

保变电气 (600550.SH)

电气设备行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

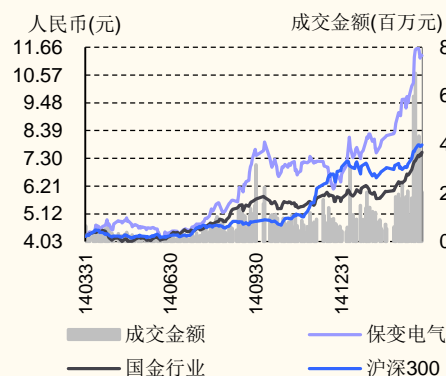
市场价格(人民币): 11.34元

目标价格(人民币): 15.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,372.99
总市值(百万元)	17,402.44
年内股价最高最低(元)	11.66/4.17
沪深300指数	3971.70
上证指数	3691.10



聚焦主业, 特高压、核电变压器龙头归来

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	-3.812	0.044	0.159	0.439	0.678
每股净资产(元)	0.05	0.60	0.76	1.10	1.67
每股经营性现金流(元)	0.49	0.41	0.05	0.30	0.68
市盈率(倍)	-1.36	151.63	71.21	25.84	16.72
行业优化市盈率(倍)	42.54	60.02	71.24	71.24	71.24
净利润增长率(%)	237.84%	N/A	260.92%	175.64%	54.54%
净资产收益率(%)	-8257.40%	7.40%	21.02%	40.03%	40.52%
总股本(百万股)	1,372.99	1,534.61	1,534.61	1,534.61	1,534.61

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资建议

■ 我们看好公司聚焦主业后, 经营情况的改善。公司将显著受益特高压建设的加速, 未来市占率、毛利率双升, 处于自身经营、行业发展的双拐点。

公司层面: 聚焦主业, 市占率、毛利率有望进一步提升

- 聚焦主业, 剥离新能源业务止血; 公司 2013、14 年亏损主要来源于新能源子公司, 13 年与天威集团进行了资产置换, 重新“聚焦主业”意图明确。
- 市占率、毛利率已明显回升: 从 2013 年起, 公司输变电业务市场开拓、中标销售均出现明显好转 (14 年主业毛利 20.31%, 12 年只有 5.76%)。未来将在高毛利率的高端输变电设备上取得更多订单, 业绩持续改善;
- 原材料: 目前取向硅钢价格有所反弹, 对公司成本形成压力。但我们预计特高压、核电产品由于门槛很高, 毛利率受原材料价格变动影响不大。
- 出口: 目前公司出口业务由于运费、维修费等原因, 年毛利率为-6%左右, 未来随着海外制造、销售体系的完善, 有望逐渐贡献利润。
- 中国兵器装备集团直接控股, 未来存资产注入预期: 兵装集团直接控股后, 2015 年初对公司管理层进行了重大调整。作为兵装旗下重要的大型装备制造上市公司, 未来资产注入可期。

行业层面: 显著受益特高压加速、核电重启

- 特高压提速, 尤其是直流将对公司业绩产生巨大影响: 根据能源局和国家电网公司规划, 在考虑特高压设备交期较长的情况下, 预计 2015-17 年可以分别给公司带来 1.24, 6.12, 10.60 亿的毛利, 弹性巨大。
- 核电重启, 公司将继续保持高市占率: 按照国家核电发展战略, 未来核电站将主要采用三代技术。目前国内已招标的三代核电站主变全部由保变中标。由于核电站建设周期要持续 5-6 年, 15-17 年对公司业绩贡献有限。
- 受益全球能源互联网, “一带一路”“走出去”: 特高压、核电均是一带一路的排头兵项目, 未来海外市场将成为公司业绩的另一个增长极。

估值

- 预计 2015-17 年 EPS 分别为 0.16, 0.44, 0.68, 对应 PE71, 26, 17 倍, 首次给予“买入”评级。目标价 15 元, 对应 16 年 34 倍 PE。

风险

- 核电、特高压建设速度低于预期, 市占率低于预期, 原材料价格波动

苏广宁

联系人
(8621)61620766
suguangning@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

0 结论	4
1 公司层面：聚焦主业，市占率、毛利率提升带来业绩反转	5
1.1 剥离新能源业务止血，资产置换优化产业链布局.....	5
1.2 从 2013 年聚焦主业开始，市占率、毛利率已明显回升.....	6
1.3 兵装集团直接控股，未来存资产注入预期	7
2 行业层面：受益特高压加速、核电重启、全球能源互联网	9
2.1 特高压引领电网建设加速，电源建设将趋缓.....	9
2.2 公司是核电变压器市占率绝对第一企业，受益核电重启.....	11
2.3 受益全球能源互联网，“一带一路”“走出去”	14
3 估值	14
3.1 特高压收入、利润贡献估算	14
3.2 核电收入、利润贡献估算	16
3.3 未来公司产能、毛利率分析	16
3.4 估值.....	18

图表目录

图表 1：特高压、核电收入毛利汇总表（亿元）	4
图表 2：2013 年年报控参股新能源公司业绩情况	5
图表 3：2012 年年报控参股新能源公司业绩情况	5
图表 4：资产置换中置入公司 2014 年业绩情况.....	6
图表 5：输变电业务历史毛利率情况	7
图表 6：兵装集团旗下上市公司一览表	7
图表 7：2013 年公司与实际控制人产权结构关系	8
图表 8：2014 年公司与实际控制人产权结构关系	8
图表 9：国家电网年售电量历年统计（亿 kWh）	9
图表 10：历年国网投资规划与增速.....	10
图表 11：能源局四交五直建设进展.....	10
图表 12：国网公司规划 2015 年下半年核准 4 交 4 直	10
图表 13：国网公司规划 2015 年下半年可研 1 交 4 直	11
图表 14：在建已建特高压线路图	11
图表 15：中国核电发展路径.....	12
图表 16：中国并网核电机组.....	12
图表 17：中国在建核电机组.....	13
图表 18：拟建核电站	13
图表 19：规划中的内陆核电站.....	14
图表 20：一条特高压线路的投资估计	15
图表 21：特高压交流变压器市场份额.....	15

图表 22: 特高压交流电抗器市场份额	15
图表 23: 特高压直流换流变市场份额	15
图表 24: 特高压收入、毛利贡献进度表	15
图表 25: 核电收入、毛利贡献测算	16
图表 26: 核电重启对公司收入、毛利贡献 (单位: 亿元)	16
图表 27: 国家电网投产 110 (66) 及以上变电容量 (亿 kVA)	16
图表 28: 2014 年行业平均变压器主要原材料成本占比	17
图表 29: 近年来铜的价格波动	17
图表 30: 武钢取向硅钢出厂价近年走势图	17
图表 31: 原材料价格变动对毛利率影响的敏感性分析	18
图表 32: 可比公司估值对比表	18

0 结论

主要假设

- 特高压 2014 年开工“两交五直”，2016 年开工“三交四直”，2017 年开工“两交四直”
- 核电重启后，主要采用三代技术，年均开工 6 台机组
- “一带一路”海外工程按照每年一条直流线路，一个核电站考虑

