

光伏开始爆发，业绩确定性增长

增持（维持）

投资要点：

- 上半年净利增长 21%，略超出我们的预期
- 变压器行业竞争加剧，但公司具备极强成本控制能力与管理能力
- 调高盈利预测，预计全年 EPS 为 1.02 元，维持“增持”评级

- **净利增长 21%，半年报符合预期。**公司上半年实现营业收入 87.57 亿元，归属上市公司净利润 9.60 亿元，分别同比增长 24.13% 和 20.94%，EPS 为 0.53 元。
- **一次设备竞争加剧，毛利率如期下滑。**在公司主营业务中，变压器和电线电缆分别占收入比重为 58% 和 19%，二者的毛利率分别下降 0.49 和 3.32 个百分点至 28.29% 和 14.70%，在一次设备价格战日益激烈的情况下，我们认为变压器的毛利率下滑幅度已经低于预期，体现了公司良好的成本控制能力。
- **期间费用率维持稳定。**上半年公司整体期间费用率为 10.09%，略高于去年同期的 9.97%，其中，销售费用率下降 0.36 个百分点，而管理费用率与财务费用率分别微升 0.32 和 0.16 个百分点，财务费用的上升包括了汇兑损失。正如我们一直所强调的，特变电工具备优秀的管理能力和灵活的市场机制，这也是公司具备长期竞争力的核心所在。
- **海外市场仍是公司未来最大看点。**上半年海外市场收入为 18.51 亿元，占比为 21%，出口业务包括变压器及光伏产品。上半年公司已经成功中标印度国家电网首条 765kV 变电站工程等项目，国际订单较去年有较大增长。我们的判断是海外广阔的市场将为公司变压器、电线电缆及光伏产品的出口带来极大的机遇，是公司未来几年最大的看点。
- **太阳能业务大幅增长，毛利率迅速恢复。**上半年太阳能业务实现收入 12.73 亿元，大幅增长 76%，而毛利率迅速恢复至 6%，随着多晶硅等项目的逐步达产，毛利率将进一步恢复，该部分业绩将快速增长。
- **预计 EPS 为 1.02 元，维持“增持”评级。**基于对国内特高压建设与海外市场开拓的良好预期，预计未来三年的 EPS 分别为 1.02、1.35 和 1.73 元，增长明确，长期来看维持“增持”评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	12518.93	14754.29	18408.04	22678.38	27775.41
增长率	40.17%	17.86%	24.76%	23.20%	22.48%
母公司净利润	962.63	1528.67	1832.64	2434.02	3108.96
增长率	78.74%	58.80%	19.89%	32.81%	27.73%
毛利率	20.48%	23.17%	22.01%	22.62%	23.07%
EPS	0.536	0.850	1.020	1.354	1.730

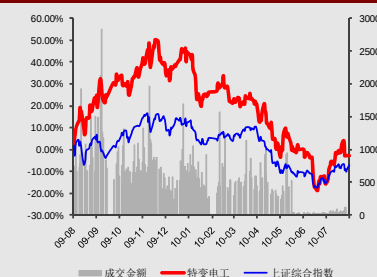
分析师

赵曦、王静

电话：010-88085960

Email: zhaoxi@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本（万股）	202,735
流通股（万股）	202,735
控股股东	新疆特变（集团）有限公司
控股股东持股比例	10.76%

相关研究

特变电工深度报告：具备长期投资价值的变压器王者

2010.8.12

表 1 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	11,436	17,308	19,746	23,335	营业收入	14,754	18,408	22,678	27,775
货币资金	4,121	8,275	9,771	12,037	营业成本	11,335	14,356	17,550	21,367
应收与预付款项	3,901	5,170	5,793	6,817	营业税金及附加	68	84	104	127
存货	2,766	3,215	3,534	3,833	销售费用	877	1,068	1,293	1,555
非流动资产	7,172	7,507	7,612	7,499	管理费用	633	755	907	1,111
固定资产在建工程	6,090	6,534	6,748	6,741	财务费用	133	69	32	17
无形资产待摊费用	946	840	734	628	资产减值损失	37	40	50	60
资产总计	18,608	24,815	27,358	30,835	投资收益	69	90	110	130
流动负债	7,275	8,299	8,859	9,793	利润总额	1,827	2,207	2,933	3,748
短期借款	616	516	466	416	所得税	247	318	423	543
应付与预收账款	6,658	7,782	8,392	9,377	净利润	1,579	1,889	2,509	3,205
长期借款	1,606	1,606	1,606	1,606	少数股东损益	51	57	75	96
非流动负债	3,367	3,367	3,367	3,367	归属母公司净利	1,529	1,833	2,434	3,109
负债合计	10,642	11,666	12,226	13,161	EPS（元）	0.850	1.020	1.354	1.730
股本	1,797	2,147	2,147	2,147	主要财务比率				
资本公积	2,061	5,409	5,409	5,409	成长能力				
留存收益	3,113	4,632	6,649	9,225	营业收入	17.86%	24.76%	23.20%	22.48%
少数股东权益	995	1,051	1,127	1,223	净利润	46.39%	19.63%	32.81%	27.73%
归属于母公司权益	6,972	12,188	14,205	16,781	获利能力				
负债股东权益合计	18,608	24,905	27,558	31,165	毛利率	23.17%	22.01%	22.62%	23.07%
现金流量表					净利率	10.70%	10.26%	11.06%	11.54%
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	ROE	21.93%	15.04%	17.13%	18.53%
经营活动现金流	2,057	1,991	2,927	3,678	偿债能力				
净利润	1,513	1,731	2,331	3,007	资产负债率	57.19%	47.01%	44.69%	42.68%
折旧摊销	258	825	945	1,052	流动比率	1.33	1.82	1.97	2.13
资产减值损失	37	40	50	60	速动比率	0.99	1.47	1.60	1.77
利息费用	110	-11	-68	-103	营运能力				
投资活动现金流	-1,575	-1,132	-1,032	-932	总资产周转率	0.79	0.74	0.83	0.90
融资活动现金流	469	3,295	-400	-480	应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量净额	952	4,154	1,496	2,266	存货周转率	6.35	6.27	7.29	7.25

注：资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

分析师简介:

赵曦: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业研究员, 2008 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085756 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。