

湘财证券研究所

电力设备与新能源小组

侯文涛

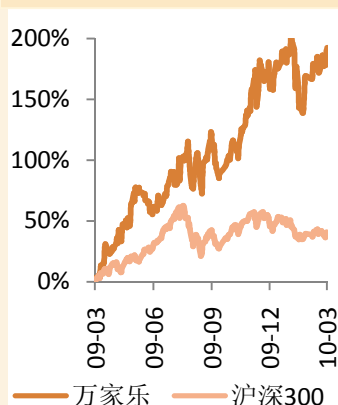
Tel: 021-68634518-8007

E-Mail: hwt2894@xcsc.com

冯 舜

Tel: 021-68634518-8020

E-Mail: fs2855@xcsc.com



基本数据(03.18)

收盘价(元)	11.84
总股本(百万股)	575.68
流通股本(百万股)	398.34
总市值(亿元)	68.16
流通市值(亿元)	47.16
PE ^{TTM}	35.26
每股净资产	1.49
评级:	买入
目标价:	20元

投资要点

我们3月17日赴公司进行了实地调研,与公司董秘就近期经营状况和未来发展策略进行了沟通,主要观点如下。

输配电业务: 突破瓶颈, 焕发新生

- 公司主营的干式变压器目前订单状况良好。
- 与阿海珐合资, 各取所需, 有利于公司输配电业务突破瓶颈。
- 风电用箱变、非晶干式变压器和 SVC 等众多产品为公司提供技术储备。

日用电器业务: 引领趋势, 保持成长

- 继续保持燃气热水器的领衔优势, 做行业趋势的引导者。
- 其他燃气具和家电产品毛利率不高, 主要因为采取外购或制造外包模式。

CPV: 先发布局, 着眼未来

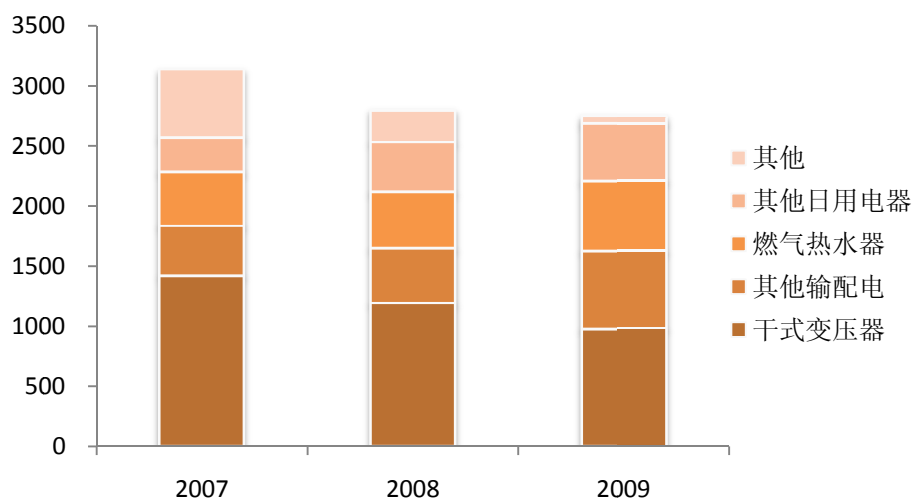
- 投资新曜光电, 孵化未来的业绩增长点。
- 销售费用将继续维持较高水平, 财务费用今年可进一步降低。
- 给予公司“买入”评级。

主要财务指标 (03.10)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2753	3145	3854	4729
收入同比(%)	-2%	14%	23%	23%
归属母公司净利润	193	267	360	481
净利润同比(%)	194%	38%	35%	34%
毛利率(%)	30.5%	30.5%	30.4%	30.3%
ROE(%)	22.5%	24.5%	25.4%	26.0%
每股收益(元)	0.34	0.46	0.63	0.84
P/E	34.30	24.82	18.41	13.79
P/B	7.72	6.08	4.67	3.58
EV/EBITDA	22	18	14	11

