

盈利增长超预期

—2009 年中报点评

报告关键点：

- 中期每股收益0.44元，超出预期
- 09-11年EPS为0.93元、1.14元、1.37元，目标价位调整为23.25元，维持“买入-B”投资评级。

报告摘要：

- 特变电工发布半年报，实现营业收入70.55亿元，营业利润9.41亿元，利润总额9.46亿元，归属于上市公司股东的净利润7.94亿元，与去年同期相比分别增长30.28%、47.31%、45.38%、77.16%，每股收益0.44元/股，盈利增长超出预期。
- 毛利率上升：**变压器毛利率28.78%，上升了2.33个百分点；电缆毛利率18.02%，上升4.07个百分点。去年年底公司未履约订单170亿元，由于原材料价格下降，成本必然降低，上半年毛利率提升印证了我们前期的判断。
- 费用率下降：**销售费用率、管理费用率和财务费用率同比下降，特别是财务费用率下降非常明显。
- 少数股东损益减少：**经过收购，公司对沈变有100%的股权、对衡变有98.09%的股权，少数股东权益减少，因而在净利润增长的基础上，归属于母公司净利润进一步提高。
- 受益高端电网建设：**1000kV特高压试验工程已经投产，公司提供的变压器运行良好，未来几年特高压电网将大发展，同时直流工程、750KV工程也大幅度增加，我们预计公司将获得这些工程至少1/3的订单。
- 光伏产业：**公司重点在两头-硅和系统集成，上半年太阳能硅片和工程收入同比增长110%，但毛利率只有2.38%，下降7个百分点。1500吨/年多晶硅项目已经完工80%，8月首炉多晶硅硅棒试生产成功。
- 煤炭：**特变电工天池能源公司南露天煤矿槽探剥离工程4月1日开工，项目是公司煤电硅太阳能新能源产业链和煤电铝箔新材料产业链的重要组成部分，目前已经完工19%。
- 盈利预测与公司评级：**我们维持公司盈利预测，除权后09-11年EPS为0.93元、1.14元、1.37元，目标价位调整为23.25元，维持“买入-B”投资评级。公司目前股价只有18.4倍PE，近期大盘调整，电气设备股盈利增长明确，具备良好的防守性，公司作为电力设备龙头公司，是理想的投资品种。

评级：
买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格： **23.25 元**

期限： 6 个月 上次预测： 35.00 元

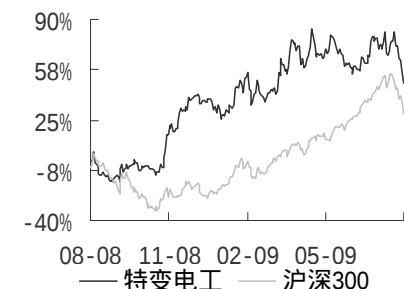
现价： 17.13 元

报告日期： **2009-08-17**

市场数据

总市值(百万元)	30,789.05
流通市值(百万元)	30,789.05
总股本(百万股)	1,797.38
流通股本(百万股)	1,797.38
12 个月最高/最低	14.20/32.05 元
十大流通股东(%)	35.51%
股东户数	230,349

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.33)	(23.49)	20.83
绝对收益	(16.11)	(11.18)	49.13

研究员

黄守宏
行业分析师

010-66581627

huangsh@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,931.2	12,518.9	15,318.2	16,853.6	19,392.8
Growth(%)	45.4%	40.2%	22.4%	10.0%	15.1%
净利润	610.5	1,078.9	1,755.0	2,099.1	2,494.4
Growth(%)	134.3%	78.7%	73.9%	22.6%	19.8%
毛利率(%)	19.4%	20.5%	23.5%	24.5%	24.6%
净利润率(%)	6.0%	7.7%	10.9%	12.2%	12.7%
每股收益(元)	0.30	0.54	0.93	1.14	1.37
每股净资产(元)	1.86	3.30	4.13	5.12	6.16
市盈率	57.2	32.0	18.4	15.0	12.5
市净率	9.2	5.2	4.2	3.3	2.8
净资产收益率(%)	18.3%	18.2%	23.7%	22.8%	22.5%
ROIC(%)	19.6%	31.0%	31.3%	29.7%	38.0%
EV/EBITDA	16.8	14.2	13.9	10.7	8.4
股息收益率	0.1%	0.6%	0.5%	0.7%	1.6%

