



业绩已达底部，预期逐步向好

增持维持

投资要点:

- 电力电子产品未交货导致该板块低于预期
- 在手订单 159 亿，其中电力电子在手订单 35 亿元，订单充裕
- 特高压交直流建设将改善预期，PB 已达 1.52 倍，“增持”评级

- 营业收入 50.84 亿，净利润 3595 万元，同比下降 93.4%。上半年公司实现营业收入 50.84 亿元，同比下降 23.7%；归属上市公司净利润 3595 万元，同比下降 93.4%；每股收益 0.01 元。收入同比下滑包括开关及电容器价格大幅下滑导致收入降低、电力电子产品交货时间不均衡导致收入同比降幅较大；而净利润大幅下滑的原因除收入同比下滑外，由于产品价格下滑和原材料成本持续上升，使综合毛利率大幅下降 4.26 个百分点至 20.89%，同时销售费用与管理费用高企。
- 在手订单充裕，一次设备情况已有所改善。截至报告期末公司在手订单 159 亿元，其中电力电子板块在手订单约 35 亿元，而上半年电力电子板块仅实现收入 3985 万元，下半年有望快速恢复。同时一次设备目前原材料成本已有所下降，而价格也已企稳并略有回升，因此一次设备情况的预期已经有所改善。
- 海外拓展顺利，特高压逐步推进改善公司预期。公司上半年新增国外办事处 7 个，目前驻国外机构已达 15 个，产品首次进入瑞典和法国等高端市场，上半年海外的销售收入也同比增长了 2.81 个百分点。目前特高压直流进展顺利，而特高压交流也有望在下半年获批 1~2 条线，作为能够全面提供特高压交直流一次设备的唯一一家公司，特高压的逐步推进将改善公司预期。
- PB 已达 1.52 倍，维持“增持”评级。对公司未来三年的每股收益的预测分别为 0.06/0.13/0.19 元，虽然从业绩看公司短期内改善可能性较小，但目前 PB 已达 1.52 倍，且随着预期逐步改善，目前股价已经具备长期投资的价值，维持对公司的“增持”评级。

主要经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	14001.17	12882.53	11846.33	13970.06	16442.27
收入增长率	7.57%	-7.99%	-8.04%	17.93%	17.70%
母公司净利润	1155.08	639.45	244.54	544.87	811.90
净利润增长率	14.66%	-44.64%	-61.76%	122.82%	49.01%
毛利率	25.03%	23.77%	20.95%	21.91%	22.57%
EPS	0.265	0.147	0.056	0.125	0.186
ROE	28.23%	4.34%	1.63%	3.52%	5.01%

分析师

王静 (S1180207090092)

赵曦 (S1180511010008)

电话: 010-88085960

Email: zhaoxi@hysec.com

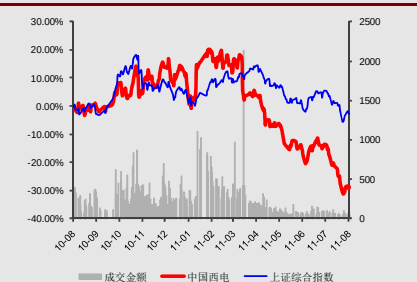
联系人

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (万股)	435,700
流通股 (万股)	146,700
控股股东	中国西电集团公司
控股股东持股比例	58.13%

相关研究

1 中国西电三季报点评: 价格战后果开始显现

2010.10

2 中国西电中报点评: 未来还看海外市场与特高压

2010.08

表 1 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	20,542	20,856	22,723	24,929	营业收入	12,883	11,846	13,970	16,442
货币资金	7,011	7,033	6,598	8,438	营业成本	9,821	9,365	10,909	12,732
应收与预付款项	7,826	7,973	9,135	9,994	营业税金及附加	139	130	147	173
存货	4,725	4,880	6,029	5,546	销售费用	898	841	964	1,102
非流动资产	5,712	5,629	5,566	5,413	管理费用	1,049	1,007	1,132	1,299
固定资产在建工程	4,617	4,656	4,716	4,685	财务费用	72	53	52	59
无形资产待摊费用	1,050	928	806	683	资产减值损失	119	101	101	101
资产总计	26,254	26,485	28,289	30,343	投资收益	28	0	0	0
流动负债	8,454	8,467	9,776	11,084	利润总额	794	294	656	978
短期借款	103	153	203	253	所得税	140	44	98	147
应付与预收账款	8,351	8,314	9,573	10,831	净利润	655	250	558	831
长期借款	884	884	884	884	少数股东损益	15	6	13	19
非流动负债	2,736	2,724	2,704	2,684	归属母公司净利	639	245	545	812
负债合计	11,191	11,191	12,481	13,768	EPS (元)	0.147	0.056	0.125	0.186
股本	4,357	4,357	4,357	4,357	主要财务比率				
资本公积	8,783	8,783	8,783	8,783	成长能力				
留存收益	1,600	1,825	2,326	3,073	营业收入	-7.99%	-8.04%	17.93%	17.70%
少数股东权益	323	329	342	361	净利润	-45.08%	-61.77%	122.82%	49.01%
归属于母公司权益	14,740	14,965	15,466	16,213	获利能力				
负债股东权益合计	26,254	26,485	28,289	30,343	毛利率	23.77%	20.95%	21.91%	22.57%
现金流量表					净利率	5.08%	2.11%	3.99%	5.05%
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	ROE	4.34%	1.63%	3.52%	5.01%
经营活动现金流	-381	773	419	2,694	偿债能力				
净利润	624	297	566	831	资产负债率	42.62%	42.25%	44.12%	45.38%
折旧摊销	356	791	871	961	流动比率	2.12	2.15	2.07	2.03
资产减值损失	119	101	101	101	速动比率	1.57	1.58	1.46	1.53
利息费用	92	-77	-68	-81	营运能力				
投资活动现金流	-641	-859	-929	-920	总资产周转率	0.49	0.45	0.49	0.54
融资活动现金流	5,343	107	74	66	应收账款周转率	1.81	1.63	1.69	1.82
现金流量净额	4,275	21	-435	1,840	存货周转率	2.08	1.92	1.81	2.30

注: 资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

分析师简介:

王静: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

赵曦: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张琚 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。