

中能电气(300062)

具有爆发潜能的配网细分龙头

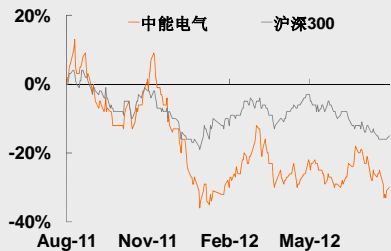
强烈推荐(维持)

现价: 9.10 元

主要数据

行业	平安电力设备与新能源
公司网址	www.ceepower.com
大股东/持股	CHENMANHONG/0.84%
实际控制人/持股	陈曼虹/26.65%
总股本(百万股)	155
流通 A 股(百万股)	44
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	14.17
流通 A 股市值(亿元)	4.03
每股净资产(元)	4.48
资产负债率(%)	12.1

行情走势图



相关研究报告

中能电气(300062): 内生外延同步展开、业绩高成长可期(2012.6.26)

证券分析师

张海	投资咨询资格编号 S1060511100001 0755-22621123 Zhanghai376@pingan.com.cn
周紫光	投资咨询资格编号 S1060511110003 0755-22621372 Zhanghai376@pingan.com.cn

研究助理

张俊	一般证券资格编号 S0500111010065 021-38635753 Zhangjun562@pingan.com.cn
----	---

投资要点

■ 投资结构改善, 配电网行业长期受益:

和欧美国家相比, 中国的电网投资和电源投资比例严重失衡, 电网投入, 尤其是配电网投入不足。美国、英国、日本等国家的电网输配电投资大概是电源投资的 1.2 倍左右, 配电网投资是输电网投资的 1 倍多, 但实际上我们国家配电网的投资还不到输电网的一半。我们认为, 未来十年甚至更长时间, 电力的投资重点逐步转向电网智能化及配电网建设。电力投资结构改善带来配电网行业的黄金发展期。

■ 掌握核心技术, 竞争优势明显:

公司主要产品中, 预制式电缆附件、C-GIS 环网柜、箱式变电站及 SMC 柜体等产品都是面向于配电网行业, 行业景气度的提升为公司带来广阔的发展前景。

公司中压预制式电缆附件占有 13% 的市场份额, 是国内品牌企业中的龙头; 12KV C-GIS 环网柜产品本地化特点突出, 在国际品牌企业主导的市场中, 该产品在国内品牌企业中居于领先地位; 箱式变电站在铁路系统中占比位居前列。

■ 充裕资金在手, 积极谋划产业链整合:

公司能从众多竞争对手当中脱颖而出, 以非常合理的价格收购武昌电控从一个侧面体现公司管理层的远见卓识、超常的谈判能力以及人格魅力。1.5 亿超募资金在手, 我们对公司未来做出类似成功并购充满信心。

■ 股权激励的高行权条件体现管理层的信心

公司在近期公布的股权激励行权条件中规定, 2012、2013、2014 年公司净利润增长率较 2011 年不低于 30%、60% 和 110%, 三年实现翻番。高行权条件体现了管理层对公司未来发展的信心。

■ 盈利预测与估值:

我们认为今年是公司高成长的一年, 公司本部各项产品放量增长的一年。不考虑并购等因素, 我们认为公司今年业绩出现 40% 以上的高增长将是大概率事件, 预计 2012、2013 年的 EPS 为 0.51、0.70 元。对应 8 月 8 日的收盘价 PE 分别为 18.0 及 13.0 倍, 处于板块内的低位。“强烈推荐”评级。

■ 风险提示:

市场开拓不力、铁路投资继续下滑、快速发展的风险

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	242	323	469	674
收入同比(%)	29%	33%	46%	44%
归属母公司净利润(百万元)	49	55	78	107
净利润同比(%)	19%	13%	42%	38%
毛利率(%)	47.7%	44.0%	43.0%	43.1%
ROE(%)	7.4%	8.0%	10.4%	12.9%
每股收益(元)	0.32	0.36	0.51	0.70
P/E	28.81	25.46	17.96	13.04
P/B	2.14	2.03	1.87	1.69
EV/EBITDA	17	16	11	7

正文目录

一、	主营业务优势明显，下游需求广泛	6
1.1	电缆附件行业领先	7
1.2	C-GIS 产品质量可靠，达到进口产品水平	7
1.3	成功收购武昌电控，进入轨道交通非竞争市场	8
1.4	核心技术在手，产品毛利率高	9
二、	电力投资结构改善，配电网建设迎来黄金发展期	10
三、	行业景气度提升带来快速增长契机	13
3.1	中压预制式电缆附件渐入佳境	13
3.2	城市配网新需求提升 C-GIS 市场	13
3.3	乘“节能减排”之风，SMC 箱体市场进入高成长期	14
四、	风险提示	15

图表目录

图表 1	可比公司毛利率、费用率、净利润率比较 (%)	4
图表 2	各项子业务盈利预测与假设	5
图表 3	公司主营产品类别、应用领域及其优势	6
图表 4	中压预制电缆国产产品占有率逐年提高	7
图表 5	公司在国内厂商中压预制式电缆排名前列	7
图表 6	国内 C-GIS 市场分布	8
图表 7	铁路系统配电集成市场占比情况	8
图表 8	武昌电控主打产品高压预装箱式变电站	8
图表 9	近三年研发费用占营收比重 (单位: 元)	9
图表 10	主营业务与配网设备精密相关	9
图表 11	并购武昌电控后箱变及成套增长迅速	9
图表 12	各项产品毛利率一直维持在较高水平	9
图表 13	公司毛利率是可比上市公司中最高的	9
图表 14	电网投资比例逐年提高	10
图表 15	中国与发达国家相比配电投资占比偏低	10
图表 16	中国城市化率逐年提高	10
图表 17	“十二五”直流超高压线路规划	11
图表 18	城市轨道交通配网设备投资	11
图表 19	国网公司 10kV 及 40.5kV 开关柜集中招投标数量逐批次提升 (台)	11
图表 20	国网公司对高压开关柜投标人严格的资质要求	12
图表 21	我国电力电缆市场需求逐年提升 (万千米)	13
图表 22	中压预制式电缆附件需求逐年提升 (万套)	13
图表 23	2009-2014 年中压预制式电缆附件需求预测	13
图表 24	C-GIS 环网柜需求逐年提升	14
图表 25	我国 SMC 市场占比情况	15
图表 26	SMC 市场持续增长 (万单元)	15

