

2010年10月22日

中元华电

业绩低于预期，期待新产品推广

A **持有 (↓买入)**

300018.SZ - 人民币 22.83

目标价格: 人民币 22.75 (↓30.00)

公司2010年前三季度营收同比下降17.68%，净利润同比下降14.35%，低于此前市场预期，主要是“两网”投资规模的下滑和公司重点客户区域上海、广州由于世博、亚运等因素造成采购量大幅下滑所致。加上国网对传统故障录波和时间同步装置的集中式招标将影响到公司四季度的业绩，预计公司全年业绩也将低于预期。我们将目标价格下调至22.75元，评级下调为**持有**。

韩玲*

(8621) 6860 4866 分机 8595

ling.han@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208060270

三季度要点

- 2010年前三季度实现营业收入8,719万元，同比下滑了17.69%，实现净利润3,190万元，同比下滑14.35%。实现每股收益为0.245元，低于此前市场预期。
- 前三季度营收和净利润下滑主要是由于：1、“两网”今年的投资规模的下滑；2、公司重点客户区域北京、上海、广州的采购量大幅下滑。
- 今年的传统变电站集中式招标将影响到公司四季度和明年一季度的业绩，因此，公司全年的业绩压力依然较大。
- 公司新产品推广顺利，智能化电力动态数据记录装置项目实现收入226.84万元；基于北斗/GPS的时间同步系统及时间同步检测设备项目实现收入39.05万元。不过就目前的智能变电站推进进度来看，公司新产品的市场尚未爆发。
- 公司的网络交换机进度顺利，目前已推出样机，正在上柜测试。考虑到二次设备的量产周期较短，预计明年年初，该款产品将推向市场。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(6)	6	(13)	-
相对新华富时A50指数(%)	7	(13)	(30)	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	130
流通股(%)	25.16
流通股市值(人民币 百万)	747
3个月日均交易额(人民币 百万)	60
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
邓志刚	9.00
王永业	6.92

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*刘波为本报告的重大贡献者

中银国际证券有限责任公司

估值

- 下调盈利预测，预计公司2010-2012年业绩为0.44、0.65和1.12元。给予公司2011年35倍左右市盈率，我们将目标价从30.00元下调至22.75元，并下调评级至**持有**。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	118	157	133	263	470
增幅(%)	2.2	32.7	(15.4)	98.4	78.4
净利润(人民币 百万)	47	58	58	84	146
全面摊薄每股收益(人民币)	0.36	0.45	0.44	0.65	1.12
增幅(%)	0.25	24.55	(0.43)	46.16	72.77
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.51	0.73	1.25
调整幅度(%)	-	-	(16)	(12)	(12)
市盈率(倍)	63.74	51.17	51.40	35.16	20.35
每股现金流量(人民币)	0.32	0.82	0.69	0.72	1.22
价格/每股现金流量(倍)	70.66	27.77	33.03	31.56	18.66
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.84	25.64	43.74	27.30	14.96
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.07	0.10	0.17
股息率(%)	0.0	0.0	0.3	0.4	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, thomsonreuters.com以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

2010 年前三季度净利润下滑 14.35%

2010 年前三季度实现营业收入 8,719 万元，同比下滑了 17.68%，实现净利润 3,190 万元，同比下滑 14.35%。实现每股收益为 0.245 元，低于此前市场预期。

