

广电电气（601616）：积极开拓新领域的成套开关设备领先者

电气设备/高低压开关

合理价：17.4-20.3 元

报告日期：2011 年 1 月 24 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,219	1,158	1,853	2,397
(+/-)	5.1%	-5.0%	60.0%	29.3%
营业利润	215	157	322	445
(+/-)	122.5%	-27.1%	105.8%	38.2%
归属于母公司 的净利润	214	159	302	410
(+/-)	85.0%	-25.5%	90.1%	35.7%
每股收益（元）	0.41	0.31	0.58	0.79

公司发行新股基本情况

发行日期	2011. 01. 24
发行后总股本（万股）	51810
发行股数（万股）	10500
发行价格（元）	19.00
发行市盈率（倍）	51.46
发行动态市盈率（倍）	39.58
行业滚动市盈率（倍）	42.79
第一大股东	严怀忠
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	51.00%/40.66%
发行前每股净资产（元）	1.26
发行前资产负债率	58.70%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

证券分析师：于善辉

执业证书编号：A0140510120001

010-66045582 anwj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行 A 股 10500 万股，发行后总股本为 51810 万股。公司第一大股东严怀忠直接持股 6609.6 万股，通过其全资控制的子公司旻杰投资持股 14458.5 万股，合计占发行后总股本的 40.66%。实际控制人为严怀忠先生。
- 主营业务：高低压开关成套设备及其元器件的生产、销售及代理销售合资公司生产的此类产品。（自产和代理销售收入各半，均以成套设备为主）。近三年一期，成套设备收入占比近 9 成。投资收益占营业利润的 6 成以上，投资收益主要来自于公司与 GE 合资的两公司 CVJ 和 EVJ（公司持股均为 40%），CVJ 主要生产 GE 品牌元器件，EVJ 主要生产 GE 品牌成套设备和风能设备。
- 品牌优势和客户资源优势。公司与行业主要客户如国家电网、五大电力公司、中石油等都建立了长期稳定的合作关系，同时公司还是包括嘉里集团、康菲石油、3M 等众多国内外知名企业在内的合格供应商。
- 募股资金投向分析。公司此次 IPO 募集资金主要用于以下项目：年产 2.5 万台高低压开关柜、断路器生产线建设项目，新型无谐波高压变频器高技术产业化项目，电力智能化系统集成项目，高效低耗非晶合金变压器生产线建设项目和技术中心扩建项目。其中新型无谐波高压变频器高技术产业化项目，电力智能化系统集成项目，高效低耗非晶合金变压器生产线建设项目为公司开拓的新领域。募投项目投产后，预计将增加公司的营业收入 16.35 亿元，利润 3.26 亿元。
- 公司面临的主要风险：产能过剩风险和产业政策风险
- 盈利预测及估值。预计公司 2010—2012 年 EPS 分别为 0.27 元、0.48 元和 0.58 元；我们认为公司的 2011 年合理市盈率水平应在 35-40 倍之间。按预测的 2011 年业绩计算，股票上市后的合理价值区间应在 17.4~20.3 元之间。

正文目录

1. 高低压开关成套设备领先企业	3
1.1 成套设备行业领先者	3
1.2 股本结构—实际控制人严怀忠	3
1.3 代理品牌、自主品牌各占半壁江山，均以成套设备为主	4
1.4 投资收益占利润总额比重在 6 成以上	5
2. 行业概况	5
2.1 电力行业需求规模巨大	5
2.2 铁路电气化、地铁建设及大型工程建设带来巨大需求	6
3. 营业收入远高于同行、利润增长迅速	7
3.1 营业收入高于可比上市公司、营业利润逐年增长	7
3.2 细分市场主要客户与竞争对手情况	8
3.3 各类产品产能产量情况	8
4. 竞争优势—品牌优势、客户优势等	9
4.1 品牌优势和客户资源优势	9
4.2 资质优势	9
4.3 产品质量优势	9
5. 募集资金项目分析	9
6. 盈利预测与估值分析—合理价值区间 17.4-20.3 元	10
6.1 盈利预测	10
6.2 估值—合理价位 17.4-20.3 元	12
7. 风险揭示—产能过剩风险与产业政策风险	12

图表目录

图表 1 本次发行前股权结构及控制关系	3
图表 2 发行前后股本结构对比	4
图表 3 历年公司自主品牌与代理品牌收入构成	4
图表 4 自主品牌收入构成情况	4
图表 5 代理品牌收入构成情况	5
图表 6 投资收益占利润总额比重	5
图表 7 电力装机容量与预测	6
图表 8 2001-2008 年高压开关行业产值情况	6
图表 9 与可比上市公司营业收入比较	7
图表 10 公司利润情况	7
图表 11 成套设备产能产量销量情况（单位：件）	8
图表 12 元器件产量销量情况（单位：件）	8
图表 13 广电电气募投项目 单位（万元）	10
图表 14 2008A-2012E 营业收入及其增长率	11
图表 15 2008A-2012E 净利润及其增长率	11
图表 16 广电电气盈利预测	11

