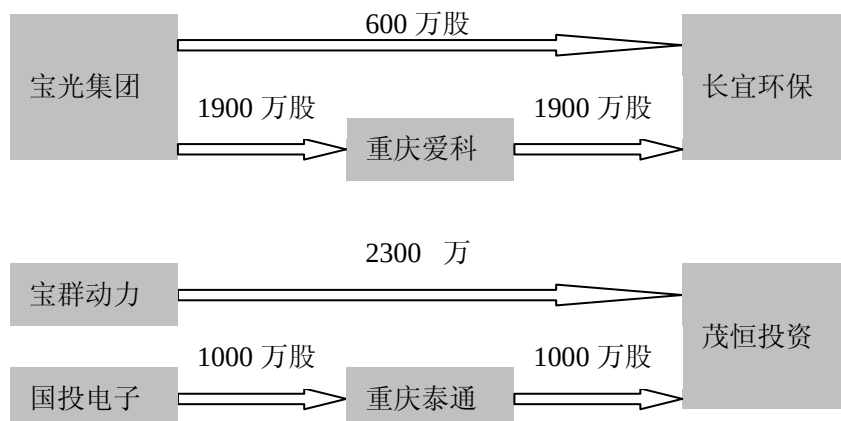
数据来源：公司报表、天相投资顾问有限公司

真空灭弧室的原材料主要由铜材、钢材、精密合金等构成，近年受到上游原材料价格上涨的影响，净利润受到极大挤压；该产品下游需求集中，主要是大型真空开关生产商，公司的议价能力不强。另外，公司的真空开关设备盈利能力尚不及真空灭弧室产品。近年公司一直处于微利状态。

1.2 上市公司股权结构

公司 2001 年招股时的前三大股东分别为陕西宝光集团有限公司（6000 万股）、宝鸡宝群动力有限责任公司（2300 万股）、国投电子公司（1000 万股）。后宝光集团转出 2500 万股，为长宜环保工程有限公司所得；宝群动力、国投电子卖出全部股权，为北京茂恒投资管理有限公司所得。至 2005 年，前三大股东变更为宝光集团（3500 万股，占比 19.59%）、茂恒投资（3300 万股，占比 18.47%）、长宜环保（2500 万股，占比 13.99%）。

图表 2：公司股权转让路径

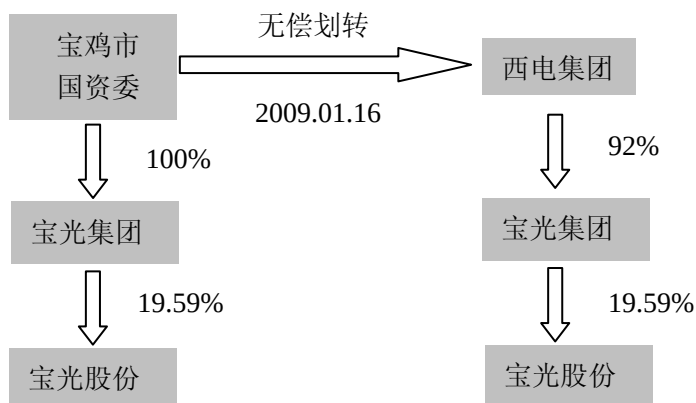


数据来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

宝光集团下辖宝光股份、宝群动力、宝光装饰工程、镇江镇宝开关厂、西安光辉真空电器、宝开一分厂、宝开二分厂、宝开三分厂。由于西安光辉真空电器、宝开一分厂、宝开二分厂、宝开三分厂一定程度上与上市公司构成同业竞争，2001 年 4 月，宝光集团承诺在 2002 年 4 月前退出以上 4 家企业。依此推算，宝光集团旗下资产除了上市公司外已所剩不多。近年上市公司资金链十分紧张，不见集团伸出援手，且集团将所持上市公司股份 1750 万股长期用于质押借款，借款额仅为 2500 万元，由此，我们推断集团本身的现金并不充裕。

公司第一大股东陕西宝光集团有限公司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签署了《国有产权无偿划转协议》，将其持有的陕西宝光集团股权中的 92% 无偿划转给西电集团。划转完成后，西电集团持有宝光集团 92% 的股权，宝鸡市国资委持有 8% 的股权，由此，公司的实际控制人将由变更为西电集团。上述协议尚须取得宝鸡市人民政府和国务院国资委的批准后方可生效。

