

中国西电 (601179) 定价报告

中国输变电装备龙头, 扩展产品线, 走向国际化

定价区间
8.99~10.23 元/股

投资品 / 设备制造

2010 年 1 月 27 日

投资要点:

- 公司是我国最具规模的高压、超高压及特高压输配电成套设备研究开发、生产制造和试验检测的重要基地, 是目前国内唯一一家具有输配电一次设备成套生产制造能力的企业。
- 输配电成套设备主要应用于电力系统和工矿企业的电能传输和电能控制等, 影响电网的建设、安全与可靠运行, 特别是高压输配电设备, 属电力发展的重大关键设备, 也是国家能源战略和装备制造业领域中的重大战略设备。
- 2005 年以来, 国内企业依托特高压试验示范工程, 积极开展特高压交直流成套设备自主研发工作, 目前 1000kV 交流和 ±800kV 直流特高压设备已研制成功, 并投入试运行, 使我国输配电设备制造的技术水平和能力在部分领域达到国际领先水平。
- 公司在输配电一次设备各个子行业中处于领先地位, 市场份额领先; 在高压开关方面, 公司始终保持着龙头地位; 在直流输电设备方面, 公司也不断在竞标中战胜竞争对手; 公司并不满足于国内一次设备市场, 在不断拓展海外市场的同时, 准备通过合作的方式进入二次设备市场。
- 公司当前的产能十分紧张, 募投项目主要为技改项目, 扩大公司产能, 以提高自给率, 提高盈利能力。
- 我们认为公司发行后对应的发行后 PE 应为 29~33 倍, 对应 2010 年 EPS 0.31 元, 定价区间应为 8.99~10.23 元/股。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	13,016	28%	1,052	41%	0.23			
2009E	14,318	10%	1,217	16%	0.27			
2010E	16,752	17%	1,369	12%	0.31			
2011E	19,499	16%	1,693	24%	0.38			

发行数据	2008 年
发行前股本 (万股)	305,000
发行数量 (万股)	130,700
发行价格 (元)	7.90
发行前 EPS (元)	0.33
发行后 EPS (元)	0.23
发行前每股净资产 (元)	1.42
发行日期	2010-1-19
上市日期	2010-1-28
主承销商	中金公司

分析师: 姚罡

TEL: (8621)6336 7000-266

FAX: (8621)6337 3209

Email: rex.yao.gang@gmail.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、 行业发展

电力工业是国民经济的基础工业，电力建设和电力输送是国家能源战略的重要组成部分。输配电成套设备主要应用于电力系统和工矿企业的电能传输和电能控制等，影响电网的建设、安全与可靠运行，特别是高压输配电设备，属电力发展的重大关键设备，也是国家能源战略和装备制造业领域中的重大战略设备。电力工业的快速发展对促进我国国民经济持续发展、加快工业化进程，起到了举足轻重的作用。欧美日等发达国家电力发展的成功经验证明，装备制造业、特别是输配电装备制造业，是电力工业发展的先行条件。输配电装备制造业在支持电网发展、提高电网安全、应对突发事件、保证国民经济可持续发展及经济安全方面发挥着越来越重要的作用。

在世界电力工业发展历程中，输配电设备制造的发展已经经历了 100 多年的历史。上世纪 70 年代中期，随着电力需求不断增长，电力运输要求进行大容量长距离输电，输配电设备电压等级迅速向超高压 330、345、400、500、735、750、765kV 方向发展。进入 21 世纪，主要的输配电设备制造国家相继开展了特高压 1100kV、 ± 800 kV 电压等级输电技术的研究与产品生产。

从需求角度看，全球电力需求稳定增长带动输配电设备需求增长。国际能源署在《世界能源展望 2006》中预测，到 2030 年全球电力消费量将达到 3,000 万兆瓦时，比 2003 年翻了一番。强劲的电力需求将拉动全球电力投资，国际能源署预测在 2005 年~2030 年期间全球累计电力投资超过 11.3 万亿美元，其中输配电占 54%，累计投资额达 6.1 万亿美元。

分区域看，新兴市场的电力投资主要是 GDP 增长带来的新增性需求，其中，中国、印度和中东地区是最主要的增长地区。国际能源署预测，中国在 2006 年~2010 年在发电领域投资约 1,250 亿美元，在输配电领域投资 2,000 亿美元；印度计划在 2007 年~2012 年电力投资 2,000 亿美元。

