



2017 年 04 月 18 日

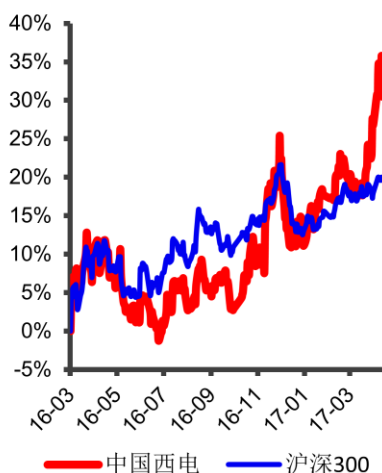
证券研究报告/点评报告

增持(上调)

基础数据:

总股本	51.3 亿股
流通股本	51.3 亿股
ROE (最新)	6.07%
EPS (最新)	0.22 元
4 月 12 日收盘价	6.56 元

股价表现:



相关报告:

公司研究: 中国西电 (601179)
——稳健发展的优质特高压龙头企业

长城国瑞证券研究所

分析师:

潘永乐

panyongle@gwgsc.com

执业证书编号:

S0200512010001

联系电话: 0592-2079825

地址: 厦门市深田路 46 号
深田国际大厦 19 楼

高压设备/高低压设备/电气设备

中国西电 (601179) 年报点评

——盈利结构改善, 海外收入占比有望进一步提升

事件:

◆中国西电发布 2016 年年度报告, 公司 2016 年实现营收 141.74 亿元, 同比增长 6.27%; 实现归母净利润 11.28 亿元, 同比增长 24.77%。

投资要点:

◆利润增速远超营收增速, 公司盈利结构进一步改善。公司报告期内营业收入同比增长 6.27%; 归母净利润同比增长 24.77%; 净资产收益率 6.07%, 上升 1.09 个百分点。我们认为, 2016 年公司盈利结构进一步改善的主要原因有以下两个方面: (1) 海外业务毛利率大幅提升, 2016 年公司海外业务实现营收 13.77 亿元, 毛利率 14.17%, 较 2015 年大幅提升 5.09 个百分点; (2) 由于产品自主化程度显著提高, 公司电力电子、工程及贸易业务毛利率 30.27%, 较 2015 年大幅提升 10.82 个百分点。

◆借助“一带一路”东风, 海外业务占比有望进一步提升。传统电力设备企业受制于国网投资增速下降, 纷纷实行“走出去”的发展战略, 但在整个“一带一路”建设中电力设备企业仍旧算是一个“新来者”。未来我们认为特高压及海外总包有望成为电力设备“走出去”的新亮点。从近期来看, 国家电网将重点建设我国到中亚五国的输电通道、俄罗斯、蒙古向我国的输电通道以及我国与南部邻国的输电通道。公司在埃及与印尼设立的子公司西电 EGEMAC 高压电气有限公司 (“西电埃及”) 和西电印尼 SAKTI 有限责任公司 (“西电印尼”) 于 2016 年已经部分并表, 2017 年有望使得公司海外业务占比进一步提升。

◆国内特高压项目如期推进, 公司未来业绩确定性提升。与市场普遍认为国网特高压建设进度减缓不同, 我们认为目前国网在特高压直流方面的投资进度与预期相符。2016 年国网实际投资同比增长 10%, 2017 年国网计划投资 4657 亿元, 较 2016 年计划数同比增长 6%。国内特高压方面 2016



年年内有“三交一直”建成投产，目前已有“六交五直”投运，2017 年预计纳入国家大气污染防治行动计划的“四交四直”将在年内实现全部投运，即还有“锡盟-江苏泰州±800kv 直流”、“山西晋北-江苏南京±800kv 直流”、“上海庙-山东临沂±800kv 直流”、“榆横-潍坊 1000kv 交流”共计 4 条线路将在 2017 年建成投运。公司是国内直流特高压主要设备换流变和换流阀的主要厂商，17 年 3 个直流特高压项目建成投运将给公司业绩带来较高的确定性。

