



业绩符合预期，维持推荐评级

——中国西电（601179）2009 年报点评

2010 年 4 月 26 日

推荐/维持

中国西电

财报点评

周宏宇	电力设备行业研究员
	zhouhy@dxzq.net.cn 010-6650 7323

事件：

中国西电（601179）4 月 26 日公布了 2009 年报：实现营业收入 140.3 亿元，同比增长 7.8%；实现营业利润 14.04 亿元，利润总额 14.25 亿元，净利润 11.92 亿元，归属于母公司股东的净利润 11.55 亿元，同比分别增长 16.07%、18.01%、13.31%和 14.66%。实现基本每股收益 0.38 元。

公司近 3 年财务指标

指标	2007	2008	2009
营业收入（百万元）	10153.53	13015.73	14031.37
增长率	32.83%	28.19%	7.80%
毛利率（%）	27.74	25.79	25.03
期间费用率（%）	17.22%	16.87%	15.34%
营业利润率（%）	10.69%	9.54%	12.37%
净利润（百万元）	748.40	1051.99	1192.05
增长率	67.82%	40.57%	13.31%
每股盈利（元）	0.20	0.33	0.38
资产负债率（%）	73.70	78.47	80.46
净资产收益率（%）	20.76	26.86	28.76
总资产收益率（%）	12.71	11.22	7.49

评论：

积极因素:

- 公司在推进科技资源整合和科技体制机制创新的基础上，加大科技投入，全年累计科技投入9.04亿元。在高端产品研发创新方面，成功研制了±800kV特高压工程直流换流阀、±800kV特高压干式空芯平波电抗器、1000kV特高压并联电抗器等重大关键设备；在产业链完善方面，超高压直流输电用直流开关等21个超高压直流输电换流站直流场成套设备完成研制；在节能环保方面，开发成功交流可控电抗器等产品；在交流灵活输电方面，新型静止无功补偿成套装置(SVC)、固定式直流融冰兼SVC成套设备等重点成套装置研发成功。全年鉴定验收科研项目83项，其中，12项处于国际领先，32项处于国际先进，18项处于国内领先，公司整体技术水平进一步提高。
- 科技创新成果丰硕。“超高压直流输电重大成套技术装备开发及产业化”和“超（特）高压大容量开关实验技术开发实验室建设”项目分别获得2009年度国家科技进步奖一等奖和二等奖；“1100kV交流输变电关键技术研究、设备研制及工程应用”项目获2009年度中国机械工业科学技术奖特等奖；同时还获得陕西省和西安市科学技术奖各8项；获得第十一届中国专利奖优秀专利2项。
- 专利申请与授权专利数量与质量明显提高。全年申请国家专利171件，同比增长46%，其中发明专利39件，同比增长18%；获得授权专利120件，其中发明专利15件。“XD”商标已完成国内及香港、菲律宾等6个海外国家或地区的注册工作，同时正在开展海外13个国家的注册申请工作。
- 企业技术素质继续提高。报告期内又有5家子公司被认定为高新技术企业（可享受15%企业所得税优惠政策）。截至2009年底，公司共有共计13家一、二级子公司被认定为高新技术企业，公司自身的高新技术企业申报工作正在进行中。

消极因素:

- 国内新增电力建设投资增幅下降，输配电设备产能增长迅速，国内市场竞争进一步加剧，产品价格大幅下降，成本压力巨大，同时人民币升值的预期，增加了公司开拓海外市场的难度。

业务展望:

- 电力工业是国民经济的基础工业，输配电设备特别是超高压、特高压输配电设备与电网安全和可靠运行密切相关，属于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的重大战略设备。受金融危机影响，2009年输配电设备市场需求增长放缓、行业竞争加剧。但国家4万亿投资拉动内需，特别是2009年5月国家发布了《装备制造业调整和振兴规划实施细则》，提出要依托特高压输变电等十大领域的重点工程振兴装备制造业。国家电网公司2010年发布了《关于加快推进坚强智能电网建设的意见》，提出：2010年国网的工作重点是促使“两纵两横”特高压交流后续工程开工建设，同时直流超、特高压输电工程仍按规划有步骤地推进，因此高端产品仍有较大需求。
- 随着世界经济回暖，国际市场需求必然逐渐走出低谷。公司已完成的多个海外输配电成套设备“交钥匙”工程树立的良好品牌形象，以及在业内独有的强大成套研发和制造能力，为公司拓展海外市场打下良好基础，提高海外销售份额成为可能。随着我国经济企稳向好，特别是“建设以特高压电网为骨干网架，各级电网协调发展，以信息化、自动化、互动化为特征的坚强国家电网”的国家规划的提出和逐步落实，必然给公司带来新的发展机遇。