图表 3：公司实际控制人变更



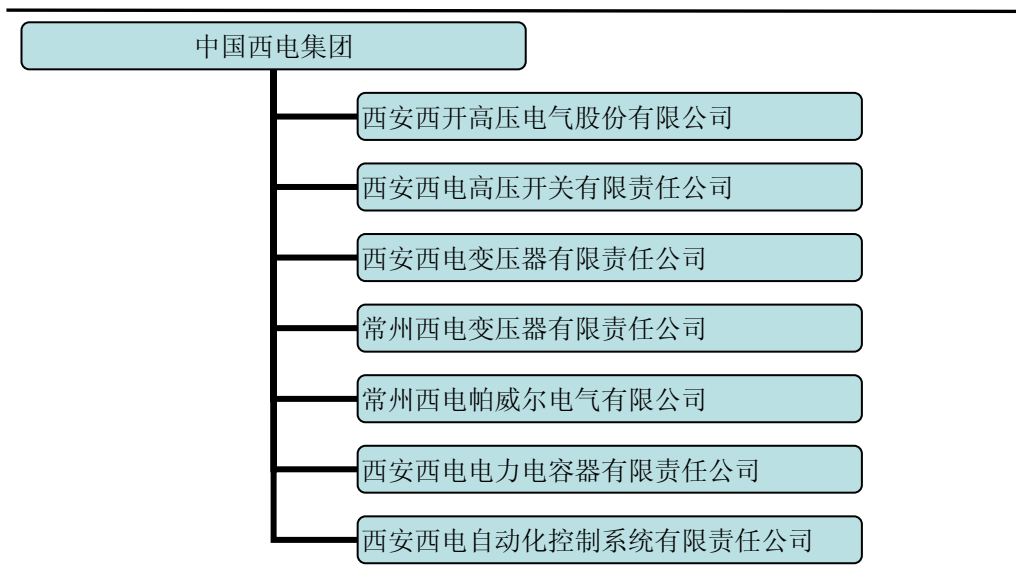
数据来源：公司报表、天相投资顾问有限公司

2. 西电集团及其主要资产简介

2.1 中国西电集团——国资委直属大型央企

中国西电集团即西安电力机械制造公司，是我国科研、生产和检测高压、超高压交直流变电成套设备的主要基地，是国务院国资委直属的首批 49 家主业明晰企业之一。集团资产众多，包括西安西开高压电气股份有限公司、西安西电变压器有限责任公司等。

图表 4：中国西电集团主要子公司



数据来源：西电集团网站、天相投资顾问有限公司整理

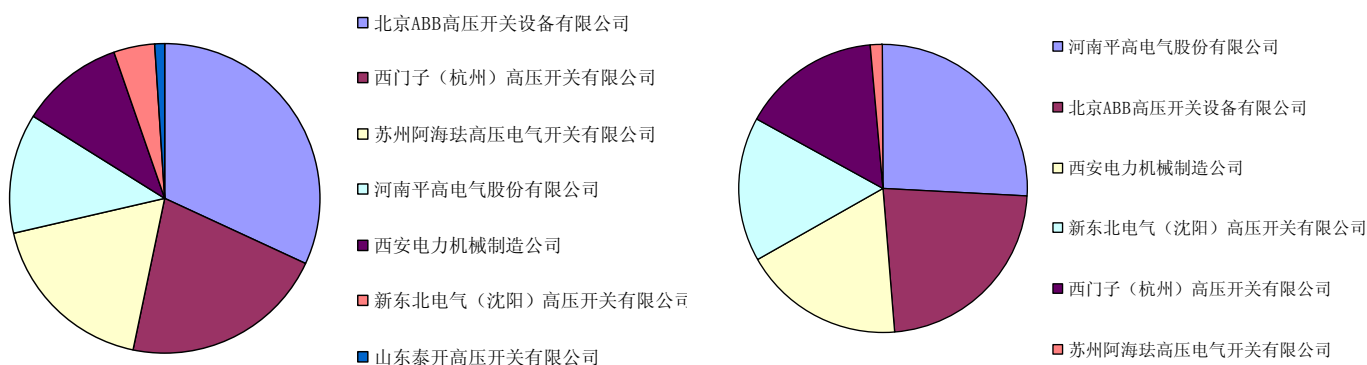
据媒体报道，2007 年西电集团实现收入 106 亿元，西安西开高压电气股份有限公司实现收入 29 亿元，西安西电变压器有限责任公司实现收入超过 60 亿元，由此我们推断，西安西开、西安变压器厂是集团的两大主要资产。

