

深度报告

电力设备

输变电设备

中元华电(300018)

合理价位: 28.00-32.00 元

2009 年 9 月 29 日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	48.65/0.00
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
上证综指/深圳成指	2,763/11,086
发行价格(元)	0.00
发行股本(百万股)	16.35

财务数据

净资产值(百万元)	120.29
每股净资产(元)	2.47
资产负债率	16.68%

相关研究报告:

分析师: 彭继忠

电话: 021-68866203

E-mail: pengjz@guosen.com.cn

分析师: 皮家银

电话: 021-68864011

E-mail: pijy@guosen.com.cn

新股分析

未来两年仍是较快增长期

●合理价值在 28~32 元/股之间, 建议申购价格为 25~27 元。

我们估计故障录波系统在两年内仍处于较快的增长期, 公司的领先地位有望维持, 两年之后市场需求则有可能出现显著放缓。

我们预计公司 2009-2011 年 EPS (摊薄后) 分别为 0.85、1.13、1.32 元。在当前市场状况下给予公司 2009 年 35-40 倍 PE 较为合理, 合理价格区间为 28-32 元, 建议申购价格为 25-27 元。

●公司在故障录波系统行业市场地位领先, 盈利能力较为突出

公司的电力故障录波装置目前国内市场份额排名第一, 同时也是公司最主要的收入来源, 2008 年收入占比达到 75%。另一项业务时间同步系统处于国内领先水平, 2008 年收入占比 17%, 是公司当前增长最快的业务。

2008 年公司两项主业毛利率分别达到 58% 和 46%, 远高于一般的二次设备产品, 主要是因为产品中软件比重较高的缘故。

●行业分析: 未来 2、3 年内市场需求较为强劲

电力故障录波装置有望在 2012 年前保持不低于 25% 的高增长。从公司在该细分行业的市场地位和履行业绩来看, 公司在故障录波装置领域的龙头地位是非常稳固的, 将是行业景气的最大受益者。

时间同步系统需求也有望保持 40% 的高速增长。公司目前仅次于主要依靠代理进口的上海泰坦和山东科汇, 随着国内北斗系统的逐步发展, 替代进口产品是必然的趋势, 公司市场份额有望进一步上升。

●发展趋势分析: 行业领先地位有望保持

2008 年公司在故障录波装置市场占有率为 22.5%, 位居第一。在时间同步系统市场, 市场份额为 13.3%, 位居第三。考虑到上市以后实力增强, 我们认为公司的领先地位有望继续保持。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	115	118	158	201	239
(+/-%)	51.3%	2.2%	33.3%	27.3%	19.0%
净利润(百万元)	46	46	55	73	86
(+/-%)	72.34%	0.25%	18.8%	32.8%	16.8%
每股收益(元)	4.64	1.03	0.85	1.13	1.32
EBIT Margin	43.9%	41.9%	38.7%	38.0%	37.0%
净资产收益率(ROE)	113.5%	55.1%	10.6%	13.0%	14.0%
市盈率(PE)			0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA			0.4	0.4	0.4
市净率(PB)			0.00	0.00	0.00

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

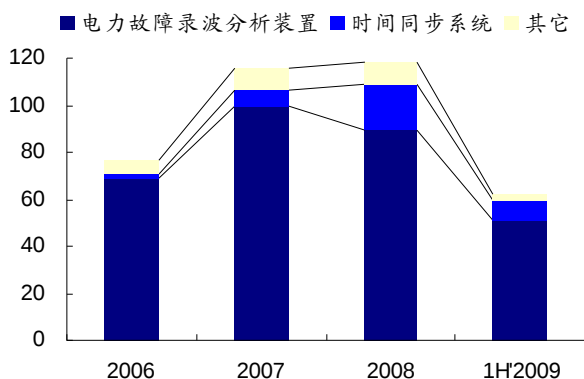
收入盈利分析：电力系统二次设备细分龙头

公司主要业务是电力系统智能化记录分析和时间同步相关产品的研发、制造及服务。主营产品报告电力故障录波装置、时间同步系统，其中电力故障录波装置技术已经达到国际水平，时间同步系统也处于国内领先水平。

