

湘财证券研究所

行业二部

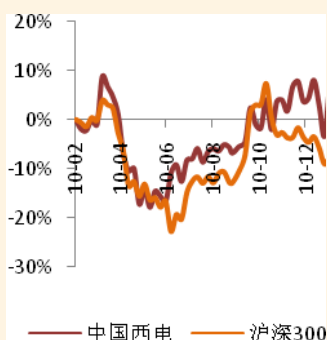
刘正 分析师

执业编号: S0500511010001
联系人:

张俊

Tel: 021-68634518-8646
E-mail: zj3173@xcsc.com
6 个月目标价: 11.1 元
当前股价: 8.6 元
基本资料

总股本 (百万): 4357
流通股 (百万): 1307
总市值 (亿): 374.70
10 年 EPS (元): 0.26
10 年 BVPS (元): 2.43
资产负债率: 43.67%

近期中国西电走势

相关调研报告

20110111-调研报告-配电龙头企业, 目前股价偏低

近期我们重点推荐的中国西电 (6001179) 的股价连创上市以来的新高, 对此我们做出如下点评。

□ 2011 年国家电网第一批项目招标数量大幅提高, 对一次设备生产商产生积极影响

国家电网公司 110 千伏及以上变电工程一次、二次设备集中规模招标于 2011 第一批招标于 1 月 25 日公布, 从整体情况来看一次设备招标数量相对往年有较大幅度的增长。其中, 变压器招标数量为 401 台, 同比增长 450%; 断路器 1736 台, 同比增长 638%; 隔离开关 3854.5 组, 同比增长 343%; 互感器同比增长 225%; 组合电器同比增长 660%。综合第一批招标数量来看, 一次设备的招标数量相比往年有大幅增加。我们分析, 一方面是由于在招标目录中加入了 110 千伏及以下的设备招标, 另一方面原有电压等级的设备招标数量较往年也有大幅提高。我们认为, 如果这个趋势能够持续下去的话, 对于国内唯一的一次设备全产业链都有所涉及的上市公司中国西电未来业绩将产生积极影响。

作为所有一次设备都有涉及的公司, 目前已经招投标的特高压主设备公司份额高达 30-40%, 将受益特高压设备。公司在变压器、隔离开关、电抗器、互感器等各个一次设备中都有所涉及。特高压招投标中, 一般能够参与的公司基本上是三家左右, 公司基本都有所涉猎, 单项占比 1/3, 加总起来在整个一次设备的占比也差不多是 1/3 这样的比例。公司能有今天的格局, 是很早就开始布局。十一五期间, 公司投了 24 个亿技术改造, 形成了以 500KV 设备为主, 并可生产部分特高压设备的生产线。目前特高压主设备中, 大部分设备基本实现国产化, 但有些核心部件还是需要依赖进口。如+800 千伏变压器当中的套管还是要用国外的东西。但公司也有技术, 正在升级。目前 220 千伏的套管已经研制出来的, 到明年年底特高压用的套管也预计能够生产出来。这就逼着外资的设备提供商降价。一根原来卖 1000 万套管, 现在 380 万。目前特高压一次设备主要采取的是议标而不是投标的形式。由于能够生产的企业就那么几家, 一般会召集在一起谈价格。这样一来价格肯定比常规产品要好。特高压未来几年我们预计交流方面有 3000 亿左右的投资, 直流有 1700 亿的投资, 设备占比一般为 45%, 那么一次设备的市场体量有 2100 多亿。

□ 配网市场前景广阔, 收购蜀电是公司布局的第一步

配网, 农网这块公司也有所布局。技术能力工艺都不成问题, 单子小, 以前不想做。高压这块弱一些, 市场。所以配电也要做。下面也有中特 5, 6 个亿。成都收购蜀能, 济南本来在配电这块实力挺强的, 他是和西门子合作, 技术是从西门子来的。配电开关, 以前有一个中低压开关, 上市的时候和宝光股份有个同业竞争的关系, 这块就暂时停掉了。现在开关是集团公司在做。目前集团公司在宝鸡买了 400 亩地, 做几十个亿的规模的开关。适当的时候可能会放入公司。配电设备其实价格还是不错的, 今年做了一个钢厂的项目, 就一个开关柜有一个亿。这本来就是一个高技术含量的东西, 盈利做的很好, 但规模都还不小。最大的 ABB 也就二三十亿。公司是希望整合一下, 做大这一块。配网未来发展更为清晰。成都未来生产规模是 1100 千伏安。这块未来贡献将会很高。公司收购的济南变压器的产能为 3000 千伏安。而目前公司变压器的原有产能是 2 亿千伏安, 如果收购的两家公司产能能够充分释

放的话，公司的相关销售收入增长将达到 20%以上。

□ 海外业务将从 9%的占比提升至 30%，交钥匙是主要业务形态

公司对海外这块业务也非常重视，公司非常重视海外市场，并进行了全面布局。包括东南亚、印度、南美等国家。这块业务可能出现翻番的高增长。公司计划未来出口占比有 08 年的 9%提升至 30%。公司通过设立办事处、合资公司、工场等形式来拓展相关业务。公司综合配套能力在争取海外订单时有很大的优势。海外很多情况是希望交钥匙的形式来做。他们希望整个配网设备都由一家来做，最后交给他们一个完整的输配电系统。

□ 6-12 个月目标价 11.1 元，“买入”评级

根据我们的预测，公司 10、11、12 年的 EPS 分别为 0.26、0.37、0.47 元，我们认为可以给予公司 2011 年 30 倍 PE，目标价 11.1 元。

□ 风险提示

特高压建设规模低于预期。

表 1、各项业务收入及毛利率预测

(营业收入 百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
变压器	3737	4468	4557	5469	6672
yoy(%)	-	19.56%	2.00%	20.00%	22.00%
开关	3923	4833	4543	4906	5642
yoy(%)	-	23.20%	-6.00%	8.00%	15.00%
电力电子及系统模块	266	570	1294	1695	2237
yoy(%)	-	114.29%	127.00%	31.00%	32.00%
电容器	458	523	617	753	941
yoy(%)	-	14.19%	18%	22%	25%
主营业务收入	8384	10394	11011	12823	15493
yoy(%)	-	23.97%	5.94%	16.45%	20.82%
其他业务收入	1771	2621	2752	3165	3956
yoy(%)	-	48.00%	5.00%	15.00%	25.00%
营业收入	10155	13015	13763	15988	19449
yoy(%)	-	28.16%	5.75%	16.16%	21.65%
(营业成本 百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
变压器	2710	3191	3372	4020	4871
开关	2756	3565	3430	3655	4204
电力电子及系统模块	196	434	1109	1271	1674
电容器	307	364	420	514	649
主营业务成本	5969	7554	8331	9460	11397
其他业务成本	1368	2105	2215	2548	3145
营业成本	7337	9659	10546	12008	14542

(毛利率)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
变压器	27.48%	28.58%	26.00%	26.50%	27.00%
开关	29.75%	26.24%	24.50%	25.50%	25.50%
电力电子及系统模块	26.32%	23.86%	14.30%	25.00%	25.20%
电容器	32.97%	30.40%	32.00%	31.70%	31.00%
主营业务毛利率	28.80%	27.32%	24.34%	26.22%	26.44%
其他业务毛利率	22.76%	19.69%	19.50%	19.50%	20.50%
综合毛利率	27.75%	25.79%	23.37%	24.89%	25.23%

信息来源：公司公告、湘财证券研究所

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	23907	27932	32766	营业收入	14001	14806	17199	20922
现金	2607	15122	12151	21563	营业成本	10497	11346	12918	15644
应收账款	6185	1722	8444	3495	营业税金及附加	115	132	150	184
其他应收款	239	217	277	333	营业费用	929	994	1150	1401
预付账款	581	864	894	1119	管理费用	883	959	1104	1347
存货	5297	5180	5211	5196	财务费用	137	-46	-132	-178
其他流动资产	896	802	955	1061	资产减值损失	116	91	95	97
非流动资产	5716	5916	6669	7363	公允价值变动收益	20	2	3	6
长期投资	295	273	281	278	投资净收益	36	31	33	32
固定资产	2897	3625	4572	5391	营业利润	1404	1364	1950	2466
无形资产	887	865	836	809	营业外收入	40	33	34	34
其他非流动资产	1637	1153	981	885	营业外支出	19	21	21	21
资产总计	21520	29823	34601	40129	利润总额	1425	1375	1963	2480
流动负债	13908	10804	13330	16254	所得税	233	209	306	383
短期借款	842	824	830	828	净利润	1192	1166	1657	2097
应付账款	4758	4020	5065	6096	少数股东损益	37	36	51	64
其他流动负债	8308	5960	7435	9330	归属母公司净利润	1155	1130	1606	2032
非流动负债	3407	3837	4428	4930	EBITDA	1809	1511	2066	2593
长期借款	1971	2365	2838	3405	EPS (元)	0.38	0.26	0.37	0.47
其他非流动负债	1436	1472	1590	1525	主要财务比率				
负债合计	17314	14641	17758	21184	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	114	150	201	265	成长能力				
股本	3050	4357	4357	4357	营业收入	7.9%	5.8%	16.2%	21.7%
资本公积	81	8583	8583	8583	营业利润	16.1%	-2.9%	43.0%	26.5%
留存收益	960	2091	3697	5730	归属于母公司净利润	14.7%	-2.1%	42.1%	26.5%
归属母公司股东权益	4091	15032	16642	18680	获利能力				
负债和股东权益	21520	29823	34601	40129	毛利率 (%)	25.0%	23.4%	24.9%	25.2%
现金流量表					净利率 (%)	8.2%	7.6%	9.3%	9.7%
单位: 百万元					ROE (%)	28.2%	7.5%	9.7%	10.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	26.6%	32.0%	17.7%	100.4%
经营活动现金流	1036	2910	-2695	9627	偿债能力				
净利润	1192	1166	1657	2097	资产负债率 (%)	80.5%	49.1%	51.3%	52.8%
折旧摊销	268	194	248	305	净负债比率 (%)	16.65%	22.02%	20.90%	20.24%
财务费用	137	-46	-132	-178	流动比率	1.14	2.21	2.10	2.02
投资损失	-36	-31	-33	-32	速动比率	0.75	1.73	1.70	1.69
营运资金变动	-680	1896	-4813	7675	营运能力				
其他经营现金流	155	-269	378	-239	总资产周转率	0.69	0.58	0.53	0.56
投资活动现金流	-1460	-376	-978	-967	应收账款周转率	3	4	3	3
资本支出	977	430	1000	1000	应付账款周转率	2.48	2.59	2.84	2.80
长期投资	-87	-16	7	-1	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-570	39	29	32	每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.26	0.37	0.47
筹资活动现金流	368	9981	702	752	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.24	0.67	-0.62	2.21
短期借款	55	-18	6	-2	每股净资产 (最新摊薄)	0.94	3.45	3.82	4.29
长期借款	1802	394	473	568	估值比率				
普通股增加	0	1307	0	0	P/E	32.44	33.15	23.33	18.44
资本公积增加	-17	8502	0	0	P/B	9.16	2.49	2.25	2.01
其他筹资现金流	-1472	-204	223	187	EV/EBITDA	21	25	18	15
现金净增加额	-73	12515	-2971	9412					

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。