

中国西电 (601179):

需求未见显著萎缩, 关注海外业务发展

中性(首次)

电力设备新能源

当前股价: 4.02 元

报告日期: 2018 年 4 月 13 日

主要财务指标 (单位: 百万元)

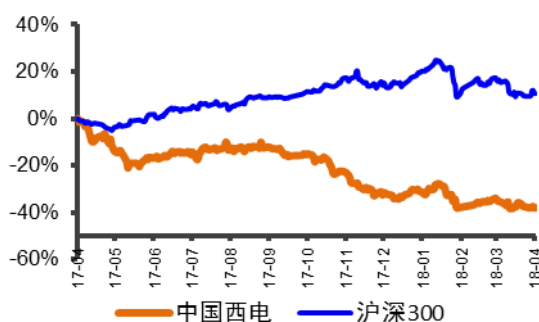
	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	14391.40	14570.51	15299.03	16063.98
(+/-)	1.54%	3.00%	5.00%	5.00%
归属母公司净利润	898.63	472.42	584.03	686.53
(+/-)	-20.33%	-43.56%	23.62%	17.55%
EPS (元)	0.17	0.09	0.11	0.13
市盈率	23.64	44.66	36.55	30.92

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	51.26/51.26
流通市值 (亿元)	207
每股净资产 (元)	3.77
资产负债率 (%)	39.48

相关研究

股价表现 (最近一年)



资料来源: WIND, 华鑫证券研发部

分析师: 潘永乐

执业证书编号: S1050517100001

联系电话: 021-54967705

邮箱: panyl@cfsc.com.cn

相关事件:

2018 年 4 月 5 日中国西电发布 2017 年年度报告, 公司 2017 年实现营业总收入 143.91 亿元, 较 2016 年增长 1.54%; 实现归母净利润 8.99 亿元, 较 2016 年减少 20.33%; 加权平均净资产收益率为 4.71%, 较 2016 年减少 1.36pct.。

投资要点:

◆全年归母净利首次出现下滑, Q3/Q4 同比下滑显著。2017 年, 公司实现归母净利润 8.99 亿元 (YoY-20.33%), 为最近 5 年首次出现下滑; 其中 Q3 单季 (YoY-80.73%) 下滑幅度较为显著、Q4 单季 (YoY-33.47%) 下滑幅度略有好转, 我们认为公司 2017H2 归母净利突然下滑的主要因素是主要产品毛利率出现下滑。从主要产品情况来看, 2017 年, 公司开关产品的平均销售单价 72.60 万/套 (YoY+4.94%), 平均生产成本 48.46 万/套 (YoY+10.72%), 整体毛利率下降了 3.48pct.; 变压器产品的平均销售单价为 38.69 万/套 (YoY+1.64%), 平均生产成本 30.97 万/套 (YoY+2.59%), 整体毛利率下降了 0.74pct.。此外, 2017 年公司财务费用大幅增长至 8317.69 万元 (YoY+922.09%), 我们认为, 公司财务费用的大幅增长也是导致公司归母净利润下滑的主要因素之一, 而财务费用大幅增加的主要原因在于出现了汇兑损失 9925.96 万; 此外 Q3 应收账款保理费用和质保金折现费用增加也一定程度上导致了财务费用增加。

◆电网投资增速下滑, 但公司在手订单维持高位, 需求未见显著萎缩。2017 年电网合计实现投资 4853.6 亿元 (YoY-2.23%), 2018 年电网投资计划为 4989 亿元 (YoY+3%)。从近三年的电网投资趋势来看, 2014 年国家电网合计实现投资 3855 亿元 (YoY+27%), 是近年来的最高值, 随后电网投资增速有所放缓, 2016 年实现投资 4977 亿元 (YoY+10%), 增速同比下滑 7pct.。从公司自身订单层面看, 2016 年末公司在手订单 218.39 亿元, 至 2017 年末, 公司在手订单 216.3 亿元, 较 2016 年末相比依旧维持在高位。其中, 国内新增订单数量为 47.34 亿元, 占比 67.60%。我们认为, 公司目前在手订单能够支撑公司 2018 年



业绩稳定发展，随着电网投资增速下滑趋势逐渐趋稳，市场对公司国内需求潜在边际下滑的预期有望逐步得到改善。

◆“一带一路”为公司海外业务发展创造机遇。公司以“一带一路”建设为契机，积极拓展海外市场。2017 年，公司海外业务实现营收 16.67 亿元（YoY+21.12%）；毛利率 17.30%，同比增加 3.13pct。公司 2017 年期初海外订单量为 18.83 亿元，期末海外订单量为 41.52 亿元，公司海外市场订货量的突破性增加，使海外合资工厂产能持续释放，为拓展周边国家和地区的市场提供了条件。

◆再次中标国家电网特高压项目，特高压依旧是重要的边际需求亮点。2018 年 1 月 23 日，公司下属四家子公司在国网“北京西-石家庄 1000KV”特高压交流工程第一次设备招标中成为中标候选人，共中标开关类、变压器类及其他类产品共 7 个标包，预计总中标金额为 9.58 亿元。我们认为，特高压依旧是当前国网投资增量中除了配网之外重要的边际需求亮点，公司再次中标特高压项目，体现了公司依旧处于行业一线的市场竞争力。

盈利预测：

基于公司国内需求平稳及海外业务占比逐步提升的核心逻辑，我们预计 2018、2019、2020 年公司 EPS 分别为 0.09、0.11、0.13 元，目前 P/B 仅有 1.06 倍，我们首次给予其“中性”的投资评级。

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。



预测财务报表（单位：百万元）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	7,801.51	10676.79	8882.05	12563.95	营业收入	14391.40	14570.51	15299.03	16063.98
应收和预付款项	10314.30	9939.94	11266.48	10987.11	减：营业成本	10145.29	10855.03	11321.28	11807.03
存货	4180.74	4140.65	4538.17	4513.02	营业税金及附加	172.42	177.60	186.48	195.80
其他流动资产	2843.58	2843.58	2843.58	2843.58	营业费用	1077.67	1110.00	1165.50	1223.78
长期股权投资	106.73	106.73	106.73	106.73	管理费用	1936.39	1994.49	2094.21	2198.92
投资性房地产	125.38	103.89	82.40	60.91	财务费用	83.18	-18.96	-46.51	-55.33
固定资产和在建工程	5309.82	4105.34	2900.85	1696.37	资产减值损失	182.44	182.65	182.65	182.65
无形资产和开发支出	2122.55	1819.64	1516.72	1213.80	加：投资收益	165.75	-3.00	-2.00	-1.00
其他非流动资产	892.30	633.69	626.96	626.96	汇兑净收益	-0.19	-0.20	-0.10	-0.30
资产总计	33697.61	34370.25	32763.93	34612.43	其他经营损益	238.65	215.03	215.03	215.03
短期借款	445.68	0.00	-545.68	-1191.36	营业利润	1048.54	481.54	608.35	724.87
应付和预收款项	10206.78	12015.57	10741.46	12986.03	加：其他非经营损益	10.97	56.67	56.67	56.67
长期借款	40.00	40.00	40.00	40.00	利润总额	1059.50	538.21	665.02	781.54
其他负债	2611.99	1508.52	1508.52	1508.52	减：所得税	188.21	81.21	100.07	117.43
负债合计	13304.45	13564.09	11744.30	13343.19	净利润	871.30	457.00	564.95	664.11
股本	5125.88	5125.88	5125.88	5125.88	减：少数股东损益	-27.33	-15.43	-19.07	-22.42
资本公积	11567.02	11567.02	11567.02	11567.02	归属母公司股东净利润	898.63	472.42	584.03	686.53
留存收益	2639.41	2825.90	3056.46	3327.48					
归属母公司股东权益	19332.31	19518.80	19749.36	20020.38	财务分析	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	1060.84	1045.42	1026.34	1003.92	收益率				
股东权益合计	20393.15	20564.22	20775.70	21024.30	毛利率	28.28%	25.50%	26.00%	26.50%
负债和股东权益合计	33697.61	34128.31	32520.00	34367.50	三费/销售收入	21.89%	21.18%	21.00%	20.96%
					EBIT/销售收入	7.42%	3.29%	3.91%	4.46%
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	EBITDA/销售收入	12.72%	12.57%	12.76%	12.84%
经营性现金净流量	-336.03	4460.42	-1010.18	4629.90	销售净利率	6.16%	3.14%	3.69%	4.13%
投资性现金净流量	-1094.32	47.97	48.07	47.87	资产获利率				
筹资性现金净流量	-466.36	-672.64	-832.64	-995.86	ROE（摊薄）	4.65%	2.42%	2.96%	3.43%
现金流量净额	-1923.31	3835.74	-1794.75	3681.90	ROA	2.55%	1.39%	1.83%	2.07%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	增长率				
EBIT	882.01	479.24	598.51	716.21	销售收入增长率	1.54%	3.00%	5.00%	5.00%
EBITDA	1645.28	1832.21	1951.48	2062.44	净利润增长率	-20.33%	-43.56%	23.62%	17.55%
NOPLAT	807.59	358.91	460.35	560.71	总资产增长率	-2.78%	5.95%	-4.67%	5.64%
净利润	898.63	472.42	584.03	686.53	资本结构				
EPS（摊薄）	0.17	0.09	0.11	0.13	资产负债率	39.48%	39.46%	35.85%	38.55%
BPS	3.77	3.80	3.85	3.91	投资资本/总资产	43.31%	28.93%	34.83%	21.21%
PE	21.89	43.62	35.28	30.01	带息债务/总负债	4.11%	0.29%	-4.31%	-8.63%
PB	1.07	1.06	1.04	1.03	流动比率	2.15	2.11	2.45	2.41
PS	1.46	1.41	1.35	1.28	速动比率	1.79	1.58	1.79	1.84

资料来源：WIND，华鑫证券研发部



分析师简介

潘永乐：厦门大学金融硕士，九年证券研究经验，2017年9月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：电力设备新能源行业、非银金融行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>