

## 电气设备及新能源

报告原因：调研简报

2011年11月8日

市场数据：2011年11月8日

总股本/流通股本(亿股)	4.56/4.56
收盘价(元)	19.16
流通市值(亿元)	91.02

基础数据：2011年9月30日

资产负债率	48.21%
毛利率	24.38%
净资产收益率(摊薄)	9.41%

### 相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

## 百利电气 (600468)

首次

超导限流器前景广阔，推广可期

增持

公司研究/调研简报

### 投资要点：

① **成本增加并没有想象的那么可怕，推广可期：**不少投资人担心超导限流器成本过高导致售价较高，使得电网难以接受，推广难度较大。我们认为超导限流器的采购对电网成本的影响并不是简单的超导限流器的销售价格，对电网的成本远低于此，主要原因如下：（1）降低初建电站设备成本。安装超导限流器，可以省去电抗器成本，此外由于短路电流降低，对其他核心设备的参数要求也降低，而设备参数降低将大大降低采购成本，预计新建成本设备方面可以降低 20%-30%；（2）延长其他设备使用寿命。由于短路电流的降低，其他设备的寿命将大大延长，从长周期看也降低了电网的固定摊销成本，而国网目前推广全寿命周期成本(LCC)管理，对限流器的推广也是利好。（3）节能效果显著。超导限流器比普通的高阻耗电抗器损耗小很多，主抗大约只有电抗器的 1/6 左右，考虑到其他维护及运营成本，预计节能在一半左右。（4）事故发生时的设备损失成本。一旦由于短路电流过大将损坏相关设备，对电网的成本也较大。（5）停电的社会成本。我们的观点：对新建变电站来说超导限流器可以降低初建电站设备成本，对电网的一次性投资成本大大降低，预计一旦技术成熟，在新建变电站大规模推广的可能性较大。

② **35KV 即将进入产业化，220KV 目前挂网调试期。**35KV 挂网试点成功，目前已经能够对外销售，本次募集资金将实现产业化，但考虑到 35KV 短路电流较小，电网配置的需求较小，而其售价较高，大范围推广的可能性较小。220KV 超导限流器也已研发成功，目前在挂网调试期。就实际应用而言，目前受超导材料技术限制，超导限流器制造成本较高，国内市场一开始将主要应用于变电站，考虑到性价比，对于 35KV 和 110KV 等级的电站而言，断路器和电抗器等其他保护措施即可基本满足电网保护要求，且发生事故的损失相对较小，我国需求最广的将是 220KV 等级的超导限流器，220KV 挂网运行成功与否对公司至关重要。公司目前已经做到 220KV 电压等级，从理论上说 220KV 等级以下技术上基本不存在壁垒，即 110KV 也具备技术储备。此外，公司 550KV 产品正在研发当中。

④ **国内市场即将启动，规模在 1500 亿元左右。**目前电网规模日益扩大，互联程度日益增强，短路电流也随之增大，现有继电保护措施面临瓶颈，常规限流器影响电能质量，超导限流器向现实生产力的转化显得非常迫切。超导限流器是一项发展前景良好、市场容量巨大的产品。根据中国电器工业协会估算，至 2020 年国内超导限流器潜在市场容量约为 1500 亿元人民币左右。鉴于目前国内能够生产该产品的企业数量不多，市场广阔，具有良好投资性。

④ **超导技术壁垒高，公司有望独占该市场。**全球仅少数研究机构掌握相关技术，仅 ABB、西门子、Z-energy 等少数公司可小批量生产，市场呈垄断格局。公司是国内唯一掌握该技术的企业，而且技术得到了国家的大力支持，允许挂网试验就是最好的证明，未来很长一段公司将独享这一广阔市场。

