

特变电工等三家电气设备 上市公司财务分析报告



公司概况

特变电工股份有限公司是于1993年2月26日经新疆维吾尔自治区股份制试点联审小组批准（新体改[1993]095号），由昌吉市特种变压器厂、新疆维吾尔自治区技术改造投资公司、新疆维吾尔自治区投资公司、昌吉电力实业总公司共同发起成立的股份制企业。

1997年6月经中国证券监督管理委员会批准（证监发[1997]286号），在上海证券交易所发行上市，上市公司代码600089。截至2008年底，公司股本为119 825万元。

公司主营变压器、电线电缆的研发、制造和销售。经过近年来的快速发展，已经发展成为中国重大装备制造业的核心骨干企业，拥有对外经济技术合作经营权和国家外援项目建设资质，是中国重大装备制造业首家获得“中国驰名商标”和“中国名牌产品”的企业。公司在新疆、四川、湖南、天津、山东、辽宁等地均建有现代化的生产基地，目前变压器年生产能力达到13 000万kVA，居全国第一位、世界第三位。

主要财务数据

单位：亿元

总资产	1 515 265
负债总额	922 713
股东权益	592 551
总股本	119 825
资产负债率	60.89%
销售收入	1 251 893
净利润	107 886
市值	338.39亿元
每股收益	0.84元
市盈率	33

数据来源：2008审计年报、2009年4月29日上海证券交易所

主要竞争者

❑ 中国东方电气集团公司

(简称东方电气)创建于1984年,是中国最大的发电设备制造和电站工程承包特大型企业之一,是党中央确定的涉及国家安全和国民经济命脉的53户国有重点骨干企业之一,是国务院国资委监管企业。集团公司已进入全球225家最大工程承包商之列,2004年位列全球第74名。

❑ 河南平高电气股份有限公司

(简称平高电气)是我国研发和制造高压、超高压开关设备的三大基地之一,公司主导产品高压开关设备是国家重大技术装备,在国民经济尤其是电力建设中具有重要地位,广泛应用于国家重点工程,并出口东南亚、中东、拉美、南非等国家和地区。公司是全国高压开关行业首家通过中科院、科技部“双高”认证的高新技术企业,先后与TOSHIBA、ABB、Alstom等世界500强企业进行接触和相关合作。



资产负债数据

特变电工

单位：万元

年份	2004	2005	2006	2007	2008
资产	603 420	678 394	741 425	1 003 058	1 515 265
负债	418 108	467 779	505 907	669 550	922 713
少数股权	46 685	55 753	53 310	86 841	71 113
股东权益	138 627	154 863	235 518	333 507	592 551
资产负债增减变动趋势					
流动资产		10.50%	13.71%	45.56%	46.80%
固定资产 +在建工程		17.25%	-1.08%	11.63%	55.45%
资产		12.42%	9.29%	35.29%	51.06%
负债		11.88%	8.15%	32.35%	37.81%
股东权益		11.71%	52.08%	41.61%	77.67%

最近4年，特变电工除2006年增幅较小以外，资产、权益、负债都保持了快速增长。2008年有形资产增幅主要来自技术改造投资项目，流动资产增幅主要系预付的材料款及技术改造项目预付工程款、设备款增加所致，股东权益增幅主要系公司实施2007 年度利润分配及资本公积转增股本方案及向社会公开发行8800万股流通股所致。

资产负债数据

东方电气

单位：万元

年份	2004	2005	2006	2007	2008
资产	637 407	846 208	3 142 977	3 637 840	5 645 917
负债	510 310	662 740	2 534 814	3 251 029	5 402 557
少数股权	103	127	66 701	86 060	18 893
股东权益	126 994	183 341	608 163	386 811	243 359
资产负债增减变动趋势					
流动资产		35.13%	264.95%	15.71%	57.24%
固定资产 +在建工程		10.46%	263.92%	12.31%	31.30%
资产		32.76%	271.42%	15.75%	55.20%
负债		29.87%	282.48%	28.26%	66.18%
股东权益		44.37%	231.71%	-36.40%	-37.09%

东方电气于2007年经证监会核准，向东方电气集团定向发行3.67亿股普通股股份收购其持有的东方汽轮机100%股权及东方锅炉68.05%股份，完成东方电气集团主业资产整体上市。根据新会计准则，追溯调整2006年数据，并对同一控制下企业合并资产权益进行了抵消，且受2008年“5·12”汶川地震影响资产减值损失6亿元和营业外支出20亿元，造成连续两年的权益负增长。但风电、核电、火电领域订单增长仍使企业生产规模保持快速增长。

资产负债数据

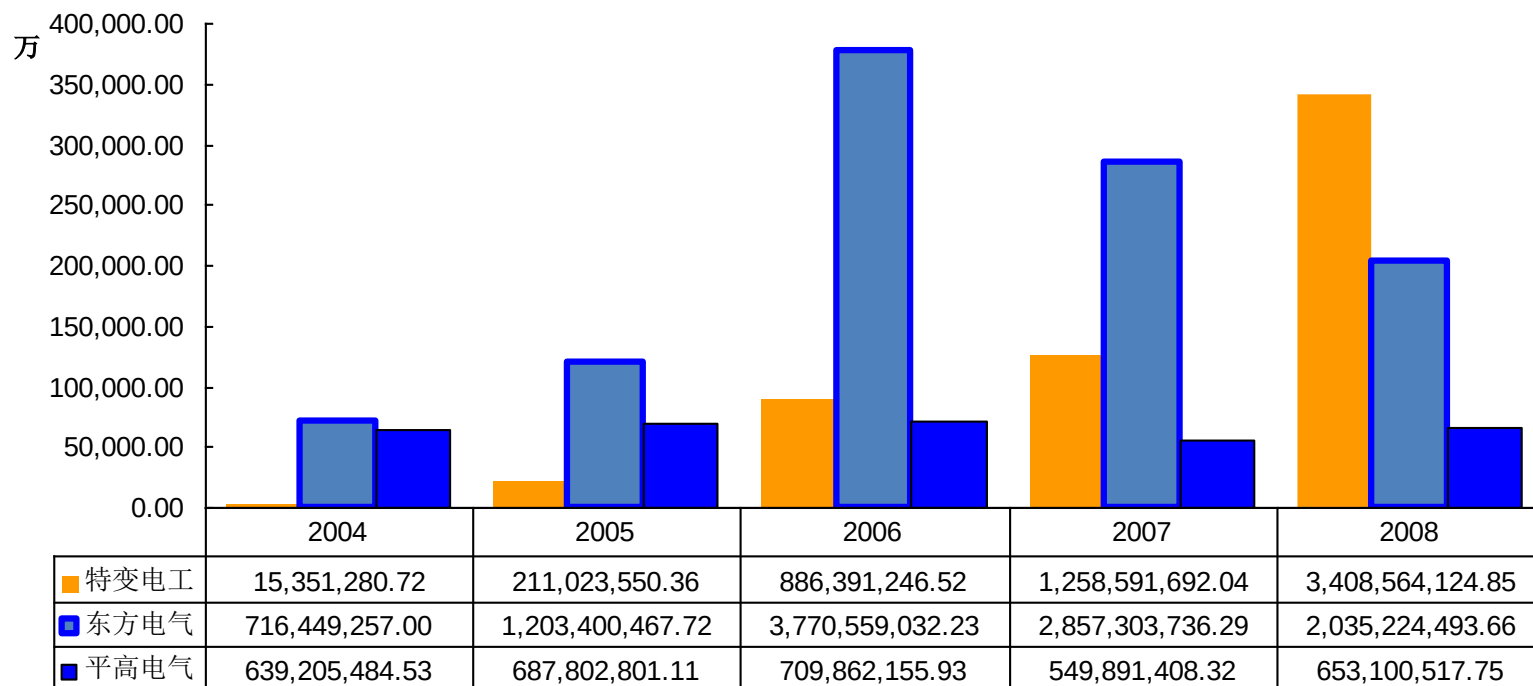
平高电气

单位：万元

年份	2004	2005	2006	2007	2008
资产	214 289	251 942	321 850	310 508	393 093
负债	114 614	144 577	209 418	180 839	244 206
少数股权	2 225	2 673	1 524	1 158	820
股东权益	97 450	104 692	112 432	129 669	148 887
资产负债增减变动趋势					
流动资产		21.17%	31.00%	-16.27%	25.60%
固定资产 +在建工程		1.27%	-3.59%	-5.84%	36.22%
资产		17.57%	27.75%	-3.52%	26.60%
负债		26.14%	44.85%	-13.65%	35.04%
股东权益		7.43%	7.39%	15.33%	14.82%

平高电气2007年受产能瓶颈影响发展不利，其余年份保持了稳定发展。随着特高压厂房等扩产基建工程于2008年竣工投产，企业发展速度明显提升。

营运资金

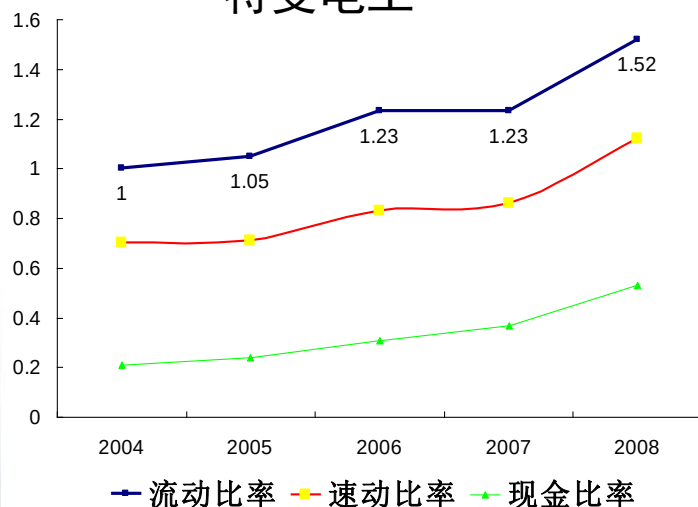


在营运资金管理上，三者差异明显：

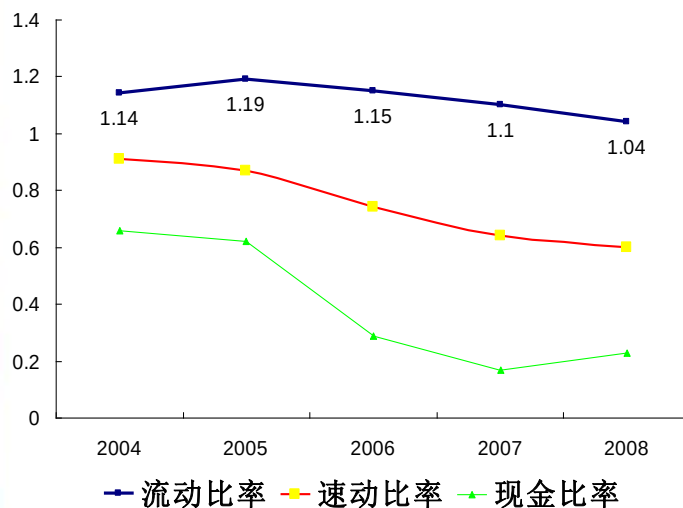
- 特变电工营运资金保持了明显快速增长，甚至超过东方电气，显示其应对市场需求大规模提升经营规模的态势；
- 东方电气受整体上市影响，营运资产变动较大，总体上保持宽裕，这与其行业龙头地位相当；
- 平高电气各年营运资金规模几乎保持稳定，不考虑市场地位，这充分体现了较强的存货管理、材料采购政策、应收应付款项的综合管理能力。