前期研究成果

特变电工：调研纪要兼一季报点评

2009-04-27

特变电工：盘点收获，符合预期

2009-03-31

特变电工：变压器王者的风采

2008-10-30

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-8-17

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,931.2	12,518.9	15,318.2	16,853.6	19,392.8	成长性					
减: 营业成本	7,202.3	9,955.6	11,721.2	12,728.6	14,629.1	营业收入增长率	45.4%	40.2%	22.4%	10.0%	15.1%
营业税费	25.5	56.2	46.0	50.6	58.2	营业利润增长率	95.0%	98.7%	64.1%	19.9%	19.1%
销售费用	594.3	740.5	905.3	996.0	1,146.1	净利润增长率	134.3%	78.7%	73.9%	22.6%	19.8%
管理费用	383.6	488.5	597.4	657.3	756.3	EBITDA 增长率	62.3%	57.6%	51.8%	20.1%	15.9%
财务费用	195.0	145.7	135.0	140.1	126.1	EBIT 增长率	70.0%	68.2%	56.3%	18.8%	17.5%
资产减值损失	32.7	60.4	29.2	28.1	7.3	NOPLAT 增长率	88.4%	54.7%	55.1%	18.6%	17.2%
加: 公允价值变动收益	-	-0.5	-0.5	-	-	投资资本增长率	-2.0%	53.4%	25.1%	-8.4%	-8.8%
投资和汇兑收益	99.9	116.0	64.6	82.5	111.9	净资产增长率	41.6%	77.7%	25.2%	24.1%	20.4%
营业利润	597.8	1,187.5	1,948.3	2,335.4	2,781.5	利润率					
加: 营业外净收支	99.5	27.5	46.0	50.0	53.0	毛利率	19.4%	20.5%	23.5%	24.5%	24.6%
利润总额	697.3	1,215.0	1,994.3	2,385.4	2,834.5	营业利润率	6.7%	9.5%	12.7%	13.9%	14.3%
减: 所得税	86.8	136.1	239.3	286.2	340.1	净利率	6.0%	7.7%	10.9%	12.2%	12.7%
净利润	610.5	1,078.9	1,755.0	2,099.1	2,494.4	EBITDA/营业收入	10.7%	12.0%	14.9%	16.3%	16.4%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	8.9%	10.6%	13.6%	14.7%	15.0%
货币资金	2,033.2	3,470.1	4,171.1	7,069.9	9,940.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	83	66	65	78	76
应收帐款	1,598.1	1,857.4	2,291.4	2,521.1	2,900.9	流动营业资本周转天数	45	36	47	46	31
应收票据	237.8	242.6	377.7	415.6	478.2	流动资产周转天数	231	241	264	310	349
预付帐款	908.1	1,822.8	2,408.8	3,045.3	3,776.7	应收帐款周转天数	51	45	45	47	46
存货	2,022.3	2,588.5	3,209.7	3,485.5	4,006.0	存货周转天数	72	67	69	72	70
其他流动资产	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	总资产周转天数	352	362	391	431	452
可供出售金融资产	51.6	41.0	41.0	41.0	41.0	投资资本周转天数	159	142	158	153	122
持有至到期投资	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	投资回报率					
长期股权投资	271.5	611.4	611.4	611.4	611.4	ROE	18.3%	18.2%	23.7%	22.8%	22.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.1%	7.1%	9.7%	9.5%	9.4%
固定资产	2,163.0	2,412.9	3,150.1	4,173.4	3,998.7	ROIC	19.6%	31.0%	31.3%	29.7%	38.0%
在建工程	218.5	1,289.1	1,095.6	52.2	-	费用率					
无形资产	464.1	683.9	697.8	711.3	724.3	销售费用率	6.7%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
其他非流动资产	23.3	93.7	39.8	10.2	9.0	管理费用率	4.3%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
资产总额	10,030.6	15,152.6	18,133.6	22,176.1	26,525.3	财务费用率	2.2%	1.2%	0.9%	0.8%	0.7%
短期债务	571.3	512.9	800.0	960.0	1,152.0	三费/营业收入	13.1%	11.0%	10.7%	10.6%	10.5%
应付帐款	967.7	1,796.3	1,477.2	1,604.1	1,843.7	偿债能力					
应付票据	398.6	236.8	642.3	697.5	801.6	资产负债率	66.8%	60.9%	59.1%	58.5%	58.2%
其他流动负债	3,603.3	4,027.0	5,054.5	6,755.2	8,719.9	负债权益比	200.8%	155.7%	144.5%	141.0%	139.5%
长期借款	967.3	1,989.0	2,189.0	2,389.0	2,389.0	流动比率	1.23	1.52	1.56	1.65	1.69
其他非流动负债	187.3	665.1	553.4	568.8	543.4	速动比率	0.86	1.12	1.16	1.30	1.37
负债总额	6,695.5	9,227.1	10,716.3	12,974.6	15,449.5	利息保障倍数	4.07	9.15	15.44	17.67	23.06
少数股东权益	868.4	711.1	780.2	820.4	850.7	分红指标					
股本	854.0	1,198.3	1,797.4	1,797.4	1,797.4	DPS(元)	0.02	0.11	0.09	0.11	0.27
留存收益	1,612.6	4,016.1	4,839.7	6,583.7	8,427.7	分红比率	7.9%	20.0%	10.0%	10.0%	20.0%
股东权益	3,335.1	5,925.5	7,417.2	9,201.5	11,075.8	股息收益率	0.1%	0.6%	0.5%	0.7%	1.6%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	610.5	1,078.9	1,755.0	2,099.1	2,494.4	EPS(元)	0.30	0.54	0.93	1.14	1.37
加: 折旧和摊销	180.8	194.0	197.9	263.9	267.7	BVPS(元)	1.86	3.30	4.13	5.12	6.16
资产减值准备	32.7	60.4	29.2	28.1	7.3	PE(X)	57.2	32.0	18.4	15.0	12.5
公允价值变动损失	-	0.5	-0.5	-	-	PB(X)	9.2	5.2	4.2	3.3	2.8
财务费用	166.1	184.3	173.8	135.0	140.1	P/FCF	-	-63.0	46.7	10.1	9.5
投资收益	-99.9	-116.0	-64.6	-82.5	-111.9	P/S	3.4	2.5	2.0	1.8	1.6
少数股东损益	72.0	116.2	81.3	47.3	35.6	EV/EBITDA	16.8	14.2	13.9	10.7	8.4
营运资金的变动	511.7	929.6	-754.7	712.4	578.6	CAGR(%)	50.9%	32.2%	40.5%		
经营活动产生现金流量	688.8	2,369.8	1,378.5	3,208.5	3,397.8	PEG	1.1	1.0	0.5	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-334.8	-2,463.5	-685.9	-167.5	61.9	ROIC/WACC	2.1	3.3	3.3	3.2	4.1
融资活动产生现金流量	519.8	1,530.5	184.8	14.7	-425.8	REP	2.0	1.1	1.3	1.3	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄守宏，电力设备行业分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16 年电力行业工作经验。2007.7 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034