

2017年08月30日

中国西电 (601179.SH)

## 一次设备带动收入增长，业绩略超预期

■ **事件：**公司发布半年报，上半年实现营业收入 61.47 亿元 (+yoy11.52%)，归母净利润 5.94 亿元 (+yoy28.15%)，扣非后归母净利润 5.60 亿元 (+yoy26.87%)，综合毛利率 32.79%，相比去年同期上升 1.78 个百分点。

■ **项目交付，国内收入稳步增长，毛利率提高。**报告期内，受益于国家重点项目建设，公司国内业务实现收入 56.08 亿元，同比增长 15.67%，毛利率达到 31.96%，比去年同期增加 0.47 个百分点。海外业务实现收入 4.53 亿元，同比下滑 17.03%，主要是由于海外项目交货周期不均衡。海外业务毛利率达到 21.18%，增长 8.77 个百分点。公司综合毛利率 32.79%，相比去年同期上升 1.78 个百分点，在上游原材料价格上涨的情况下，公司成本控制较好。公司上半年销售费用 4.44 亿元，与去年同期基本持平，管理费用 7.76 亿元，同比增长 10.78%，财务费用 5997 万元，同比增长 1296.47%，主要是同期基数低，本期受到汇兑损益影响。

■ **开关、研发检测以及变压器业务表现出色，中标量下滑。**上半年公司开关、研发检测业务收入 27.73 亿元，同比增长 14.49%，毛利率 39.62%，比去年同期下降 0.89 个百分点。上半年公司开关产品累计中标 6.12 亿元，同比下滑 43%。上半年公司变压器业务收入 22.61 亿元，同比增长 21.60%，销量 5581 万千伏安，同比增长 7.5%。这两项业务的增长主要来源于重点项目的交付。

在国家重点客户招标中，上半年开关和变压器业务公司中标都出现同比下滑。主要是，2015、2016 年是特高压集中招标的高峰期。

■ **海外基地顺利建设，业务有序拓展。**公司公告，2017 年 3 月，中国西电与印尼 CCM 公司合资建设的西电斯科印尼有限公司举行开业典礼，并试制成功首台 500 千伏 167 兆伏安电力变压器。子公司西电埃及与埃及输电公司、埃及电力控股公司先后签署坦塔 220kV 等多个 GIS 变电站项目和变压器供货项目合同。

■ **投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.26/0.32/0.38 元，业绩增速分别为 18.3%、22.7%、19.3%。维持公司增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 8.00 元。

公司快报

证券研究报告

一次设备

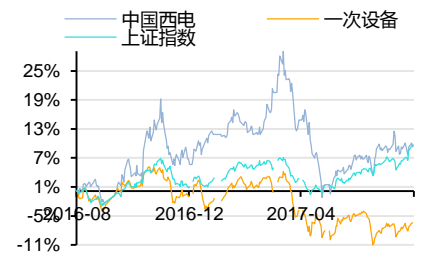
投资评级 **增持-A**  
维持评级

6 个月目标价：**8.00 元**  
股价 (2017-08-30) **5.69 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	29,166.27
流通市值 (百万元)	29,166.27
总股本 (百万股)	5,125.88
流通股本 (百万股)	5,125.88
12 个月价格区间	5.16/6.82 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.22	-0.05	-0.41
绝对收益	0.18	8.1	9.15

邓永康

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050005  
dengyk@essence.com.cn

陈乐

报告联系人

chenle1@essence.com.cn

吴用

报告联系人

wuyong1@essence.com.cn

### 相关报告

中国西电：一次设备龙头，业绩增长高于行业，特高压利好未来业绩/黄守宏 2017-04-11

■ **风险提示：**特高压项目推进不及预期，海外市场拓展不及预期，原材料价格上涨风险，汇率波动风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	13,337.4	14,173.8	15,971.8	17,837.5	19,567.7
净利润	904.0	1,127.9	1,333.9	1,637.3	1,952.7
每股收益(元)	0.18	0.22	0.26	0.32	0.38
每股净资产(元)	3.60	3.71	3.86	4.05	4.29
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	32.3	25.9	21.9	17.8	14.9
市净率(倍)	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3
净利润率	6.8%	8.0%	8.4%	9.2%	10.0%
净资产收益率	4.9%	5.9%	6.7%	7.9%	8.9%
股息收益率	2.5%	1.8%	1.4%	2.2%	2.7%
ROIC	8.1%	12.6%	13.7%	21.6%	18.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	13,337.4	14,173.8	15,971.8	17,837.5	19,567.7	<b>成长性</b>					
减:营业成本	9,629.7	9,873.5	11,357.3	12,747.7	13,974.9	营业收入增长率	-5.3%	6.3%	12.7%	11.7%	9.7%
营业税费	111.9	142.5	138.8	148.9	157.2	营业利润增长率	26.5%	23.3%	17.7%	24.1%	20.3%
销售费用	971.4	1,075.7	1,165.9	1,271.8	1,369.7	净利润增长率	32.1%	24.8%	18.3%	22.7%	19.3%
管理费用	1,563.4	1,784.7	1,836.8	1,890.8	1,937.2	EBITDA 增长率	23.6%	18.9%	12.0%	14.4%	14.7%
财务费用	8.1	8.1	22.3	-16.4	-18.8	EBIT 增长率	38.2%	22.2%	18.1%	21.1%	20.3%
资产减值损失	172.2	193.3	133.0	136.2	124.2	NOPLAT 增长率	43.2%	28.9%	19.0%	21.1%	20.3%
加:公允价值变动收益	-5.4	-0.2	-1.6	1.1	-0.2	投资资本增长率	-17.2%	9.3%	-23.0%	42.4%	-44.0%
投资和汇兑收益	132.8	137.9	128.0	132.9	132.9	净资产增长率	2.6%	4.2%	3.8%	4.8%	5.4%
<b>营业利润</b>	994.6	1,226.5	1,444.1	1,792.5	2,156.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	86.9	72.1	65.1	74.7	70.7	毛利率	27.8%	30.3%	28.9%	28.5%	28.6%
<b>利润总额</b>	1,081.6	1,298.6	1,509.2	1,867.2	2,226.7	营业利润率	7.5%	8.7%	9.0%	10.0%	11.0%
减:所得税	179.2	164.4	188.7	233.4	278.3	净利润率	6.8%	8.0%	8.4%	9.2%	10.0%
<b>净利润</b>	904.0	1,127.9	1,333.9	1,637.3	1,952.7	EBITDA/营业收入	12.1%	13.5%	13.5%	13.8%	14.4%
						EBIT/营业收入	7.6%	8.8%	9.2%	10.0%	10.9%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	136	127	108	86	68
货币资金	10,284.3	9,936.0	12,812.5	10,676.3	16,317.2	流动营业资本周转天数	85	71	53	70	63
交易性金融资产	15.3	15.2	13.5	14.6	14.4	流动资产周转天数	635	638	601	601	605
应收账款	7,879.9	7,988.0	5,967.3	12,696.1	7,129.7	应收账款周转天数	206	202	157	188	182
应收票据	772.5	937.5	645.9	1,274.9	861.1	存货周转天数	109	91	106	103	101
预付账款	556.9	1,173.9	373.8	1,476.4	651.1	总资产周转天数	856	854	789	752	731
存货	3,832.8	3,350.0	6,068.7	4,112.4	6,860.0	投资资本周转天数	255	227	186	176	147
其他流动资产	1,046.2	2,414.9	1,669.4	1,710.1	1,931.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	243.5	416.4	281.6	313.8	337.3	ROE	4.9%	5.9%	6.7%	7.9%	8.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.8%	3.3%	3.7%	4.2%	4.8%