短期偿债能力

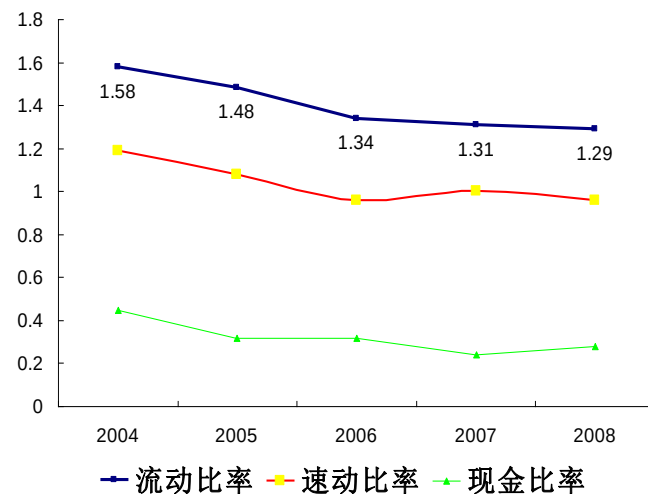
特变电工



东方电气

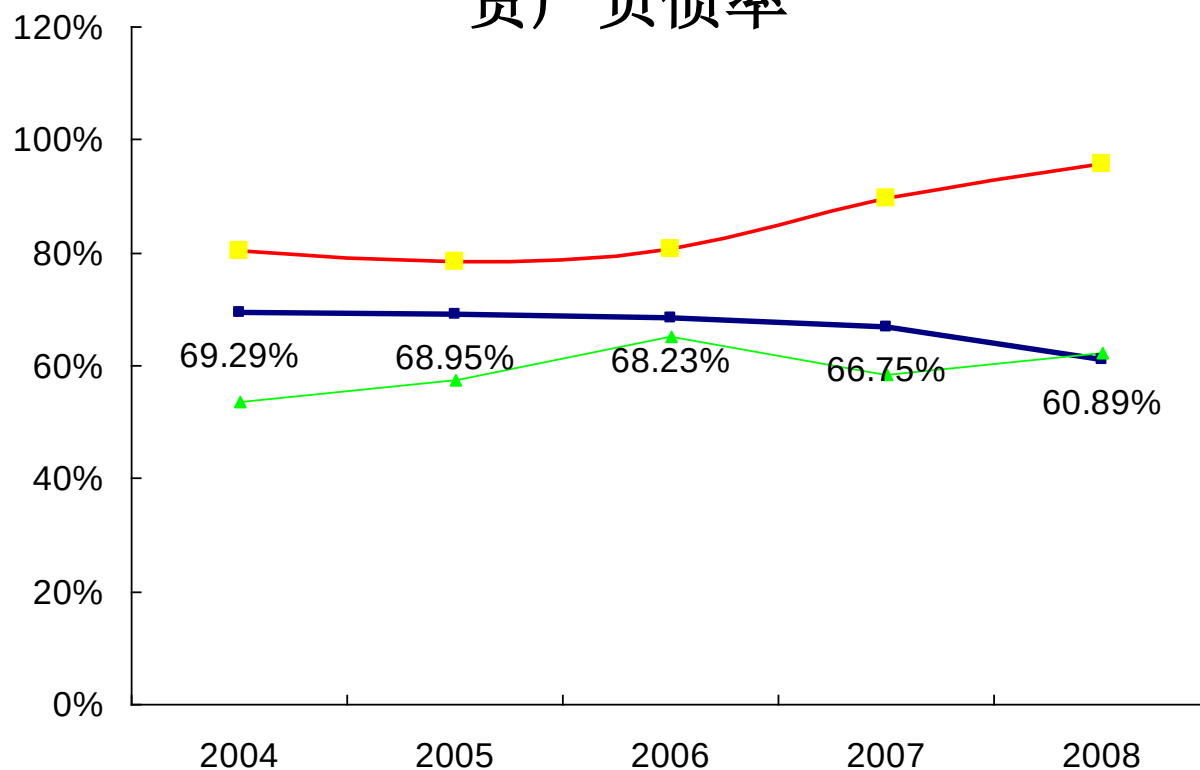


平高电气



资本结构分析

资产负债率

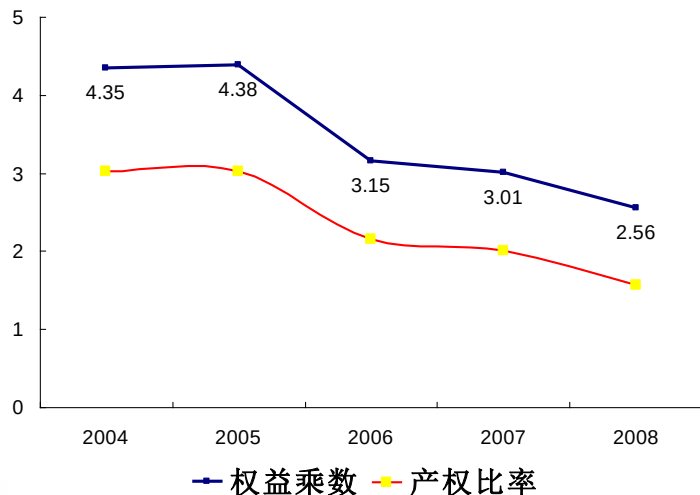


— 特变电工 — 东方电气 — 平高电气

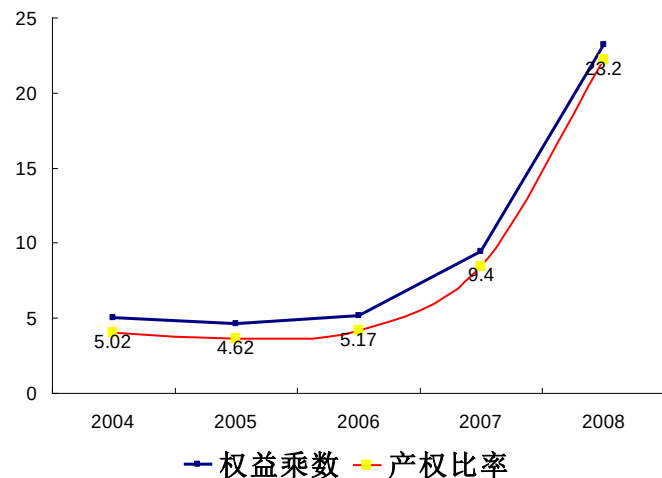
三家企业中，东方电气资产负债率较高，且有恶化趋势，这与其整体上市完成不久又遭遇特大地震灾害影响有关。相比平高电气较为稳定的负债水平，特变电工负债压力逐年递减，2008年已降至61%，为2008年四季度全面爆发的金融危机做好准备。

资本结构分析

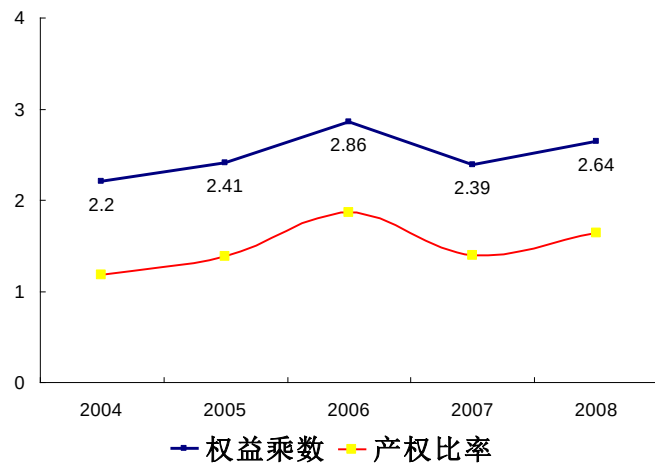
特变电工



东方电气



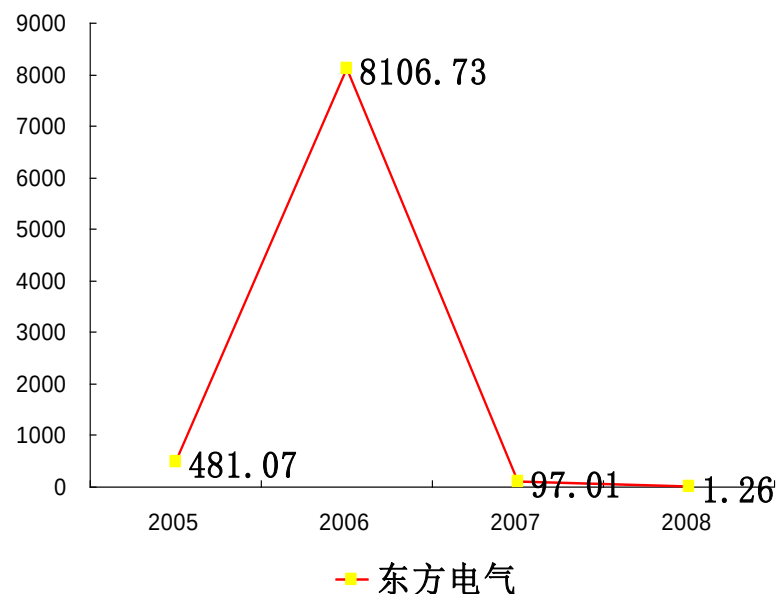
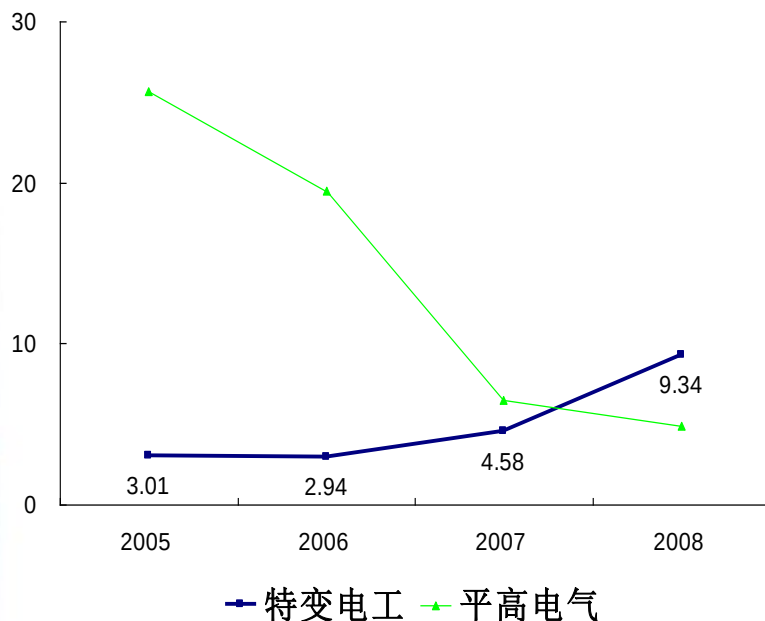
平高电气



与资产负债率相对应，特变电工的权益乘数、产权比率下降较大，财务杠杆运用水平逐渐与平高电气持平，而东方电气上升幅度非常大。

但东方电气所处的行业地位和国家倾斜支持政策，不会使这种非正常变化持续太久。

利息保障倍数



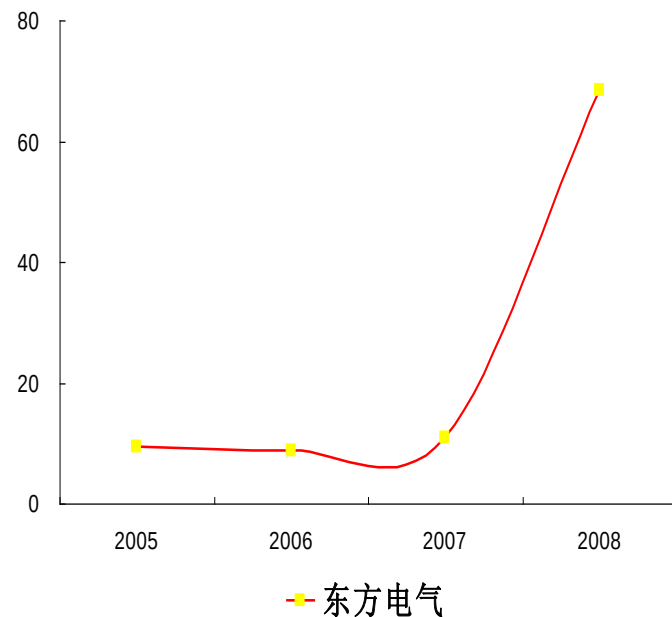
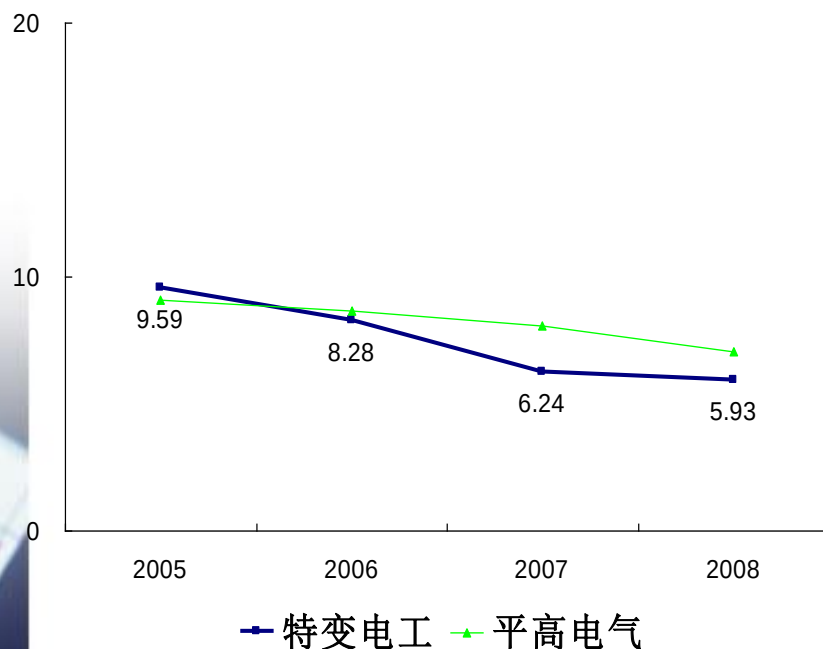
2007年以前东方电气因其锅炉火电设备一直处于供不应求阶段，下游客户为争取尽早提货，支付大量预收货款，2008年预收货款达到创纪录的348亿元，这部分资金产生大量利息收入。但2007年整体上市后因每年需向集团支付资产收购对价余款利息，利息支出大幅增加。