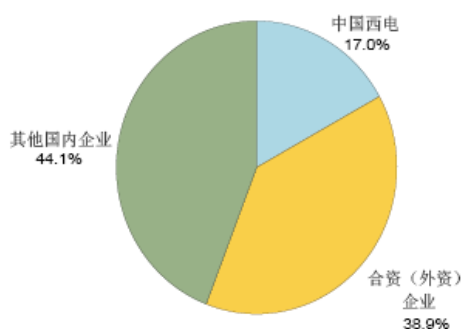
从新中国“第一个五年计划”开始，我国输配电设备制造行业走过了几十年的发展历程。由于电力工业是国民经济发展的动力源泉，而输配电设备制造是电力发展的支柱和先行产业，国家在规划“一五”计划伊始，就将输配电设备制造业作为成套产业基地进行规划，并在政策上大力扶持该行业的发展。国家“一五”计划建设的 156 个重点项目中有 5 个输配电项目落户西安。国家集中了全国的财力、物力和人力迅速在西安建设起了具有一定规模的输配电电工城。以西电集团为代表的我国输配电设备制造业从无到有，经历了 50 年代的仿制、60-70 年代的自主研制阶段，逐步掌握了从低压输配电产品向高压输配电产品的设计、制造技术，促进了我国电网的升级和产品的更新换代，为我国 1970 年第一条 330kV 输变电路自主研发并提供了隔离开关、自耦变压器、电抗器、避雷器、电容式电压互感器等成套设备。

改革开放后，我国开始较大规模地引进外资和开放市场，引入国外的先进技术和先进设备。我国输配电设备制造企业通过合作生产、技工贸结合、技术转让等方式，结合一系列持续不断的技术改造，增强了在产品的设计、制造、试验检测技术等方面的研发实力，产品基本满足了我国电力建设的需要。“市场换技术”的策略无法保证“换来核心技术”。我国输配电设备制造业的科技人员所拥有的在长期生产实践中积累的深厚理论基础和技术经验，保证了在引进、消化和吸收国外技术的过程中，我国输配电设备制造企业

通过自主研发和创造，基本掌握了高压和特高压输配电设备的整体设计、制造、试验等核心技术。这些核心技术的突破为我国发展特高压电网提供了技术保证。我国输配电设备制造企业，逐步实现了 500kV 交流和 $\pm 500\text{kV}$ 直流输配电设备国产化，特别是依托国家重点工程建设，如三峡工程和西电东送工程，在超高压交直流输配电产品的研发、设计能力和制造能力方面都有了显著的提高。

进入 21 世纪，依托我国 750kV 交流输电示范工程，国内企业自主研发成功了 750kV 超高压输配电成套设备并成功投入运营，进一步提高了 750kV 及以下交流电网工程输配电成套设备的研发、设计、制造和试验检测能力，为国内输配电设备制造商在百万伏级交流特高压技术装备的研发和制造奠定了基础。2005 年以来，国内企业依托特高压试验示范工程，积极开展特高压交直流成套设备自主研发工作，目前 1000kV 交流和 $\pm 800\text{kV}$ 直流特高压设备已研制成功，并投入试运行，使我国输配电设备制造的技术水平和能力在部分领域达到国际领先水平。

输配电设备制造商在输电市场和配电市场两个电力系统领域呈现不同的竞争态势。输电市场领域，即高压、超高压和特高压电力系统领域（电压在 110kV 及以上等级），由于技术壁垒、行业进入和资金门槛都较高，国内生产企业较少，竞争主体主要体现在 ABB、西门子、AREVA、三菱公司等在国内的合资企业、国内传统大型企业以及新加入该领域的企业之间，竞争日趋激烈。公司、天威保变、特变电工等国内企业通过提高自身技术水平，兼并优良资产，迅速扩大生产规模，逐步成为我国输配电设备制造的中坚力量。近年来，国内企业的市场占有率大幅提升，在高端市场已超过了合资（外资）厂商的市场份额。2008 年度，国网公司对 220kV 及以上输配电设备进行集中招标，企业市场份额分布情况如下图所示：



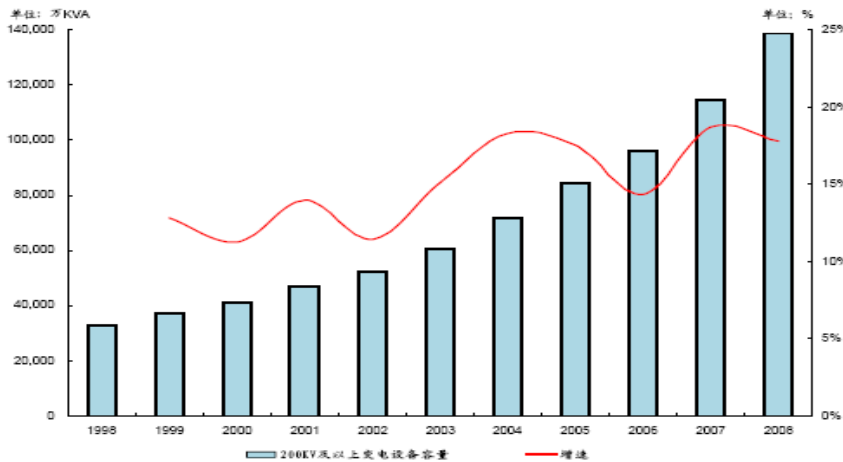
资料来源：国网公司

近年来，我国国民经济快速增长，电力消费旺盛，全社会用电量保持较快增长。根据中国电力企业联合会发布的《2008 年全国电力工业统计快报一览表》，2008 年我国全社会用电量达到 34,268 亿千瓦时，同比增长 5.23%。我国的工业用电消费是拉动电力消费增长的最主要动力；其中，制造工业，特别是重化工业用电需求的增长快于其它经济部门。

