

获取直流大订单，特高压建设的直接受益者

研究结论：

- **南网两条直流线路中标 28 亿，占 2009 年收入 20%。**2010 年 12 月 14 日，公司与南方电网公司签署糯扎渡—广东±800kV 特高压直流输电和溪洛渡—广东±500kV 同塔双回直流输电两个工程的设备供货合同，合同金额约为 28 亿元，包括换流变压器、平波电抗器、直流场设备、换流阀等，将于 2011 年 6 月开始交货，2013 年 8 月前完成全部交货。上述合同总金额与本公司 2009 年营业收入相比，约占 20%。糯扎渡—广东±800kV 特高压直流输电线路投资总额为 187 亿元，预计溪洛渡—广东±500kV 同塔双回直流输电线路投资在 70 亿左右，西电中标设备占总投资额的 11.2%，占设备投资比例约为 25%，中标比率高。特高压直流的盈利能力要好于普通设备，对公司业绩带来积极贡献，主要体现在 2012 年。
- **公司充分受益特高压交直流建设，平均特高压收入增量占比超过 40%。**特高压和直流设备领域呈现寡头竞争格局，特高压变压器和开关基本处于三分天下的格局，西电拥有三分之一的市场份额，而在直流输电设备领域，西电作为领头羊，可以提供特高压换流变压器和特高压换流阀，分别由包括西电在内的三家和两家公司提供。中国西电是能够提供最全面的交直流设备的企业，经过我们的测算，平均来看，特高压交直流对收入贡献可以到 75 亿，相较于目前 160 亿的收入规模来看，占比超过 40%，特高压毛利率高，有望显著提升公司业绩。因此，西电是特高压输变电设备中综合实力最强的企业，将成分受益于特高压建设提速。
- **输变电设备走出国门进行中，海外出口也将成为未来一大亮点。**中国西电是国内惟一能够为交直流输配电工程提供成套输变电一次设备的企业，这种设备成套能力在海外业务中具有很强的竞争优势。公司从战略上非常重视海外市场，并进行了全面的布局，包括东南亚、非洲、欧洲等地方。未来几年来看，海外出口收入有望实现翻番式的高增长，公司规划在 2015 年将出口比例由 08 年的 9% 提升至 30% 以上，这一目标可能提前实现。
- **一次设备智能化和电力电子技术则是公司储备项目。**中国西电与国电南自成立西电南自，进军一次设备智能化领域。鉴于一二次融合是未来的发展方向，公司也在积极谋求进入二次设备领域，为未来赢得发展空间。电力电子技术也是公司积极研发的方向，收购北京浩普则是公司快速布局电力电子领域的直接方式。这些储备项目可能成为公司未来的亮点。
- **维持买入评级，目标价 9.5 元。**维持前期的盈利预测，公司 10、11、12 年的 EPS 分别为 0.29、0.33、0.45 元，参考可比公司 2010 年 PE 的取值范围，并考虑到 2011 年至 2012 年间的增长和 2011 年业绩低点的实际情况，我们认为可以给予公司 2011 年 28 倍 PE，对应目标价 9.5 元。
- **风险因素：**特高压规划低于预期、海外市场开拓风险、原材料风险。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

邹慧

电力设备行业资深分析师

8621-63325888-6101

zhui@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207120117

曾朵红

电力设备行业分析师

8621-63325888-6089

zengduohong@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109081305

唐思宇

电力设备行业助理分析师

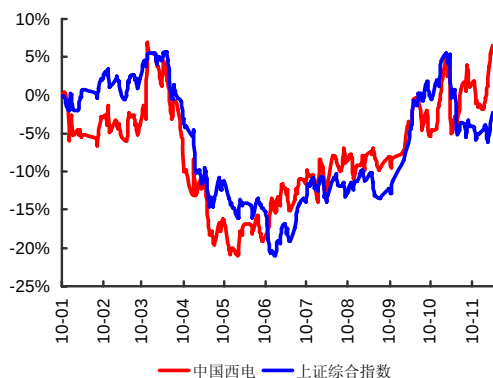
8621-63325888

tangsiyu@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110080230

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价 (2010 年 12 月 15 日)	8.17 元				
目标价格	9.50 元				
总股本/A 股 (百万股)	4357/ 4357				
A 股市值 (亿元)	355.97				
国家/地区	中国				
行业	电力设备				
报告日期	2010 年 12 月 16 日				

