中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业:电力设备

刘波
证券投资咨询业务证书编号：S1300512020001
(8621) 2032 8929
bo.liu@bocichina.com

中能电气：利润增长底部已现，建议逐步买入公司股票静待丰收

中能电气(300062.CH/人民币 9.21，买入) 公告前三季度净利润实现 0.30-0.33 亿元，同比下滑 18%-24%。公司净利润增长低于公司和市场预期的原因包括两个方面：1、**实施转型加快发展中的部分一次性费用开支较大，公司对此估计不足；2、第三季度电网领域订单交付进度低于预期。**我们认为，公司利润增长底部已现，从 4 季度开始单季度利润增长幅度都会比较显著，明年从 1 季度到 3 季度的季报增长幅度也会较大。鉴于公司在智能配网和智能轨道交通领域的订单增长势头不错，公司是国内中压领域为数不多同时具备一、二次设备技术平台的企业，我们也看好公司成长为智能配网和智能轨道配电龙头企业的潜质，建议 10 元以下逐步建仓，静待丰收。

公司对转型加快发展充满信心。公司上半年制定了股权激励方案，股权期权的行权价格为 10.25 元，作为激励条件，2012 年的扣非净利润增长必须达到 30%以上，这也说明公司对行业和公司未来发展充满信心。

本部主营业务增长体现了市场扩张已取得效果，铁路建设恢复尚未实质利好到公司。从本部优势产品增长势头来看，上半年 C-GIS 增长 25%，电缆附件增长 42%。从公司订单增长情况来看，截至 10 月份，本部优势产品新增订单超过 35%，其中 C-GIS 和电缆附件增长更快。受铁路外市场开拓和铁路建设逐渐恢复，武昌电控截至 10 月份在手订单仍然过亿，但受交货周期及铁路建设恢复尚未实质利好公司，导致铁路业务收入实现较慢，营收同比下滑 50%，且坏账计提显著增长，明显拉低利润增长。

图表 1. 前三季度和第四季度预测分析（假设铁路业务公司影响 4 季度依然未实质利好）

	2011 年上半年			2012 年上半年		
项目	合计	本部	武昌电控	合计	本部*	武昌电控
营业收入	1.41	0.71	0.70	1.33	0.99	0.34
同比增速(%)				(9.0)	40.0	(51.7)
净利润	0.24	0.21	0.04	0.20	0.21	(0.01)
同比增速(%)				(16.2)	3.9	
	2011 年前三季度			2012 年前三季度		
项目	合计	本部	武昌电控	合计	本部	武昌电控
营业收入	2.31	1.31	1.00	2.10	1.61	0.49
同比增速(%)				(9.0)	23.1	(51.0)
净利润	0.40	0.35	0.05	0.32	0.36	(0.04)
同比增速(%)				(20.0)	1.7	
	2011 年第三季度			2012 年第三季度		
项目	合计	本部	武昌电控	合计	本部	武昌电控
营业收入	0.90	0.60	0.30	0.77	0.62	0.15
同比增速(%)				(9.0)	3.0	(49.4)
净利润	0.16	0.15	0.01	0.12	0.15	(0.03)
同比增速(%)				(25.8)	(1.3)	
	2011 年全年			2012 年全年		
项目	合计	本部	武昌电控	合计	本部	武昌电控
营业收入	3.23	2.13	1.10	3.31	2.67	0.64
同比增速(%)					25.7	(41.8)
净利润	0.55	0.52	0.03	0.58	0.61	(0.05)
同比增速(%)				1.6		
	2011 年第四季度			2012 年第四季度		
项目	合计	本部	武昌电控	合计	本部	武昌电控
营业收入	0.92	0.82	0.10	1.21	1.06	0.15
同比增速(%)					30.0	50.0
净利润	0.15	0.16	(0.01)	0.24	0.28	(0.01)
同比增速(%)				58.8	54.2	

资料来源：公司数据及中银国际研究

说明：本部业务从 2012 年开始，还新增了高低压成套柜产品。

公司在转型加快发展中对部分损益项支出大幅增长估计不足。公司上市前规模较小，2010 年底收购了武昌电控，2011 年本部业务重点进行终端客户市场扩张，2011 年上半年和下半年募投项目陆续投产。在公司实施转型加快发展过程中，公司对部分一次性费用支出和铁路账款减值大幅增加估计明显不足，这也说明公司在转型发展管理方面存在着粗放的情况。通过我们对这些费用的预测和分析，这些估计不足的费用支出对利润影响很大，新增额相当于前三季度利润总额的 35%左右。

图表 2.同比去年前三季度部分损益项变动情况

重要的损益项	2011 年前三季度	2012 年前三季度	同比增加额	说明
支出项				
搬迁造成员工劳动合同补偿等非正常费用开支	0	320	320	属于一次性补偿费用，在第一季度产生。
国网集中招标资质费	0	300*	300	属于一次性销售费用，国网招标资质费 300 元属于计划额度，大部分已在第三季度产生。 公司已确定进入国网城配网第二批集中招标
资产减值	139	600	461	由于铁路建设已恢复，该笔减值预计在四季度或者明年上半年将陆续冲回。 **其中：公司本部产生约 200 万的账款减值；武昌电控（控股 51%）产生约 400 万的账款减值。**
期权费用	0	162	162	2012 年计提期权费用 325 万元，集中在下半年计提，第三季度和第四季度分别计提 162 万元。
新增支出项合计	139	1,382	1,243	
进入项				
营业外收支	270	90	(180)	2012 年公司 200 多万政府补助尚未到账。
新增进入项合计	270	90	(180)	从 2012 年前三季度来看，公司对这些损益项的估计不足，从同比差额来看，新增的费用支出约占前三季度利润总额约 35%。
两者合计对利润的增长影响	+131	-1,292	-1,423	**“+”表示对利润增长正贡献，“-”表示对利润增长负贡献**

