电气设备

报告原因：跟踪报告

中能电气 (300062)

首次

产能瓶颈解除，本部业务有望高增长

增持

2012 年 4 月 18 日

公司研究/跟踪报告

市场数据： 2012 年 4 月 18 日

总股本/流通股本(亿股)	1.54/0.44
收盘价(元)	9.72
流通市值(亿元)	4.28

基础数据： 2011 年 12 月 31 日

资产负债率	14.59%
毛利率	44.02%
净资产收益率（摊薄）	7.98%

相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel：010-82190396

E-mail：liangyumei@sxzq.com

MSN： meiyuliang2000@163.com

销售联系人:张小玲、孟军

0351-8686990，010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

投资要点：

- **受制于产能紧张，本部产能即将释放，增长可期。**公司本部产品产能紧张，限制了公司近两年的增长。公司核心产品的产能在今年相继释放，产能瓶颈解除。市场对公司本部产品增速低于预期是受产能紧张影响还是下游需求影响存在一定的质疑。我们认为公司本部低于预期主要受产能紧张影响，这可以从公司毛利率水平看出，公司本部产品 C-GIS 环网柜、SMC 箱体、预制式电缆附件的毛利率均维持高水平，且没有出现行业普遍的下降趋势，主要由于公司产能较为紧张，公司主要接受高毛利率水平的订单。公司本部核心产品 C-GIS 环网柜、SMC 箱体、预制式电缆附件主要应用于电力系统，主要应于城市配网系统，目前城市配网改造，下游需求增速稳定，从其他配网类公司业绩可以看出，随着产能瓶颈的解除，我们认为公司本部三大产品增速可观。

- **铁路箱变受铁路行业的影响，存在较大的不确定性，积极拓展其他市场。**公司 2010 年收购武昌电控，其是我国电气化铁路箱变排名第三的供应商。受高铁进度放缓影响，公司铁路箱变业务去年逐季度下滑，目前看高铁投资仍存在一定不确定性。考虑到高铁领域市场的不确定性，公司积极开拓地铁市场、电力、工矿等行业市场。高铁领域箱变技术壁垒较高，验证了公司在箱式变电站领域的技术实力，随着公司战略的转移，公司箱式变电站有望在其他领域市场获得突破。

- **股权激励章显公司信心。**公司推出股权激烈计划，设定的经营考核目标，以 2011 年公司业绩为基数,未来 3 年，公司净利润增长率不低于 30%、60%和 110%。2012 年公司铁路箱变受铁路行业的影响，存在较大的不确定性，公司规划利润增速 30%，体现了公司对本部业务的信心，主要考虑到产能瓶颈解除后 C-GIS 环网柜、SMC 箱体、预制式电缆附件业务的增长。

- **1 季度业绩受基数影响负增长。**公司 1 季度归属于上市公司股东的净利润为盈利 358 万元-530 万元，比上年同期下降 60%-73%。去年一季度是铁路箱变的业绩高峰期，随着三、四季度铁路箱变业务基数下降后，公司本部业务的增长带动公司总体业务的增长。

- **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2012-2013 年每股收益分别为 0.47、0.65 元，对应 2012-2013 年 PE 分别为 20 和 15 倍，我们的盈利预测略超公司股权激励的业绩承诺，考虑到公司推出股权激烈较为谨慎，预计实现的可能性较大，考虑到公司产能瓶颈解除以及下游行业市场前景良好，给予“增持”的投资评级。

- **风险提示。**公司主要产品为配网设备，如果国家电网投资和城市电网改造放缓，对公司的业绩影响较大；产能释放后的市场开拓风险；高铁市场持续低迷。

表 1：盈利预测假设（万元）

	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入				
箱式变电站及高低压成套设置	4,398.62	12,736.08	14009.688	16811.626
C-GIS 环网柜及其配件	9,191.46	9,615.10	13461.14	17499.482
电缆附件及成套件	8,491.35	7,057.76	9880.864	12845.123
SMC 箱体及其配件	1,762.24	2,330.57	3495.855	4894.197
其它	253.39	398.42	597.63	896.445
营业收入增速				
箱式变电站及高低压成套设置		189.55%	10%	20%
C-GIS 环网柜及其配件	-17.92%	4.61%	40%	30%
电缆附件及成套件	84.48%	-16.88%	40%	30%
SMC 箱体及其配件	18.75%	32.25%	50%	40%
其它	-41.86%	57.24%	50%	50%
毛利率				
箱式变电站及高低压成套设置(%)		36.94%	36%	36%
C-GIS 环网柜及其配件(%)	48.96%	48.88%	48%	48%
电缆附件及成套件(%)	49.28%	49.90%	49%	49%
SMC 箱体及其配件(%)	39.95%	39.38%	39%	39%
其它(%)	59.76%	59.99%	59%	59%

资料来源：山西证券研究所

表 2：盈利预测（万元）

	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入	24,181.20	32,250.16	41445.177	52946.873
营业收入增速	29.18%	33.37%	28.51%	27.75%
营业成本	12,647.15	18,053.95	23382.734	29763.186
毛利率	47.70%	44.02%	43.58%	43.79%
营业税金及附加	102.84	318.44	409.23	522.80
销售费用	2,054.28	2,677.41	3212.89	4104.52
管理费用	2,729.49	4,472.20	5747.29	6322.02
财务费用	-425.48	-481.73	-200	0
资产减值损失	542.43	372.7	0	0
投资净收益		10.89	0	0
营业利润	6,530.49	6,848.08	8893.0262	12234.343
营业外收入	137.08	271.48	0	0
营业外支出	61.96	29.77	0	
利润总额	6,605.61	7,089.79	8893.03	12234.34
所得税	960.52	1,000.10	1289.49	1773.98
净利润	5,645.10	6,089.69	7603.54	10460.36
少数股东损益	781.39	584.39	300.00	400.00

归属于母公司所有者的净利润	4,863.71	5,505.30	7303.54	10060.36
每股收益（元）	0.32	0.36	0.47	0.65
增速	18.97%	13.19%	32.66%	37.75%

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。