



**买入**

**46.8% ↑**

目标价格: 人民币 14.00

300062.SZ

价格: 人民币 9.54

目标价格基础: 27倍 12年市盈率

板块评级: 中立

**本报告要点**

- 受制于产能约束, 公司最近两年将资源主要配置在产品、产能和市场布局方面。
- 管理费用中的研发费用和职工薪酬增长幅度较大, 管理费用率增长明显。
- 人员增长向市场营销倾斜, 销售人员同比增长近 30%, 主要在 2011 年 3、4 季度增加。
- 公司进入了优势产品市场扩张期, 尤其是市场发展前景广阔的 C-GIS 产品。

**主要催化剂/事件**

- 公司本部优势产品业绩增长同比改善显著。

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	5	1	(8)	(30)
相对新华富时 A50 指数	(6)	3	(6)	(19)

发行股数(百万)	154
流通股(%)	28.6
流通股市值(人民币 百万)	421
3 个月日均交易额(人民币 百万)	13
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
CHENG MANHONG*	26.65
陈添旭*	25.46
WU HAO*	14.01

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2012 年 6 月 1 日收市价为标准

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

工业: 电力设备及新能源

刘波

(8621) 2032 8929

bo.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001

# 中能电气

## 进入市场扩张期, C-GIS 业务有望放量增长

受制于产能和渠道约束, 本部盈利能力较强的优势产品增长缓慢, 过去两年公司将资源重点配置企业布局方面。通过对公司发展历程的分析, 我们认为公司已进入“拐点期”, 未来 2-3 年优势产品, 尤其 C-GIS 将实现较快增长。另外, 公司发布限制性股票激励计划草案, 激励条件为以 2011 年业绩为基础, 2012 年增长 30% 以上, 2013 年增长 60% 以上, 2014 年增长 110% 以上。首次给予公司买入评级和目标价 14.00 元。

**投资要点**

- 经过两年低调布局, 公司已进入优势产品市场扩张期。受制于现有产能和场地约束以及募投项目实施地变更因素, 公司优势产品发展明显受到限制, 但公司将企业资源重点配置架构布局方面, 公司人员结构、组织架构、产品结构和营销渠道方面都进行了明显的调整和优化, 随着福清基地的陆续投产, 我们预计公司已进入优势产品市场扩张期。
- 优势产品市场发展前景较好, 尤其是 C-GIS 产品。公司优势产品预制式电缆附件、C-GIS 和 SMC 是针对配用电设备的产品创新, 目前三类产品市场规模尚不大, 处于市场发展期。尤其 C-GIS, 以其小型化、高可靠和免维护等优异特点, 被视为可能成为新一代中压开关柜的主流技术路线。目前国内中压开关柜市场容量约 500 亿, C-GIS 占比不超过 10%, 在国内 C-GIS 领域, 外/合资依然占据了 70% 的份额。C-GIS 尤其是 2008 年以后在铁路、城轨和城市配网领域出现较快增长。
- 完善成套系列和营销渠道, 布局潜在 C-GIS 客户渠道市场。在技术壁垒相对较低的中压领域, 公司以技术创新赢得一定行业地位, 借助资本市场力量, 完善了开关柜成套系列, 同时加快拓展营销渠道。目前在工业和新能源领域, C-GIS 刚起步, 公司通过中压真空开关柜和低压开关柜系列进入潜在 C-GIS 客户, 为 C-GIS 在新领域推广奠定渠道基础。

**评级面临的主要风险**

- 优势产品市场开拓进度低于预期。

**估值**

- 首次给予买入评级和目标价 14.00 元。考虑期权费用后, 预计公司 2012-2014 年有望实现每股收益为 0.52、0.70 和 0.97 元, 给予 2012 年 27 倍市盈率, 给予目标价 14.00 元, 首次给予买入评级。

**投资摘要**

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	242	323	439	604	830
变动(%)	29.2	33.4	36.0	37.7	37.4
净利润(人民币 百万)	49	55	80	108	149
全面摊薄每股收益(人民币)	0.32	0.36	0.52	0.70	0.97
变动(%)	18.97	13.19	45.25	35.09	38.39
全面摊薄市盈率(倍)	30.21	26.69	18.37	13.60	9.83
每股现金流量(人民币)	(0.51)	(0.62)	0.59	0.78	0.51
价格/每股现金流量(倍)	(18.62)	(15.34)	16.11	12.29	18.64
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.30	21.59	11.78	8.29	5.91
每股股息(人民币)	0.00	0.11	0.05	0.07	0.10
股息率(%)	0.0	1.1	0.5	0.7	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 目录

投资要点与估值 .....	3
受制于产能和渠道约束，过去两年本部优势产品增长乏力 .....	5
低调布局两年，进入优势产品快速增长期 .....	7
优势产品属于技术创新，盈利能力较强 .....	12
优势产品具有较好的市场发展前景，C-GIS 尤为突出 .....	14
投资建议 .....	22
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	24

## 投资要点与估值

### 对市场质疑的看法

**对公司优势产品进入“拐点期”的质疑。**上市两年的时间里，公司优势产品业绩增长速度较慢，2010年增长17%，2011年增长7%。因此，市场对公司优势产品进入“拐点期”比较质疑。通过对公司过去发展的研究，我们认为公司过去的发展受制于生产规模和营销渠道瓶颈，客观的说，两个方面的瓶颈都需要资金来解决。上市融资解决了公司资金问题，但生产规模则需要一个过程，应该说公司变更募投项目实施地（原募投项目拟在现有建筑面积约40亩的工厂内进行技改，变更后的募投项目拟在新购置的268亩工业用地上进行实施）解决了公司未来两到三年的发展瓶颈，变更后的募投分三期陆续在今年2月份、6月份和12月份投产；公司传统营销渠道主要针对电力公司三产，通过在全国成立办事处向电力公司及其三产介绍公司产品，随着公司产能的陆续投产，公司加大了对终端电网客户营销渠道的建设，从2011年3、4季度开始，公司开始增加直接面向该渠道的销售人员，从2011年人员数据来看，营销人员同比增长23.2%，另外，公司具备完整的产品资质和运行资质，以及规模化生产能力，受益于电网集约化，公司将陆续进入南网和国网集中招标体系。基于此，我们认为公司优势产品已进入“拐点期”。

**对公司 C-GIS 业务发展前景质疑。**我们认为 C-GIS 是中压开关柜可能的下一代主流技术，以其小型化、智能化、高可靠和免维护等特性在一些环境相对较差的配电领域逐步替代普通的中压开关柜。由于多年的技术攻关和经验积累，最近几年，少数几家国内企业实现了国产化和规模化，并成功将成本降低，带来该产品在城市配网领域较快的增长，另一方面，随着国内品牌生产管理和制造工艺水平逐步提升，国产品牌将逐步在电气化铁路和城市轨道交通领域内替代外资品牌。在工业和新能源领域，由于用地日趋紧张和配电安全的需要，对小型化和高可靠性开关设备的需求也日益明显，该两个大领域有望成为 C-GIS 潜在大市场。

**对公司 C-GIS 高毛利率的质疑。**公司是以技术创新实现市场突破的企业，传统客户主要是电力公司“三产”，寻租空间极小，因此对成本管控极其严格，同时，公司也实现了关键零部件的自主化。与传统中压开关柜不同，目前国内企业（不包括外资和合资企业）能够实现完全自主化年产超过1,000单元的企业不超过十家（而年产超过1,000面中压开关柜的企业估计多达上百家），借助资本市场力量，公司较快实现了 C-GIS 的产能较快扩张和加工设备的工艺升级，产品竞争力进一步增强，在 C-GIS 市场较快增长的过程中，目前公司主要的竞争对手仍然是外资和合资企业，毛利率有望维持较高水平。

### 估值

首次给予买入评级和给予目标价14.00元。考虑期权费用后, 预计公司2012-2014年有望实现每股收益为0.52、0.70和0.97元, 基于2012年27倍市盈率, 给予目标价14.00元, 首次给予买入评级。

图表1. 可比智能中低压压公司估值对比 (2012年6月1日收盘价)

代码	公司	评级	市值 (亿元)	价格 (元)	每股收益(人民币)			市盈率(倍)			净利润增长率(%)		
					2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
<b>智能中压</b>													
002298.SZ	鑫龙电器	买入	31	9.40	0.22	0.36	0.55	43	26	17	69	64	53
002350.SZ	北京科锐	买入	26	12.02	0.40	0.55	0.74	30	22	16	74	38	35
002358.SZ	森源电气	未有	43	12.37	0.38	0.53	0.70	33	23	18	85	41	31
002074.SZ	东源电器	未有	17	6.80	0.14	0.22	0.29	47	31	23	33	50	34
601616.SS	广电电气	持有	47	5.03	0.23	0.26	0.32	22	19	16	5	15	23
600525.SS	长园集团	买入	66	7.62	0.24	0.35	0.50	32	22	15	18	49	43
000400.SZ	许继电气	买入	73	19.23	0.41	0.78	1.10	47	25	17	5	90	41
300048.SZ	合康变频	持有	35	10.30	0.38	0.51	0.64	27	20	16	28	35	25
002123.SZ	荣信股份	持有	67	13.25	0.56	0.64	0.77	23	21	17	7	14	20
	<b>算术平均</b>							<b>34</b>	<b>23</b>	<b>17</b>			
	<b>加权平均</b>							<b>37</b>	<b>31</b>	<b>22</b>			
300062.SZ	中能电气	买入	15	9.54	0.36	0.52	0.70	27	18	14	13	44	35