在用电需求稳步增长的同时，我国的发电装机容量增长迅速。根据中国电力企业联合会发布的《2008 年全国电力工业统计快报一览表》，截至 2008 年底，我国发电装机容量

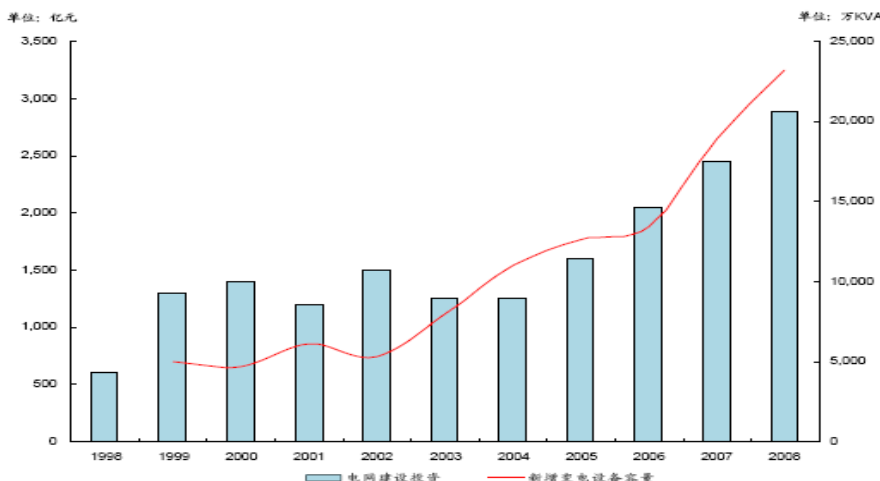
量达到 79,253 万千瓦，同比增长 10.34%，装机容量居世界第二位；2008 年我国新增发电装机容量 9,051 万千瓦，新增容量居世界第一位。

随着装机容量的稳定增长，我国电网建设投资也将成比例的增长。根据中国电力企业联合会发布的《2008 年全国电力工业统计快报一览表》，2008 年，全国电网建设投资 2,885 亿元，同比增加 17.7%，新增 220kV 及以上变电设备容量 23,222 万 kVA。截至 2008 年底，220kV 及以上变电设备容量达到 138,714 万 kVA，同比增长 17.8%。1998 年至 2008 年我国 220kV 及以上变电设备容量增长情况如下图所示：



资料来源：中国电力企业联合会

虽然我国 220kV 及以上变电设备容量增长迅速，但考虑到我国巨大的发电装机容量，输配电设备容量的增长仍有巨大的空间。1998 年至 2008 年我国电网建设和新增变电设备容量情况如下图所示：



资料来源：中国电力企业联合会

根据中国电力企业联合会发布的《全国电力供需与经济运行形势分析预测报告》，2009 年我国电源投资和投产规模将略微回落，投资完成规模将保持在 3,000 亿元左右，基建新增装机在 8,000 万千瓦左右；电网基本建设投资规模预计将进一步扩大到 3,500 亿元左右，超过电源基本建设投资。

展望未来 10~20 年,我国电网投资依然会继续保持快速增长。除为新增装机配套的输配电设备以外,预计到 2015 年全国 500kV 电网将投产串补容量 1,500 万 kVar 左右,另外为现有线路维修、更新的输配电设备需求量相当于新增线路总配套量的 15%以上,同时大中城市电网升级改造和小城镇化建设所产生的市场需求也是巨大的。世界能源署在其发布的《世界能源展望 2007-中国选萃》报告中预测,自报告发布至 2030 年期间,中国在发电、输配电方面的累计投资将达到 2.8 万亿美元,其中发电容量投资需求为 1.255 万亿美元,输配电投资将需要 1.51 万亿美元。

根据《国家电网公司“十一五”电网发展规划(2007 年版)》,我国正在建设以 500kV(330kV)为主的省级电网网架,对相应电压等级的输配电产品的需求逐年上升。以变压器产品为例,根据国网公司和南网公司的公开信息统计,1995 年、2000 年和 2005 年全国范围内 500kV 变压器变电容量累计占比分别为 8.9%、11.5%和 15.6%,呈明显上升趋势。国网公司对电网投资规划预计,2008-2010 年国网公司对 500kV 变压器的需求将超过 3.64 亿 kVA。

国网公司认为,我国经济对能源尤其是电能的需求持续增长,而我国能源基地与用电负荷中心的地理分布不均衡决定了必须在全国范围内优化资源配置,即进行大容量长距离输电。到 2020 年,预计我国新增装机 5 亿 kW 以上,多数输电距离长达 1,600~1,800 公里。按照我国的电网规划,将在超远距离大容量输电领域采用特高压交直流输电技术,以大幅度提高输电效率,降低输电消耗,这将扩大两大电网公司未来对 1000kV 交流和±800kV 直流输配电设备的需求量。同时,特高压输配电设备的研制、开发和生产,其技术辐射作用将进一步完善和提升超高压输配电设备的技术性能,加速 500kV(330kV)跨区电网和省级电网网架的建设。