图表 1：我国目前已建和在建的特高压输电线路情况

开工时间	项目	交/直流	进度	全长 (km)
20060809	晋东南-南阳-荆门 1000kv	交流	投运 (20090106)	640
20070426	向家坝-上海±800kv	直流	投运 (20100708)	1907
200811	锦屏-苏南±800kv	直流	投运 (20121212)	2059
2011927	淮南-浙北-上海 1000kv	交流	投运 (2013925)	2*649
201205	哈密南-郑州±800kv	直流	投运 (20140127)	2192
201208	溪洛渡左岸-浙江金华±800kv	直流	投运 (20140703)	1653
201303	浙北-福州 1000kv	交流	投运 (20141226)	2*603
20140805	灵州-绍兴 800kv	直流	投运 (20161107)	1720
20140712	锡盟-山东±1000kv	交流	投运 (20160629)	2*730
20140421	淮南-南京-上海 1000kv	交流	投运 (20161212)	2*780
20150115	蒙西-天津南 1000kv	交流	投运 (20161124)	2*608
20150604	酒泉-湖南±800kv	直流	在建	2386
20150610	山西晋北-江苏南京±800kv	直流	在建	1119
20151028	锡盟-江苏泰州±800kv	直流	在建	1620
20150512	榆横-潍坊 1000kv	交流	在建	2*1048.5
20151201	上海庙-山东临沂±800kv	直流	在建	1238
201603	山东特高压交流环网	交流	在建	640
20160511	淮东-皖南±1100kv	直流	在建	3324
20160825	扎鲁特-青州±800kv	直流	在建	1234

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图表 2：中国西电近年来海外市场拓展情况

时间	项目名称	项目概况
2017 年 3 月	西非四国联网 225 千伏输变电线路项目	西电国际携手国机集团核心企业江苏苏美达成套设备工程公司组成联合体，于 3 月中旬成功中标由冈比亚河流域开发组织发起的西非四国联网 225 千伏输变电线路项目，合同金额近 5000 万美元，这是该项目唯一中标的中国联合体。
2016 年 12 月	厄瓜多尔电力公司 BID2-TRANS-002-2015 输变电 EPC 项目	项目总金额约 3000 万美元。包括一个 230/138 千伏的变电站、18 公里 138 千伏线路，10 公里 230 千伏线路，建设工期 20 个月。该项目为中国西电在美洲取得的首个成套 EPC 项目。
2017 年 3 月	与印尼 CCM 公司合资建设西电斯科印尼有限公司正式开业	标志着目前印尼及东南亚最大的变压器制造厂、中国企业在印尼投资的第一家变压器生产企业正式成立并投产。西电斯科年生产能力达到 10500 伏安，及时满足了印尼增加发电量的需求。
2016 年 7 月	亚美尼亚电站改造 EPC 项目	该项目为亚美尼亚世界银行贷款电网改造项目。在该项目的招标中，中国西电中标两个变电站 EPC 改造项目，合同总金额约 1500 万美元。该项目是中国西电在亚美尼亚首次中标。
2016 年 4 月	与英国国家电网公司签订了 6 年《变电站一次设备的供货及安装的框架协议》	此协议的签署表明英国国家电网公司高度认可中国西电产品和服务，标志着中国西电成为目前唯一一家正式通过英国国家电网产品技术型式注册的输配电供应商。
2016 年 6 月	印度国家电网公司 GIS 项目	中国西电中标印度国家电网公司 8 个断路器间隔 800kV GIS 和 12 个断路器间隔 420kV GIS 项目订单，是中国西电在海外市场的第一个 800kV GIS 项目，该订单奠定了西电高电压等级开关设。
2015 年 12 月	220kV 水泥厂供电项目	这是中国西电在刚果（金）以及非洲法语区国家获得的首个 EPC 交钥匙工程。刚果（金）PPC 水泥厂是目前刚果（金）最大的在建水泥厂，中国西电此次签约的是这座水泥厂的高压供电工程，项目主要包含 KWILU 变电站、PPCB 变电站及连接两站之间的 220kV 线路。
2015 年 12 月	埃及本班四个 220/22/22kV 升压变电站成套交钥匙工程合同	合同总金额 4.8 亿人民币，建设工期 8 个月。对“XD”品牌产品在埃及及周边市场的声誉将产生积极而深远的影响，对中埃产能合作也将起到积极的示范作用。
2015 年 8 月	苏丹东部输变电项目	项目合同内容包括 3 座 220kV 变电站，2 座 110kV 变电站和约 100km 的输电线路，总金额 6566 万欧元，总工期 18 个月。该项目位于苏丹东部地区的红海州和加得里夫州，红海州的苏丹港是苏丹最大的进出口港口，该地区的电力负荷大，急需改善。

资料来源：国资委、长城国瑞证券研究所



投资建议：

基于公司2017年国内3条直流特高压建成投产以及公司海外业务占比提升的前提假设，我们预计2017、2018年公司EPS分别为0.27元、0.30元，对应目前PE分别为24.30倍、21.87倍。以目前高压设备行业的P/E中位数29.34倍来看，公司目前的估值仍有一定上升空间，进一步考虑到公司业务与国家“一带一路”战略的契合因素，上调公司投资评级至“增持”。

风险提示：

特高压项目建设进度不及预期；公司海外业务拓展不及预期；国家电网投资规模不及预期。

主要财务数据及预测

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入（百万元）	13869.68	13104.43	13979.89	14958.48	16005.57
增长率(%)	6.27%	-5.52%	6.68%	7.00%	7.00%
归母净利润（百万元）	684.13	903.97	1127.89	1356.69	1534.25
增长率(%)	112.64%	32.14%	24.77%	20.29%	13.09%
EPS（元）	0.133	0.176	0.220	0.265	0.299
毛利率	24.13%	26.52%	29.37%	30.00%	30.50%
净资产收益率	3.80%	4.90%	5.94%	6.94%	7.61%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

预测财务报表（单位：百万元）

利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	13869.6	13104.4	13979.8	14958.4	16005.5
减：营业成本	10522.3	9629.75	9873.48	10470.9	11123.8
营业税金及附加	107.40	111.94	142.53	152.50	163.18
营业费用	1039.97	971.41	1075.74	1151.04	1231.61
管理费用	1668.80	1563.39	1784.71	1909.64	2043.32
财务费用	-59.62	8.10	8.14	-225.11	-265.96
资产减值损失	123.37	172.17	193.35	162.96	162.96
加：投资收益	113.26	132.78	137.85	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.88	-5.36	-0.21	0.00	0.00
其他经营损益	203.99	219.53	186.91	203.47	203.47
营业利润	786.55	994.63	1226.49	1539.98	1750.06
加：其他非经营损益	36.36	86.93	72.12	65.14	65.14
利润总额	822.92	1081.56	1298.61	1605.12	1815.19
减：所得税	161.45	179.17	164.35	240.77	272.28
净利润	661.47	902.39	1134.26	1364.35	1542.91
减：少数股东损益	-22.66	-1.59	6.37	7.66	8.66
归母净利润	684.13	903.97	1127.89	1356.69	1534.25

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	-28.98	3158.76	633.12	2361.86	2217.29
投资性现金净流量	-836.48	264.79	-493.35	55.37	55.37
筹资性现金净流量	-780.76	-387.93	-513.76	-817.10	-680.36
现金流量净额	-1642.8	3038.43	-375.27	1600.12	1592.30

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
货币资金	7553.00	9433.88	8954.82	10554.9	12147.2
应收和预付款项	8640.16	9209.39	10099.4	10500.0	11610.0
存货	4248.32	3832.83	3349.97	3400.00	3500.00
其他流动资产	1510.20	1031.03	2393.71	2393.71	2393.71
长期股权投资	382.58	382.66	112.37	112.37	112.37
投资性房地产	131.90	125.97	126.47	105.93	85.39
固定资产和在建工程	5501.60	5317.95	5521.96	4361.55	3201.15
无形资产和开发支出	1769.73	1874.72	2103.32	1822.83	1542.35
其他非流动资产	297.72	295.83	737.77	730.71	723.65
资产总计	30035.2	31504.2	33399.7	33982.0	35315.8
短期借款	276.68	286.68	402.60	0.00	0.00
应付和预收款项	9151.67	9841.76	11131.9	11367.7	12080.5
长期借款	22.50	7.50	40.00	240.00	240.00
其他负债	1492.63	1756.80	1465.29	1465.29	1465.29
负债合计	10943.4	11892.7	13039.8	13073.0	13785.8
股本	5125.88	5125.88	5125.88	5125.88	5125.88
资本公积	11420.9	11486.5	11564.0	11564.0	11564.0
留存收益	1479.10	1822.49	2304.46	2845.91	3458.24
归属母公司股东权益	18025.8	18434.9	18994.3	19535.8	20148.1
少数股东权益	782.09	856.92	1106.73	1114.38	1123.04
股东权益合计	18807.9	19291.8	20101.0	20650.2	21271.1
负债和股东权益合计	29751.4	31184.5	33140.9	33723.2	35057.0

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

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。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。