盈利预测假设

■ C-GIS 环网柜 1.6 亿，同比增长 60%

同类产品公司的价格是国外的 70%，具有明显的价格优势。更为重要的是，公司产品的稳定性接受了时间的考验，受到客户的认可。今年募投产能达产后，将解决之前的产能瓶颈，形成规模效应。收入同比增长 60%。

■ 电缆附件今年有望做到 1 亿，增长 50%

公司是动车电缆附件唯一供货商。受到铁路投资放缓的影响，去年下半年该业务下降比较厉害。今年公司进行产业结构调整，积极拓展铁路以外客户。除了给自己的开关柜配套以外，也在积极开拓高端市场，比如给 ABB、西门子、施耐德做配套。去年 5000 万的营业收入，今年有望做到 1 亿。

■ 成套市场以大客户作为切入点，发挥地域优势

大客户项目是公司未来成套设备开拓的重点。以地铁项目为例，一个地铁站用的各类高压和低压开关柜 1000 多万。以福州地铁为例，十几公里有十几个站，可用到的高、低压开关柜设备有 1 个多亿。期待公司发挥地域优势及铁路设计院良好的关系，开拓大客户资源。

■ 铁路投资依旧低迷，武昌电控基本持平

武昌电控之前的主要做铁路箱变，种类少，加工能力低一些。现在也在优化客户群体，也做用户投资的业主工程，包括房地产项目（电网外）及工矿企业项目。去年盈利 600 万。结合今年上半年铁路投资情况，我们认为武昌电控保持去年的水平。

■ 估值与投资建议：强烈推荐

我们认为今年是公司高成长的一年，公司各项产品放量增长的一年。不考虑并购等因素，我们认为公司今年业绩出现 40%以上的高增长将是大概率事件，预计 2012、2013 年的 EPS 为 0.51、0.70 元。对应 8 月 8 日的收盘价 PE 分别为 18 及 13 倍，处于板块内的低位。“强烈推荐”评级。

图表 1 可比公司毛利率、费用率、净利润率比较 (%)

代码	公司名称	现价	总股本 (亿)	市值 (亿)	EPS			PE		
					2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
300062	中能电气	9.15	1.55	14.17	0.36	0.51	0.70	25.42	18.05	13.11
300001	特锐德	11.36	2.00	22.77	0.52	0.57	0.70	21.85	19.80	16.50
002350	北京科锐	13.30	2.18	29.03	0.62	0.54	0.72	33.67	24.79	18.96
002298	鑫龙电器	10.80	4.09	44.16	0.47	0.30	0.45	60.74	35.10	24.06
002168	深圳惠程	8.50	7.57	64.35	0.11	0.12	0.27	77.27	68.71	34.11
002358	森源电气	14.36	3.44	49.40	0.76	0.55	0.74	37.84	26.15	19.27
均值								42.80	32.08	21.00
中位数								35.76	25.47	19.12

资料来源：Wind、平安证券研究所

我们认为，公司股价目前处于难得的低价区间，具有非常好的投资价值。主要理由有以下几点：

- 1、配电网建设逐步成为未来投资的重点，行业景气度提升为公司带来广阔的发展前景；
- 2、以核心元器件为基础，拓展成套。公司拥有核心元器件的生产能力，目前以元器件生产为基础，积极进入成套领域，做大公司的盘子；
- 3、主营业务盈利能力强。与可比公司相比具有更高的毛利率，期间费用率反而更低；

- 4、1.5 亿超募资金在手，产业链整合可期。公司能从众多竞争对手当中脱颖而出，以非常合理的价格收购武昌电控（四年收回投资成本），从一个侧面体现公司管理层的远见卓识、超常的谈判能力以及人格魅力。与此同时，电网三产剥离为公司外延扩张提供很好的机会，渠道扩张是关键；
- 5、股权激励的高行权条件体现管理层的信心。公司在近期公布的股权激励行权条件中规定，2012、2013、2014 年公司净利润增长率较 2011 年不低于 30%、60%和 110%，三年实现翻番。高行权条件体现了管理层对公司未来发展的信心。

图表 2 各项子业务盈利预测与假设

(营业收入 百万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E
C-GIS 环网柜及其配件	112	92	96	154	231
yoy(%)		-17.93%	4.61%	60.00%	50.00%
电缆附件及成套件	56	85	71	106	159
yoy(%)		52.39%	-16.88%	50.00%	50.00%
SMC 箱体及其配件	15	18	23	31	44
yoy(%)		18.73%	32.27%	35.00%	40.00%
箱式变电站及高低压成套	-	44	127	172	232
yoy(%)		-	190%	35%	35%
主营业务收入	183	238	317	463	666
yoy(%)		30.61%	33.12%	45.91%	43.75%
其他业务收入	4	3	4	5	6
yoy(%)		-41.97%	5.00%	15.00%	25.00%
营业收入	187	241	321	468	671
yoy(%)		28.92%	33.37%	45.53%	43.57%
(营业成本 百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
C-GIS 环网柜及其配件	61	47	49	82	122
电缆附件及成套件	29	43	35	55	84
SMC 箱体及其配件	9	11	14	19	27
箱式变电站	-	25	80	108	146
主营业务成本	99	125	179	264	379
其他业务成本	3	1	2	2	3
营业成本	102	126	181	267	382
(毛利率)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
C-GIS 环网柜及其配件	45.60%	48.96%	48.88%	47.00%	47.00%
电缆附件及成套件	47.40%	49.28%	49.90%	48.00%	47.00%
SMC 箱体及其配件	40.65%	39.95%	38.38%	38.50%	39.50%
箱式变电站	-	43.44%	36.94%	37.00%	37.00%
主营业务毛利率	45.75%	47.39%	43.54%	42.94%	43.02%
其他业务毛利率	36.97%	59.68%	59.99%	48.00%	48.00%
综合毛利率	45.54%	47.52%	43.75%	42.99%	43.06%

资料来源：平安证券研究所

一、 主营业务优势明显，下游需求广泛

公司主要产品中，中压预制式电缆附件占有 13% 的市场份额，是国内品牌企业中的龙头；12KV C-GIS 环网柜产品本地化特点突出，在国际品牌企业主导的市场中，该产品在国内品牌企业中居于领先地位。中能电气是国内最早生产中压预制式电缆附件的企业之一，生产历史长，是国内同行的龙头，产品竞争力强；四类产品 15kV/200A、15kV/600A、24kV/250A、24kV/630A 通过荷兰 KEMA 型式试验和墨西哥 LAPEM 认证。中能电气市场占有率约 15%，排名第一。

公司在 C-GIS 智能环网柜市场中也处于领先地位。公司 2010 年度销售 12KV C-GIS 约 5000 单元，在国际品牌企业主导的市场中，该产品在国内品牌企业中居于领先地位，市场占有率约 5%，在国内品牌企业中排名前三名。

中能电气是国内最早研究开发传统金属配电设备箱体替代产品的企业之一，该领域的竞争企业相对较少，目前公司在 SMC 配电设备箱体领域具有领先优势，尤其是在大型 SMC 环网柜箱体和高压电缆分支箱箱体领域，生产企业很少，本公司处于主导地位。随着新一轮农村电网升级改造工程的开展，适合农村电网使用特点的 SMC 低压配电箱体将有更大的市场空间。公司 SMC 配电设备箱体目前在国内市场占有率排名第二。

图表 3 公司主营产品类别、应用领域及其优势

	产品类别	应用领域	产品优势
C-GIS 环网柜及其配件	12kV C-GIS	电力系统、铁路系统、工矿企业	12-40.5kV 智能化免维护型环网设备(C-GIS),是利用 SF6 气体异的绝缘及灭弧特性,具备小型化、全封闭、免维护和高可靠性的特征;它通过遥控、遥信、遥测部件,与自动化和数字化控制装配一起构成智能电网基础层面的智能化配电开关设备,并且具备信息化、数字化、自动化和互动化的特征。
	24kV C-GIS	电力系统、铁路系统、工矿企业	
	40.5kV C-GIS	电力系统、铁路系统、工矿企业	
电缆附件及其成套件	12kV 电缆附件	电力系统、铁路系统、工矿企业	公司是国内最早生产中压预制式电缆附件的企业之一,生产历史长,是国内同行的龙头,产品竞争力强;同时掌握了三元乙丙橡胶(EPDM)和硅橡胶(SR)两类橡胶原材料配方的关键技术;产品电压等级覆盖范围为 10kV~35kV;四类产品 15kV/200A、15kV/600A、24kV/250A、24kV/630A 通过荷兰 KEMA 型式试验和墨西哥 LAPEM 认证。
	24kV 电缆附件	电力系统、铁路系统、工矿企业	
	40.5kV 电缆附件	电力系统、铁路系统、工矿企业	
	110kV 电缆附件	电力系统、铁路系统、工矿企业	
	12kV 电缆分支箱	电力系统、铁路系统、工矿企业	
	40.5kV 电缆分支箱	电力系统、铁路系统、工矿企业	
SMC 箱体及其配件	低压电缆分支箱箱体	电力系统	利用 SMC 板材制品简单拼装而成的箱体,代替目前电力行业中广泛使用的金属材质配电设备箱体,主要优势:1.绝缘材料,安全系数高;2.耐高低温、耐老化、美观环保;3.阴燃低烟、防腐防盗;4.绝热材料,隔热效果好。5.比重小,机械性能优异。6.无电磁屏蔽。
	电表箱箱体	电力系统	
	动力箱箱体	电力系统、工矿企业	
	高压电缆分支箱箱体	电力系统、工矿企业	
	户外环网柜箱体	电力系统、工矿企业	
箱式变电站	铁路电力远动箱变	铁路系统专用	1.参与 GB_17467-2010 国家标准的制定。2.产品通过了型式试验,型式试验项目合格。3.产品取得多项专利:(1)铁路隧道内组合式智能箱式变电站(2)变电站(3)电力远动开关操作电源(4)电力远动开关箱
	高速铁路电力远	动箱变高铁专用	
	10/0.4kV 预装式站变电	电力系统、铁路系统、工矿企业	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

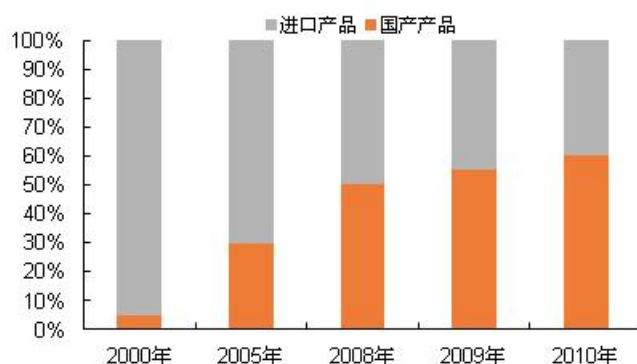
1.1 电缆附件行业领先

公司生产的预制式电缆附件产品无论从材料、工艺，还是从产品性能方面都已经达到国际先进水平，与进口产品达到同一质量水平。在国内市场，国产预制式电缆附件产品逐步替代进口产品是必然趋势，2010年国产的预制式电缆附件产品市场占有率已经超过进口产品，占比接近60%。

- 预制式电缆附件产品与进口产品的差距：品牌知名度和影响力不如进口品牌产品，生产过程的自动化程度不如欧美品牌企业，生产规模不如欧美品牌企业。
- 预制式电缆附件产品与进口产品相比的优势：综合成本比欧美企业低，对客户的服务响应速度和技术支持力度明显优于欧美企业，对客户需求的理解和个性化需求满足方面优于欧美企业。

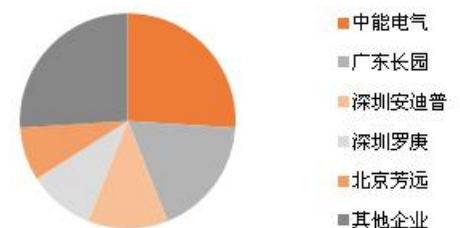
公司2011年度销售中压预制式电缆附件约25万只(套)，在国内品牌企业中的市场占有率为26%，在国内品牌企业中居龙头地位。国内生产中压预制式电缆附件的企业，主要有中能电气、广东长园电缆附件有限公司(以下简称“广东长园”)、安迪普科技(深圳)有限公司(以下简称“深圳安迪普”)、深圳市罗庚电能科技有限公司(以下简称“深圳罗庚”)、北京芳远电器有限公司(以下简称“北京芳远”)、武汉科锐电气有限公司(以下简称“武汉科锐”)、深圳惠程电气股份有限公司(以下简称“深圳惠程”)等。

图表 4 中压预制电缆国产产品占有率逐年提高



资料来源：赛迪网、平安证券

图表 5 公司在国内厂商中压预制式电缆排名前列



资料来源：赛迪网、平安证券

1.2 C-GIS 产品质量可靠，达到进口产品水平

公司生产的 C-GIS 产品无论从配件质量，还是从产品综合性能方面，都已经达到进口产品水平，个别技术指标，例如，反映产品密封性能的泄露率指标要优于进口产品。但是在国内市场，短期内欧洲品牌企业仍然占据主导的市场地位，目前他们的市场占有率接近 70%，从长期发展趋势来看，国产品牌产品市场占有率将逐步提高，逐步替代欧洲品牌产品。

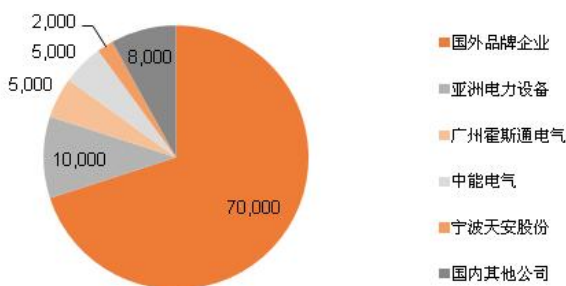
从产品应用领域来看，在国家电网和南方电网电力系统，通过多年的市场竞争，已经形成了本土品牌逐步取代国外品牌的竞争格局，但是在铁路和城市轨道交通领域，跨国企业凭借强大的品牌优势和营销网络，在市场竞争中占据绝对优势地位。

C-GIS 产品与欧洲品牌企业的产品差距：生产规模远不如欧洲品牌企业，生产设备的自动化程度远不如欧洲品牌企业，工艺过程没有欧洲品牌企业完善，品牌知名度和销售网络远不如欧洲品牌企业。

C-GIS 产品与欧洲品牌企业相比的优势：主要元件由企业自己加工生产，而不是外购外协，综合成本控制具有一定的优势；可以根据客户的具体方案快速设计并生产出满足不同客户需求的产品方案。

公司2010年度销售12KV C-GIS约5000单元，在国际品牌企业主导的市场中，该产品在国内品牌企业中居于领先地位，市场占有率约5%，在国内品牌企业中排名前三名。我国 C-GIS 环网柜市场长期被 ABB、施耐德、西门子、阿海珐、欧玛嘉宝等国外品牌厂家所垄断，近几年来，少数国内品牌企业开始自主研发 C-GIS 环网柜，并成功占据了国内 30%左右的市场份额。

图表 6 国内C-GIS市场分布



资料来源：赛迪网、平安证券研究所

1.3 成功收购武昌电控，进入轨道交通非竞争市场

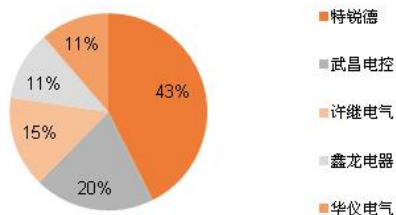
2010年8月，公司通过收购武昌电控51%的股份进入广阔的轨道交通市场。目前国内铁路电力远动箱变设备市场供货商除武汉市武昌电控外，还有青岛特锐德股份有限公司、安徽鑫龙电器股份有限公司、浙江华仪电力设备制造有限公司、许继集团等，目前竞争格局较为稳定。由于铁路系统竞争格局的特殊性，基本上外来企业要进入这个领域将面临较高的行业壁垒，可以认为是一个非竞争市场的格局。

武昌电控是领先世界的中国高铁四电集成设备主要供应商之一，为武广、郑西、京沪、京石武等时速350km及以上高速铁路提供的电力远动箱式变电站、感性无功补偿装置等产品。提供电力远动箱变的沪杭高铁运行最高时速达到416.6公里，创世界铁路运营试验最高速。

武昌电控2010年的营业收入达到1.4个亿，武昌电控2010年第四季度单季度净利润就达到1100万元。从市场占有率看，武昌电控在铁路系统的市场占有率为20%左右，排名第二，保持了一个比较前列竞争地位。

我们认为，公司能从众多竞争对手当中脱颖而出，以非常合理的价格收购武昌电控（四年收回投资成本），从一个侧面体现公司管理层的远见卓识、超常的谈判能力以及人格魅力。1.5亿超募资金在手，我们对公司未来做出类似成功并购充满信心。

图表 7 铁路系统配电集成市场占比情况



资料来源：Wind、平安证券

图表 8 武昌电控主打产品高压预装箱式变电站



资料来源：公司公告、平安证券

1.4 核心技术在手，产品毛利率高

2011年公司产品的毛利率居可比公司之首。公司历来重视科技创新，掌握核心技术，由此带来产品附加值的提高，综合毛利率达到40%以上。公司在电气绝缘材料和基础核心部件方面进行了原创性的研究，对于容易模仿的技术和产品通过申请专利进行保护，对于不易模仿的技术（例如材料配方）通过严格权限和保密制度保证其不被其他企业模仿。截止2011年12月底，公司申请了7项发明专利、9项实用新型专利，其中已经取得授权的专利包括2项发明专利、23项实用新型专利。

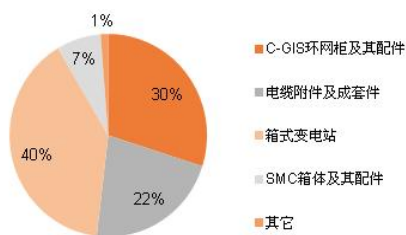
图表 9 近三年研发费用占营收比重（单位：元）

项目	2011年度	2010年度	2009年度	2008年度
研发费用	20,133,855.35	10,416,950.41	7,817,533.61	7,126,646.55
营业收入	322,501,567.32	241,812,023.21	187,192,216.14	137,388,252.80
研发费用占营收比重	6.24%	4.31%	4.18%	5.19%

资料来源：平安证券研究所

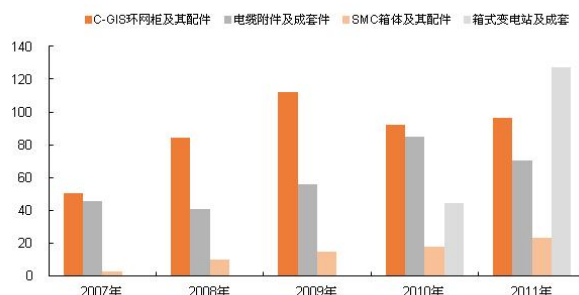
公司产品总体毛利率较高，主要原因在于公司已在输配电设备制造业积累了较强的产品研发能力和服务能力，公司的主打产品 C-GIS 环网柜及其配件和预制式电缆附件产品作为进口产品的替代，一直定位于中高端市场，具有较强的竞争能力；在生产流程上，公司主要产品均是从初级原材料开始自行加工，拓宽了公司的利润空间。报告期内，公司主要产品的毛利率保持稳定，波动范围基本上均在5%以内。

图表 10 主营业务与配网设备精密相关



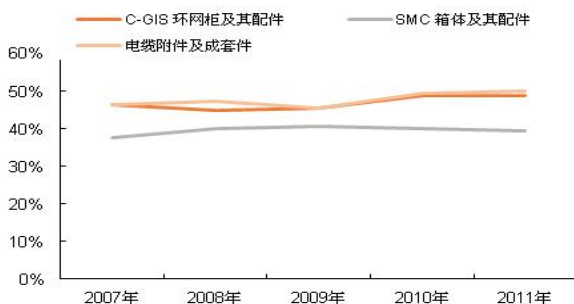
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 11 并购武昌电控后箱变及成套增长迅速



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 12 各项产品毛利率一直维持在较高水平



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 13 公司毛利率是可比上市公司中最高的

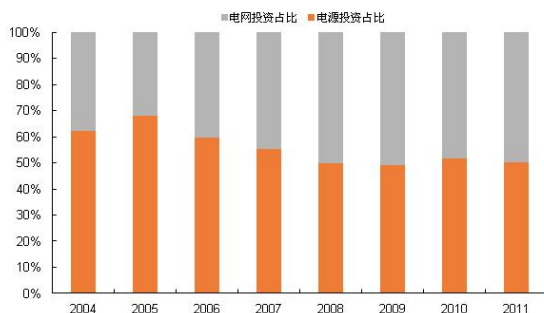


资料来源：Wind、平安证券研究所

二、 电力投资结构改善，配电网建设迎来黄金发展期

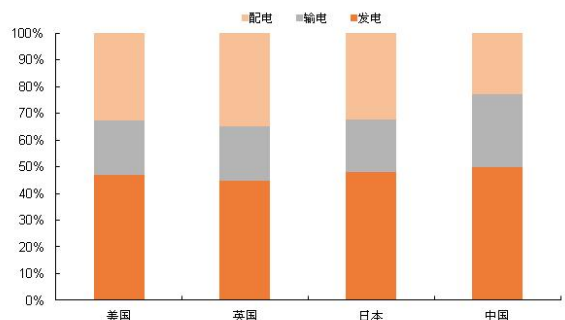
和欧美国家相比，中国的电网投资和电源投资比例严重失衡，电网投入，尤其是配电网投入不足。美国、英国、日本等国家的电网输配电投资大概是电源投资的 1.2 倍左右。配电网投资应该是输电网投资的 1 倍多，但实际上我们配电网的投资还不到输电网的一半。从发电、输电、配电的投资比例来看，美国是 1: 0.43: 0.7；英国是 1: 0.45: 0.78；日本是 1: 0.41: 0.68。我国在 2000 年前是 1: 0.21: 0.12，最近几年电网投资有所加大，2009 年电网投资第一次超过电源投资，但由于负荷也在快速增长，电网、特别是配电网建设滞后的问题还没有得到根本解决。

图表 14 电网投资比例逐年提高



资料来源：中电联，平安证券研究所

图表 15 中国与发达国家相比配电网投资占比偏低

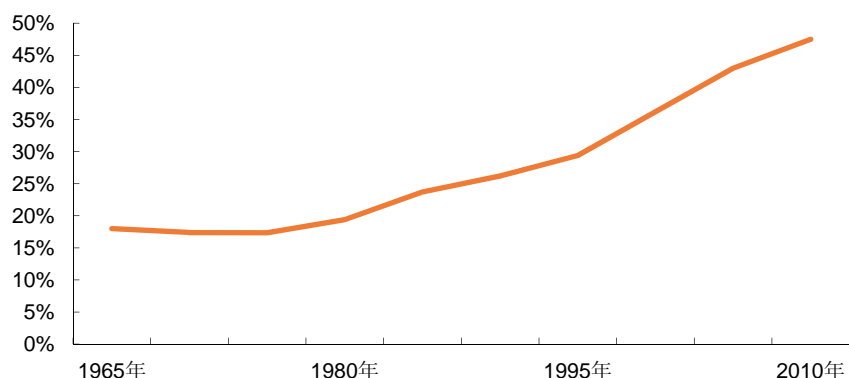


资料来源：中电联，国家电网，平安证券研究所

国家电网公司曾经表示，“十二五”期间，国家电网公司在电网方面的投资达 15000 亿元。15000 亿元的投资中，输电网和配电网各占 50%。这将在一定程度上扭转之前中国配电网投资不足的问题。具体来看，未来配用电快速发展将有以下几点有利条件：

■ **城市化发展进程加快。**近 30 年来，我国城市化进程获得长足发展，城市化率已由 1979 年 17.9% 提高到 47.5% 左右。持续、快速的城市化进程是我国经济增长的重要驱动因素。我国城市化的规划目标是：地级市从 500 多个上升到 1000 个以上，县级市从 2300 个上升到 6000 个以上，乡镇从 10000 多个上升到 60000 个以上。随着小城镇建设的兴起和城市化建设与改造的进行，将对 12kV 等级开关设备产生大量需求。

图表 16 中国城市化率逐年提高



资料来源：中电联，平安证券研究所

■ **铁路电气化建设。**国家“十一五”规划，提出将铁路运营里程从 2005 年的 7 万公里提高到 2010 年的 9 万公里，在 2020 年达到 10 万公里。2010 年前新建 7000 公里客运专线，2020 年前建成 12000 公里客运专线，实现主干线的客货分离。根据国务院最新调整后的《中长期铁路网规划》目标，到 2020 年我国铁路营业里程将由原来规划的 10 万公里提高到 12 万公里，总投资规模由原来的 2 万亿

元增加至 5 万亿元。全国铁路复线率和电气化率分别提高至 50%和 60%以上。铁路建设的供配电配套需要大量的 12kV ~ 126kV 等级中高压开关设备。根据我们的测算，未来十年单铁路远动箱的市场规模就在 73 亿元。2012 年铁路基建恢复正常投资，相关公司有望出现业绩反转。

图表 17 “十二五”直流超高压线路规划

	规划里程 (万公里)	电力远动箱 (台)	单价 (万)	总市场容量 (亿元)
客运专线	1.6	8000	40	32
新建线路	4.1	5000	25	12
既有线路改造	4.4	5500	25	13
电气化开关站	5.75	2300	70	16

资料来源：铁道部、平安证券研究所

■ **地铁建设。**截至目前，我国已有 36 个城市制定了城市轨道交通的规划，其中 28 个城市已获得国务院的审批，2011-2020 年，城市轨道交通新增营业里程将达到 6000 公里，截至 2020 年，我国城市轨道交通累计营业里程将达到 7395 公里。2011-2020 年全国新增里程数为 6000 公里，我们假设每 25 公里投资于配网设备 1 个亿，那么未来十年光城市轨道交通的市场容量即为 240 亿元，年均达到 24 亿元。全国各个城市目前地铁项目都是前期土建，未来两-三年都将是配网设备招投标的高峰期。作为配套设施，将造成对 12kV ~ 126kV 等级中高压开关设备的需求。

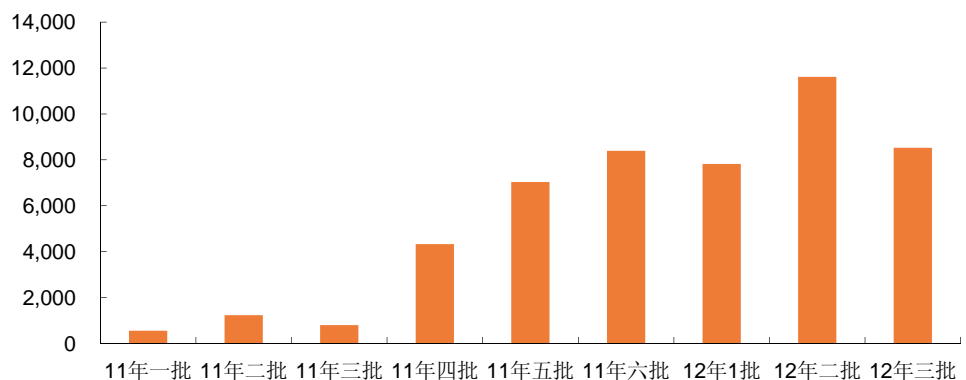
图表 18 城市轨道交通配网设备投资

2011-2020年新增里程数	2011年-2020年城市轨道交通总投资	每25公里配网设备投资	未来10年配网设备总投资
6000公里	3万亿元	1亿元	240亿元

资料来源：平安证券研究所

■ **国网集中招投标，资源向优势企业转移。**一方面国网公司逐步将原来各地方电网公司高压开关柜的招标权力上移，最明显的特征是国网公司 10kV 及 40.5kV 开关柜集中招投标数量是逐批次提升，从 2011 年第一批次的 500 多台提升至最近的 2012 年第三批次的 8000 多台；另一方面是对应标人的业绩要求、试验报告、认证证书、制造能力、成功运行业绩都有非常严格的规定，这就把一些原来不符合规定的，规模较小的开关柜厂家排除在招投标之外，资源逐步向优势企业转移。

图表 19 国网公司10kV及40.5kV开关柜集中招投标数量逐批次提升 (台)



资料来源：中电联，平安证券研究所

图表 20 国网公司对高压开关柜投标人严格的资质要求

项目号	货物名称	2007年-2011年业绩要求				试验报告	认证证书
		条件	型式规格	数量	运行时间		
(1)	40.5kV/2500A,1250A/25kA; 0.5kV/2500A,1250A/31.5kA (固封 式真空断路器) 高压开关柜	条件 1	40.5kV	100 台	1年	本体型式 试验 隔室燃弧 试验 CB 型式 试验 CB投切 电容试验	ISO9000
(2)	40.5kV/2500A,1250A/25kA; 0.5kV/2500A,1250A/31.5kA SF6 断路器高压开关柜	条件 1	40.5kV	20 台	1年	本体型式 试验 隔室燃弧 试验 CB 型式 试验	ISO9000
(3)	40.5kV充气式(真空CB)高压开关 柜	条件 1	40.5 kV	30 台	1年	本体型式 试验 CB型式 试验 CB投切 电容试验	ISO9000
(4)	12kV/1250A, 2500A/25kA; 2kV/1250A,2000A,3150A/31.5kA; 2kV/4000A/40kA高压开关柜	条件 1	12 kV	100 台	1年	本体型式 试验 隔室燃弧 试验 CB型式 试验 CB投切 电容试验	ISO9000
(5)	12kV充气式高压开关柜	条件 1	12 kV	50 台	1年	本体型式 试验 CB型式 试验 CB投切 电容试验	ISO9000

资料来源：国家电网、平安证券研究所

- **大型工程建设。**一些大的工程，如特大水电站发电、西电东送、西气东输、南水北调等，都将有效启动输电网建设，推动我国输配电设备行业的进一步发展。
- **沿海产业向内地转移，带来结构化的投资需求，利好具有区位优势配网上市公司。**为了压低成本，越来越多的沿海制造业企业到中国内地建设工厂。劳动成本和土地价格的上升使得原有的制造业生产基地，如广东等，不再像以前那么具有竞争优势。与此同时，交通运输能力的大幅度提高和很多优惠政策的出台，使得内陆省份和城市成为制造业企业最佳选择地。中西部地区基础建设大规模投入也带来配网设备的投资需求。
- **2010 年国家启动新一轮农网改造升级工程，迄今国家电网新一轮农村电网改造升级工程进展顺利。**国家电网计划在“十二五”期间投资 4600 多亿元，集中解决农村电网薄弱问题，基本建成安全可靠、节能环保、技术先进、管理规范的新型农网。截至 2012 年 3 月底，国家累计下达国家电网公司农网改造升级工程投资计划 1504 亿元，累计完成投资 763.3 亿元，共建设与改造 110 千伏变电站 390 座、线路 7050 千米。

三、行业景气度提升带来快速增长契机

快速发展的配电网市场正是公司中压预制式电缆附件、12KV C-GIS 环网柜、SMC 箱体等产品的主要应用领域。目前，12kV 配电网线路占我国配电网线路总长的 86%，城网改造资金的 30~40%也投入 12kV 配电网改造。

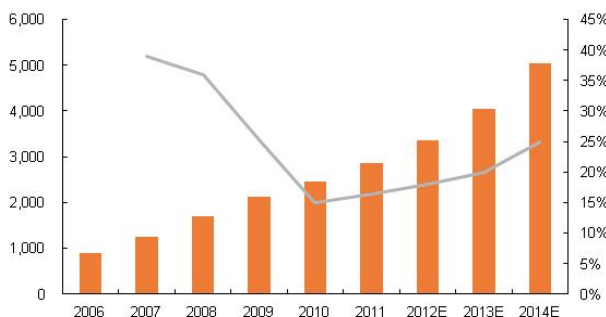
3.1 中压预制式电缆附件渐入佳境

通常平均 200 米中压电力电缆就需要一套电缆附件。根据赛迪网的预测，09 年到 11 年，电力电缆及其附件市场需求量就有望保持年度 15-35%以上的速度增长。电力电缆及电缆附件是发电及供电系统中用于传送和分配电能的基础载体，产品主要用于发、配、输、变、供电线路中的强电电能传输。中压预制式电缆附件主要应用于电缆分支箱、小型化全绝缘全密封环网开关柜（C-GIS）和箱式变压器中。

随着对输配电设备安全化、小型化和智能化发展的要求，中压预制式电缆附件的使用量占中压电缆附件使用量的比例会持续提高，逐步取代其他类型的电缆附件是一个基本趋势。此外随着国产化 C-GIS 逐步得到用户的普遍认可，其应用量及其与环网柜总量的比率将会迅速提高，配套使用的中压预制式电缆附件产品数量也将迅速提高。

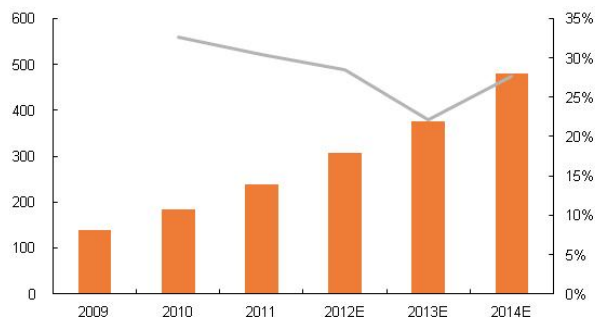
结合公司在中压预制电缆的龙头地位以及未来行业的高成长性，我们认为解决产能瓶颈、掌握核心技术的中能电气将在未来相关行业保持一个高成长性，今年预计增长 50%左右，未来几年将保持 50%以上的增长速度。公司将巩固在相关行业的领先地位。

图表 21 我国电力电缆市场需求逐年提升(万千米)



资料来源：赛迪网，平安证券研究所

图表 22 中压预制式电缆附件需求逐年提升(万套)



资料来源：赛迪网，平安证券研究所

图表 23 2009-2014年中压预制式电缆附件需求预测

年度	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
电缆附件产量 (万套)	1065	1224	1408	1619	1878	2179
中压预制式电缆附件占中压电缆附件比例	13%	15%	17%	19%	20%	22%
中压预制式电缆附件产量 (万套)	138	184	239	308	376	479

资料来源：赛迪网、平安证券研究所

3.2 城市配网新需求提升 C-GIS 市场

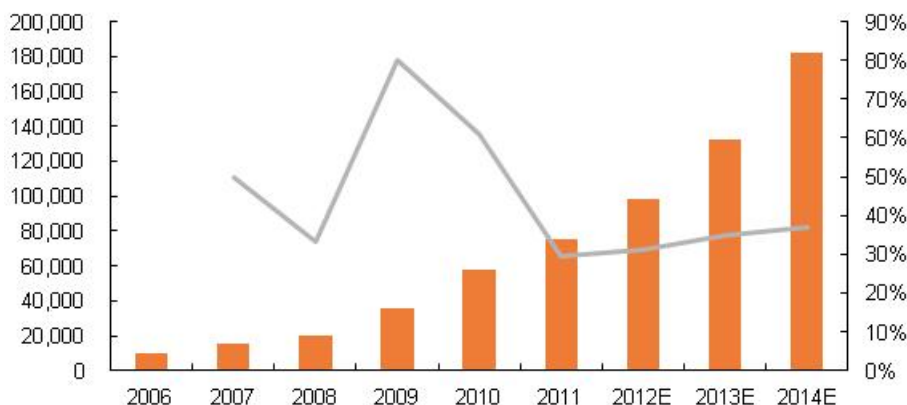
C-GIS 环网柜是顺应电力用户对供电设备提出安全可靠、免维护、体积小等要求而发展起来的代表

中压环网柜最高水平的高新技术产品，尤其适应现代配电系统进行电缆化改造时，大量配电设备需要放置在户外环境而不占用户内空间的特殊要求，主要应用于电缆线路连接、分段、保护和控制等。由于其用途广泛，受到市场的青睐，需求量快速增长。

国内 C-GIS 环网柜主要有 12kV、24kV、40.5kV 三种电压等级产品，其中 12kV 等级的 C-GIS 产量占 80%以上。赛迪网 (CCID) 研究报告认为未来的 2009-2011 年期间，国内品牌企业 C-GIS 市场规模仍将表现出较快的增长速度，考虑到进口替代和市场的自然增长，预计到 2012 年国内品牌企业 C-GIS 市场规模有望达到 98,000 单元。

与中压预制电缆类似，C-GIS 环网柜行业将受益于电网投资及下游需求旺盛的带动，未来几年也将保持一个高成长性。去年由于产能不足而出现的选择性接单的情况也将随着产能瓶颈的打开而得到缓解。我们对未来几年公司 C-GIS 环网柜业务充满信心，未来几年将保持 40%以上的高增长。

图表 24 C-GIS环网柜需求逐年提升



资料来源：赛迪网，平安证券研究所

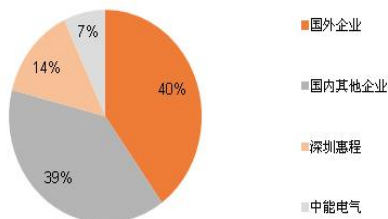
3.3 乘“节能减排”之风，SMC 箱体市场进入高成长期

目前国内 SMC 箱体市场正处在一个快速成长期，潜在的市场需求还没有完全显现。SMC 箱体是由不饱和聚酯玻璃纤维复合材料通过模具压制成的各种所需箱体。国内厂家生产 SMC 箱体的历史很短，目前生产商有十多家，应用大都集中在通信领域。在电力方面以小型的电表箱、动力箱、照明箱和低压电缆分支箱为主。在大型中压配电设备的大型复合材料箱体（如 12kV 电缆分支箱箱体、12kV 户外环网柜箱体、12kV 户外预装式变电站箱体等）方面，只有深圳惠程和中能电气两家企业开始开发相关 SMC 箱体。