资料来源: 公司数据及中银国际研究

说明: 1、长园集团2011年盈利中剔除了金融资产减持贡献的业绩, 2012年盈利预测中也未考虑金融资产减持贡献的业绩。

2、以上可比公司估值, 均未考虑资产注入或者资产并购对2012和2013年的盈利贡献。

3、按照正常的投资收益和营业外收支分析。均未考虑金融资产减持带来的投资收益、政府补助(软件退税除外)以及固定资产处理带来的该两项财务指标的异常变化。

## 受制于产能和渠道约束，过去两年本部优势产品增长乏力

受制于生产和渠道能力约束，过去两年公司传统优势产品增长缓慢。公司于2010年3月登陆创业板，融资4.53亿元，从2012年2月开始募投项目才逐步投产。研究公司过去两年的发展，虽然期间也并购了高铁箱变主力供应商武昌电控，但总体业绩增长比较稳健（2010年增长19%，2011年增长13%），尤其是传统优势产品（或称公司本部业务，2010年增长17%，2011年增长7%）增速更低，我们认为这与过去两年公司生产和渠道能力有关。生产能力方面，公司现有生产基地仅40亩地，2011年上半年还需要阶段性为武昌电控（仅占地约17亩）的高铁箱变工程挪出产能；渠道能力方面，公司主要供给电力“三产”，终端用户直接采购部分占比较小，容易受“三产”企业业绩波动。

图表2. 公司及武昌电控业绩分析及预测（武昌电控2010年为全年数据，仅从4季度开始并表，单位：百万元）

时间	合并				公司(除武昌电控)				武昌电控				
	营业收入		净利润		营业收入		净利润		营业收入		净利润		
	规模	增长率	规模	增长率	规模	增长率	规模	增长率	规模	增长率	规模	增长率	
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	
2007	102.8		26.9		102.8		26.9		26.2		25.4		
2008	137.4	34	30.1	12	137.4	34	30.1	12	21.9		27.6	9	
2009	274.8	100	43.2	44	187.2	36	43.2	44	23.1		40.9	48	87.6
2010	241.8	(12)	56.5	31	199.5	7	50.7	17	25.4		45.7	12	120.0
2011	322.5	33	60.9	8	195.1	(2)	54.1	7	27.7		51.6	13	127.4
2012E	369.8	15	80.8	33	299.8	54	77.3	43	25.8		74.0	44	70.0
2013E	537.1	45	111.5	38	447.1	49	107.3	39	24.0		103.4	40	90.0

资料来源：公司数据及中银国际研究

说明：武昌电控于2010年四季度开始并表，并表营收规模为4,230万元，净利润为574万元

图表3. 公司优势产品增长情况

(人民币, 百万)	2008	2009	2010	2011
传统优势产品	127.3	172.9	194.4	190.0
C-GIS、电缆附件和SMC箱体同比增长(%)	36.0	35.8	12.5	(2.3)
营业成本	69.1	93.8	100.6	98.6
毛利率(%)	45.7	45.7	48.3	48.1

资料来源：公司数据及中银国际研究

**图表 4. 公司主营产品增长情况**

(人民币, 百万)		2008	2009	2010	2011
箱式变电站及开关成套	营业收入			44.0	127.4
	同比增长(%)				
	营业成本			24.9	80.3
	毛利率(%)			43.4	36.9
C-GIS 环网柜及其配件	营业收入	84.2	112.0	91.9	96.2
	同比增长(%)	66.7	33.0	(17.9)	4.6
	营业成本	46.4	60.9	46.9	49.2
	毛利率(%)	44.9	45.6	49.0	48.9
电缆附件及成套件	营业收入	33.4	46.0	84.9	70.6
	同比增长(%)	(17.9)	38.0	84.5	(16.9)
	营业成本	16.9	24.1	43.1	35.4
	毛利率(%)	49.4	47.6	49.3	49.9
SMC 箱体及其配件	营业收入	9.8	14.8	17.6	23.3
	同比增长(%)	294.7	52.2	18.7	32.3
	营业成本	5.9	8.8	10.6	14.1
	毛利率(%)	40.0	40.6	40.0	39.4
其它	营业收入	10.1	14.3	3.4	5.1
	同比增长(%)	8.8	42.4	(76.4)	51.0
	营业成本	5.9	9.1	1.0	1.6
	毛利率(%)	41.5	36.4	69.5	68.8
合计	营业收入	137.4	187.2	241.8	319.8
	同比增长(%)	33.6	36.3	29.2	32.2
	营业成本	75.0	103.0	126.5	176.0
综合毛利率	(%)	45.4	45.0	47.7	45.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究

**图表 5. 公司过去五年费用开支情况**

(人民币, 百万)	2007	2008	2009	2010	2011	同比变动(%/百分点)
销售费用	(7.13)	(9.81)	(12.70)	(20.54)	(26.77)	30.33
管理费用	(10.53)	(18.42)	(20.55)	(27.29)	(44.72)	63.85
销售费用率(%)	6.93	7.14	6.79	8.50	8.30	(0.19)
管理费用率(%)	10.24	13.41	10.98	11.29	13.87	2.58

资料来源: 公司数据及中银国际研究

## 低调布局两年，进入优势产品快速增长期

两年低调布局，完善产品、产能和销售架构的布局，综合竞争力持续增强。公司于2010年3月9日，成功登陆创业板，融资4.53亿，超募2.33亿，发展公司优势产品中压C-GIS、中压电缆附件和SMC材料箱体产品，聚焦智能电网、轨道交通和新能源三个建设领域。最近两年，受制于现有产能和场地约束以及募投项目实施地变更因素，公司优势产品发展明显受到限制，但公司在战略上将资源重点配置在产品、产能和销售架构布局，综合竞争力持续增强。

图表 6. 2010-2012 年的产品、产能和销售架构布局

时间	事件
2010-03	登陆创业板，净募集资金4.53亿，超募2.33亿。
2010-08	超募资金4,300万元收购武昌电控，丰富开关成套产品和轨道交通渠道资源。
2010-12	首次发布股权激励草案，预授予215万股股票期权，占当时总股本的2.8%。
2011-01	变更募投地点至福清，募投项目金额变更为2.65亿。
2011-04	考虑到并购以及人才引进等变化原因，撤销股权激励方案。
2012-01	100万元受让西安交通大学电能质量治理的APF和SVG技术成果，丰富电力电子成套产品。
2012-02	超募资金510万增资控股上海臻源，丰富成套智能化产品（软件系统、软件装置、APF和SVG等）和电网及电厂等渠道资源，在此基础上，将上海办事处升级为大客户营销中心。
2012-02	将北京办事处升级为大客户营销中心，形成了上海（辐射华东）、北京（辐射华北）和公司本部（辐射华南）三大区域大客户营销中心以及覆盖全国大部分经济区域的20多家办事处营销体系和网络。
2012-02	福清基地一期项目（中压预制式电缆附件、电缆分支箱、SMC）投产。
2012-02	调整组织架构，将SMC、预制式电缆附件和C-GIS生产部升级为事业部，同时增加成套设备事业部和钣金加工事业部。
2012-06	预计福清基地二期项目（C-GIS）投产。
2012-12	预计福清基地三期项目（其它成套设备和自动化装置）投产。

资料来源：公司数据及中银国际研究

**人员构成方面。**2010年人员增长主要系并购武昌电控所致；2011年主要人员主要系公司本部增加，尤其是销售人员和技术人员增长相对较快。

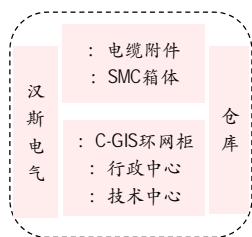
**图表 7. 公司人员结构、费用及人均费用情况**

年份	2011		2010		2009
	规模	增长(%)	规模	增长(%)	
<b>人员构成(个)</b>					
生产人员	403	9.2	369	67.0	221
技术人员	113	10.8	102	25.9	81
销售人员	85	23.2	69	0.0	69
财务人员	17	0.0	17	41.7	12
行政人员	104	2.0	102	61.9	63
合计	722	9.6	659	47.8	446
<b>费用(万元)</b>					
销售费用	2,677	30.3	2,054	61.7	1,270
职工薪酬	455	21.1	376	27.5	295
管理费用	4,472	78.9	2,499*	21.6	2,055
研发费用	2,013	93.3	1,042	33.3	782
职工薪酬	1,190	80.2	660	38.0	478
<b>人均费用(万元/人)</b>					
销售人员人均薪酬	5.3		5.4		4.3
管理人员人均薪酬	9.8		5.5		6.4
技术人员人均研发费用	17.8		10.2		9.7

资料来源：公司数据及中银国际研究

说明：2010 年的管理费用 2,499 万元系扣除了股票发行费用 230 万元，实际管理费用约 2,729 万元。

**生产规模方面。**变更募投项目，新购买 268 亩工业用地用于实施募投项目，2012 年 2 月份新基地一期项目投产，预计 2012 年 6 月份二期项目投产，预计 2012 年底三期项目投产。预计新基地达产产能较原募投项目大幅提升。

**图表 8. 中能电气生产基地分布及情况**


(1) 金山工业园基地，占地 40 多亩，系公司目前的本部所在地，IPO 原募投项目的实施地



(2) 福清融侨开发区基地，占地 268 亩，系调整后 IPO 募投项目实施地

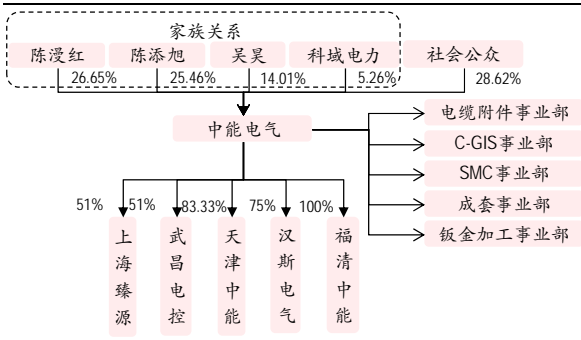
资料来源：公司数据及中银国际研究

**组织架构方面。**通过并购的方式是新增了武昌电控和上海臻源两家子公司，2012 年后，公司本部形成事业部制的组织架构，将传统的电缆附件、C-GIS 和 SMC 生产部升级为事业部，同时增加成套设备事业部和钣金加工事业部。将北京和上海办事处升级为区域大客户营销中心。