国网公司 2009 年 1 月 16 日召开的新闻发布会上宣布,中国自主研发、设计和建设的百万伏交流输变电项目——晋东南—南阳—荆门特高压试验示范工程正式建成投运。该线路全长 640 公里,投资约 59 亿元,是目前世界上运行电压最高,输送能力最大,代表国际输变电技术最高水平的特高压交流输变电工程。目前另外两条特高压直流输电工程,四川向家坝-上海奉贤 800 千伏直流工程,四川锦屏-江苏苏南 800 千伏直流工程也已通过国家核准开建,两条线路的投资超过 400 亿元。在未来的三到四年间国网公司将投入约 1,000 亿元用于建设特高压项目。

国网公司在其 2009 年年中工作会议中强调要加快建设坚强智能电网,即建设以特高压电网为骨干网架,各级电网协调发展,具有信息化、数字化、自动化、互动化特征的国家电网,并进一步明确了建设坚强智能电网的阶段性目标及重大意义。国网公司对智能电网建设的重视,将进一步加大电网公司对超(特)高压输电设备的需求。

进入 21 世纪以来,电网建设及旺盛需求推动全球输配电设备产业迈入一个持续成长期。其中,发展中国家和地区对输配电设备需求较为旺盛,市场容量巨大。这些国家目前大部分使用 ABB、西门子、AREVA 等国际知名厂商的产品。随着国内厂商生产的产品种类日益丰富,技术水平日臻成熟甚至部分超过和达到国际领先水平,加之价格上具有明显优势,我国输配电企业在进入国际市场,特别是周边发展中国家市场时,具有比较竞争优势。在周边发展中国家市场需求剧增、国内发电设备出口规模不断扩大、输配电设备技术自主创新能力不断增强的有利条件下,我国输配电产品在国际市场发展的空

间巨大。

二、 公司分析

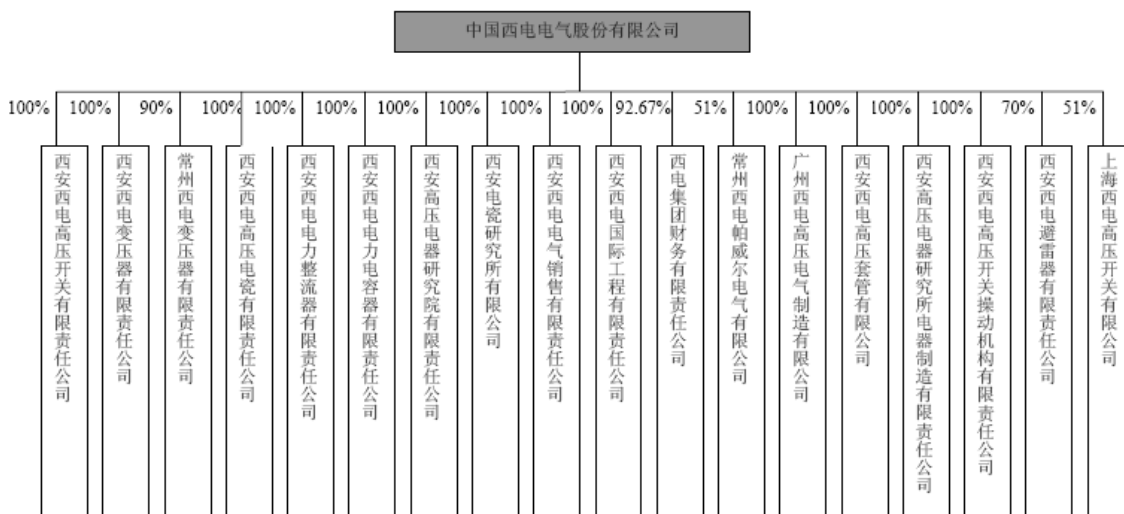
公司是我国最具规模的高压、超高压及特高压输配电成套设备研究开发、生产制造和试验检测的重要基地，是目前我国高压、超高压及特高压交直流成套输配电设备生产制造企业中产品电压等级最高、产品品种最多、工程成套能力最强的企业，也是国内唯一一家具有输配电一次设备成套生产制造能力的企业。

公司的主营业务为输配电及控制设备研发、设计、制造、销售、检测、相关设备成套、技术研究、服务与工程承包，核心业务为高压、超高压及特高压交直流输配电设备制造、研发和检测。公司的主导产品是 110kV 及以上电压等级的高压开关（GIS、GCB、隔离开关、接地开关）、变压器（电力变压器、换流变压器）、电抗器（平波电抗器、并联电抗器）、电力电容器、互感器（CVT、CT、PT）、绝缘子（电站电瓷产品、复合材料绝缘子产品）、套管、氧化锌避雷器、直流输电换流阀等。

公司控股股东和实际控制人为西电集团，西电集团将其持有的从事输配电及控制设备研发、设计、制造、销售、检测、相关设备成套、技术研究、服务与工程承包为主业的 16 家下属二级公司/企业的股权/权益投入公司，持有公司 264,600 万股，占本次发行前公司总股本的 86.75%。