随着国家“节能减排”政策的推行，钢铁、有色金属、涂料等原材料涨价，以及电力部门对电缆分支箱、环网柜等设施在提高绝缘等级和耐久美观上的需求，国内许多城市电网改造已逐步使用 SMC 箱体作为新一代配电设备箱体，替代传统的金属配电设备箱体。

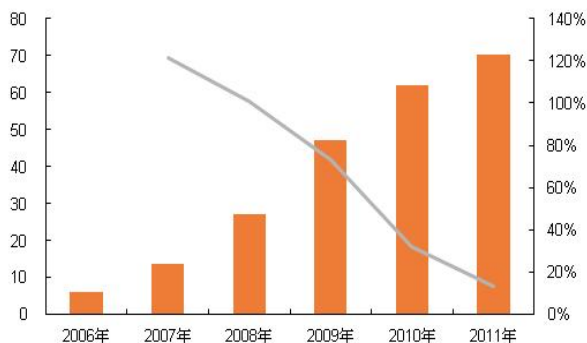
公司掌握了 SMC 原材料配方和混炼工艺，SMC 箱体材料实现自主生产。我们认为，“节能减排”是未来相当一段时间的投资主题。随着基本金属的价格不断上涨，今后各类配电柜箱体被 SMC 材料替代将是主流。作为相关行业的领先企业，公司将受益于整个行业的高速增长。我们对公司保持 30%以上的增长充满信心。

图表 25 我国SMC市场占比情况



资料来源：赛迪网，平安证券研究所

图表 26 SMC市场持续增长（万单元）



资料来源：赛迪网，平安证券研究所

四、风险提示

■ 行业政策风险

公司产品目前主要应用于电力行业和轨道交通行业。电力行业的发展不仅取决于国民经济的电力需求，也受到国家宏观政策（如宏观经济政策、能源政策、环保政策等）的较大影响。“十二五”期间，我国国民经济将继续保持平稳快速增长，将带动能源需求的刚性增长，加快发展低碳经济，大力发展新能源、新材料、电动汽车等战略性新兴产业，随着城市化进程的加速，我国北京、上海等 29 个城市出台了地铁规划，为电力和轨道交通高科技企业提供了良好的发展机遇，但也带来了一定的行业风险。

■ 收入确认风险

在智能输变电建设中，大多数工程项目投资额度较大、建设周期较长、研制过程复杂、技术难度较大，导致对公司的收入/成本确认存在阶段性的不确定性，或早于预期或滞后预期；

■ 人才风险

作为以智力成果为产品依托的软件开发企业，人才对企业的发展至关重要。目前公司已建立起一支高素质的研发人员队伍。但随着业务的快速发展，对高素质人才的需求逐步加大，招聘引进的人才需要通过培训、融合才能适应公司的经营模式和理念。人才引进与企业目标存在一定差距。公司依然存在高端人才流失及管理难度大的风险；

■ 快速发展的风险

近年来，公司业务一直保持快速发展的良好势头。未来我国电力行业将继续加快坚强智能电网建设，以及公司在同源技术应用和国际市场拓展的力度加大，公司未来将继续保持较快发展态势，容易出现现有管理模式、基础设施及人员构成难以满足企业快速增长的发展模式需要，产生快速发展的风险。

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
流动资产	784	700	834	901
现金	492	350	345	250
应收账款	189	201	325	449
其他应收款	7	8	13	18
预付账款	6	32	36	57
存货	86	92	90	91
其他流动资产	3	16	25	36
非流动资产	83	176	241	457
长期投资	0	0	0	0
固定资产	59	79	107	257
无形资产	16	59	90	124
其他非流动资产	8	39	45	76
资产总计	867	876	1076	1358
流动负债	159	128	261	449
短期借款	0	0	38	138
应付账款	88	59	114	168
其他流动负债	72	69	109	143
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	159	128	261	449
少数股东 权益	54	59	67	78
股本	77	154	154	154
资本公积	442	365	365	365
留存收益	135	171	229	312
归属母公司股东权益	654	690	748	831
负债和股东权益	867	876	1076	1358

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
经营活动现金流	-39	25	56	61
净利润	51	61	86	119
折旧摊销	5	8	10	19
财务费用	-4	-5	-5	-1
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	-115	-56	-44	-88
其他经营现金流	75	16	9	12
投资活动现金流	-29	-128	-86	-233
资本支出	19	132	43	200
长期投资	-1	0	0	0
其他投资现金流	-11	4	-43	-33
筹资活动现金流	456	-30	25	77
短期借款	0	0	38	100
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	20	77	0	0
资本公积增加	435	-77	0	0
其他筹资现金流	0	-30	-13	-23
现金净增加额	387	-133	-5	-95

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	242	323	469	674
营业成本	126	181	268	384
营业税金及附加	1	3	4	6
营业费用	21	27	39	55
管理费用	27	45	61	90
财务费用	-4	-5	-5	-1
资产减值损失	5	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	65	68	99	137
营业外收入	1	3	2	2
营业外支出	1	0	1	1
利润总额	66	71	101	139
所得税	10	10	14	20
净利润	56	61	86	119
少数股东损益	8	6	8	11
归属母公司净利润	49	55	78	107
EBITDA	66	72	104	156
EPS (元)	0.63	0.36	0.51	0.70

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	29.2%	33.4%	45.5%	43.6%
营业利润	31.2%	4.9%	45.1%	37.9%
归属母公司股东权益	19.0%	13.2%	41.8%	37.7%
获利能力				
毛利率(%)	47.7%	44.0%	43.0%	43.1%
净利率(%)	17.1%	18.3%	18.0%	20.1%
ROE(%)	7.4%	8.0%	10.4%	12.9%
ROIC(%)	23.7%	13.8%	16.3%	14.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	18.4%	14.6%	24.3%	33.1%
净负债比率(%)	5.02%	0.12%	15.19%	31.29%
流动比率	4.91	5.47	3.20	2.01
速动比率	4.37	4.75	2.85	1.80
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.37	0.48	0.55
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	2.37	2.46	3.09	2.72
每股指标(元)				
每股收益	0.32	0.36	0.51	0.70
每股经营现金流	-0.25	0.16	0.36	0.39
每股净资产	4.25	4.48	4.86	5.39
估值比率				
P/E	28.81	25.46	17.96	13.04
P/B	2.14	2.03	1.87	1.69
EV/EBITDA	17	16	11	7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257