**产品结构方面。**通过并购武昌电控完善了箱式变电站和中低压真空开关柜产品系列，通过并购上海臻源完善自动化装置和监控系统产品系列，通过从西安交通引进技术完善电能质量治理的 AF 和 SVG 产品系列，公司本部方面加大研发投入，完善了 C-GIS 在 12kV、24kV 和 40.5kV 三个电压等级上的产品系列以及核心零部件的自主化等，引入真空开关柜系列。2011 年，公司研发费用和人均研发费用增长幅度显著（参考图表 7）。



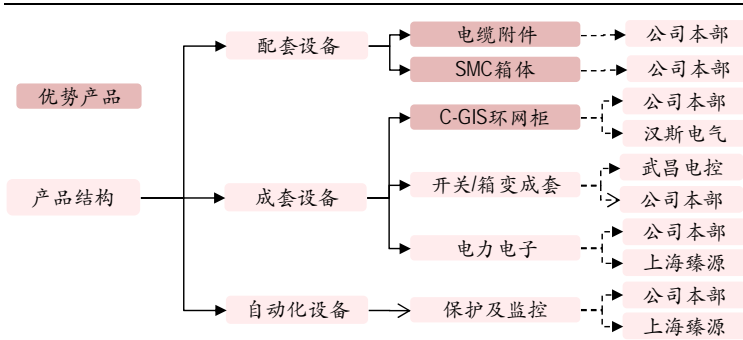
图表 9. 目前公司的组织架构情况



资料来源：公司数据及中银国际研究

说明：陈漫虹系陈添旭的妹妹，陈漫虹系吴昊的配偶，科域电力 100%股权的控制人周玉成系添旭和陈漫虹的舅舅

图表 10. 目前公司的产品结构情况

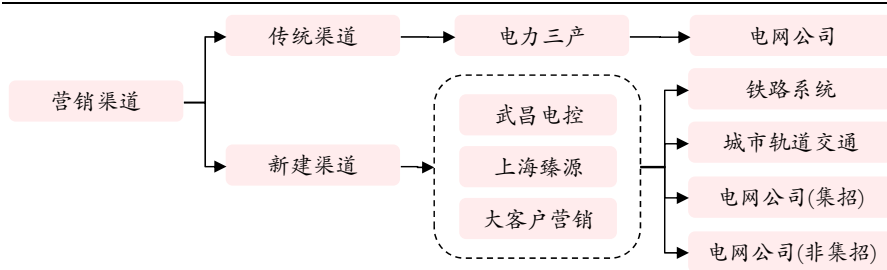


资料来源：公司数据及中银国际研究

说明：汉斯电气主要研发和生产 C-GIS 核心零部件，如操作机构、负荷开关等。

**营销渠道方面。**公司传统渠道主要是通过各地办事处向地方电力三产销售，终端用户直接采购部分占比较小。随着资金、产能瓶颈逐步被突破，公司加大了对终端用户营销渠道的突破，通过并购武昌电控和上海臻源进入了铁路系统和一部分城市轨道交通以及省/市级电网公司用户，通过对公司本部销售力量的补充，公司进入了南方电网的集中招标体系（目前正在国家电网集中招标体系中进行资格评审），以及进入一部分省/市电网公司客户。

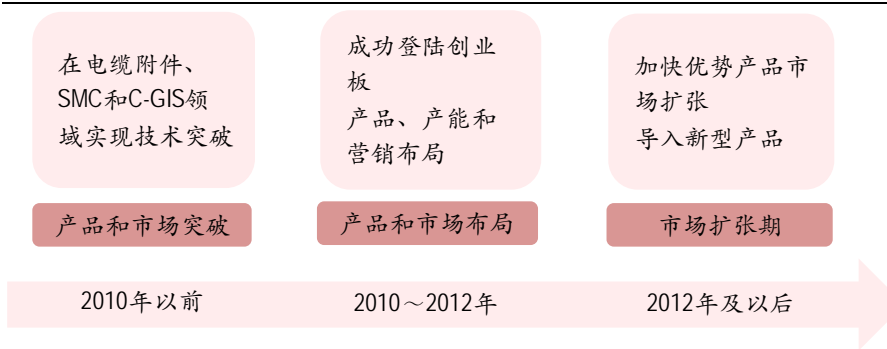
图表 11. 目前的营销渠道结构和建设情况



资料来源：公司数据及中银国际研究

**公司将进入优势产品快速发展时期。**经历了上市两年来的产品、产能和销售布局，公司发展基础进一步夯实增强，随着调整后募投项目的逐步投产，预计从今年开始，我们预计公司在战略上会将资源重点配置在优势产品市场扩张方面，公司有望迎来快速发展阶段。

图表 12. 公司发展阶段分析及预测



资料来源：公司数据及中银国际研究

**募投项目变更致优势产品产能大幅扩张，利好公司加快发展。**我们预计新基地设计产能大幅超过原募投项目，解决了公司未来2-3年快速发展的产能和场地约束问题。公司上市时，募投项目计划在公司目前总部（及生产基地）金山工业园金洲北路20号进行扩产和技改，该厂区占地面积仅40亩左右，厂区内及周边厂房拥挤，在现有场地基础上继续扩张的能力极其有限，成套设备生产能力极其有限。上市后，公司整体实力再上一个台阶，重新考虑未来发展问题，因此，重新购置了270亩地，调整了募投项目建设地址，我们预计，新的生产基地较原生产基地的产能大幅提升，产值有望超过10亿元。目前，金山基地C-GIS的产能估计月产能在200-300个单元左右，而福清基地的月产能有望达到2,000个单元。

**注：成套设备需要组装，成品及产成品占地面积较大，生产基地面积的大小将直接影响到成套设备的产能。**

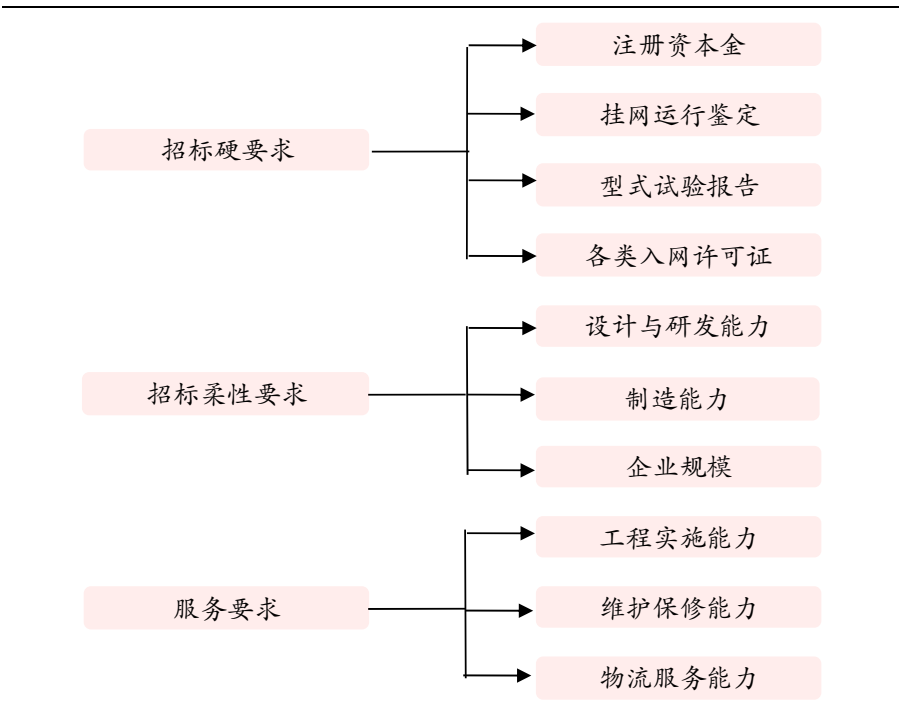
图表 13. 募投项目变更前后对比

项目（单位：万元）		电缆分支箱项目		C-GIS项目		SMC项目		合计	
		调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后
建设投资		5,390	6,687	9,810	12,562	2,810	3,248	18,010	22,497
其中：									
	建筑工程	417	1,726	0	3,000	276	929	693	5,655
	购置设备	4,159	3,217	8,465	6,421	2,094	1,379	14,718	11,017
	征用土地	0	1,337	0	2,468	0	720	0	4,525
	其他	814	407	1,345	673	440	220	2,599	1,300
铺底流动资金		1,110	1,110	2,190	2,190	690	690	3,990	3,990
<b>合计</b>		<b>6,500</b>		<b>12,000</b>		<b>3,500</b>		<b>22,000</b>	<b>26,487</b>
达产年新增销售收入(所得税前)		16,855		21,747		7,721		46,323	
达产项目总投资收益率(所得税后)		44.95%		33.19%		36.40%		37.18%	
<b>达产年新增净利润</b>		<b>2,922</b>		<b>3,983</b>		<b>1,274</b>		<b>8,179</b>	
达产年净利润率		17.33%		18.31%		16.50%		17.66%	
<b>投产年增折旧费用</b>		<b>415</b>		<b>750</b>		<b>217</b>		<b>1,382</b>	<b>1,149</b>