盈利预测

截至本报告期末，公司在手订单累计达 120 亿元。

表 1 分产品主营业务收入预测

主营业务收入（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
高压开关	4,833	5,169	5,686	6,255	6,881
(+/-)		7%	10%	10%	10%
变压器	4,468	4,824	5,307	5,837	6,421
(+/-)		8%	10%	10%	10%
工程及贸易	1,324	1,095	1,314	1,576	1,892
(+/-)		-17%	20%	20%	20%
其它	939	0	0	0	0
(+/-)		-100%	0%	0%	0%
电容器	523	613	735	845	930
(+/-)		17%	20%	15%	10%
绝缘子及避雷器	358	362	399	439	482
(+/-)		1%	10%	10%	10%
整流装置	570	1,269	1,904	2,094	2,304
(+/-)		123%	50%	10%	10%
研发与检测	0	379	492	566	623
(+/-)		#DIV/0!	30%	15%	10%
合计	13,016	14,031	15,837	17,613	19,532
(+/-)		32%	8%	13%	11%

表 2 分产品毛利率预测

毛利率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
高压开关	26.25%	26.73%	26.00%	26.00%	26.00%
变压器	28.58%	27.27%	27.00%	27.00%	27.00%
工程及贸易	11.50%	9.81%	10.00%	10.00%	10.00%
其它	22.17%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
电容器	30.41%	36.91%	35.00%	35.00%	35.00%
绝缘子及避雷器	43.44%	41.72%	40.00%	40.00%	40.00%
整流装置	23.86%	14.27%	20.00%	20.00%	20.00%
研发与检测	0.00%	26.90%	27.00%	27.00%	27.00%
综合毛利率	25.79%	25.19%	25.09%	25.00%	24.88%

表 3 预测财务报表

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	13,016	14,031	15,837	17,613	19,532
营业成本	9,659	10,497	11,864	13,210	14,673
营业费用	891	929	1,014	1,127	1,250
管理费用	883	883	950	1,057	1,172
财务费用	169	137	383	563	483
投资收益	22	36	50	50	50
营业利润	1,210	1,404	1,477	1,485	1,760
利润总额	1,208	1,425	1,497	1,505	1,780
所得税	156	233	225	226	267
净利润	1,052	1,192	1,272	1,279	1,513
归属母公司所有者的净利润	1,007	1,155	1,232	1,239	1,465
NOPLAT	1,201	1,289	1,581	1,741	1,906
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	2,980	2,607	11,086	8,807	6,836
交易性金融资产	8	16	20	20	20
应收帐款	4,359	6,185	6,074	6,756	7,492
预付款项	1,135	581	581	581	581
存货	4,786	5,297	5,851	6,515	7,236
流动资产合计	14,214	15,804	24,733	23,884	23,467
非流动资产	4,903	5,716	5,775	6,212	6,417
资产总计	19,116	21,520	30,508	30,096	29,884
短期借款	787	842	9,598	7,892	6,210
应付帐款	3,698	4,758	4,876	5,429	6,030
预收款项	4,414	3,909	3,909	3,909	3,909
流动负债合计	12,491	13,908	21,273	20,201	19,208
非流动负债	2,509	3,407	2,597	2,597	2,597
少数股东权益	174	114	154	194	242
母公司股东权益	3,942	4,091	6,015	6,634	7,367
净营运资本	1,722	1,896	3,460	3,683	4,258
投入资本 IC	1,776	4,878	6,306	7,539	8,908
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	1,052	1,192	1,272	1,279	1,513
折旧摊销	229	33	0	463	495
净营运资金增加	(120)	174	1,564	223	576
经营活动产生现金流	1,294	1,036	668	1,536	1,665
投资活动产生现金流	(1,379)	(1,460)	(457)	(926)	(738)
融资活动产生现金流	350	368	8,268	(2,889)	(2,898)
现金净增（减）	265	(57)	8,479	(2,279)	(1,970)

投资建议:

预测2010-2012年主营业务收入分别为：158亿、176亿、195亿元，每股收益分别为：0.28、0.28、0.34元，分别对应27倍、27倍、23倍PE，维持“推荐”评级。

表 1 关键预测指标

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	13,016	14,031	15,837	17,613	19,532
主营收入增长率	28%	8%	13%	11%	11%
EBITDA（百万元）	1,607	1,574	2,250	2,511	2,738
EBITDA 增长率	41%	-2%	43%	12%	9%
净利润（百万元）	1,007	1,155	1,232	1,239	1,465
净利润增长率	67%	15%	7%	1%	18%
ROE	26%	28%	20%	19%	20%
EPS（元）	0.330	0.380	0.283	0.284	0.336
P/E	23.2	20.1	27.0	26.9	22.7
P/B	5.9	5.7	5.5	5.0	4.5
EV/EBITDA	13.3	15.5	15.1	13.7	12.7

资料来源：东兴证券

分析师简介

周宏宇

上海交通大学电力工程学士，清华大学工商管理硕士，多年电力行业工作经验。2008 年加盟东兴证券研究所，从事电力和电力设备行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。