长期股权投资	382.7	112.4	112.4	112.4	112.4	ROIC	8.1%	12.6%	13.7%	21.6%	18.2%
投资性房地产	126.0	126.5	126.5	126.5	126.5	<b>费用率</b>					
固定资产	4,985.1	5,037.7	4,509.8	3,981.8	3,453.9	销售费用率	7.3%	7.6%	7.3%	7.1%	7.0%
在建工程	332.8	484.3	484.3	484.3	484.3	管理费用率	11.7%	12.6%	11.5%	10.6%	9.9%
无形资产	1,863.6	2,092.2	1,937.9	1,783.5	1,629.1	财务费用率	0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	236.1	577.5	361.0	384.3	431.6	三费/营业收入	19.1%	20.2%	18.9%	17.6%	16.8%
<b>资产总额</b>	32,557.7	34,662.4	35,364.4	39,147.3	40,340.0	<b>偿债能力</b>					
短期债务	286.7	402.6	-	-	-	资产负债率	40.7%	42.0%	41.0%	44.1%	42.8%
应付账款	4,894.0	5,080.9	6,385.8	6,558.5	7,581.0	负债权益比	68.8%	72.4%	69.5%	79.0%	74.9%
应付票据	1,966.3	1,990.6	2,210.3	2,704.9	2,681.1	流动比率	2.06	1.99	2.11	2.02	2.14
其他流动负债	4,692.9	5,487.1	4,490.1	6,544.7	5,532.6	速动比率	1.74	1.73	1.64	1.76	1.70
长期借款	7.5	40.0	-	-	-	利息保障倍数	125.45	152.58	65.72	-108.39	-113.50
其他非流动负债	1,418.4	1,560.1	1,414.5	1,464.4	1,479.7	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	13,265.9	14,561.3	14,500.7	17,272.4	17,274.4	DPS(元)	0.14	0.10	0.08	0.13	0.15
少数股东权益	856.9	1,106.7	1,093.3	1,089.9	1,085.6	分红比率	79.4%	45.4%	30.0%	40.0%	40.0%
股本	5,125.9	5,125.9	5,125.9	5,125.9	5,125.9	股息收益率	2.5%	1.8%	1.4%	2.2%	2.7%
留存收益	13,371.9	13,845.6	14,644.5	15,659.1	16,854.1						
<b>股东权益</b>	19,291.8	20,101.1	20,863.7	21,874.9	23,065.6						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EPS(元)	0.18	0.22	0.26	0.32	0.38
净利润	902.4	1,134.3	1,333.9	1,637.3	1,952.7	BVPS(元)	3.60	3.71	3.86	4.05	4.29
加:折旧和摊销	601.3	681.1	682.3	682.3	682.3	PE(X)	32.3	25.9	21.9	17.8	14.9
资产减值准备	172.2	193.3	-	-	-	PB(X)	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3
公允价值变动损失	5.4	0.2	-1.6	1.1	-0.2	P/FCF	11.0	61.3	9.6	-20.5	4.5
财务费用	2.5	19.1	22.3	-16.4	-18.8	P/S	2.2	2.1	1.8	1.6	1.5
投资损失	-132.8	-137.9	-128.0	-132.9	-132.9	EV/EBITDA	15.5	9.9	7.7	7.6	4.6
少数股东损益	-1.6	6.4	-13.4	-3.4	-4.3	CAGR(%)	21.9%	19.8%	25.9%	21.9%	19.8%
营运资金的变动	2,797.1	-1,559.5	1,678.6	-3,757.9	3,785.2	PEG	1.5	1.3	0.8	0.8	0.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	3,158.8	674.4	3,574.1	-1,589.9	6,263.9	ROIC/WACC	0.8	1.2	1.3	2.1	1.7
投资活动产生现金流量	264.8	-493.3	309.8	66.0	116.9	REP	3.8	1.7	1.8	0.9	1.3
融资活动产生现金流量	-387.9	-513.8	-1,007.4	-612.3	-739.9						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

邓永康声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034