股价表现



财务预测

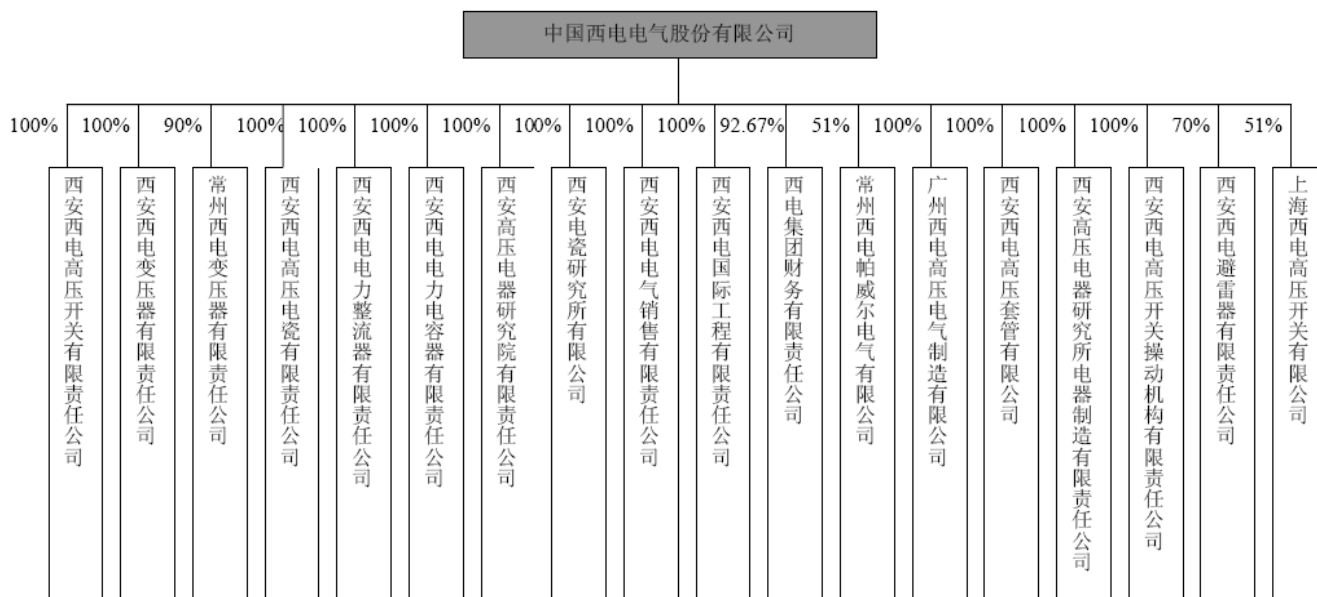
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万)	14001	16082	19584	24710
同比 (%)	15%	22%	26%	22%
归属母公司净利润	1155	1253	1420	1956
同比 (%)	15%	8%	13%	38%
毛利率 (%)	24.8%	23.4%	22.2%	22.8%
ROE (%)	28.2%	8.2%	8.7%	10.9%
每股收益 (元)	0.27	0.29	0.33	0.45
P/E (X)	28.59	26.36	23.26	16.88
P/B (X)	7.85	2.14	2.00	1.83
EV/EBITDA	25	19	16	12

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附件:

糯扎渡送电广东±800kV 直流输电工程，项目起点位于云南普洱市思茅区普洱换流站，止于广东江门换流站，全长约 1461 公里，输电容量为 5000 万千瓦，额定电压为±800 千伏，±800 千伏出线 1 回，500 千伏交流出线 8 回，总投资约 187 亿元，计划于 2012 年投产。

图 1 中国西电下属子公司



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

表 1 发行前后公司股权关系

序号	股东	本次发行前		本次发行后	
		股数（万股）	持股比例	股数（万股）	持股比例
1	西电集团（SS）	264,600	86.75%	253,262	58.13%
2	陕投公司（SS）	24,400	8.00%	23,354	5.36%
3	信达公司（SS）	10,000	3.28%	9,571	2.20%
4	华融公司（SS）	6,000	1.97%	5,743	1.32%
5	社会公众股	—	—	130,700	30.00%
6	全国社会保障基金理事会	—	—	13,070	3.00%
	总股本	305,000	100%	435,700	100.00%

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

表 2 2009 年中国电器工业百强部分名单

排名	公司
1	西安电力机械制造公司
2	保定天威集团有限公司
3	正泰集团股份有限公司

4	大全集团有限公司
5	特变电工股份有限公司
6	青岛变压器集团有限公司
7	江苏华鹏变压器有限公司
8	平高集团有限公司
9	上海浦东电线电缆（集团）有限公司
10	湘潭电机集团有限公司

资料来源：东方证券研究所

表 3 2012 年前的特高压交直流线路规划

特高压线路	电压等级（kV）	类别	运营商	投资额（亿元）	进展
晋东南-南阳-荆门	1000	交流	国家电网	58	商业运营
淮南-上海	1000	交流	国家电网	227	2010 年开工
锡盟-上海	1000	交流	国家电网	700	2010 年开工
陕北-长沙	1000	交流	国家电网	N. A.	2010 年开工
向家坝-上海	±800	直流	国家电网	150	单级投产
锦屏-苏南	±800	直流	国家电网	250	通过核准
宁东-绍兴	±800	直流	国家电网	N. A.	已规划
云南-广东	±800	直流	南方电网	137	单级投产

资料来源：国家电网、东方证券研究所

表 4 2020 年前在建及规划的直流输电工程

数 量	直流输电工程	电压 等级	输送 功率	换流站投 资（亿）	换流阀投 资（亿）	直流控制保 护投资（亿）	状态
1	向家坝---上海	±800	6400	82	20.5	4.9	已招标
2	背靠背华北---华中	±500	1000	12	3.0	0.7	已招标
3	呼伦贝尔---沈阳	±500	3000	36	9.0	2.2	已招标
4	宝鸡---德阳	±500	3000	36	9.0	2.2	已招标
5	宁夏---华东	±660	3000	36	9.0	2.2	已招标
6	葛沪改造	±500	3000	12	3.0	1.0	已招标
7	锦屏---华东	±800	6400	82	20.5	4.9	即将招标
8	青海---西藏	±500	3000	36	9.0	2.2	即将招标
9	糯扎渡---广东	±800	5000	65	16.3	3.9	即将招标
10	背靠背山东---华东	±500	1200	14	3.6	0.9	未启动
11	溪洛渡---湖南	±800	6400	82	20.5	4.9	未启动
12	景洪---泰国	±500	3000	36	9.0	2.2	未启动
13	山西---山东	±500	3000	36	9.0	2.2	未启动
14	呼盟---济南	±800	6400	82	20.5	4.9	未启动
15	俄罗斯---北京	±800	6400	82	20.5	4.9	未启动
16	溪洛渡---杭州	±800	6400	82	20.5	4.9	未启动

17	构皮滩---广东	±500	3000	36	9.0	2.2	未启动
18	呼盟---天津	±800	6400	82	20.5	4.9	未启动
19	金沙江二期---华东	±800	6400	82	20.5	4.9	未启动
20	呼盟---辽宁	±800	6400	82	20.5	4.9	未启动
21	金沙江二期---福建	±800	6400	82	20.5	4.9	未启动
22	哈密---华中	±800	6400	82	20.5	4.9	未启动
23	金沙江二期---华东	±800	6400	82	20.5	4.9	未启动
Sum				1,339	335	81	

资料来源：国家电网、东方证券研究所

表 5 2015 年规划的特高压直流线路

序号	线路工程	电压	长度(KM)	容量(MW)	总投资(亿)	换流变投资(亿)	换流阀投资(亿)	控制保护投资(亿)	投运时间
1	锦屏-苏南	±800kV	2100	7200	214	43	21	6	2012
2	宁东-浙江	±800kV	1700	7200	195	39	20	6	2012
3	洛溪渡-浙江	±800kV	1688	7200	194	39	19	6	2013
4	呼盟-山东	±800kV	1600	7200	189	38	19	6	2014
5	哈密-河南	±800kV	2400	7200	228	46	23	7	2014
6	蒙西-江西	±800kV	1600	7200	189	38	19	6	2015
7	酒泉-江苏	±800kV	2450	7200	230	46	23	7	2015
8	准东-河南	±800kV	2800	7200	244	49	24	7	2015
9	蒙古-山东	±800kV	1450	7200	181	36	18	5	2015
10	哈密-山东	±800kV	2700	7200	240	48	24	7	2016
11	锡盟-无锡	±800kV	1700	7200	195	39	20	6	2016
合计				79200	2299	460	230	69	

资料来源：国家电网、东方证券研究所

表 6 特高压交直流线路招标及中标情况

晋东南-荆门 1000kV 交流 (06 年 12 月)								
变压器			开关			电抗器		
企业	中标金额(亿)	份额	企业	中标金额(亿)	份额	企业	中标金额(亿)	份额
特变电工	1.70	49%	平高电气	2.20	33%	特变电工	0.60	26%
天威保变	1.80	51%	新东北	2.20	33%	中国西电	1.7	74%
			中国西电	2.2	33%			
总计	3.50	100%	总计	6.60	100%	总计	2.30	100%
云广 800kV 直流 (07 年 6 月)								
变压器			换流阀					
企业	中标金额(亿)	份额	企业	中标金额(亿)	份额			
特变电工	5.20	34%	许继集团	7.80	50%			
天威保变	3.90	25%	中国西电	7.80	50%			

中国西电	6.2	41%			
总计	15.30	100%	总计	15.60	100%

向上 800kV 直流（07 年 12 月）

变压器			换流阀		
企业	中标金额（亿）	份额	企业	中标金额（亿）	份额
特变电工	8.30	45%	许继集团	8.30	50%
天威保变	4.40	24%	中国西电	8.30	50%
中国西电	5.7	31%			0%
总计	18.40	100%	总计	16.60	100%

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

表 7 可比公司估值水平

十二五特高压投资（亿）	5000
十二五特高压设备的市场容量（亿）	2500
年平均特高压设备市场容量（亿）	500
主设备的占比（%）	50%
主设备市场容量（亿）	250
西电所占市场份额（%）	30%
西电特高压年平均销售收入（亿）	75

资料来源：Wind、东方证券研究所

盈利预测与估值

表 8 盈利预测

		2008	2009	2010E	2011E	2012E
开关	收入（万元）	483,325	516,949	558,305	614,136	706,256
	增长率	23%	7%	8%	10%	15%
	毛利率	26%	27%	24%	23%	24%
变压器	收入（万元）	446,821	482,411	525,828	578,410	665,172
	增长率	20%	8%	9%	10%	15%
	毛利率	29%	27%	24%	23%	25%
整流装置	收入（万元）	57,042	126,939	133,285	166,607	233,250
	增长率	115%	123%	5%	25%	40%
	毛利率	24%	14%	25%	25%	26%
电容器	收入（万元）	52,327	61,268	67,395	74,135	85,255
	增长率	3%	17%	10%	10%	15%
	毛利率	30%	37%	35%	35%	36%
绝缘子及避雷器	收入（万元）	35,785	36,243	38,055	41,861	48,140
	增长率	19%	1%	5%	10%	15%
	毛利率	43%	42%	27%	30%	31%

工程及贸易	收入（万元）	132,374	109,478	208,007	395,214	632,342
	增长率	0%	-17%	90%	90%	60%
	毛利率	12%	10%	12%	13%	14%
研发及检测板块	收入（万元）	-	37,870	45,444	54,533	65,440
	增长率	0%	0%	20%	20%	20%
	毛利率	0%	27%	40%	40%	40%
其他	收入（万元）	93,900	29,000	31,900	33,495	35,170
	增长率	0%	-69%	10%	5%	5%
	毛利率	22%	22%	20%	20%	20%
总销售收入	收入（万元）	1,301,574	1,400,158	1,608,221	1,958,391	2,471,025
	增长率	28%	8%	15%	22%	26%
	毛利率	26%	25%	23%	22%	23%