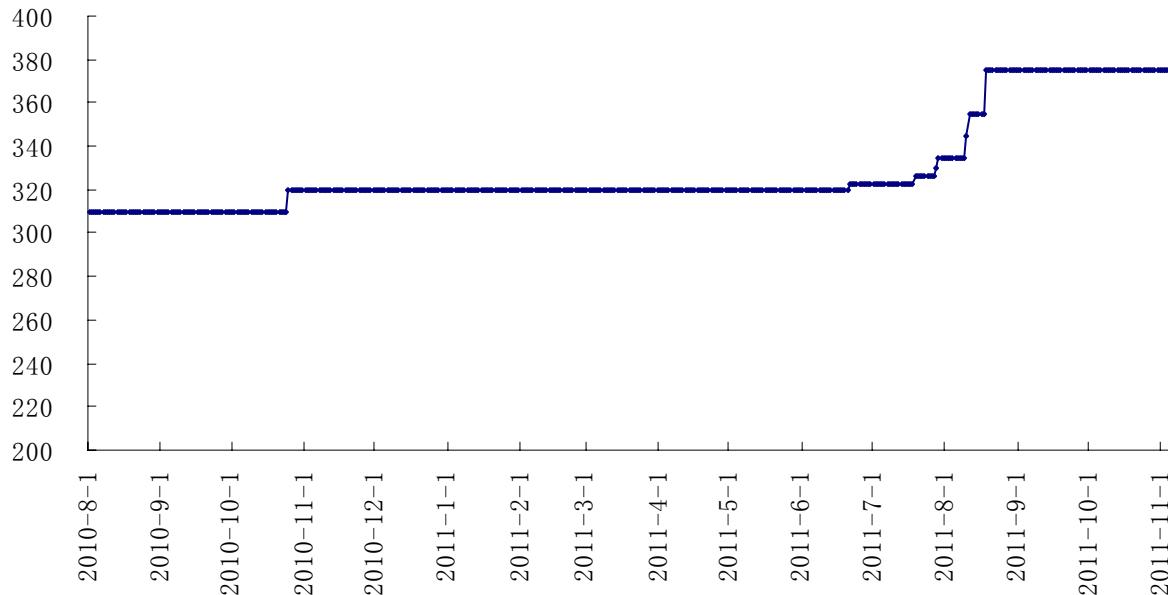
④ **硬质合金项目值得期待：**公司钨钼合金毛利率一直很低，一般来说，钨产业链分布呈现“两头高、中间低”的特点，即上游钨矿采选、下游高端硬质合金的利润水平价高，冶炼、制粉、中低档硬质合金及钨材利润水平相对较低。公司以前主要是停留在钨粉、钨材的产业链环节，而且公司前端没有资源，导致了公司钨深加工毛利率较低，公司此次募集资金延长产业链，进军下游硬质合金，公司计划建设年产 300 吨高性能精密数控硬质合金涂层刀具生产线。此外，跟据地方政府的政策，为了鼓励企业做高端加工，高端加工企业获得成功，有望为相关企业配套上游资源。

④ **其他电气产品也有看点：**公司 GIS126KV 目前已经在生产，252KV 正在做型式试验，目前为止已经有一定规模的销售；百利四方主营变电站自动化系统、调度自动化系统及智能电网相关产品，目前正在整合期，预计盈利能力较强。

④ **盈利预测及投资建议：**不考虑增发情况下，我们预计公司 2011-2012 年每股收益 0.14-0.22 元的预测，由于超导限流器未来市场前景广阔，公司是国内唯一能做得企业，将独占市场，给予“增持”的投资评级。

④ **投资风险：**公司目前的主要看点是超导限流器，而 220KV 超导限流器是未来的需求主体，其挂网运行情况及电网认可程度直接决定着公司未来的市场推广情况，目前 220KV 超导限流器正在挂网调试期，存在着一定的不确定性。

图：湖南（刀具类 YG8）(元/公斤)



图：湖南（矿山工具类 YG8）(元/公斤)

