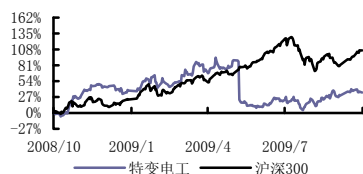


投资品 - 电气设备

2009 年 10 月 27 日

市场数据	2009 年 10 月 27 日
当前价格 (元)	22.27
52 周价格区间 (元)	15.41-31.81
总市值 (百万)	40027.56
流通市值 (百万)	40027.56
总股本 (百万股)	1797.38
流通股 (百万股)	1797.38
日均成交额 (百万)	635.57
近一月换手 (%)	54.05%
第一大股东	新疆特变 (集团) 有限公司
公司网址	http://www.tbea.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
特变电工	5.75%	10.58%	35.88%
沪深 300	11.63%	-6.91%	91.64%

相关报告

《输变电和国际工程业务提升毛利率》，2009.4

颜彪

010-65018178
0755-83199599-8136luqin@csc.com.cn
yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

陆勤、颜彪，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

业绩增长符合预期，盈利能力继续提升

—特变电工 (600089) 09 年 3 季报点评

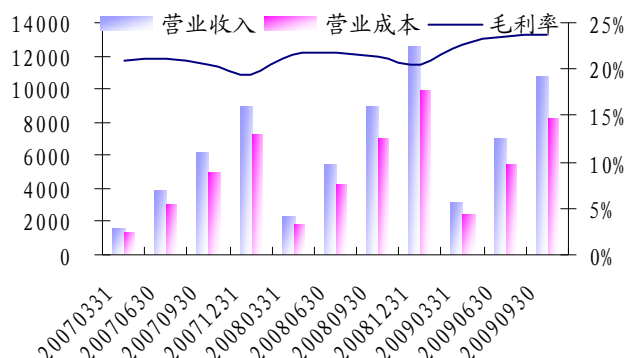
评级: 买入 (维持)

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	12518	17057	21421	25670
净利润 (百万元)	962	1542	1988	2468
每股收益 (元)	0.84	0.86	1.11	1.37
净利润增长率%	78.74%	60.2%	28.9%	24.2%
市盈率	4.35	25.96	20.13	16.22
市净率	26.36	6.03	4.71	3.71
EV/EBITDA	27.88	16	13	11

资料来源: 世纪证券研究所

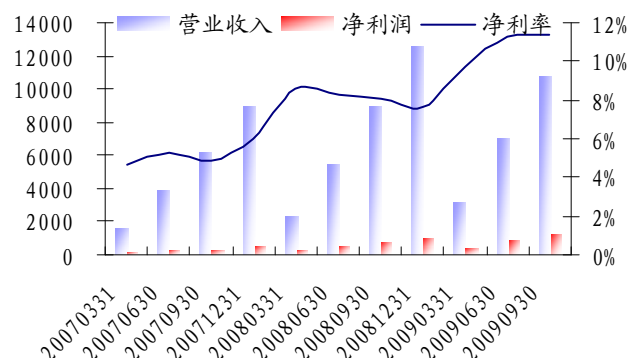
- 09 年 1-9 月，公司实现营收 107.14 亿元，同比增长 20.70%；实现归属于上市公司股东净利润 12.20 亿元，同比增长 69.23%；实现每股收益 0.68 元，全面摊薄净资产收益率 19.03%。业绩增长符合预期。
- 全年业绩有超预期的可能。公司的营收主要来源于变压器收入，500KV 及以上变压器比例不断增加。从第六次国网招标数据看，公司在变压器方面，扩大了与竞争对手天威保变、西电集团的差距。我们认为 09 年四季度开始，电网投资开始加速，特高压电网建设为公司变压器带来发展良机。
- 毛利率稳步提升。3 季度毛利率达到 23.65%，同比提升了 2.41 个百分点，第三季度毛利率也达到了 23.82%。毛利率提升主要是钢材、铜等原材料价格的下降，另外高端变压器比例不断提高也是毛利率提升的主要原因。我们认为虽然变压器未来售价有下降的可能，但根据公司的议价能力和行业地位，未来两年毛利率有望保持在 23%-25% 的水平。
- 费用率继续下降。公司管理和财务费用率均有下降，主要原因是公司提高了管理效率，并且增发改善了公司的资金状况。而且随着 4 亿元短期融资券的发行，公司资产负债率将继续降低，从而减少财务费用。
- 我们对公司 09 年新能源业务谨慎考虑，但看好公司的输变电出口业务。公司拥有良好的技术和地缘优势，在中亚、非洲、巴基斯坦等市场不断开拓。海外市场未来对公司的贡献将不断提升。
- 公司 2009-2011 年 EPS 预测，分别为 0.86 元、1.11 元和 1.37 元，考虑到公司的估值优势和未来发展空间，维持“买入”评级。

Figure 1 近 3 年公司营收、成本及毛利率趋势



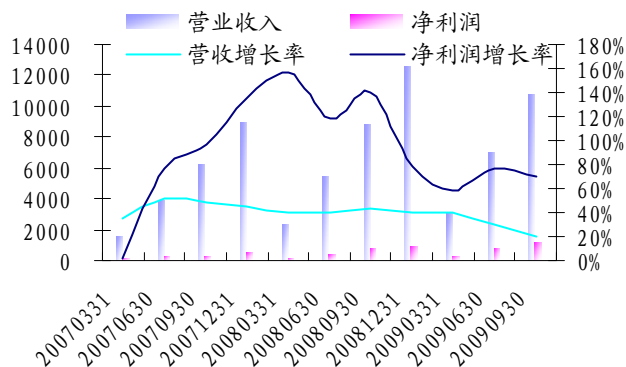
数据来源：世纪证券研究所

Figure 2 近 3 年公司营收、净利润及净利率趋势



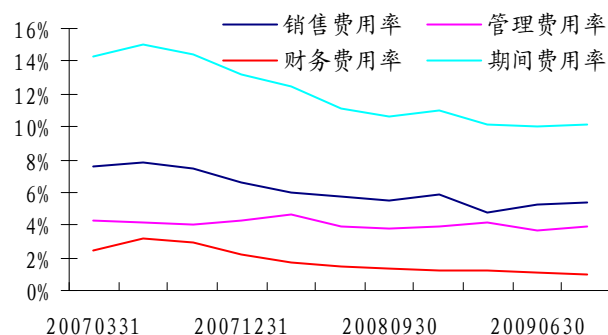
数据来源：世纪证券研究所

Figure 3 近 3 年营收、净利润及增长率趋势



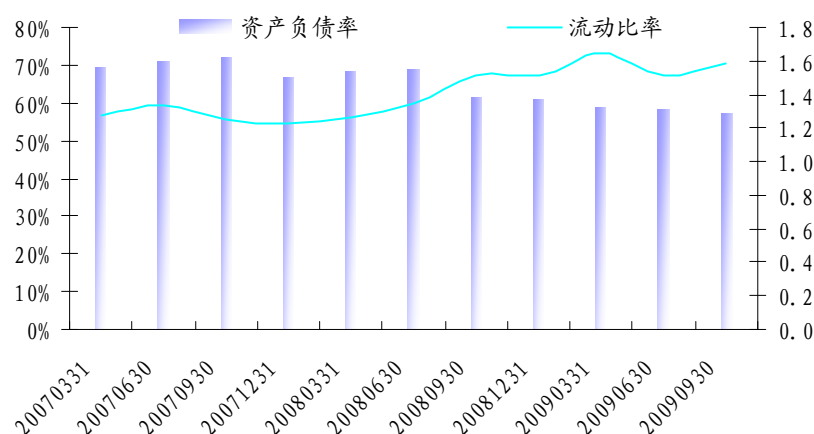
数据来源：世纪证券研究所

Figure 4 近 3 年期间费用趋势



数据来源：世纪证券研究所

Figure 5 资产负债率和流动比率趋势



数据来源：世纪证券研究所

Figure 6 三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	9982	16564	14962	21745	营业收入	12519	17057	21421	25670
现金	3470	5117	6521	7701	营业成本	9956	13345	16784	20048
应收账款	1708	2949	2291	3678	营业税金及附加	56	85	107	128
其它应收款	149	317	398	477	营业费用	740	938	1178	1412
预付账款	1823	1601	2014	2205	管理费用	489	597	750	898
存货	2589	6200	3295	7151	财务费用	146	123	116	105
其他	243	379	443	532	资产减值损失	60	30	25	28
非流动资产	5171	6575	7177	7177	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	611	649	747	797	投资净收益	116	61	86	100
固定资产	2413	4397	5237	5519	营业利润	1188	1999	2547	3150
无形资产	684	624	652	618	营业外收入	56	50	65	80
其他	1463	905	541	244	营业外支出	28	20	30	25
资产总计	15153	23138	22140	28923	利润总额	1215	2029	2582	3205
流动负债	6573	12978	9571	14149	所得税	136	284	336	417
短期借款	513	4232	400	3123	净利润	1079	1745	2246	2789
应付账款	1564	2558	2142	3080	少数股东损益	116	203	258	321
其他	4496	6188	7029	7945	归属母公司净利润	963	1542	1988	2468
非流动负债	2654	2609	2904	2499	EBITDA	1527	2379	3034	3690
长期借款	1989	2289	2789	2489	EPS (元)	0.80	0.86	1.11	1.37
其他	665	320	115	10	主要财务比率				
负债合计	9227	15588	12476	16649	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	711	914	1172	1493	成长能力				
股本	1198	1797	1797	1797	营业收入	40.2%	36.2%	25.6%	19.8%
资本公积	2072	1713	1713	1713	营业利润	98.7%	68.3%	27.4%	23.7%
留存收益	1944	3127	4982	7271	归属于母公司净利润	78.7%	60.2%	28.9%	24.2%
归属母公司股东权益	5214	6637	8492	10781	获利能力				
负债和股东权益	15153	23138	22140	28923	毛利率	20.5%	21.8%	21.6%	21.9%
现金流量表					净利率	7.7%	9.0%	9.3%	9.6%
单位: 百万元					ROE	18.5%	23.2%	23.4%	22.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	26.8%	23.9%	45.1%	33.9%
经营活动现金流	2370	-789	5931	-636	偿债能力				
净利润	1079	1745	2246	2789	资产负债率	60.9%	67.4%	56.3%	57.6%
折旧摊销	194	256	372	435	净负债比率	28.25%	44.34%	28.37%	35.93%
财务费用	146	123	116	105	流动比率	1.52	1.28	1.56	1.54
投资损失	-116	-61	-86	-100	速动比率	1.12	0.79	1.22	1.03
营运资金变动	977	-2636	3521	-3859	营运能力				
其它	91	-216	-239	-6	总资产周转率	0.99	0.89	0.95	1.01
投资活动现金流	-2464	-1650	-897	-342	应收账款周转率	8	7	8	8
资本支出	2524	1700	830	400	应付账款周转率	8.58	6.47	7.14	7.68
长期投资	-613	50	100	50	每股指标 (元)				
其他	-553	99	33	109	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.86	1.11	1.37
筹资活动现金流	1531	4086	-3630	2158	每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	-0.44	3.30	-0.35
短期借款	-58	3719	-3832	2723	每股净资产(最新摊薄)	2.90	3.69	4.72	6.00
长期借款	1022	300	500	-300	估值比率				
普通股增加	344	599	0	0	P/E	27.72	25.96	20.13	16.22
资本公积增加	1633	-359	0	0	P/B	5.12	6.03	4.71	3.71
其他	-1410	-173	-297	-266	EV/EBITDA	26	16	13	11
现金净增加额	1437	1647	1404	1180					

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.