输配电业务：突破瓶颈，焕发新生

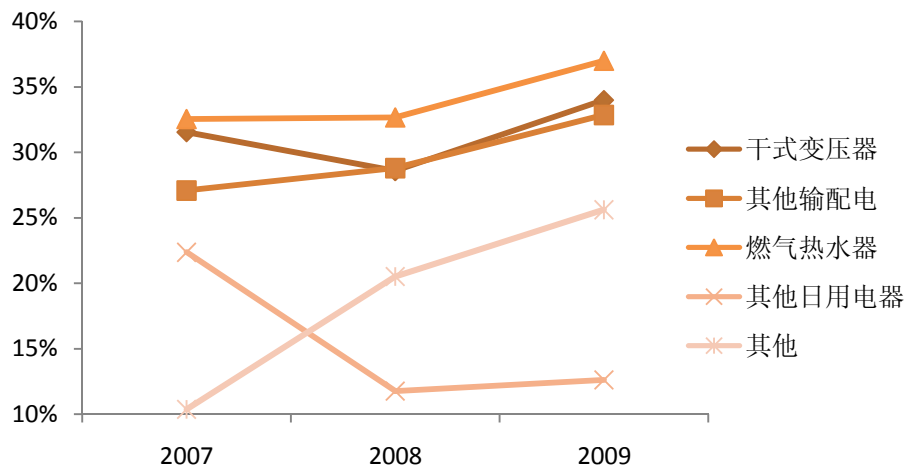
- **公司主营的干式变压器目前订单状况良好。**干式变压器占据了公司营业收入的 35.7%，毛利率为 34.0%，是公司的主要盈利来源。顺特电气拥有十多年的干式变压器生产经验，主营 35kv 以下的干式变压器生产和销售，目前市场份额在 30% 左右，保持行业首位。虽然 2010 年国网投资额将下降 26%，但由于公司产品具有多元化客户（包括输配电、电厂、轨交、工厂、社区等），目前订单状况并未受到明显的影响。

图 1、公司主营业务结构(百万元)



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图 2、主要产品毛利率提升

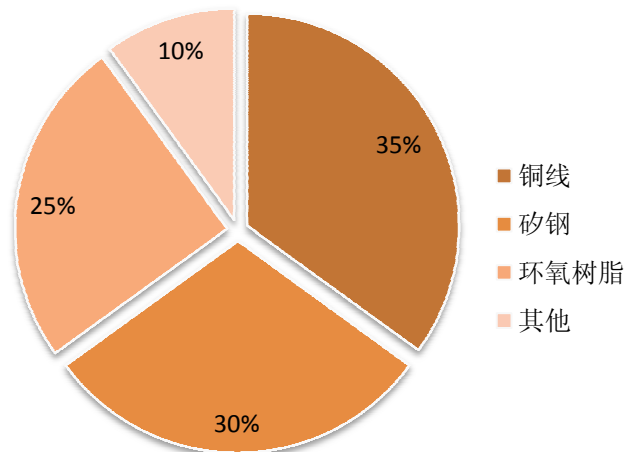


数据来源：公司公告、湘财证券研究所

- **与阿海珐合资，各取所需，有利于公司输配电业务突破瓶颈。**公司拟与阿海珐公司合资成立顺特阿海珐电气，其中公司以顺特电气的净资产出资 50%，阿海珐公司以现金出资 50%。公司引进战略投资者的举动，一是为了缓解资金瓶颈，降低财务费用；二是依托阿海珐的国际客户和采购渠道，帮助公司的产品打入

海外市场。合资公司的成立将扩充公司产能 50%左右，有利于市场份额的进一步提升。按照合资合同，外方的资金将在今年 6 月前到账。我们认为合资公司投入正式运作后，公司的干式变压器产品将一改近三年来的收入下降趋势，步入业务的上行轨道，预计增长率将在 20%。