2006 - 2008 年，公司营业收入分别达到 0.76、1.16 和 1.18 亿元，年均复合增长率为 25%，保持了较快速度的增长。其中电力故障录波装置是公司最主要的收入来源，年均占公司收入比重超过 70%，2008 年实现收入 0.89 亿元，比 2007 年呈现出小幅下滑。时间同步系统装置是公司增长最快的业务，从 2006 年仅实现销售收入 87 万元，到 2008 年时已经高达 2,006 万元，占全年收入的比重从约 1.2% 上升至 16.9%。

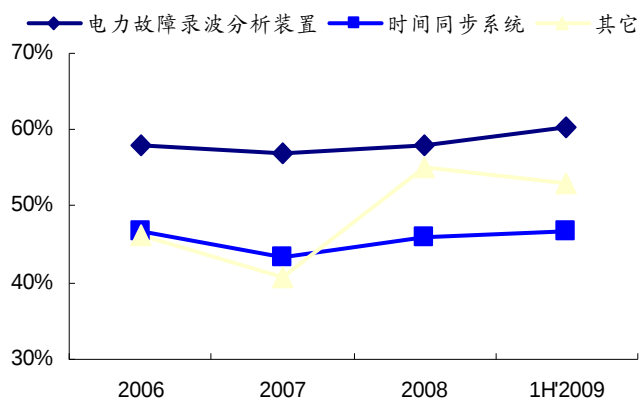
从盈利能力看，公司的这两项主要产品在 2008 年实现毛利分别为 5,170 和 923 万元，分别占毛利的 78.4% 和 14.0%，合计贡献占总毛利的 92.4%。从毛利率水平看，公司两项主业的毛利率均高位维持。其中电力故障录波装置的毛利率水平较高，能够维持在 58% 左右；时间同步系统装置毛利率相对较低，但仍高达 46%。主要是公司产品均是附加值较高的技术产品，尽管面对的是强势的电力系统客户，公司仍有较强的议价能力。

图 1：营业收入构成（单位：百万元）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2：主营业务毛利率水平



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

行业分析：未来 2、3 年内市场需求较为强劲

电力故障录波装置和时间同步系统装置是电力系统中的重要二次设备，目前主要应用在电力、石化、冶金领域，而在通信、轨道交通和工业控制等行业也有潜在的广泛应用前景。从公司而言，当前的业务主要集中在电力系统。

根据国家标准，在主要发电厂、220kV 及以上变电站和重要的 110kV 变电站、单机容量为 200MW 及以上的发电机和发电机变压器组均应安装故障录波装置。2008 年电力故障录波装置总市场约 4 亿元，根据电力市场技术协会估计，整个市场有望在 2012 年前保持不低于 25% 的高增长。考虑 2010 年电网

投资将可能表现出 20%以上的高增长,因此我们对行业 2 年内的发展趋势表示乐观。

但从产品生命周期考虑,我们认为一些问题也需要关注。以一些主流二次设备产品如继电保护和变电站综合自动化系统的历史发展看,在经过数年 50%乃至 100%的高增长后这些应用已经进入平稳增长阶段,近年来平均增幅大约维持在 15%-20%左右,而其他一些新的应用则由于基数较低则表现出较强的增长性。我们认为故障录波装置同样也存在两类需求,即一种是已建变电站和电厂的存量改造需求,另一类则是新建变电站和电厂的新增需求。在我们看来,2 年后一类需求有可能占据主要地位,需求增速也可能放缓。

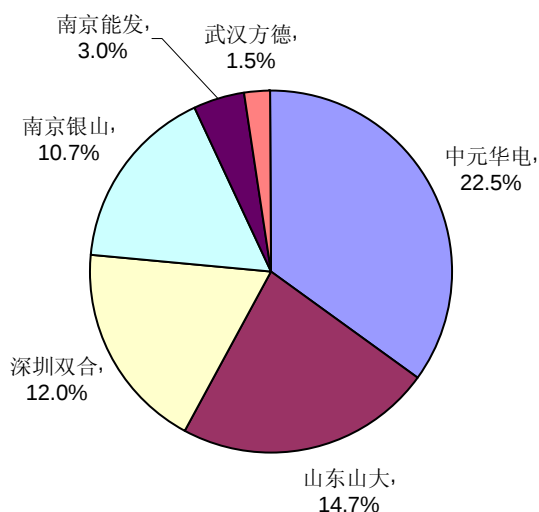
时间同步系统主要用于各级电网的调度机构、各电压等级的变电站和各类发电厂。自 2004 年国内首次采用,到 2005 年在个别省份开始试点,经过几年的试运行已经获得广泛认同。目前电网已在 220kV、500kV 推广配置时间同步系统,部分 110kV 和重要的 220kV 变电站均需要配置,因此产品需求增长迅速。2008 年时间同步系统总市场约为 1.5 亿,但有望保持 40%的高速增长,到 2012 年,总市场将增至 5 亿元。

发展趋势分析: 行业领先地位有望保持

2008 年公司在故障录波装置市场占有率为 22.5%,位居第一。完成的项目中有三峡电站、奥运电力工程、国网晋东南-荆门 1000kV 特高压示范工程等具有重要意义的项目。可以看出,公司在故障录波装置领域的龙头地位较为突出。

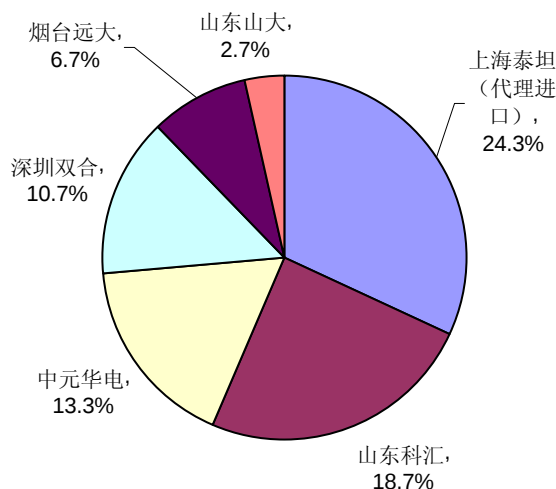
在时间同步系统市场,公司 2008 年市场占有率为 13.3%,仅次于主要依靠代理进口的上海泰坦和山东科汇。随着国内北斗系统的逐步发展,替代进口产品是必然的趋势,公司市场份额有望进一步上升。

图 3: 电力故障录波装置市场占有率 (%)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 4: 时间同步系统市场占有率 (%)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

公司进一步的发展计划, 公司将逐步拓展冶金、石化、通信、轨道交通和

工业控制等市场，未来发展潜力有望获得进一步提升。

对于公司 2009 年的状况，由于公司主要客户均为电力系统，因此也存在与其他电力设备企业一样的季节效应，收入和利润的确认均主要集中在下半年。报告期内按季度划分的营业收入情况如下，可以明显看出公司在下半年，尤其四季度是收入和利润的双高峰。

表 1: 收入按季度划分 (百万)

季度划分	2006	2007	2008	1H'2009
第一季度	11.23	19.88	21.46	18.23
第二季度	14.00	23.61	30.95	43.91
第三季度	18.07	29.84	21.90	-
第四季度	33.17	42.35	43.92	-

资料来源：国信证券

由于公司生产周期较短，在手订单能较快转化成营业收入。根据公司 2006-2008 年上半年在手未完成订单与当年下半年实现收入情况的关系，按 2009 年中期未执行订单的 80%能够在下半年实现销售计算，估计下半年能实现收入约 0.94 亿元，同比上年大幅增长约 42.2%。

表 2: 2009 年下半年实现收入预测 (百万)

半年度	1H'2006	1H'2007	1H'2008	1H'2009
上半年未执行订单 (不含税)	58.85	87.40	88.33	117.09
下半年实现收入	51.06	72.16	65.82	93.67
下半年收入占未执行订单比	86.8%	82.6%	74.5%	80.0%

资料来源：国信证券

财务指标分析

从过去三年数据看，公司各项财务指标基本正常，保持在行业平均水平附近。

表 3: 财务指标

	2006	2007	2008
流动比率	1.29	1.38	3.14
速动比率	1.20	1.32	2.85
资产负债率 (母公司报表) (%)	62.64	58.29	46.24
应收账款周转率 (次)	2.77	2.99	2.21
存货周转率 (次)	11.96	14.02	8.12
每股经营活动净现金流量 (元)	2.45	3.96	0.47
每股净现金流量 (元)	0.71	2.29	-0.14

资料来源：招股说明书，国信证券

募集资金项目分析

根据公司的发展规划，拟投入 1.85 亿元用于建设智能化电力动态数据记

录装置项目、基于北斗/GPS 的时间同步系统及时间同步检测设备项目和企业技术中心项目。其中前两个项目建设期为36个月。

由于电网向数字化、智能化方向发展是必然趋势。公司募投的智能化电力动态数据记录装置项目就是适应此发展趋势。公司的智能化电力动态数据记录装置目前已经实现量产，募投项目将新增生产线以弥补产能的不足。而新一代产品智能化网络动态记录装置已完成原型机研制，产品中试预计在2010 年上半年完成。该产品有望填补国内空白，替代国外产品的空间巨大。公司预计该项目达产后可以带来新增净利0.40亿元。