资料来源：公司数据及中银国际研究

**受益于电网集约发展深化，借助产品创新和成本控制能力，公司有望较快突破电网大客户渠道。**电网大客户和设计院渠道营销是公司目前优势产品销售短板，公司主要优势集中体现在产品创新、成本控制和售后服务等方面，产品大部分是通过销售给电力设备企业（尤其是电网“三产”企业）实现收入。经过了前一轮“粗放式”招标集约化之后，目前，电网公司在对招标集约化进行调整，由“价格”倾向朝着“质量”倾向转变，电网公司提高集中招标透明度，重新审查设备制造企业资质，这些举措将有利于技术、规模、成本等方面具有优势的企业。我们认为，公司在技术创新、生产规模、质量保障和成本控制等方面具有一定的优势，电网集约发展深化将利于公司突破传统营销短板，实现在直接来源于电网大客户方面的订单超预期增长。

图表 14. 电网集中招标对参标主体的要求



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 15. 国家电网开展新一轮设备企业资质审核校对时间表

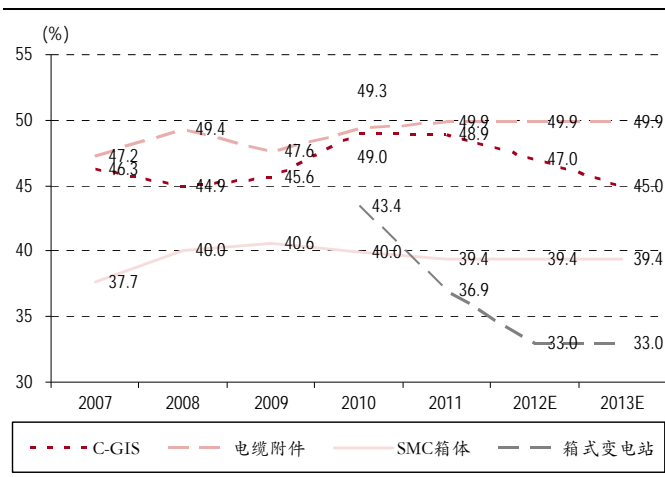
批次	供应商申请时间	核实时间	反馈结果时间
第一批	2011年12月-2012年2月	3月	4月中旬
第二批	3月-5月	6月	7月中旬
第三批	6月-8月	9月	10月
第四批	9月-11月	12月	2013年1月中旬

资料来源：国家电网、中电财、英大网、中银国际研究

## 优势产品属于技术创新，盈利能力较强

公司优势产品技术壁垒高，盈利能力强。公司的优势产品中压预制式电缆附件、C-GIS 和 SMC 属于配用电设备的产品创新，目前市场容量不大，但处于市场发展期。尤其是 C-GIS 产品，市场增长较快，70% 的市场份额依然为外/合资占据，因此，公司优势产品总体盈利能力水平较高，不是一般的中压开关类产品所能企及。关于公司优势产品市场竞争情况，详细请参考下一节《优势产品具有较好的市场发展前景，C-GIS 尤为突出》。

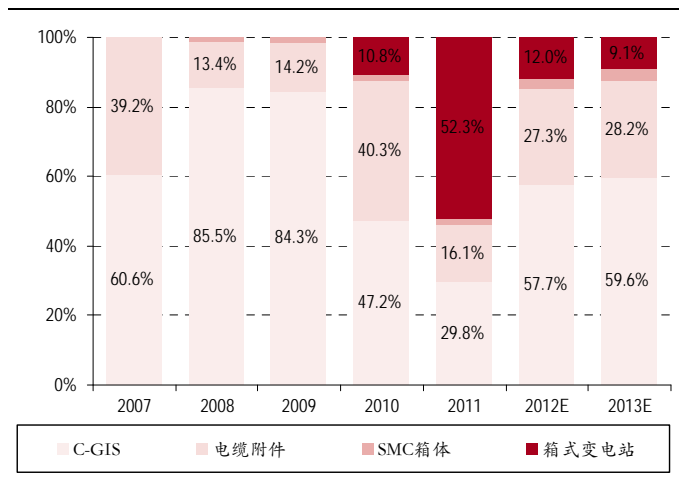
图表 16. 公司产品毛利率情况及预测



资料来源：公司数据及中银国际研究

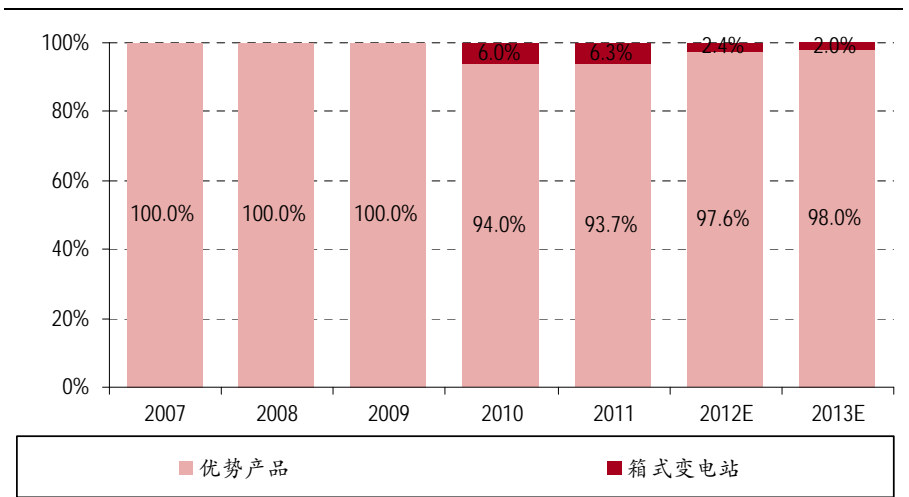
说明：2010 年，箱式变电站只是从第四季度才开始并表，该数据只是第四季度情况

图表 17. 公司产品毛利润贡献占比率情况及预测



资料来源：公司数据及中银国际研究

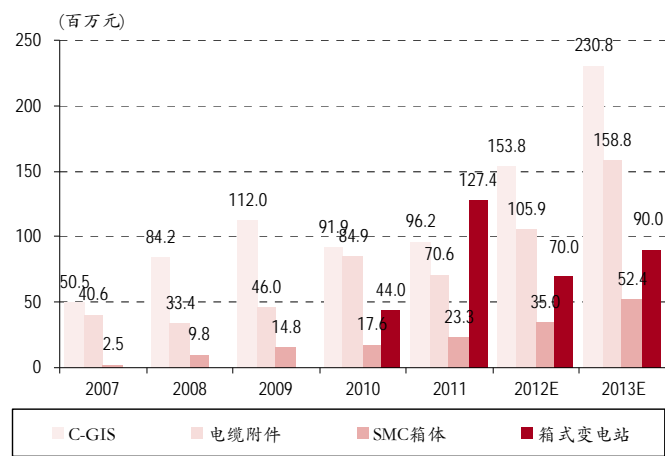
图表 18. 公司优势产品和武昌电控在归属母公司净利润贡献占比



资料来源：公司数据及中银国际研究

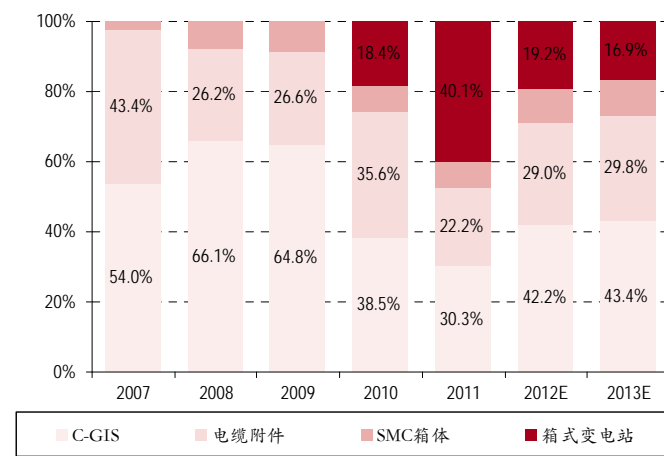
产能释放后，高毛利的优势产品增长加快，尤其是 C-GIS 产品。公司优势产品中压 C-GIS、中压电缆附件和 SMC 材料箱体，受制于产能瓶颈，增长较慢，尤其是占地面积较大的 C-GIS，我们预计最近两年几乎没有增长。随着福清基地内的项目陆续投产，预计公司优势产品将出现较快增长，其中 C-GIS 增速更快。

注：2010 年，仅按照武昌电控 4 季度合并数据来统计分析。

**图表 19. 公司产品营收情况及预测**


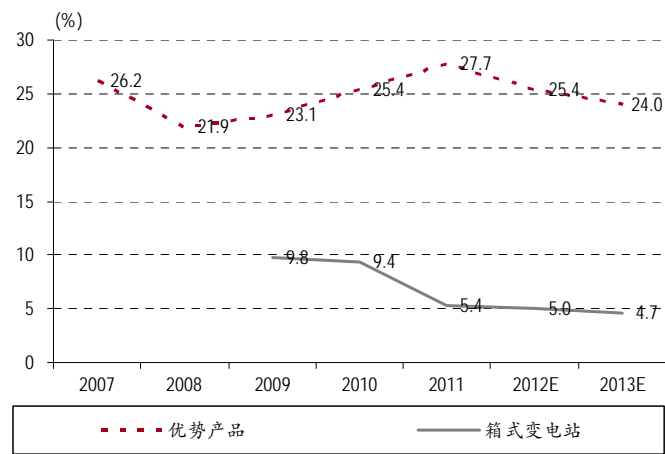
资料来源：公司数据及中银国际研究

说明：2010年，箱式变电站只是从第四季度才开始并表，该数据只是第四季度情况

**图表 20. 公司产品营收贡献占比情况及预测**


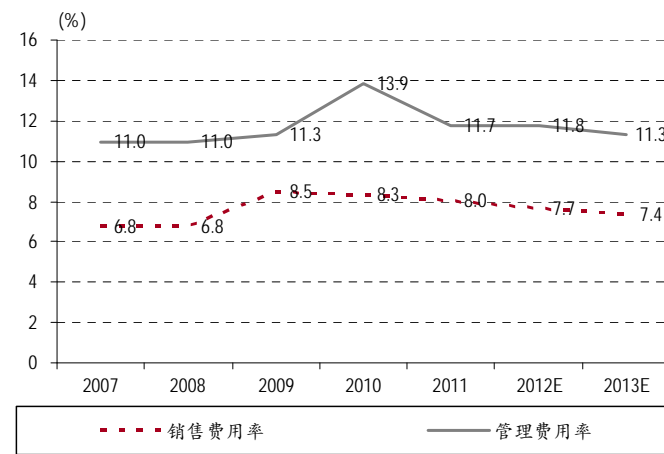
资料来源：公司数据及中银国际研究

**优势产品增长较快及前期布局效应释放，费用率将稳中有降。**从盈利能力来看，公司本部（含汉斯电气）产品毛利率较高，同时净利润率也较高，武昌电控毛利率水平也相对较高，但净利润率水平较低，主要原因系：公司优势产品技术含量较高，销售费用率相对较低，而武昌电控销售费用率相对较高。随着公司传统产品增速加快，武昌电控对公司的影响将持续下降，我们预计公司的销售费用率有望稳中有降。另一方面，由于前期布局公司本部管理费用增长较快，随着布局效应释放，管理费用率也将稳中有降。

**图表 21. 优势产品与箱变净利润率情况及预测**


资料来源：公司数据及中银国际研究

说明：2010年，箱式变电站只是从第四季度才开始并表，该数据只是第四季度情况

**图表 22. 管理和销售费用率情况及预测**


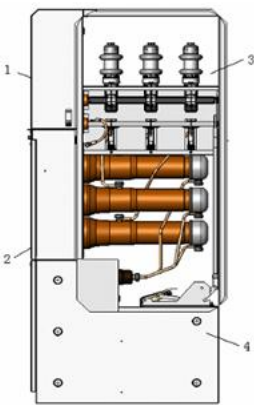
资料来源：公司数据及中银国际研究

## 优势产品具有较好的市场发展前景，C-GIS 尤为突出

C-GIS 有望成为新一代中压开关柜主流技术，技术壁垒相对较高，发展前景较好。随着城市电网建设和改造以及大型工矿企业对开关柜的要求不断提高，一种叫 C-GIS (Cubicle Gas Insulated Switchgear, 全称为柜式气体绝缘开关设备, 俗称充气柜) 的开关柜近年来国外发展迅速。因 C-GIS 把一次元件都装在封闭的柜体内, 从而提高了元件的装柜密度, 使产品更加紧凑; 同时, 由于元件密封于绝缘气体 (SF<sub>6</sub>、N<sub>2</sub> 等) 中, 故不受尘埃、湿气和周围环境的影响, 大大降低了绝缘事故的发生, 可长期保持高可靠性, 无触电和火灾危险, 安全性高。高压开关的小型化、智能化是近年来国内外开关行业和制造商们所追逐的目标, 其优越的技术性能越来越为国内电力市场所认同, 而 C-GIS 正是适应了这一新的潮流, 有望成为新一代中压开关柜主流技术。

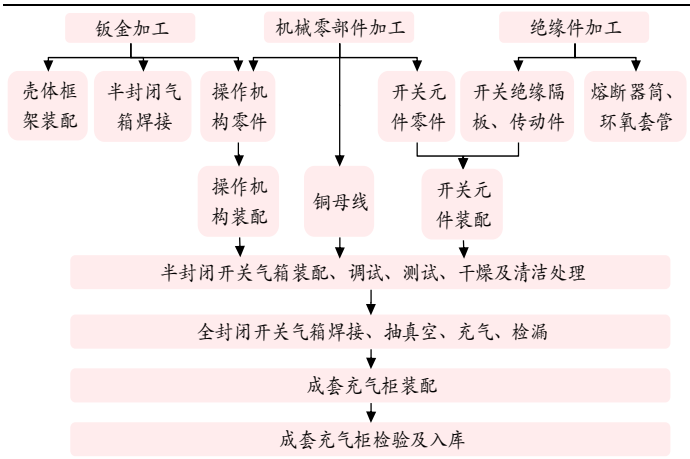
开关柜在运行中发生事故主要有三大类起因: 一是绝缘事故, 主要是为了缩小开关柜体积, 在柜中采用了大量的绝缘材料, 绝缘材料在脏污、潮湿、凝露的环境条件下会受到严重的腐蚀, 导致介电性能下降, 引起放电、闪络; 二是载流回路不良引起, 这类事故多发生于手车柜中的手车动静隔离插头和固定柜中的隔离开关的动静接头, 由于一些接插头接触不良, 在长时间流过大电流时, 引起接插头发热、冒火进而破坏绝缘引发相间、相对地击穿; 三是因小动物短路引起事故和人员触电事故, 这类事故多发生于 GG-1A 等早期的固定柜中, 这类开关柜未完全封闭、也无隔离措施, 母线是暴露在开关柜外, 开关柜内各个间隔之间也没有进行有效的隔离, 五防装置不完善, 不能有效杜绝人员触电事故。

图表 23. C-GIS 较一般中压开关柜的优势

图例	序号	优点
 <p>图 1 C-GIS 示意图</p> <p>1-面板; 2-柜门; 3-充气柜; 4-侧板</p>	1	开关柜尺寸的缩小可以节省设备的安装空间, C-GIS 产品的尺寸非常适合并符合小型化要求。
	2	C-GIS 产品可以保障运行、维护人员的安全性, 气箱与电缆的模块化插接技术可以阻止接触带电导线, 可以避免由于人员误操作导致的危险。
	3	C-GIS 设备采用了激光焊或氩弧焊焊接技术, 气箱密闭性很好, 气体年泄漏率一般小于 0.1%, 使用年限可以超过 20 年, SF <sub>6</sub> 绝缘可防止接触面和螺栓连接的氧化, 外部环境不会对绝缘造成损害, 开关柜高压元器件可以做到免维护。
	4	采用模块化插接技术实现高压元器件气箱的扩展, 以电缆终端作为进出线, 即实现气室之间和气室内外高压元器件的相连。
	5	密封性是保证开关柜长期安全运行的基本要求, C-GIS 设备的全密封、全绝缘性决定了它对环境的高适应性, 它将一次回路带电主元件及其绝缘件装在密封充气金属箱体中, 杜绝了外界大气环境的影响, 绝缘材料不会因为受到腐蚀而导致绝缘性能下降, 并大大延缓了绝缘材料老化, 与高可靠性、长寿命、免维护的真空灭弧室和三工位负荷开关灭弧室相适应, 提高了整个 C-GIS 产品的运行可靠性和使用寿命。

资料来源: 公司数据及中银国际研究

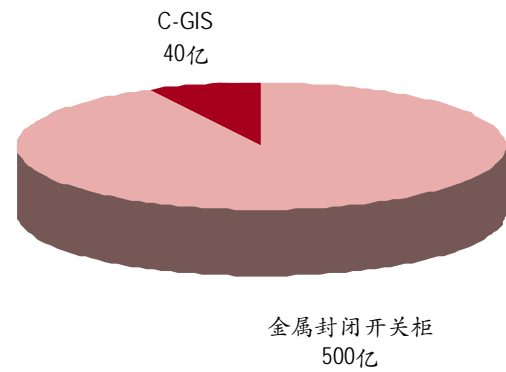
图表 24.C-GIS 生产流程



资料来源：公司数据及中银国际研究

说明：C-GIS 较一般金属封闭开关柜生产流程增加了封闭开关气箱（充气柜）生产环节。按照生产设备投资比例来看，就一条年产 5000 个单元的生产线来看，充气柜生产设备投资约占了整个 C-GIS 生产设备投资的 65% 左右。

图表 25. 2010 年国内中压开关柜及 C-GIS 市场容量对比

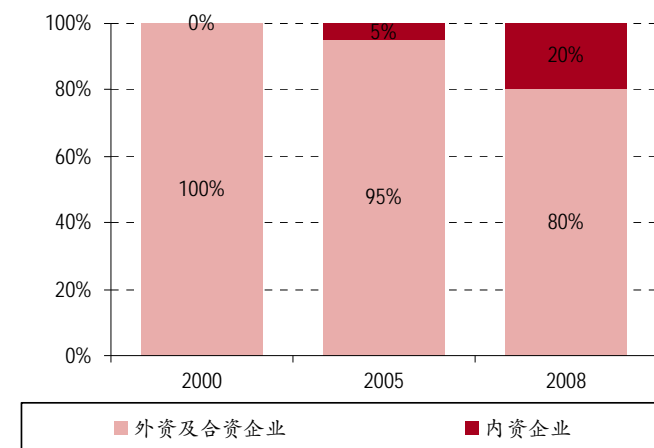


资料来源：公司数据及中银国际研究

说明：低压金属封闭开关柜大约是中压金属封闭开关柜的 4 倍，上述金属封闭开关柜市场容量中未统计低压金属封闭开关柜。一般配电工程，中压和低压金属封闭开关柜是捆绑招标的。因此，我们经常说开关柜市场容量在千亿元以上，其实是包括了低压开关柜部分。