核心观点

- 公司剥离新能源业务，聚焦主业后，市场开拓能力、拿单能力明显回升，2014 年毛利率开始出现显著改善。
- 全社会用电量增速下降明显，未来电源投资将逐年减少，但是电网投资不会因电源投资的趋缓而减速。
- 未来预计“十三五”期间特高压投资比例将高于 33%，而且随着全球能源互联网和国际线路的推进，这一比例将继续提高。特高压设备技术门槛高，投资占比提高将促成公司市占率、毛利水平共同提升。
- 根据推算，一方面，单条直流特高压对保变的收入贡献比交流特高压高出约 63%，毛利贡献高出约 70%；另一方面，预计建设的直流特高压数量远多于交流，因此直流特高压开工进度将对保变的业绩增速产生决定性影响（单条直流特高压给保变带来的毛利约为 2014 年总毛利的 25%）。
- 核电重启后，年订单毛利贡献约为 2014 年毛利的 9.26%，影响有限。

图表 1：特高压、核电收入毛利汇总表（亿元）

	2015	2016	2017
特高压订单合计	45.31	42.49	38.03
特高压收入贡献	4.53	22.37	38.92
特高压毛利贡献	1.24	6.12	10.6
相对 2014 年毛利占比	14.88%	73.27%	127.01%
核电订单合计	3.55	3.55	3.55
核电收入贡献	0.71	0.71	2.84
核电毛利贡献	0.19	0.19	0.77
相对 2014 年毛利占比	2.31%	2.31%	9.26%
海外特高压、核电收入贡献	0.99	3.90	7.60
海外特高压、核电毛利贡献	0.28	1.09	2.12
相对 2014 年毛利占比	3.30%	13.06%	25.40%

来源：国金证券研究所

- 目前公司海外业务实际利润贡献为负，未来随着海外营销体系的建立，印度工厂的投产，海外业务有望在未来几年贡献利润。
- 单纯从原材料价格看（不考虑售价变化），2015 年受取向硅钢价格大幅上涨影响，公司非特高压产品毛利率预计下降 5%左右，16、17 年将有所回升。综合考虑销售价格上浮，公司市场开拓情况逐步好转以及海外业务毛利率提升，预计未来三年非特高压部分的毛利率为 18%，21%，22%

估值和目标价

- 由于特高压和核电项目交期较长，建议按照 2016 年 EPS 进行估值，目标价 15 元，对应 2016 年 34 倍 PE。

股价上涨催化因素

- 国内特高压线路，核电站获得核准、开工；“一带一路”取得突破。
- 兵装集团资产注入。

1 公司层面：聚焦主业，市占率、毛利率提升带来业绩反转

1.1 剥离新能源业务止血，资产置换优化产业链布局

- 公司是国家 1000MW 及以下火电机组、水电机组的主要设备重点生产厂家。主要生产与销售变压器、互感器、电抗器等输变电设备及辅助设备。公司成立 57 年，参与了新中国成立以来国内输变电领域几乎所有的重大工程项目，相继研发出多台具有国际先进水平、在中国变压器发展史上名列“第一”的变压器产品。年生产能力超过 1.4 亿 KVA。
 - 第一台 1000MVA/1000kV 特高压变压器
 - 第一台 720MVA /500kV 三相一体变压器
 - 第一台 400MVA/500kV 核电站变压器
 - 第一台与 1000MW 超超临界发电机组配套的 SFP-1140000/525 三相一体变压器
- 2014 年，与特变电工、中国西电、山东电力设备厂共同垄断国内 1000kV 变压器市场。
- 公司 2008 年外延扩张进入新能源领域，由于市场环境以及自身经营原因，新能源业务近几年亏损严重，拖累上市公司戴上了 ST 的帽子。

图表 2：2013 年年报控参股新能源公司业绩情况

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例	净利润	亏损占比	主营业务	是否合并报表
1	保定天威英利新能源有限公司	联营企业	25.99	-49,436.62	8.50%	硅太阳能电池及相关配套产品的研制,生产,销售;太阳能光伏电站工程的设计,安装,施工等	
2	保定天威薄膜光伏有限公司	子公司		-124,765.33	21.45%	薄膜太阳能电池及配套产品	否-置换
3	天威四川硅业有限责任公司	子公司		-116,790.61	20.08%	多晶硅生产,销售	否-破产
4	保定天威风电科技有限公司	子公司		-47,406.17	8.15%	风力发电机组和组建,配件的设计,研发,研制,销售及试验,检测,维修	否-置换
5	乐山乐电天威硅业科技有限责任公司	联营企业	49.00	-73,948.20	12.71%	新能源	
6	保定天威风电叶片有限公司	子公司		-11,405.42	1.96%	风机叶片的制造,销售	否-置换
7	四川新光硅业科技有限责任公司	联营企业	30.38	-70,937.38	12.19%	新能源	
8	天威新能源(长春)有限公司	子公司		-21,762.29	3.74%	风力发电机组和组件,配件的设计,研发,销售及试验,检测,维修;风力发电机组叶片及其机械部件	否-置换
9	西藏天威华冠科技股份有限公司	子公司	88.97	-1,534.79	0.26%	电池片	是
	新能源业务净利润			-517,986.81	89.04%		
	总净利润			-581,727.27	100.00%		

来源：公司年报，国金证券研究所

图表 3：2012 年年报控参股新能源公司业绩情况

序号	被参控公司	参控关系	净利润	亏损占比
1	保定天威英利新能源有限公司	联营企业	-71,818.97	41.71%
2	保定天威薄膜光伏有限公司	子公司	-15,308.91	8.89%
3	天威四川硅业有限责任公司	子公司	-35,272.86	20.48%
4	保定天威风电科技有限公司	子公司	-23,077.02	13.40%
5	乐山乐电天威硅业科技有限责任公司	联营企业	-19,624.83	11.40%

序号	被参控公司	参控关系	净利润	亏损占比
6	保定天威风电叶片有限公司	子公司	-11,332.27	6.58%
7	四川新光硅业科技有限责任公司	联营企业	-42,283.49	24.56%
8	天威新能源(长春)有限公司	子公司	-79.73	0.05%
9	西藏天威华冠科技股份有限公司	子公司	48.41	-0.03%
	新能源业务净利润		-218,749.67	127.03%
	总净利润		-172,197.53	100.00%

来源：公司年报，国金证券研究所

- 2013年10月，公司与天威集团进行了资产置换，置出四家新能源公司（详见表2），置入七家输变电公司（还有部分土地、房屋使用权、商标专利、现金），置入公司2014年业绩如表3所示。资产置换一方面减少了关联交易，另一方面完善了公司输变电业务链，优化产业结构，增强了公司输变电产业整体实力。

图表4：资产置换中置入公司2014年业绩情况

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例	营业收入	净利润	主营业务
1	保定天威电气设备结构有限公司	子公司	100.00	19,904.78	-2,040.12	输配电控制设备，金属结构件及零部件的生产销售等，为公司变压器生产提供油箱等零配件
2	保定保菱变压器有限公司	子公司	66.00	33,276.04	1,794.92	变压器、电抗器及其零部件、附件制造等
3	保定多田冷却设备有限公司	联营企业	49.00	21,133.81	981.61	制造业
4	保定天威变压器工程技术咨询维修有限公司	子公司	100.00		278.32	变压器产品及电器设备的设计、制造、试验、安装的技术咨询、技术服务、维修、修理等
5	保定惠斯普高压电气有限公司	子公司	90.00		226.83	高压套管及变压器组部件购销及技术服务、电器产品销售
6	三菱电机天威输变电设备有限公司	联营企业	10.00			设计、生产126-550KV SF6气体绝缘全封闭组合电器、SF6气体绝缘复合式开关装置、SF6气体绝缘罐式断路器
7	保定天威线材制造有限公司	子公司	100.00	53,338.87	-1,212.78	电线电缆、配电开关控制设备制造及销售等

