



2009年2月3日

中性

电气设备

中金公司研究部

分析员：陈华，CFA

chenhua@cicc.com.cn

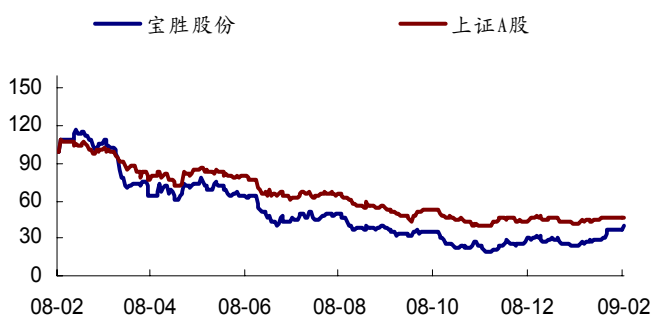
(8621) 5879 6226

主要财务指标

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	2,829	3,925	4,580	5,046	5,469
(+/-)	118%	39%	17%	10%	8%
主营业务利润	438	547	523	587	646
(+/-)	86%	25%	-4%	12%	10%
净利润	111	136	16	79	87
(+/-)	129%	22%	-88%	390%	11%
每股盈利(元)	0.71	0.87	0.10	0.50	0.56
(+/-)	76%	22%	-88%	390%	11%
市盈率	18.3	15.0	126.9	25.9	23.3
市净率	2.9	2.5	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	10.0	8.2	8.5	7.7	6.8
净资产收益率	17.2%	17.8%	1.9%	9.0%	9.1%
ROCE	17.2%	17.8%	1.9%	9.0%	9.1%
现金分红收益率	0.4%	0.4%	0.0%	0.2%	0.2%
每股经营现金流(元)	0.48	(0.19)	0.30	0.35	1.11

当前股价	A股 人民币13.04
股票代码	600973 CH Equity
日成交量(百万股)	20.5
52周最高价/最低价	人民币37.9/5.68
市值(十亿)	2.03
发行股数(百万股)	156
其中：流通股(百万股)	81
主要股东(持股比例)	宝胜集团有限公司(44.93%)

近期股价表现



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

宝胜股份 (600973/13.04 元)

超导电缆远水难解近渴

超导电缆市场启动不会一蹴而就。超导电缆采用液氮制造低温环境降低导体的电阻，减少了输电损耗（仅为传统电缆的 50%），相同横截面可能传输更大电流，长期发展前景广阔。但是相当于传统电缆 10 倍的制造成本决定了超导电缆替代传统产品是一个循序渐进的过程。超导电缆主要可应用于发电和电网两个领域。发电端来看，多国联合开发的核聚变发电项目（又称人造太阳）可望从中国采购约 10 亿元人民币的超导电缆。电网端来看，目前上网运行的有美国、丹麦和中国各 30 米长的电缆系统，美国 360 米长的 Albany 项目也于 06 年开始输电。

宝胜在超导电缆领域的先发优势并不突出。海外来看，美国超导公司是该领域的领袖企业，占全球 80% 的市场份额，日本住友电工承担了 Albany 项目的电缆制造任务。国内来看，云电英纳 04 年承担了中国第一个超导电缆项目的制造任务。中科院牵头，甘肃长通和河北宝丰制造的 75 米长超导电缆已于 07 年初通过了 863 项目专家组的验收。宝胜股份目前虽已具备生产能力，但仍处在专家验收环节，未接到任何订单。

下调 08 年盈利预测至每股收益 0.10 元。铜价 4 季度暴跌，给利润带来两方面的不利影响。1) 存货中原材料、在产品产成品均需计提减值准备。2) 订单延迟交货现象突出，为这些订单实施的铜期货套保产生移仓损失。我们将 08 年全年的资产减值损失由之前预计的 8000 万增加至 1.6 亿元。

09 年业绩的驱动力量仍是城镇固定资产投资。宝胜下游客户所属行业较为分散，位居前列的有钢铁、有色、轨道交通和房地产等行业。个别行业景气上升不改整体固定资产投资在 09 年增速大幅放缓的趋势。另外，一部分高价订单延迟至 09 年交货，但我们认为这些订单仍有可能继续延迟交货，除非售价被调低，因此是否能带来超预期的业绩贡献有很大的不确定性。维持 09 年主营业务利润增长 12%，每股收益 0.50 元的盈利预测。

股价近期的反弹反映了投资者对超导电缆和 09 年业绩的乐观态度，但我们建议应理性分析和客观面对。超导电缆目前仍处产品验收阶段，中期难有较大利润贡献。09 年业绩在宏观经济增速回落背景下超预期可能性不大。目前股价对应 08 年市盈率 26 倍，估值处于输配电设备可比公司最高端。考虑到电线电缆行业与电网投资相关性不强，周期性特征明显，估值较可比公司均值理应有所折让，不建议投资者继续追高。

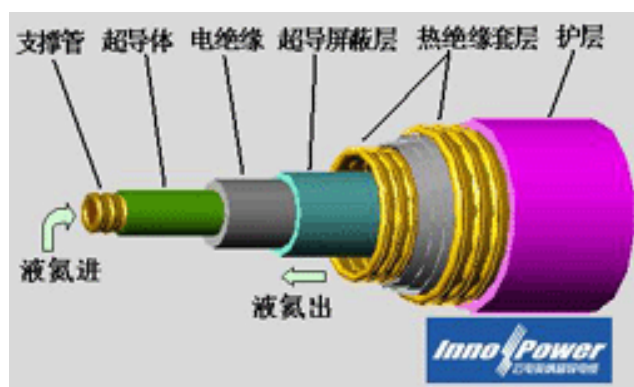
附录：超导电缆简介

性能和优势：高温超导电缆（HTS）是采用无阻的、能传输高电流密度的超导材料作为导电体并能传输大电流的一种电力设施，具有载流能力大、损耗低、体积小和重量轻等优点，可以实现低损耗、高效率、大容量输电。它由电缆芯、低温容器、终端和冷却系统四个部分组成。高温超导电缆能够传输比同尺寸的常规电缆大 3 到 5 倍的功率，并且在传输交流时的功率损耗只占其输送容量的 1% 左右，比常规电缆的 8% 要低得多。即使考虑了制造低温液氮所消耗的能量，超导电缆也可比传统电缆节约 50 - 60% 的电力损耗。

海外商用项目：美国的高温超导电缆的研究开发工作一直走在世界前列，研制成功世界第一组 30 米商用高温超导电缆，06 年长达 350 米的 Albany 项目也开始输电。2001 年丹麦 NKT 公司宣布，其 30 米长，30kV/2kA 热绝缘结构实用化高温超导电缆顺利实现挂网运行。德国 Siemens 公司技术部和能源输送部合作，于 1996 年 3 月开始试制第一个 10 米电缆样品，之后研制了多个超导电缆样品。日本在政府新能源机构的协调下，有多家大公司、院校和科研院所从事高温超导电缆的开发研制，现在工作主要集中在低损耗 HTS 线材及电缆结构，低温电气绝缘、热绝缘、制冷系统、终端和接头技术等方面。2002 年住友电气和东京电力公司合作完成了一组 100 米，3 相，66kV/1kA，三芯平行轴电缆系统并在东京电力实验场完成了测试。

中国商用项目：由云电英纳公司等制造的超导电缆系统于 2004 年 4 月在昆明普吉变电站挂网试运行成功，运行状态良好。这标志着继美国、丹麦之后，我国成为世界上第三个将超导电缆投入电网运行的国家。

图 1：冷绝缘超导电缆结构图（左）和我国首个超导电缆系统（右）



资料来源：云电英纳

表 1：输配电设备可比公司估值

公司	代码	评级	货币	股价	流通市值 百万美元	每股盈利			09/08Growth	PE			PB		
						08E	09E	10E		08E	09E	10E	08E	09E	10E
A股															
置信电气	600517.CH	推荐	CNY	21.63	1,305	0.64	1.05	1.40	63%	33.8	20.7	15.4	9.6	7.2	5.4
特变电工	600089.CH	推荐	CNY	22.42	3,930	0.77	1.27	1.49	66%	29.2	17.6	15.0	5.7	4.5	3.7
平高电气	600312.CH	审慎推荐	CNY	12.49	934	0.45	0.55	0.68	23%	28.0	22.8	18.5	4.3	3.6	3.0
国电南瑞	600406.CH	中性	CNY	22.55	841	0.73	0.88	1.03	20%	30.8	25.7	22.0	5.4	4.6	3.9
宝胜股份	600973.CH	中性	CNY	13.04	298	0.10	0.50	0.56	390%	126.9	25.9	23.3	2.4	2.2	2.0
欧洲															
ABB	ABB.VX		CHF	14.42	36,540	11.05	9.87	9.17	-11%	8.2	9.2	9.9	2.4	2.1	1.8
施耐德	SU.FP		EUR	49.10	16,199	67.55	56.61	55.50	-16%	6.8	8.1	8.3	1.1	1.0	1.0
耐克森	NEX.FP		EUR	43.60	1,514	70.30	59.56	58.71	-15%	5.8	6.9	6.9	0.7	0.6	0.6

资料来源：公司数据，Bloomberg，中金公司研究部预测

表 2：利润表

单位(人民币百万)	2004A	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入净额	1,035	1,297	2,829	3,925	4,580	5,046	5,469
(+/-%)	46%	25%	118%	39%	17%	10%	8%
(1)电线电缆		1,283	2,821	3,889	3,930	4,396	4,819
(+/-%)					1%	12%	10%
其中：电力电缆					3,100	3,405	3,645
电气装备电缆					650	775	915
通信电缆					180	216	259
(2)裸导体					600	600	600
(3)其他		14	9	36	50	50	50
主营业务成本	-826	-1,056	-2,385	-3,369	-4,047	-4,448	-4,812
主营业务税金及附加	-4	-5	-6	-10	-10	-11	-12
主营业务利润	204	236	438	547	523	587	646
(+/-%)	51.4%	15.3%	85.7%	24.8%	-4.3%	12.2%	10.0%
毛利率	20.2%	18.5%	15.7%	14.2%	11.6%	11.8%	12.0%
(1) 电线电缆					13.1%	13.2%	13.3%
其中：电力电缆					12.0%	12.0%	12.0%
电气装备电缆					20.3%	20.4%	20.3%
通信电缆					6.0%	6.0%	6.0%
(2) 裸导体					3.0%	3.0%	3.0%
(3) 其他					3.0%	3.0%	3.0%
营业费用	-87	-94	-161	-202	-183	-202	-219
营业费用率	8.4%	7.3%	5.7%	5.0%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-48	-70	-82	-91	-92	-101	-109
管理费用率	4.6%	5.4%	2.9%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%
财务费用	-16	-11	-20	-41	-70	-104	-121
(+/-%)	-36.1%	-28.5%	77.0%	103.8%	71.4%	49.5%	16.5%
资产减值损失			-24	-24	-160	-80	-80
期间费用	-151	-175	-286	-357	-504	-487	-529
期间费用率	14.6%	13.5%	10.1%	9.1%	11.0%	9.6%	9.7%
营业利润	65	75	152	190	19	100	116
(+/-%)	28.4%	15.3%	102.1%	24.7%	-90.1%	435.0%	16.1%
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
补贴收入	0	0	0	0	0	0	0
营业外收入	0	0	2	4	0	0	0
营业外支出	0	-2	-2	-1	0	0	0
税前利润	65	74	152	193	19	100	116
(+/-%)	32%	14%	106%	27%	-90%	435%	16%
所得税	-25	-25	-41	-57	-3	-22	-29
有效税率	39.1%	34.3%	26.9%	29.6%	14.3%	21.5%	25.0%
少数股东损益	0	0	0	0	-	-	-
净利润	40	49	111	136	16	79	87
(+/-%)	25%	23%	129%	22%	-88%	390%	11%
销售利润率	3.8%	3.7%	3.9%	3.5%	0.4%	1.6%	1.6%
总股本（百万股）	120	120	156	156	156	156	156
每股收益（人民币元）	0.33	0.40	0.71	0.87	0.10	0.50	0.56
(+/-%)	-21.7%	22.8%	75.9%	22.3%	-88.2%	390.1%	11.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部预测

表 3：主要财务数据

损益表（百万元）	2004A	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入净额	1,035	1,297	2,829	3,925	4,580	5,046	5,469
主营业务利润	204	236	438	547	523	587	646
营业费用	-87	-94	-161	-202	-183	-202	-219
管理费用	-48	-70	-82	-91	-92	-101	-109
财务费用	-16	-11	-20	-41	-70	-104	-121
营业利润	65	75	152	190	19	100	116
税前利润	65	74	152	193	19	100	116
所得税	-25	-25	-41	-57	-3	-22	-29
少数股东权益	-	-	-0	-0	-	-	-
净利润	40	49	111	136	16	79	87
现金流量表（百万元）							
经营活动现金流净额	26	53	75	-29	47	55	174
投资活动现金流净额	-108	-181	-97	-36	-70	-20	-21
融资活动现金流净额	340	-6	50	202	430	192	-25
货币资金增加额	258	-133	28	137	407	227	127
资产负债表（百万元）							
货币资金	304	171	199	336	742	970	1,097
应收款项	304	450	659	1,075	1,192	1,355	1,469
存货	147	141	268	288	499	548	593
流动资产	767	768	1,131	1,820	2,513	2,953	3,240
长期投资	-	15	-	-	-	-	-
固定资产	197	360	450	451	506	508	505
无形资产和其他资产	1	0	0	0	(5)	(9)	(11)
短期借款	197	228	303	553	1,053	1,353	1,453
预收帐款	53	70	133	168	238	249	270
一年内到期的长期负债	-	-	-	-	-	-	-
流动负债	406	557	894	1,467	2,194	2,557	2,756
长期负债	-	-	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	3	-	-	-	-
股东权益	560	586	700	825	840	915	997
总资产	965	1,143	1,598	2,292	3,034	3,472	3,754
财务指标							
主营业务利润率	20.2%	18.5%	15.7%	14.2%	11.6%	11.8%	12.0%
息税前利润率	#REF!	5.6%	6.9%	6.5%	5.4%	5.6%	5.8%
净利润率	3.8%	3.7%	3.9%	3.5%	0.4%	1.6%	1.6%
净资产收益率	7.1%	8.3%	15.8%	16.5%	1.9%	8.6%	8.7%
总资产收益率	2.0%	4.6%	8.1%	7.0%	0.6%	2.4%	2.4%
总资产负债率	42.0%	48.7%	56.0%	64.0%	72.3%	73.7%	73.4%
净资产负债率	-19.1%	9.8%	14.9%	18.1%	28.9%	34.5%	28.9%
流动比率	1.9	1.4	1.3	1.2	1.1	1.2	1.2
速动比率	1.5	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0
应收帐款周转期	107.2	126.6	85.0	100.0	95.0	98.0	98.0
存货周转期	65.0	48.7	41.0	31.2	45.0	45.0	45.0
分红比例	60.7%	12.4%	7.0%	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部预测

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。