1. 高低压开关成套设备领先企业

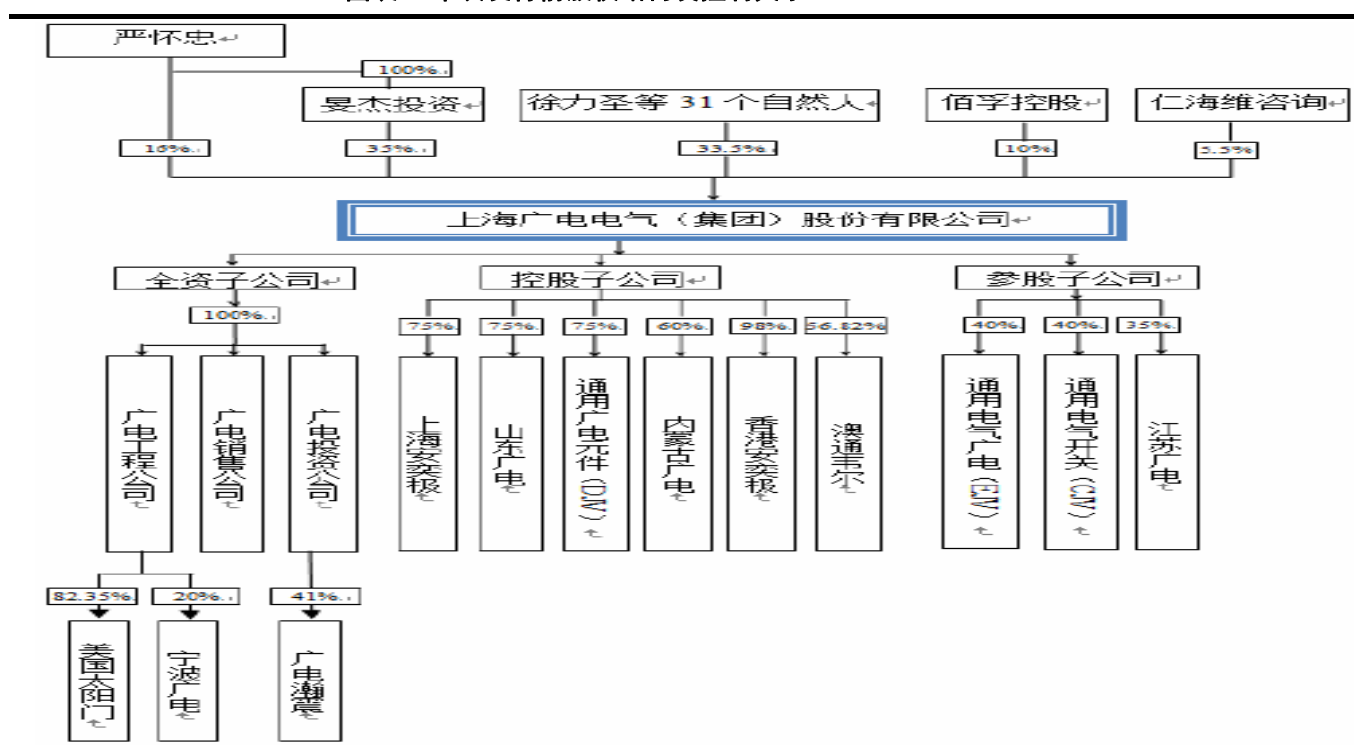
1.1 成套设备行业领先者

2007年12月28日，上海广电电气（集团）有限公司整体变更为上海广电电气（集团）股份有限公司，注册资本为24,300万元。2010年3月3日，公司以未分配利润转增股本，注册资本变更为41,310万元。公司是国内高、低压输配电行业的知名企业，主要研发、制造和销售40.5kV及以下的高低压开关柜、干式变压器、地埋式变压器及地埋式配电系统、高压真空断路器、高压真空接触器、低压空气断路器、微机综合保护测控装置等输配电设备，是国内少数可以全系列提供40.5kV及以下电压等级输配电成套产品的企业之一。公司产品已运用于秦山核电站二期工程、美国驻中国大使馆、渤海石油平台、北京奥运会比赛场馆、国家电网改造、北京上海广州等城市轨道建设等几百个大型项目及重大市政基础设施（包含公司自有品牌及代理品牌产品）。

1.2 股本结构—实际控制人严怀忠

本次公司拟发行10500万股A股，发行价格为19.00元/股，其中网下向配售对象配售数量为2100万股，占本次发行总量的20%；网上以资金申购方式发行数量为8400万股，占本次发行总量的80%。本次发行后，公司总股本增至51810万股，其中新发股票占发行后总股本的20.27%，控股股东严怀忠直接持股6609.6万股，通过其全资控制的子公司旻杰投资持股14458.5万股，合计占发行前总股本的51%，占发行后总股本的40.66%。

图表 1 本次发行前股权结构及控制关系



资料来源：招股说明书

图表 2 发行前后股本结构对比

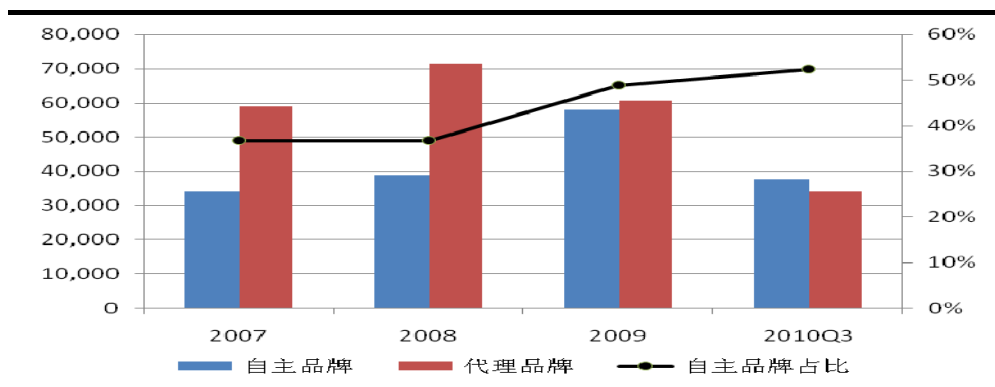
股东名称	发行前		发行后		限售期
	股份数量(万股)	比例	股份数量(万股)	比例	
旻杰投资	14,459	35.00%	14,459	27.91%	36 个月
严怀忠	6,610	16.00%	6,610	12.76%	12 个月
佰孚控股	4,131	10.00%	4,131	7.97%	12 个月
仁海维咨询	2,272	5.50%	2,272	4.39%	12 个月
徐力圣等 31 自然人	13,839	33.50%	13,839	26.71%	12 个月
该次 IPO 发行					
网上发行			8,400	16.21%	3 个月
网下发行			2100	4.05%	无
合计	41,310	100%	51,810	100.00%	

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

1.3 代理品牌、自主品牌各占半壁江山，均以成套设备为主

代理品牌与自主品牌各占半壁江山。2009 年公司营业收入 12.19 亿，其中，代理品牌收入 6.06 亿元，自主品牌 5.80 亿元，自主品牌占比为 48.89%。

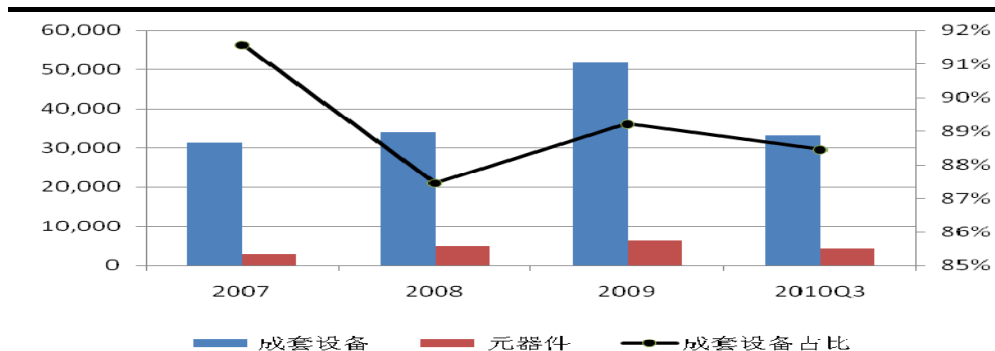
图表 3 历年公司自主品牌与代理品牌收入构成



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

自主品牌销售以成套设备为主，三年一期平均占比为 89.18%。2009 年自主品牌共销售 5.8 亿元，其中成套设备销售 5.18 亿元，占比为 89.21%。

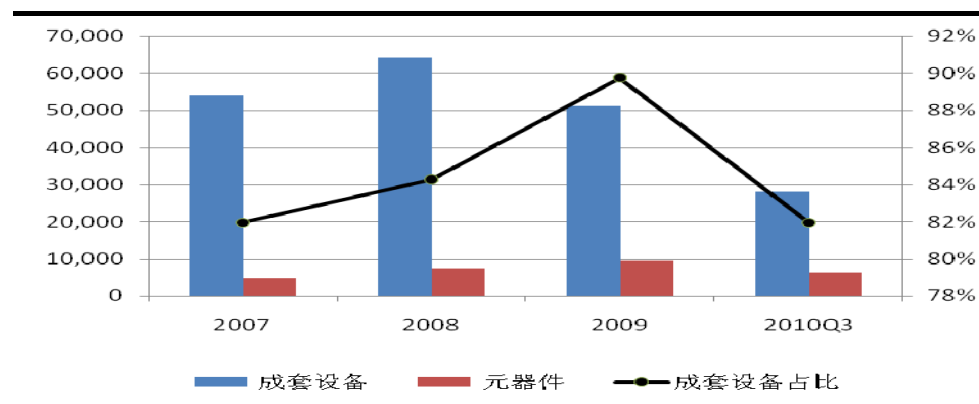
图表 4 自主品牌收入构成情况



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

代理品牌销售以成套设备为主，三年一期平均占比为 84.49%。2009 年自主品牌共销售 6.06 亿元，其中成套设备销售 5.11 亿元，占比为 89.75%。

图表 5 代理品牌收入构成情况

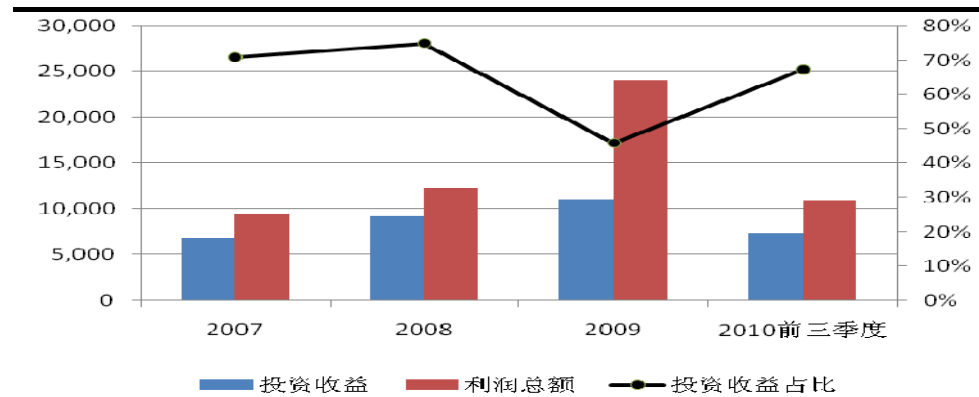


资料来源：招股说明书 天相投顾整理

1.4 投资收益占利润总额比重在 6 成以上

公司三年一期收入中投资收益占当年利润总额的比重均值为 64.66%。公司投资收益主要来自两家参股子公司：上海通用电气广电有限公司（EJV）和上海通用电气开关有限公司（CJV）。两家子公司均为广电电气持股 40%，GE 持股 60%。其中，CVJ 主要生产 GE 品牌元器件，EVJ 主要生产 GE 品牌成套设备和风能设备。

图表 6 投资收益占利润总额比重



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

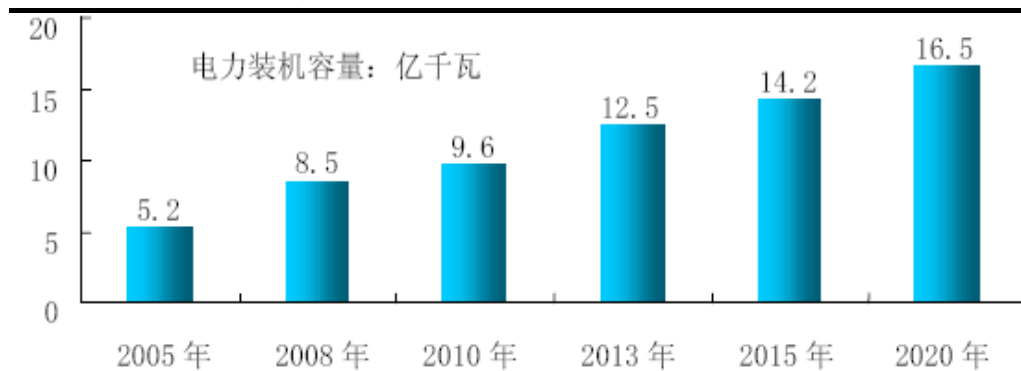
2. 行业概况

2.1 电力行业需求规模巨大

2004-2009 年发电装机容量年均复合增长率达 14.60%。据中国电力企业联合会预计，2010 年末，我国发电装机容量将达 9.5 亿千瓦时；根据中商情报网预测，2020 年我国电力装机容量将达 16.5 亿千瓦时。



图表 7 电力装机容量与预测

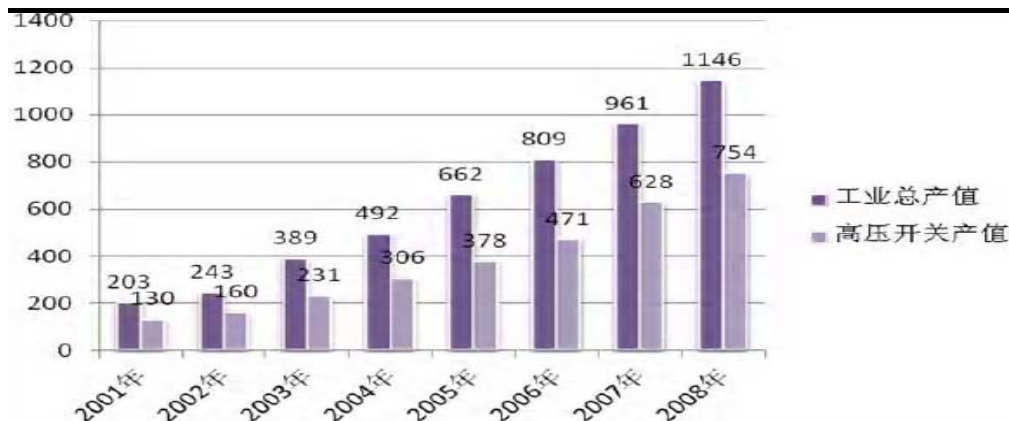


资料来源：发改委 电力企业联合会

我国发电量保持持续增长。2004-2009年，我国发电量年均复合增长率为10.87%；到2009年，我国全口径发电量为36,639亿千瓦时，6,000千瓦及以上电厂发电量35,964亿千瓦时。

高压开关需求年均增速25%。电力、电网建设的高速增长带来了输配电行业的快速发展，高压开关的用量最多。2008年高压开关行业企业共完成工业总产值1,146亿元，较上年增加184.67亿元，且近年来保持着近20%的年增长速度；其中，高压开关产品（即成套开关设备产品）的产值约占行业内企业总产值的60%，近年来保持25%左右的平均增长速度。

图表 8 2001-2008 年高压开关行业产值情况



资料来源：天相投顾整理

低压开关产品以更新为主，市场巨大。低压成套设备广泛应用在国民经济各个环节，相对高压成套设备而言，市场需求面更广；同时由于产品寿命、安全性及稳定性的考虑，低压开关产品的更新需求相对较大，因此产品的市场容量更大。若根据1万kW发电量，约需6万件各类低压电器产品与之配套计，根据2010年全国发电机装机容量9.6亿千瓦的数据基础，可大约估计目前在使用中的各类低压电器产品约有57亿件。

2.2 铁路电气化、地铁建设及大型工程建设带来巨大需求

根据“十一五”规划，我国将建设铁路新线1.7万公里；铁路电气化建设，将需

要大量的0.4kV~126kV等级高低压成套设备。按照30~50公里建设一座126/27.5kV牵引变电站，至少需要建设340座。按照每公里需要高压成套设备15台，低压成套设备20台，到2010年，铁路电气化沿线至少需要配用高压成套设备27,000台，低压成套设备36,000台。

近来国务院又批复了上海、北京、广州、南京、成都等城市提出的在5~10年内开通约2,000公里的轨道交通建设规划。根据上海地铁2号线对高低压成套设备的需求预测，平均每公里地铁沿线需要低压成套设备46~50台，照此计算，未来5~10年，地铁至少需要920,000套低压成套设备。因此，城市轨道交通的发展必将带来输配电设备行业市场的大发展。

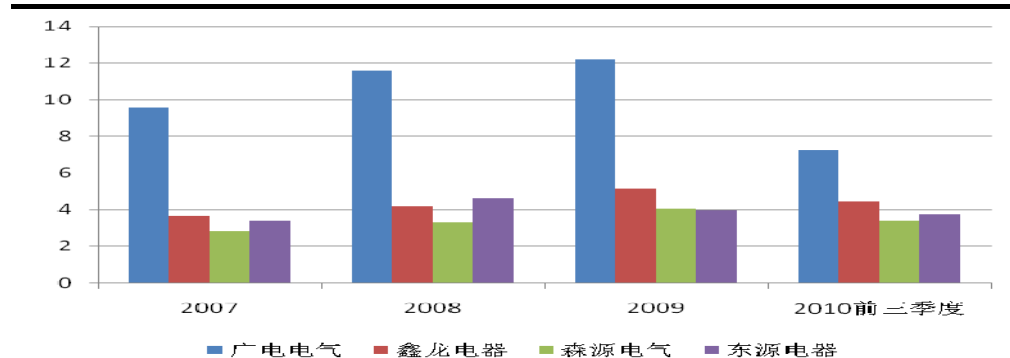
国家级大型工程，如三峡特大型水电站发电、西电东送、西气东输、南水北调、上海举办世博会等，都将有效启动输配电网建设，推动我国输配电设备行业的进一步发展。

3. 营业收入远高于同行、利润增长迅速

3.1 营业收入高于可比上市公司、营业利润逐年增长

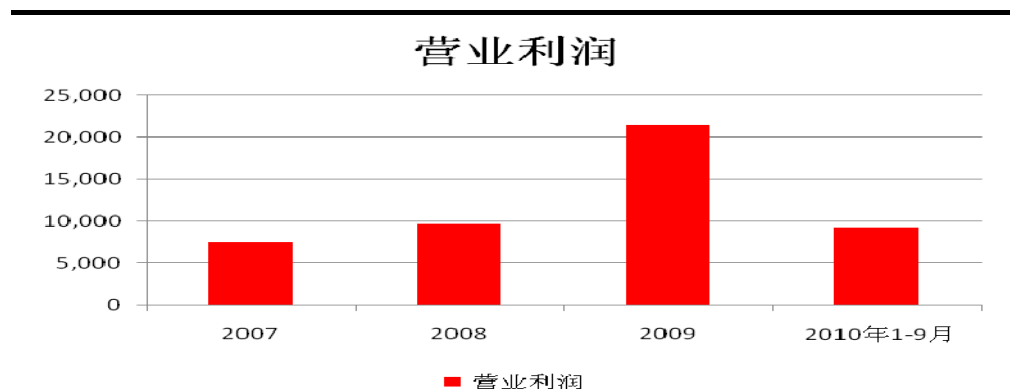
根据产品类型及市场定位相近的原则，选取输配电设备行业中的鑫龙电器、森源电气、东源电器作为可比上市公司。近三年一期公司收入远高于同行可比公司。2007-2009年营业利润复合增长率为69.74%。

图表 9 与可比上市公司营业收入比较



资料来源：天相投顾

图表 10 公司利润情况



资料来源：招股说明书 天相投顾



3.2 细分市场主要客户与竞争对手情况

公司主要竞争对手为：ABB、伊顿、西门子、大全集团、西门子、西电三菱、苏州阿海珐等

发电厂领域市场占有率第一。公司的主要目标客户是60万千瓦以上机组大容量发电厂。目前我国五大电力公司均是公司客户，以2008年五大电力公司的市场招投标情况为例，公司的中标金额约占当期五大电力公司成套开关设备产品招标总额的37%，市场份额排名第一。

电网领域：北京、江浙市场份额较大。2008年公司对北京市电力公司的销售占其当年成套开关设备采购额的39%，对浙江电力公司的销售占其当年成套开关设备采购额的10%。2009年，公司又新增了山东电网、天津电网、内蒙古电网和山西电网的招投标入围资格。

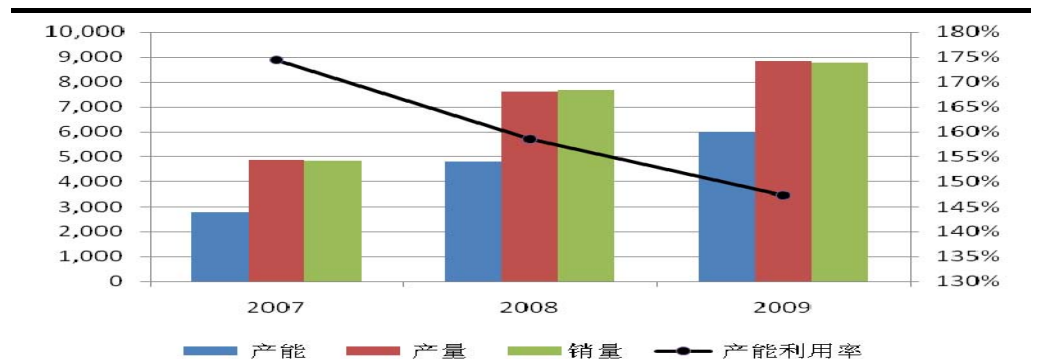
石油化工市场：占中石油、中海油、中石化成套开关设备招标总额3%。

造纸业市场：主要目标客户是晨鸣纸业、玖龙纸业、华泰纸业、理文纸业、APP等大型造纸企业。2008年公司对以上五家纸业公司的销售占其当期成套开关设备采购总额的19%。

3.3 各类产品产能产量情况

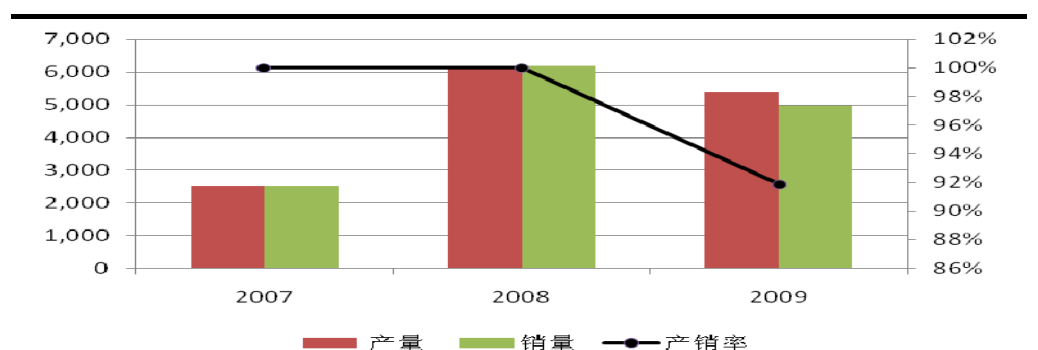
公司成套设备产能产量销量逐年增加，产能利用率逐年降低，但仍远高于100%。产能利用率高于100%的原因是公司通过代工厂进行OEM生产。元器件很大部分采用OEM生产。

