

广电电气 (601616.sh)

产品结构优化, 费用率控制良好

韩玲首席分析师

电话: 021-68828545

eMail: gflh@gf.com.cn

执业编号: S0260511030002

年报摘要

2011年公司实现营业收入12.24亿元, 同比增长7.6%; 实现利润总额2.38亿元, 同比增长0.69%; 实现归属母公司净利润2.11亿元, 同比增长4.02%; 实现每股收益0.41元。公司拟以总股本51810万股为基数, 以资本公积金向全体股东每10股转增8股, 同时派送现金股利人民币1元。

产品结构持续优化未来增速值得看好

近年来公司通过大力发展业务单元和品牌渠道, 推进产品自主化进程, 持续优化产品结构, 形成了“成套设备、元器件、电力电子及新能源”三大核心业务齐头并进的发展战略。2011年公司三大产品营业收入较去年同期分别增加了0.63%、18.76%、82.89%。从长期来看, 元器件销售渠道将进一步加强, 公司超大容量高压变频器进口替代逐渐实现, 公司元器件业务和电力电子及新能源业务将成为未来利润增长的两大着力点。预计公司将进一步提高发展空间较大的元器件和电力电子及新能源产品在产品结构中占比, 公司未来增速值得看好。

毛利率保持稳定费用率略有下降

2011年公司综合毛利率为26.24%, 较去年同期下降了2.42个百分点。成套设备、元器件、电力电子及新能源三大核心业务产品毛利率虽略有下降, 基本保持稳定, 主要因为公司坚持加大自主品牌发展力度。公司费用率则略有下降, 由于募集资金减少债务改善了财务状况, 财务费用率较去年同期下降1.84个百分点。而总的费用率依旧处在较低水平, 不影响整体业绩提高。

盈利预测

预计公司2012~2014年的EPS分别为0.51、0.61和0.74元, 目标价12元, 维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济走低导致订单低于预期; 进口替代进程放缓。

预测及评估

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1137.87	1224.38	1746.87	2169.82	2641.78
增长率(%)	-6.67%	7.60%	42.67%	24.21%	21.75%
EBITDA(百万元)	125.84	137.84	207.95	276.74	354.41
净利润(百万元)	202.93	211.10	263.64	316.71	383.94
增长率(%)	-5.03%	4.02%	24.89%	20.13%	21.23%
每股收益(元)	0.49	0.41	0.51	0.61	0.74
市盈率	0.00	27.68	17.69	14.72	12.14
市净率	0.00	2.26	1.63	1.47	1.31
EV/EBITDA	2.13	34.45	16.65	12.94	9.58

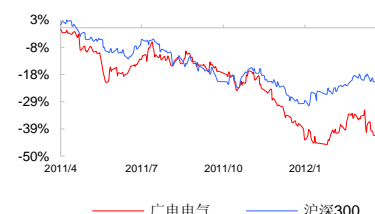
数据来源:上海广电电气(集团)股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	9.00元
合理价值	12.00元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-22.81	-20.21	-51.11
沪深300	-6.80	4.65	-24.61

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	518/307
主要股东:	
上海昱杰投资管理有限公司	
主要股东持股比例	27.91%
流通A股比例	59.27%

财务比率

ROE	29.79%
ROA	12.30%
资产负债率	58.75%

2010 年报数据

年报摘要

2011年公司实现营业收入12.24亿元，同比增长7.6%；实现利润总额2.38亿元，同比增长0.69%；实现归属母公司净利润2.11亿元，同比增长4.02%；实现每股收益0.41元，同比降低15.64%。公司拟以总股本51810万股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增8股，并派送现金股利人民币1元。

表 1：年报摘要及同比情况（百万元）

	2010	2011	同比变动(%)
营业收入	1137.84	1224.38	7.60
销售税金	(4.76)	(5.09)	6.93
营业成本	(810.59)	(889.57)	9.74
毛利润	322.52	329.72	2.23
销售费用	(116.87)	(119.66)	2.39
管理费用	(97.02)	(99.75)	2.81
经营利润	108.63	110.31	1.55
资产减值损失	(3.90)	(3.24)	(1.69)
财务费用	(8.13)	13.84	(270.23)
投资收益	103.11	80.96	(21.48)
营业外收入	37.36	36.63	(1.95)
营业外支出	(0.63)	(0.44)	(30.16)
利润总额	236.44	238.06	0.69
所得税	(29.06)	(29.44)	1.31
少数股东权益	(4.44)	2.48	155.86
净利润	202.94	211.10	4.02
主要比率 (%)			
毛利率	28.76	27.35	(1.42)
销售费用率	10.27	9.77	(0.50)
管理费用率	8.53	8.15	(0.38)
财务费用率	0.71	(1.13)	(1.84)
经营利润率	9.55	9.01	(0.54)
净利率	17.84	17.24	(0.59)
所得税率	2.55	2.40	(0.15)
少数股东权益率	0.39	(0.20)	(0.59)

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

产品结构持续优化 未来增速值得看好

公司始终专注于电气设备制造领域，在国内高低压成套设备行业中具有较大的品牌影响力。近些年公司通过大力发展业务单元和品牌渠道，推进产品自主化进程，形成了“成套设备、元器件、电力电子及新能源”三大核心业务齐头并进的发展战略：成套设备

产品大范围覆盖400v、10kv、24kv、35kv等电压级别，拥有多项自主知识产权；元器件产品覆盖全部高低压断路器和智能控制终端系统，且具有相当高的科技含量；电力电子及新能源业务则包括了高压变频器、有源滤波器、大功率太阳能并网装置等产品，特别是其超大容量高压变频器已达到国际领先水平。

去年公司实现营业收入12.24亿元，较去年同期增长7.6%。从主营业务构成来看，成套设备产品收入增加了0.63%；而元器件、电力电子及新能源产品的增速较快，分别达到18.76%、82.89%。其中成套设备在公司主营业务中占比高达73.59%，虽然由于其产品同质化程度较高、毛利率较低、资金周转较慢等因素共同作用，使得公司该领域增长较缓，但是公司在自有品牌“广电”之外另有授权品牌“GE”定位高端市场，力求进口替代，存在一定增长空间。公司元器件产品还处于起步阶段，我国国内元器件市场容量较大，光高端低压元器件的市场规模就在200亿以上，且多被西门子、ABB等外资企业瓜分，市场竞争相对温和。随着公司控股子公司DJV框架国产化进程的加快、元器件销售渠道建设的加强，公司将能从ABB等外企中抢占更多的市场份额，其快速增长的势头值得期待。2011年公司电力电子及新能源产品发展迅猛，表明了过去公司在该领域的努力已获得高端客户认可。公司控股子公司澳通韦尔研发团队研究功底深厚，在高压变频、有源滤波、光伏逆变等领域都取得了较大成就，尤其是公司承担研制的西气东输长输管线电驱压缩机组25MVA级变频调速装置通过测试考核，标志着公司超大容量高压变频器已经达到国际领先水平，将从今年起实现进口替代进入批量供货阶段，从而成为公司未来利润增长的一大看点。

图1：公司主营业务收入构成（百万元）

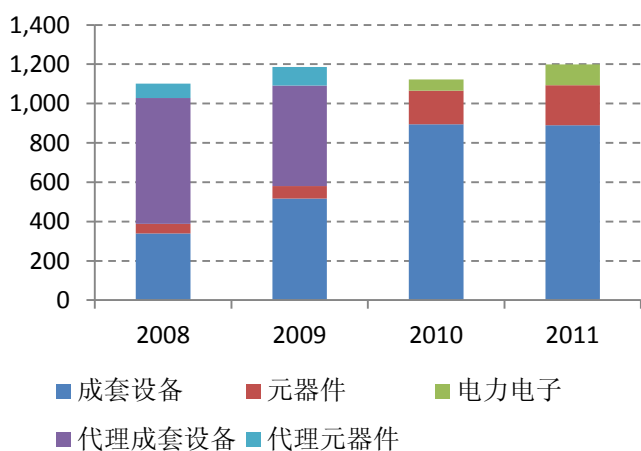
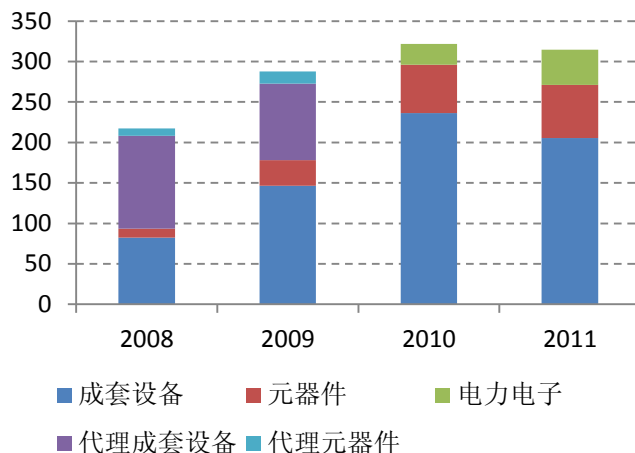


图2：公司主营业务利润构成（百万元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

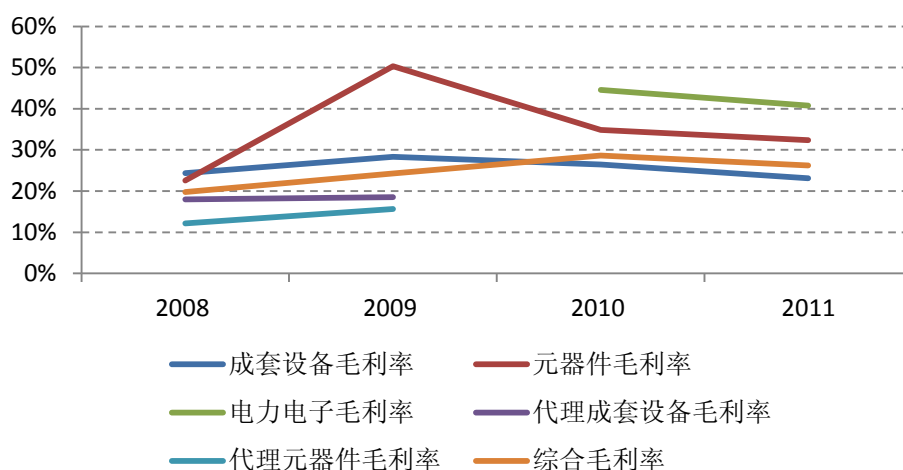
从长期来看，公司在现有的三大核心业务板块的基础上，将进一步发展空间较大的元器件产品和电力电子及新能源产品在产品结构中的占比，完善产品结构。同时，随着公司之前提出的“成套设备稳定增长、元器件快速增长、电力电子和新能源高速增长”的业务规划将进一步得到落实，公司未来增长值得看好。

毛利率保持稳定 费用率略有下降

2011年公司综合毛利率为26.24%，较2010年下降了2.42个百分点。其中成套设备

产品、元器件产品、电力电子及新能源产品的毛利率分别为23.11%、32.40%、40.77%，各类产品毛利率基本保持稳定，这与公司坚持加大自主品牌的发展力度有着不可分割的关系。而元器件产品的毛利率虽下降近两个百分点，但还处于较高的水平，主要是因为这个市场技术壁垒相对较高。电力电子及新能源产品毛利率也略有下降，但依旧保持在40%以上的高水平，未来随着市场的进一步开拓，极具发展潜力。公司2010年实施的业务发展战略转型已经取得效果，未来随着毛利率相对较高的元器件和电力电子产品市场的进一步拓展，其整体盈利能力将进一步走高。

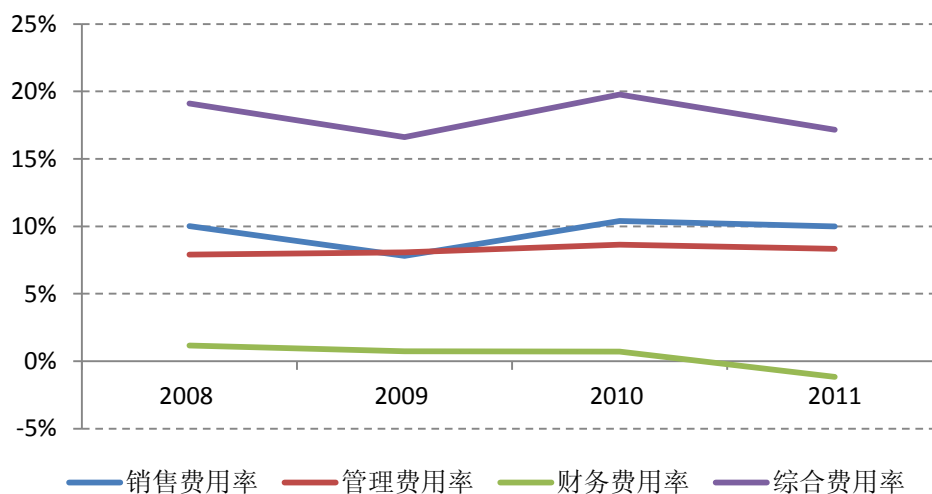
图3：公司主营业务毛利率变动情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2011年公司总体费用率下降2.62个百分点，管理费用率和销售费用率分别下降0.38和0.50个百分点，而财务费用率则下降了1.84个百分点，主要是因为公司去年募集资金改善了财务状况，从公司资产负债表上也可以发现公司长短期负债减少。总体上来看，公司费用率稳中有降，基本还都处于较低水平，不影响整体业绩的提高。

图4：公司费用率变动情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

盈利预测

我们预计公司2012~2014年实现营业收入分别为17.5亿、21.7亿和26.4亿元，实现EPS分别为0.51、0.61和0.74元，按照2012年23倍市盈率计算，目标价12元，维持“买入”评级。

表 2：盈利预测（百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
主营业务收入					
成套设备	894.06	899.67	1231.28	1459.71	1689.14
元器件	170.82	202.87	281.54	370.61	482.61
电力电子	58.14	106.33	234.05	339.50	470.03
增长率					
成套设备	-13.08%	0.63%	17.77%	18.55%	15.72%
元器件	8.19%	18.76%	38.78%	31.64%	30.22%
电力电子		82.89%	120.12%	45.05%	38.45%
毛利率					
成套设备	26.44%	23.96%	23.78%	24.15%	24.41%
元器件	34.82%	32.39%	35.89%	37.55%	37.53%
电力电子	44.55%	40.77%	40.25%	38.90%	38.88%
合计					
营业收入	1123.02	1208.87	1746.87	2169.82	2641.78
营业成本	801.25	884.25	1258.85	1546.17	1865.57
毛利率	28.65%	26.85%	27.94%	28.74%	29.38%
营业收入增长率	-5.35%	7.64%	44.50%	24.21%	21.75%

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

宏观经济走低导致订单低于预期；进口替代进程放缓。

资产负债表

单位: 百万元

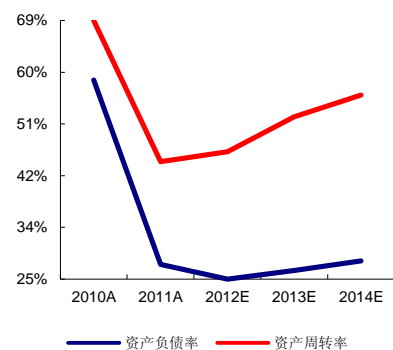
至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,176	2,824	2,871	3,258	3,843
货币资金	142	1,386	1,201	1,081	1,267
应收及预付	872	1,238	1,404	1,865	2,192
存货	163	179	265	311	384
其他流动资产	0	21	0	0	0
非流动资产	647	821	1,005	1,126	1,173
长期股权投资	227	210	210	210	210
固定资产	254	335	509	573	583
在建工程	27	104	104	142	161
无形资产	130	161	176	192	207
其他长期资产	8	10	6	8	11
资产总计	1,823	3,645	3,876	4,384	5,016
流动负债	942	967	926	1,116	1,362
短期借款	320	290	0	0	0
应付及预收	623	677	926	1,116	1,362
其他流动负债	0	1	0	0	0
非流动负债	129	23	30	32	34
长期借款	90	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	39	23	30	32	34
负债合计	1,071	990	956	1,148	1,396
股本	413	518	518	518	518
资本公积	3	1,751	1,751	1,751	1,751
留存收益	265	321	584	901	1,285
归属母公司股东权益	681	2,590	2,854	3,170	3,554
少数股东权益	71	65	66	65	65
负债和股东权益	1,823	3,645	3,876	4,384	5,016

利润表

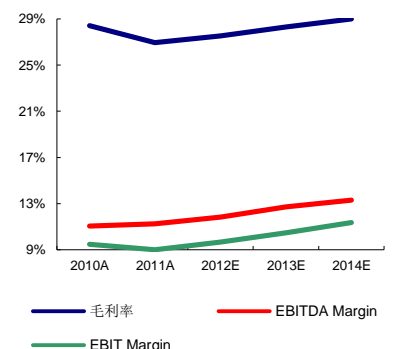
单位: 百万元

至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1138	1224	1747	2170	2642
营业成本	811	890	1259	1546	1866
营业税金及附加	5	5	7	9	11
销售费用	71	120	171	213	254
管理费用	143	100	140	174	211
财务费用	8	-14	-16	-11	-12
资产减值损失	4	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	103	81	80	84	90
营业利润	200	202	266	324	402
营业外收入	37	37	37	37	37
营业外支出	1	0	1	0	1
利润总额	236	238	302	360	438
所得税	29	29	37	45	54
净利润	207	209	265	316	384
少数股东损益	4	-2	1	-1	0
归属母公司净利润	203	211	264	317	384
EBITDA	126	138	208	277	354
EPS (元)	0.49	0.41	0.51	0.61	0.74

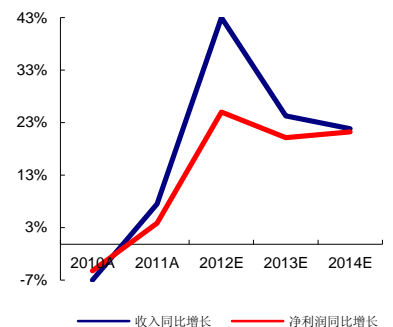
资产负债率趋势



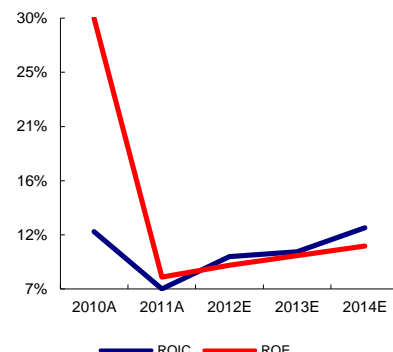
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

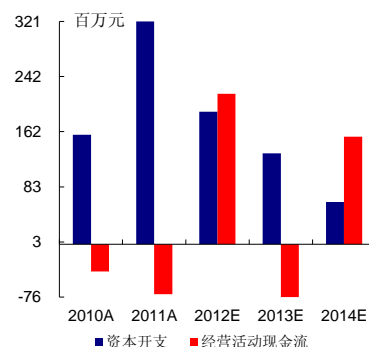
至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-39	-72	215	-75	155
净利润	207	209	265	316	384
折旧摊销	17	28	38	48	54
营运资金变动	-170	-243	17	-316	-154
其它	-94	-65	-105	-122	-129
投资活动现金流	-56	-242	-111	-47	29
资本支出	-158	-321	-191	-131	-61
投资变动	102	80	80	84	90
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	119	1,568	-289	2	2
银行借款	386	320	-290	0	0
债券融资	-204	-440	7	2	2
股权融资	27	1,862	0	0	0
其他	-89	-174	-7	0	0
现金净增加额	24	1,254	-184	-120	185
期初现金余额	122	142	1,386	1,201	1,081
期末现金余额	146	1,396	1,201	1,081	1,267

主要财务比率

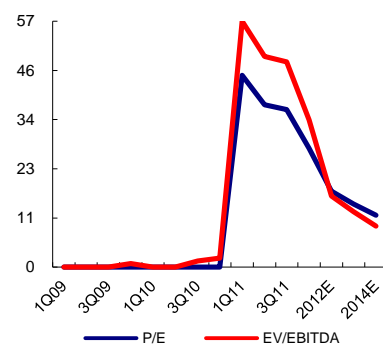
单位：%

至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力					
营业收入	-6.7%	7.6%	42.7%	24.2%	21.8%
营业利润	-7.0%	1.1%	31.7%	21.8%	24.1%
归属于母公司净利润	-5.0%	4.0%	24.9%	20.1%	21.2%
获利能力					
毛利率	28.8%	27.3%	27.9%	28.7%	29.4%
净利率	18.2%	17.0%	15.2%	14.5%	14.5%
ROE	29.8%	8.2%	9.2%	10.0%	10.8%
ROIC	12.0%	7.2%	9.9%	10.3%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	58.8%	27.2%	24.7%	26.2%	27.8%
净负债比率	35.6%	-41.3%	-41.1%	-33.4%	-35.0%
流动比率	1.25	2.92	3.10	2.92	2.82
速动比率	0.97	2.53	2.58	2.36	2.28
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.45	0.46	0.53	0.56
应收账款周转率	1.82	1.47	1.63	1.54	1.58
存货周转率	4.37	5.20	4.75	4.97	4.85
每股指标 (元)					
每股收益	0.49	0.41	0.51	0.61	0.74
每股经营现金流	-0.09	-0.14	0.42	-0.14	0.30
每股净资产	1.65	5.00	5.51	6.12	6.86
估值比率					
P/E	0.0	27.7	17.7	14.7	12.1
P/B	0.0	2.3	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	2.1	34.4	16.6	12.9	9.6

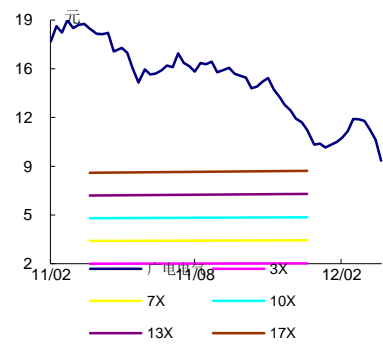
资本支出与经营活动现金流



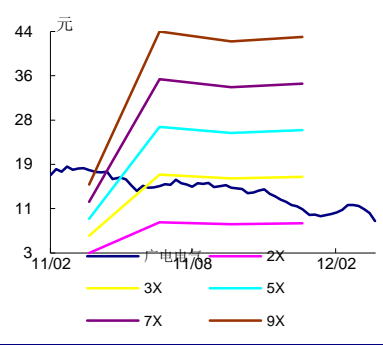
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发电力设备与新能源研究小组

韩玲, 分析师, 加拿大皇后大学工商管理硕士, 东南大学电力系统自动化学士, 7 年证券从业经验, 6 年电力行业从业经验, 获 2010 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第五名, 2009 年及 2010 年证券市场周刊电力设备及新能源行业最佳分析师第一名, 2011 年进入广发证券发展研究中心。

曾维强, 分析师, 中科院上海分院工学硕士, 多年新能源技术市场研究经验, 2010 年进入广发证券发展研究中心。

王昊, 研究助理, 英国诺丁汉大学电力电子工程博士, 2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wh15@gf.com.cn, 020-87555888-681。

武夏, 研究助理, 复旦大学金融学硕士, 2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wuxia@gf.com.cn, 021-68817881。

相关研究报告

广电电气 (601616.sh): 三季度增速相对放缓, 电力电子业务具备发展潜力	王昊	2011-10-28
广电电气(601616.sh): 多品牌产业链延伸提升核心竞争力	王昊	2011-05-18

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。