目前国内 C-GIS 市场主要是外资品牌占主导。由于技术壁垒较高，国内 C-GIS 主要是外资或合资品牌占据主导地位，按照 2008 年的国内 C-GIS 的供货单元数来统计，外资和合资品牌占据了 80% 的 C-GIS 市场份额，如果按照营收规模来看，外资和合资品牌市占率更高。由于公司较早专注于 C-GIS 核心技术突破和产业化，公司在国内企业中处于领先地位，如果不考虑外资和合资企业的供货部分，公司在国内行业中占有 15% 的市场份额。

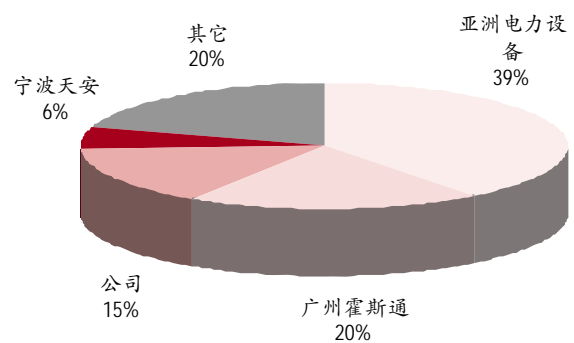
图表 26.C-GIS 国产化情况（按照供货单元数统计）



资料来源：公司数据及中银国际研究

说明：一般国产价格比外资或合资品牌低 20%~30%，因此，按照营收规模来统计的话，外资和合资企业市占率更高。

图表 27. 2008 年国内 C-GIS 市场竞争情况（扣除外/合资）



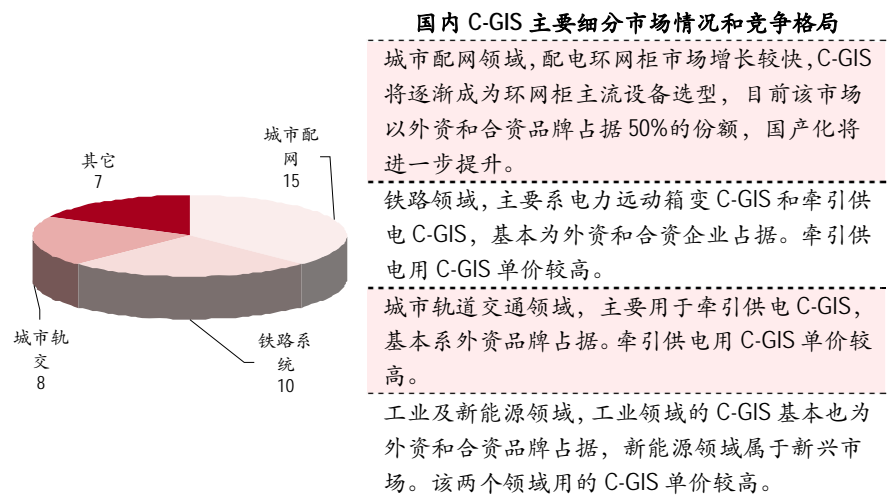
资料来源：公司数据及中银国际研究

**图表 28. 国内使用较多的外资品牌 C-GIS 柜型**

国外品牌	本地制造企业	C-GIS 型号
ABB	北京 ABB 高压开关设备有限公司	SafeRing/SafePlus
施耐德	施耐德（北京）中压电器有限公司	RM6
西门子	西门子中压开关技术（无锡）有限公司	NXPLUS C. 8DA10 8DJ20, 8DH10, SIMOSEC
AVREA	苏州阿海珐开关有限公司	FBX-12
欧玛嘉宝	欧玛嘉宝(珠海)开关设备有限公司	GA、GAE

资料来源：公司数据及中银国际研究

C-GIS 目前主要应用与铁路电力远动箱变和牵引供电、城市轨道交通牵引供电以及城市配电网领域，在工业和新能源领域则刚刚起步，未来城市配电网柜依然增长较快，是 C-GIS 国产化最快的市场。C-GIS 尤其优异的性能适合应用于恶劣环境，在铁路、城市轨道交通和城市配网中受到重视，在过去三年中出现了较快的推广，其中铁路建设整体增速放缓，城市轨道交通保持平稳增长，这两个领域主要是国产化率提升的问题，工业和新能源领域则刚刚开始起步，尤其是工业领域将是 C-GIS 最大的潜在客户领域，公司布局网外大客户渠道即是为该两个大领域客户逐步推广 C-GIS 做好准备。随着居民、商业等电力用户对供电可靠性要求的日益提高，两网将加大城市电网建设和改造，城网电缆化率和环网率将持续提升，供地紧张则致户外环网柜成大趋势，而户外恶劣环境导致 C-GIS 是户外环网柜首选类型，未来城市配网用 C-GIS 环网柜依然增长较快，由于电网领域尤其注重性价比，因此未来两年，城市配网依然是 C-GIS 国产化提升最快的市场。

**图表 29. 2010 年国内主要 C-GIS 应用市场分布情况**


资料来源：公司数据及中银国际研究

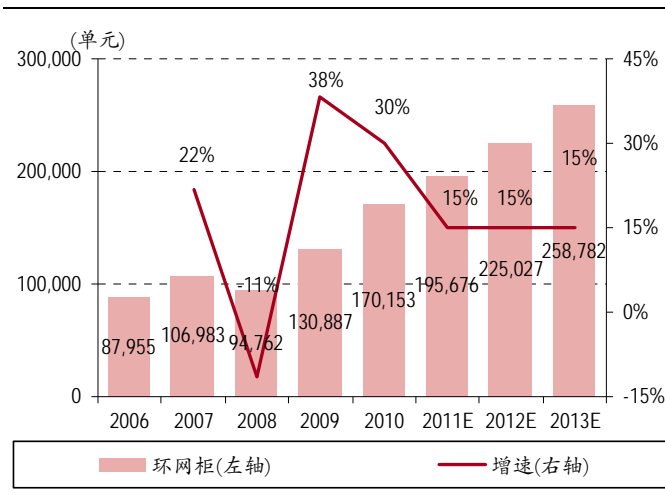
说明：2011 年，由于高铁事故影响了铁路电气化投资，导致 2011 年铁路方面对 C-GIS 的需求量急剧下滑。预计 2011 年城市配网用 C-GIS 市场约 21 亿元，增长幅度在 40% 以上。



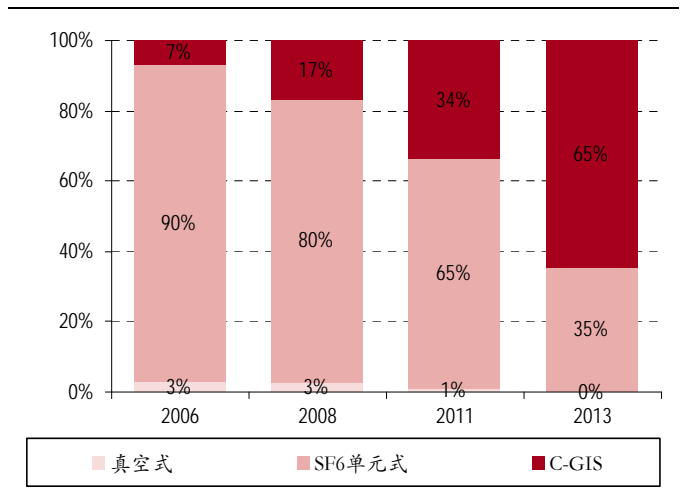
**图表 30. 三种主要的城市配电环网柜类型比较**

环网柜类型	真空环网柜	SF6 单元式环网柜	C-GIS 环网柜
结构特点	不同的真空开关柜简单组合，母线一般为空气绝缘，进出线采用冷缩式、热缩式或预制式户内终端与电缆连接。	不同的 SF6 负荷开关柜简单组合，母线为空气绝缘，进出线采用冷缩式、热缩式或预制式户内终端与电缆连接。	所有一次带电部件，都密封在一个充气隔室中，全密封、全绝缘，进出线采用中压预制式电缆附件与电缆连接。
体积	大	较大	小，体积较前两者减少 30%~50%
环境适应性	差，只适合户内	差，一般适合户内	好，适合户内或户外
技术含量	低	一般	高
安全性	差	差	高
可靠性	差	较差	高
生产装备	简单	简单	复杂
工艺要求	低	低	高
使用寿命	视工作环境	视工作环境	一般在 20 年以上
价格			价格较前两者贵 30% 左右

资料来源：公司数据及中银国际研究

**图表 31. 国内环网柜市场容量增长情况**


资料来源：公司数据及中银国际研究

**图表 32. 国内新增环网柜中主要柜型占比情况及预测**


资料来源：公司数据及中银国际研究

在用电密度大、负荷集中的城市中心区采用单辐射型供电方式，一旦辐射干线发生故障将引起大面积长时间的停电；另外，开闭所和配电房中采用了大量的国产手车柜，运行可靠性差、运行维护成本高。因为开关柜完全暴露在气候条件下，大气环境的潮湿凝露会使许多金属、绝缘部件上出现很多液体凝集，特别高湿度地区非常严重，其维护保养工作量大，一般运行 3 年左右就要进行一次大修，5 年左右就要整体更换。一些供电用户移交市电力公司运行维护的公用开闭所和配电房，其中的开关设备大部分一经移交就需整体更换改造，使城网改造工作十分繁重。下图是一个开闭所中运行了三年左右的国产手车柜大修之前的状况，可以看出，开关柜内的金属件和绝缘部件在湿度较大的气候条件下，受到了严重的腐蚀，开关柜的电气性能、绝缘性能、机械操作性能显著下降，维护保养工作量和维修费用显著增大，使用寿命也大大缩短。

**图表 33. 某电力公司运行约三年后的国产真空开关柜腐蚀情况**


资料来源：公司数据及中银国际研究

公司在 C-GIS 领域处于国内企业领先地位，核心零部件实现自主化，掌握关键加工工艺，募投项目助力公司在 C-GIS 领域的产品竞争优势更加明显和稳固。公司在 C-GIS 领域起步早，且一直专注于 C-GIS 本体及相关技术研发和产业化工作，因此公司在 C-GIS 领域的本体、关键零部件和工艺水平都是处于国内企业领先地位。随着 2012 年 6 月份，福清基地二期 C-GIS 项目投产，公司在 C-GIS 方面的生产规模、自动化程度、产品品质将显著提升，公司在国内企业中 C-GIS 的产品竞争优势更加明显和稳固。

较普通的真空开关柜，C-GIS 对元器件技术和工艺水平要求更高。C-GIS 使用寿命一般要求超过 20 年，由于采用整体气箱体技术，一旦气箱内某元器件出现问题将导致整体气箱都被更换，因此，C-GIS 对气箱内元器件使用寿命和质量要求非常高。

**图表 34. 公司拥有的 C-GIS 相关技术专利**

序号	专利技术
1	带高压限流熔断器的连接器
2	断路器弹簧操动机构的储能结构
3	环形旋转极柱式真空开关
4	一种开关柜电动操作机构的电气控制装置
5	一种防止环网柜带电误操作接地的闭锁装置
6	一种地埋式环网柜
7	低能量过流脱扣装置
8	高压开关弹簧操动机构的储能装置
9	一种用于 40.5KV SF6 充气环网柜的负荷开关
10	一种用于三工位真空灭弧室的绝缘拉杆
11	一种用于三工位真空灭弧室的双向双超程操动机构
13	一种用于固体绝缘开关设备的固封极柱单元

资料来源：公司数据及中银国际研究

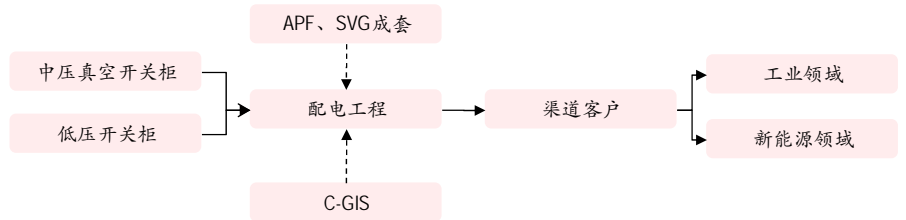
**图表 35. 过去两年公司在 C-GIS 方面完成的研发和产业化投入**

年份	内容
之前	公司陆续成功开发出 12kV-40.5kV C-GIS 基本单元组件（负荷开关单元、负荷开关+熔断器组合电器单元、断路器单元等）
2010	组织技术人员对电动操作机构控制模块密封进行改进，对 T 单元脱扣联动系统开展专项改进，对 T、V 单元的低温性能进行了改进和验证，对于 V 单元联锁进行了改进，对二次仪表箱结构进行改进，改进后的产品对极端恶劣环境的适应能力更强。
2011	完成了 40.5kV/2000A 充气柜的小批量生产；开始了 12/24kV、1250A 断路器单元的型式试验；完成了 12/24kV 充气柜自动装配生产线及设备规划设计。

资料来源：公司数据及中银国际研究

完善开关系列和营销渠道，布局潜在 C-GIS 客户渠道市场。在技术壁垒相对较低的中压领域，公司以技术创新赢得一定行业地位，借助资本市场力量，完善了开关柜成套系列，同时加快拓展营销渠道。目前在工业和新能源领域，C-GIS 刚起步，公司通过中压真空开关柜和低压开关柜系列进入潜在 C-GIS 客户，为 C-GIS 在新领域推广奠定渠道基础。

图表 36. 完善开关系列和营销渠道，布局潜在 C-GIS 客户渠道



资料来源：公司数据及中银国际研究

公司是中压预制式电缆附件国内企业龙头。在电缆终端和接头处，由于电缆金属护套和屏蔽层断开，使得电场分布比电缆本体复杂得多，在电缆终端电场存在轴向应力，因此需要使用电缆附件来实现电缆的连续和驳接，即一个能满足一定绝缘与密封要求的连接装置。电缆有导体、绝缘、屏蔽和护层等四个主要结构层，电缆附件中作为电缆线路组成部分的电缆终端头、中间接头，必须使电缆的四个结构层分别得到延续，并且实现导体连接良好，绝缘可靠，密封良好和足够的机械强度，确保电缆终端和电缆接头的质量，才能保证整个电缆配电网络的供电可靠性。按照主绝缘成型工艺，常用中压电缆附件可分为热缩式、冷缩式和预制式三种常用产品型式。2008 年，此市场领域仍有 50% 左右的市场份额为外资品牌占领（外资品牌产品门类丰富，中高端领域产品具有技术优势），国内企业竞争对手主要是长园集团下属长园电力等，按照 2008 年销量情况来看，公司位居国内企业第一。

图表 37. 电缆附件类型及发展趋势

类型	说明	趋势
热缩型	利用高分子聚合物具有的“弹性记忆”效应的原理，开发出各种热缩管材、分支套、雨裙等热收缩预制件，按程序套装在经过处理的电缆末端或接头处，对其加热，可使其收缩紧箍在所需位置。缩电缆附件工艺简便，价格低廉，便于维护。但也存在由于环境温度变化其不可避免存在的“呼吸作用”而引起的使用寿命缩短等问题，从而影响供电可靠性。	逐渐减少
冷缩型	目前工程应用的冷收缩管和其他冷收缩预制件，是以硅橡胶或三元乙丙橡胶为主要原料，经特殊配方合成后，预扩张在螺旋支撑芯线上而成，安装使用时，无须任何外部热源，只要拉开支撑芯线就会收缩，并紧箍在所需位置上。冷缩式电缆附件要求一定要在规定的使用期限内使用，并且价格较高。	逐渐成为主流
预制型	利用橡胶材料，将电缆附件内的增强绝缘和半导体屏蔽层在工厂内模制成一个整体或若干部件，现场套装在经过处理的电缆末端或中接头处而形成的电缆附件叫预制式电缆附件。预制式电缆附件可以在工厂进行相应的出厂例行试验，进一步提高了电缆终端的运行可靠性，同时也大大降低了现场安装工作量。从结构上而言，冷缩电缆附件和预制式电缆附件基本一致，仅仅是材料性能和处理上有些差异。预制型主要用于可分离连接器，可分离连接器主要的使用对象是全密封开关柜、充气环网单元、电缆分支箱等设备，在 10kV 及 35kV 气体绝缘开关柜领域使用较多。	保持稳定增长

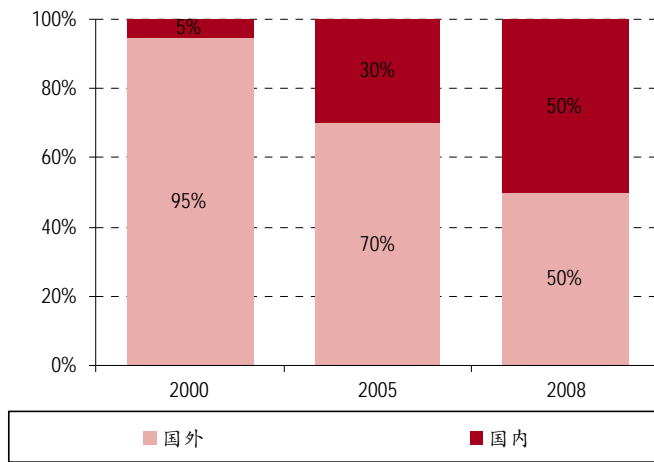
资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 38. 中压预制式电缆附件产品及主要产品可分离连接器



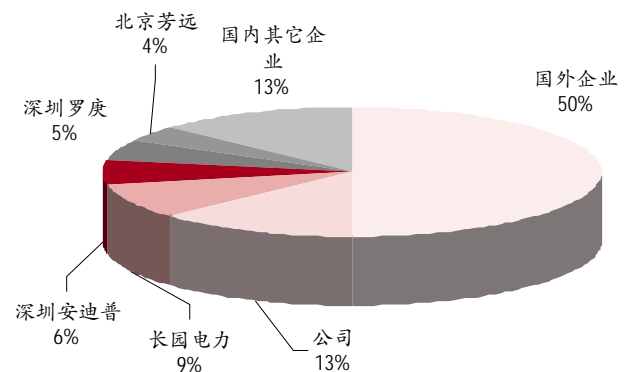
资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 39. 中压预制式电缆附件国产化情况



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 40. 2008 年国内中压预制式电缆附件市场竞争情况



资料来源：公司数据及中银国际研究

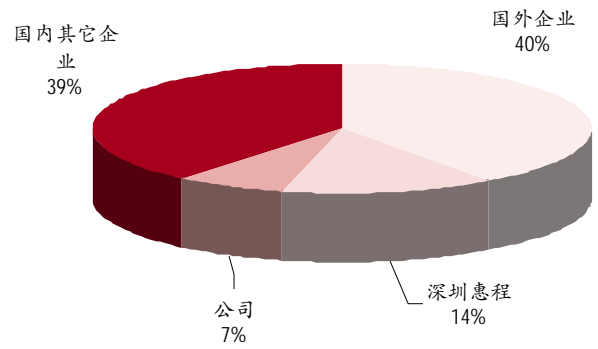
SMC 箱体技术具有较大市场潜力，但目前市场尚处于试点阶段，公司是国内 SMC 领域领先企业。SMC 箱体是替代目前广泛使用的金属材质配电设备箱体，如低压电缆分支箱（电缆分线箱）、动力箱、照明箱、计量箱、户外高压电缆分支箱、户外环网柜和户外箱式变电站等配电设备箱体的理想产品，该产品也可以应用于通信装置柜、光纤交接箱、路灯或交通控制柜等设备。根据赛迪网（CCID）的报告，国内 SMC 箱体 2008 年销售总额约为 1.4 亿，国内 SMC 箱体市场上国外品牌企业的产品仍占据一定的领先优势，其中德国金米勒（Jean Müller）公司和奥地利艾斯塔·埃姆斯奈特（Elsta-MSchneider）在国内的市场份额合计约占 40%。国外品牌企业的产品技术工艺比较成熟，生产设备比较先进，自动化程度比较高，生产效率比较高。公司在国内企业中仅次于深圳惠城。SMC 箱体多用于空气潮湿、酸性等地区，具有防腐、绝缘的优质特性，缺点抵御外力破坏能力弱、容易遭盗窃。假设 SMC 箱体完全替代广泛使用的传统金属材质配电箱体，其 2008 年度潜在市场价值超过 35 亿元，不过从目前情况来看，SMC 目前多用于一些特殊领域替代金属材质配电箱体，尚处于试点阶段。

图表 41. 目前一些典型的 SMC 应用场景



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 42. 2008 年国内 SMC 市场竞争情况



资料来源：公司数据及中银国际研究

## 投资建议

首次给予买入评级和给予目标价14.00元。考虑期权费用后,预计公司2012-2014年有望实现每股收益为0.52、0.70和0.97元,基于2012年27倍市盈率,给予目标价14.00元,首次给予买入评级。

图表 43.盈利预测及假设

(人民币, 百万)		2010	2011	2012E	2013E	2014E
箱式变电站及成套开关	营业收入	44.0	127.4	140.0	170.0	205.0
	同比增长(%)			9.9	21.4	20.6
	营业成本	24.9	80.3	93.8	113.9	137.4
	毛利率(%)	43.4	36.9	33.0	33.0	33.0
C-GIS 环网柜及其配件	营业收入	91.9	96.2	153.8	230.8	346.1
	同比增长(%)	(17.9)	4.6	60.0	50.0	50.0
	营业成本	46.9	49.2	81.5	126.9	190.4
	毛利率(%)	49.0	48.9	47.0	45.0	45.0
电缆附件及成套件	营业收入	84.9	70.6	91.8	114.7	143.4
	同比增长(%)	84.5	(16.9)	30.0	25.0	25.0
	营业成本	43.1	35.4	46.0	57.5	71.8
	毛利率(%)	49.3	49.9	49.9	49.9	49.9
SMC 箱体及其配件	营业收入	17.6	23.3	28.0	33.6	40.3
	同比增长(%)	18.7	32.3	20.0	20.0	20.0
	营业成本	10.6	14.1	17.0	20.3	24.4
	毛利率(%)	40.0	39.4	39.4	39.4	39.4
电力电子	营业收入			20.0	50.0	90
	同比增长(%)				150.0	80.0
	营业成本			13.0	27.5	49.5
	毛利率(%)			35.0	45.0	45.0
其它	营业收入	3.4	5.1	5.1	5.1	5.1
	同比增长(%)	(76.4)	51.0	978.0	0.0	0.0
	营业成本	1.0	1.6	1.6	1.6	1.6
合计	营业收入	241.8	322.5	438.7	604.1	829.9
	同比增长(%)	29.2	33.4	36.0	37.7	37.4
	营业成本	126.5	180.5	252.9	347.7	475.1
综合毛利率	(%)	47.7	44.0	42.4	42.4	42.8
销售费用率	(%)	8.5	8.3	8.0	7.7	7.7
管理费用率	(%)	11.3	13.9	11.7	11.6	11.5
财务费用率	(%)	(1.8)	(1.5)	(0.4)	0.7	1.1
实际所得税率	(%)	14.5	14.1	14.1	14.1	14.1
净利润率	(%)	23.3	18.9	19.3	18.8	18.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	242	323	439	604	830
销售成本	(126)	(181)	(253)	(348)	(475)
经营费用	(49)	(71)	(77)	(109)	(153)
息税折旧前利润	66	71	108	147	202
折旧及摊销	(5)	(7)	(17)	(17)	(20)
经营利润(息税前利润)	61	64	92	130	182
净利息收入/(费用)	4	5	2	(4)	(9)
其他收益/(损失)	1	2	5	7	9
税前利润	66	71	99	133	182
所得税	(10)	(10)	(14)	(19)	(26)
少数股东权益	(8)	(6)	(5)	(6)	(7)
净利润	49	55	80	108	149
核心净利润	49	55	80	108	149
每股收益(人民币)	0.32	0.36	0.52	0.70	0.97
核心每股收益(人民币)	0.32	0.36	0.52	0.70	0.97
每股股息(人民币)	0.00	0.11	0.05	0.07	0.10
收入增长(%)	29	33	36	38	37
息税前利润增长(%)	22	4	44	42	40
息税折旧前利润增长(%)	22	7	53	36	37
每股收益增长(%)	19	13	45	35	38
核心每股收益增长(%)	37	13	45	35	38

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	66	71	99	133	182
折旧与摊销	5	7	17	17	20
净利息费用	0	0	(2)	4	9
运营资本变动	(143)	(77)	40	(20)	(112)
税金	(10)	(10)	(14)	(19)	(26)
其他经营现金流	2	(87)	(49)	5	5
经营活动产生的现金流	(79)	(96)	91	120	79
购买固定资产净值	0	(27)	(80)	(29)	(5)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	(65)	(0)	0
投资活动产生的现金流	0	(27)	(145)	(29)	(5)
净增权益	20	77	0	0	0
净增债务	8	(8)	0	100	100
支付股息	0	(17)	(8)	(11)	(15)
其他融资现金流	440	(72)	2	(4)	(9)
融资活动产生的现金流	468	(20)	(6)	85	76
现金变动	389	(142)	(59)	176	150
期初现金	103	492	350	290	466
公司自由现金流	(73)	(114)	(47)	98	85
权益自由现金流	(67)	(125)	(51)	187	165

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	492	350	290	466	616
应收帐款	189	201	180	166	227
库存	86	92	104	124	143
其他流动资产	16	57	76	139	220
流动资产总计	784	700	651	895	1,207
固定资产	60	110	179	196	186
无形资产	16	59	59	59	59
其他长期资产	8	8	137	137	137
长期资产总计	83	176	374	391	381
总资产	867	876	1,025	1,286	1,589
应付帐款	118	111	176	223	279
短期债务	0	0	0	100	200
其他流动负债	41	17	23	33	36
流动负债总计	159	128	199	356	515
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	1	3	5
股本	77	154	154	154	154
储备	577	536	608	705	839
股东权益	654	690	762	859	993
少数股东权益	54	59	63	69	75
总负债及权益	867	876	1,025	1,286	1,589
每股帐面价值(人民币)	8.49	4.48	4.94	5.58	6.45
每股有形资产(人民币)	8.38	4.05	4.54	4.80	5.67
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.39)	(2.27)	(1.89)	(2.38)	(2.70)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	27.3	21.9	24.7	24.3	24.3
息税前利润率(%)	25.2	19.7	20.9	21.5	22.0
税前利润率(%)	27.3	22.0	22.5	22.0	22.0
净利率(%)	20.1	17.1	18.2	17.9	18.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	4.9	5.5	3.3	2.5	2.3
利息覆盖率(倍)	36.0	17.7	21.8	11.2	9.2
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.4	4.8	2.7	2.2	2.1
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	30.2	26.7	18.4	13.6	9.8
心业务市盈率(倍)	30.2	26.7	18.4	13.6	9.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	44.3	39.2	27.0	20.0	14.4
市净率(倍)	1.1	2.1	1.9	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	(18.62)	(15.34)	16.11	12.29	18.64
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.3	21.6	11.8	8.3	5.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	249.4	186.5	150.0	130.0	110.0
应收帐款周转天数	285.7	227.1	150.0	100.0	100.0
应付帐款周转天数	178.0	119.5	150.0	130.0	110.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	30.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	7.4	8.0	11.0	13.3	16.1
资产收益率(%)	6.0	6.2	8.3	9.7	10.9
已运用资本收益率(%)	9.5	9.6	12.5	14.9	16.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

鑫龙电器(002298.SZ/人民币 9.40 元, 买入)

北京科锐(002350.SZ/人民币 12.02 元, 买入)

森源电气(002358.SZ/人民币 12.37 元, 未有评级)

东源电器(002074.SZ/人民币 6.80 元, 未有评级)

广电电气(601616.SS/人民币 5.03 元, 持有)

长园集团(600525.SS/人民币 7.62 元, 买入)

许继电气(000400.SZ/人民币 19.23 元, 买入)

合康变频(300048.SZ/人民币 10.30 元, 持有)

荣信股份(002123.SZ/人民币 13.25 元, 持有)

中能电气(300062.SZ/人民币 9.54 元, 买入)

正泰电器(601877.SZ/人民币 15.82 元, 未有评级)

以 2012 年 6 月 1 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371