资料来源：东方证券研究所

表 9 可比公司估值水平

可比公司	股价（2010-12-15）	09 EPS	10 EPS	11EPS	09 PE	10 PE	11PE
置信电气	18.22	0.50	0.54	0.74	36.09	33.49	24.79
思源电气	25.31	2.10	0.92	0.99	12.04	27.39	25.46
天威保变	24.80	0.73	0.70	0.94	33.95	35.36	26.48
许继电气	34.99	0.37	0.47	0.67	94.54	75.21	52.59
平高电气	15.17	0.22	0.04	0.23	67.81	367.31	66.45
Average					44.65	93.44	35.59

资料来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

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	23764	26957	31254	营业收入	14001	16082	19584	24710
现金	2607	8668	8659	8529	营业成本	10497	12313	15241	19072
应收账款	6185	7071	8624	10887	营业税金及附加	115	132	161	203
其它应收款	239	256	284	322	营业费用	929	1035	1240	1540
预付账款	1133	1218	1350	1527	管理费用	883	966	1157	1435
存货	5297	6207	7697	9646	财务费用	137	122	87	87
其他	344	343	343	343	资产减值损失	116	83	77	122
非流动资产	5716	8067	8716	9598	公允价值变动收益	20	0	0	0
长期投资	295	295	295	295	投资净收益	36	36	38	38
固定资产	2897	3871	5241	6882	营业利润	1404	1466	1660	2288
在建工程	1317	2836	2103	1317	营业外收入	40	48	58	70
无形资产	918	890	860	831	营业外支出	19	23	28	34
其他	289	176	217	273	利润总额	1425	1492	1690	2324
资产总计	21520	31831	35673	40852	所得税	233	218	248	343
流动负债	13908	13616	16392	20015	净利润	1192	1273	1442	1981
短期借款	913	700	700	700	少数股东损益	37	20	22	25
应付账款	9757	11418	14132	17685	归属于母公司净利润	1155	1253	1420	1956
其他	3238	1499	1560	1630	EBITDA	1494	1930	2236	3050
非流动负债	3407	2768	2769	2769	EPS (元)	0.27	0.29	0.33	0.45
长期借款	1971	1971	1971	1971	主要财务比率				
其他	1436	798	798	799	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	17314	16385	19161	22784	成长能力				
少数股东权益	114	134	157	182	营业收入	14.9%	21.8%	26.2%	21.9%
股本	3050	4357	4357	4357	营业利润	16.1%	4.4%	13.2%	37.9%
资本公积	81	9099	9099	9099	归属于母公司净利润	14.7%	8.5%	13.3%	37.8%
留存收益	960	1856	2899	4429	获利能力				
归属母公司股东权益合计	4091	15312	16356	17886	毛利率	24.8%	23.4%	22.2%	22.8%
负债和股东权益	21520	31831	35673	40852	净利率	8.2%	7.8%	7.2%	7.9%
现金流量表					ROE	28.2%	8.2%	8.7%	10.9%
单位: 百万元					ROIC	24.9%	17.0%	13.7%	16.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	偿债能力				
经营活动现金流	1036	-35	1552	1885	资产负债率	80.5%	51.5%	53.7%	55.8%
净利润	1192	1273	1442	1981	净负债比率				
折旧摊销	33	378	528	713	流动比率	1.14	1.75	1.64	1.56
财务费用	173	122	87	87	速动比率	0.76	1.29	1.18	1.08
投资损失	-36	-36	-38	-38	营运能力				
营运资金变动	-680	-321	-564	-995	总资产周转率	0.65	0.51	0.55	0.60
其它	0	-1516	52	60	应收账款周转率	2.15	2.15	2.15	2.15
投资活动现金流	-1460	-2725	-1099	-1501	应付账款周转率	1.08	1.08	1.08	1.08
资本支出	977	2762	1137	1540	每股指标 (元)				
长期投资	178	0	0	0	每股收益	0.27	0.29	0.33	0.45
其他	-305	36	38	38	每股经营现金流	0.34	-0.01	0.36	0.43
筹资活动现金流	368	8822	-462	-513	每股净资产	1.38	3.55	3.79	4.15
债务融资	1,533	-213	0	0	估值比率				
权益融资	0	10,325	0	0	P/E	28.59	26.36	23.26	16.88
其它	-1,166	-1,291	-462	-513	P/B	7.85	2.14	2.00	1.83
汇率变动影响	0	0	0	0	EV/EBITDA	25	19	16	12
现金净增加额	-73	6061	-9	-130					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn