



东兴证券
DONGXING SECURITIES

国际化，在路上

——中国西电（601179）调研快报

2010 年 7 月 5 日

推荐/维持

电力设备

调研快报

周宏宇 电力设备行业研究员

010-6650 7323

执业证书编号：S1480109050693

E-mail: zhouhy@dxzq.net.cn

事件：

近日拜访中国西电（601179）管理层，就公司的经营情况进行交流。

问题一：请简单介绍一下公司直流输电换流阀业务发展情况及目标？

国内直流输电处于大发展时期。公司正在跟踪溪洛渡、糯扎渡项目，至少拿到 50% 合同，青藏工程、锦屏-苏南工程也在积极参与。目前，每年 2 条 500KV，2 条 800KV 直流输电换流阀产能。国内已经进行的 17 条直流项目全部参与。南郊项目，500KV 国产化率达到 90% 以上。800KV 国产化率达到 60%。供货周期一年半到二年。北郊二期项目，侧重研发、试验、检测。保守估计今年合同额至少 20 亿。

除直流输电项目外，公司还推出了 SVC 兼直流融冰装置等产品，并考虑介入电网可控串补工程。电力电子业务作为公司未来发展的主要增长点，公司计划 5 年后营业收入由目前的 10 亿元/年增加到 100 亿元/年，是公司未来增长最快的一项业务。

问题二：6 月初，公司公告与国电南自（600268）合资成立了西电南自智能电力设备有限公司，合资公司主要业务及产品发展方向，未来几年会对公司业务带来多少增量？

主要面向智能化变电站，未来一、二次设备融合是大势所趋，西电与南自分别在一次、二次设备领域处于行业内领先地位，通过强强联合，优势互补，为公司今后的发展奠定基础。合资公司中国西电持股 55%，国电南自持股 45%，西电处于控股地位。

问题三：2009 年 9 月，西电集团无偿接收宝鸡市国资委所持宝光集团 92% 股权，成为宝光股份（600379）实际控制人，对宝光股份（600379）在集团内的战略定位有何考虑，对西电股份会产生何种影响？

今年 4 月，宝光股份把开关设备相关资产转让给了西电集团的全资子公司西电宝鸡有限责任公司，将来中压配电业务也要智能化，西电集团计划将该项业务发展到上百亿规模。转让开关设备资产后，宝光股份将专注于中压开关真空灭弧室业务，主要面向配电设备领域，与西电股份高压输变电业务没有关联，未来将独立运作。

问题四：年初国家电网公布了 2010 年投资计划，全年计划投资 2274 亿元，相比 2009 年的 3058 亿元出现了 25%左右的下降，是否会对公司今明两年的业绩带来较大的负面冲击？

国家电网年初公布的投资计划不包括特高压建设的投资，考虑到该部分业务，实际投资规模将与去年基本持平，由于公司主要业务集中在 110KV 及以上的输变电设备领域，且在特高压输变电设备领域具有成套供货能力，特高压建设提速将会增加公司的营业收入规模。另，大工业用户占公司收入比重 20%多，且毛利率高于电网业务，未来两年，公司的业绩不会受到影响。

问题五：国内火电建设放缓，核电建设进入高速发展期，核电建设能否抵消火电业务下滑对公司的影响？

近期，公司相继中标广西防城港核电站 7 台 500KV/400MVA 主变压器及 5 台厂高变，福清、方家山核电站 500KV GIS 16 个间隔、220KV GIS 11 个间隔等项目，已经全面进入核电建设市场。核电建设提速将弥补火电业务下滑对公司带来的负面影响。

问题六：公司与特变电工、天威保变、平高电气、东北电气、许继电气分别在不同的业务板块存在竞争，与这些对手相比，公司的优势和劣势分别是什么？

公司业务主要发展方向是输变电、配电、电力电子三大板块。与主要竞争对手相比，最大的优势在于：公司是国内唯一一家具备交直流输变电一次设备成套能力的企业。并且，除了变压器、其它所有业务板块的行业试验检测中心都设在西电，公司集成创新能力突出。

问题七：海外业务占公司收入的比重逐年增加，公司发展目标也是成为一家国际化的输配电设备供应商，公司有无具体实施计划，海外业务开拓的重点地区及方式？

目前，公司产品已经出口到全球 40 多个国家和地区。未来，公司将抓住非洲-中东、印度-东南亚、俄罗斯-中亚等新兴输配电市场快速增长的机遇，利用公司的技术、品牌优势，通过合资合作以及在当地建立合资工厂等形式，积极开拓市场。公司计划到 2015 年实现年营业收入 500 亿元，海外收入占比 30%。

结论：

- 公司是国内唯一具备高压交、直流输变电一次设备成套制造能力的企业，拥有除变压器以外，全部输变电产品的行业试验检测中心，在同行中具有明显的优势。
- 电力电子将是公司未来增长最快的业务板块：国内直流输电换流阀市场呈现双寡头垄断格局，中国西电与许继电气（现实际控制人变更为中国电科院）是国内仅有的两家具备±500KV 及以上级别直流输电换

流阀制造能力的企业，直流输电在大容量、远距离、端对端送电以及非同步联网方面具有明显的优势，未来十年国内总投资高达数千亿元，公司将充分享受直流输电市场的高速发展。另，电力电子技术在新能源发电并网、电能质量优化、输电网无功补偿领域拥有巨大的发展空间，公司计划在“十二五”末期，将电力电子板块的收入规模由目前的 10 亿元发展到 100 亿元。

- 得益于国内经济的高速增长，工业化进程的加快，国内电力需求在过去十年维持了高速增长，电源和电网建设景气度持续增加，国内发电设备和输变电设备业通过技术引进、消化吸收到自主创新，已经具备了较强的竞争能力，频频在海外市场收获大额订单，未来最主要的增长点将来自于海外市场的扩张。

盈利预测：

表 1 营业收入预测

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 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 23 倍、23 倍、20 倍 PE，维持“推荐”评级。

表 4 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

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。