

特变电工 (600089.sh)

成本上升拖累业绩，未来光伏、海外和煤炭业务值得期待

韩玲 分析师

电话: 021-68828545

eMail: gfhf@gf.com.cn

执业编号: S0260511030002

中报要点: 公司上半年实现营业收入 82 亿元，同比下降 6.35%；归属母公司净利润 6.89 亿元，同比下降 28.20%；实现每股收益 0.26 元。上半年变压器业务收入下滑，铜、铝等原材料成本高位运行以及人工成本上升是公司中报业绩出现下滑的主要原因。

光伏、电缆、国际业务收入增长，变压器业务收入下降。2011 年上半年公司电线电缆业务实现收入 16.83 亿，同比增长 2.94%；光伏业务实现收入 13.29 亿，同比增长 4.37%；国际工程业务 5.13 亿，同比增长 9.19%。上半年变压器业务实现收入 43.4 亿，同比下降 14.25%。

光伏业务增长长期看好。公司具备完整的太阳能光伏产业链，“十二五”将形成年产 1.5 万吨多晶硅、太阳能电池片 500MW、光伏组件 500MW、逆变器 1000MW、光伏系统集成应用规模 300MW 的生产规模。产业链优势对光伏业务提振长期看好。

海外业务继续放量，盈利能力有望回升。公司提出“十二五”期间国际化业务收入目标为总收入的 1/3 以上，随着印度等新兴市场电网建设开启一轮 10 年左右的大发展期，我们预计公司的海外订单保持逐年增长，盈利能力也将稳步提高。

煤炭储量丰富，开采权获批有望成为股价催化剂。公司地处新疆，拥有 128 亿优质煤炭资源，未来公司优质动力煤价格有较大的上涨空间，利润贡献可观。

盈利预测与投资建议: 我们预测 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.60、0.74 和 1.00 元，给予公司 2012 年 20 倍市盈率，目标价格 14.8 元，维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格上涨风险，光伏价格下降风险。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	14754.29	17770.29	18108.63	20588.71	25206.89
增长率(%)	17.86%	20.44%	1.90%	13.70%	22.43%
EBITDA(百万元)	2099.49	2230.98	2326.08	2783.25	3668.01
净利润(百万元)	1528.67	1611.30	1568.65	1941.67	2632.98
增长率(%)	58.80%	5.41%	-2.65%	23.78%	35.60%
每股收益(元)	0.85	0.79	0.60	0.74	1.00
市盈率	27.98	23.48	34.90	28.19	20.79
市净率	6.14	3.21	4.10	3.58	3.05
EV/EBITDA	19.57	14.49	20.90	17.00	12.31

数据来源:特变电工股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	10.62 元
合理价值	14.80 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-21.22	-42.35	-39.28
沪深 300	-9.23	-9.72	-3.51

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

2636/2636

主要股东:

新疆特变电工集团有限公司

主要股东持股比例 11.39%

流通 A 股比例 100.00%

财务比率

ROE 13.66%

ROA 7.59%

资产负债率 46.41%

2010 年报数据

上半年营业收入下滑6.35%

公司上半年实现营业收入82亿元，同比下降6.35%；利润总额8.04亿元，同比下降28.72%；归属母公司净利润6.89亿元，同比下降28.20%；实现每股收益0.26元。公司营业收入和净利润下滑主要因为：1. 作为支柱的变压器业务收入下滑较大；2. 铜、铝等原材料成本高位运行，宽幅波动；3. 因人工费用上涨较快，销售和管理费用同比上涨较多。

表1：2010-2011上半年业绩对比

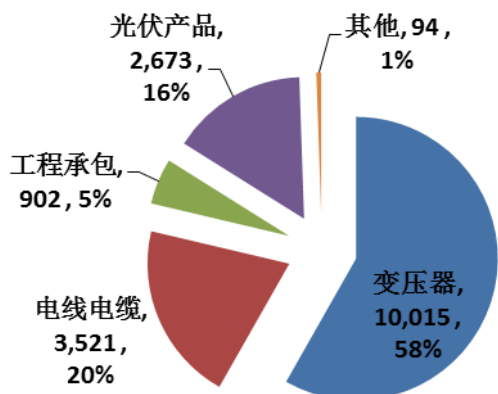
(人民币, 百万)	2010 年半年度	2011 半年度	同比变动%
营业收入	8757.29	8200.98	(6.35)
销售税金	(38.21)	(26.68)	(30.17)
营业成本	(6776.16)	(6378.79)	(5.86)
毛利润	1942.93	1795.51	(7.59)
销售费用	(426.05)	(550.29)	29.16
管理费用	(351.68)	(464.74)	32.15
经营利润	1165.19	780.48	(33.02)
资产减值损失	(58.65)	(60.55)	3.24
财务费用	(105.77)	(31.91)	(69.84)
投资收益	89.12	65.51	(26.49)
营业外收入	385.67	74.61	(80.66)
营业外支出	(347.74)	(24.26)	(93.02)
利润总额	1127.81	803.88	(28.72)
所得税	(125.01)	(96.04)	(23.17)
少数股东权益	(42.77)	(18.53)	(56.69)
归属母公司净利润	960.03	689.31	(28.20)
主要比率 (%)			
毛利率	22.19	21.89	(0.29)
销售费用率	4.87	6.71	1.84
管理费用率	4.02	5.67	1.65
经营利润率	13.31	9.52	(3.79)
净利率	10.96	8.41	(2.56)
所得税率	11.08	11.95	0.86
少数股东权益率	4.27	2.62	(1.65)

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

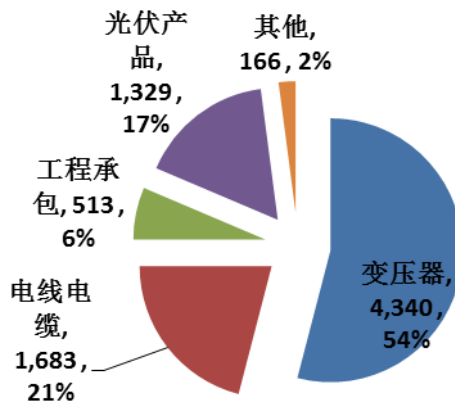
光伏、电缆、国际业务收入增长，变压器业务收入下降

2011年上半年公司电线电缆业务实现收入16.83亿，同比增长2.94%；光伏业务实现收入13.29亿，同比增长4.37%；国际工程业务5.13亿，同比增长9.19%。上半年变压器业务实现收入43.4亿，同比下降14.25%，主要原因在于国网在传统一次设备投资下降、招标时仍有压价现象存在，以及近年来铜、铝等原材料高位运行致使成本上升侵蚀业绩。我们认为随着下半年通胀见顶，原材料价格继续走高缺乏支撑，国网也将迫于行业压力减少压价现象，行业景气有望逐渐恢复。

图表 1: 公司 2010 年主营业务收入构成 (单位: 百万元)



图表 2: 公司 2011 年上半年主营业务收入构成 (单位: 百万元)

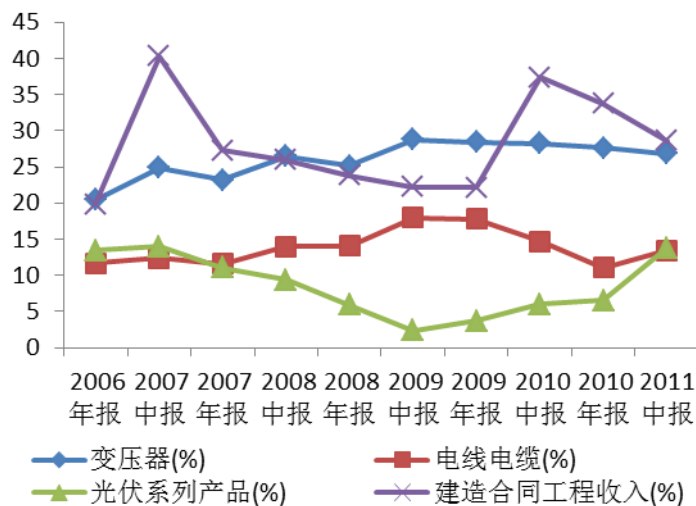


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

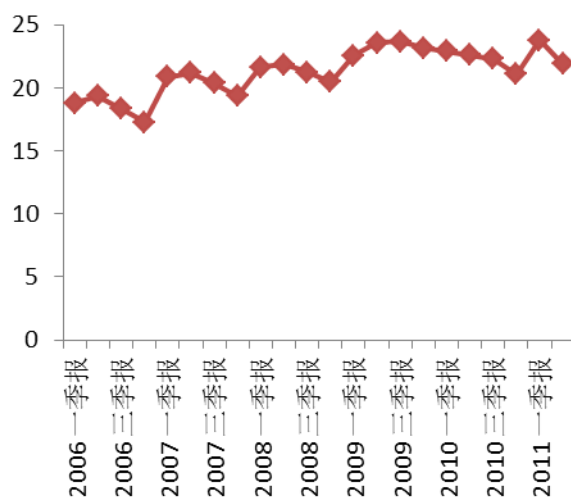
输变电业务毛利率有所下降

2011年上半年, 光伏系列产品毛利率上升显著, 同比上升7.8%; 变压器产品毛利率继续小幅下滑, 同比下滑1.46%; 电缆产品毛利从2010年底回升, 但仍低于去年同期1.24%; 国际工程建造合同收入由于原材料成本上涨和汇率变动因素毛利率下滑程度较大, 同比下滑8.8%。考虑到国际工程收入和光伏产品收入所占比重较小, 综合来看上半年公司主营业务毛利率同比小幅下滑0.73%, 维持稳定。

图表 3: 公司 2006-2011H1 主营分产品毛利率 (%)



图表 4: 公司 2006-2011H1 主营毛利率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示

- 原材料成本上涨风险;
- 光伏价格下降风险。

资产负债表

单位：百万元

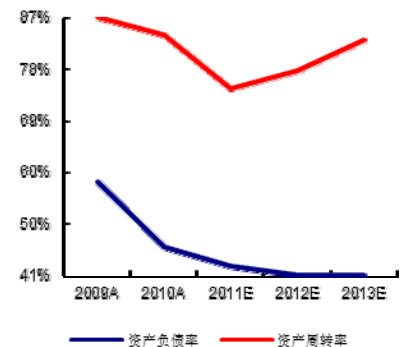
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	11,031	14,486	15,251	17,168	21,125
货币资金	4,365	7,287	7,806	8,715	10,853
应收及预付	3,901	4,572	4,601	5,225	6,359
存货	2,766	2,627	2,845	3,228	3,913
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	7,837	9,130	9,945	10,884	11,793
长期股权投资	648	731	731	731	731
固定资产	4,730	5,767	6,339	6,988	7,614
在建工程	1,360	1,378	1,498	1,618	1,738
无形资产	952	1,175	1,338	1,507	1,671
其他长期资产	146	79	40	40	40
资产总计	18,868	23,616	25,196	28,051	32,919
流动负债	8,308	8,917	8,218	9,147	10,920
短期借款	616	504	0	0	0
应付及预收	6,842	7,342	7,419	8,319	10,059
其他流动负债	850	1,070	799	828	861
非流动负债	2,594	2,043	2,591	2,424	2,689
长期借款	1,606	1,092	1,092	1,092	1,092
应付债券	0	0	400	0	0
其他非流动负债	988	952	1,100	1,332	1,597
负债合计	10,902	10,960	10,809	11,571	13,609
股本	1,797	2,027	2,636	2,636	2,636
资本公积	2,061	5,225	4,617	4,617	4,617
留存收益	3,113	4,545	6,113	8,055	10,688
归属母公司股东权益	6,972	11,797	13,366	15,308	17,941
少数股东权益	995	859	939	1,061	1,227
负债和股东权益	18,868	23,616	25,114	27,939	32,777

利润表

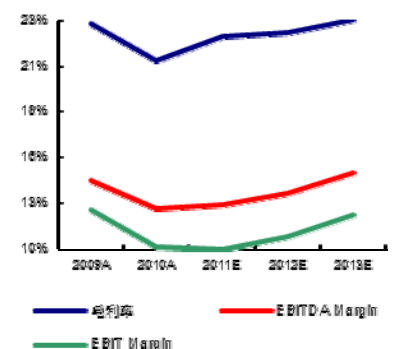
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	14754	17770	18109	20589	25207
营业成本	11335	14022	14031	15922	19299
营业税金及附加	68	85	87	99	121
销售费用	877	1018	1141	1235	1462
管理费用	633	792	978	1071	1260
财务费用	133	152	84	35	29
资产减值损失	37	90	82	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	69	151	130	130	130
营业利润	1740	1762	1835	2327	3136
营业外收入	113	679	450	70	70
营业外支出	26	594	390	25	25
利润总额	1827	1848	1895	2372	3181
所得税	247	187	246	308	382
净利润	1579	1662	1649	2063	2799
少数股东损益	51	50	80	122	166
归属母公司净利润	1529	1611	1569	1942	2633
EBITDA	2099	2231	2326	2783	3668
EPS (元)	0.85	0.79	0.60	0.74	1.00

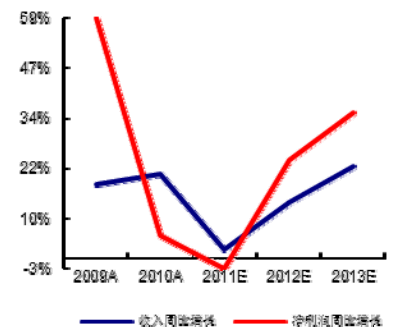
资产负债率趋势



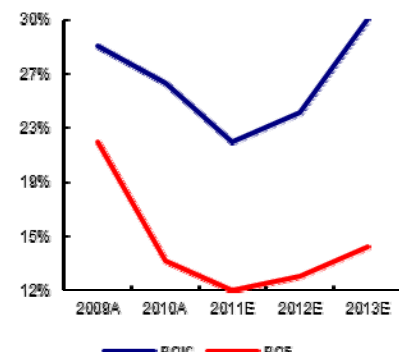
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

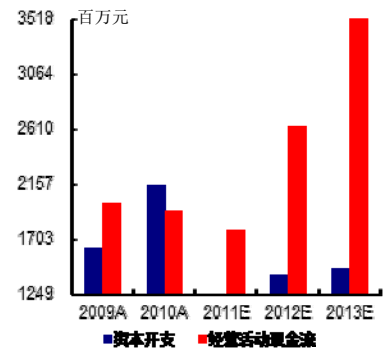
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2,000	1,943	1,699	2,510	3,352
净利润	1,579	1,662	1,649	2,063	2,799
折旧摊销	258	378	454	521	603
营运资金变动	69	-683	-437	-78	-46
其它	93	586	32	3	-5
投资活动现金流	-1,575	-1,773	-1,080	-1,285	-1,338
资本支出	-1,638	-2,153	-1,249	-1,415	-1,468
投资变动	-95	-138	169	130	130
其他	158	518	0	0	0
筹资活动现金流	469	2,753	-100	-316	124
银行借款	1,792	2,038	-504	0	0
债券融资	-1,324	-2,588	563	-167	265
股权融资	273	3,640	0	0	0
其他	-272	-338	-159	-148	-140
现金净增加额	894	2,922	519	909	2,138
期初现金余额	3,470	4,365	7,287	7,806	8,715
期末现金余额	4,365	7,287	7,806	8,715	10,853

主要财务比率

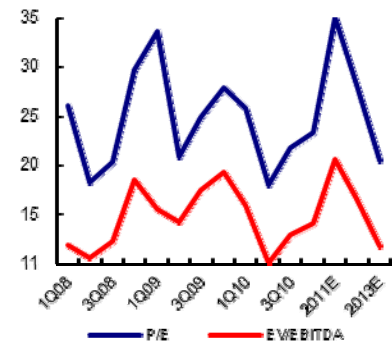
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	17.9%	20.4%	1.9%	13.7%	22.4%
营业利润	46.6%	1.3%	4.1%	26.8%	34.8%
归属于母公司净利润	58.8%	5.4%	-2.6%	23.8%	35.6%
获利能力					
毛利率	23.2%	21.1%	22.5%	22.7%	23.4%
净利率	10.7%	9.4%	9.1%	10.0%	11.1%
ROE	21.9%	13.7%	11.7%	12.7%	14.7%
ROIC	28.6%	26.0%	21.9%	24.0%	30.4%
偿债能力					
资产负债率	57.8%	46.4%	43.0%	41.4%	41.5%
净负债比率	-21.3%	-43.5%	-42.8%	-45.4%	-49.9%
流动比率	1.33	1.62	1.86	1.88	1.93
速动比率	0.83	1.18	1.30	1.33	1.38
营运能力					
总资产周转率	0.87	0.84	0.74	0.77	0.83
应收账款周转率	8.14	7.80	7.93	7.60	7.60
存货周转率	4.23	5.20	4.93	4.93	4.93
每股指标 (元)					
每股收益	0.85	0.79	0.60	0.74	1.00
每股经营现金流	1.11	0.96	0.64	0.95	1.27
每股净资产	3.88	5.82	5.07	5.81	6.81
估值比率					
P/E	28.0	23.5	34.9	28.2	20.8
P/B	6.1	3.2	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	19.6	14.5	20.9	17.0	12.3

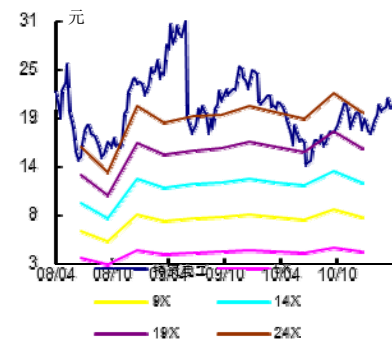
资本支出与经营活动现金流



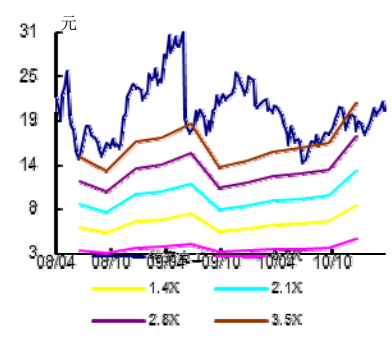
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发电力设备与新能源研究小组

韩玲，分析师，加拿大皇后大学工商管理硕士，东南大学电力系统自动化学士，7 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2010 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第五名，2009 年及 2010 年证券市场周刊电力设备及新能源行业最佳分析师第一名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

袁斌，研究助理，西南交通大学电力电子技术工学硕士，6 年艾默生研发、市场研究经验，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：yb9@gf.com.cn，0755-82739411。

王昊，研究助理，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，020-87555888-8681。

曾维强，研究助理，中科院上海分院光电薄膜工学硕士，多年太阳能技术市场研究经验，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zwq3@gf.com.cn，0755-82535901。

相关研究报告

特变电工(600089.sh)

王昊

2011-03-31

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。