

2011年6月29日

中国西电

“行业整合”继续，盈利能力仍堪忧

A
持有

601179.SS- 人民币 6.09

目标价格: 人民币 6.48 (▲8.50)

胡文洲, CFA*

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(23)	(1)	(28)	(4)
相对新华富时A50指数(%)	(23)	(2)	(23)	(8)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	4,357
流通股(%)	33.67
流通股市值(人民币 百万)	8,934
3个月日均交易额(人民币 百万)	160
净负债率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
中国西电集团公司	58.13%

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*刘波、武雯为本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

国内输配电行业仍然处在“行业整合”期，公司通过收购方式逐步完善开关、变压器以及核心部件的产业布局。继10年收入及毛利率齐降之后，11年业绩仍有较大压力。“行业整合”期内公司加大国外市场开拓力度，为未来成为具有国际化竞争力的输配电设备供应商奠定基础。我们将目标价下调至6.48元，维持持有评级。

支撑评级的要点

- 供需不平衡、竞争激烈导致毛利率大幅下滑，盈利能力仍堪忧。公司2010年实现营业收入129亿，同比下滑8%，净利润同比下滑44.64%。2011年1季度营业收入达21亿，同比下降13%，净利润下滑77.2%，大幅低于市场预期。主要原因是2010年两网招标规模大幅下滑，导致供需失衡，竞争激烈致价格和毛利率大幅下滑。此外，原材料价格持续上涨，不断侵蚀公司利润。我们预计这一影响还会持续，并在半年报和第三季度继续显现，全年盈利水平依然堪忧。
- “行业整合”未完，战略布局和转型仍在继续。2010年以来，输配电行业处于“行业整合”期，预计至少需要2年左右，此后，行业集中度将大幅提高。在“行业整合”期，公司卧薪尝胆，实现战略布局和转型。产品体系方面，公司将完成由高压一次设备制造企业向输配电设备制造和系统集成企业的转变；产业布局方面，公司还将全面进军工业、新能源、轨道交通领域。公司将向控制、保护和自动化产品全面发展。
- 海外市场有待开拓，出口业务有增长空间。公司积极开拓国外市场，2010年公司海外市场份额也有所回升，占总收入的9%，国际输变电设备市场容量巨大，中东、非洲、中亚及俄罗斯的电网改造等需求必将使公司收益，中国制造具有较强的竞争优势，目前公司已在东南亚地区设有办事处、分公司。

估值

- 下调目标价至6.48元和维持持有评级。我们预计公司2011、2012、2013年的摊薄每股收益分别为0.18、0.36、0.51元。给予2012年18倍市盈率，目标价由8.50元下调至6.48元，维持持有评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	14,031	12,928	14,175	16,242	18,952
变动(%)	7.8	(7.9)	9.6	14.6	16.7
净利润(人民币 百万)	1,155	639	783	1,584	2,208
全面摊薄每股收益(人民币)	0.27	0.15	0.18	0.36	0.51
变动(%)	15.15	(44.64)	22.41	102.32	39.43
市盈率(倍)	22.97	41.50	33.90	16.76	12.02
每股现金流量(人民币)	0.27	0.05	0.78	0.61	0.94
价格/每股现金流量(倍)	22.97	125.55	7.78	9.95	6.50
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.15	22.13	14.84	6.99	4.35
每股股息(人民币)	0.00	0.04	0.02	0.04	0.05
股息率(%)	0.0	0.7	0.3	0.6	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

下调目标价至 6.48 元和维持持有评级

我们预计公司 2011、2012、2013 年的摊薄每股收益分别为 0.18、0.36、0.51 元。给予 2012 年 18 倍市盈率，下调目标价至 6.48 元，维持持有评级。