另一项目基于北斗/GPS的时间同步系统及时间同步检测设备项目主要包括生产研发3项产品：1、新一代基于北斗/GPS 的时间同步系统；2、支持PTP 协议的时间同步系统；3、高精度时间同步测量装置。该三类产品将在新建的相同生产平台上量产。本项目完成后，公司时间同步系统装置和高精度时间同步测量装置将新增产能5000台/年。公司预计该项目可以带来新增净利0.38亿元。

盈利预测和估值

我们预计公司 2009-2011 年 EPS（摊薄后）分别为 0.85、1.13、1.32 元。并参考当前 A 股市场上的二次设备企业，国电南瑞和国电南自当前的估值水平和总市值，在当前市场状况下给予公司 2009 年 35 - 40 倍 PE 较为合理，合理价格区间为 28-32 元，建议申购价格为 25-27 元。

表 3：A 股可比公司市场估值水平

公司	2009-09-28	股本（百万）	总市值（百万）	2009E	
				EPS	PE
国电南瑞	36.56	255	9,322	0.60	61
国电南自	15.66	189	2,959	0.31	51
中元华电	-	65	-	0.85	-

资料来源：国信证券

风险提示

作为一个技术非常集中的行业，关键技术人员的重要性是毋庸置疑的。而公司创业团队的 8 位自然人在公司成功上市后，还是否能维持稳定是需要给予关注的。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	29	411	328	291	营业收入	118	158	201	239
应收款项	61	78	98	110	营业成本	52	72	94	115
存货净额	9	11	14	15	营业税金及附加	2	2	3	3
其他流动资产	0	1	1	1	销售费用	7	10	13	16
流动资产合计	99	501	441	418	管理费用	9	12	14	16
固定资产	11	41	150	223	财务费用	(0)	(1)	(9)	(8)
无形资产及其他	4	5	5	6	投资收益	(0)	0	0	0
投资性房地产	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	116	548	599	649	营业利润	46	62	85	96
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	3	3	1	5
应付款项	14	13	20	21	利润总额	50	65	86	101
其他流动负债	18	11	14	17	所得税费用	3	10	13	15
流动负债合计	32	25	35	38	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	47	55	73	86
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0					
负债合计	32	25	35	38					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	84	524	564	611					
负债和股东权益总计	116	548	599	649					

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	47	55	73	86
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	0	2	6	12
公允价值变动损失	2	0	0	0
财务费用	(0)	(1)	(9)	(8)
营运资本变动	(49)	(26)	(14)	(11)
其它	0	0	0	0
经营活动现金流	(1)	32	66	87
资本开支	0	(33)	(116)	(85)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	0	(33)	(116)	(85)
权益性融资	0	409	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(22)	(25)	(33)	(39)
其它融资现金流	38	0	0	0
融资活动现金流	(6)	384	(33)	(39)
现金净变动	(6)	382	(83)	(37)
货币资金的期初余额	35	29	411	328
货币资金的期末余额	29	411	328	291
企业自由现金流	(4)	(5)	(59)	(9)
权益自由现金流	35	(4)	(51)	(3)

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-68866295	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	崔 嵘	021- 68866202	黄金香	010-82252922
		廖 喆	021-68866236	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-68864598
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-68866206
左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-68866252
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021- 68866253
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-68866235		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236	彭 波	0755-82133909
皮家银	021- 68866205	廖绪发	021-68866237	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-68864007	武建刚	010-82250828	严 平	021- 68865025
谢达成	021-68866236	王一峰	010-82250828	程 峰	021-68864599
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-68866233
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-68866202	张 如	021-68866233
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-68866237	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-68864596
刘智景	021-68866233	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-68866233
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-68864586
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-68866233	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82130532	董艺婷	021-68866946
高 宇	0755-82131822	秦国文	0755-82131822	戴 军	021-68864585
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-68866946
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-68866011		焦戢	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-68866236		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	linli@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-68864011		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-68866253				
				13482495069				
			江智俊	021-68864011				
				15221772073				
			孔华强	021-68866205				
				13681669123				