资料来源：公司数据及中银国际研究

集约型智能配网加快建设，公司第三季度获得国网集招资质，优势产能投产将使公司显著受益。公司是国内为数不过的具备 10～40.5kV C-GIS 完全自主研发和规模化制造实力的企业，随着三季度末 C-GIS 募投制造基地的投产，公司在国内 C-GIS 领域的地位将显著提升，市场开拓方面力度更大。未来 2-3 年是集约型智能配网加快建设时期，智能型 C-GIS 型环网柜也逐渐成为城市配网环网主流产品选型，公司一、二次设备兼具，预计有望显著受益。第三季度，公司已经获取国网集中招标资质，并确定进入国网第二批城配网集中招标，预计国网市场内的新增订单有望显著大幅增长。

3 季度末铁路负面影响进入底部，铁路账款减值冲回和订单交货确认有从望 4 季度开始实质性利好公司铁路业务利润增长。受铁路建设逐步恢复的利好，子公司武昌电控截至 10 月份在手订单过亿元，但前三季度仅确认了 4,900 万元，另外，铁路业务领域应收账款跨期导致坏账计提显著增加。截至三季度，公司本部与铁路相关业务减值 200 万（公司本部给武昌电控供货元器件），武昌电控减值 400 万，而铁路建设恢复从对利润利好的角度来看，至少在前三季度对公司均为负面影响。但从铁路建设投入和公司新增铁路订单情况来看，铁路业务有望从 4 季度开始实质利好公司该领域利润增长。

铁路投资对相关设备企业的利润贡献已逐步进入实质利好阶段，去年转接订单和今年新增订单将逐步加快交货确认，以及应收账款坏账计提将也逐步冲回。2012 年 10 月 10 日，铁道部发行年内第六期建设债券总规模 250 亿元，年内累计 1,300 亿元。在募集说明书中，铁道部将年内投资规模再次上调至 6,300 亿元。下半年以来铁路建设投资加速势头明显，1-9 月份铁路投资 3,442 亿元，同比降幅收窄至 13%，9 月当月铁路投资 726 亿元，同比增长 92.7%，如果要完成全年的投资规模，未来 3 个月要完成近 3,000 亿元的投资，平均每月近 1,000 亿元的投资规模。在铁道部年初工作会议上，确定的投资规模是 5,000 亿元，7 月 30 日第三期债券发行时候，调整为 5,800 亿元；9 月 10 日发行第五期债券的时候，调整为 6,100 亿元，目前至发行第 6 期债券的时候，已经调整为 6,300 亿元。

由于今年前三季度一次性费用支出和铁路账款减值导致增长低于预期，明年前三季度业绩同比增长幅度都会比较显著。公司今年 1 季度业绩下滑-67%、前两季度下滑-16%、前三季度下滑-20%，不考虑公司业务（城市配网和轨道交通）明年较快增长带来的自然利润增长，仅就部分损益项的变动来看，明年三季度至少会较今年前三季度新增约 1,083-1,183 万元的利润增加。

图表 3.可预期明年同比今年前三季度部分损益项变动对比情况

重要的损益项（*单位：万元*）	2012 年前三季度	2013 年前三季度	同比增加额
支出项			
搬迁造成员工劳动合同补偿等非正常费用开支	320	0	(320)
国网集中招标资质费	300	0	(300)
资产减值	600	150	(450)
期权费用	162	359	207
新增支出项合计	1,382	509	(873)
进入项			
营业外收支	90	300～500	210～310
新增进入项合计	90	300～400	210～310
以下“+”表示对利润增长正贡献，“-”表示对利润增长负贡献			
两者合计对利润的增长影响*	-1,292	-209～-109	1,083～1,183

资料来源：公司数据及中银国际研究

公司具备成为智能配网和轨道交通电气领域的龙头企业潜质，利润增长底部已现，明年 1 季度至 3 季度利润增长幅度显著，由于公司股票流动性一般，建议 10 元钱以下逐步建仓。公司在智能配网领域属于优质的 C-GIS 开关企业，在整合完上海申瑞的管理和技术团队后，具备了电气控制和电力电子技术研发实力，公司成为国内中压领域为数不多的同时具备一、二设备研发实力的企业，具备成为智能配网和智能轨道交通配电龙头企业的潜质。由于基数效应，从 4 季度起单季度业绩同比增长预计会比较显著；2013 年从 1 季度至 3 季度的季度业绩增长幅度都将比较显著。目前，公司市值约 14.27 亿，流通市值约 4.06 亿元，流动性一般，基于对公司业绩增长的判断，建议投资者 10 元以下逐步建仓。

维持目标价 14.00 元和*买入*评级。如果铁路建设恢复对公司的影响只能从明年体现，预计公司 2012-2014 年有望实现每股收益为 0.39、0.70 和 0.97 元。如果铁路建设恢复对公司的影响在 4 季度就明显体现，对公司而言是订单交付加快和坏账计提冲回，我们预计公司 2012-2014 年有望实现每股收益为 0.47、0.70 和 0.97 元，维持目标价 14.00 元和***买入***评级。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371