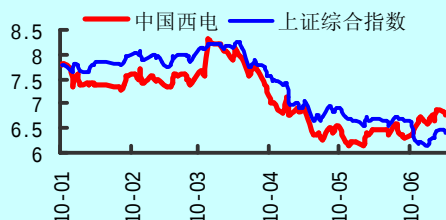


投资评级:

投资评级 买入（首次）
上次评级

基础数据:

股票价格 6.84
三个月涨跌幅 -13.31%
上证综合指数 2490.72
沪深 300 指数 2676.22

行业相对市场表现:**相关研究:****新能源行业研究小组**

郑庆平 (S0120208060039)

朱程辉 韩守晖

8621-68761616-8513 8512

zhuch@tebon.com.cn

hansh@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心
26 楼 200122

德邦证券有限责任公司

<http://www.tebon.com.cn>

中国西电调研报告

近日，我们对中国西电进行了实地调研。

预计今年公司业绩小幅增长。受国内电力需求下降，及国网缩减投资预算的影响，电力设备行业需求下降，公司上半年订单同比减少；国网在评标时将价格因素占比提高，又间接导致产品价格下降；加上公司前期投产项目产能陆续释放，总体公司经营面临挑战。公司采取两方面措施，一是加大海外业务拓展，二是加强管理，降本增效，已取得一定效果。预计今年收入、利润同比小幅增长。

特高压项目可能很快启动。晋东南-荆门特高压项目已通过验收，国网计划将下一个项目的开断容量提高到63KA，公司已率先完成全部测试。淮南-上海百万伏特高压项目一旦启动，公司领先的技术优势将确保较大的市场份额。特高压直流方面，公司已具备成套的能力，之前的项目占有近半的市场份额，随着产品逐渐替代进口，项收益进一步提高。

公司发展战略。公司未来将由三大业务支撑，一是继续保持传统的高压输变电设备领先地位；二是拓展中低压配电设备；三是进入二次设备领域及做大电力电子业务。在传统业务方面，公司将积极拓展海外市场并做好国内市场的合理化布局。在二次设备领域，公司已有动作，重点加强一二次设备融合的研发；在电力电子领域，电流互感器已有产品，直流换流阀用晶闸管也已投入运行，未来，这两块业务将创造公司新的业务增长点。中低压配电板块，目前集团在做整合，正在宝鸡建设中低压配电基地，未来公司有望因此受益。

盈利预测。看好公司未来三年的发展，预测2010-2012年主营业务收入为163亿、190亿和220亿，每股收益0.3元、0.36元、0.44元，对应23倍、19倍和16倍PE，当前股价存在低估，首次给予“买入”评级。

风险因素。宏观经济周期风险、原材料价格波动风险、海外业务风险。

事件:

近日, 我们对中国西电进行了实地调研, 参观了下属三家企业, 与公司董秘及证券部人员就公司经营情况、发展战略及市场关心的问题进行了交流。

经营状况

今年以来, 受到后金融危机及电力市场需求下降的影响, 国家电网投资预算缩减, 同时国网在评标时将价格因素占比提高, 导致产品销量和价格下降明显, 市场竞争日趋激烈。公司2010年166亿的销售目标面临一定挑战。此外, 公司改造项目的产能陆续释放, 充分利用也存在一定压力。目前, 变压器的产能利用充分, 开关类产能基本饱和, 订单对于业绩的影响在下半年至明年逐步体现。为应对需求的降低, 公司计划采取二方面措施保证今年业绩的平稳增长。

1. 拓展海外业务, 提高海外业务销售占比。公司通过两个渠道拓展海外业务, 一是自己走出去, 依托西电国际, 增加公司传统市场东南亚, 包括马来西亚、新加坡、泰国、菲律宾的订单; 拓展尚未进入的国家, 如印度、俄罗斯和非洲市场, 今年已新增三家驻外机构。二是通过国家的援外项目以及参与央企的总包项目, 获得海外订单。公司的目标, 到2015年, 将海外业务的份额提高到30%。

2. 进一步推进精细化的管理工作, 降本增效, 使产品较高的毛利得以维持。一方面加强内部管理, 在各个环节上降低成本。另一方面准备通过下属财务公司, 采用套期保值等金融工具, 降低原材料成本。