图 3、公司干式变压器成本结构



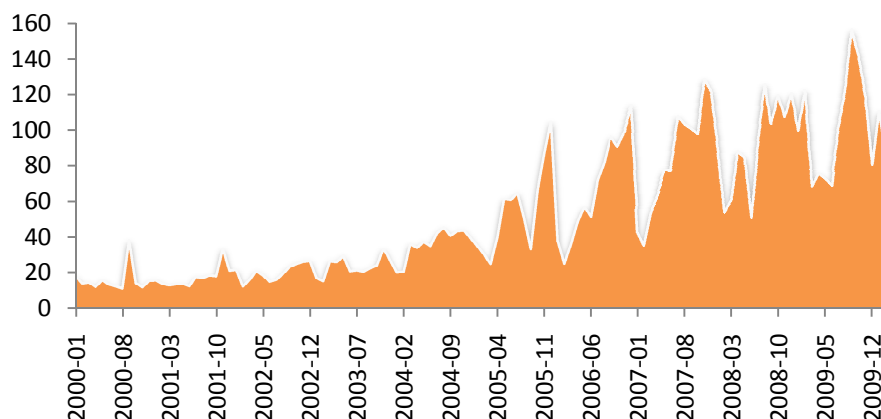
数据来源：湘财证券研究所

- **风电用箱变、非晶干式变压器和 SVC 等众多产品为公司提供技术储备。**风机用的箱式变电站一般放置于风机塔筒内，公司 09 年 8 月和 12 月中标共 102 台箱变，未来在风电领域的中标额度有可能进一步提高。另外，公司还具有非晶合金干式变压器和 SVC 无功补偿装置的生产能力，目前规模不大。我们预计随着安泰科技(000969)非晶带材的产能释放、北京非晶产业联盟的成立以及政府支持力度的增加，具有节能效果的非晶干式变压器的市场规模将持续扩大，为公司带来新的业务增长。

家用电器业务：引领趋势，保持成长

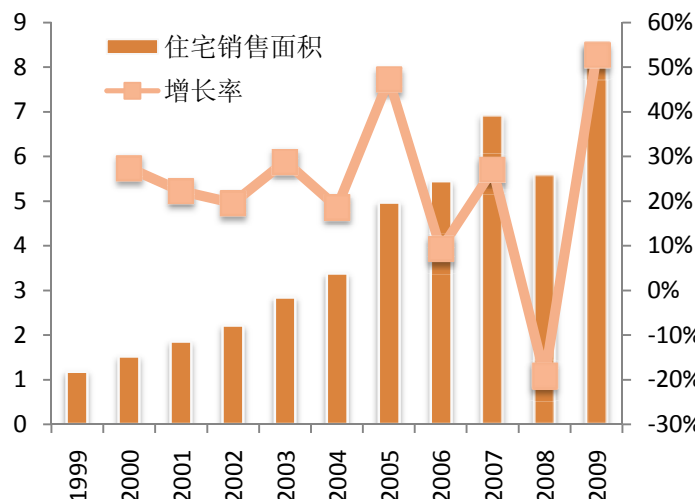
- **继续保持燃气热水器的领衔优势，做行业趋势的引导者。**公司燃气热水器连续多年保持国内第一的位置，是国家标准的起草者。公司不断推动产品的更新，致力于在节能、安全和使用便捷性方面提升产品的竞争能力，其中高端的冷凝式的燃气热水器产品，燃烧热效率可达90-95%，高于一般热水器80%的利用效率，更具节能概念。09年受益于家电下乡和以旧换新政策的推动，燃气热水器的销售收入同比增加了19%。未来随着国内城镇化率的提高、住宅销售面积的增加以及热水器普及率的提升，我们预计10年此项业务的销售表现将承袭09年的增长趋势，未来仍可保持20%以上的成长速度。

