

电力设备行业

署名人: 张镭

S0960207090260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 冯超

fengchao@cjis.cn

13818516658

中国西电

601179

推荐

战略定位清晰保证业绩稳定增长

近日, 我们走访了中国西电, 与公司管理层坦诚沟通了上半年公司业绩情况, 对今年下半年形势的判断, 以及公司长期发展战略。

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。
- 公司的三大发展战略: 1、一次设备布局和完善。在成都, 常州变压器生产基地, 在广州, 常州, 上海设开关公司, 这主要是考虑到运输成本问题; 2、电力电子, 二次设备和智能电网。和国电南自合作生产智能组件。产品包括电子互感器, 灭弧室在线监测, 变压器在线监测系统。公司进入二次设备领域的意图首先在于扩大一次设备市场占有率, 因为很多大型项目招标方要求二次设备配套, 由于公司主要业务在一次设备, 因此如欲在二次设备领域有所开拓, 必须借助于资本市场; 3、产品链建设。公司核心业务仍然是 110KV 及以上产品, 但是也将进入配用端领域, 目前公司正在生产非晶合金变压器, 主要用于农村电网。
- 公司上半年业绩差强人意, 下半年有望好转。如果扣除电力电子及系统成套板块由于销售收入确认时间差异导致的下降, 其余主营产品销售收入同比下降 5%, 这与行业整体情况是一致的: 今年 1-7 月份全国电网基本建设投资 1450 亿元, 比去年同期减少 8.4%, 电网建设新增 220KV 及以上变电容量 12031 万千伏安, 同比减少 1.17%; 国家电网公司今年预计仅进行 6 次主设备招标, 招标数量同比出现大幅萎缩。下半年是电力设备行业交货集中期, 我们判断输变电设备行业下半年景气度环比将上升。
- 出口业务将是公司未来 5 年新的增长点。据公司规划, 到 2015 年, 出口将占到公司销售收入的 30%, 而 2009 年该比例仅为 6%, 2010 年上半年出口占比提高至 7.9%。而且目前公司出口业务主要集中在东南亚, 欧美市场尚未打开, 我们认为中国西电凭借其综合能力, 在出口领域必将大展宏图。

6-12 个月目标价: 8.50

当前股价: 7.07

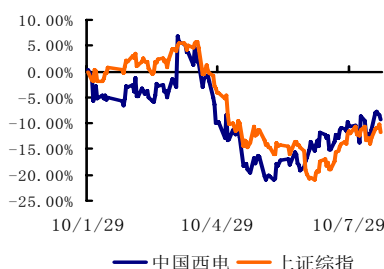
评级调整: 推荐

基本资料

上证综合指数	2642.31
总股本(百万)	4357
流通股本(百万)	1307
流通市值(亿)	92.40
EPS (TTM)	0.297
每股净资产(元)	3.36
资产负债率	46.14%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国西电	5.05	10.47	-4.20
上证综指	6.74	2.11	-12.45



相关报告

《中国西电: 输配电一次设备成套生产企业》
2010-1-13

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010e	2011e	2012e
营业收入(百万元)	14001	15653	17682	20336
同比(%)	7.92	11.80	12.96	15.01
归属母公司净利润(百万元)	1155	1363	1804	2030
同比(%)	14.66	18.01	32.36	12.53
毛利率(%)	25.0%	25.8%	25.6%	25.4%
ROE(%)	28.2%	8.9%	10.6%	10.6%
每股收益(元)	0.27	0.31	0.41	0.47
P/E	26.19	22.81	17.24	15.04
P/B	7.65	2.05	1.83	1.64
EV/EBITDA	18	18	15	13

资料来源: 中投证券研究所

- 从收入结构看，电网企业贡献 50%，发电企业贡献 15%-20%，冶炼和其余工业企业占 30%-35%。电网公司需求占到公司总收入的一半，从今年全年看，该部分贡献将出现负增长。根据国网和南网的规划，全年电网投资为 3300 亿元，同比减少 15%。从已经公布的前三次招标看，西电在变压器产品上的市场份额在上升，目前已达到了 30%，特变电工份额在下降。
- 直流方面，直流换流阀是公司主打产品，市场占有率达到 40%-50%，其余市场被许继电气和国网电科院占有。换流阀是直流输电工程的核心设备，通过依次将三相交流电压连接到直流端得到期望的直流电压和实现对功率的控制，其价值约占换流站成套设备总价的 22~25%。根据国家电网和南方电网的规划，到 2020 年，我国直流输电总容量预计超过 1.2 亿 kVA，直流换流阀市场增长前景乐观。近期公司获得了青海西藏交直流联网工程 12 亿元的订单，并且实现了直流场设备的国产化。
- **风险因素：**毛利率有下降的压力。公司产品与其他公司产品基本无差异，同质化竞争严重，相比起国家电网的垄断优势，价格竞争压力增大。