西电集团筹建于 1953 年，成立于 1959 年，原名西安电力机械制造公司，2009 年 5 月更名为中国西电集团公司，是以国家“一五”计划期间 156 个国家重点建设工程中的开关整流器、高压电瓷、避雷器、电力电容器、绝缘材料等 5 个前苏联援建项目为基础建立的国有企业。西电集团是我国输配电设备制造行业中惟一由国务院国资委直接监管的大型国有企业。除西电电气外，西电集团还拥有主要从事光电缆制造、电工材料制造、电炉制造、物业管理等业务的如下主要下属企业/机构的股权/权益。

公司下属二级子公司的股权结构如下表所列示：



注：上表中西电集团财务有限责任公司为本公司直接及间接合计持有的权益比例。

来源：公司招股书

高压开关是电力系统中重要的控制和保护设备。控制，主要是根据电网运行需要，用高压开关把一部分电力设备或线路投入或退出运行。保护，主要是在电力线路或设备发生故障时将故障部分从电网快速切除，保证电网中的无故障部分正常运行。公司的高压开关设备技术以自主创新为主，结合引进、学习国外先进技术，并通过不断优化产品结构和外观，提高产品服务和质量水平，已成为我国高压开关设备的生产、研发基地和龙头企业，主要研制和生产 126~1100kV 电压等级的罐式断路器、GIS、高压隔离开关等产品和 126~550kV 电压等级的瓷柱式断路器。

高压开关子行业——断路器行业集中度较高，以罐式断路器为例，从 2009 年上半年国网公司罐式断路器集中招标数据来看，行业前三名为公司、新东北电气和平高电气，占有率分别为 38.63%、29.80%和 24.42%。公司的罐式断路器在行业内具有较强的竞争优势，2009 年上半年、2008 年、2007 年和 2006 年国网公司集中招标的占有率为 38.63%、39.55%、67.18%和 40.55%，一直处于行业排名第一的位置。

高压开关子行业——GIS 行业集中度也较高。近三年来，国内电网用 GIS 产品基本由国内企业生产，共约 25 家生产企业，新东北电气、公司、山东泰开高压开关有限公司和平高东芝在 2009 年上半年国网公司 GIS 产品集中招标中排名前四位，占有率分别为 29.59%、23.34%、12.31%和 11.37%。2009 年上半年、2008 年、2007 年和 2006 年，从国网公司集中招标的数据来看，公司 GIS 的占有率为 23.34%、16.28%、22.60%和 24.98%。

高压开关子行业——隔离开关行业中，公司的主要竞争对手为杭州西门子、湖南长高和江苏如高，从 2009 年上半年国网公司集中招标数据来看，湖南长高、江苏如高和公司分列前三位，占有率分别为 26.03%、14.52%和 14.06%。2009 年上半年、2008 年、2007 年和 2006 年，从国网公司集中招标的数据来看，公司隔离开关的占有率为 14.06%、17.07%、9.40%和 11.84%，占有率稳步提升。

变压器是电力系统中重要的输配电设备，可以将一种电压的电转换为另一种电压的电。公司在 750kV 和 330kV 电压等级的变压器市场排名第一，2008 年国网公司集中招标占有率分别为 67.46%和 26.69%。2009 年上半年、2008 年、2007 年和 2006 年，从国网公司集中招标的数据来看，公司变压器的占有率为 13.01%、12.05%、8.60%和 11.60%，保持稳定。

电抗器作为技术壁垒较高的细分行业，行业内企业数量较少，行业集中度高。特变电工和公司是国内生产电抗器的主要企业，2009 年上半年国网公司集中招标的占有率分别为 40.92%和 40.01%，排名前两位。2009 年上半年、2008 年、2007 年和 2006 年，从国网公司集中招标的数据来看，公司电抗器的占有率为 40.01%、66.90%、52.84%和 27.87%，保持稳定增长。

绝缘子行业较为分散。公司、唐山高压电瓷、抚顺电瓷制造有限公司和抚顺高科是国内的主要生产企业。目前，公司绝缘子产品的生产技术水平处于行业领先地位。2008 年，上述 4 家企业分别占据了约 14%、7%、5%和 2%的市场份额。