1. 前三季度营收和净利润下滑主要是由于：1) “两网”今年的投资规模大幅下滑；2) 公司重点客户区域北京、上海、广州的采购量大幅下滑。
2. 销售费用同比上升 27.57%，主要是公司加大了国网体系内的新市场开拓力度所致。
3. 管理费用同比上升了 17.06%，主要是公司加大研发和销售人员招募所致。
4. 毛利率下滑 2.89 个点，主要是供货数量下滑所致。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年前三季度	2010 年前三季度	同比变动%
营业收入	105.92	87.19	(17.68)
销售税金	(1.82)	(1.31)	(27.86)
营业成本	(45.06)	(39.80)	(11.68)
毛利润	59.04	46.08	(21.95)
销售费用	(5.59)	(7.14)	27.57
管理费用	(9.90)	(11.58)	17.06
经营利润	43.55	27.36	(37.17)
资产减值损失	(2.98)	(2.80)	(5.83)
财务费用	0.19	8.14	4,250.80
投资收益	0.00	0.00	
营业外收入	2.21	4.54	105.76
营业外支出	0.00	(0.51)	
利润总额	42.97	36.73	(14.53)
所得税	(5.78)	(5.03)	(12.90)
少数股东权益	0.03	0.00	
净利润	37.22	31.90	(14.35)
主要比率 (%)			
毛利率	55.74	52.85	(2.89)
经营利润率	41.12	31.38	(9.73)
净利率	35.14	36.35	1.21

资料来源：公司数据

全年业绩不容乐观，但长期看好

由于国网逐步开始对传统故障录波和时间同步装置集中招标，因此在故障录波和时间同步领域引发了一定的价格战，由于采用了低价中标策略，因此，公司中标数量有所减少。

预计今年的传统变电站集中招标对公司四季度和明年一季度的业绩造成了较大的压力。

公司新产品推广顺利，智能化电力动态数据记录装置项目实现收入 226.84 万元；基于北斗/GPS 的时间同步系统及时间同步检测设备项目实现收入 39.05 万元。不过就目前的智能变电站推进进度来看，公司新产品的市场尚未爆发。

由于公司产品质量可靠且受客户好评，预计随着智能化变电站的推广，公司在该领域的新产品收入将快速增长。

公司的网络交换机进度顺利，目前已推出样机，正在上柜测试。预计，随着该款产品的挂网运行，公司将加快对该产品的产业化进度，预计明年初将推向市场。

下调目标价至 22.75 元，下调评级至持有

下调对公司的盈利预测，预计公司 2010-2012 年的业绩预测 0.44、0.65 和 1.12 元。给予公司 2011 年 35 倍左右市盈率，我们将目标价下调至 22.75 元，并下调评级至**持有**。

图表 3. 盈利预测及假设

(人民币, 百万)		2008	2009	2010E	2011E	2012E
电力故障录波分析装置	营业收入	89.08	115.36	92.29	138.43	179.96
	同比增长(%)	(10.65)	29.50	(20.00)	50.00	30.00
	毛利率(%)	58.05	57.25	50.00	45.00	50.00
时间同步系统装置	营业收入	20.06	31.75	25.40	50.80	101.60
	同比增长(%)	193.27	58.28	(20.00)	100.00	100.00
	毛利率(%)	46.01	45.64	45.64	45.64	45.64
网络交换机	营业收入				40.00	120.00
	同比增长(%)					200.00
	毛利率(%)				60.00	50.00
消弧线圈成套装置	营业收入				10.00	20.00
	同比增长(%)					100.00
	毛利率(%)				20.00	25.00
其它	营业收入			15.00	24.00	48.00
	同比增长(%)				60.00	100.00
	毛利率(%)			44.05	45.00	45.00
收入合计		118.24	156.93	132.69	263.23	469.56
毛利率合计 (%)		55.78	54.13	48.49	46.45	47.48
销售费用率 (%)		6.26	5.80	5.80	5.80	5.80
管理费用率 (%)		7.66	9.43	7.43	7.43	7.43
财务费用率 (%)		-	-	-	-	-
实际所得税率 (%)		7.66	12.50	12.50	12.50	12.50

资料来源：公司数据及中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	118	157	133	263	470
销售成本	(52)	(71)	(68)	(141)	(247)
经营费用	(19)	(28)	(10)	(32)	(58)
息税折旧前利润	47	58	55	91	165
折旧及摊销	(1)	(1)	(8)	(13)	(16)
经营利润 (息税前利润)	46	57	47	78	149
净利息收入(费用)	0.0	0.0	11.6	11.0	10.6
其他收益/(损失)	3.2	7.4	7.4	7.4	7.4
税前利润	50	66	66	96	167
所得税	(3)	(8)	(8)	(12)	(21)
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	47	58	58	84	146
核心净利润	47	58	58	84	146
每股收益(人民币)	0.36	0.45	0.44	0.65	1.12
核心每股收益(人民币)	0.36	0.45	0.44	0.65	1.12
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
收入增长(%)	2	33	(15)	98	78
息税前利润增长(%)	(6)	23	(17)	66	91
息税折旧前利润增长(%)	(5)	23	(5)	66	82
每股收益增长(%)	0	25	(0)	46	73
核心每股收益增长(%)	37	25	(0)	46	73

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	29	576	586	516	541
应收帐款	61	77	59	119	222
库存	9	9	8	18	34
其他流动资产	1	11	3	3	7
流动资产总计	99	673	656	656	804
固定资产	11	11	119	222	250
无形资产	0	4	4	4	4
其他长期资产	6	2	72	72	72
长期资产总计	17	16	195	298	326
总资产	116	689	852	954	1130
应付帐款	14	35	21	44	85
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	17	9	7	12	21
流动负债总计	32	44	28	57	106
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	(0)	1	3
股本	45	65	130	130	130
储备	39	580	694	766	890
股东权益	84	645	824	896	1020
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总负债及权益	116	689	852	954	1130
每股帐面价值(人民币)	1.9	9.9	6.3	6.9	7.8
每股有形资产(人民币)	1.9	9.9	6.3	6.4	7.4
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.6)	(8.9)	(4.5)	(4.0)	(4.2)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	50	66	66	96	167
折旧与摊销	1	1	8	13	16
净利息费用	0	0	(12)	(11)	(11)
运营资本变动	(37)	106	5	(52)	(94)
税金	(3)	(8)	(8)	(12)	(21)
其他经营现金流	10	(112)	(14)	13	22
经营活动产生的现金流	21	53	45	47	80
购买固定资产净值	0	0	(115)	(115)	(33)
投资减少/增加	(0)	0	0	0	0
其他投资现金流	(5)	(0)	(53)	(0)	(11)
投资活动产生的现金流	(5)	(0)	(168)	(115)	(44)
净增权益	1	493	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	0	(9)	(13)	(22)
其他融资现金流	(23)	1	142	11	11
融资活动产生的现金流	(22)	494	133	(2)	(11)
现金变动	(6)	547	10	(70)	25
期初现金	35	29	576	586	516
公司自由现金流	16	53	(111)	(57)	46
权益自由现金流	16	53	(111)	(57)	46

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力 (%)	39.9	36.9	41.2	34.4	35.1
息税折旧前利润率	39.1	36.2	35.4	29.6	31.7
息税前利润率	41.9	42.2	49.7	36.6	35.5
税前利润率	39.4	37.0	43.5	32.1	31.1
净利率	3.1	15.3	23.8	11.5	7.6
流动性 (倍)					
流动比率	NM	NM	NM	NM	NM
利息覆盖率	39.9	36.9	41.2	34.4	35.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	2.9	15.1	23.5	11.2	7.2
估值 (倍)					
市盈率	63.7	51.2	51.4	35.2	20.4
核心业务市盈率	63.7	51.2	51.4	35.2	20.4
目标价对应核心业务市盈率	72.5	58.2	58.5	40.0	23.2
市净率	12.2	2.3	3.6	3.3	2.9
价格/现金流	65.6	28.0	(26.7)	(51.9)	63.8
企业价值/息税折旧前利润	10.8	25.6	43.7	27.3	15.0
周转率					
存货周转天数	63.4	47.7	44.5	45.6	50.3
应收帐款周转天数	187.4	190.0	170.4	173.3	181.8
应付帐款周转天数	43.7	90.0	73.0	77.6	76.9
回报率 (%)					
股息支付率	0.0	0.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	55.0	8.7	7.9	9.8	15.2
资产收益率	37.4	7.2	5.3	7.6	12.5
已运用资本收益率	54.7	8.8	8.0	10.4	16.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 10 月 20 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为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，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 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) 2867 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) 2867 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

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话:(4420) 7022 8888
传真:(4420) 7022 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