

评级: 审慎推荐 (首次评级)

电力设备

公司调研报告

证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013

研究助理 罗佳华 S1080111080059

电话: 0755-25832903

邮件: luojiahua@fcsc.cn

**中能电气(300062)****——产能消化能力有待观察, 给予审慎推荐评级****摘要:**

- 1、今年全年业绩受高铁延迟影响, 箱式变电站业务同比大幅下降。考虑到目前铁路投资重回增长轨道, 公司箱式变电站业务将可能回到前期高点。
- 2、随着募投项目开始完工, 公司核心产品 C-GIS 环网柜、中压预制式电缆附件、SMC 箱体产能都大幅扩张, 为消化产能, 公司未来将开拓低端客户, 这将拉低毛利率。
- 3、公司目前估值并不低, 产能扩张可能带来高增长, 但产品销售能力还有待观察, 首次给予“审慎推荐”投资评级。

**点评:****1、箱式变电站业务下降拖累今年业绩**

公司前三季度实现营业收入 2.14 亿元, 同比下降 7.39%, 实现净利润 3085 万元, 同比下降 22.75%。从公司各项业务情况看, 受高铁延迟影响, 公司本部和控股子公司武昌电控的箱式变电站业务同比大幅减少。参考半年报数据看到, 电网相关产品依然保持较高增长。

根据我们了解的情况, 公司箱式变电站业务大约 60%销售来源于铁路行业, 因此其受铁路行业建设延迟的影响非常显著。

**图表 1 公司 2012 年半年报简要财务数据一览表**

|           | 收入(万) | 收入变化    | 毛利率    | 毛利率变化  |
|-----------|-------|---------|--------|--------|
| C-GIS 环网柜 | 5341  | 25.99%  | 48.21% | 3.61%  |
| SMC 箱体    | 404   | 25.22%  | 42.00% | 1.23%  |
| 电缆附件      | 3418  | 43.32%  | 49.78% | 1.72%  |
| 箱式变电站     | 4089  | -42.03% | 38.57% | -2.18% |
| 其他        | 35    | -26.85% | 34.87% | -3.45% |
| 其他收入      | 29    | -38.97% | -      | -      |
| 总计        | 13317 | -5.53%  | 45.54% | 5.91%  |

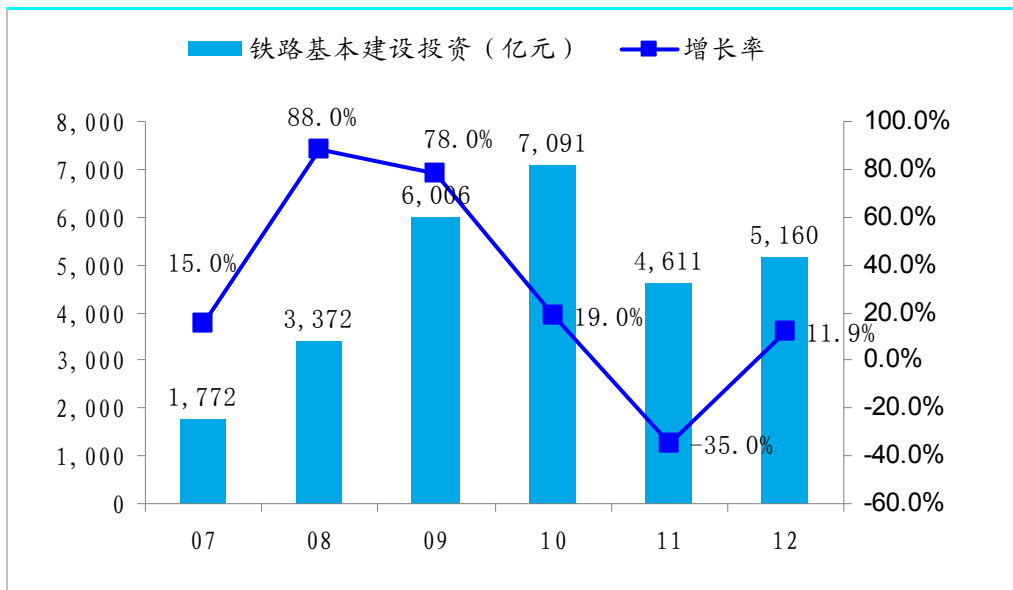
数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所



根据第六期铁路债券募集说明书规划, 2012 年铁路建设总投资计划为 6300 亿元, 其中基本建设投资 5160 亿元, 同比去年基本建设投资 4610.84 亿元增长 11.9%。随着铁路投资重回增长轨道, 公司箱式变电站业务将有可能重新回到前期高点。

再加上铁路行业箱式变电站比普通箱变单价更高, 公司此类产品毛利率也将更高。

图表 2 我国近几年铁路基本建设投资变化



数据来源: 铁道部 第一创业证券研究所

## 2、C-GIS环网柜等产品募投项目投产, 为消化产能带来毛利率下降

公司原先厂区产地一直不足, 只能保证核心客户的订单生产。随着公司福清厂房的建成, 公司产能规模也将迅速扩大。公司扩产产品包括 C-GIS 环网柜, 中压预制式电缆附件以及 SMC 箱体。

图表 3 中能电气募投项目情况

| 项目名称   | 投资金额 (万元)     | 投产时间                              | 生产规模  | 产能变化  |
|--|---------------|-----------------------------------|---|---|
| 中压预制式<br>电缆附件<br>智能化免维<br>护型环网设<br>备技术改造<br>项目 | 6500<br>12000 | 2012 年 2 月 1 日<br>2012 年 8 月 31 日 | 45 万只中压预制式<br>电缆附件及 2000<br>台电缆分支箱<br>1 万单元 C-GIS 环<br>网柜 | 公司原有产能 13<br>万只<br>公司原有产能<br>3000 单元, 扩大<br>到 1 万单元 |



|                         |      |           |            |                   |
|-------------------------|------|-----------|------------|-------------------|
| 特种纤维增<br>强聚脂绝缘<br>材料及制品 | 3500 | 2012年2月1日 | 5万套 SMC 箱体 | 公司原有产能大<br>约 4 万套 |
|-------------------------|------|-----------|------------|-------------------|

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

公司目前募投项目都已投产，各产品大致市场情况如下：

- C-GIS：根据 2008 年统计，公司 3000 单元产能，市场占有率 3%，公司预计 2012 年市场需求在 20 万单元左右。
- 中压预制式电缆附件：据统计数据，2008 年中压预制式电缆附件需求为 102 万只，未来几年预计保持在 140 万只-240 万只。
- SMC：2008 年市场规模约为 64 万套。

从公司产能情况看，扩产幅度较大，在此背景下，为消化产能，公司有必要开拓低端客户，这将导致公司毛利率下降。

### 3、盈利预测及投资建议

我们预计 2012 年、2013 年和 2014 年每股收益分别为 0.33 元、0.40 元、0.46 元。目前的 8.58 元的股价对应的 2012 年、2013 年和 2014 年的 PE 分别为 26 倍、21 倍和 19 倍。公司产能大幅扩张可能带来高成长，但销售能力还需观察，因此给予“审慎推荐”投资评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

图表 4 公司主营收入和毛利率预测一览表

| 万                  | 2011 年 | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>一、C-GIS 环网柜</b> |        |       |       |       |
| 收入                 | 9615   | 12019 | 16826 | 21874 |
| 增长率                | 4.6%   | 25.0% | 40%   | 30%   |
| 毛利率                | 48.9%  | 48.0% | 45.0% | 42.0% |
| 毛利                 | 4700   | 5769  | 7572  | 9187  |
| <b>二、SMC 箱体</b>    |        |       |       |       |