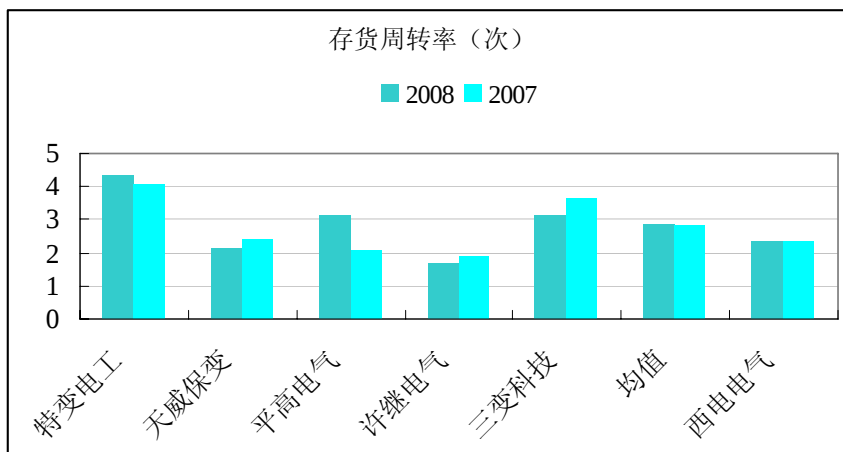
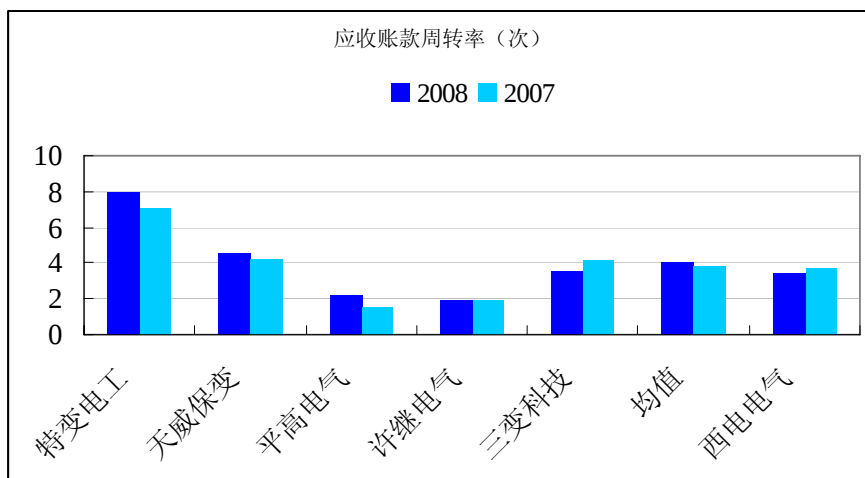
避雷器行业同样较为分散，行业主要的生产企业分别是公司、廊坊电科院东芝避雷器有限公司、抚顺电瓷制造有限公司和南阳金冠电气有限公司。公司目前在行业中占据

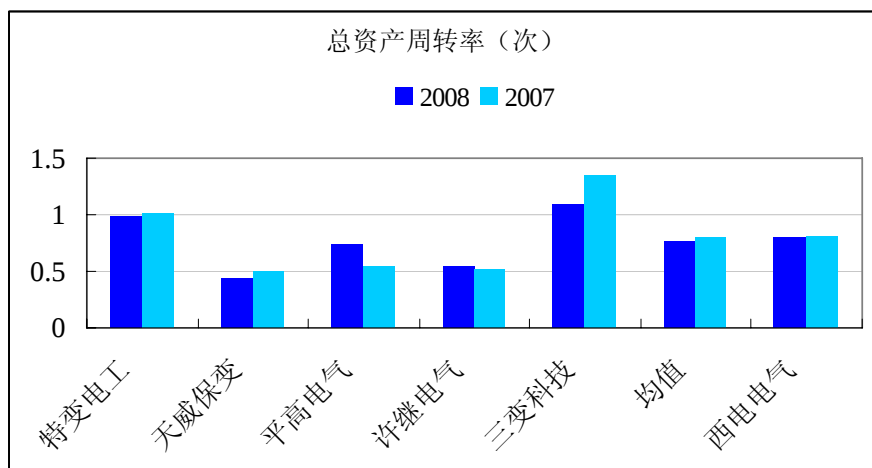
领导地位，技术领先。2009 年上半年、2008 年、2007 年和 2006 年，从国网公司集中招标的数据来看，公司避雷器产品的占有率为 27.50%、32.23%、26.26%和 26.89%，近两年排名市场第一。公司在 330kV 电压等级产品占有绝对优势，近三年国网公司集中招标占有率均排名市场第一。2009 年上半年，公司 330kV 避雷器在国网公司集中招标占有率为 63.67%，750kV 避雷器国网公司集中招标占有率为 100%。

公司的电力电容器产品的技术性能接近国际先进水平，为我国电力建设提供了大量优质产品。《电容器行业统计资料》显示，2008 年、2007 年和 2006 年，公司电力电容器产品市场占有率分别约为 10%、14%和 15%，居于同行业第二的位置。近 4 年在国家直流输电重点工程上，公司电力电容器的市场占有率超过 20%，居于同行业首位。《电容器行业统计资料》显示，2008 年、2007 年和 2006 年，公司电容式电压互感器产品的市场占有率分别约为 30%、38%和 33%，居于行业首位。

直流输电换流阀市场集中度非常高，市场主要被公司、西门子、ABB、许继电气和中国电力科学研究院等几家企业独占。根据 2006 年至 2009 年上半年两大电网公司九项直流工程项目设备采购情况统计，公司在换流阀设备中的累计占有率为 47%以上，处于行业龙头地位。