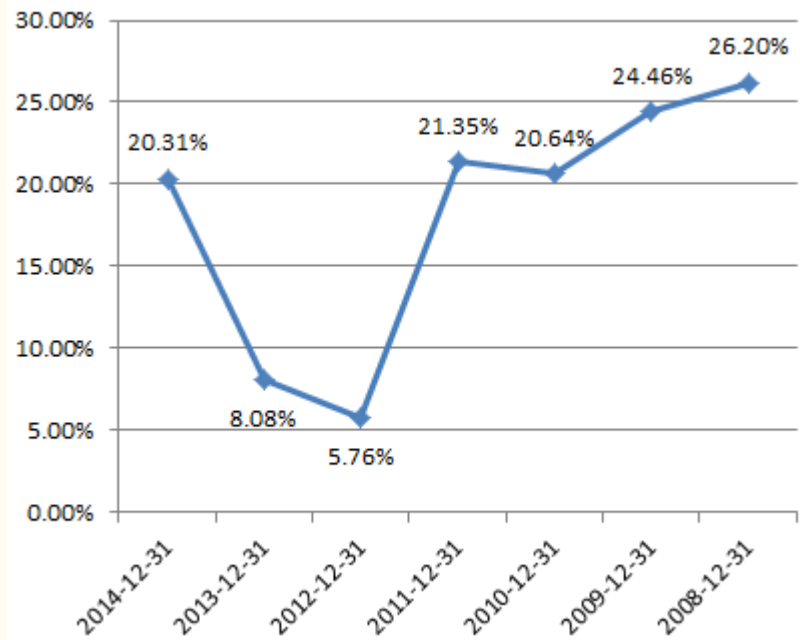
来源：公司年报，国金证券研究所

- 此外，公司于2014年12月11日公告，以3.89亿元的价格向天威集团出售其所持有的天威英利7%股权，以2.55亿元的价格向南方资产出售其所持有的兵装财务公司10%股权，进一步贯彻了公司“聚焦输变电主业，剥离非主业资产”的发展目标。

1.2 从2013年聚焦主业开始，市占率、毛利率已明显回升

- 公司近几年新能源业务是主要亏损原因，但是通过拆分营业收入可以看到，从08年进入新能源产业后，传统输变电业务本身毛利率亦出现了明显下滑（确认收入有时滞性），2012年跌入谷底。主要原因有二
 - 公司经营重心完全倾向新能源，致使传统业务市场开拓、管理水平、设计生产效率等下降；
 - 2008年正式成为中国兵器装备集团公司成员企业，对其后来的招标产生过一些微妙的影响。
- 随着公司聚焦主业，抢抓市场订单，从2013年开始，公司市占率、毛利率已呈明显恢复态势。

图表 5: 输变电业务历史毛利率情况



来源: 国金证券研究所

- 公司积极拓展海外业务, 目前可以占到年收入的 10%左右, 然而由于运费等成本低估, 该部分业务目前仍处于亏损状态, 预计毛利率在-6%左右。未来随着海外营销体系的建立, 印度工厂的投产, 海外业务有望在未来几年贡献利润。

1.3 兵装集团直接控股, 未来存资产注入预期

- 中国兵器装备集团公司成立于 1999 年 7 月, 是中央直接管理的国有重要骨干企业, 是国防科技工业的核心力量, 是我国最具活力的军民结合特大型军工集团之一, 其前身可追溯到第五机械工业部、兵器工业部、国家机械工业委员会。2014 年, 兵装集团主要经济指标列国防科技工业第一位, 跻身世界企业 500 强、列第 169 位。
 - 兵装集团现拥有 50 多家企业和研发机构, 拥有特种产品、车辆、装备制造等主业板块, 培育出了“长安汽车”、“天威变压器”等一批知名品牌。自主研发的特种产品装备在国防领域起着重要的基础性、战略性作用。

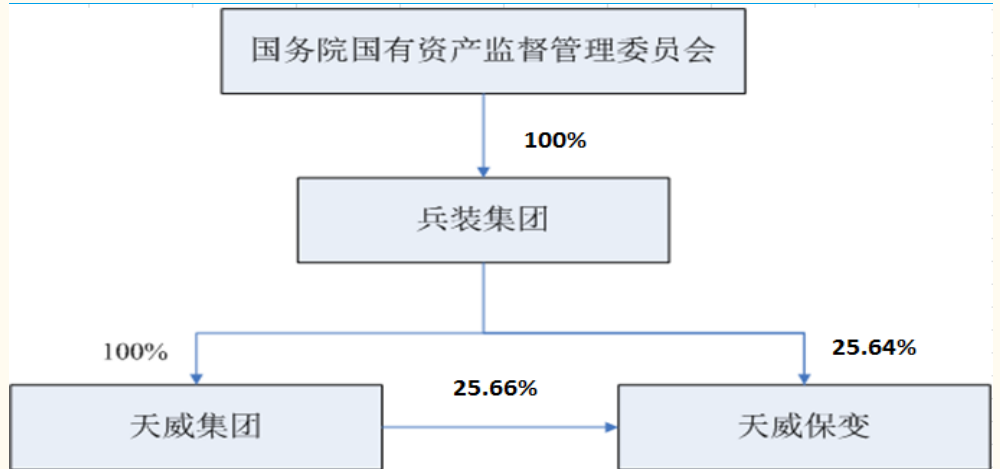
图表 6: 兵装集团旗下上市公司一览表

	代码	名称	主营业务
	000625	长安汽车	汽车制造
	600877	中国嘉陵	摩托车制造
	600178	*ST 东安	微型汽车发动机及零部件
车辆	000550	江铃汽车	轻型商用车及相关零部件
	600698	湖南天雁	发动机零部件
	002265	西仪股份	汽车零部件
	200054	建摩 B	摩托车制造、汽车零部件
钢铁	002423	中原特钢	钢铁
光学元件	002189	利达光电	精密光学元件
物流	1292.HK	民生物流	航空货运及物流
电气设备	600550	保变电气	输变电设备

来源: 国金证券研究所

- 2013年6月14日，天威集团把其持有的保变电气35,200万股股票转让给兵装集团，转让完成后天威集团仍为公司第一大股东，持股25.66%，兵装集团成为公司第二大股东，持股25.64%。