预计公司今年业绩不会下滑, 销售收入、利润同比略有增长。在公司收入构成中, 电网企业贡献50-60%, 工业用户贡献20-30%, 发电企业贡献10%以上。分产品的市场占有率。110KV以上开关类产品市场份额20-25%, 变压器、电抗器为16%, 电容器占30%, 绝缘子、避雷器为30%。

特高压、直流发展情况

百万伏晋东南—南阳—荆门特高压交流试验示范工程线路去年底通过验收。国网计划将下一条新建项目的开断容量由50KA提高的63KA, 今年以来, 主要企业均在研发, 西电率先完成全部实验。直流方面, 西高院具备直流阀、直流变以及直流厂系统的设计制造能力, 年初拿到合格证, 直流变电站内的一次设备公司可以全部

成套。

淮南-上海百万伏特高压交流线路，还未获发改委批准，未来项目一旦启动，公司领先的技术优势将确保较大的市场份额。直流输电项目国网和南网每年会有1-2个项目开工，按已招标项目统计，公司占有40-45%的市场份额。

公司未来发展战略

上市时，集团将所有输变电设备相关资产注入公司，产品覆盖110KV到1000KV电压等级，并具备一次设备成套的能力。公司坚持走“技术领先”的道路，下属西高院对内研发，对外代表国家做除变压器以外的产品检测、认证。

公司未来的战略，将由三大业务构成：一是继续保持传统的高压输变电设备领先地位；二是拓展中低压配电设备；三是进入二次设备领域及做大电力电子业务。

传统业务的发展，通过新设和并购的方式更加合理的进行布局。开关类产品因不牵涉运输问题，目前布局合理，西安作为基地，辐射西北、华北、华中等区域；常州与上海的公司是为加深与长三角的合作；广州的分公司是为加强与南方电网的合作，并辐射香港和东南亚地区。变压器类产品，目前有西变和常变两家公司，由于大型变压器运输不便，未来考虑在其他区域继续进行产业布局。

中低压配电设备方面，公司目前仅有一家下属子公司在做干式变压器，规模很小。控股东西电集团公司计划在宝鸡设立配电设备基地，今年三月已将中低压开关资产从宝光股份中剥离，控股的陕开集团也具有该类业务，此外，集团已购置土地并开始前期的土建工作。集团目标：通过整合旗下中低压配电资产，将销售规模迅速扩大。

在二次设备方面，公司近期设立西电南自公司，持股比例为55%。该公司设立的目的是紧跟国家智能电网的发展规划，充分发挥公司与国电南自在智能一、二次设备产品生产制造方面的优势，合作生产输配电设备智能控制组件。在电力电子领域，电流互感器已有产品，直流换流阀用晶闸管也已投入运行，电力电子也将成为公司未来的增长点之一。

公司未来将通过这三大业务，实现跨越式发展。

盈利预测

表 1 主营业务收入增长预测

单位:百万	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
开关板块	3,922.61	4,833.25	5,169.49	5,686.44	6,255.08	6,880.59
(+/-)		23.22%	6.96%	10.00%	10.00%	10.00%
变压器板块	3,736.51	4,468.21	4,824.11	5,306.52	5,837.17	6,420.89
(+/-)		19.58%	7.97%	10.00%	10.00%	10.00%
绝缘子和避雷器板块	365.78	357.85	362.43	380.55	399.58	419.56
(+/-)		-2.17%	1.28%	5.00%	5.00%	5.00%
电容器板块	457.74	523.27	612.68	735.22	882.26	1,014.60
(+/-)		14.32%	17.09%	20.00%	20.00%	15.00%
研发及检测板块		617.75	378.70	492.31	640.01	832.01
(+/-)			-38.70%	30.00%	30.00%	30.00%
整流器板块	265.56	570.42	1,269.39	2,031.02	3,046.54	4,265.15
(+/-)		114.80%	122.54%	60.00%	50.00%	40.00%
工程及贸易板块	981.74	1,323.74	1,094.78	1,313.74	1,576.48	1,891.78
(+/-)		34.84%	-17.30%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	423.58	321.25	319.79	319.79	319.79	319.79
(+/-)		-24.16%	-0.46%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	10,153.52	13,015.74	14,031.37	16,265.59	18,956.91	22,044.37
(+/-)		28.19%	7.80%	15.92%	16.55%	16.29%