表 1：公司分产品预测表

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
变压器(元)	4,824,107,130.00	5,113,553,557.80	5,624,908,913.58	6,243,648,894.07	6,930,450,272.42
增长率	7.97%	6.00%	10.00%	11.00%	11.00%
毛利率(%)	27.27	26.00	25.80	25.60	25.60
电容器(元)	612,684,740.00	692,333,756.20	789,260,482.07	899,756,949.56	1,025,722,922.50
增长率	17.09%	13.00%	14.00%	14.00%	14.00%
毛利率(%)	36.91	36.00	36.00	36.00	36.00
工程及贸易(元)	1,094,775,690.00	1,313,730,828.00	1,445,103,910.80	1,661,869,497.42	1,911,149,922.03
增长率	-17.30%	20.00%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率(%)	9.81	10.00	10.00	10.00	10.00
绝缘子及避雷器(元)	362,429,660.00	366,053,956.60	369,714,496.17	373,411,641.13	377,145,757.54
增长率	1.28%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利率(%)	41.72	30.00	28.00	26.00	26.00
开关(元)	5,169,493,590.00	5,221,188,525.90	5,743,307,378.49	6,432,504,263.91	7,397,379,903.50
增长率	6.96%	1.00%	10.00%	12.00%	15.00%
毛利率(%)	26.73	26.00	26.00	26.00	26.00
研发及检测板块(元)	378,702,670.00	227,221,602.00	227,221,602.00	249,943,762.20	274,938,138.42
增长率	-38.70%	-40.00%	0.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	26.90	40.00	35.00	35.00	35.00
电力电子及系统成套	1,269,385,130.00	2,411,831,747.00	3,135,381,271.10	4,075,995,652.43	5,298,794,348.16
增长率	122.54%	90.00%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率(%)	14.27	28.00	27.50	27.00	27.00

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	15804	25566	27745	30624	营业收入	14001	15653	17682	20336
现金	2607	11262	11528	12007	营业成本	10497	11617	13159	15170
应收账款	6185	6361	7394	8424	营业税金及附加	115	140	162	179
其他应收款	239	260	298	340	营业费用	929	1052	1192	1362
预付账款	581	1005	933	1194	管理费用	883	1254	1245	1448
存货	5297	5810	6611	7604	财务费用	137	-96	-312	-327
其他流动资产	896	868	982	1055	资产减值损失	116	81	88	95
非流动资产	5716	6890	8095	9159	公允价值变动收益	20	-2	-2	5
长期投资	295	242	270	256	投资净收益	36	45	34	38
固定资产	2897	4741	6109	7277	营业利润	1404	1647	2179	2452
无形资产	887	856	824	793	营业外收入	40	33	34	34
其他非流动资产	1637	1052	892	834	营业外支出	19	25	23	23
资产总计	21520	32457	35840	39784	利润总额	1425	1654	2189	2463
流动负债	13908	13610	15142	16984	所得税	233	248	328	369
短期借款	842	0	0	0	净利润	1192	1406	1861	2094
应付账款	4758	4994	5759	6600	少数股东损益	37	43	57	64
其他流动负债	8308	8616	9382	10384	归属母公司净利润	1155	1363	1804	2030
非流动负债	3407	3428	3421	3423	EBITDA	1809	1780	2189	2528
长期借款	1971	1971	1971	1971	EPS (元)	0.38	0.31	0.41	0.47
其他非流动负债	1436	1458	1451	1453					
负债合计	17314	17038	18563	20407	主要财务比率				
少数股东权益	114	157	214	278	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	3050	4357	4357	4357	成长能力				
资本公积	81	8583	8583	8583	营业收入	7.9%	11.8%	13.0%	15.0%
留存收益	960	2323	4127	6157	营业利润	16.1%	17.3%	32.3%	12.6%
归属母公司股东					归属于母公司净利润	14.7%	18.0%	32.3%	12.5%
权益	4091	15262	17063	19098	获利能力				
负债和股东权益	21520	32457	35840	39784	毛利率(%)	25.0%	25.8%	25.6%	25.4%
					净利率(%)	8.2%	8.7%	10.2%	10.0%
					ROE(%)	28.2%	8.9%	10.6%	10.6%
					ROIC(%)	26.6%	19.2%	19.0%	18.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	80.5%	52.5%	51.8%	51.3%
					净负债比率(%)	16.65%	11.98%	10.99%	10.00%
					流动比率	1.14	1.88	1.83	1.80
					速动比率	0.75	1.45	1.39	1.35
					营运能力				
					总资产周转率	0.69	0.58	0.52	0.54
					应收账款周转率	3	2	2	2

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1036	767	1519	1576
净利润	1192	1406	1861	2094
折旧摊销	268	229	322	403
财务费用	137	-96	-312	-327
投资损失	-36	-45	-34	-38
营运资金变动	-680	-807	-374	-648
其他经营现金流	155	80	56	92
投资活动现金流	-1460	-1371	-1499	-1445
资本支出	977	1500	1500	1500

长期投资	-87	-64	32	-16	应付账款周转率	2.48	2.38	2.45	2.45
其他投资现金流	-570	65	33	39	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	368	9260	246	349	每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.31	0.41	0.47
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.24	0.18	0.35	0.36
短期借款	55	-842	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	0.94	3.50	3.92	4.38
长期借款	1802	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	1307	0	0	P/E	27.08	22.95	17.34	15.41
资本公积增加	-17	8502	0	0	P/B	7.65	2.05	1.83	1.64
其他筹资现金流	-1472	293	246	349	EV/EBITDA	18	18	15	13
现金净增加额	-73	8655	266	479					

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

冯超: 中投证券研究所电力设备行业分析师

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434