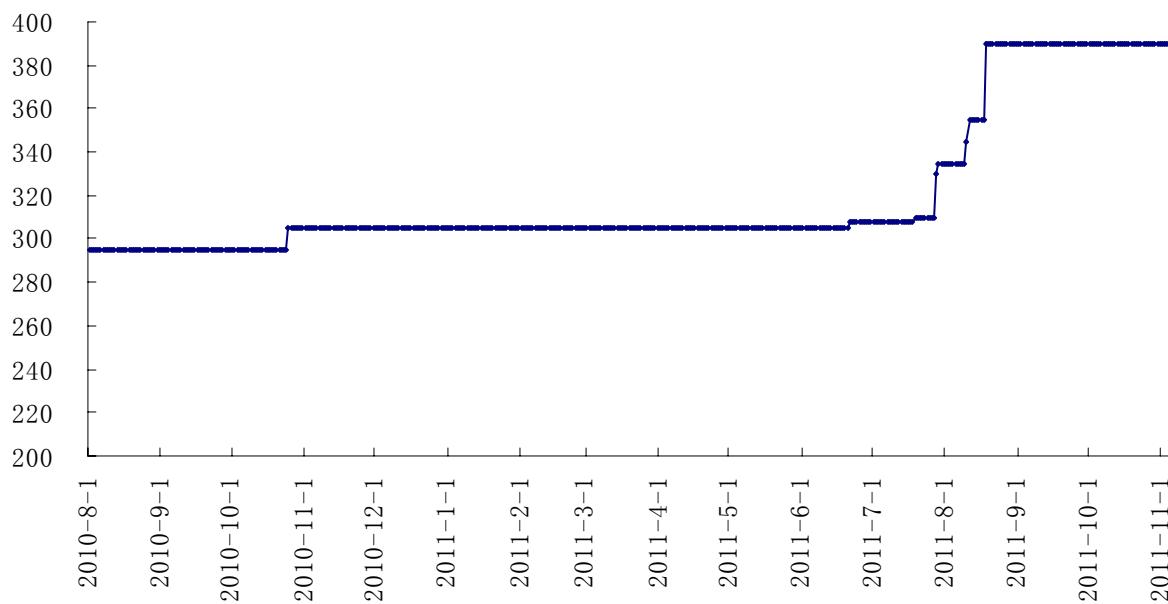


表1：百利机电和北京云电合作研发的 35KV 与 220KV 超导限流器主要技术参数比较

	35KV SFCL	220KV SFCL
相数	3 相	3 相
额定容量/电流	90MVA	800A
未安装限流器时预期系统短路电流幅值	40KA	50KA
加装限流器限制到的短路电流幅值	≤20kA	≤35kA

阻抗电压百分数	$\leq 3\%$	N. A
限流响应时间	$\leq 5\text{ms}$	N. A
直流回路恢复时间	$\leq 0.8\text{s}$	N. A

资料来源：山西证券整理

表 2：公司定向增发募集项目

项目名称	投资总额	拟用募集资金投资
智能电网之超导限流器项目	40,000	30,000
智能电网之 GIS 项目	32,000	30,000
智能电网之电子式互感器项目	12,000	10,000
智能电网之 VW60 项目	13,500	10,000
稀有金属深加工项目	40,000	20,000
合计	137,500	100,000

资料来源：公司公告

表 3：盈利预测

	2009-12-31	2010-12-31	2011E	2012E
营业收入	42,444.77	58,235.82	75,706.57	98,418.54
收入增速	-31.42%	37.20%	30.00%	30.00%
毛利率	22.47%	16.20%	25.00%	28.00%
营业成本	32,908.95	48,799.73	56,779.92	70,861.35
营业税金及附加	283.95	237.43	261.173	313.4076
销售费用	2,422.40	2,568.12	5,317.31	6,912.50
管理费用	6,297.22	6,038.84	8,454.38	10,990.69
财务费用	602.4	1,161.99	1,006.00	1,207.20
资产减值损失	-272.15	144.28	238.68	0.00
公允价值变动净收益	-33.69	-100.64	0.00	0.00
投资净收益	2,098.44	3,830.33	5,054.45	6,570.79
营业利润	2,266.75	3,015.11	8,703.56	14,704.18
营业外收入	1,535.09	1,490.68	371.86	0.00
营业外支出	71.15	20.64	23.43	0.00
利润总额	3,730.70	4,485.15	9,051.99	14,704.18
所得税	595.29	969.26	1900.91773	3087.8787
净利润	3,135.40	3,515.89	7,151.07	11,616.31
少数股东损益	75.73	-122.76	650	1800
归属母公司净利润	3,059.67	3,638.65	6,501.07	9,816.31
每股收益	0.07	0.08	0.14	0.22
每股收益增速	31.28%	18.92%	78.67%	51.00%

资料来源：山西证券

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

### 特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。