

## 一季报略低于预期，未来看新业务和出口

## 研究结论

- **一季报略低于市场预期。**今年一季度，公司实现营业收入 37.3 亿元，同比降低 6.5%，利润总额 4.42 亿元，同比降低 9.7%，净利润 3.93 亿元，同比降低 7.7%，归属于上市公司股东的净利润 3.77 亿元，同比降低 8%，一季度的 EPS 为 0.186 元。今年一季度，是特变近 10 年来收入首次负增长，说明一季度压力较大，一季报经营情况略低于市场预期。
- **毛利率同比和环比均有上升，超出市场预期。**今年一季度，公司的综合毛利率为 23.8%，高于去年同期的 22.9% 和去年四季度的 19.93%。在变压器中标激烈价格下降、硅钢和铜材价格均上涨的大环境下，公司毛利率上升，主要得益于产品结构的变化，我们认为变压器出口量增加、用户工程变压器结算量增加、电线电缆收入减少、多晶硅收入增加、合理地锁定铜价成本等因素是可能的原因。
- **管理费用率上升较为显著。**今年一季度，公司的销售费用率为 5.1%、管理费用率为 6.5%，而去年同期分别为 5.1% 和 4.6%，可见管理费用率同比上升 1.9%，管理费用率上升显著。今年一季度管理费用 2.43 亿，去年同期为 1.81 亿，同比增长 33.8%，管理费用同比也出现明显的增长。
- **十二五加快向新能源和新材料的转型。**公司的变压器业务已经有 1.8 亿千伏安的产能，在十一五期间打造成了全球最大的变压器企业，并同时实现输变电设备走出国门、走向世界的愿景，特变的海外总包业务走在同行的前列。十二五期间，公司会加快新能源和新材料方向的发展。多晶硅今年实现大规模的量产，并同时在扩建产能，可以成为今明两年的一个业绩贡献点。特变的多晶硅由于有煤矿而具备天生的资源优势。公司的光伏电池业务也在谋划做大做强，同时煤矿的开采业务也在推进之中。
- **维持买入评级，目标价 22 元。**我们调低公司的盈利预测，2011—2013 年年的 EPS 分别为 0.89、1.06、1.21 元，参考可比公司估值，并考虑到特变的龙头地位和增长速度，给予 2011 年 25 倍 PE，对应目标价 22 元，维持公司买入评级。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

## 邹慧

电力设备行业资深分析师

8621-63325888 × 6101

zhui@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207120117

## 联系人

曾朵红

8621-63325888 × 6089

zengduohong@orientsec.com.cn

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 4 月 25 日) 18.78 元

目标价格 22.00 元

总股本/A 股 (亿股) 3.18

A 股市值 (亿元) 89.32

国家/地区 中国

行业 电力设备

报告发布日期 2011 年 4 月 26 日

## 股价表现



资料来源：WIND

| 财务预测     | 单位：百万元 |       |       |       |
|----------|--------|-------|-------|-------|
| 主要财务指标   | 2010   | 2011E | 2012E | 2013E |
| 营业收入     | 17770  | 19664 | 22561 | 26439 |
| 同比(%)    | 11%    | 15%   | 17%   | 17%   |
| 归属母公司净利润 | 1611   | 1813  | 2141  | 2455  |
| 同比(%)    | 5%     | 13%   | 18%   | 15%   |
| 毛利率(%)   | 21.1%  | 20.1% | 20.1% | 19.6% |
| ROE(%)   | 13.7%  | 13.7% | 14.4% | 14.6% |
| 每股收益(元)  | 0.79   | 0.89  | 1.06  | 1.21  |
| P/E (倍)  | 23.63  | 21.00 | 17.79 | 15.51 |
| P/B (倍)  | 3.01   | 2.70  | 2.40  | 2.13  |

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表            |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元         |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度           | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>流动资产</b>    | 14486 | 14514 | 15602 | 18018 | <b>营业收入</b>    | 17770 | 19664 | 22561 | 26439 |
| 现金             | 7287  | 6424  | 6467  | 7481  | 营业成本           | 14022 | 15704 | 18033 | 21270 |
| 应收账款           | 2640  | 2919  | 3349  | 3917  | 营业税金及附加        | 85    | 92    | 106   | 125   |
| 其它应收款          | 239   | 252   | 271   | 294   | 营业费用           | 1018  | 1082  | 1196  | 1348  |
| 预付账款           | 1692  | 1782  | 1914  | 2078  | 管理费用           | 792   | 846   | 948   | 1084  |
| 存货             | 2627  | 3136  | 3601  | 4248  | 财务费用           | 152   | 87    | 86    | 84    |
| 其他             | 0     | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失         | 90    | 22    | 18    | 32    |
| <b>非流动资产</b>   | 9130  | 10471 | 12270 | 13453 | 公允价值变动收        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 731   | 731   | 731   | 731   | 投资净收益          | 151   | 150   | 172   | 198   |
| 固定资产           | 5753  | 6682  | 8022  | 9745  | <b>营业利润</b>    | 1762  | 1982  | 2346  | 2695  |
| 在建工程           | 1391  | 1891  | 2391  | 1891  | 营业外收入          | 679   | 130   | 143   | 157   |
| 无形资产           | 1168  | 1124  | 1081  | 1037  | 营业外支出          | 594   | 30    | 33    | 36    |
| 其他             | 87    | 42    | 45    | 49    | <b>利润总额</b>    | 1848  | 2082  | 2456  | 2816  |
| <b>资产总计</b>    | 23616 | 24985 | 27872 | 31471 | 所得税            | 187   | 212   | 251   | 288   |
| <b>流动负债</b>    | 8917  | 8924  | 10143 | 11823 | <b>净利润</b>     | 1662  | 1869  | 2205  | 2528  |
| 短期借款           | 693   | 600   | 600   | 600   | 少数股东损益         | 50    | 57    | 64    | 73    |
| 应付账款           | 6933  | 7852  | 9017  | 10635 | <b>归属于母公司净</b> | 1611  | 1813  | 2141  | 2455  |
| 其他             | 1291  | 472   | 526   | 588   | EBITDA         | 2141  | 2339  | 2762  | 3199  |
| <b>非流动负债</b>   | 2043  | 1951  | 1868  | 1794  | EPS (元)        | 0.79  | 0.89  | 1.06  | 1.21  |
| 长期借款           | 1092  | 1092  | 1092  | 1092  |                |       |       |       |       |
| 其他             | 952   | 859   | 777   | 702   |                |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 10960 | 10875 | 12011 | 13617 |                |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 859   | 915   | 979   | 1052  |                |       |       |       |       |
| 股本             | 2027  | 2027  | 2027  | 2027  |                |       |       |       |       |
| 资本公积           | 5225  | 5225  | 5225  | 5225  |                |       |       |       |       |
| 留存收益           | 4545  | 5942  | 7630  | 9550  |                |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 11797 | 13195 | 14882 | 16802 |                |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 23616 | 24985 | 27872 | 31471 |                |       |       |       |       |

