



迎接智能电网时代来临

——中元华电（300018）调研快报

2010年3月30日

中性/下调

电力设备

调研快报

周宏宇 电力设备行业研究员

执业证书编号：S1480109050693

010-6655 7323

E-mail: zhouhy@dxzq.net.cn

事件：

2010年3月24日，拜访中元华电（300018）管理层，就公司的经营情况进行交流。

问题一：智能电网建设会对公司故障录波装置和时间同步系统需求带来哪些影响（市场容量、技术升级）？

智能电网会对产品提出新的要求，需求也会增加。90年代500KV变电站、2000年220KV变电站，2004年后，110KV变电站开始启用故障录波装置。目前新建110KV以上变电站必须配置故障录波装置；老站改造各地情况不一。数字化变电站对录波装置的通讯要求提高，全部采用光纤。

目前数字化变电站示范项目中故障录波装置85%都采用中元华电的产品，全国大概有30多个站。

问题二：国网2010年投资计划2200多亿元，同比下降20%多，是否会对今年的业绩带来负面影响？

故障录波装置除了山东（山东工大占领）、青海、新疆、甘肃、江苏（南京银山占领）外，其它省份都有业绩。时间同步系统主要集中在南方电网。

虽然国网投资规模下降，但公司上市后资金充裕，市场开拓力度会加强，有效覆盖面会出现增长。

问题三：公司产品在发电厂、变电站项目中是单独投标还是与其它二次设备捆绑投标，如变电站综合自动化项目。数字变电站项目会对市场格局产生何种影响？

二者都有，以独立投标为主，也有部分变电站综合自动化和数字变电站示范项目，南瑞、许继、四方做项目总包，一般都会选用中元华电的故障录波装置。

问题四：时间同步装置除电力系统外，其它行业（如：金融、通讯等）也存在相应需求，公司如何考虑这部分市场？

随着募投项目实施，产能释放，公司将适时介入其它行业市场。技术方面没有障碍，因电力行业对时间同步要求相当高，精确到毫秒甚至微秒级，其他行业除了航天系统外，基本都在秒级，需要考虑的主要是销售渠道的建设。

问题五：高铁、城市轨道交通发展很快，公司有无相应产品满足市场需求？

子公司消弧线圈、电能质量管理体系可用于高铁、城市轨道交通，但目前不是公司发展的重点，电气化铁路负载特性与电力系统有很大差异，对故障录波装置也有不同需求。

问题六：公司产品处于相对细分的市场，市场容量有限，未来公司业务扩展的目标？

相关产品正在研发，公司坚持“生产一代、研发一代、储备一代”的研发路线。后续储备项目会为公司带来新的利润增长点。

问题七：公司 IPO 募集规模 5 亿左右，大大超出了募投项目资金需求，超募部分公司如何考虑？有无新的投资项目？

关于超募资金如何运用，公司将会在 4 月份发布公告，寻找适合的投资项目，力争稳妥。

问题八：销售渠道建设方面有何考虑？

国网、省网都有招标，国网主要是重点工程：比如，三峡外送、晋东南-南阳-荆门特高压等。

目前在北京、广州、成都设立了 3 个办事处，分别负责北方、华南、西南地区的市场推广和售后服务。公司上市后，资金充裕，根据产能扩张情况，销售渠道建设会适当加强。

结论：

- 公司在电力系统故障录波装置领域市场占有率位居第一，时间同步装置市场占有率位列 3 甲，随着募投项目的实施，产能将逐步释放，到 2012 年，智能化电力动态数据记录装置由目前的年产 1000 套增加到 3500 套，时间同步装置由 1000 套增加到 6000 套，时间同步装置除电力系统外，在通讯、金融、航天、高铁、地铁等市场也存在很大需求。