公司各项运营能力财务指标如下图所示，基本与行业平均水平接近或略低于行业平均水平，与公司近年来业务增长迅速，存货增长速度较快有关。

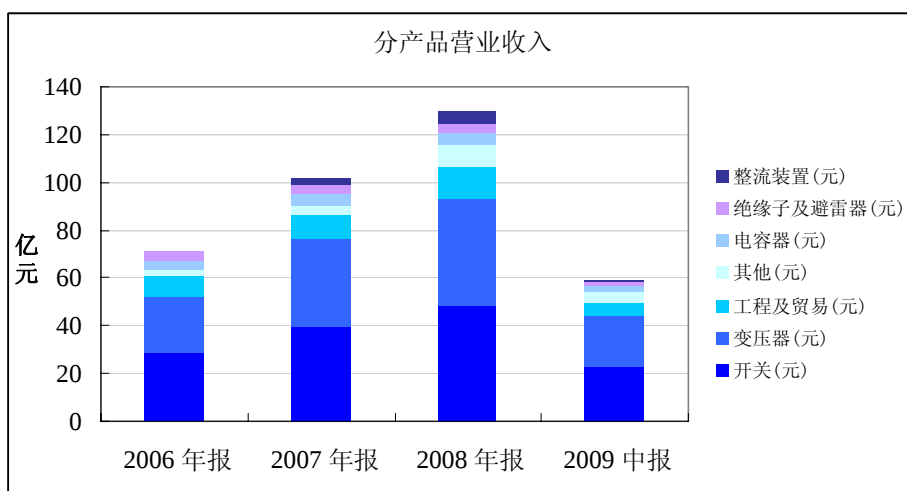


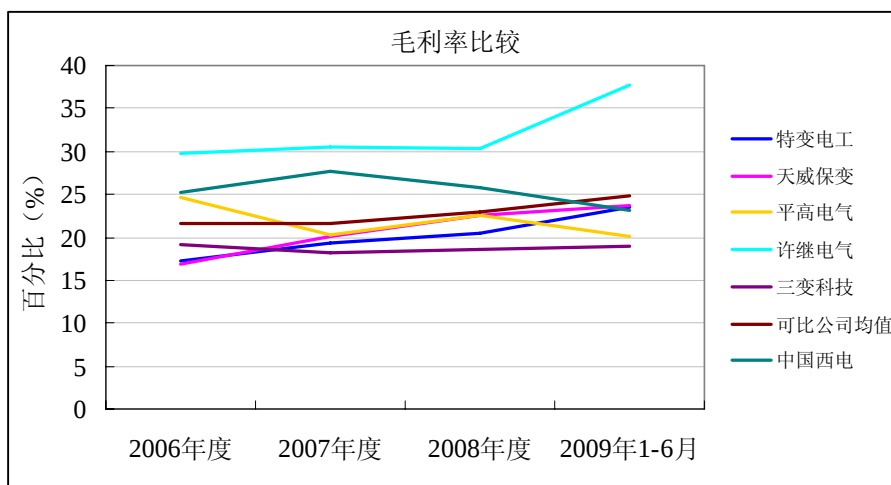
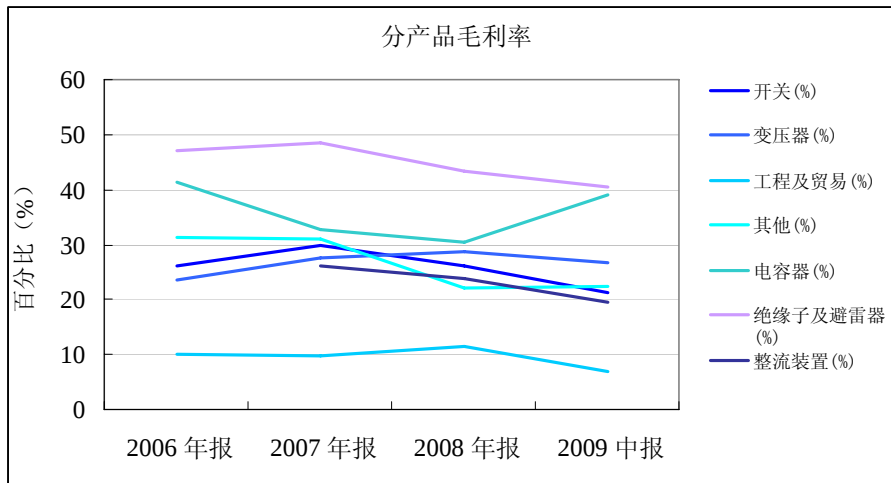


公司资产负债率较高，总负债中流动负债占比较高，所以公司流动比率、速动比率低于可比公司均值。但公司的负债以应付账款和预收款项为主，付息压力较小，公司利息保障倍数高于可比公司均值。

	利息保障倍数（倍）		流动比率（倍）		速动比率（倍）		资产负债率（合并）（%）	
	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007
特变电工	8.94	5.82	1.52	1.23	1.12	0.86	60.89	66.75
天威保变	5.2	6.41	1.65	1.05	1.26	0.78	63.84	65.57
平高电气	5.66	6.75	1.29	1.31	0.96	1	62.12	58.24
许继电气	2.36	2.94	1.63	1.59	1.13	1.17	50.23	49.97
三变科技	2.78	4.2	1.14	1.33	0.71	0.79	65.17	55.12
均值	4.99	5.22	1.45	1.3	1.04	0.92	60.45	59.13
西电电气	6.62	8.11	1.14	1.2	0.75	0.82	78.47	73.7