资料来源：德邦证券研究所

表 2 主要产品毛利率预测

单位:百万	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
开关板块	26.25%	26.73%	26.00%	26.00%	26.00%
变压器板块	28.58%	27.27%	26.00%	26.00%	26.00%
绝缘子和避雷器板块	43.44%	41.72%	40.00%	40.00%	40.00%
电容器板块	30.41%	36.91%	35.00%	35.00%	35.00%
研发及检测板块	0.00%	26.90%	28.00%	28.00%	28.00%
整流器板块	23.86%	14.27%	25.00%	25.00%	25.00%
工程及贸易板块	11.50%	9.81%	10.00%	10.00%	10.00%
其他	22.17%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	25.79%	25.03%	24.87%	24.85%	24.81%

资料来源：德邦证券研究所

表 3 利润表预测

单位:百万	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	10,153.52	13,015.74	14,031.37	16,265.59	18,956.91	22,044.37
二、营业总成本	9,366.47	11,803.34	12,683.27	14,695.14	17,045.99	19,744.12
营业成本	7,337.44	9,658.80	10,496.72	12,220.90	14,245.81	16,574.62
营业税金及附加	84.37	134.34	115.09	130.12	151.66	176.35
销售费用	676.15	891.26	928.74	1,057.26	1,232.20	1,432.88

管理费用	1,108.38	883.39	883.34	971.67	1,068.84	1,175.73
财务费用	99.68	168.72	136.86	195.19	227.48	264.53
资产减值损失	60.46	66.83	116.33	120.00	120.00	120.00
三、营业利润	861.95	1,209.65	1,404.09	1,570.44	1,910.91	2,300.25
加：营业外收入	29.22	22.71	40.37			
减：营业外支出	44.79	24.78	19.41			
四、利润总额	846.39	1,207.57	1,425.06	1,570.44	1,910.91	2,300.25
减：所得税	97.99	155.58	233.00	235.57	286.64	345.04
五、净利润	748.40	1,051.99	1,192.05	1,334.88	1,624.28	1,955.21
减：少数股东损益	143.53	44.59	36.98	40.05	48.73	58.66
归属于母公司所有者的净利润	604.87	1,007.39	1,155.08	1,294.83	1,575.55	1,896.56
六、每股收益	0.14	0.23	0.27	0.30	0.36	0.44

资料来源：德邦证券研究所

投资建议

公司海外业务拓展顺利，新增的业务弥补了国内需求的减少，随着国内特高压项目开工建设，公司技术上的优势有利于获得较多的份额。公司已有决心通过加强管理控制成本，此项措施可以部分抵消产品价格的下降，使产品毛利维持原有水平。未来两年，公司一二次设备融合以及电力电子的发展，将伴随智能电网全面建设给公司带来新的利润增长点。另外，在集团中低压配电基地建成后，公司也有望因此受益。

看好公司未来三年的发展，预测2010-2012年主营业务收入为163亿、190亿和220亿，每股收益0.3元、0.36元、0.44元，对应23倍、19倍和16倍PE，当前股价存在低估，首次给予“买入”评级。

风险因素

宏观经济周期风险

公司产品的下游为电网、电源及大工业用户，易受国家宏观经济运行、能源战略及产业政策的影响。如果目前的产业结构调整导致全社会用电需求下滑，有可能减弱电力基础设施投资的力度，从而影响到公司的经营业绩。

原材料价格波动风险

公司输变电产品的主要原材料为取向硅钢片、铜、铝、普通钢材等，原材料价格占产品成本的70%以上，其价格的波动将直接影响到产品的成本，从而影响到公司

整体的盈利能力。

海外业务拓展风险

公司积极拓展海外市场，并将其作为未来发展的重要战略。但海外市场存在诸多风险，包括文化差异、法律体系不同、管理的困难、以及汇率变动的风险等等。如果公司不能妥善处理，将可能导致公司无法取得合理的投资和经营回报。

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。