- 同时，公司具有较强的研发实力，近 2 年研发投入占营业收入比重均超过 9%。后续储备项目丰富，正在研发的项目有：电子式互感器、电能质量监测与治理、嵌入式继电保护及故障信息管理系统、新一代智能型继电保护测试系统等。公司“生产一代、研发一代、储备一代”的研发路线，提供了未来持续增长的动力。

盈利预测：

公司募投项目：年产 2500 套智能电力动态化数据记录装置，年产 5000 套基于北斗/GPS 的时间同步系统及时间同步检测设备将在未来三年内逐步释放产能，公司后续研发的新产品也将陆续推出。

表 1 营业收入预测

主营业务收入（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
电力故障录波装置	100	89	162	226	317
(+/-)	-11.9%	22.8%	40%	40%	40%
时间同步系统	7	20	48	95	171
(+/-)	65.9%	36.8%	50%	100%	80%
其它	9	9	10	20	30
(+/-)	-0.6%	#DIV/0!	0%	100%	50%
主营业务收入（百万元）	118	157	219	341	518
(+/-)	2.2%	32.7%	40%	56%	52%

表 2 毛利率预测

毛利率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
电力故障录波装置	57.01%	58.04%	58.0%	58.0%	58.0%
时间同步系统	43.39%	46.00%	46.0%	46.0%	46.0%
其它	54.91%	55.77%	55.0%	55.0%	55.0%
综合毛利率	26.60%	35.73%	55.3%	54.5%	53.9%

表 3 预测财务报表

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	118	157	219	341	518
营业成本	52	71	98	155	239
营业费用	7	9	13	20	31
管理费用	9	15	18	27	41
财务费用	(0)	(2)	(6)	(5)	(5)
投资收益	(0)	0	0	0	0
营业利润	46	59	91	136	202
利润总额	50	66	94	139	205
所得税	3	8	12	17	26
净利润	47	58	82	122	179
归属母公司所有者的净利润	47	58	82	122	179
NOPLAT	43	50	75	115	172
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	29	576	575	502	510
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	58	82	90	140	213
预付款项	0	0	0	0	0
存货	9	9	12	19	29
流动资产合计	99	673	682	668	763
非流动资产	17	16	63	153	170
资产总计	116	689	744	821	934
短期借款	0	0	0	0	0
应付帐款	10	18	19	30	46
预收款项	4	4	4	4	4
流动负债合计	32	44	52	68	91
非流动负债	0	0	6	6	6
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司股东权益	84	645	686	747	837
净营运资本	67	629	630	601	673
投入资本 IC	56	70	112	246	327
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	47	58	82	122	179
折旧摊销	1	1	0	10	12
净营运资金增加	42	561	1	(29)	72
经营活动产生现金流	21	53	70	85	125
投资活动产生现金流	(5)	(0)	(51)	(102)	(32)
融资活动产生现金流	(22)	494	(20)	(56)	(85)
现金净增（减）	(6)	547	(1)	(73)	8

投资建议:

预测 2010-2012 年每股收益分别为 1.27、1.88、2.76 元，按上一交易日收盘价 58.44 元计算，分别对应 46 倍、31 倍、21 倍 PE，给予“中性”评级。

表 4 关键预测指标

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	118	157	219	341	518
(+/-)	2.2%	32.7%	39.6%	55.8%	51.7%
EBITDA（百万元）	47	58	89	141	209
(+/-)	-5.2%	22.7%	53.8%	58.3%	48.1%
净利润（百万元）	47	58	82	122	179
(+/-)	0.2%	24.6%	41.9%	48.2%	46.8%
ROE	55.1%	9.0%	12.0%	16.3%	21.4%
EPS（元）	1.03	1.14	1.27	1.88	2.76
P/E	56.7	51.3	46.2	31.1	21.2
P/B	31.1	5.9	5.5	5.1	4.5
EV/EBITDA	55.1	55.6	36.2	23.4	15.7

分析师简介

周宏宇

上海交通大学电力工程学士，清华大学工商管理硕士，多年电力行业工作经验。2008 年加盟东兴证券研究所，从事电力设备行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。