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商



|                |        |        |       |       |
|----------------|--------|--------|-------|-------|
| 收入             | 2331   | 2914   | 3642  | 4553  |
| 增长率            | 32.3%  | 25.0%  | 25.0% | 25.0% |
| 毛利率            | 39.4%  | 42.0%  | 40.0% | 40.0% |
| 毛利             | 918    | 1224   | 1457  | 1821  |
| <b>三、电缆附件</b>  |        |        |       |       |
| 收入             | 7058   | 9881   | 12351 | 15439 |
| 增长率            | -16.9% | 40.0%  | 25.0% | 25.0% |
| 毛利率            | 49.9%  | 49.0%  | 48.0% | 47.0% |
| 毛利             | 3522   | 4842   | 5929  | 7256  |
| <b>四、箱式变电站</b> |        |        |       |       |
| 收入             | 12736  | 7642   | 10698 | 13908 |
| 增长率            | 189.6% | -40%   | 40%   | 30%   |
| 毛利率            | 36.9%  | 36.0%  | 36.0% | 36.0% |
| 毛利             | 4705   | 2751   | 3851  | 5007  |
| <b>五、其他</b>    |        |        |       |       |
| 收入             | 511    | 409    | 450   | 495   |
| 增长率            |        | -20.0% | 10.0% | 10%   |
| 毛利率            | 59.9%  | 40.0%  | 40.0% | 40.0% |
| 毛利             | 351    | 164    | 180   | 198   |
| <b>六、合计</b>    |        |        |       |       |
| 收入             | 32251  | 32864  | 43968 | 56268 |
| 收入增长           | 56.2%  | 1.9%   | 33.8% | 28.0% |
| 毛利             | 14195  | 14749  | 18988 | 23469 |
| 毛利率            | 44.0%  | 44.9%  | 43.2% | 41.7% |

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图表 5 盈利预测表

| 万             | 2011 年 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>一、营业利润</b> |        |       |       |       |
| 营业收入          | 32250  | 32864 | 43968 | 56268 |
| 减：营业成本        | 18054  | 18115 | 24979 | 32799 |
| 减：营业税金及附加     | 318    | 324   | 434   | 556   |
| 减：营业费用        | 2677   | 3001  | 4015  | 5139  |
| 减：管理费用        | 4472   | 5013  | 6707  | 8583  |
| 减：财务费用        | -482   | -554  | -388  | -271  |
| 减：资产减值损失      | 373    | 373   | 410   | 451   |
| 加：投资收益        | 11     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润          | 6848   | 6591  | 7810  | 9012  |
| <b>二、利润总额</b> |        |       |       |       |
| 加：营业外收支       | 242    | 121   | 121   | 121   |



|           |      |      |      |       |
|-----------|------|------|------|-------|
| 利润总额      | 7090 | 6712 | 7931 | 9133  |
| 三、净利润     |      |      |      |       |
| 减：所得税     | 1000 | 1007 | 1190 | 1370  |
| 净利润       | 6090 | 5706 | 6741 | 7763  |
| 四、归属母公司净利 |      |      |      |       |
| 减：少数股东损益  | 584  | 584  | 584  | 584   |
| 归属母公司净利润  | 5505 | 5121 | 6157 | 7179  |
| 总股本（万）    |      |      |      | 15490 |
| EPS(元)    | 0.36 | 0.33 | 0.40 | 0.46  |

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

4、风险因素：（1）公司产能消化不足导致毛利率下降；（2）市场需求下滑。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

| 评级类别   | 具体评级 | 评级定义                        |
|--------|------|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上   |
|        | 审慎推荐 | 预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
|        | 中性   | 预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间  |
|        | 回避   | 预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上     |
| 行业投资评级 | 推荐   | 行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数         |
|        | 中性   | 行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数          |
|        | 回避   | 行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数         |

### 第一创业证券股份有限公司

中国价值投资网 最多 最好用研究报告服务商  
深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135