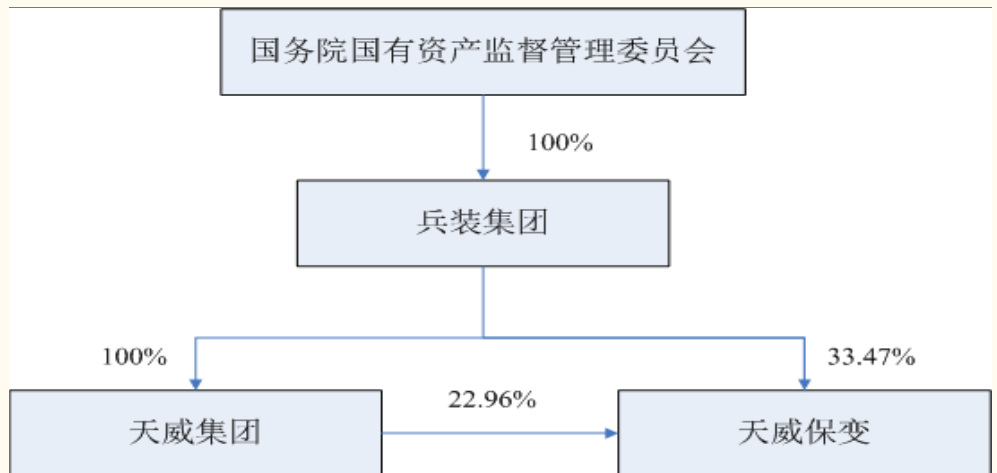
图表 7: 2013 年公司与实际控制人产权结构关系



来源：公司年报，国金证券研究所

- 2014年12月30日，保变电气向兵装集团非公开发行股票16,161.6161万股，非公开发行完成后，兵装集团持有公司股票数量增加至51,361.6161万股，持股比例增至33.47%，成为公司第一大股东，天威集团持股数量不变，持股比例变为22.96%，为公司第二大股东。

图表 8: 2014 年公司与实际控制人产权结构关系



来源：公司年报，国金证券研究所

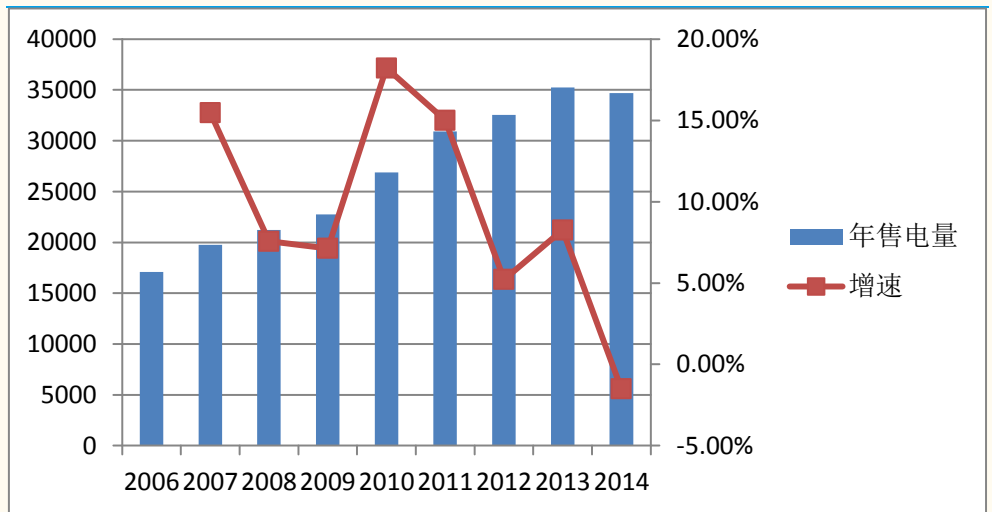
- 在兵装集团的直接管控下，从2014年年报中可以看到，**公司管理层进行了重大调整**，公司内部也在进行一系列改革。我们相信，新的管理层将给公司未来的发展注入新的活力，提升经营效率。
- 远期来看，兵装集团直接控股后，公司由集团孙公司上升为子公司，同时作为集团旗下唯一装备制造企业，在国家推动国企混合所有制改革、资产证券化的背景下，未来资产注入可期。
- 即使限定在输变电设备领域，天威集团旗下仍有部分优质资产，比如**天威云南变压器股份有限公司**，是国内最大的铁路牵引变制造企业，将直接受益于我国轨道交通的快速发展。

2 行业层面：受益特高压加速、核电重启、全球能源互联网

2.1 特高压引领电网建设加速，电源建设将趋缓

- 2013 年我国电源投资达到 3717 亿元，电网投资为 3894 亿元，**电网建设投入首次超过电源建设投入。2014 年投资向电网倾斜的趋势更加明显**，2014 年的电源建设投入为 3646 亿元，同比减少 5.8%，电网建设投入为 4118 亿元，同比增加 6.8%。
- 2014 年，国内生产总值达到 636463 亿元，同比增长 7.4%。全社会用电量为 55233 亿千瓦时，同比增长 3.8%，由此计算可得出 2014 年电力弹性系数为 0.51，为近年来最低水平。
- 从机组利用小时数上看，2014 年，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用 4286 小时，同比下降了 235 小时。5500 小时传统上被认为是设备利用小时的重要临界点，低于 5500 小时，说明电力富余。

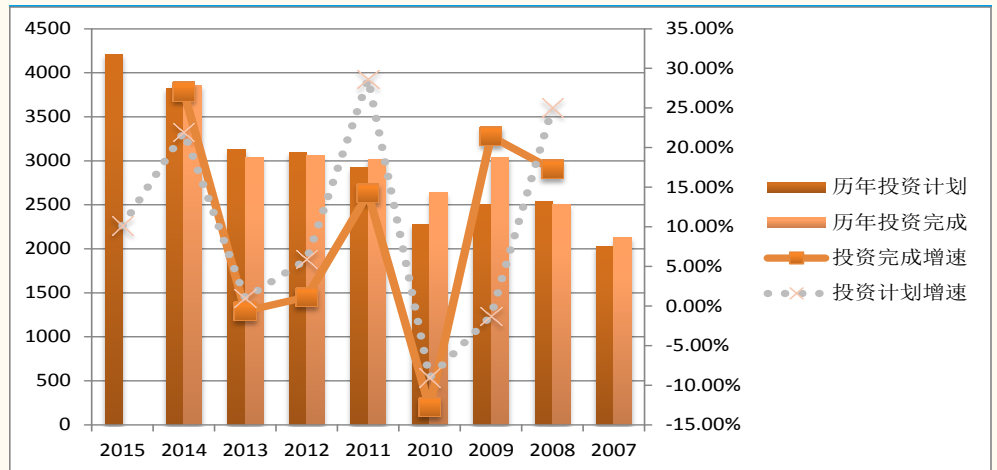
图表 9：国家电网年售电量历年统计（亿 kWh）



来源：国家电网，国金证券研究所

- 未来，我们认为电网投资不会因电源投资的趋缓而减速，而是进入“从稳增长到调结构”的新常态，大规模清洁能源消纳与远距离大范围配置，将成为电网投资的首要增长点，交直流特高压占比将大幅增加。
- 在“十二五”电网投资规划中，曾提出特高压占比将由“十一五”期间比重的 13%提升到“十二五”的 33%。虽然整个“十二五”期间实施进度低于预期，但是从 2014 年开始特高压建设已经驶入快车道。我们认为“十三五”期间特高压投资比例将高于 33%，而且随着全球能源互联网和国际线路的推进，这一比例可能进一步提高
- 2015 年年初国家电网工作会议上提出，年内投资计划 4202 亿，同比增长 10.14%，规划开工特高压“六交八直”，大幅超出市场预期。

图表 10: 历年国网投资规划与增速



来源: 国家电网, 国金证券研究所 注: 2013 年为调整后数据

- 为落实国务院发布的《大气污染防治行动计划》，解决京津冀、长三角、珠三角等地区用能问题，2014 年 5 月，国家能源局下发《国家能源局关于加快推进大气污染防治行动计划 12 条重点输电通道建设的通知》，其中包括 9 条特高压项目。从此，特高压发展进入快车道。
 - 6 月 4 日，国家能源局分别与国家电网公司、南方电网公司签署《大气污染防治外输电通道建设任务书》，要求 12 条重点输电通道 2017 年全部建成。
- 考虑施工进度，能源局 9 条特高压线路中，剩余的“二交四直”工程 2015 年核准开工可能性较大；酒泉-湘潭直流工程前期准备较充分，今年开工可能性也较高。由此预计 2015 年开工“二交五直”。

图表 11: 能源局四交五直建设进展

	线路名称	开工/ (预计) 核准时间	计划投运时间	线路长度 (km)	总投资 (亿)
已开工	淮南-南京-泰州-苏州-上海 (交流)	2014 年 11 月	2016 年	780	268
	锡盟--北京东-济南 (交流)	2014 年 11 月	2017 年	730	178.2
	宁东-绍兴	2014 年 11 月	2016 年	1720	236.8
已核准	蒙西-晋北-北京西-天津南 (交流)	2015 年 1 月	2017 年	608	201
	榆横-潍坊 (交流)	2015 年一季度	2017 年		
待核准	上海庙-山东临沂	2015 年二季度	2016 年		
	锡盟-泰州	2015 年二季度	2017 年		
	晋北朔州-南京	2015 年二季度	2017 年		
	大理-深圳	2015 年二季度	2017 年		

来源: 国金证券研究所

- 除此之外，国网年初工作会议上预期本年度核准 4 交 4 直，可研 1 交 4 直

图表 12: 国网公司规划 2015 年下半年核准 4 交 4 直

四交	蒙西-晋中-晋东南-南阳-荆门-长沙
	张北-北京西-石家庄-豫北-驻马店-武汉-南昌
	济南-枣庄-临沂-潍坊
	南京-徐州-连云港-泰州
四直	准东-皖南
	准东-成都
	蒙西-武汉
	呼盟-青州

来源: 国金证券研究所

图表 13: 国网公司规划 2015 年下半年可研 1 交 4 直

一文	巴塘—雅安—重庆—绵阳—德格—巴塘、雅安—绵阳 金沙江上游—吉安
四直	扎鲁特—驻马店 雅中—衡阳 陕北—南昌

来源: 国金证券研究所

- 综上, 假设 2016 年开工“三交四直”, 2017 年开工“两交四直”。

图表 14: 在建已建特高压线路图



来源: 国家电网, 国金证券研究所

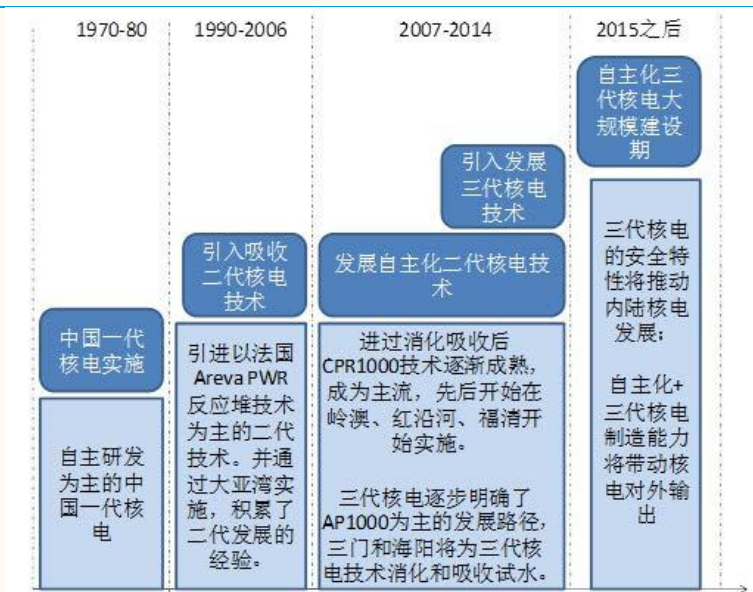
2.2 公司是核电变压器市占率绝对第一企业, 受益核电重启

- 2014 年年底, 国务院印发《能源发展战略行动计划(2014—2020 年)》, 提出在采用国际最高安全标准、确保安全的前提下, 适时在东部沿海地区启动新的核电项目建设, 研究论证内陆核电建设。坚持引进消化吸收再创新, 重点推进 AP1000、CAP1400、高温气冷堆、快堆及后处理技术攻关。加快国内自主技术工程验证, 重点建设大型先进压水堆、高温气冷堆重大专项示范工程。积极推进核电基础理论研究、核安全技术研究开发设计和工程建设, 完善核燃料循环体系。积极推进核电“走出去”。到 2020 年, 核电装机容量达到 5800 万千瓦, 在建容量达到 3000 万千瓦以上。
- 中国目前挂网运行机组(含阳江 2#) 23 台, 总装机容量 21374MW, 商业运行及在建机组共 48877MW。若要达到规划目标。预计 2015 年至 2020

年新开工装机量 39123 MW，未来 6 年年均新开工装机量大约在 652 万千瓦左右。目前三代机组造价 1.6 万元/kW，未来随着国产化的进程，成本将明显降低，估算每年的核电投资约 1000 亿元

- 目前，我国核电技术以压水堆为主，引进及自主研发的、符合三代技术标准的技术类型有“华龙 1 号”、CAP1400、AP1000、EPR 和 VVER-91。
- 基于安全性的考量，十二五时期只安排沿海厂址，内陆核电将放到十三五规划讨论，内陆核电由于不可能用海水稀释泄漏，所以在安全性的要求上是更强于沿海核电的。
- 内陆核电的拟定的技术路线是以 AP1000 为主，我们认为在 AP1000 技术问题正式解决投入商业运行接受检验之前，内陆核电的重启可能性不大。预计 2020 年之后内陆核电会逐步重启。

图表 15：中国核电发展路径



来源：国金证券研究所

图表 16：中国并网核电机组

	省份	机组数	功率 (MW)	技术	运营公司
秦山一期	浙江	1	310	CNP300	中核
秦山二期	浙江	2	1300	CNP650	中核
秦山三期	浙江	2	1456	CANDU6	中核
太亚湾	广东	2	1968	M310	中广核电力
岭澳	广东	2	1980	M310	中广核电力
岭东	广东	2	2,172	CPR1000	中广核电力
田湾一期	江苏	2	2,120	AES-91	中核
红沿河	辽宁	2	2,238	CPR1000	中广核电力
宁德	福建	2	2,178	CPR1000	中广核电力
阳江	广东	2	2,172	CPR1000	中广核电力
福清	福建	1	1,080	CPR1000	中核
方家山	浙江	1	1,080	CPR1000	中核
合计		23	21,374		

来源：国金证券研究所

图表 17: 中国在建核电机组

	省份	机组	功率 (MW)	技术	运营者
	广东	2 (#3-#4)	2172	CPR1000	中广核电力
		2 (#5-#6)	2172	ACPR1000	
	福建	2 (#3-#4)	2178	CPR1000	中广核电力
	辽宁	2 (#3-#4)	2238	CPR1000	中广核电力
	福建	3 (#2-#4)	3240	CPR1000	中核
	浙江	1	1080	CPR1000	中核
	浙江	2	2500	AP1000	中核
	广东	2	3500	EPR	中广核电力
	山东	1	211	HTGR	华能, 中核
	广西	2	2160	CPR1000	中广核电力
	江苏	2 (#3-#4)	2252	VVER1000	中核
	山东	2	2500	AP1000	中电投
	海南	2	1300	CNP650	中核
	合计	25	27503		