图表 2. 盈利预测及假设

(人民币, 百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
开关						
营业收入	4,833	5,169	3,936	4,211	4,548	4,957
同比增长 (%)	23.2	7.0	(23.9)	7.0	8.0	9.0
毛利率 (%)	26.3	26.7	27.3	24.3	28.0	29.0
变压器						
营业收入	4,468	4,824	4,695	5,165	5,940	6,949
同比增长 (%)	19.6	8.0	(2.7)	10.0	15.0	17.0
毛利率 (%)	28.6	27.3	23.0	22.6	28.1	28.1
工程及贸易						
营业收入	1,324	1,095	1,621	1,945	2,393	2,967
同比增长 (%)	34.8	(17.3)	48.1	20.0	23.0	24.0
毛利率 (%)	11.5	9.8	11.6	11.2	14.2	15.0
电容器						
营业收入	523	613	439	505	586	686
同比增长 (%)	14.3	17.1	(28.3)	15.0	16.0	17.0
毛利率 (%)	30.4	37.0	32.2	32.0	32.1	38.3
绝缘子及避雷器						
营业收入	358	362	409	450	499	561
同比增长 (%)	(2.2)	1.3	12.9	10.0	11.0	12.3
毛利率 (%)	43.4	41.7	23.0	23.0	40.0	47.1
电子电力						
营业收入	1,509	1,589	1,073	1,133	1,197	1,266
同比增长 (%)	119.0	5.3	(32.5)	5.6	5.7	5.8
毛利率 (%)	22.8	31.5	28.9	28.1	30.3	28.5
研发与检测板块						
营业收入		379	547	766	1,079	1,565
同比增长 (%)			44.4	40.0	41.0	45.0
毛利率 (%)		26.9	27.2	26.0	30.1	32.0
收入合计	13,016	14,031	12,928	14,175	16,242	18,952
同比增长 (%)	28.2	7.8	(7.9)	9.6	14.6	16.7
毛利率合计 (%)	25.8	25.2	24.0	22.5	26.8	27.6
销售费用率 (%)	6.8	6.6	6.9	6.9	7.0	7.1
管理费用率 (%)	6.8	6.3	8.1	8.1	7.0	6.4
财务费用率 (%)	1.3	1.0	0.6	(0.1)	(0.1)	(0.1)
实际所得税率 (%)	12.9	16.4	17.6	17.6	17.6	17.6

资料来源：公司数据及中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	14,031	12,928	14,175	16,242	18,952
销售成本	(10,497)	(9,821)	(10,985)	(11,883)	(13,727)
经营费用	(1,752)	(1,856)	(1,935)	(1,995)	(2,297)
息税折旧前利润	1,783	1,251	1,255	2,364	2,927
折旧及摊销	(236)	(321)	(464)	(519)	(532)
经营利润(息税前利润)	1,547	930	791	1,844	2,396
净利息收入/(费用)	(173)	(92)	156	202	259
其他收益/(损失)	51	(45)	35	(93)	56
税前利润	1,425	794	981	1,953	2,710
所得税	(233)	(140)	(172)	(343)	(476)
少数股东权益	(37)	(15)	(26)	(26)	(26)
净利润	1,155	639	783	1,584	2,208
核心净利润	1,155	639	783	1,584	2,208
每股收益(人民币)	0.27	0.15	0.18	0.36	0.51
核心每股收益(人民币)	0.27	0.15	0.18	0.36	0.51
每股股息(人民币)	0.00	0.04	0.02	0.04	0.05
收入增长(%)	7.80	(7.86)	9.64	14.59	16.68
息税前利润增长(%)	12.24	(39.87)	(15.03)	133.26	29.92
息税折旧前利润增长(%)	12.94	(29.82)	0.27	88.37	23.86
每股收益增长(%)	14.66	(44.64)	22.41	102.32	39.43
核心每股收益增长(%)	36.90	(44.64)	22.41	102.32	39.43

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2,607	7,201	10,377	12,648	16,691
应收帐款	6,185	6,615	6,602	7,120	6,750
库存	5,297	4,725	3,541	3,830	3,687
其他流动资产	1,659	1,725	1,027	583	37
流动资产总计	15,804	20,361	21,618	24,258	27,239
固定资产	4,236	4,645	3,948	4,190	4,050
无形资产	887	986	980	978	975
其他长期资产	592	606	530	602	692
长期资产总计	5,716	6,237	5,458	5,769	5,718
总资产	21,520	26,598	27,076	30,028	32,957
应付帐款	5,988	5,401	5,558	6,013	6,946
短期债务	842	103	33	0	0
其他流动负债	7,078	4,355	3,803	4,764	4,622
流动负债总计	13,908	9,859	9,395	10,777	11,568
长期借款	1,971	88	288	388	488
其他长期负债	1,436	1,587	1,602	1,623	1,650
股本	3,050	4,357	4,357	4,357	4,357
储备	1,041	10,383	11,088	12,513	14,500
股东权益	4,091	14,740	15,445	16,870	18,857
少数股东权益	114	323	347	370	394
总负债及权益	21,520	26,598	27,076	30,028	32,957
每股帐面价值(人民币)	1.34	3.38	3.54	3.87	4.33
每股有形资产(人民币)	1.10	3.11	3.31	3.63	4.09
每股净负债/(现金)(人民币)	0.07	(1.61)	(2.31)	(2.81)	(3.72)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	1,425	794	981	1,953	2,710
折旧与摊销	236	321	464	519	532
净利息费用	173	92	(156)	(202)	(259)
运营资本变动	(1,447)	(410)	1,336	(507)	1,303
税金	(233)	(140)	(172)	(343)	(476)
其他经营现金流	1,001	(446)	958	1,248	273
经营活动产生的现金流	1,155	211	3,411	2,667	4,083
购买固定资产净值	(1,911)	(1,361)	(994)	(540)	(215)
投资减少/增加	36	28	31	34	37
其他投资现金流	(182)	(72)	521	(0)	(0)
投资活动产生的现金流	(2,057)	(1,405)	(442)	(506)	(178)
净增权益	(17)	8,702	0	0	0
净增债务	544	(2,722)	286	268	359
支付股息	0	(192)	(78)	(158)	(221)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	528	5,788	208	110	138
现金变动	(373)	4,594	3,176	2,271	4,043
期初现金	2,980	2,607	7,201	10,377	12,648
公司自由现金流	(846)	(1,098)	3,145	2,391	4,198
权益自由现金流	901	(3,845)	3,258	2,433	4,267

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率(%)	12.7	9.7	8.9	14.6	15.4
息税前利润率(%)	11.0	7.2	5.6	11.4	12.6
税前利润率(%)	10.2	6.1	6.9	12.0	14.3
净利率(%)	8.2	4.9	5.5	9.7	11.7
流动性					
流动比率(倍)	1.1	2.1	2.3	2.3	2.4
利息覆盖率(倍)	13.8	9.9	48.5	75.5	78.1
净权益负债率(%)	4.9	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	1.6	1.9	1.9	2.0
估值					
市盈率(倍)	23.0	41.5	33.9	16.8	12.0
核心业务市盈率(倍)	23.0	41.5	33.9	16.8	12.0
目标价对应核心业务	24.7	44.6	36.4	18.0	12.9
市净率(倍)	4.5	1.8	1.7	1.6	1.4
价格/现金流(倍)	22.97	125.55	7.78	9.95	6.50
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.2	22.1	14.8	7.0	4.4
周转率					
存货周转天数	186.2	179.1	120.0	120.0	100.0
应收帐款周转天数	160.9	186.8	170.0	160.0	130.0
应付帐款周转天数	155.8	148.2	132.1	132.1	132.1
回报率					
股息支付率(%)	0.0	30.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	28.4	4.4	5.2	9.8	12.4
资产收益率(%)	6.0	2.9	2.4	5.3	6.3
已运用资本收益率(%)	22.8	6.7	6.2	12.3	14.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告, 具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户; 2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队, 其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础, 整合形成证券投资顾问服务建议或产品, 提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的, 亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策; 需充分咨询证券投资顾问意见, 独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息, 仅供收件人使用。阁下作为收件人, 不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人, 或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的, 中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施, 追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用, 并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要, 不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请, 亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议, 阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前, 就该投资产品的适合性, 包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到, 但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外, 中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问, 本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料, 中银国际集团未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的, 纯粹为了阁下的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状, 不构成任何保证, 可随时更改, 毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证, 也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断, 可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现, 可能在出售或变现投资时存在难度。同样, 阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述, 阁下须在做出任何投资决策之前, 包括买卖本报告涉及的任何证券, 寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371