图 4、燃气热水器产量保持增长趋势（万台）



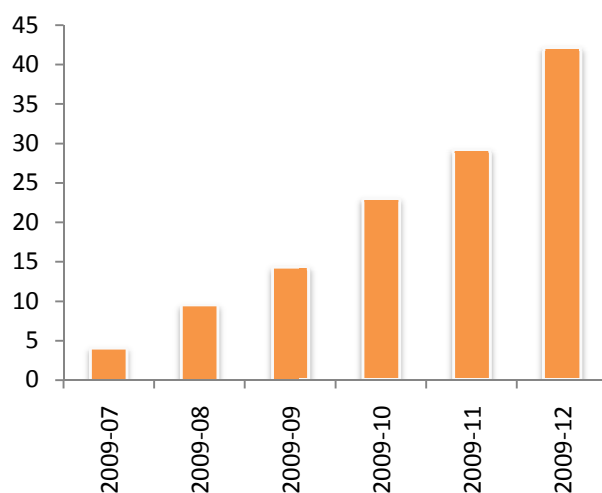
数据来源：Wind、湘财证券研究所

图 5、国内住宅销售面积增加（亿平方米）



数据来源：Wind、湘财证券研究所

图 6、09 年家电下乡中的燃气热水器销量（万台）



数据来源：Wind、湘财证券研究所

- 其他燃气具和家电产品毛利率不高，主要因为采取外购或制造外包模式。公司的太阳能热水器产品中，真空管等基本依赖外购，而小家电产品大部分为制造外包。因此，这些业务虽然毛利率不高，但亦可为公司带来可观的净利润。

CPV：先发布局，着眼未来

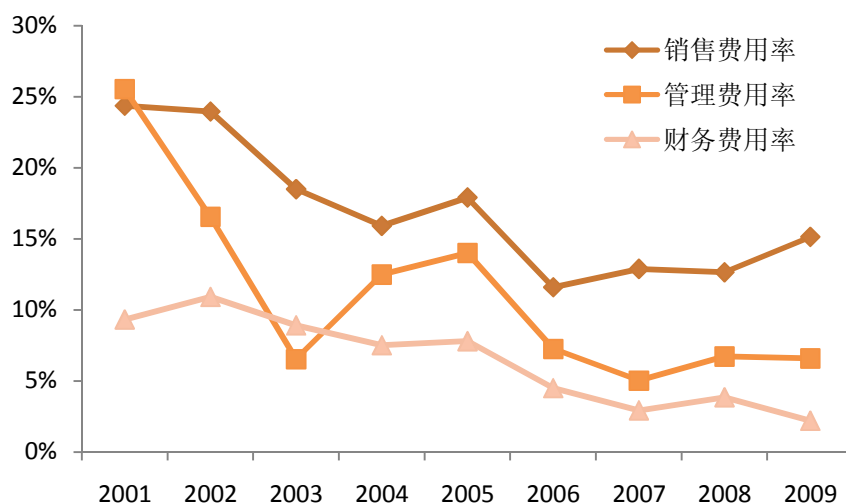
- 投资新曜光电，孵化未来的业绩增长点。新曜光电为控股股东旗下专营聚光太阳能(CPV)的研发和产业化企业，公司 1 月 30 日通过增资持股新曜光电 25% 的股权，也显示了大股东对新曜光电的乐观态度，以及未来将 CPV 业务注入上市公司的意愿。新曜光电目前正在研发包括光电转换芯片、聚光系统、追踪系统在内的全套技术，期望掌握第三代光伏发电技术，在前景广阔的 CPV 发电领域占据先发优势。我们预计今年年内 CPV 将成为光伏发电领域的新生热点，随着 CPV 发电成本优势的逐渐显现，以及对 CPV 发展前景的预期乐观，

公司的此项技术有望获得市场的进一步认同，从而提升公司的溢价水平。

其他:

- **销售费用将继续维持较高水平，财务费用今年可进一步降低。**09 年公司加大了在销售渠道和维修网络方面的建设，导致销售费用上升了 2.5%。为了保证现有的市场占有率，进一步挖掘城乡市场，公司未来将继续保持较大的销售投入。财务费用方面，阿海珐的注资将部分用于偿还贷款，公司今年的财务费用可进一步降低。

图 7、公司销售费用率呈上升趋势



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

- **给予公司“买入”评级。**我们对公司的输配电和日用电器业务分别进行了预计，公司业绩增长的主要因素为干式变压器的突破瓶颈，以及燃气热水器的正常增长。预计 10、11、12 年公司可实现 EPS 为 0.46、0.63、0.84 元，对应当前股价市盈率为 25.7、18.8 和 14.1 倍，估值水平较低，6-12 个月目标价 16 元。

表 1、公司分业务业绩预测(百万元)

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
输配电业务	收入	1,838	1,649	1,629	1,873	2,248	2,698
	yoy		-10.28%	-1.21%	15.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	30.53%	28.63%	33.54%	33.54%	33.54%	33.54%
日用电器业务	收入	739	890	1,060	1,272	1,526	1,832
	yoy		20.43%	19.10%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	28.56%	22.83%	26.04%	26.04%	26.04%	26.04%
其他	收入	560	258	64	0	80	200
	毛利率	10.40%	20.50%	26.00%	0.00%	25.00%	25.00%
合计	收入	3,137	2,797	2,753	3,145	3,854	4,729
	成本	2,307	2,069	1,914	2,186	2,683	3,298

数据来源：湘财证券研究所

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2059	2438	2858	3425	营业收入	2753	3145	3854	4729
现金	438	634	875	973	营业成本	1914	2186	2683	3298
应收账款	747	949	1055	1458	营业税金及附加	8	9	12	14
其他应收款	72	80	99	122	营业费用	417	450	562	685
预付账款	95	107	132	162	管理费用	181	184	183	183
存货	631	603	617	621	财务费用	61	45	39	29
其他流动资产	75	64	80	89	资产减值损失	13	12	12	12
非流动资产	514	567	608	640	公允价值变动收益	4	-1	1	0
长期投资	67	66	67	67	投资净收益	35	28	30	30
固定资产	278	341	395	439	营业利润	197	287	395	538
无形资产	36	33	26	20	营业外收入	33	30	31	31
其他非流动资产	133	126	120	115	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	2572	3005	3466	4065	利润总额	227	314	424	566
流动负债	1687	1910	2058	2245	所得税	34	47	63	85
短期借款	846	970	961	945	净利润	193	267	360	481
应付账款	373	400	501	611	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	468	540	596	688	归属母公司净利润	193	267	360	481
非流动负债	17	-6	-22	-41	EBITDA	314	385	497	640
长期借款	0	-22	-39	-57	EPS (元)	0.34	0.46	0.63	0.84
其他非流动负债	17	16	16	16					
负债合计	1703	1905	2036	2204	主要财务比率				
少数股东权益	10	10	10	10	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	576	576	576	576	成长能力				
资本公积	72	72	72	72	营业收入	-1.6%	14.2%	22.6%	22.7%
留存收益	211	444	772	1203	营业利润	196.2%	45.7%	37.8%	36.1%
归属母公司股东权益	859	1091	1420	1851	归属于母公司净利润	194.4%	38.2%	34.8%	33.5%
负债和股东权益	2572	3005	3466	4065	获利能力				
					毛利率 (%)	30.5%	30.5%	30.4%	30.3%
现金流量表					净利率 (%)	7.0%	8.5%	9.3%	10.2%
单位: 百万元					ROE (%)	22.5%	24.5%	25.4%	26.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	26.2%	28.4%	34.5%	34.9%
经营活动现金流	328	231	397	272	偿债能力				
净利润	193	267	360	481	资产负债率 (%)	66.2%	63.4%	58.7%	54.2%
折旧摊销	57	54	63	73	净负债比率 (%)	49.67%	49.80%	45.32%	40.29%
财务费用	61	45	39	29	流动比率	1.22	1.28	1.39	1.53
投资损失	-35	-28	-30	-30	速动比率	0.82	0.94	1.07	1.23
营运资金变动	50	-109	-41	-328	营运能力				
其他经营现金流	2	2	7	45	总资产周转率	1.03	1.13	1.19	1.26
投资活动现金流	-14	-60	-60	-60	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	37	100	100	100	应付账款周转率	5.46	5.66	5.96	5.93
长期投资	4	3	-1	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	27	43	39	40	每股收益 (最新摊薄)	0.34	0.46	0.63	0.84
筹资活动现金流	-268	24	-96	-114	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.57	0.40	0.69	0.47
短期借款	-318	124	-9	-16	每股净资产 (最新摊薄)	1.49	1.89	2.47	3.22
长期借款	-7	-22	-17	-18	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	34.30	24.82	18.41	13.79
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	7.72	6.08	4.67	3.58
其他筹资现金流	58	-78	-70	-79	EV/EBITDA	22	18	14	11
现金净增加额	46	196	241	97					

□ 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

□ 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。