来源: 国金证券研究所

图表 18: 拟建核电站

	省份	机组	功率 (MW)	技术	运营者
	山东	2 (#2-#3)	2800	CAP1400	国家核电、华能
	福建	2	2178	CPR1000	中广核
	辽宁	2	2238	CPR1000/华龙 /AP1000	中广核
	福建	2 (#5-#6)	2300	华龙 1 号	中核
	浙江	2	2500	AP1000	中核
	广东	2 (#3, #4)	3500	EPR	中广核
	广西	2	2160	CPR1000/AP1000	中广核
	江苏	2 (#3-#4)	2120	VVER1000	中核
	山东	2	2500	AP1000	中电投集团
	海南	2	1300	CNP650	中核
	辽宁	2	2500	AP1000	中核, 大唐
	广东	2	2500	AP1000	中广核
	广西	2	2500	AP1000	中广核
	广东	2	2500	AP1000	中电投
	福建	2	2500	AP1000	中核、国电
	福建	2	1760	BN-800	中核
	合计		37856		

来源: 国金证券研究所

- 未来国内核电站以 AP1000 技术为主, 尤其是内陆核电站。在已招标的核电站中三门站和海阳站使用了 AP1000 技术, 两个站 14 台主变全部由天威保变中标。预期未来保变在核电变压器中仍将占据至少 50% 以上份额。

图表 19: 规划中的内陆核电站

	省份	机组	功率 (MW)	技术	运营者
芜湖	安徽	2	2*1250	AP1000	中广核
咸宁	湖北	2	2*1250	AP1000	中广核
桃花江	湖南	4	4*1250	AP1000	中核
彭泽	江西	2	2*1250	AP1000	中电投
恒丰	江西	2	2*1250	ACP1000	中核、国电
宁都	江西	2	2*1250	ACP1000	中核、国电
小墨山	湖南	2	2*1250	AP1000	中电投
龙游	浙江	2	2*1250	AP1000	中核
烟家山	江西	2	2*1250	AP1000	中核
韶关	广东	4	4*1250	AP1000	中广核
合计			25400		

来源: 国金证券研究所

2.3 受益全球能源互联网, “一路一带” “走出去”

- “一路一带”、“走出去”、全球能源互联网是国家和国网公司共同的发展目标。可以预见, 未来海外市场, 尤其是特高压、核电市场前景广阔。
- 2015 年国网工作会议提出, 本年度将开展一系列工程的前期工作, 迈出全球能源互联网的第一步:
 - 哈萨克斯坦埃基巴斯图兹-南阳±1100 千伏特高压直流工程
 - 俄罗斯叶尔科夫齐-河北霸州±800 千伏特高压直流工程
 - 蒙古锡伯敖包-天津±660 千伏直流工程
 - 新疆伊犁-巴基斯坦伊斯兰堡±660 千伏直流工程。
- 公司提前布局, 近年来一直积极开拓海外市场, 2014 年年报显示, 公司中标北美 75MVA/500kV 电抗器, 实现了公司出口北美 500kV 电压等级电抗器零的突破。同时, 公司在报告期内完成了第一个国外 EPC 项目-孟加拉 132kV 变电站扩建项目的投标。
- 虽然根据公司调研, 表示目前由于海外营销体系仍处于建立、完善阶段, 之前中标项目对运费、售后服务等因素考虑不足, 最终实际利润贡献均为亏损。但公司仍将积极开拓海外市场, 汲取经验, 将这块业务做大。相信在国家战略的推动下, 未来海外业务将成为公司另一个增长点。
 - 2013 年出口业务收入占比 11.74%, 毛利率-6.98%
- 另一方面, 核电是我国“一路一带”战略下的另一个排头兵项目。2015 年 2 月 4 日中国、阿根廷两政府签订《关于在合作建设压水堆核电站的协议》, 具有自主知识产权的“华龙一号”有望落地阿根廷。2 月 9 日, 国家发改委副主任王晓涛确认将在巴基斯坦承建 6 座核电站, 并有可能向巴方出口更多的反应堆。种种迹象表明, 我国三代核电技术正逐步受到海外市场认可。作为国产核电变压器市场份额绝对第一的龙头企业, 保变电气将显著受益。

3 估值

3.1 特高压收入、利润贡献估算

- 按照近期开工/核准的特高压线路, 估算一条交流特高压的投资额为 225 亿

图表 20: 一条特高压线路的投资估计

线路	核准时间	开工时间	投运时间	变电容量 (万 kVA)	线路长度 (km)	总投资(亿元)
淮南-南京-泰州-苏州-上海	2014 年 4 月	2014 年 11 月	2016 年	1200	780	268
锡盟--北京东-济南	2014 年 7 月	2014 年 11 月	2017 年	1500	730	178.2
蒙西-晋北-北京西-天津南	2015 年 1 月	2015 年一季度	2017 年	2400	608	201
榆横-潍坊	2015 年一季度		2017 年	2100	1070	253
平均						225.05

来源: 国金证券研究所

- 按照最新开工的两条线路招标情况, 估计公司变压器特高压市占率为 23%, 高抗市占率 25%。

图表 21: 特高压交流变压器市场份额

	天威保变	特变电工	中国西电	山东电力设备	总
锡盟-山东	8	8		4	20
淮南-上海		7	4	4	15
总	8	15	4	8	35
占比	23%	43%	11%	23%	100.00%
占特高压交流	1.14%	2.14%	0.57%	1.14%	

来源: 国金证券研究所

图表 22: 特高压交流电抗器市场份额

	天威保变	特变电工	中国西电	山东电力设备	总
锡盟-山东	0	7	14	7	28
淮南-上海	14		13		27
总	14	7	27	7	55
占比	25%	13%	49%	13%	100%
占特高压交流	0.84%	0.42%	1.62%	0.42%	

来源: 国金证券研究所

- 直流特高压换流变需求比较稳定, 一条线路 56 台, 按照 0.52 亿/台测算, 总需求 29.12 亿, 公司市场份额 25%, 约为 7.28 亿。

图表 23: 特高压直流换流变市场份额

	天威保变	特变电工	中国西电	山东电力设备	重庆 ABB	广州西门子	总
溪洛渡-浙西	14	14	14	7	7		56
灵州-绍兴	14	14	14	7		7	56
占比	25.0%	25.0%	25.0%	12.5%	0.0%	12.5%	100.0%

来源: 国金证券研究所

- 根据 2015 年开工“两交五直”, 2016、2017 年开工“两交四直”的假设, 并考虑实际收入确认进度、公司市占率, 计算出的收入、毛利贡献表如下:

图表 24: 特高压收入、毛利贡献进度表

	2015	2016	2017
交流特高压开工条数	2	3	2
交流特高压中标金额	8.91	13.365	8.91
直流特高压开工条数	5	4	4
直流特高压中标金额	36.4	29.12	29.12
合计	45.31	42.49	38.03
收入贡献	4.53	22.37	38.92
毛利贡献	1.24	6.12	10.60

来源: 国金证券研究所

3.2 核电收入、利润贡献估算

- 根据 2.2 节分析，按照每年开工 6520MW 计算，单台三代技术机组 1250MW，年均开工 6 台机组（部分使用二代半技术），主变平均 1800 万/台。每个核电站（2 台机组）一般需要 2 台辅助变压器和 4 台厂用变压器，单价约 1000 万元/台，合计 6000 万元。
- 我们预计公司主变市占率 70%，厂变和辅变 50%，测算如下

图表 25：核电收入、毛利贡献测算

	单电站需求	单价 (亿)	年开工 电站数	保变份额	收入贡献 (亿)	毛利率	毛利贡献 (亿)
主变	7	0.18		70%	2.65	28%	0.74
厂变	4	0.1	3	50%	0.60	25%	0.15
辅变	2	0.1		50%	0.30	25%	0.08
合计					3.55	27.24%	0.97

来源：国金证券研究所

- 变压器设备一般在动工前后招标，假设第 3 年交货，2-6-2 方式确认收入，则核电重启对公司业绩影响如下：

图表 26：核电重启对公司收入、毛利贡献（单位：亿元）

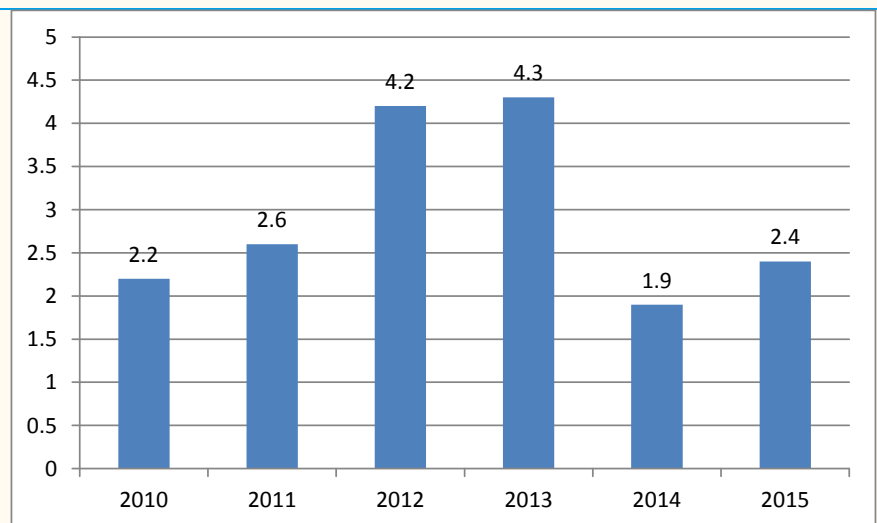
	2015	2016	2017
收入	0.71	0.71	2.84
毛利	0.19	0.19	0.77

来源：国金证券研究所

3.3 未来公司产能、毛利率分析

- 公司全部生产基地加起来，最大年产能可以达到 1.4 亿 kVA，但是作为国有企业，公司经营比较平稳，常年产量维持在 0.7-1.1 亿 kVA 范围内。2014 年产能约 7000 多万 kVA。未来三年，随着特高压建设的提速、核电重启、全球能源互联网的推进，我们预计公司 2015 年产能将提高到 8500 万 kVA/年，2016、2017 年为 1 亿 kVA/年。
- 因为特高压设备毛利率较高，未来公司将优先抢占特高压订单。根据 2.1 节我们的预测，2015-2017 年，特高压将分别开工 7，7，6 条，按照 2000 万 kVA/条的规模，特高压需求产能约为 1.4，1.4，1.2 亿 kVA/年，公司约占 1/4 市场份额，即 3000-3500 万 kVA/年，考虑毛利率相近的核电项目，公司高毛利率年产量约为 4000 万 kVA/年，占全年产能的 40%-50%。

图表 27：国家电网投产 110（66）及以上变电容量（亿 kVA）



来源：国金证券研究所，注：2013 年数据为最新修正版，2015 年为计划数

- 由上图可以看出，2014 年由于受电网审计等影响，投产变电容量为近年最低，这里假设未来三年非特高压部分投产情况不低于 2014 年。
- 变压器原材料是行业的主要生产成本，受原材料价格波动影响较大，近年来随着原材料价格的变化，成本结构发生了极大改变。我们根据历史原材料价格变动，推算出行业平均占比情况如下。

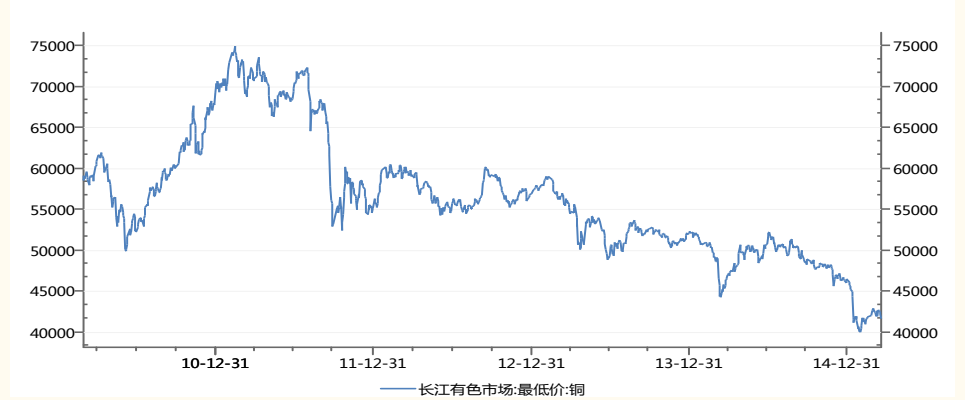
图表 28：2014 年行业平均变压器主要原材料成本占比

	2014 年成本占比
取向硅钢片	17%
变压器油	8%
铜线	21%

来源：国金证券研究所

- 受货币政策、美元指数以及国际经济环境影响，我们认为铜价在 15、16 年仍将小幅下跌，17 年将企稳回升，年波动率在 5%~10% 左右。

图表 29：近年来铜的价格波动



来源：国金证券研究所

- 取向硅钢方面，由于同时受国内、国外双重需求提振，2014 年中期至今已累计涨价 40% 以上，对变压器厂成本形成压力
 - 外需方面，主要以节能变压器升级、城市电网改造、发展中国家（印度、南美等）大力发展水利电力等现代化城市建设等，拉动我国硅钢净出口由负转正；
 - 内需方面，国内特高压投资项目批复明显增多及变压器环保升级改造。

图表 30：武钢取向硅钢出厂价近年走势图



来源：国金证券研究所

- 短期内，预计 2015 年取向硅钢价格突破 2 万元/吨无悬念，年均价较 2014 年将提高 40%，2016、2017 年随着供给端产能提升，预计将逐渐回落。

图表 31：原材料价格变动对毛利率影响的敏感性分析

	2015		2016		2017	
	铜价变动	毛利率变动	铜价变动	毛利率变动	铜价变动	毛利率变动
铜	-5.00%	1.05%	-5.00%	1.05%	6.00%	-1.26%
取向硅钢	40.00%	-6.80%	-6.00%	1.02%	-8.00%	1.36%
合计		-5.75%		2.07%		0.10%

来源：国金证券研究所

- 单纯从原材料价格看（不考虑售价变化），2015 年受取向硅钢价格大幅上涨影响，公司非特高压产品毛利率预计下降 5.75%，16、17 年将有所回升。综合考虑销售价格上浮，公司市场开拓情况逐步好转以及海外业务毛利率提升，预计未来三年非特高压部分的毛利率为 18%，21%，22%
- 特高压、核电由于门槛非常高，我们认为毛利率受原材料价格波动不大。

3.4 估值

- 公司 2014 年净利润（归属于母公司所有者的）6771 万元，EPS 0.044 元。
- 预计公司 2015-2017 年营业收入分别为：47.68，68.43，85.87 亿元，EPS 分别为 0.16，0.44，0.68，对应 PE71，26，17 倍，首次给予“买入”评级。
- 由于特高压、核电项目交货周期较长，建议以 2016 年 EPS 为基础，目标价 15 元，对应 2016 年 34 倍 PE。

图表 32：可比公司估值对比表

证券代码	证券简称	2015E	2016E	2017E	3月27日 收盘价	PE2015E	PE2016E	PE2017E
600089.SH	特变电工	0.58	0.78	0.98	13.99	24.12	17.94	14.28
601179.SH	中国西电	0.16	0.22	0.29	7.69	48.06	34.95	26.52
	平均					36.09	26.45	20.40
600550.SH	保变电气	0.16	0.44	0.68	11.34	71.21	25.84	16.72

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	3,423	4,359	3,895	4,768	6,843	8,587	货币资金	1,439	1,588	1,366	1,673	2,401	3,012
增长率		27.3%	-10.6%	22.4%	43.5%	25.5%	应收账款	2,746	2,120	1,947	2,262	2,873	3,136
主营业务成本	-3,224	-4,004	-3,060	-3,849	-5,274	-6,498	存货	2,146	1,742	1,437	1,687	2,167	2,493
%销售收入	94.2%	91.9%	78.6%	80.7%	77.1%	75.7%	其他流动资产	1,345	621	362	543	647	770
毛利	199	355	835	919	1,570	2,089	流动资产	7,676	6,071	5,112	6,165	8,088	9,411
%销售收入	5.8%	8.1%	21.4%	19.3%	22.9%	24.3%	%总资产	47.9%	61.2%	59.7%	64.8%	71.2%	74.8%
营业税金及附加	-22	-20	-12	-14	-21	-26	长期投资	2,074	1,704	1,449	1,449	1,449	1,449
%销售收入	0.7%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	5,640	1,360	1,268	1,176	1,098	1,010
营业费用	-177	-221	-163	-191	-226	-240	%总资产	35.2%	13.7%	14.8%	12.4%	9.7%	8.0%
%销售收入	5.2%	5.1%	4.2%	4.0%	3.3%	2.8%	无形资产	589	744	699	691	685	674
管理费用	-521	-476	-290	-334	-445	-515	非流动资产	8,345	3,856	3,457	3,355	3,270	3,170
%销售收入	15.2%	10.9%	7.4%	7.0%	6.5%	6.0%	%总资产	52.1%	38.8%	40.3%	35.2%	28.8%	25.2%
息税前利润 (EBIT)	-521	-363	370	380	878	1,308	资产总计	16,021	9,927	8,569	9,520	11,358	12,580
%销售收入	n.a	n.a	9.5%	8.0%	12.8%	15.2%	短期借款	2,737	3,401	2,650	3,134	3,719	3,785
财务费用	-486	-435	-335	-247	-312	-339	应付款项	3,197	2,498	2,181	2,459	3,068	3,363
%销售收入	14.2%	10.0%	8.6%	5.2%	4.6%	4.0%	其他流动负债	-324	-67	113	127	315	343
资产减值损失	-372	-4,699	-47	-6	-2	-1	流动负债	5,609	5,831	4,943	5,720	7,101	7,491
公允价值变动收益	29	-36	-74	0	0	0	长期贷款	2,494	1,650	545	545	545	546
投资收益	-399	156	109	100	130	130	其他长期负债	1,705	2,165	1,947	1,864	1,789	1,719
%税前利润	n.a	-2.7%	127.6%	36.2%	17.4%	11.3%	负债	9,808	9,647	7,436	8,129	9,435	9,756
营业利润	-1,749	-5,377	22	226	695	1,098	普通股股东权益	5,683	63	915	1,163	1,683	2,569
营业利润率	n.a	n.a	0.6%	4.8%	10.2%	12.8%	少数股东权益	530	217	218	228	240	255
营业外收支	51	-446	63	50	50	50	负债股东权益合计	16,021	9,927	8,569	9,520	11,358	12,580
税前利润	-1,698	-5,823	85	276	745	1,148	比率分析						
利润率	n.a	n.a	2.2%	5.8%	10.9%	13.4%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-24	5	-9	-22	-60	-92	每股指标						
所得税率	n.a	n.a	10.7%	8.0%	8.0%	8.0%	每股收益	-1.128	-3.812	0.044	0.159	0.439	0.678
净利润	-1,722	-5,817	76	254	686	1,056	每股净资产	4.139	0.046	0.596	0.758	1.096	1.674
少数股东损益	-173	-584	8	10	12	15	每股经营现金净流	0.121	0.494	0.410	0.048	0.298	0.681
归属于母公司的净利润	-1,549	-5,233	68	244	674	1,041	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.100	0.100
净利率	n.a	n.a	1.7%	5.1%	9.8%	12.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	-27.26%	-8257.40%	7.40%	21.02%	40.03%	40.52%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	-9.67%	-52.72%	0.79%	2.57%	5.93%	8.27%
净利润	-1,699	-5,817	76	254	686	1,056	投入资本收益率	-4.05%	-5.24%	5.59%	5.25%	10.39%	13.76%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	617	4,989	242	124	121	121	主营业务收入增长率	-35.96%	27.33%	-10.64%	22.41%	43.53%	25.48%
非经营收益	830	289	295	152	204	255	EBIT 增长率	N/A	-30.26%	-201.97%	2.65%	131.12%	48.86%
营运资金变动	417	1,218	15	-456	-553	-388	净利润增长率	N/A	237.84%	N/A	260.92%	175.64%	54.54%
经营活动现金净流	165	678	629	74	457	1,044	总资产增长率	-7.06%	-38.04%	-13.68%	11.10%	19.31%	10.76%
资本开支	-163	-95	-34	33	14	29	资产管理能力						
投资	147	28	465	0	0	0	应收账款周转天数	294.2	190.3	172.7	160.0	140.0	120.0
其他	8	31	17	100	130	130	存货周转天数	235.3	177.2	189.6	160.0	150.0	140.0
投资活动现金净流	-8	-36	448	133	144	159	应付账款周转天数	175.2	116.9	116.5	90.0	70.0	50.0
股权募资	25	0	792	0	0	-1	固定资产周转天数	387.3	102.4	106.3	79.8	51.1	36.9
债权募资	128	119	-1,854	401	510	-3	偿债能力						
其他	-534	-426	-364	-301	-383	-587	净负债/股东权益	84.11%	1760.75%	301.62%	258.45%	179.52%	102.93%
筹资活动现金净流	-381	-308	-1,426	99	126	-592	EBIT 利息保障倍数	-1.1	-0.8	1.1	1.5	2.8	3.9
现金净流量	-223	334	-350	306	728	612	资产负债率	61.22%	97.17%	86.78%	85.39%	83.07%	77.55%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD