

## 机械/电力设备

## 销售收入逆市回暖 合资溢价带来盈利倍增

12个月目标价	15.78元
当前股价:	12.29元
投资评级:	买入

**事件:** 公司2010年第一季度实现营业收入59556万元, 同比增长0.81%, 归属于上市公司股东的净利润达到1.65亿, 同比增长1776.48%, 每股收益0.24元。

### 投资要点:

- 公司2010年第一季度实现营业收入5.9556亿元, 同比上升0.81%。在变压器、热水器行业整体处于调整时期, 保持业务增长, 显示公司较强的竞争力。公司在国家电网近期招标中, 中标616万元, 中标率较大幅度提升, 汽车、城轨交通、航天卫星发射基地等领域新订单也有所突破。我们认为公司作为国内最大的干式变压器厂, 与输变电巨头阿海法合资后, 相关领域获得订单能力得以强化, 未来销售增速将达到30%左右。2010年第一季度燃气热水器行业产量同比下降5.4%, 但公司的热水器业务保持了平稳的增长。公司通过调整产品结构, 进行多种促销手段, 提振了销售, 显示了公司应对市场需求变化能力。我们预计随着国家补贴措施到位, 行业需求逐步放大, 公司热水器业务有望快速增长。
- 一季度公司期间费用率比去年同期下降2个点。主要由于短期借款及长期借款分别下降8728万、700万, 资产负债率从74%降低到62%, 偿债能力及流动性均较大幅度提升。合资公司成立后, 阿海法将注入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下降。一季度归属上市公司股东净利润同比增长1776%, 增加原因是顺特电气与阿海法合资设立的顺特阿海法电气有限公司, 顺特电气以经评估的净资产(包括土地、商标等无形资产)7.45亿元人民币出资, 顺特出资资产公允价值溢价3.65亿元, 确认营业外收入18250万元, 影响归属母公司所有者的净利润15512.50万元。
- 我们预计未来变压器毛利率保持目前水平, 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0.61元, 0.56元, 0.73元, 相对4月23日11.29元收盘价, 市盈率为18, 20, 15, 根据可比公司2010年市盈率, 公司合理价位在15.78元, 给予买入评级。

### 研究员: 魏静

SAC 执业证书编号: S0640209100104

电话: 0755-83689717

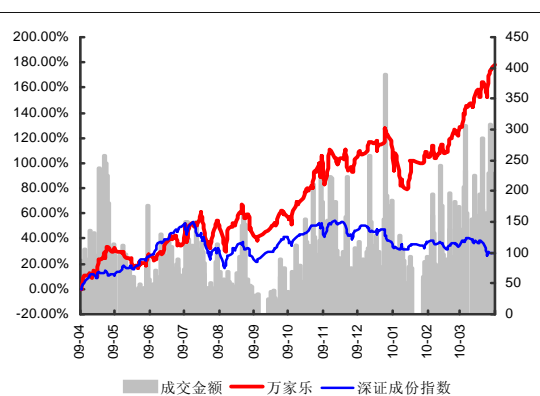
E-mail: weijing6982@hotmail.com

报告日期: 2010.4.24

### 基础数据

总股本(百万股)	690.820
流通A股(百万股)	478.021
每股净资产(整体法, 10Q1)	1.45
ROE 净资产收益率:(加权, 10Q1)	17.52%
动态市盈率	18
PB(整体法, 10Q1, 剔除负值)	7.79
资产负债率(整体法, 10Q1)	62.03%

### 万家乐与深成指数走势对比



### 江南金融研究所:

联系人: 邝野、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

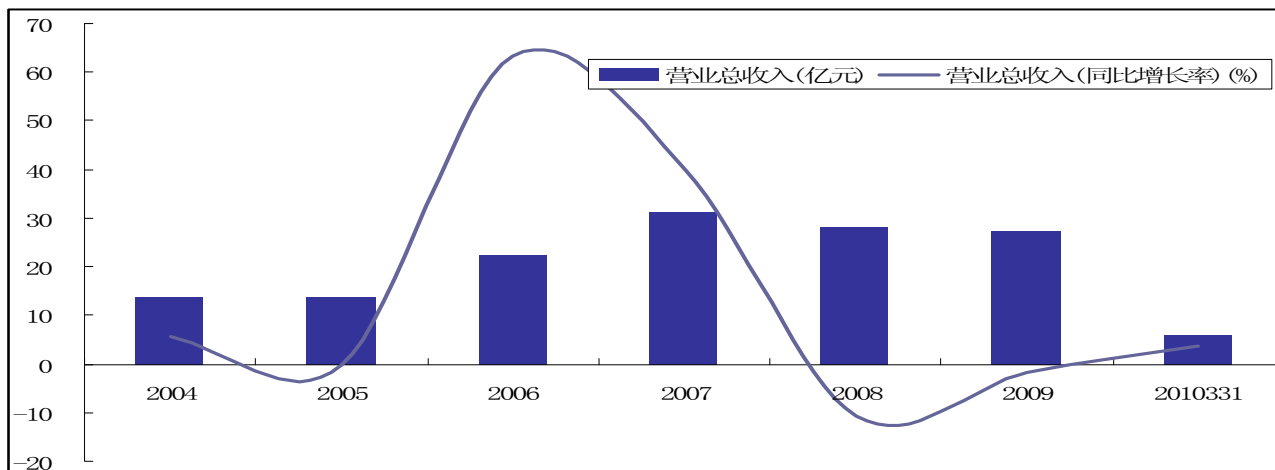
《突破合资瓶颈, 未来发展可期》2009.5.21

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	352	325	421
(+/-%)	194%	82%	-8%	29%
EPS(元)	0.34	0.61	0.56	0.73
P/E(倍)	33.62	18.48	20.00	15.45

## 一、开拓新兴市场，销售收入逆市上涨

公司2010年第一季度实现营业收入5.9556亿元，同比上升0.81%。在历经了08年、09年两年的收入下降后，经营逐渐步入上升通道。从变压器、热水器行业整体来看，销售同比均有所下降，公司在整体行业处于调整时期，保持两项业务均衡稳步增长，显示公司较强的竞争力。

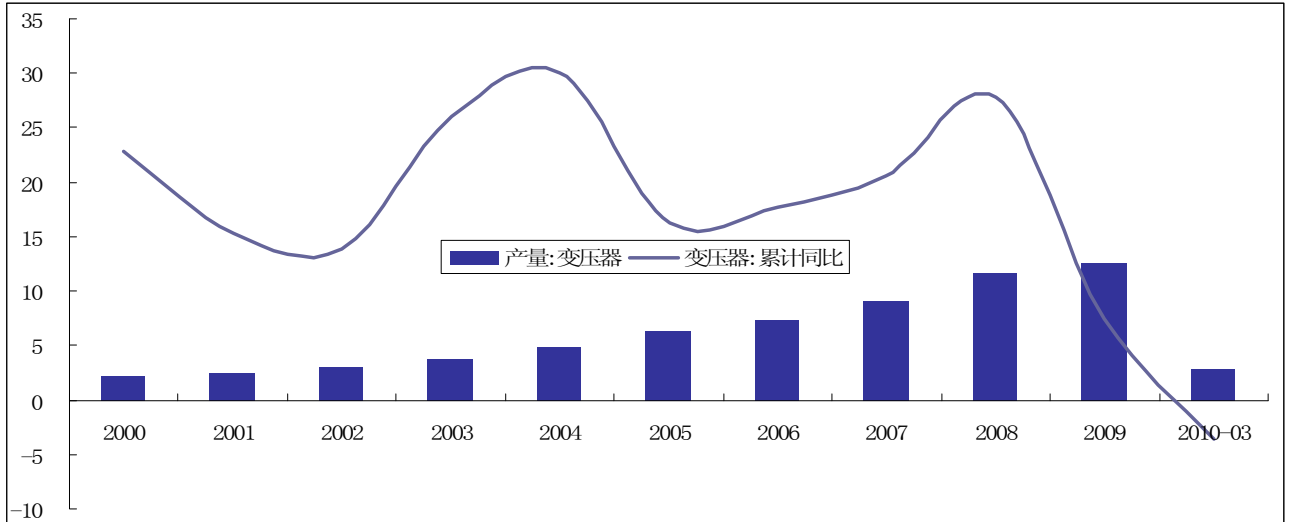
图表 1 营业总收入及同比增长率



资料来源：江南金融研究所

从变压器行业来看，由于国家电网2010年大幅度调低了投资额度，变压器需求量减少，2010年第一季度同比下降3.53%，达到了近几年的低谷。但公司通过开拓多方面订单，保持变压器业务稳步增长。在“国家电网公司2010年第一批220kV设备”的招标中，中标三个分包，其中大产品BKDCKL-20000/35九台、BKDCKL-6667/35六台，中标金额超过400万元。在“国家电网公司集中招标采购2010年110KV设备华东区域第一批”中，公司中标最大包，接地成套装置8套，金额216万元，相对于08年、09年中标率，公司在国网中标率较大幅度提升。公司第一季度，开拓了大量汽车领域客户，包括：沈阳华晨金杯、天津一汽丰田、深圳、长沙比亚迪汽车、比亚迪电池、东风本田等，同时在重庆城轨，航天卫星发射基地等领域订单也有所突破。汽车行业目前处于销售旺盛状态，城轨建设也步入新兴趋势，我们认为公司作为国内最大的干式变压器厂，与输变电巨头阿海法合资后，竞争力持续加强，强化了相关领域获得订单能力，未来销售增速将达到30%左右。

图表 2 变压器产量 (亿) 及同比增长率%

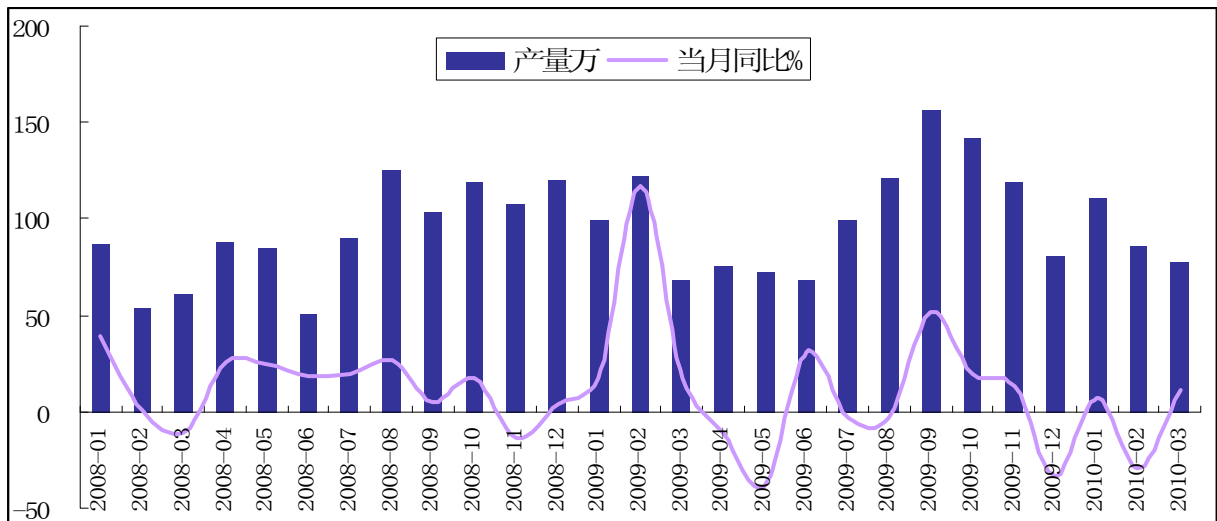


资料来源: 江南金融研究所

## 二、燃气热水器龙头，产品升级带来收入快速增长

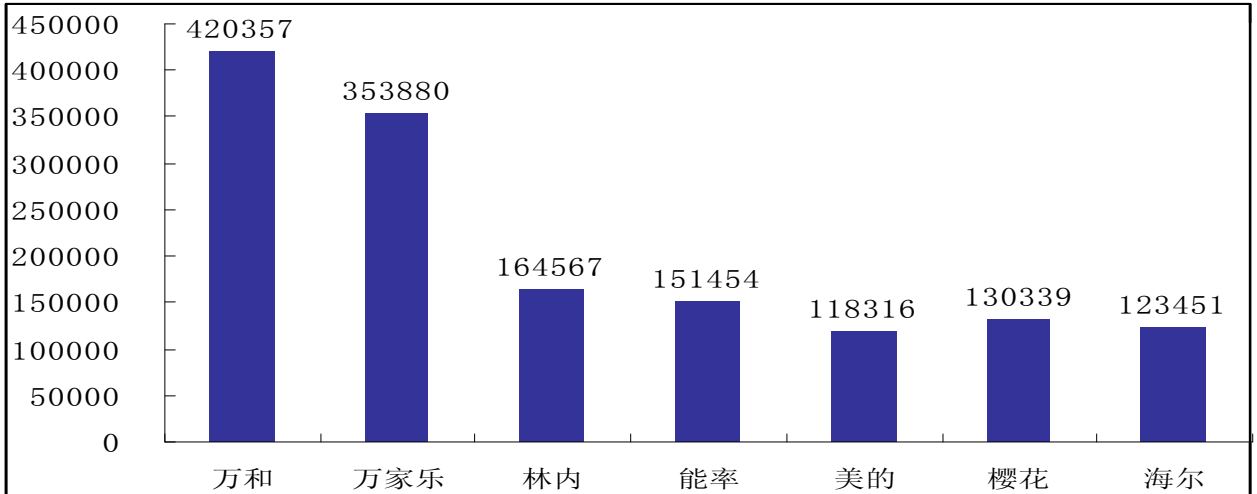
09年，国家将热水器纳入“家电下乡”补贴范畴，对中标型号产品价格的13%进行补贴，09年热水器销售量同比增长18.74%。2010年第一季度燃气热水器产量同比下降5.4%，但公司的热水器业务保持了稳定。公司通过调整产品结构，进行多种促销手段，提振了销售。在整体销量下滑的情况下，显示了公司应对市场需求变化能力。我们预计随着国家补贴措施到位，行业需求逐步放大，公司热水器业务有望快速增长。

图表 3 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

图表 4 2009 年燃气热水器前七大厂商销售情况（台）

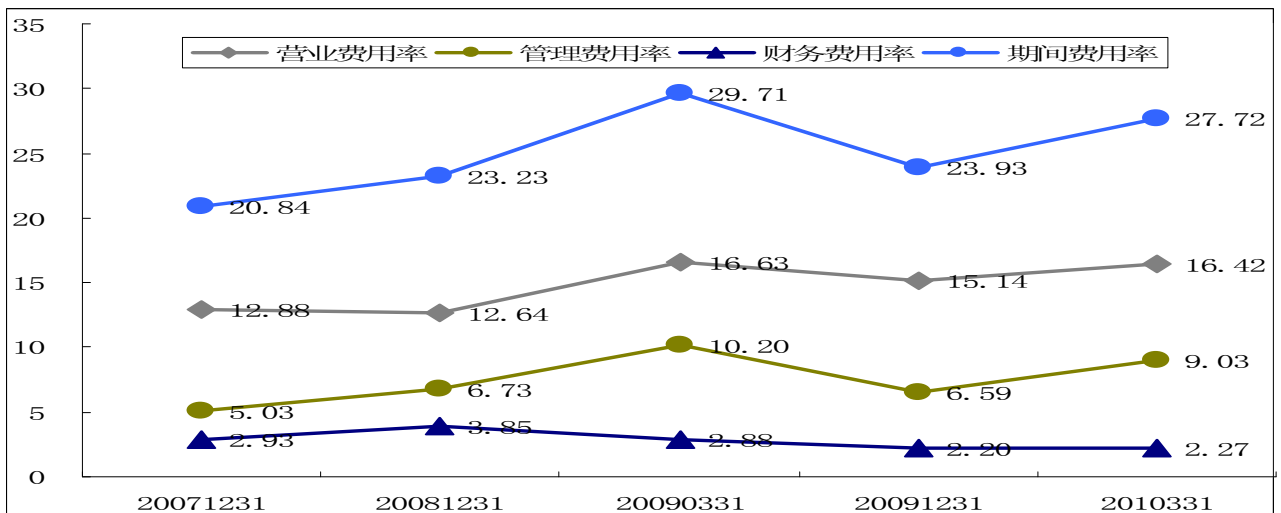


资料来源: 中怡康

### 三、公司期间费用率保持下降趋势，合资溢价收入带来净利润大幅度增长

2010年第一季度公司期间费用率为 27.72%，比去年同期下降 2 个点。主要由于公司销售收入的增长，带来的相关费用率下降。其中短期借款及长期借款分别下降 8728 万、700 万，资产负债率从 74%降低到 62%，偿债能力及流动性均较大幅度提升。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



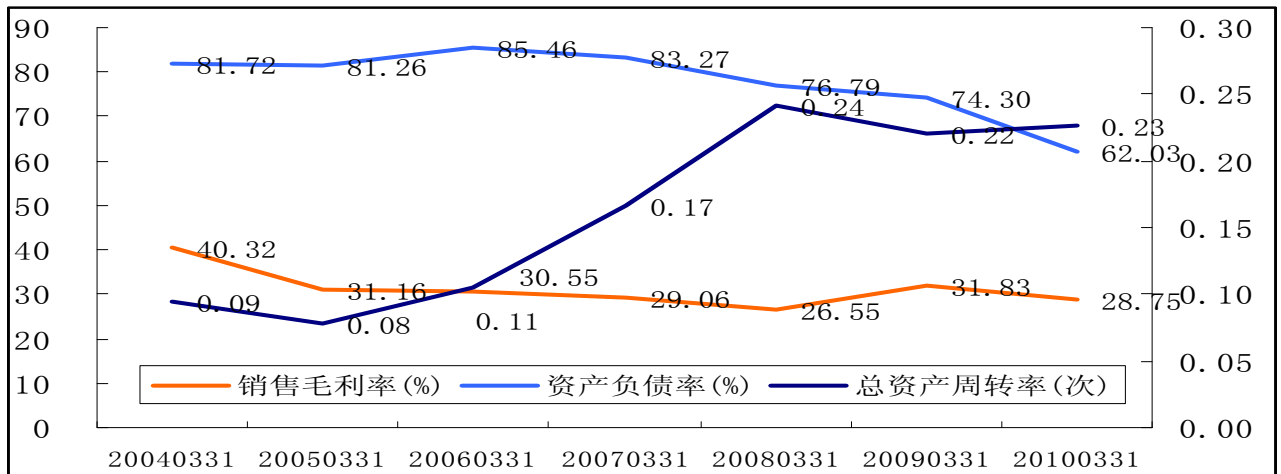
资料来源: 江南金融研究所

一季度归属上市公司股东净利润同比增长 1776%，增加原因是顺特电气与阿海珐输配电控股有限公司合资设立的顺特阿海珐电气有限公司，于 2009 年 12 月 4 日核准登记，注册资本 14.9 亿元人民币，其中顺特电气以经评估的净资产（包括土地、商标等无形资产）7.45 亿元人民币出资，占注册资本 50%，阿海珐

以现金出资 7.45 亿元，占注册资本 50%。顺特出资资产公允价值溢价 3.65 亿元（原账面的“顺特”商标成本为 0 元，现出资作价 3.65 亿元），按会计准则有关规定确认营业外收入 18250 万元，影响归属母公司所有者的净利润 15512.50 万元。

在原材料发生较大波动情况下，公司的毛利率近年来基本保持 29% 的稳定的状态，显示了作为国内最大的干式变压器厂，在业界已有的技术声誉使得其能够获得需要较多资质的较高端的订单。公司在 07 年开始资产周转率保持较大幅度上升，而资产负债率开始下降。尤其 2010 年第一季度资产负债率下降幅度较大，显示公司经营状况逐步好转，偿债能力加强，逐渐摆脱了历史的沉重包袱。

图表 5 公司历史第一季度毛利率、资产负债率及总资产周转率



资料来源：江南金融研究所

#### 四、盈利预测

我们预计未来变压器毛利率保持目前水平，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，公司未来 2010-2012 年的收益为 0.61 元，0.56 元，0.73 元，盈利预测表如下。相对 4 月 23 日 11.29 元收盘价，市盈率为 18, 20, 15，根据可比公司 2010 年市盈率，公司合理价位在 15.78 元，给予买入评级。

图表 6 可比上市公司盈利预测及相对于 2010 年 4 月 23 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				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	2059	2387	3557	4516	<b>营业收入</b>	2753	3524	4545	5773
现金	438	320	913	1160	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	40	22	31
其他流动资产	75	60	87	94	资产减值损失	13	11	12	11
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	197	400	510	670
无形资产	36	35	26	21	营业外收入	33	188	33	33
其他非流动资产	133	140	125	122	营业外支出	3	3	3	3
<b>资产总计</b>	2572	2881	4003	4926	<b>利润总额</b>	227	585	541	700
<b>流动负债</b>	1687	1213	1583	1930	所得税	34	87	81	105
短期借款	846	258	400	520	<b>净利润</b>	193	498	460	596
应付账款	373	430	578	717	少数股东损益	0	146	135	175
其他流动负债	468	525	605	694	<b>归属母公司净利润</b>	193	352	325	421
<b>非流动负债</b>	17	12	11	32	EBITDA	314	489	582	750
长期借款	0	0	0	20	EPS (元)	0.34	0.61	0.56	0.73
其他非流动负债	17	12	11	12					
<b>负债合计</b>	1703	1225	1594	1962	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	10	156	291	466	会计年度	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	576	576	576	576	<b>成长能力</b>				
资本公积	72	72	72	72	营业收入	-1.6%	28.0%	29.0%	27.0%
留存收益	211	528	822	1199	营业利润	196.2%	103.4%	27.5%	31.2%
归属母公司股东权益	859	1180	1477	1858	归属于母公司净利润	194.4%	81.9%	-7.6%	29.5%
<b>负债和股东权益</b>	2572	2561	3363	4286	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	30.5%	31.0%	31.5%	31.5%
					净利率 (%)	7.0%	10.0%	7.1%	7.3%
					ROE (%)	22.5%	29.8%	22.0%	22.6%
					ROIC (%)	26.2%	32.1%	30.4%	30.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	66.2%	47.8%	47.4%	45.8%
					净负债比率 (%)	49.67%	21.09%	25.09%	27.52%
					流动比率	1.22	1.97	2.25	2.34
					速动比率	0.82	1.28	1.56	1.63
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.03	1.29	1.32	1.29
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	5.46	6.06	6.18	6.11
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.34	0.61	0.56	0.73
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.57	0.30	0.25	0.24
					每股净资产 (最新摊薄)	1.49	2.05	2.57	3.23
					<b>估值比率</b>				
					P/E	10.63	5.84	6.32	4.89
					P/B	2.39	1.74	1.39	1.11
					EV/EBITDA	7	5	4	3

## 现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	328	172	142	136
净利润	193	498	460	596
折旧摊销	57	49	49	49
财务费用	61	40	22	31
投资损失	-35	-35	-35	-35
营运资金变动	50	-377	-413	-558
其他经营现金流	2	-3	59	53
<b>投资活动现金流</b>	-14	50	42	46
资本支出	37	0	0	0
长期投资	4	3	-1	1
其他投资现金流	27	53	41	47
<b>筹资活动现金流</b>	-268	-660	88	66
短期借款	-318	-588	142	120
长期借款	-7	0	0	20
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	58	-72	-54	-74
<b>现金净增加额</b>	46	-438	273	248

## 分析师简介

魏静，经济学硕士，SAC执业证书号：S0640209100104，2007年加入江南证券金融研究所，从事电气设备及新能源行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 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本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。