

故障录波装置龙头企业，受益智能电网建设

——中元华电（300018）调研快报

2011 年 12 月 28 日

推荐/首次

中元华电

调研快报

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：李根

010-66554021

ligen@dxzq.net.cn

事件：

近日到中元华电进行了调研，并就公司的未来发展经营情况与公司进行了沟通交流，现将主要观点汇总如下：

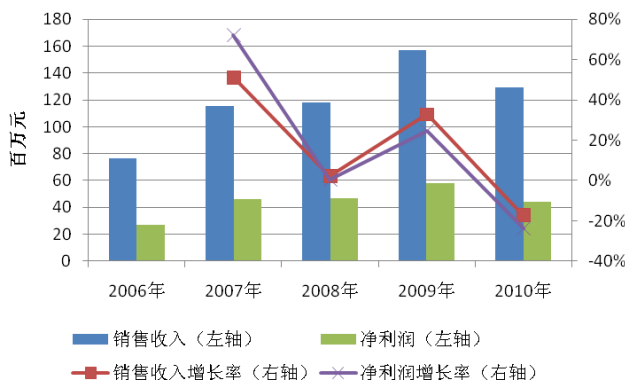
一、电力故障录波分析装置龙头企业，受益智能变电站建设

国内故障录波分析装置龙头企业，产品线丰富。公司故障录波分析装置一直处于国内领先地位，今年共生产了约 1000 多套故障录波分析装置，其中约 60%销售至国网，30%销售至南网，其余 10%销售至五大发电集团。故障录波装置主要应用于 110kv 及以上变电站。根据电压等级不同，单个变电站配套的故障录波器数量也存在差异，一般 500kv 变电站需配套 8-10 台，220kv 需配套 5-8 台，110kv 需配套 2-3 台。

对于故障录波分析装置，公司产品的核心竞争力在于网络技术、通信技术、嵌入式技术、DSP 技术、软件技术等方面。

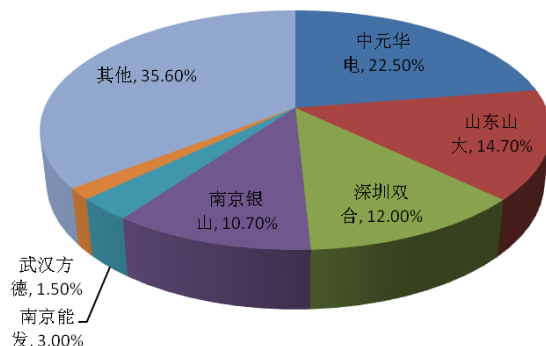
公司注重新产品的研发，研发人员储备充足。公司目前员工总数约 300 人，其中研发人员约 100 人。雄厚的研发实力使得公司产品线十分丰富，在故障录波领域，公司产品除传统的故障录波装置外，还包括适用于智能变电站的智能化网络动态记录装置以及网络报文记录仪，随着智能变电站的推广，公司相关产品有望快速发展。

图 1：公司 2006 年以来收入及利润情况



资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 2：2008 年国内故障录波装置市场占有率情况



资料来源：公司公告，东兴证券整理

公司业绩与智能变电站推广进度密切相关，有望充分受益智能电网建设。“十二五”期间国家电网在智能电网中电网建设本身以及智能化方面的投资将达 1.5 万亿元，即每年 3000 亿元左右，其中，对配电网建设的投资额占 50%、输电网投资额占 50%。智能化投资方面，“十二五”期间，国网公司电网智能化投资的总额为预计为 2800 亿元，年均投资 560 亿元，为“十一五”年均投资 250 亿元的 2.24 倍。

“十二五”期间我国将建设 110 千伏及以上智能变电站 6100 座。按照国家电网的规划，2009 年至 2010 年为规划试点阶段，目前建成 110 千伏至 750 千伏智能变电站 18 座，在建 56 座。9 月 28 日，国家电网公司总经理刘振亚 2011 智能电网国际论坛上表示，“十二五”期间我国将建设 110 千伏及以上智能变电站 6100 多座，其中新建 5100 多座，改造建设 1000 多座。统计数据显示，未来 10 年，变电领域智能化投资规模达到 748 亿元，占智能化总投资的 19.5%。

二、北斗卫星导航系统将成为时间同步系统的主要信号来源

北斗卫星导航系统正式提供试运行服务，战略意义重大。12 月 27 日，北斗卫星导航系统开始正式提供试运行服务，服务范围覆盖我国及周边地区。北斗是我国自主建设、独立运行的卫星导航系统，可在全球范围内全天候、全天时为各类用户提供高精度、高可靠的定位、导航、授时服务，并兼具短报文通信能力。

按照“三步走”的发展战略，北斗卫星导航系统建设正稳步推进。第一步业已完成，2000 年建成了北斗卫星导航试验系统，使中国成为世界上第三个拥有自主卫星导航系统的国家；第二步，建设北斗卫星导航系统，2012 年左右形成覆盖亚太大部分地区的服务能力；第三步，2020 年左右，北斗卫星导航系统将形成全球覆盖能力。

截至目前，北斗卫星导航系统已经发射了 10 颗卫星，建成了基本系统。按照发射计划，2012 年将发射 6 颗组网卫星，进一步扩大服务区并提高服务性能，形成覆盖亚太大部分地区的服务能力。

北斗系统应用领域逐步扩大，时间同步装置已经开始使用北斗作为信号来源。目前，国网要求时间同步装置必须支持北斗系统，公司产品对 GPS 和北斗系统均支持，并能够实现自动互转。出于战略安全的考虑，我们认为，北斗系统将逐步取代 GPS 系统成为电力时间同步装置的信源，广泛应用于电力授时领域。目前，公司在时间同步装置的市场占有率约 20%，产品可以满足 IEEE1588 通信标准，在智能电网全面建设的背景下，公司产品面临广阔的发展空间。另外，除电力系统外，冶金、石化、轨道交通等领域均存在授时需求，且对授时的精度要求较低，技术门槛相应较低，公司时间同步装置具备向其他领域拓展市场的潜力。

三、收购成都智达，双方实现共赢

2011 年 7 月，公司使用超募资金收购四川宏业电力集团有限公司持有的成都智达电力自动控制有限公司 66% 的股权，成为成都智达的控股股东。同时，公司与宏业集团共同对成都智达按股权比例同比例增资，增资完成后成都智达注册资本增加到 3000 万元。

成都智达电力自动控制有限公司是一家专业提供电力系统自动化产品与服务的高新技术企业，主要产品为 JBK3000 变电站综合自动化系统，主要应用于 110 千伏及以下的中低压变电站，少量应用于 220 千伏变电站。成都智达自 2004 年以来承担的 110 千伏及以上电力系统工程超过 270 个（其中 220 千伏电力系统工程 6 个）、承担的 35 千伏及电力系统工程超过 140 个。

目前，成都智达的业务主要集中在四川地区，由于注册资本等原因，不能参加国网集中招标。本次收购及增资完成后，成都智达已具备参与国网集中招标资格，公司产品质量较好，在行业内获得了较好口碑，借助中元华电的资源及平台优势，成都智达业绩有望实现快速增长。

四、盈利预测

在智能电网大规模建设的背景下，智能变电站有望在未来 1-2 年内迎来快速建设期。公司业绩与智能变电站推广进度密切相关，主要产品故障录波分析装置及时间同步装置具备较大发展潜力。同时，公司收购成都智达 66% 股权，凭借公司的资源和平台优势，成都智达有望在国网集中招标中有所斩获。

综合考虑以上因素，预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.33 元，0.51 元和 0.63 元，给予公司 2012 年 30 倍市盈率，对应目标价 15.3 元，首次给予推荐评级。

表 1：公司财务预测

指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	129.55	180.21	299.17	419.41
增长率（%）	-17.45%	39.11%	66.01%	40.19%
净利润（百万元）	44.11	43.05	65.59	82.00
增长率（%）	-23.95%	-2.40%	52.36%	25.02%
每股收益(元)	0.339	0.331	0.505	0.631
净资产收益率（%）	6.71%	6.43%	9.51%	11.48%
PE	30.06	30.80	20.22	16.17
PB	2.02	1.98	1.92	1.86

资料来源：东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

李根

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业研究。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰高级研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。