

# 广电电气(601616)调研报告

用三大核心业务板块和多品牌策略打造可持续发展的成长平台

电气设备

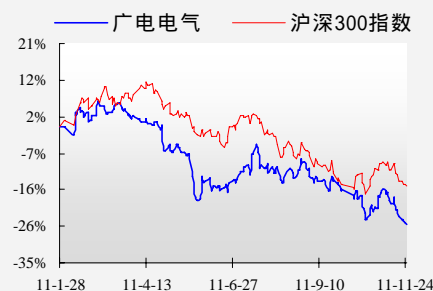
## 谨慎推荐

维持

发布时间：2011年11月29日

### 投资要点

#### 走势图



#### 市场数据

2011-11-28

收盘价：	13.44 元
52 周最高价：	19.28 元
52 周最低价：	13.36 元
平均持仓成本：	15.84 元

#### 基本数据

2011Q3

总股本（万股）：	51,810
流通 A 股（万股）：	51,810
每股收益（元）：	0.25
每股净资产（元）：	4.84
每股经营现金流（元）：	-0.21
市净率：	2.78

分析师：周思立 联系人：杨佳丽  
执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000-315

FAX: (8621)6337 3209

Email: yangjl@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2010	113,786	-6.67	20,293	-5.03	0.49	27.4
2011E	139,864	22.92	27,355	34.80	0.53	25.4
2012E	180,591	29.12	36,454	33.26	0.70	19.2
2013E	231,391	28.13	49,476	35.72	0.95	14.1

## 一、清晰的三大核心业务板块，持续推进产品升级与结构调整

广电电气一直专注于电气设备制造领域，经过多年的发展，始终紧跟行业需求和产品发展趋势，目前已形成三大核心业务板块（如图 1 所示）：

- （1） 高低压开关柜成套设备产品：拥有多项自主知识产权，产品覆盖 35kv、24kv、10kv、400v 电压等级，公司对该业务的经营方针是实现稳步发展、稳定增长，未来主要是增加自主元器件配套，增强整体盈利能力；
- （2） 高低压核心元器件业务：产品覆盖所有高低压断路器和智能控制终端系列，总体技术含量更高、可靠性要求更高，公司对该业务的经营方针是快速发展，重点打造针对高端低压元器件的 DJV 合资公司，加强塑壳断路器和微型断路器的核心部件国产化，以及完善元器件销售渠道铺设；
- （3） 电力电子及新能源业务：涉及到高压变频器、有源滤波器、大功率太阳能并网装置等产品；其中：与国家能源安全战略息息相关的全世界最大功率 2.5 兆瓦高压变频器装置是该板块最大的亮点，公司对该业务的经营方针是实现高速发展；

图 1 广电电气的三大块业务和主要产品系列



资料来源：广电电气公司官方网站、东北证券

我们认为：公司对不同业务板块发展规划的定位差异，是基于公司对这些子行业的市场规模、行业增速、竞争格局、盈利水平的深邃思考，也是基于公司自身优劣势、差异化定位等综合因素的充分考量。例如：公司对开关成套业务的定位是稳步发展，并不是因为成套业务的市场本身没有增长，或者公司没有能力把这块业务规模拼命做大，而是因为行业同质化竞争较严重、产品毛利率相对较低、资金周转较慢等因素，使公司做出了当前的发展战略，把成套业务的重点放在了精选优质客户和提高元器件子配套等方面，从早年对“量”的增长转移侧重到对“质”的提高。



**AEG**

**配电与控制元器件**

35KV以下中压真空断路器、接触器，全系列低压电器，ATS  
智能测量、智能马达管理器，继电保护

**Honeywell**

**节能环保产品与控制系统**

高压变频器、有源滤波装置APF

**AE** ADVANCED  
ENERGY

**新能源业务**

太阳能逆变器系列以及BOS并网系统、通讯与集中监控系统



**成套设备与系统**

35KV及以下高低压开关柜、变压器、断路器，数字化变电站

产、销售的成套设备、元器件营业收入增速（如广电电气自主品牌的成套在 2007 年仅 3 亿，2010 年已达 5.5 亿；自主元器件 2007 年 2880 万，2010 年已达 7082 万）都可以看出这一点，而与 GE 合资的 DJV，广电电气不仅第一次拥有 75% 的控股权（GE 成了参股方），而且参与 AEG 品牌核心部件国产化的大量工作，绝不仅是简单的贴牌生产。

（3）外资合作模式使公司立足于中高端市场，避开低端市场的无序价格战厮杀。对于相对高端的细分市场和特定客户，其品牌认知、品牌忠诚度、以及对外资品牌的直觉信赖，都是典型的客户习惯，若硬要做出一个全新的国产品牌，所需要耗费的时间、精力、资金都是巨大的，从经济性的角度来讲未必最合适，风险也相对大。我们看到：广电电气在不同的产品线所选择的合作伙伴往往是该领域中排名较靠前、业内知名度较高的外资方，使得公司以较快的速度和较低的资金成本进入中高端市场，这不失为一种高效的经营模式。

### 三、快速高低压元器件业务：精心打造定位于高端系列低压元器件的 DJV

#### 3.1 开关成套和元器件业务市场经营环境的全方位对比

从国内中低压开关成套设备厂商的发展轨迹来看，绝大部分企业在早期都是通过外购核心元器件，然后在自己车间进行简单加工组装，这种生产制造模式一直延续到现在。由于行业本身“量大面广”且有明显区域性竞争特点，而技术壁垒和进入门槛又较低，造成了目前全国开关柜厂商有较强的同质性、数量众多（产值 5000 万元/年规模水平的估计 2000 家以上），但具备规模优势和强盈利能力的企业甚少。

元器件市场无疑是更具有诱惑力的一块蛋糕。目前，国内单是低压元器件（不含中压）的年市场容量就已达到了 500-600 亿左右的规模，其中，高端低压元件的市场规模至少在 200 亿。而根据中国电器工业协会通用低压电器分会的统计数据，规模在 1 亿以上的低压电器生产厂家仅在 50-60 家左右，在这中间，具备高端系列低压电器制造能力的国内厂商更是屈指可数，以上海人民电器、上海良信电器、常熟开关为代表（总体规模仍较小，如良信电器 2009 年的营收为 3.2 亿），但高端领域的绝大部分市场依然被施耐德、ABB、西门子等 5-6 家外资企业瓜分。这块市场寡头垄断、竞争相对温和，没有价格战的厮杀（由于该细分市场的客户对质量和品牌的追求高，而对价格相对不敏感），不仅具备高盈利能力（40-50%），且其销售模式也决定了会较快的现金流周转速度。

#### 3.2 元器件业务的市场进入壁垒和典型的经营方式

可以说，每个做开关柜的厂商都会有冲动做元器件，但从现实情况来看，目前中低压一次设备的上市公司中，仅有少数几家有元器件的分项收入，且规模基本在几千万的水平。我们分析这种“心有余而力不足”的现状背后，除了国内起步相对晚之外，与元器件市场要求产品技术性能高、前期研发投入额巨大、以及品牌认知和忠诚度高等有较大关系。以研发投入为例：正泰电器的高端品牌“诺雅克”在 IPO 募投项目中投资 9.14 亿（尚不包括上市前自有资金的投入），而 GE 在收购 AEG 低压电器后，又花了 5 年多的时间投入 1.3 亿欧元的研发费（尚不包括收购前 AEG 自身对该品牌的投资）。对于绝大部分经营性现金流普遍较差的开关成套设备厂商来说，这样的巨额投资是伤筋动骨的；尤其又因为高端市场对品牌认知度高（如不少下游客户对开关柜里面的元器件选型会有品牌指定等），意味着进入这块市场并得到客户认可需要有较长的培育时间，而多数企业将无法忍受过程中长达数年的默默煎熬。这也从根本上决定了高端元器件市场在未来也仅有极少数的新企业能够突破重围，而不可能在短时间内出现百家争鸣的白热化竞争。

目前国内做元器件的有两种典型的做法：分别以正泰“诺雅克”和广电“AEG”为典型，其模式均与这两家公司的发展过程和历史积淀有较大关系，有特定性，对其他企业未必有可复制性。前者正泰电器在低压电器耕耘 20 多载，在低端低压电器领域已成为标杆性企业，凭借良好的经营性现金流和强大的企业综合实力，开始大手笔砸重金进军中高端低压元器件市场，塑造全新品牌“诺雅克”，从研发、到生产、到销售均靠企业内生性力量逐步培育，显然，这种模式对于绝大部分资金实力和抗风险能力弱的小企业来说，是很难借鉴的。

后者广电电气凭借对本土市场的深刻理解和强大的渠道能力，与 GE 建立了长达 10 年的彼此信任且黏合度较高，双方在 EJV 和 CJV 的合作基础上 2009 年又成立了定位于生产高端系列低压元器件的合资公司 DJV，其中广电电气控股 75%，采用 25 年长期授权的“AEG”品牌，并在现有成熟的技术基础上完善国产化降低元器件成本提高盈利能力。广电电气的外部合作模式相对来说：企业自身资金投入小，回报周期相对短（因为高端客户对 125 年历史的 AEG 品牌的认知度高），但这样的合作机会可遇不可求，一方面其他实力强的电气巨头如 ABB、施耐德等进入中国时间较早，较成功地实现了本土化并在中国市场已树立了行业地位，因而在高端元器件领域已不存在需要寻找内资企业合作的诉求，而 GE 在中低压电器方面进入中国的时间和渠道铺设相对晚，市场份额也相对小，存在寻找本土合作伙伴强强联手的客观需要；另一方面，其他多数成套开关设备厂商并没有比较丰富的外资合作经验，而从“0”跨出“1”的这一步总是比较难的。

### 3.3 广电电气在元器件业务的研发国产化和渠道开拓情况

目前，广电电气涉及到生产元器件业务的主要是三个子公司：

（1）广电参股 40% 的 CJV，成立时间早，当时广电电气和 GE 分别将 VCB（真空断路器，12kV，24kV，35kV）、ACB（框架断路器，到 6300A）带进合资公司，同时，广电电气集团销售有限公司帮 GE 代理销售一部分元器件，2010 年该公司实现营业收入 4.24 亿，净利润 1.31 亿，净利率高达 30%。

（2）广电控股 75% 的上海安奕极公司，主要生产广电电气自主品牌的 VCB、VCR、及智能终端（如智能电表、ATS 系列、马达保护、综保等）。2011 年 9 月，广电电气和澳洲 AEG 按照持股比例对安奕极进行增资扩股，增资后注册资本达到 720 美元，有助于提高公司元器件研发能力。

（3）广电电气控股 75% 的 DJV，参股方 GE 在期满 3 年后（即 2012 年 3 月 31 日之后），可以按照公允价格向公司购买股份方式增资 DJV 股权至 50%。DJV 是广电电气倾注心血最多、寄予厚望的一个元器件生产企业，是打造低压元件国产化的重要平台，主要生产 MCCB 塑壳断路器、MCB 带漏电保护的微型断路器。MCCB 共有 3 个框架，分别为 160 框架，250 框架，400/630 框架。广电电气主要针对三类东西的国产化：合金的银触点、外壳的工程塑料、脱钩弹簧，在国产化降低成本的同时保证产品的高可靠性指标（主要是开断能力、机械寿命、过电流保护等方面）。公司已经在 2011 年年初完成了 160 框架的国产化并将成本降低 25% 左右，预计 250 框架最晚于 2012 年 1 月完成国产化并将成本降低 35% 左右，由于这两个框架的合计市场规模占整体市场容量的 75% 左右，届时产品的市场铺开推广会基本具备竞争力，而 400/630 框架的国产化工作并非燃眉之急。

从现有高端系列低压元器件的销售模式来看，由于 DJV 的国产化工作仍在进行当中（未全部完成），2010-2011 年主要是通过进口 GE 欧洲产品，在一些大型工程项目中

通过开关成套带出去（但利润会相对薄些），作为前期打市场推渠道的手段，否则若等全部国产化都完成后才推，所需要的市场认知培育时间更漫长。我们预计，从 2012 年开始，由于两个框架国产化将完成，届时高端元器件自身的渠道和销售队伍建设也会逐步加强，而开关成套设备由于元器件自主配套比例的提高，其毛利率也会上升。公司管理层希望未来用 2 年左右的时间，在 ABB 和施耐德的合计市场份额中抢占 5% 左右，即约 3-4 亿，预计纯利能接近 1 亿水平，对此我们充满期待。

#### 四、高速发展电力电子及新能源业务：超大容量高压变频器是最大亮点

##### 4.1 澳通韦尔电力电子公司的现有经营范围和主要竞争优势

广电电气的电力电子及新能源业务主要通过旗下的上海澳通韦尔电力电子有限公司来开展和运作，该公司主要生产大容量高压变频器、有源滤波器、太阳能逆变器三大类产品，并与 Honeywell 以及美国 AE 公司在电力电子领域展开积极合作，可以说，这种与外资知名品牌合作模式是继公司与 GE 在开关成套和元器件多年成功合作后的延伸和拓展。澳通韦尔在 2010 年实现营业收入 5814 万元，而 2011 年上半年已实现营业收入 4037 万元，同比增速高达 86%，发展势头迅猛，并且 2011 年在西气东输超大容量高压变频器和地铁有源滤波器领域都收获颇丰，略超过资本市场预期。

虽然澳通韦尔的电力电子业务在 2010 年才绝对控股 56.82% 并正式并表（此前存在一定同业竞争），但其实力不可小觑。广电电气早在 4-5 年前就意识到电力电子领域广阔的发展前景，其主要研发团队从西门子罗宾康引进（而西门子是中国高压变频器市场份额最高的外资企业，规模与利德华福、合康变频相近），对于 IGBT 触发等研究功底深厚。电力电子从本质上讲主要是整流（交流变直流）、变频（改变供电频率）、逆变（直流变交流）、斩波（直流变直流）等电能转换功能，技术同源性较大，在掌握了其中一项技术的基础上再做横向产品拓展应用并非难事。而从销售渠道来看，电力电子的很多产品与公司传统的开关成套业务存在较大的下游客户重叠，如广电电气向中石油以及地铁客户销售其电力电子产品，除了对方对公司电力电子技术实力的认可外，我们认为这与公司之前多年向这些大型客户提供大量性能可靠、美誉度高的开关成套产品也分不开。综上所述，广电电气在电力电子领域虽然目前的业绩基数还较小，但从团队背景、研发实力、销售渠道基础等方面来看，未来增长后劲十足。

##### 4.2 高压变频器行业的竞争格局和广电电气的差异化定位

我国高压变频器的领军本土企业（如利德华福、合康变频）在 2000 年左右开始国产化探索，经过 10 年左右的发展历程，凭借较高的产品性价比和及时响应的售后服务，内资厂商在通用高压变频器领域已经较好地实现了进口替代并成为主流厂商，而经历近两三年的价格战，通用产品的毛利率已回落到 30% 左右（如合康变频的通用产品毛利率约 35%），虽然由节能减排驱动的高压变频器下游需求依然旺盛，但对于大部分后来者，由于没有规模优势，再进入通用型这块市场很

尼韦尔签订了 5 年的《商标许可协议》，主要针对高压变频和有源滤波产品），目前也取得了较好的市场突破，如用于汉中钢厂 32MW 大型高炉鼓风机的软启动也是国内厂商在该高端应用领域的首个突围。

#### 4.3 广电电气在西气东输超大容量高压变频器的重大进展

由国家能源局牵头的针对西气东输升压站电驱设备属于重大装备国产化项目，此前压缩机主要采用技术成熟的燃驱方式，但由于主要外资供应商（70%由 GE 收购的辛比龙供货）存在成本和交货期问题，同时也考虑到天然气属于国家能源安全战略，伴随着国产大型电机和大容量变频的技术不断成熟，电驱设备的国产化被提上了进程。此次国产化项目主要涉及到的设备有压缩机、电机和变频器这 3 种，参与的国内厂商共 5 家，其中：压缩机由沈阳鼓风机厂负责，电机由哈尔滨电机厂和上海电机厂负责，变频器由广电电气（采用 IGBT 技术）和荣信股份（采用 IEGT 技术）负责相应的设备国产化。

2011 年 10 月 16 日，公司的产品已顺利通过 72 小时满负荷压缩机组联调试车考核，取得历史性突破，25MVA 的装置单机容量也是国际上同类变频器调速装置的最大。我们认为这个项目具有以下几点重要意义：（1）公司从此进入了中石油变频器的主要供应商目录，而针对电驱的国产化项目有这 5 家入围后，基本不会对启动第二次或者对其他内资厂商开闸，从而在这个领域的资质门槛形成了天然壁垒。（2）虽然该项目主要是针对 25MVA 这一型号，但对公司而言，意味着可争取整个中石油下面大型电驱在管线上的应用，甚至是整个中国的天然气管道运输升压站的电驱系统（其中，中石油负责建造的石油管道线约占 50%）。预计从 2012 年开始将进入批量供货，年均市场容量 5-6 亿。

### 五、盈利预测、估值及投资建议

核心假设：

（1）成套设备在未来 3 年总体上保持 10%左右的稳定增长，其中自主品牌销售的占比稳步提升，考虑到未来元器件的自配套比例会增加，成套的毛利率在 30%以上还有小幅上升空间；而代理品牌的成套业务占比有所下降，毛利率维持在约 18%；

（2）高端低压元器件在合资公司 DJV 主要两个框架产品国产化落实后，预计在未来三年保持快速成长，预计自主生产的元器件营收复合增长在 50%以上，毛利率参照业内同行水平也可以达到 50%左右；

（3）电力电子及新能源业务在 2011 年有翻倍式增长，2012-2013 年仍保持较高速增长（预计在 50%）；

表 4 分产品收入和毛利率预测表（单位：万元）

分产品	指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成套设备(含自主&代理)	销售收入	102,856	89,406	95,917	107,027	119,640
	营收占比	86.69%	79.61%	68.58%	59.26%	51.70%
	收入增速	5.04%	-13.08%	7.28%	11.58%	11.78%
	毛利率	23.45%	26.44%	27.22%	27.84%	28.47%
元器件(含自主&代理)	销售收入	15,789	17,082	22,831	31,355	44,217
	营收占比	13.31%	15.21%	16.32%	17.36%	19.11%
	收入增速	29.69%	8.19%	33.66%	37.33%	41.02%
	毛利率	29.39%	34.82%	36.87%	39.66%	42.31%

电力电子及 新能源	销售收入	3,886	5,814	15,116	27,209	43,535
	营收占比		5.18%	10.81%	15.07%	18.81%
	收入增速			160.00%	80.00%	60.00%
	毛利率		44.55%	45.00%	45.00%	45.00%
系统集成及 其他新项目	销售收入			6,000	15,000	24,000
	营收占比			4.29%	8.31%	10.37%
	收入增速				150.00%	60.00%
	毛利率			30.00%	30.00%	30.00%
主营业务	销售收入	118,645	112,302	139,864	180,591	231,391
	营收增速	7.77%	-5.35%	24.54%	29.12%	28.13%
	综合毛利率	25.16%	28.34%	30.83%	32.66%	34.38%

表 5 盈利预测表（单位：万元）

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	121,921.38	113,786.71	160,893.39	212,220.79	278,575.59
减：营业成本	91,251.74	81,058.98	96,738.29	121,618.05	151,833.49
减：营业税金及附加	573.96	475.80	601.42	776.54	994.98
销售费用	9,258.28	7,102.47	13,706.71	17,156.16	20,825.20
管理费用	9,584.38	14,286.83	11,748.61	14,808.47	18,511.29
财务费用	871.14	813.23	-1,678.37	-1,264.14	-925.56
资产减值损失	-42.62	390.35	100.00	400.00	400.00
加：投资净收益	11,058.19	10,311.38	8,700.00	10,500.00	12,500.00
营业利润	21,482.69	19,970.42	27,347.72	37,596.06	52,251.69
加：营业外收入	2,631.70	3,735.62	4,000.00	4,200.00	4,400.00
减：营业外支出	23.41	62.76	50.00	50.00	50.00
利润总额	24,090.98	23,643.28	31,297.72	41,746.06	56,601.69
减：所得税	2,492.04	2,906.21	3,442.75	4,592.07	6,226.19
净利润	21,598.95	20,737.06	27,854.97	37,153.99	50,375.50
减：少数股东损益	231.36	443.73	500.00	700.00	900.00
归属于母公司所有者的净利润	21,367.59	20,293.33	27,354.97	36,453.99	49,475.50
股本（万股）	41,314.00	41,314.00	51,810.00	51,810.00	51,810.00
基本每股收益(元)	0.52	0.49	0.53	0.70	0.95

按照公司 51,810 万股本计算，我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.53 元、0.70 元、0.95 元，归属于母公司净利润增长率分别为 34.80%、32.26%、35.72%，对应于 2011 年 11 月 28 日收盘价 13.44 元的 PE 分别为 25.46 倍、19.10 倍、14.07 倍。股权激励计划草案要求未来 5 年净利润复合增长达 30% 以上，体现管理层对经营满怀信心。

## 六、风险提示：

国内输配电行业竞争加剧的风险；高端元器件业务市场开拓不顺的风险；与外资品牌合作的变化风险。



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

### 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15% 以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5% 以上。