图表 11 成套设备产能产量销量情况（单位：件）



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

图表 12 元器件产量销量情况（单位：件）



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

4. 竞争优势—品牌优势、客户优势等

4.1 品牌优势和客户资源优势

公司凭借十多年配电行业的积累，在业内建立了一定的品牌优势。目前公司与行业主要客户如国家电网、五大电力公司，中石油等都建立了长期稳定的合作关系，同时公司还是包括嘉里集团、康菲石油、3M等众多国内外知名企业在内的合格供应商，赢得了客户对公司品牌、产品及服务的信任，有助于公司未来当这些大型企业客户战略扩张时的电气设备供应方面赢得先机。

公司产品获得了“中国名牌产品”、“上海名牌产品”等荣誉称号，公司自有品牌也获得了“上海市著名商标”，在行业中享有较高的知名度。与GE合作，为北京奥运会和残奥的主要比赛场馆提供了电气设备和所有七十三套特殊移动式应急变电装置系统产品；承接了美国驻中国大使馆项目的整体电气解决方案，包括高压开关柜、变压器、低压开关柜和配电照明箱等；取得了我国第一个4X1000MW超超临界机组发电厂——华能浙江玉环发电厂项目高低压开关柜的订单。

4.2 资质优势

公司于2002年通过了国家相关部委办的严格审核，获得了国家甲级机电设备成套资格证书、甲级建设工程设备监理资格证书和甲级建设工程设备招标资格证书。这些资格认定对企业在资历信誉、技术力量、技术水平、资金实力、管理水平以及项目经验等方面进行了权威的认定，是企业在赢得高端市场竞争、获得大型建设项目的成套设备订单的重要砝码。

另外，公司还通过了GE数字化变电站系统集成商和霍尼韦尔（天津）有限公司的DCS系统集成商资格认定，为公司占领系统集成业务市场打下基础。公司通过不断提高整体解决方案的提供能力，一方面能更好地服务于高端客户，另外一方面更加了解用户的实际需求，系统集成服务和原有的产品销售业务相互促进，能够增加公司竞争的实力与弹性，增强主动性，扩大市场空间。

4.3 产品质量优势。

公司较早通过了ISO9001质量体系认证。日常管理严格按照质量管理体系要求，不断完善产品的研发、生产、检验、客户服务等流程，并通过过程评审、内部审核等措施优化和改进质量管理体系，使公司围绕客户，从销售到售后形成一个能够自我提升的闭环。公司产品在市场上质量反馈良好，未发生过产品重大质量事故和不良事件，得到用户和行业管理部门的认可和好评。2006年，公司“输变电设备及器件”产品获得国家质检总局颁发的“国家产品质量免检证书”；2008年，公司被评为“上海市推行全面质量管理先进企业”。

5. 募集资金项目分析

公司本次IPO募集资金主要用于以下项目：年产2.5万台高低压开关柜、断路器生产线建设项目，新型无谐波高压变频器高技术产业化项目，电力智能化系统集成项目，高效低耗非晶合金变压器生产线建设项目和技术中心扩建项目。项目投资额分别为15,049万元、23,700万元、8,514万元、15,841万元和5,015万元，合计

投资总额为68,119万元。

图表 13 广电电气募投项目 单位（万元）

序号	项目	投资额				拟投入募集资金
		第一年	第二年	第三年	合计	
1	年产 2.5 万台高低压开关柜、断路器生产线建设项目	2,700	12,349	—	15,049	15,049
2	新型无谐波高压变频器高技术产业化项目	11,329	12,155	216	23,700	21,800
3	电力智能化系统集成项目	4,994	3,520	—	8,514	8,514
4	高效低耗非晶合金变压器生产线建设项目	11,089	4,752	—	15,841	15,841
5	技术中心扩建项目	3,100	1,915	—	5,015	5,015
	合计	33,212	34,691	216	68,119	66,219

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

募投项目投产后，预计将增加公司的营业收入16.35亿元，增加利润3.26亿元。其中新型无谐波高压变频器高技术产业化项目已经基本完工，其它项目等待资金到位后开工建设。

图表 2：广电电气募投项目建设期及达产情况 单位（万元）

序号	项目	建设期 (月)	达产率			预计达产后情况	
			第一年	第二年	第三年	收入	利润
1	年产 2.5 万台高低压开关柜、断路器生产线建设项目	24	60%	80%	100%	64,000	13,910
2	新型无谐波高压变频器高技术产业化项目	22	?	?	100%	39,655	7,260
3	电力智能化系统集成项目	18	50%	100%		13,800	3,435
4	高效低耗非晶合金变压器生产线建设项目	18	60%	80%	100%	46,000	7,983
5	技术中心扩建项目	24					
	合计					163,455	32,588

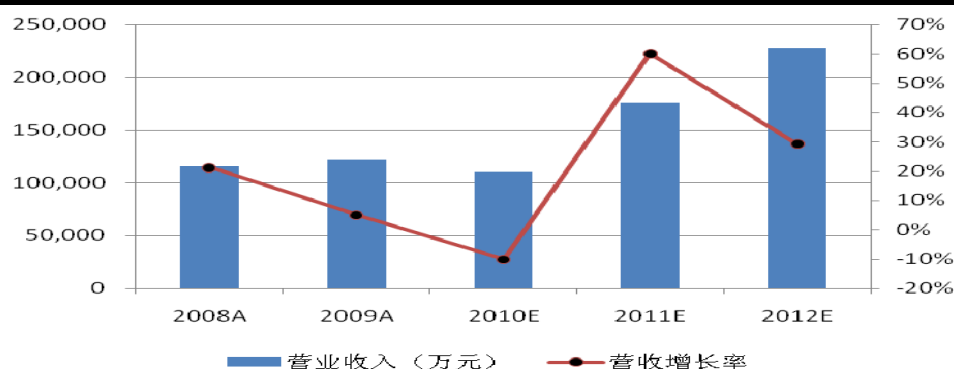
资料来源：招股说明书 天相投顾整理

6. 盈利预测与估值分析—合理价值区间 17.4-20.3 元

6.1 盈利预测

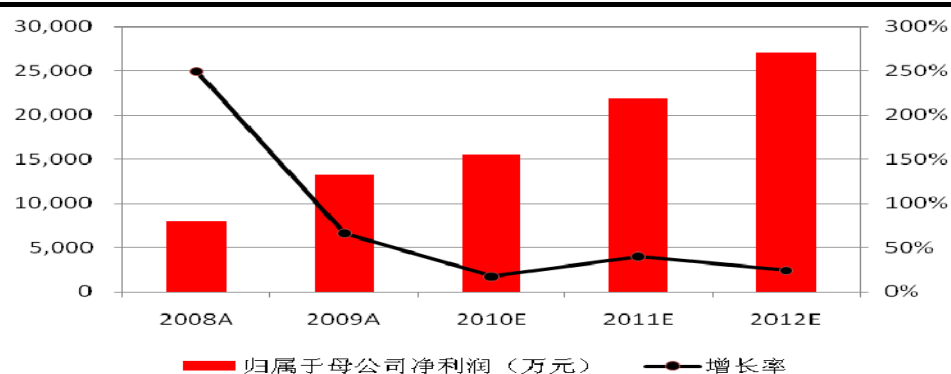
综合上述分析，我们预计公司2010-2012年实现归属母公司净利润分别为1.40亿元、2.50亿元和2.98亿元，同比增长-34.5%、78.4%和19.6%；全面摊薄后2010—2012年每股收益分别为0.27元、0.48元和0.58元。

图表 14 2008A-2012E 营业收入及其增长率



资料来源：招股说明书天相投顾整理

图表 15 2008A-2012E 净利润及其增长率



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

图表 16 广电电气盈利预测

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	115,982	121,921	115,825	185,320	239,694
增长率	21.2%	5.1%	-5.0%	60.0%	29.3%
营业成本	92,528	91,252	86,139	134,691	169,176
毛利率	20.2%	25.2%	25.6%	27.3%	29.4%
营业税金及附加	312	574	347	741	959
销售费用	11,038	9,258	8,687	14,826	19,175
管理费用	8,709	9,584	13,899	14,455	19,175
财务费用	1,285	871	1,042	-778	-479
期间费用率	18.1%	16.2%	20.4%	15.4%	15.8%
资产减值损失	1,692	-43	587	1,800	2,150
投资净收益	9,239	11,058	10,538	12,646	15,000
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
营业利润	9,657	21,483	15,661	32,232	44,537
营业利润率	8.3%	17.6%	13.5%	17.4%	18.6%
营业外收入	2,827	2,632	2,513	2,486	2,564
营业外支出	124	23	0	0	0
利润总额	12,360	24,091	18,174	34,718	47,101

所得税	612	2,492	2,181	4,166	5,652
实际负税比率	4.9%	10.3%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	11,749	21,599	15,993	30,552	41,449
归属于母公司所有者的净利润	11,553	21,368	15,913	30,246	41,035
增长率	33.3%	85.0%	-25.5%	90.1%	35.7%
净利润率	10.0%	17.5%	13.7%	16.3%	17.1%
少数股东损益	196	231	80	306	414
全面摊薄每股收益(元)	0.22	0.41	0.31	0.58	0.79

资料来源：招股说明书 天相投顾

6.2 估值—合理价位 17.4—20.3 元

目前电气设备板块2010年滚动市盈率为42.8倍，同行可比上市公司森源电气和鑫龙电器2011年动态市盈率分别为24倍和30倍。考虑到整个电气设备行业估值情况、以及公司募投项目两年后产能释放情况，我们给予公司2011年动态市盈率30—35倍，对应合理价格区间为17.4—20.3元。

7. 风险揭示—产能过剩风险与产业政策风险

产能过剩风险：募投项目基本上在两年后开始释放大规模产能，一旦市场有变，将会产生产能过剩风险。IPO之前公司产能不足部分主要通过OEM方式生产，产能过剩风险由OEM厂商承担。

产业政策风险：电力行业属于受国家政策影响巨大的行业，一旦智能电网、国家大工程投资等有变，公司经营定会受到很大影响。

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

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,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真实性、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