2.2 西安西开高压电气股份有限公司简介

国内高压开关三巨头之一。西安西开高压电气股份有限公司是以西安西电高压开关有限责任公司为主发起人，联合南京南瑞继保电气有限公司、许继电气等六家发起人共同发起，是国内高压、超高压开关设备研发和制造基地。

从 2008 年国家电网招标结果看，目前断路器市场中外厂商基本平分秋色，中方略略处于下风。252kV 产品中标份额中，北京 ABB、杭州西门子、苏州阿海珐占据三甲，平高电气、西安西开、东北电气沈开、山东泰开分列 4—7 位；550kV 产品中标份额中，河南平高占据首位，西安西开排在第三。800kV 产品仅西安西开、河南平高、新东北沈开有中标记录。

图表 5：2008 年国家电网断路器中标排名（220kV 左，550kV 右）



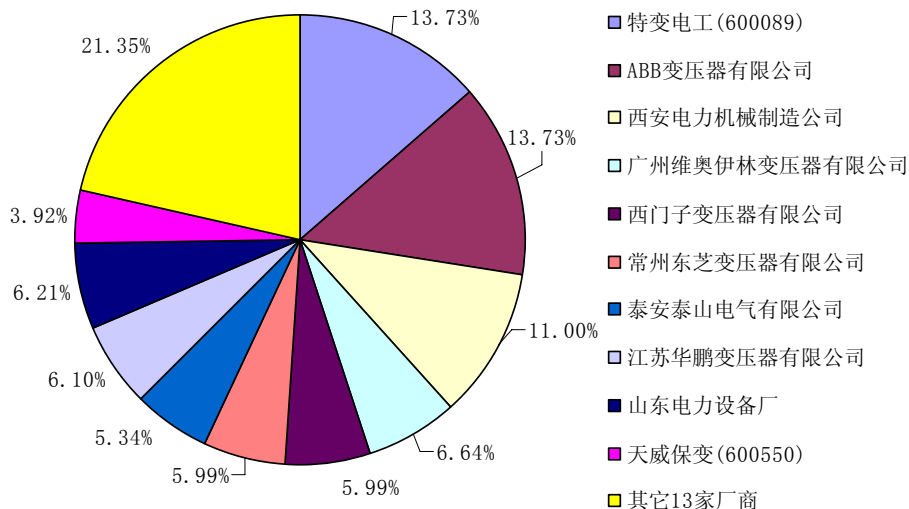
数据来源：国家电网、天相投资顾问有限公司整理

2.3 西安变压器有限责任公司简介

国内变压器三巨头之一。西安西电变压器有限责任公司是我国超高压、特高压变压器类产品的核心制造企业。历史上，西安变压器厂、衡阳变压器厂、沈阳变压器厂构成国内变压器厂商三巨头，后来，衡变和沈变为特变电工所收购，天威保变强势崛起，国内变压器厂商新三巨头浮出水面。

从 2008 年国家电网招标结果看，以总台数计，西安变压器厂仅次于特变电工和 ABB（包括重庆 ABB、合肥 ABB 和中山 ABB）。750kV 等级的产品只有特变电工、西安变压器、天威保变有中标记录。

图表 6：2008 年国家电网变压器中标排名



数据来源：国家电网、天相投资顾问有限公司整理

2.4 西电集团加紧上市步伐

2007 年，陕西省副省长吴登昌曾在“资本市场机遇与陕西经济发展大型论坛”上表态，金堆城铝业集团和西电集团已经列入省拟上市企业名单。

上市诱惑和央企整合压力。同行业中特变电工、天威保变、平高电气等早已上市，特变电工更是借助资本市场的力量吞下两大巨头——衡阳变压器厂和沈阳变压器厂。根据国资委规划，到 2010 年央企要缩编至 80—100 家具有核心竞争力的大型央企。尽管西电集团很可能成为剩余 80—100 家中的一员，但加快改制上市也是培育核心竞争力、走向世界的积极推动力。我们认为，在可能的条件下，西电集团将全力推进争取上市。

3. 西电集团成为实际控制人或可提升公司价值

3.1 高压开关业务的优势结合

断路器主要有三种类型：油断路器、SF6 断路器、真空断路器。目前，油断路器已逐渐淡出市场。SF6 和真空断路器代表着两个不同的发展方向。西安西开生产的 SF6 高压开关与宝光股份生产的真空高压开关可以有效的互补。

3.2 可能的西电集团注入资产的分析

如果市场预期实现，西电集团资产注入宝光股份，将面临 3 个重要的约束条件：

- 1、宝光集团仅持有 19.59% 的宝光股份，控股能力较差；
- 2、宝光股份总股本仅为 1.79 亿股，截至昨日收盘市值为 16.11 亿元；
- 3、公司股本总额超过人民币 4 亿元的，社会公众持股的比例低于 10% 将不具备上市条件。

受到条件 1 的约束，如果上市公司增发购买西电集团的资产，将削弱大股东控股能力；受到条件 2、3 的约束，上市公司直接向西电集团定向增发，可能面临着持股比例过高的风险。

但是，我们认为，这三个条件约束都是可以化解的：直接向西电集团定向增发，必要时引入战略投资者。也就是说定向增发，其中一部分由西电集团以资产认购，一部分由战略投资者以现金认购。这样既确保了大股东的控股地位，又不会导致一股独大的局面，同时还为公司注入了必要的资金。

考虑到增发价的下限是“公告日前 20 个交易日均价的 90%”，公司目前较小的股

本未必是件坏事，因为即使股价较高，市值膨胀速度相对较慢，如果西电集团资产注入，对其资产注入后的股权占比冲击相对较小。

4. 投资评级及风险提示

投资评级。我们认为，公司股价所反映的已不完全是现有资产的价值，建议投资者关注可能的资产注入类投资机会，暂无投资评级。

风险提示。1) 西电上市“改道”风险。如果没有任何的资产注入，公司的业绩不足以支持目前的股价。

图表 7：宝光股份盈利预测

单位：万元	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	31,136	37,374	46,717	54,192	60,153
增长率(%)	7.39%	20.03%	25.00%	16.00%	11.00%
减：营业成本	23,076	28,191	35,521	40,849	44,934
营业税金及附加	140	144	164	190	211
资产减值损失	212	467	0	0	0
营业毛利	7,708	8,571	11,033	13,153	15,009
增长率(%)	-3.47%	11.19%	28.72%	19.22%	14.11%
毛利率(%)	24.76%	22.93%	23.62%	24.27%	24.95%
减：销售费用	3,610	3,096	3,737	4,281	4,692
管理费用	4,999	5,609	5,139	5,690	6,015
财务费用	464	500	845	1,079	1,075
加：公允价值变动净收益	0	12	0	0	0
投资净收益	-98	1,334	0	0	0
影响营业利润的其他科目	0	0	0	0	0
营业利润	-1,463	713	1,312	2,103	3,227
营业利润率(%)	-4.70%	1.91%	2.81%	3.88%	5.36%
加：营业外收入	3,017	147	93	135	180
减：营业外支出	27	75	37	54	72
利润总额	1,527	785	1,368	2,184	3,335
增长率(%)	250.00%	-48.61%	74.32%	59.72%	52.68%
利润率(%)	4.90%	2.10%	2.93%	4.03%	5.54%
减：所得税	174	-27	315	502	767
实际税负比率(%)	11.41%	-3.44%	23.00%	23.00%	23.00%
少数股东损益	92	67	82	131	200
归属于母公司所有者的净利润	1,261	745	971	1,551	2,368
增长率(%)	557.73%	-40.96%	30.42%	59.72%	52.68%
净利润率(%)	4.05%	1.99%	2.08%	2.86%	3.94%
每股收益(元)	0.07	0.04	0.05	0.09	0.13

数据来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华苑小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002