公司三年一期的分产品营收及毛利率如下，可以看出公司的营收以开关和变压器产品为主，同时这两种产品的毛利稳定在 25% 上下。通过比较可知，公司的总体毛利率水平处在行业中的较高水平，但由于公司产能不足，部分部件外部加工或采购的比例升高，因此综合毛利有下降的趋势。





来源：公司招股书

公司预计进行的募投项目如下，用于输配电设备技术改造、科技研发及补充流动资金，其中主要为通过技术改造扩大现有超（特）高压交直流输配电及相关产品的产能。

序号	实施主体	项目名称	募集资金投资额（万元）
一、技术改造项目			
高压开关板块			
1	西开电气	超高压开关设备产业化项目	29,093
2	西开有限	超高压（特高压）敞开式开关及配套设备产业化项目	58,813
3	西开电气	超高压特高压开关设备铝合金铸件生产基地建设项目	14,700
4	西开有限	大功率弹簧机构产业化项目	16,976
5	西开有限	开关产品电镀基地建设项目	25,620
6	西电广开	广东地区西电高压输变电设备制造基地项目	22,580
7	西开有限	铁道电气化用成套电器设备产业化项目	26,000
变压器板块			
8	西电西变	超高压、特高压电抗器生产线技术改造项目	27,448
9	西电西变	超高压变压器核心组件技术改造项目	24,176
10	西电常变	超高压（特高压）核电站用巨型变压器技改项目	38,709

电力电容器板块			
11	西电西容	超高压（特高压）交直流电力电容器及电力互感器产业化项目	22,637
12	西电西容	高精度互感器以及高压无功补偿电容器生产线改造项目	27,580
绝缘子避雷器板块			
13	西电西瓷	超高压（特高压）交直流用绝缘子产业化项目	10,829
14	西电西瓷	超（特）高压湿法电器瓷套产品生产线建设项目	28,900
15	西电西瓷	超高压（特高压）交直流用电器瓷套、避雷器产业化项目	11,576
16	西电套管	超（特）高压复合绝缘子、交直流电容套管产业化项目	49,851
整流装置板块			
17	西电西整	超高压、特高压直流输电换流阀产业化项目	18,400
试验检测板块			
18	西高院	特高压交直流输变电设备试验系统改造项目	12,740
19	西高院	大功率换流阀运行试验系统扩容升级改造项目	5,500
20	西高院	大容量试验系统扩容改造项目	26,290
21	西高院	电磁兼容实验室建设项目	6,200
22	西高院	高压电气国家工程实验室建设项目	7,500
二、科技研发项目			
23	各子公司	科技研发项目	29,991
三、补充流动资金			
24	补充流动资金		230,000
合计			772,109

来源：公司招股书

三、盈利预测

综合考虑公司的产能扩张、销售前景及成本变动，我们对公司的盈利做出如下预测，预计 2009、2010 及 2011 年公司的发行后 EPS 分别达到 0.27 元，0.31 元及 0.38 元。

(人民币 百万)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、主营业务收入	7,088	10,154	13,016	14,318	16,752	19,499
二、主营总成本	6627	9372	11798	12977	15201	17574
主营业务成本	5,295	7,341	9,658	10,810	12,899	15,112
主营业务税金及附加	38	84	134	147	174	202
销售费用	510	680	885	916	1039	1189
管理费用	638	1107	885	859	972	1111
财务费用	94	100	169	164	37	-121
资产减值损失	52	60	67	81	81	81
三、其他经营收益						
公允价值变动收益	11	-1	-24	0	0	0

投资收益	53	76	22	27	26	26
四、营业利润	525	857	1216	1367	1577	1950
营业外收入	10	29	23	35	0	0
营业外支出	34	45	25	0	0	0
五、利润总额	501.008	846	1,208	1402	1577	1950
减：所得税	70	98	156	185	208	257
六、净利润	431	748	1052	1217	1369	1693
少数股东损益	97	144	45	35	38	47
母公司股东的净利润	330	605	1,007	1,182	1,330	1,646
七、每股收益（元）	0.08	0.14	0.23	0.27	0.31	0.38

来源：东北证券研究所

四、公司估值分析

可比公司当前市场价格对应的动态 PE 如下表，结合公司的行业地位，我们认为，公司对应的发行后 PE 应为 29~33 倍，对应 2010 年 EPS 0.31 元，定价区间应为 8.99~10.23 元/股。

证券代码	证券简称	最近一月 成交均价	EPS			PE		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
600089.SH	特变电工	24.07	0.54	0.86	1.09	45	29	23
600550.SH	天威保变	31.39	0.81	0.75	1.09	39	42	29
600312.SH	平高电气	16.05	0.30	0.35	0.55	53	47	30
000400.SZ	许继电气	23.88	0.10	0.93	1.11	236	27	23
002112.SZ	三变科技	14.67	0.21	0.32	0.44	70	48	35
	平均					89	39	28
	中值					53	42	29

来源：东北证券研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。