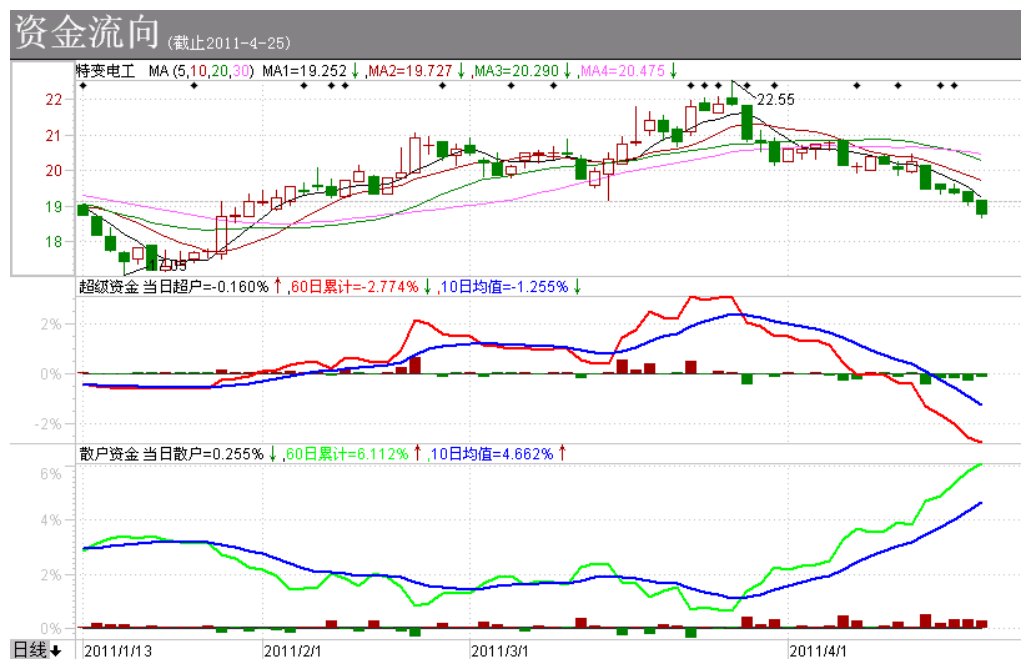
| 现金流量表          |       |       |       |       | 主要财务比率      |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元      |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度        | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>经营活动现金流</b> | 1943  | 1442  | 2795  | 3311  | <b>成长能力</b> |       |       |       |       |
| 净利润            | 1662  | 1869  | 2205  | 2528  | 营业收入        | 10.7% | 14.7% | 17.2% | 16.5% |
| 折旧摊销           | 378   | 420   | 502   | 619   | 营业利润        | 1.3%  | 12.4% | 18.4% | 14.9% |
| 财务费用           | 128   | 87    | 86    | 84    | 归属于母公司净利    | 5.4%  | 12.5% | 18.1% | 14.7% |
| 投资损失           | -151  | -150  | -172  | -198  | <b>获利能力</b> |       |       |       |       |
| 营运资金变动         | -683  | 8     | 103   | 187   | 毛利率         | 21.1% | 20.1% | 20.1% | 19.6% |
| 其它             | 0     | -815  | 54    | 62    | 净利率         | 9.1%  | 9.2%  | 9.5%  | 9.3%  |
| <b>投资活动现金流</b> | -1773 | -1611 | -2128 | -1602 | ROE         | 13.7% | 13.7% | 14.4% | 14.6% |
| 资本支出           | 2167  | 1800  | 2300  | 1800  | ROIC        | 21.4% | 21.5% | 20.7% | 21.1% |
| 长期投资           | 259   | -39   | 0     | 0     | <b>偿债能力</b> |       |       |       |       |
| 其他             | 652   | 150   | 172   | 198   | 资产负债率       | 46.4% | 43.5% | 43.1% | 43.3% |
| <b>筹资活动现金流</b> | 2773  | -694  | -624  | -695  | 净负债比率       |       |       |       |       |
| 债务融资           | -1346 | -93   | 0     | 0     | 流动比率        | 1.62  | 1.63  | 1.54  | 1.52  |
| 权益融资           | 3640  | 0     | 0     | 0     | 速动比率        | 1.33  | 1.27  | 1.18  | 1.16  |
| 其它             | 479   | -601  | -624  | -695  | <b>营运能力</b> |       |       |       |       |
| <b>汇率变动影响</b>  | 0     | 0     | 0     | 0     | 总资产周转率      | 0.75  | 0.79  | 0.81  | 0.84  |
| <b>现金净增加额</b>  | 2922  | -863  | 43    | 1014  | 应收账款周转率     | 6.52  | 6.50  | 6.50  | 6.50  |
|                |       |       |       |       | 应付账款周转率     | 2.02  | 2.00  | 2.00  | 2.00  |

| 每股指标 (元) |      |       |       |       | 估值比率      |       |       |       |       |
|----------|------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度     | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度      | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
| 每股收益     | 0.79 | 0.89  | 1.06  | 1.21  | P/E       | 23.63 | 21.00 | 17.79 | 15.51 |
| 每股经营现金流  | 0.96 | 0.71  | 1.38  | 1.63  | P/B       | 3.01  | 2.70  | 2.40  | 2.13  |
| 每股净资产    | 6.24 | 6.96  | 7.82  | 8.81  | EV/EBITDA | 19    | 18    | 15    | 13    |

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；  
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；  
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；  
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；  
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn