

12 个月目标价 15.78 元
当前股价: 11.20 元
投资评级: 买入

研究员: 魏静

电话: 0755-83689717

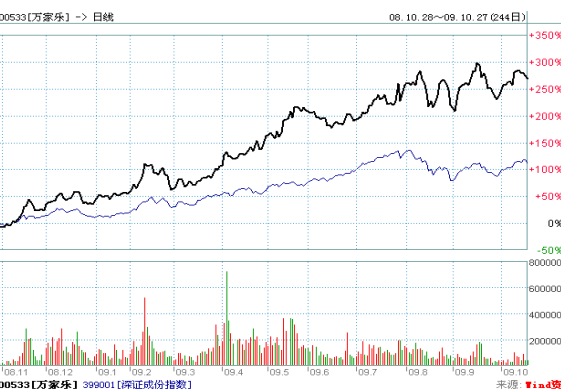
E-mail: weijing6982@hotmail.com

报告日期: 2010.1.29

基础数据

总股本 (百万股)	575.680
流通 A 股 (百万股)	398.341
每股净资产 (整体法, 09 Q4)	1.49
ROE 净资产收益率: (加权)	25.66%
动态市盈率	25
PB (整体法, 09 Q4, 剔除负值)	7.54
资产负债率 (整体法, 09 Q4)	66.2%

万家乐与深成指走势对比



资料来源: wind

江南金融研究所:

联系人: 邱野、毛艳琼

联系电话: 0755-83778731

地址: 深圳市深南中路 68 号航空大厦 2902 室

(518031)

相关报告:

《稳健经营的干式变压器、燃气热水器龙头》

2009.4.23

《业绩预计先抑后扬, 期待合资带来飞跃性发展》

2009.4.30

《期待合资后的化蛹成蝶》2009.5.19

《突破合资瓶颈, 未来发展可期》2009.5.21

事件: 公司1月28日公布09年年报, 公司实现营业收入27.53亿元, 同比下降1.59%, 归属于上市公司股东的净利润达到2.27亿, 同比增长157.11%, 每股收益0.34元。拟每10股送2股派0.60元 (含税)

投资要点:

- 公司逐步从年初的金融危机带来的生产萎缩中复苏过来, 收入降幅缩窄。其中四季度收入同比增长 0.13%, 环比增长 11.08%。公司的输变电业务海外收入仅达到 08 年的 42% 是抑制总收入增长的主要原因, 公司通过在国网招标及风电市场开拓, 克服了不利因素, 保证了收入稳定性。我们预计随着国内核电市场、铁路、风电市场快速发展, 公司输变电业务将有较快的发展机遇。燃气具业务受到国家家电下乡政策刺激, 在第四季度出现了较高的销售高峰。2010 年“家电下乡”政策的启动时间、补贴力度较 09 年有大幅提升, 预计将给万家乐燃气具业务带来 20% 左右的销售增速。
- 公司净利润增长较大程度受益于毛利率的提升, 其中顺特干变产品毛利率提高 5.42%, 热水器业务毛利率提高 4.27%。除了铜价等原材料大幅度下跌等因素外, 公司通过产品升级, 技术改进, 材料替代等多种手段提升了毛利率水平。公司的期间费用率在 09 年呈现下跌态势, 主要由于公司大幅度降低了银行贷款。09 年末公司短期借款比 08 年末下降 3.2 亿, 长期借款则减少了 700 万元, 财务费用同比下降 34%。公司的营业费用率也随着第四季度燃气具业务的收入上升, 相对于 09 年上半年的 15.9% 有所下降。同时 2010 年合资公司成立后, 阿海珐将注入 7.45 亿现金, 我们预计 2010 年的财务费用至少减少 3-4 千万的借款利息。因此期间费用率有望继续呈现下降态势。
- 公司投资285万进入聚光太阳能领域, 布局太阳能产业, 相关研发技术与顺特新产品光伏逆变器、太阳能热水器业务形成良好协同效应, 但目前离产业化尚有一定距离。没有考虑聚光太阳能收益, 我们预计未来公司2010-2012年的每股收益为0.44元, 0.56元, 0.73元, 相对11.2元收盘价, 市盈率为25, 20, 15, 根据可比公司估值, 公司合理价位在15.78元, 给予买入评级。

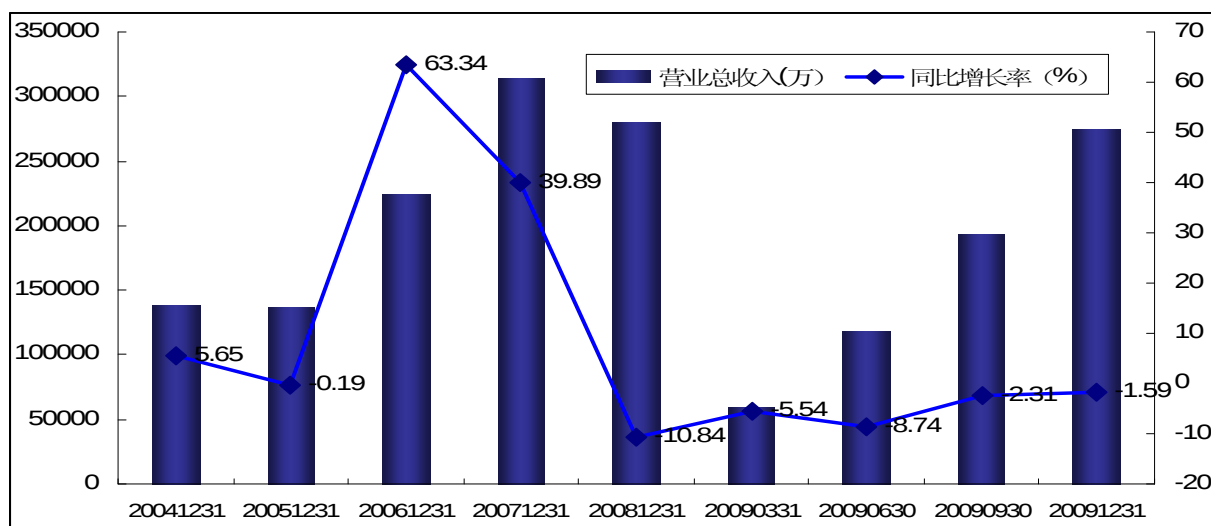
经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2753	3524	4545	5773
(+/-%)	-2%	28%	29%	27%
归属母公司净利润(百万元)	193	256	322	420
(+/-%)	157	32	26	31
EPS (元)	0.34	0.44	0.56	0.73
P/E (倍)	33.35	25.21	20.04	15.34

一、大力开拓国内市场，销售收入稳步回升

公司09年公司实现营业收入27.53亿元，同比下降1.59%，相对于第三季度同比下降2.31%，降幅缩窄。其中10-12月营业收入达到8.26亿，同比增长0.13%，环比增长11.08%，显示了公司逐步从年初的金融危机带来的生产萎缩中复苏过来。就产品分行业而言，公司的输变电业务是使得总收入下滑的主要原因。顺特电气输变电业务09年实现营业收入16.77亿元，同比下降10.58%。08年是顺特电气履行阿联酋迪拜水电局合同交货的高峰期，共确认来自迪拜的9737万美元的海外收入，09年迪拜收入涉及金额达到4133万美元，包括CE/0149/2008合同的770.48万美元及CE/498A/2007合同的3363万美元，且主要是在09年上半年完成的，7-9月份没有确认海外收入，09年第四季度确认收入769万美元，仅占到四季度销售收入的6.5%。

公司克服了海外销售订单不继的不利因素，抓住国内电网招标回暖，在国网的招标中呈现了突破状态，公司在第七次国网电抗器招标中中标108台，项目中标总金额近3000万元。此外公司在内部进行了资源整合，将开关产品部与组变产品部合并为组变成套部，针对风力发电市场制订了积极的风电用组变销售策略，在宁夏阿左旗贺兰山风电场一期工程中标17台1600kVA箱式变电站，宁夏太阳山风电厂宁东试验风电场49.5MW工程中标19台1600KVA 10kV美式箱变，西大营子风电场及东方红风电场中标66台箱变，使得美变产品销售收入同比增长超过60%。公司产品毛利率提升了4.44%，其中顺特干变产品毛利率提高5.42%，除了铜价等原材料下跌因素，公司尽量使用铝等价格较便宜的替代材料，并在设计中强化成本意识，使产品达到较好的技术经济性能。

图1 营业总收入及同比增长率



资料来源：江南金融研究所

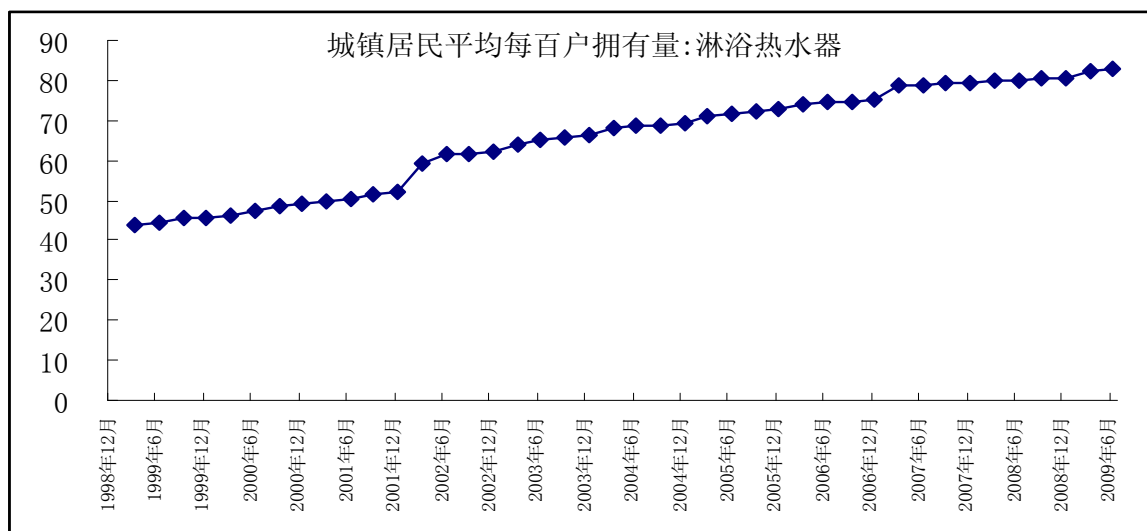
09年9月17日，公司与阿海珐合资获得商务部批准。2009年12月4日，合资公司注册成立。合资公司的

成立，有利于公司利用合资方的渠道，打开全球的市场。同时顺特将进一步开发包括光伏逆变器等新型产品，进入发展潜力更大太阳能行业。“合资公司”成立后，通过技术改造，预计到2010年将实现干式变压器综合最大生产能力1300万KVA，均衡生产能力1200万KVA。相对于公司目前800万KVA产能，提升产能50%。我们公司未来变压器销售增速30%左右。

二、燃气热水器龙头，家电下乡，产品升级带来收入快速增长

09年，国家将热水器纳入“家电下乡”补贴范畴，对中标型号产品价格的13%进行补贴，促进了热水器的销售，09年热水器销售量同比增长18.74%。2010年，燃气热水器再次被列财政部为“下乡”补贴产品，同时产品最高单价由09年的2500元提高到3500元，将促进较高端的热水器的销售。我国的每百户拥有80台热水器，与发达国家相比尚有较大提升空间，随着居民生活水平的提高，对热水器需求质量及数量均将增长。居民消费升级加上政府政策推动，09年万家乐热水器销售良好，公司燃气具实现营业收入10.47亿元，同比增加19.40%，其中燃气热水器产量同比增长40%。除了抓住政策鼓励机遇，公司在销售渠道、终端管理上大力开拓，优化产品结构、提升产品均价等一系列营销策略的组合运用，使得单月销售额屡创历史新高，产品毛利率提高4.27%，实现净利润1715.7万元，同比增长141.26%。我们预计，家电下乡政策在2月提出，细则是在4月底出炉，对上半年的市场销售刺激有限，而随着今年家电下乡政策持续执行，公司的燃气具销售有望在全年受到较好的政策推动。随着热水器安全标准、节能标准等相关标准出台，低端热水器受到较大冲击，使得前十名的品牌集中度加大，主持草拟《冷凝器热水器行业标准》的万家乐燃气具业务有望销售收入增速达到20%。

图2 城镇居民平均每百户拥有淋浴热水器（台）

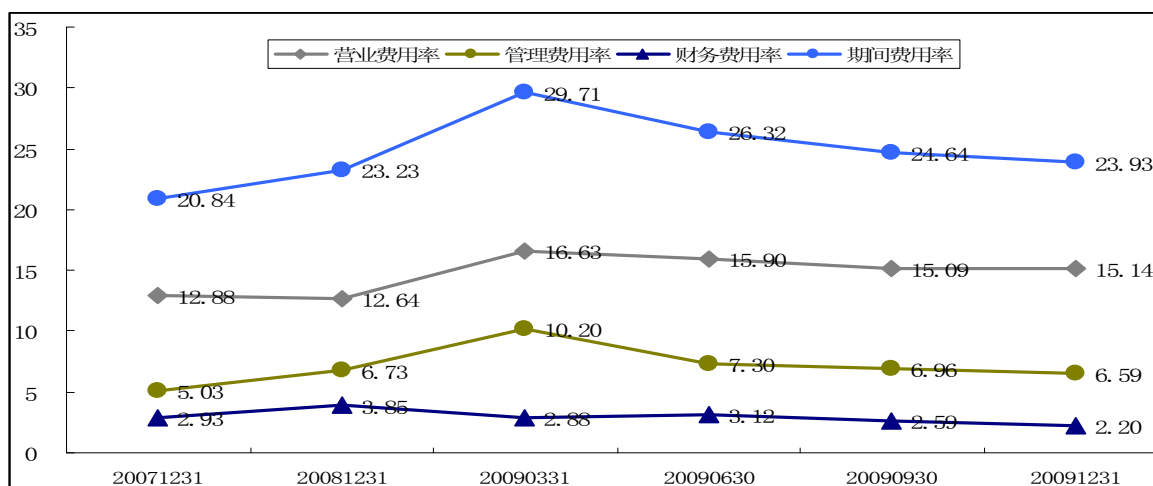


资料来源：江南金融研究所

三、公司期间费用率保持下降趋势

公司的期间费用率较高是影响公司盈利提升的主要因素，09年期间费用率为23.93%，呈现每季下滑的态势。其中财务费用率由08年的3.85%下降到09年的2.2%，主要由于公司大幅度降低了银行贷款。09年末公司短期借款达到8.4亿元，比08年末下降3.2亿，长期借款则减少700万元，财务费用同比下降34%。公司的营业费用率也随着第四季度燃气具业务的收入上升，相对于09年上半年的15.9%有所下降。2010年合资公司成立后，阿海珐将注入7.45亿现金，将大大缓解公司的财务压力。我们预计2010年的财务费用至少减少3-4千万的借款利息。因此期间费用率有望继续呈现下降态势。

图3 公司期间费用率



资料来源：江南金融研究所

四、投资新曜光电，布局新能源产业

公司1月29日公告以人民币285.68万元受让广州三新控股集团持有的广东新曜光电有限公司20%的股权。新曜光电公司2009年8月开始运作，主要从事核心电池模块、模组架构、聚光光学系统的设计、开发及生产等。公司战略目标是成为国内甚至国际HCPV（高聚光）市场的主要系统集成商和解决方案供应商。HCPV是近年来国际太阳能光伏发电技术的新热点，聚光（CPV）太阳能技术是通过聚光的方式把太阳光通过聚光系统会聚在一个狭小的区域（焦斑），从而大幅减少太阳能电池的用量。目前HCPV（高聚光）已将聚光倍数提高至500倍，光电转化效率达到40%，远高于晶硅电池的17%转化效率，在100KW以上发电系统中，发电成本可以降低到1元/度。相比传统的多晶硅太阳能电池4元/度的发电成本，具有较高的发展潜力。由于HCPV融合了微电子学、光学设计、封装，精密加工等多学科技术，拥有较高的技术壁垒，大多数国内企业仍不具备加入HCPV的条件。新曜光电从美国引进了二名多年从事半导体及CPV系统设计和制造的专家，公司已完成10mm电池模块的工艺改进和优化，封装测试和模块批量生产，已在核心部件的散热控制和反射式聚光设计二个领域取得重要进展和突破，是国内唯一具有高倍率核心模块研发和产业化生产的单位。但耀光公司HCPV

项目目前尚处于研发阶段，09年净利润为-764万元，为上市公司带来业绩提升尚需要拭目以待。目前公司顺特电气在积极进入光伏逆变器市场，耀光的HCPV太阳能发电模组和发电系统与顺特的光伏逆变系统，公司的太阳能热水器业务未来将形成良好协同效应。

五、盈利预测

我们预计未来变压器毛利率保持目前水平，未来变压器收入保持28%，29%的增速，热水器收入每年20%的增速，不考虑耀光光电的收益，未来公司的2010-2012年的收益为0.44元，0.56元，0.73元，盈利预测表如下。相对1月29日11.20元收盘价，市盈率为25，20，15，根据可比公司市盈率，公司合理价位在15.78元，给予买入评级。

图4 可比上市公司盈利预测及相对于2010年2月1日收盘价估值

	09EPS	10EPS	11EPS	09EPS	10EPS	11EPS
特变电工	0.92	1.12	1.31	22.39	18.39	15.73
特瑞德	0.69	0.99	1.28	48.48	33.79	26.13
天威保变	0.74	1.08	1.45	40.81	27.96	20.83
三安光电	0.64	1.02	1.69	92.64	58.13	35.08
置信电气	0.53	0.71	0.92	30.68	22.90	17.67
平均市盈率				47.00	32.23	23.09

资料来源：江南金融研究所

盈利预测表

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	2387	3425	4385	营业收入	2753	3524	4545	5773
现金	438	320	781	1028	营业成本	1914	2431	3114	3954
应收账款	747	1021	1275	1646	营业税金及附加	8	10	13	17
其他应收款	72	95	121	154	营业费用	417	458	639	781
预付账款	95	119	153	194	管理费用	181	211	273	346
存货	631	773	1008	1269	财务费用	61	45	27	31
其他流动资产	75	60	87	94	资产减值损失	13	11	12	11
非流动资产	514	494	446	410	公允价值变动收益	4	4	4	4
长期投资	67	66	67	66	投资净收益	35	35	35	35
固定资产	278	253	228	201	营业利润	197	395	505	669
无形资产	36	35	26	21	营业外收入	33	33	33	33
其他非流动资产	133	140	125	122	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	2572	2881	3871	4794	利润总额	227	426	536	700
流动负债	1687	1349	1583	1930	所得税	34	64	80	104
短期借款	846	394	400	520	净利润	193	362	456	595
应付账款	373	430	578	717	少数股东损益	0	106	134	175
其他流动负债	468	525	605	694	归属母公司净利润	193	256	322	420
非流动负债	17	12	11	32	EBITDA	314	489	582	750
长期借款	0	0	0	20	EPS (元)	0.34	0.44	0.56	0.73
其他非流动负债	17	12	11	12	主要财务比率				
负债合计	1703	1361	1594	1962	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	10	116	250	425	成长能力				
股本	576	576	576	576	营业收入	-1.6%	28.0%	29.0%	27.0%
资本公积	72	72	72	72	营业利润	196.2%	100.8%	27.8%	32.5%
留存收益	211	432	731	1108	归属于母公司净利润	194.4%	32.3%	25.8%	30.7%
归属母公司股东权益	859	1084	1387	1768	获利能力				
负债和股东权益	2572	2561	3231	4154	毛利率 (%)	30.5%	31.0%	31.5%	31.5%
现金流量表					净利率 (%)	7.0%	7.3%	7.1%	7.3%
单位: 百万元					ROE (%)	22.5%	23.6%	23.2%	23.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	26.2%	32.1%	30.4%	30.4%
经营活动现金流	328	41	143	136	偿债能力				
净利润	193	362	456	595	资产负债率 (%)	66.2%	53.1%	49.3%	47.2%
折旧摊销	57	49	49	49	净负债比率 (%)	49.67%	28.97%	25.09%	27.52%
财务费用	61	45	27	31	流动比率	1.22	1.77	2.16	2.27
投资损失	-35	-35	-35	-35	速动比率	0.82	1.15	1.48	1.56
营运资金变动	50	-377	-413	-558	营运能力				
其他经营现金流	2	-3	59	53	总资产周转率	1.03	1.29	1.35	1.33
投资活动现金流	-14	50	42	46	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	37	0	0	0	应付账款周转率	5.46	6.06	6.18	6.11
长期投资	4	3	-1	1	每股指标 (元)				
其他投资现金流	27	53	41	47	每股收益 (最新摊薄)	0.34	0.44	0.56	0.73
筹资活动现金流	-268	-529	-45	66	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.57	0.07	0.25	0.24
短期借款	-318	-452	6	120	每股净资产 (最新摊薄)	1.49	1.88	2.41	3.07
长期借款	-7	0	0	20	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	10.63	8.04	6.39	4.89
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.39	1.90	1.48	1.16
其他筹资现金流	58	-77	-50	-74	EV/EBITDA	7	5	4	3
现金净增加额	46	-438	141	248					

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

江南金融研究所

公司网站：<http://www.scstock.com>

深圳

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编，518000

电话：0755-83689524

北京

地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编：100012

电话：010-84802003