平高电气利息保障倍数较2005年下降较大但也基本处于较强的偿债能力水平。

特变电工因其逐年降低的资产负债率，利息保障倍数指标也呈现优化趋势，并超过平高电气。

长期偿债能力

负债/EBITDA

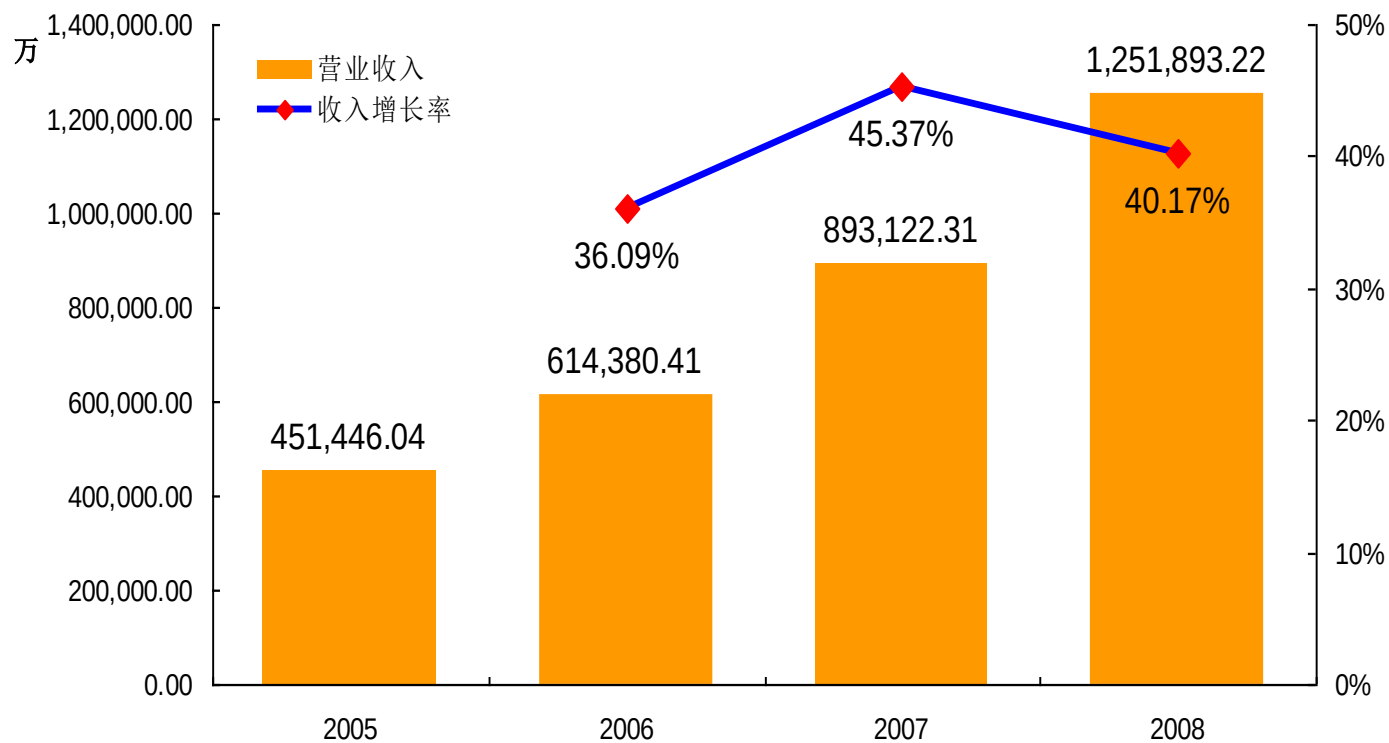


特变电工与平高电气都显示逐年下降的趋势，说明企业创造的税前利润和留在企业内部的固定资产折旧费用、摊销费用在支付利息前对总债务的保障能力逐年提高，特变电工改善的幅度更大。

东方电气2007年后负债总额大幅增加，超过EBITDA增长速度，从而使得企业长期偿债能力减弱。

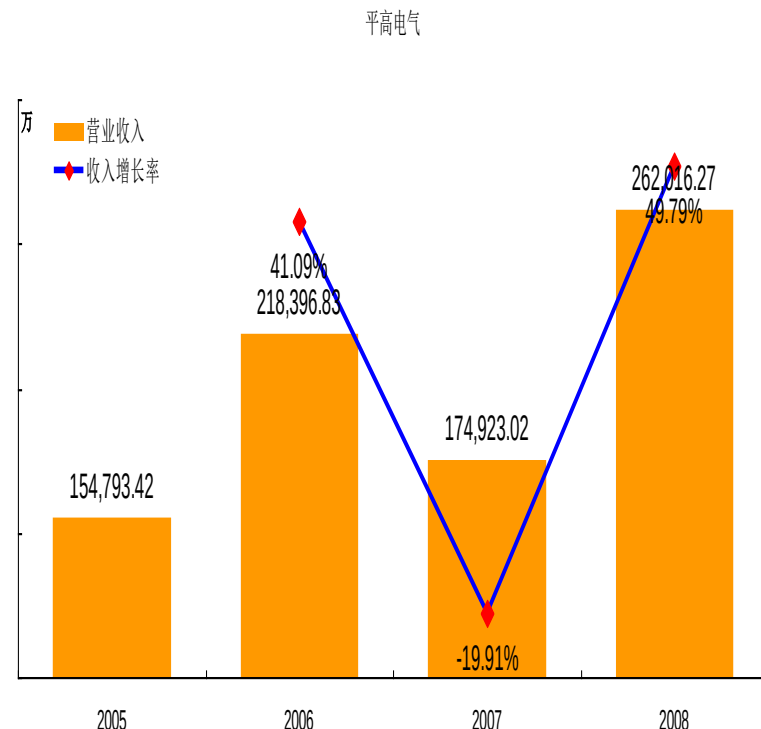
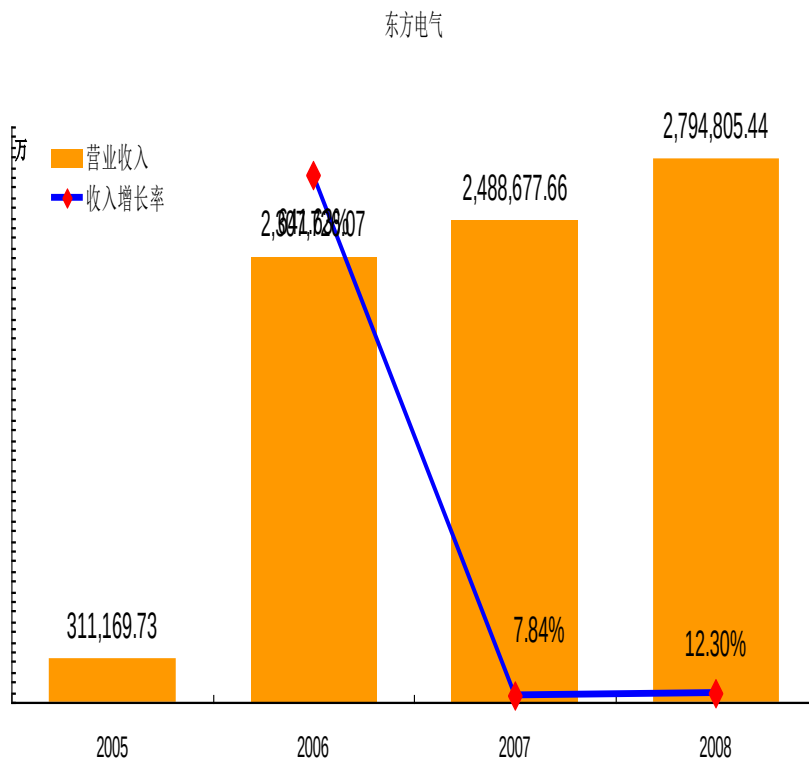
经营效益分析

营业收入



特变电工营业收入连续保持较快增长，2008年因受全球经济周期衰退影响，收入增幅不及2007年。

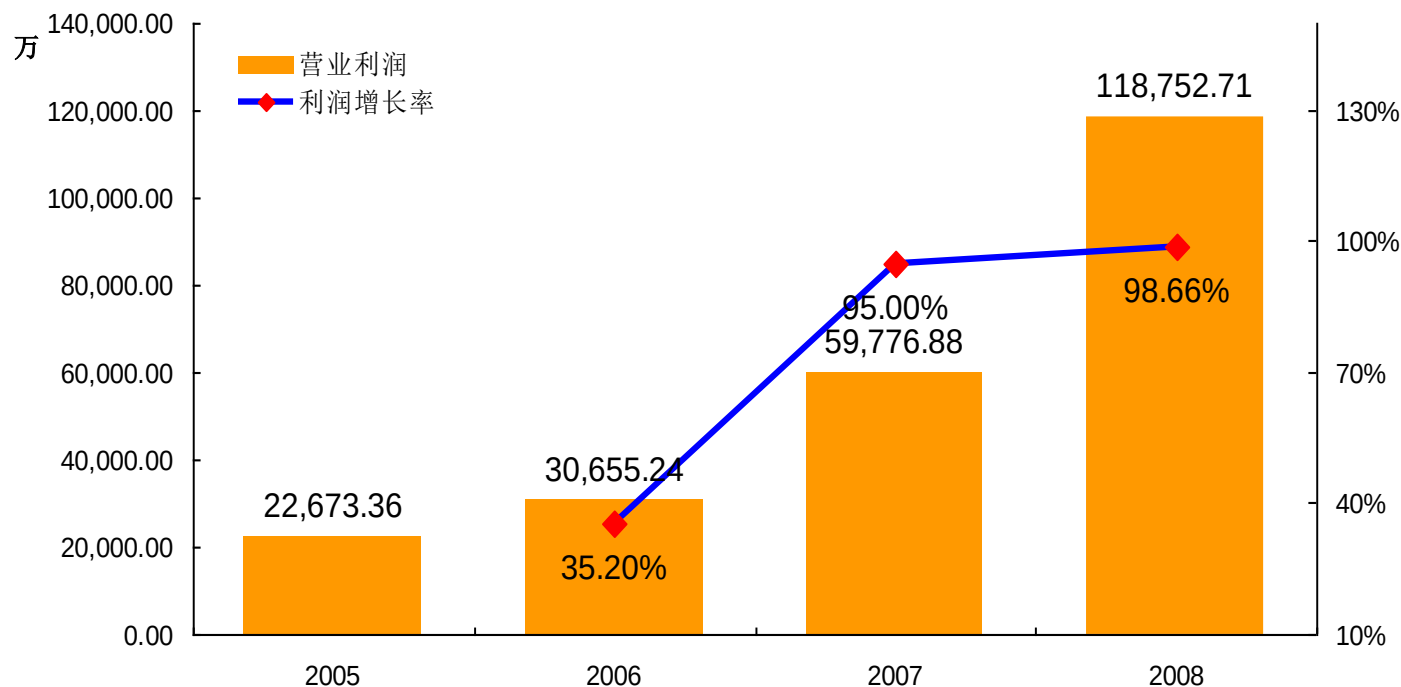
营业收入



东方电气整体上市后的营业收入大幅上升一个台阶，但后续年度增幅较小；平高电气营业收入在2007年下降，主要原因是会计政策变更，2006年度合并范围含合营企业，2007年合并范围不含合营企业。若将2006年发生数扣除合营企业部分，则2007年较2006年增长6.99%。

经营效益分析

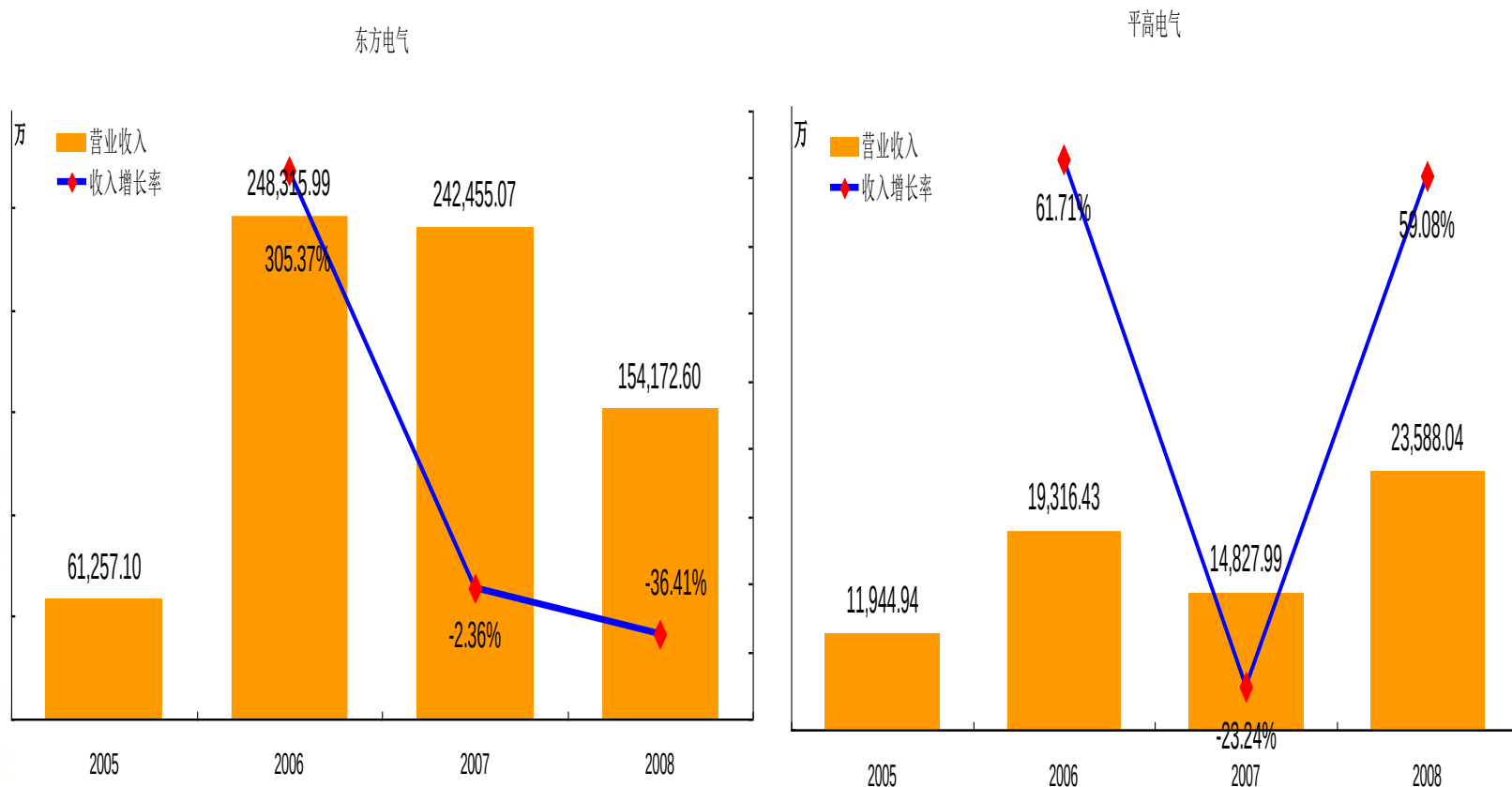
营业利润



特变电工营业利润2007年后出现快速增长，超越营业收入增幅，显示其产品毛利润率、成本费用控制能力提升较大。

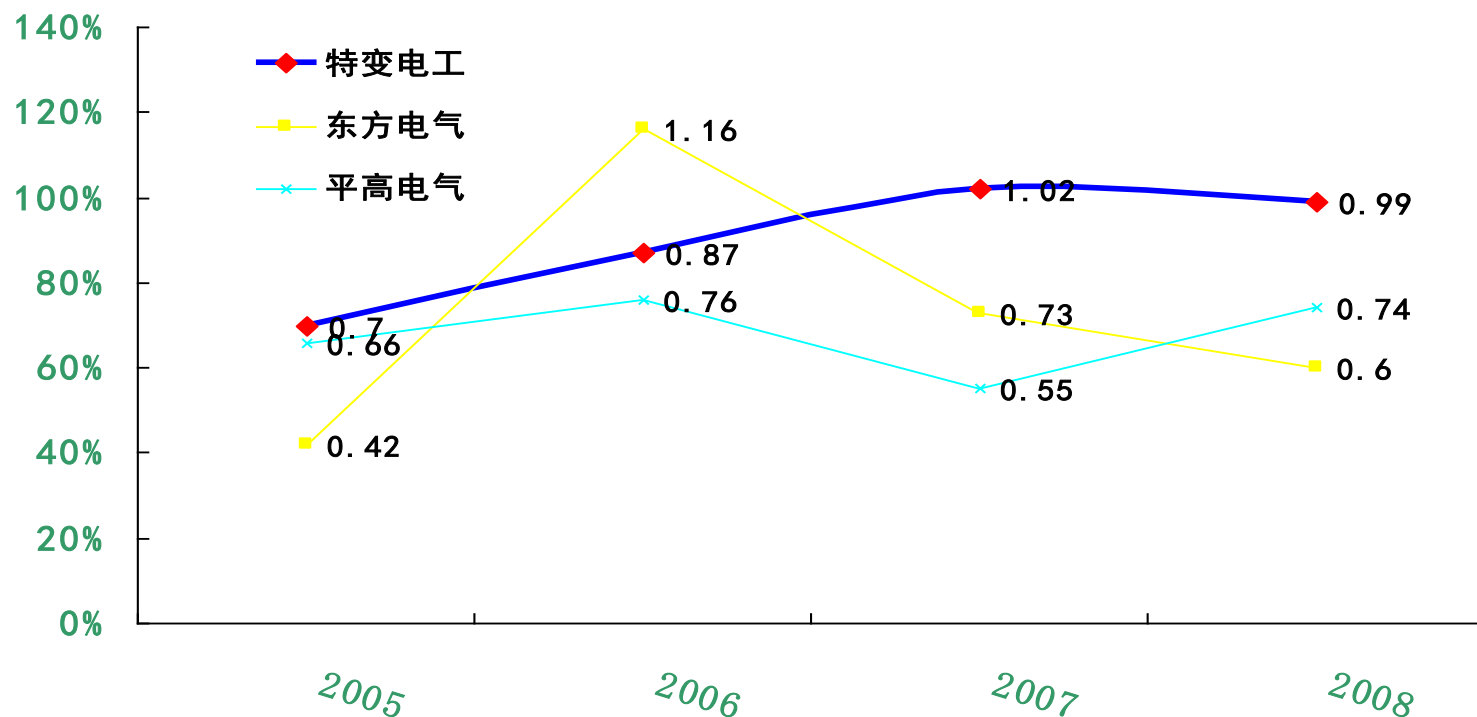
经营效益分析

营业利润



东方电气整体上市对其营业利润规模影响巨大，但因2007年开始连续5年需支付集团对价余款利息及2008年地震引起的资产减值影响，2008年利润大幅减少。
平高电气营业利润保持稳定增长，除2007年因会计政策调整合并范围而有所下降。

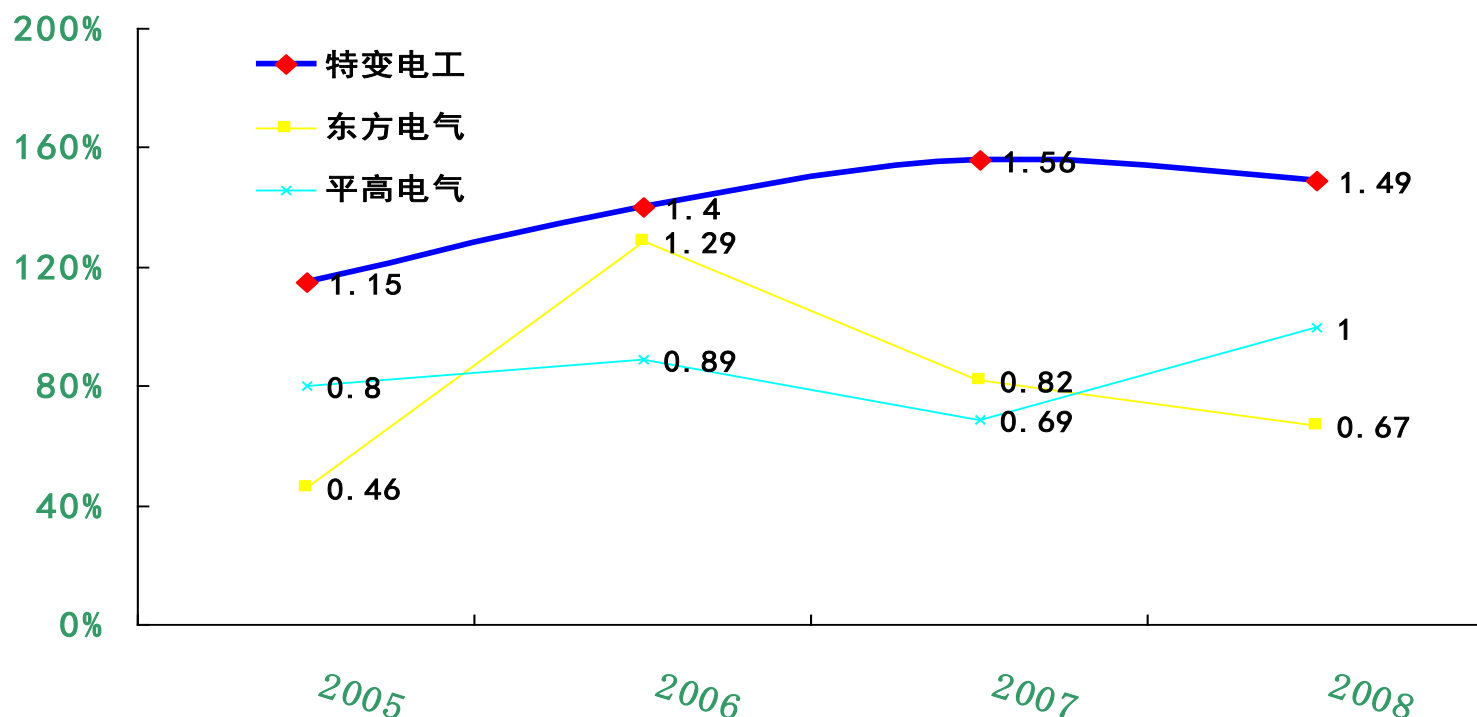
总资产周转率



特变电工的资产运用效率指标逐年上升，2007年已超越其他两家企业，显示较高的资产运用管理能力，而其他两家企业2007年下降不少，平高电气2008年有所恢复。

经营能力分析

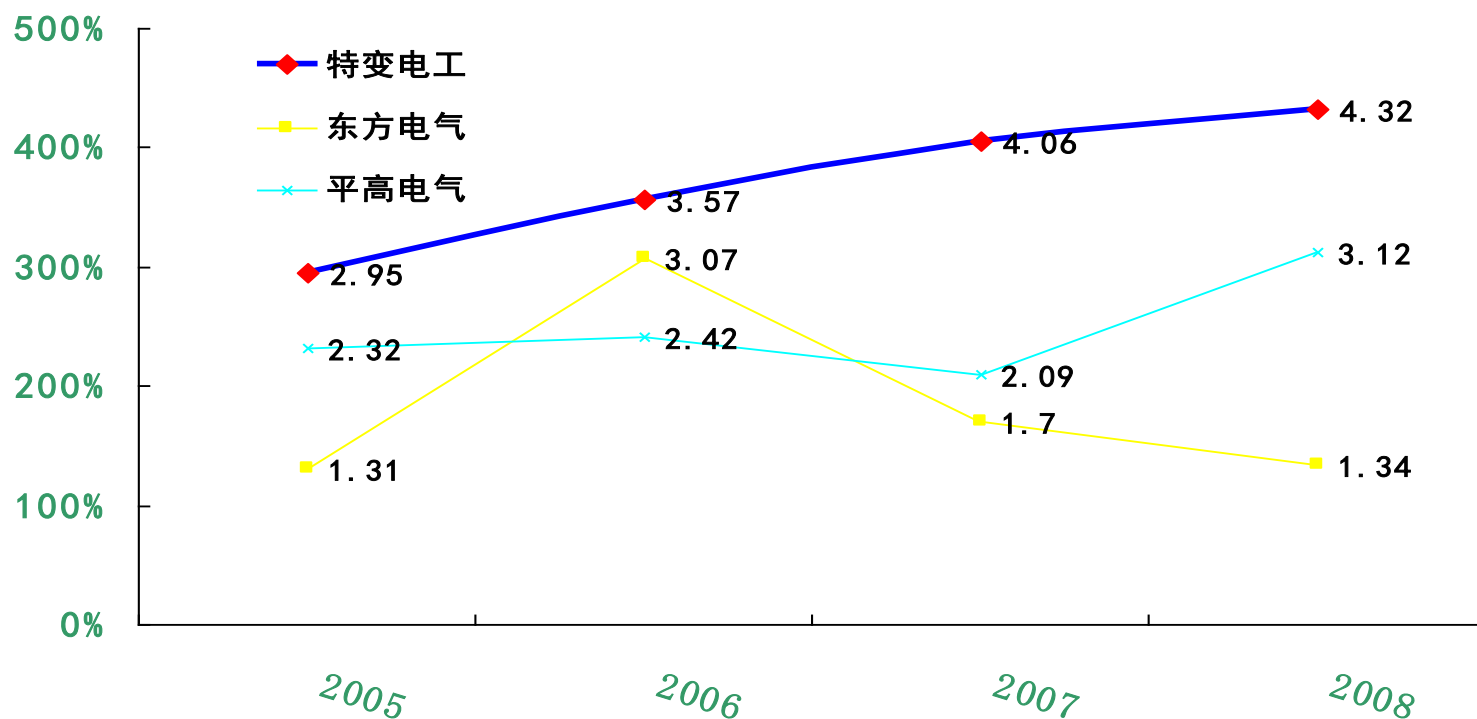
流动资产周转率



同总资产周转率，特变电工保持较高的周转率，2008年受收入增幅下降的影响，周转率有所下降。

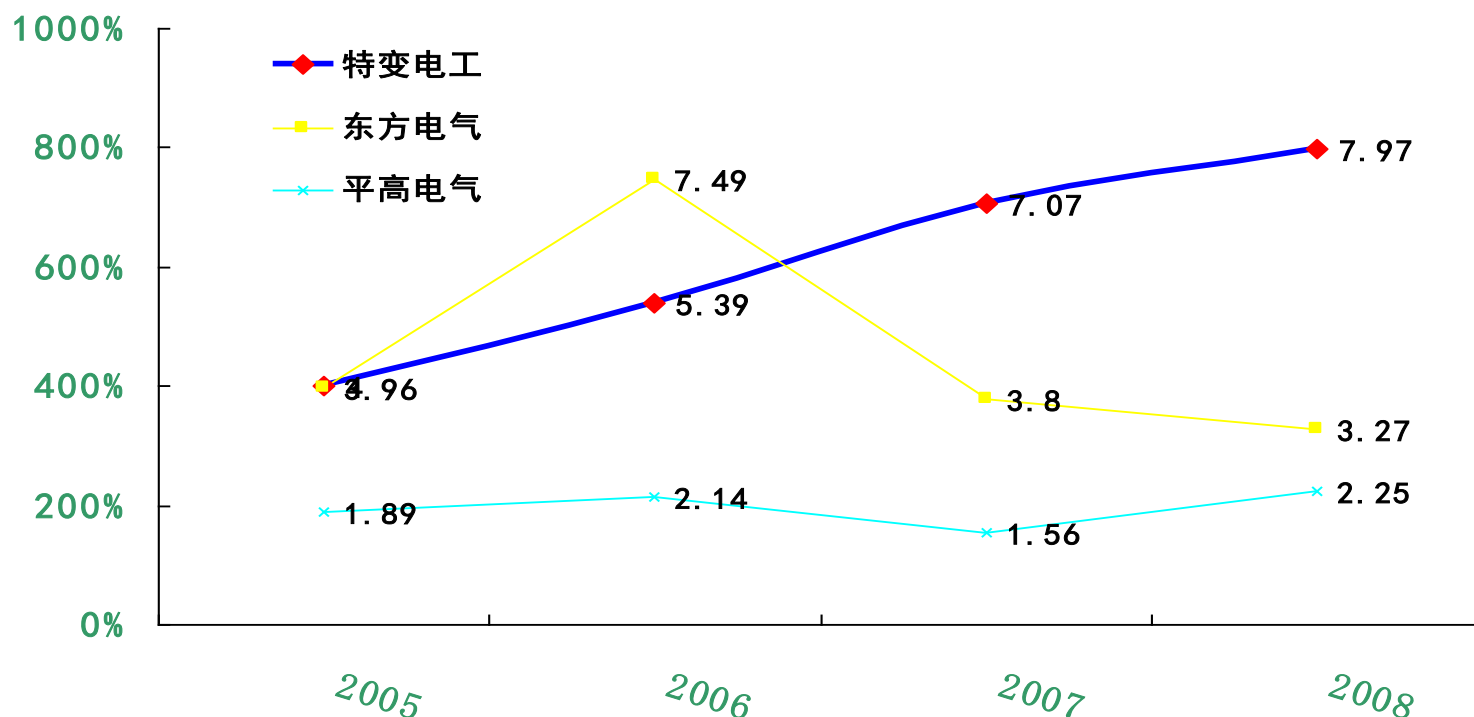
平高电气保持基本稳定，2008年有所提高。东方电气因整体上市，波动较大。

存货周转率



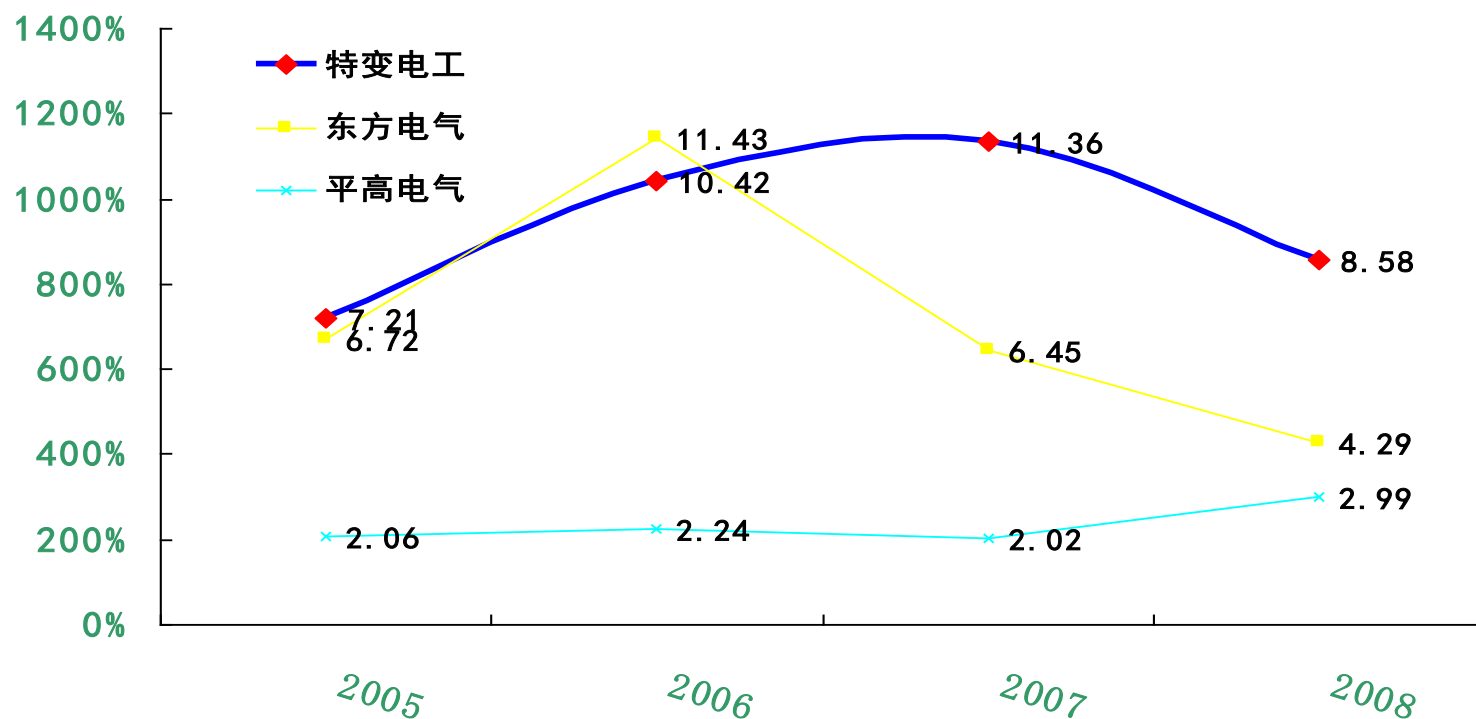
相对其他两家公司，特变电工的存货管理水平较高，在收入下降的同时仍保持存货周转率较大的提升，领先于平高电气；而东方电气自2006年起一直处于下降趋势。

应收账款周转率



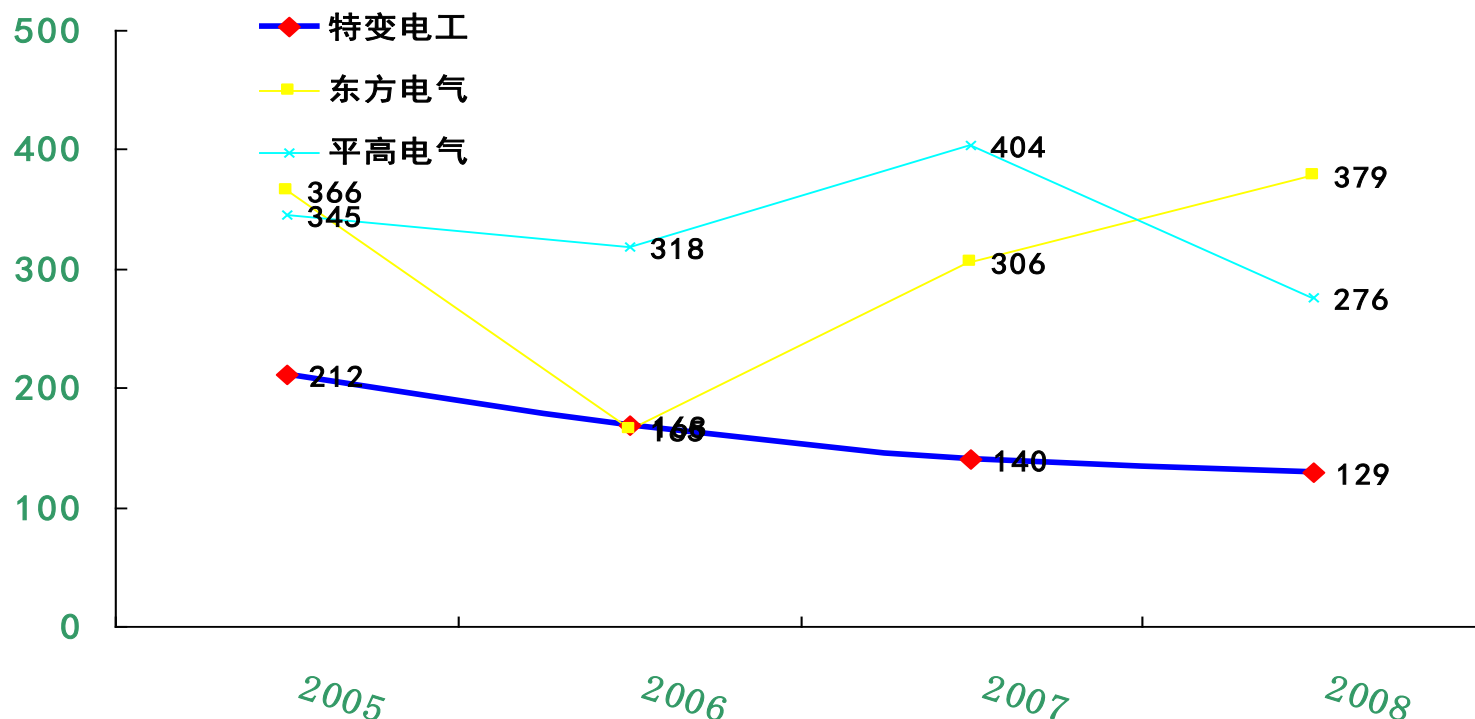
特变电工优秀的销售款项管理能力使其应收账款周转率逐年提高，远远领先于其他两家公司，相对市场地位较弱的平高电气在客户应收账款管理方面落后于对手。

应付账款周转率



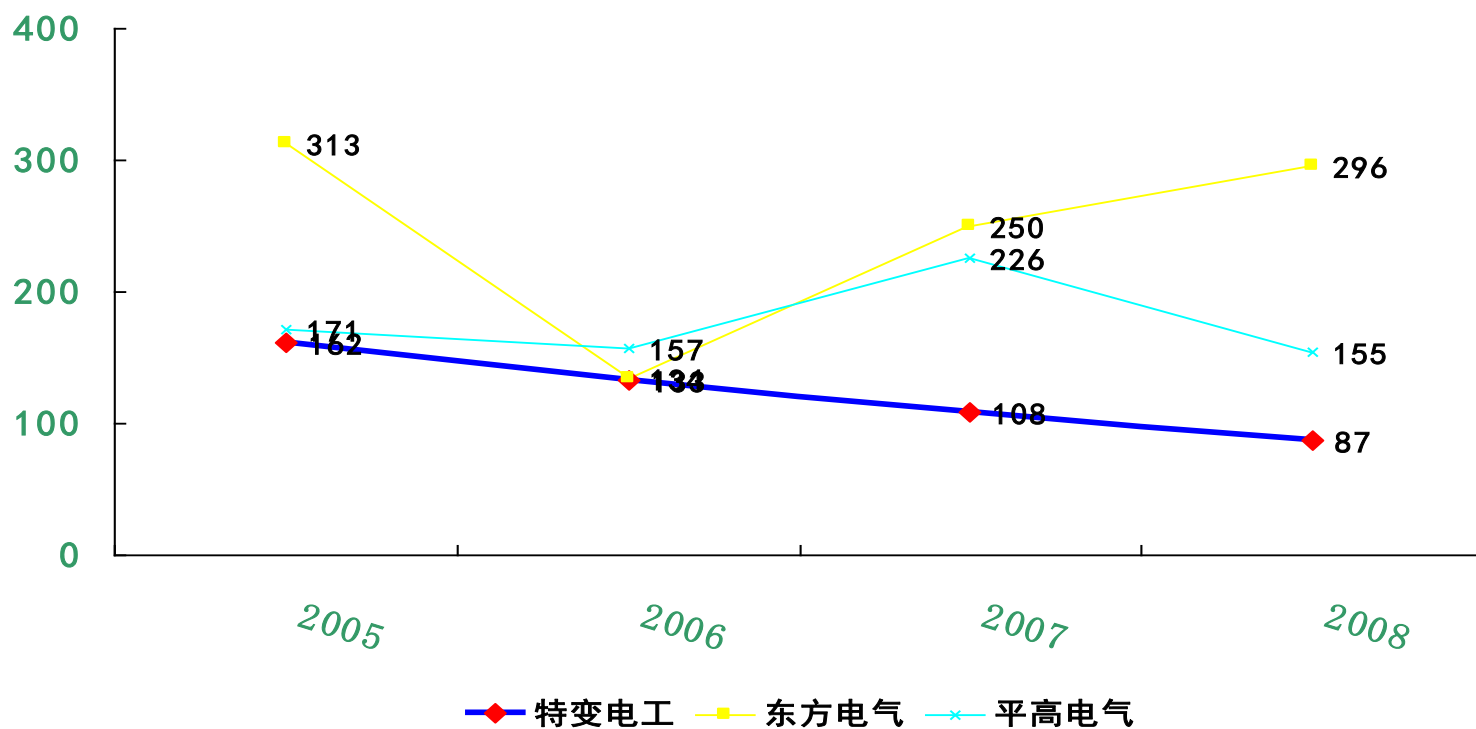
特变电工似乎对上游供应商付款较为及时，并没有充分利用交易对手的商业信用，而平高电气这方面水平较高。

营业周期



特变电工在存货和应收账款方面优秀的管理能力，使其营业周期历年最短，说明其资金周转速度快，流动性强，资产使用效率高。平高电气在2008年通过加强管理也呈现良好的趋势，而东方电气的情况逐年变差。

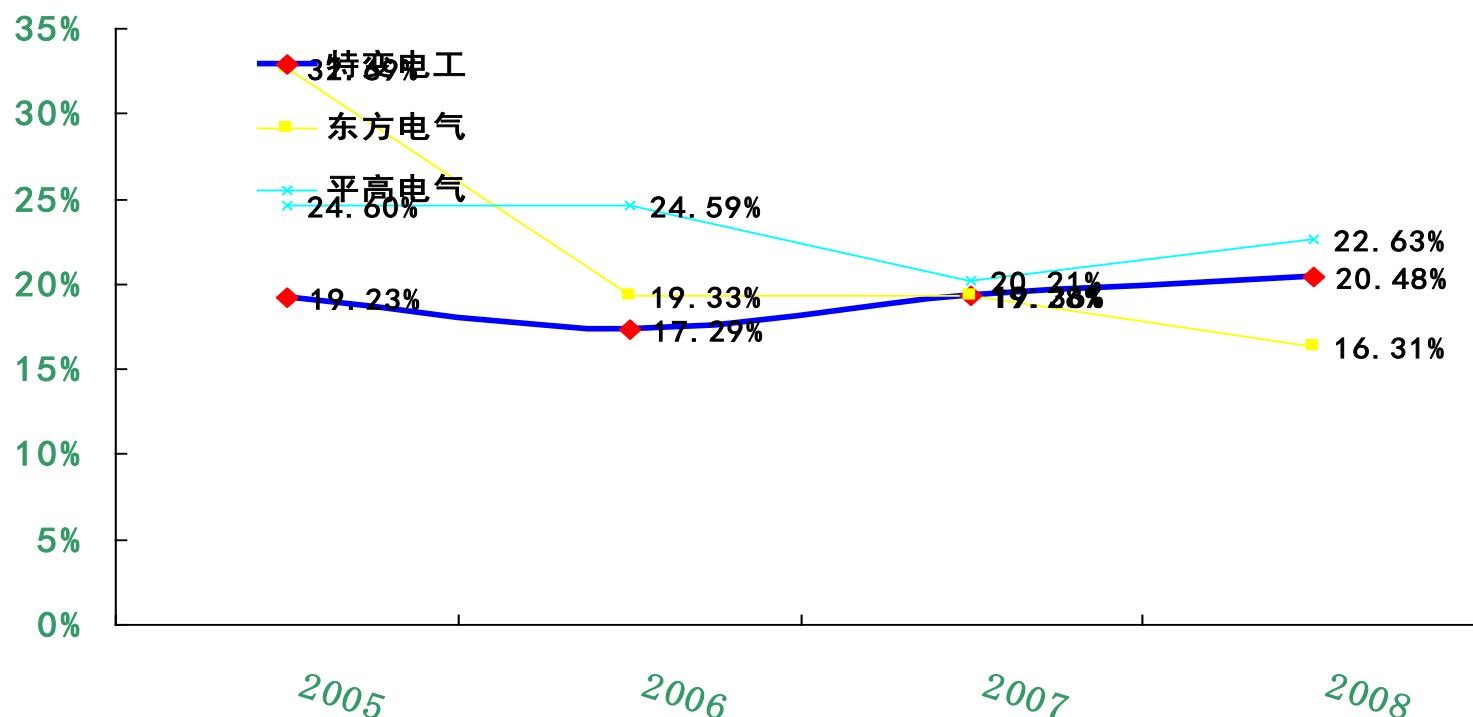
现金营业周期



虽然在应付账款管理方面特变电工不突出，但其整体现金周转所用的时间仍最少，反映了特变电工经营管理效率持续不断的上升。

获利能力分析

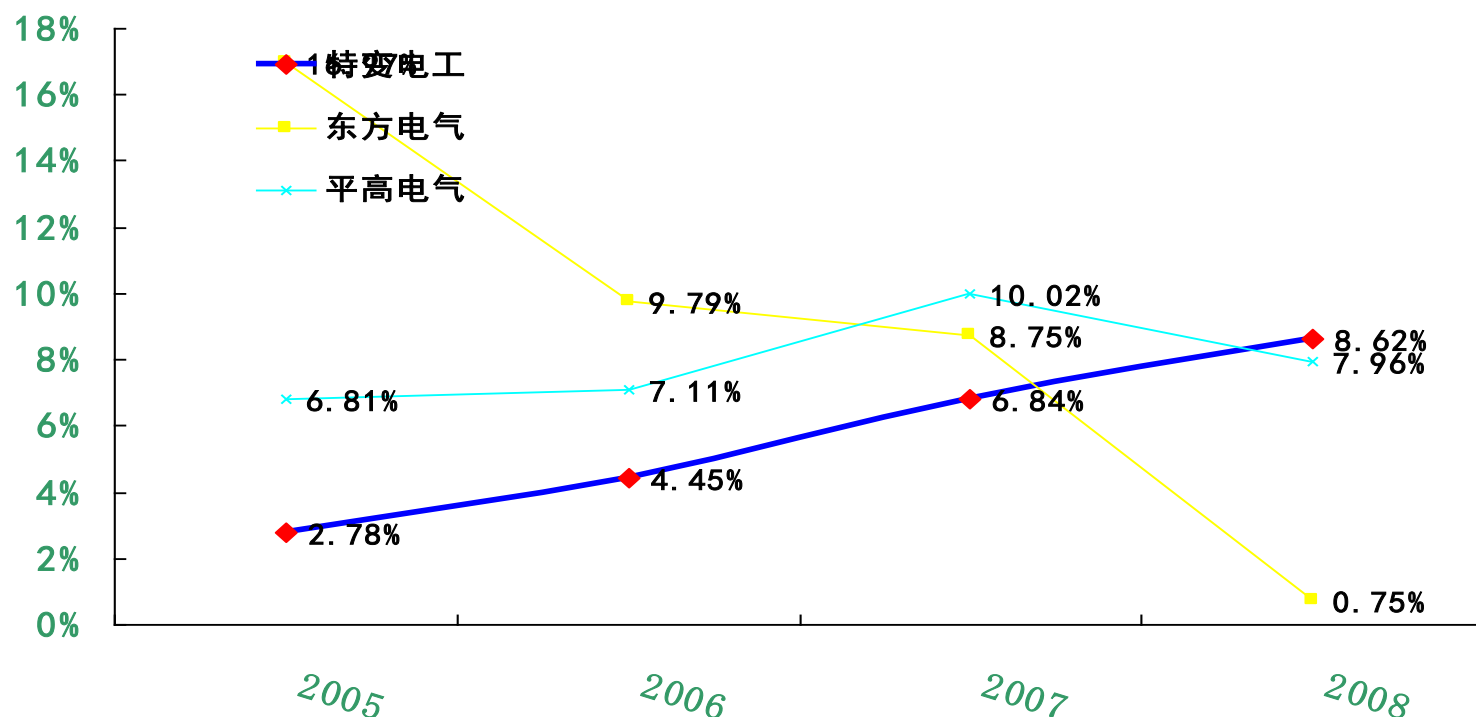
销售毛利率



相对而言，特变电工产品毛利率并不突出，低于平高电气，但连续四年保持平稳。而东方电气下降较为明显，且2008年低于其他两家公司。

获利能力分析

销售净利率

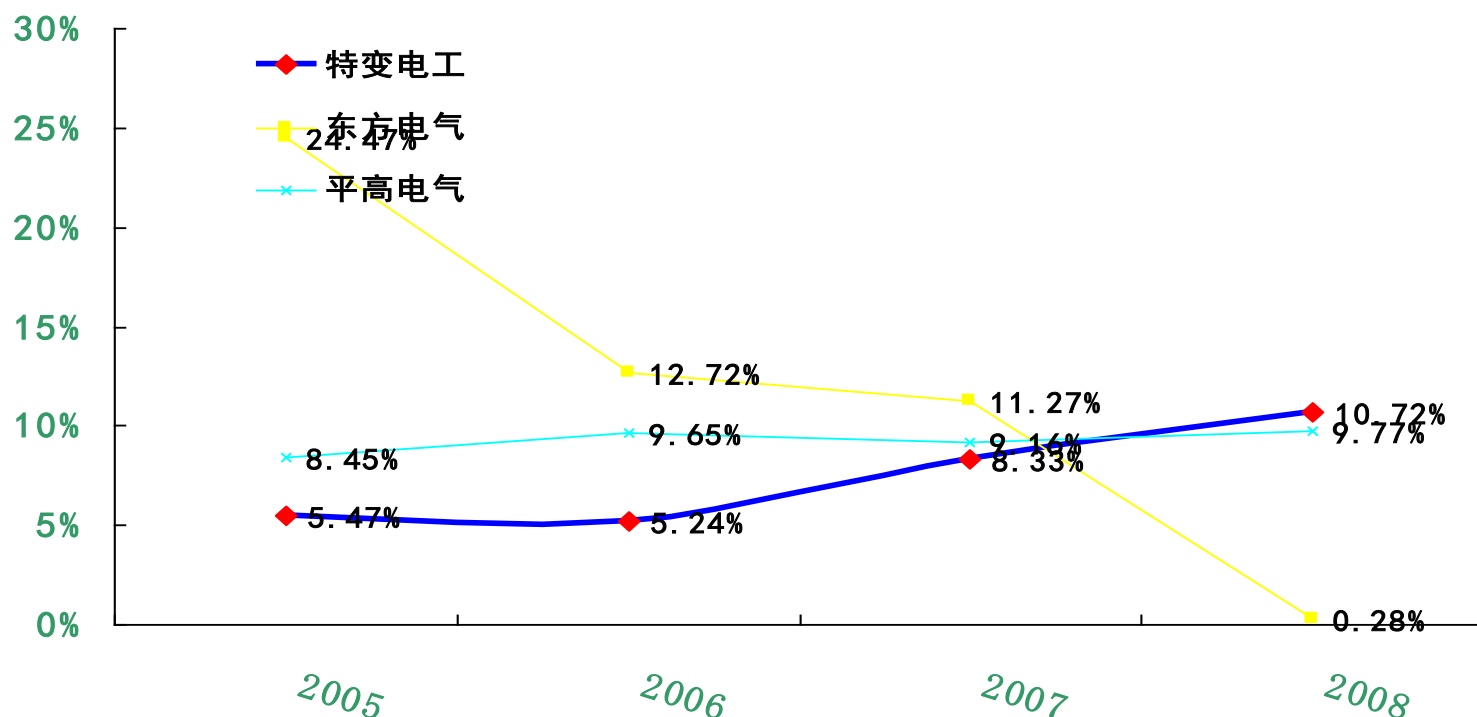


特变电工、平高电气的销售净利率都展现了稳定的上升趋势，但2008年平高电气财务费用增长116%，首次落后于特变电工。

东方电气整体上市后增效不足，且2008年因地震导致的资产减值损失和营业外支出当期利润大部分被吞噬。

获利能力分析

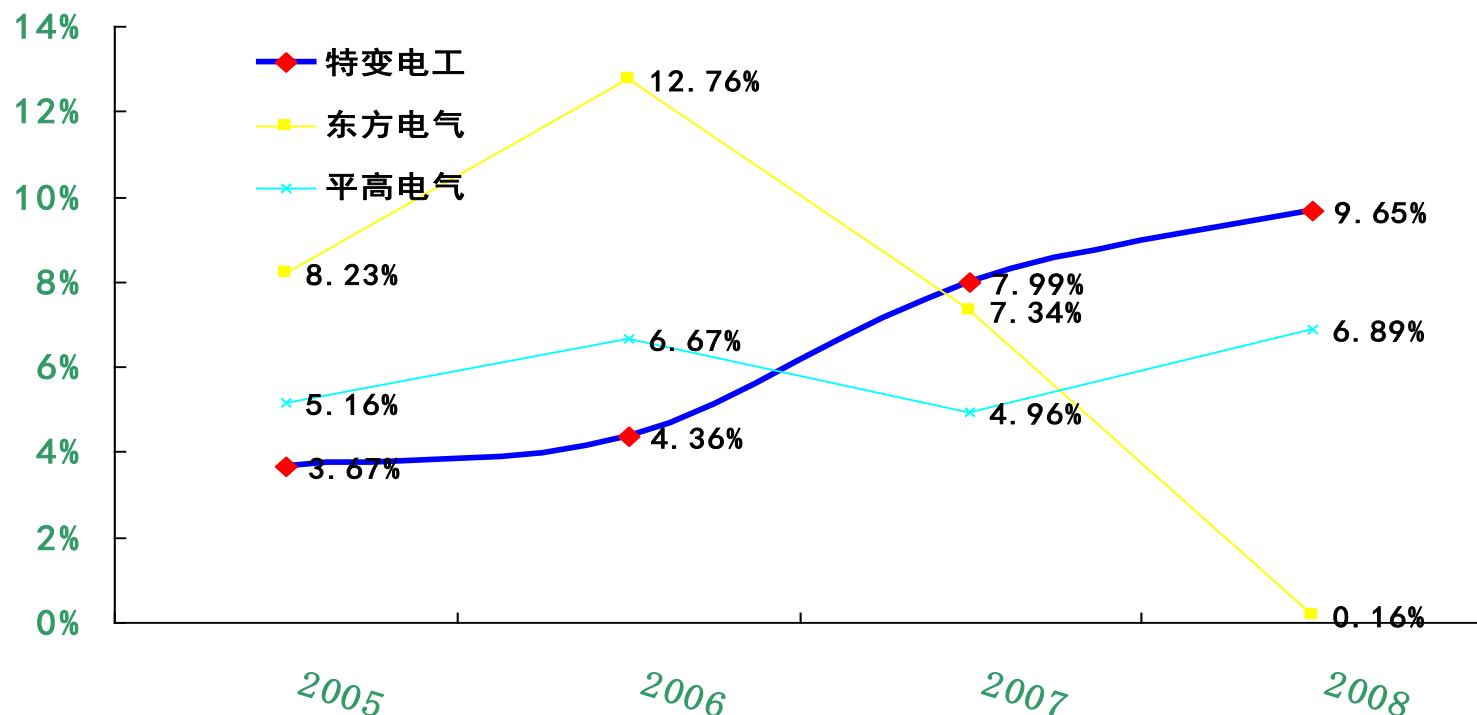
成本费用利润率



平高电气的成本费用利润率基本稳定，特变电工近三年提升明显。东方电气因财务费用、资产减值损失和营业外支出增加较多，成本费用利润率下降较大。

投资报酬能力

ROA

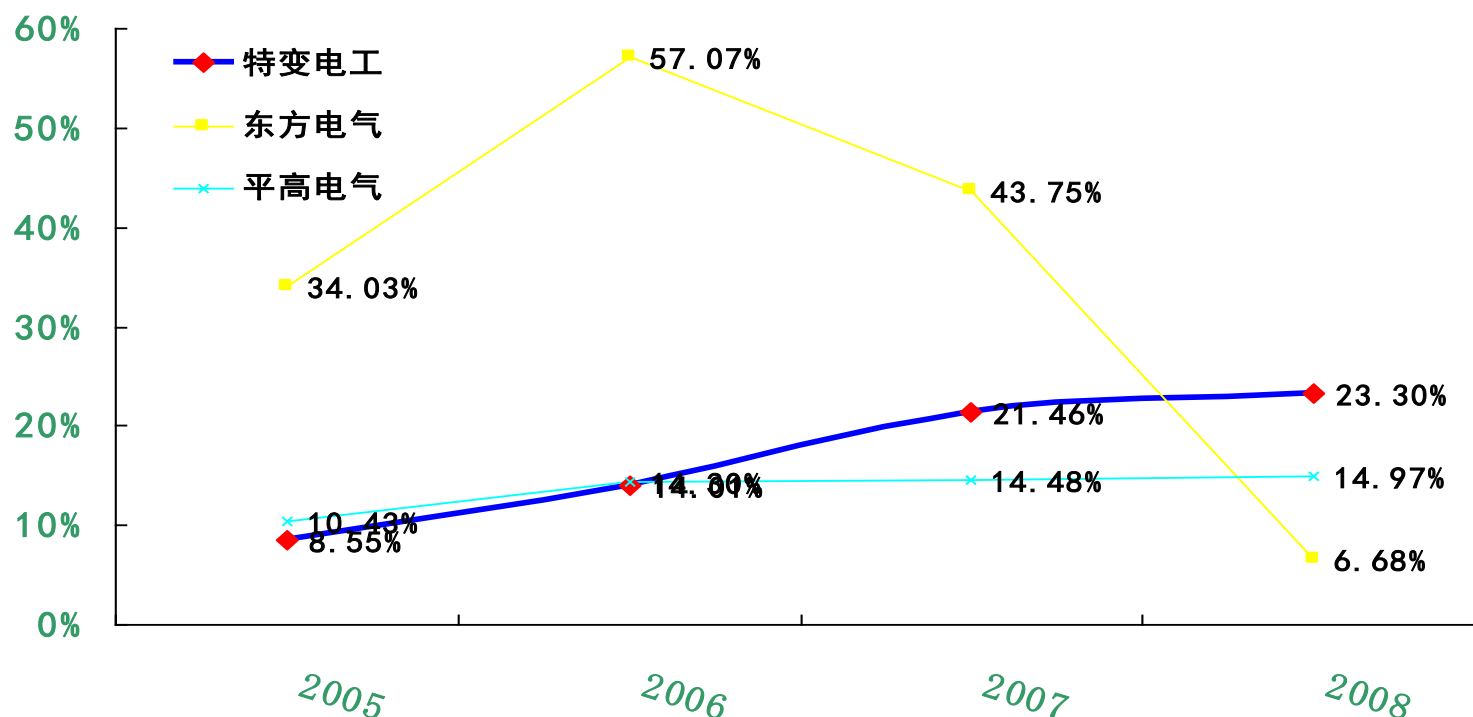


特变电工总资产报酬率提升明显，2007年一举超越其他两家公司，说明其长期的经营管理策略发挥了作用。

东方电气受不可控的自然灾害影响业绩较差，但长期看，其生产经营实力尚存，恢复增长值得期待。

投资报酬能力

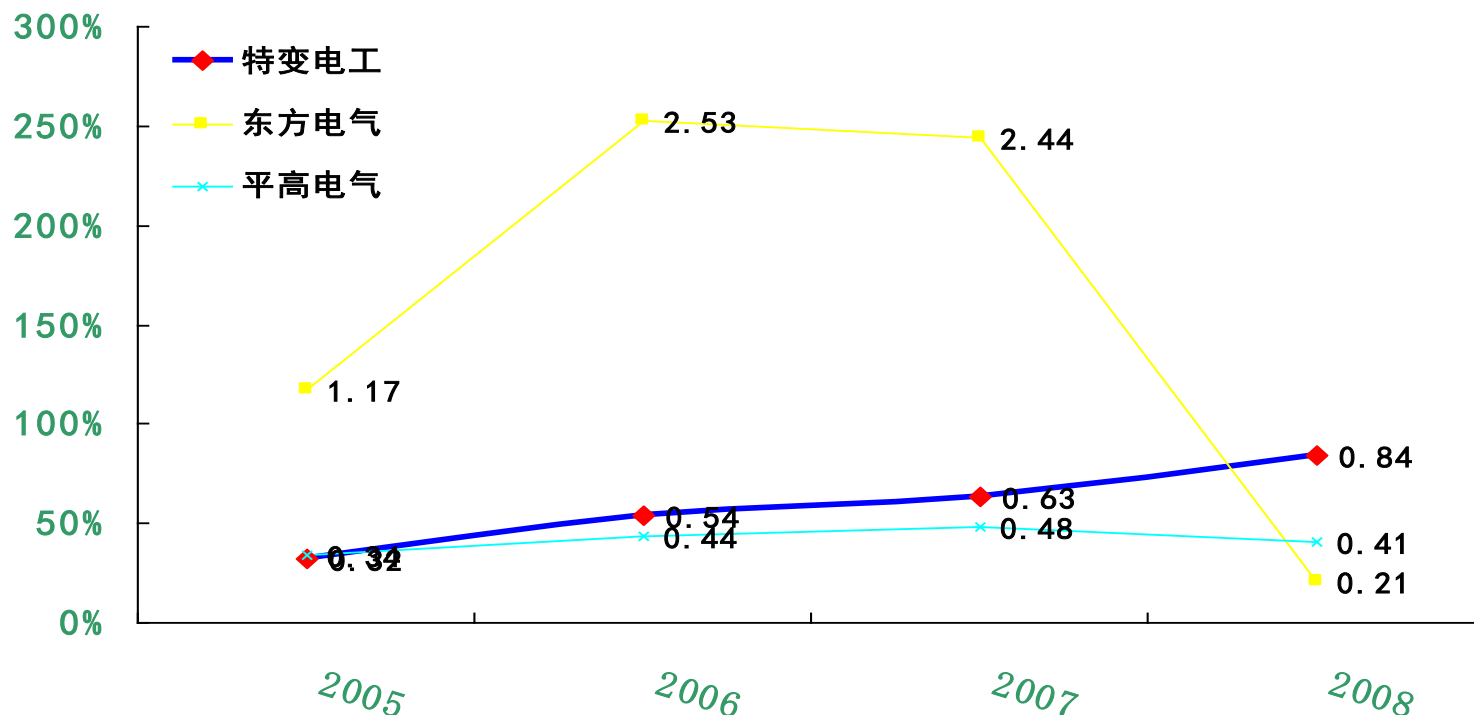
ROE



特变电工ROE增长幅度大于平高电气，说明具有更好的投资效益和企业管理水平。东方电气在2007年以前的投资回报非常高，只是2008年受不可控的自然灾害影响该指标较差，随着灾后重建工作开展，生产经营恢复正常，ROE仍值得期待。

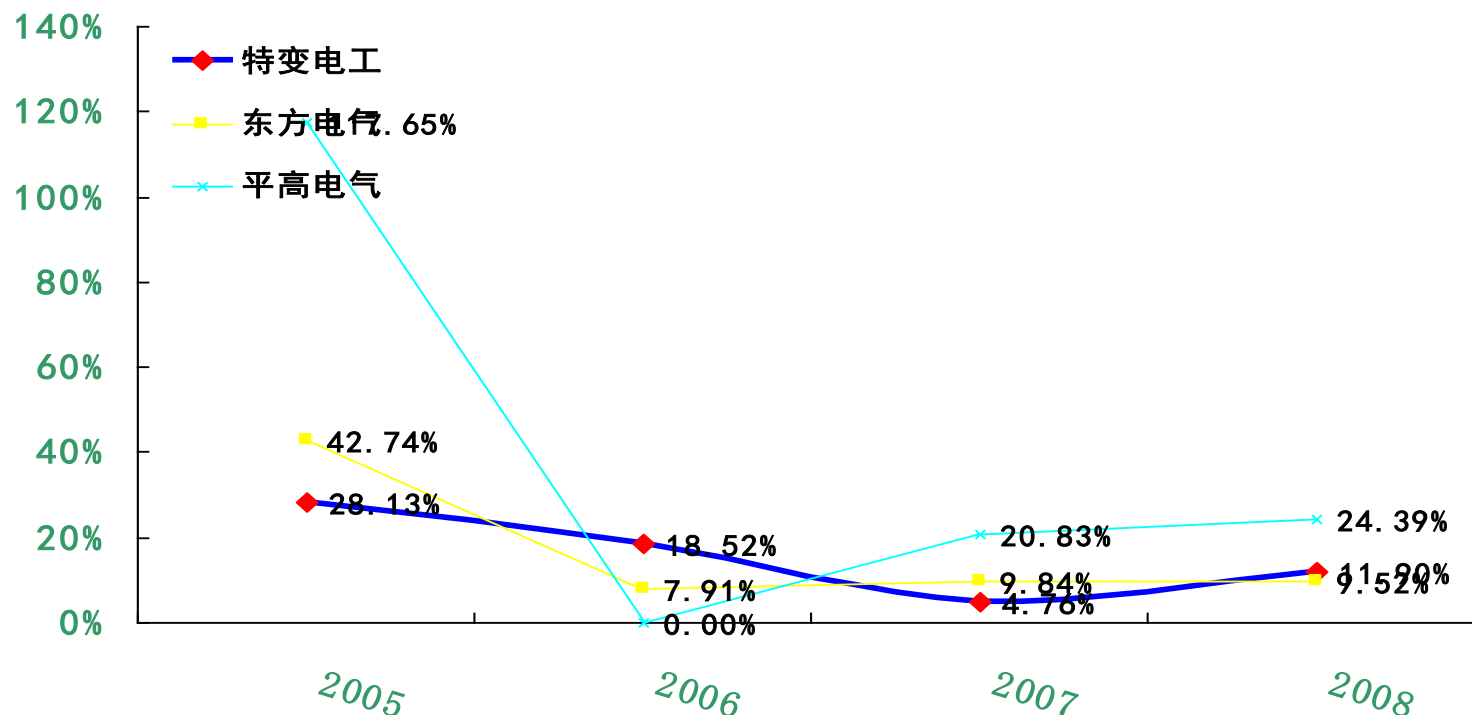
投资报酬能力

每股收益



与ROE相对应，特变电工每股收益保持稳定增长，平高电气因2008年资本公积转增股份的比例大于特变电工，影响了每股收益表现。
东方电气在2007年以前的投资回报非常高，2008年受灾害影响暂时较差。

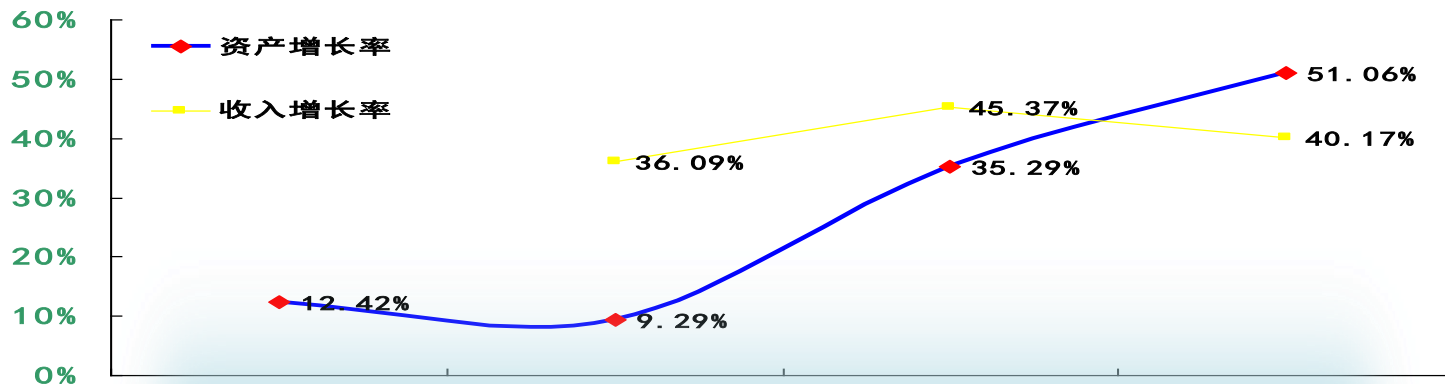
股息支付率



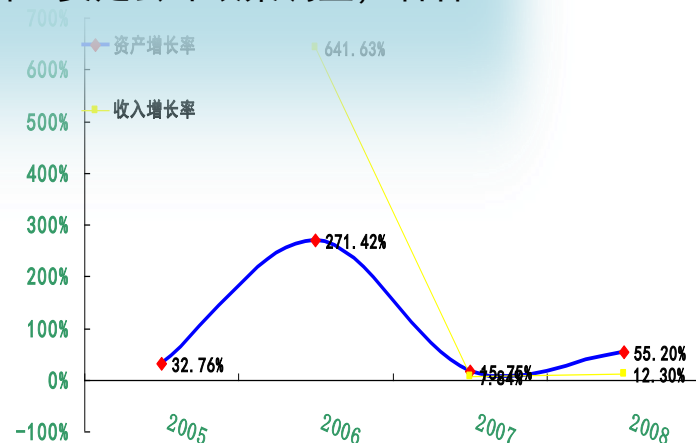
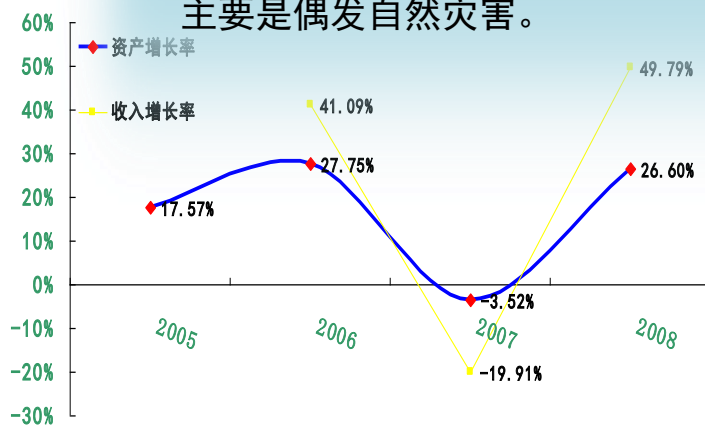
从股利支付策略看，平高电气较为注重给予投资者现金回报，特变电工和东方电气基本持平。

发展能力分析

特变电工



特变电工近3年体现了稳定的快速增长能力，2008年资产增幅高于²⁰⁰⁸收入，一方面是因为经济危机影响收入，另一方面公司进行了技改。平高电气和东方电气则较为波动，前者主要是会计政策调整，后者主要是偶发自然灾害。



现金流量分析

现金流量统计分析

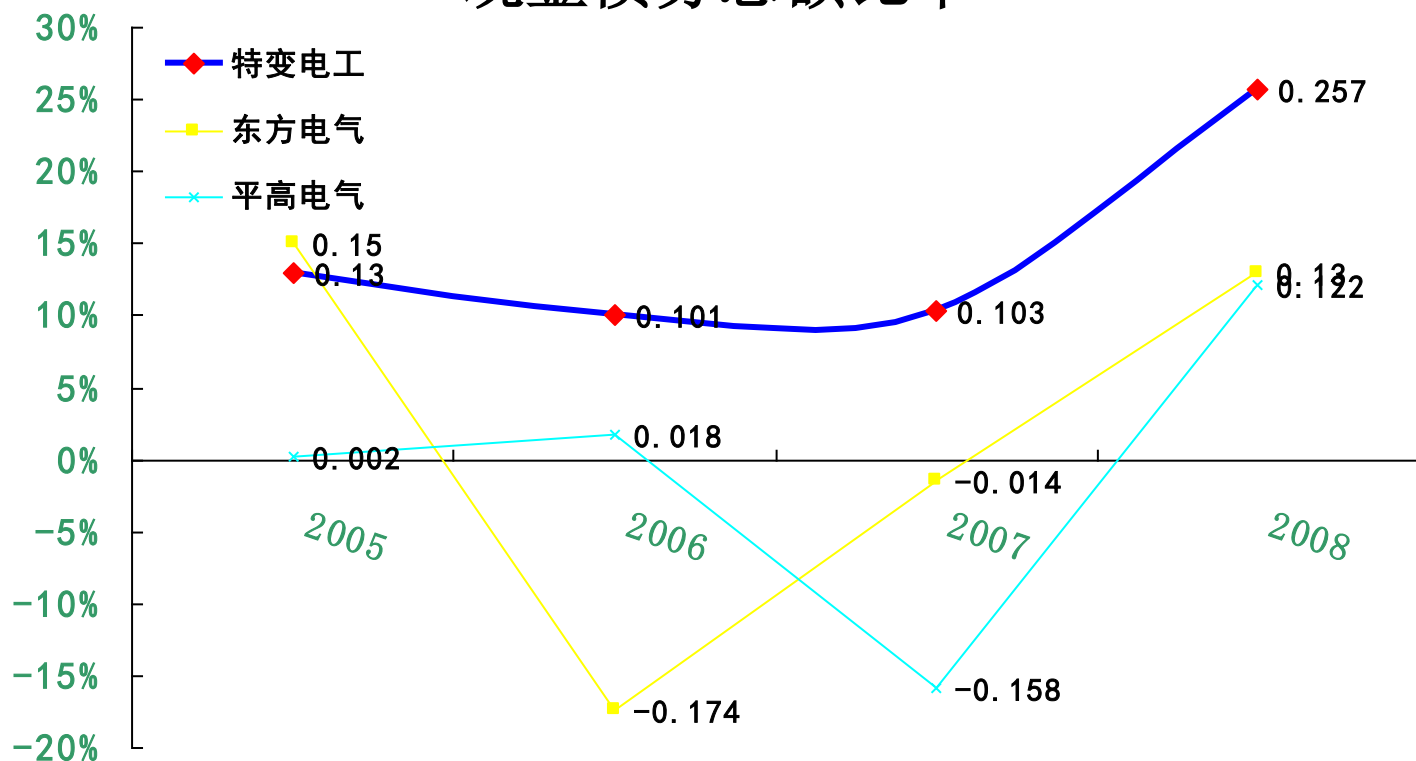
特变电工	2005年	2006年	2007年	2008年
经营活动产生的现金流量净额	385%	243%	79%	165%
投资活动产生的现金流量净额	-288%	-32%	-38%	-171%
筹资活动产生的现金流量净额	3%	-111%	59%	107%
现金及现金等价物净增加额	100%	100%	100%	100%
平高电气	2005	2006	2007	2008
经营活动产生的现金流量净额	3322%	38%	-281%	193%
投资活动产生的现金流量净额	-8742%	-43%	-90%	-96%
筹资活动产生的现金流量净额	5320%	105%	271%	3%
现金及现金等价物净增加额	-100%	100%	-100%	100%
东方电气	2005	2006	2007	2008
经营活动产生的现金流量净额	133%	-84%	-22%	108%
投资活动产生的现金流量净额	-218%	-10%	-89%	-30%
筹资活动产生的现金流量净额	-15%	-6%	11%	23%
现金及现金等价物净增加额	-100%	-100%	-100%	100%

三家公司中东方电气现金及其等价物减少的年份较多，主要是业务经营和投资都需要现金投入。平高电气也有个别年份净现金流为负，主要依赖筹资活动用于固定资产投资。

特变电工连续四年保持经营活动和整体净现金流为正，较好地保障了投资活动需要。

现金流量分析

现金债务总额比率

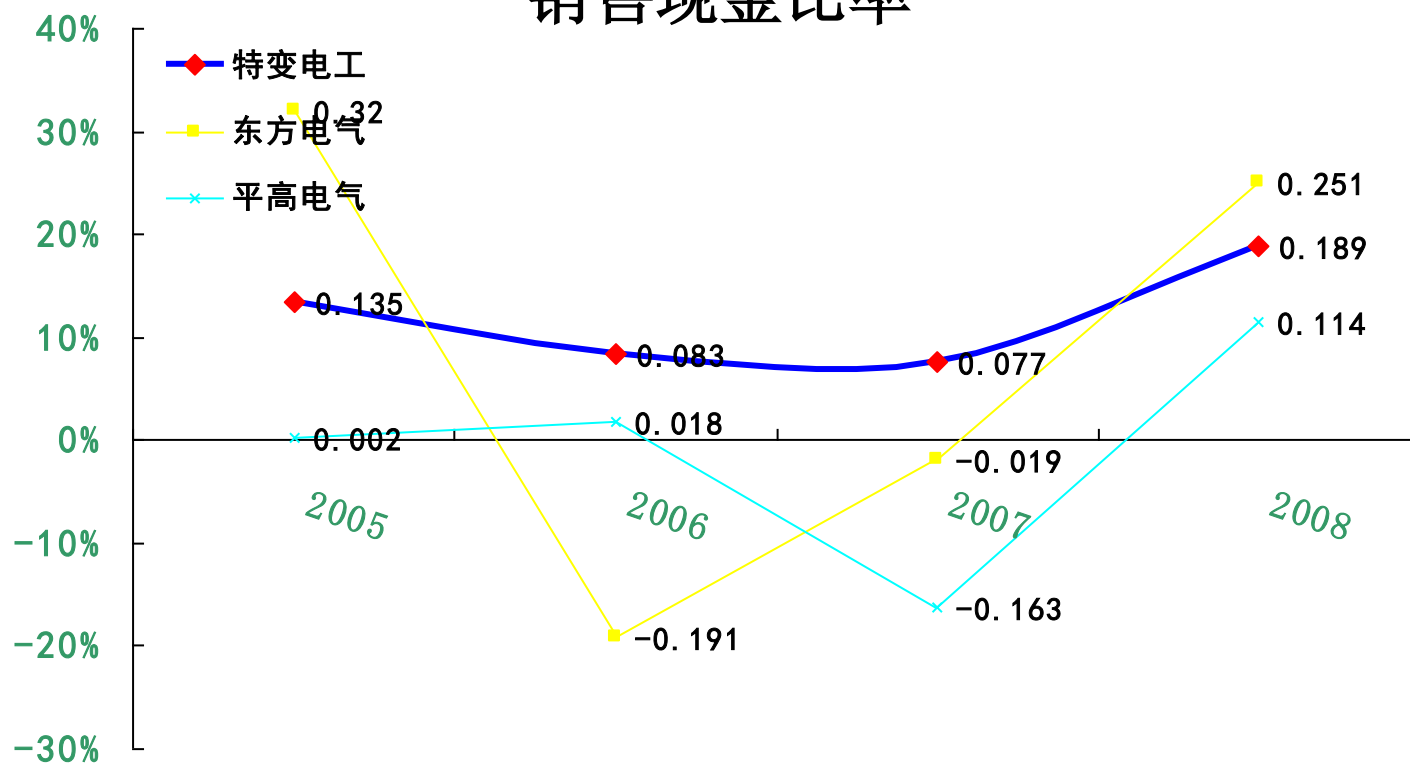


特变电工的经营性现金流量与债务的比率较其他两个企业都好，且远高于银行贷款利率，具有较好的付息能力。

而平高电气和东方电气个别时点出现负值，阶段性地缺乏付息能力。

现金流量分析

销售现金比率



特变电工经营活动获取现金能力较强，且保持稳中上升态势，说明企业有足够的现金随时支付。

东方电气和平高电气相对较弱，但2008年东方电气因灾后收到客户大量货款，提升显著。

杜邦分析原始数据统计

特变电工	2005年	2006年	2007年	2008年
ROE	8.55%	14.01%	21.46%	23.30%
销售净利率	2.78%	4.45%	6.84%	8.62%
总资产周转率	0.70	0.87	1.02	0.99
权益乘数	4.38	3.15	3.01	2.56
东方电气	2005年	2006年	2007年	2008年
ROE	34.03%	57.07%	43.75%	6.68%
销售净利率	16.97%	9.79%	8.75%	0.75%
总资产周转率	0.42	1.16	0.73	0.60
权益乘数	4.62	5.17	9.40	23.20
平高电气	2005年	2006年	2007年	2008年
ROE	10.43%	14.30%	14.48%	14.97%
销售净利率	6.81%	7.11%	10.02%	7.96%
总资产周转率	0.66	0.76	0.55	0.74
权益乘数	2.41	2.86	2.39	2.64

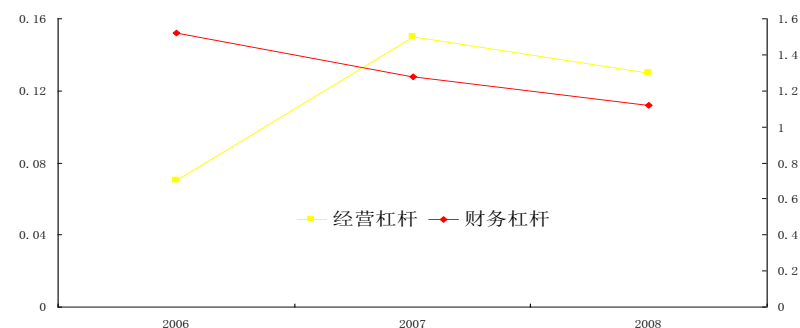
杜邦分析要素变动表

特变电工	2006年	2007年	2008年
ROE	63.87%	53.14%	8.58%
销售净利率	60.17%	53.55%	26.07%
总资产周转率	22.86%	18.32%	-2.90%
权益乘数	-28.14%	-4.46%	-14.98%
东方电气	2006年	2007年	2008年
ROE	67.69%	-23.34%	-84.72%
销售净利率	-42.33%	-10.64%	-91.38%
总资产周转率	175.82%	-36.56%	-17.98%
权益乘数	11.97%	81.98%	146.68%
平高电气	2006年	2007年	2008年
ROE	37.10%	1.31%	3.34%
销售净利率	4.38%	41.04%	-20.62%
总资产周转率	14.64%	-27.32%	34.62%
权益乘数	18.95%	-16.35%	10.26%

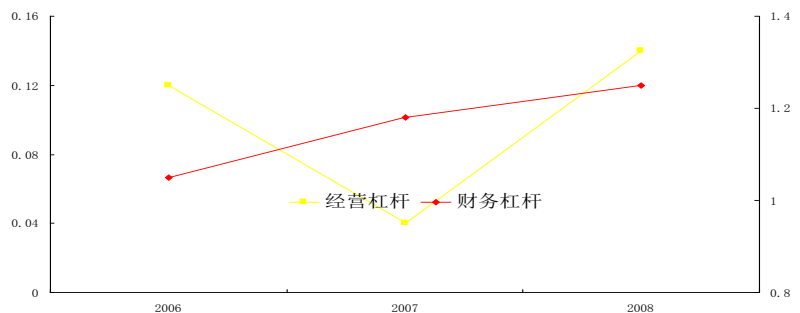
三家公司中特变电工ROE最高，提升显著，这主要归功于销售净利率的增加；
东方电气ROE的下降主要因为自然灾害损失对销售净利润的影响；
平高电气ROE变化不大，这是各项因素变动相反作用抵消的缘故。

杠杆分析

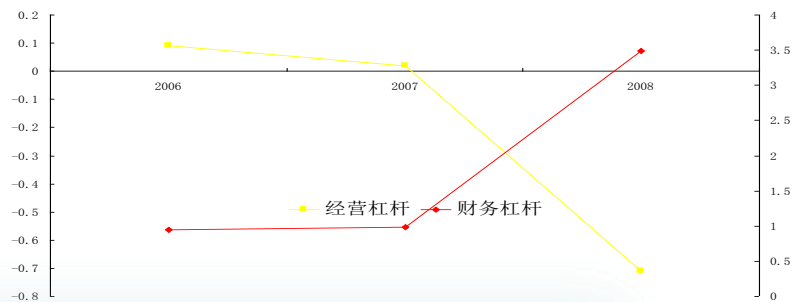
		2005	2006	2007	2008
特变电工	EBIT	35,212	46,897	89,228	136,070
	销售收入	451,446	614,380	893,122	1,251,893
	经营杠杆		0.07	0.15	0.13
	财务费用	11,691	15,967	19,498	14,570
	财务杠杆		1.52	1.28	1.12



		2005	2006	2007	2008
平高电气	EBIT	12,517	20,172	18,520	30,396
	销售收入	154,793	218,397	174,923	262,016
	经营杠杆		0.12	0.04	0.14
	财务费用	488	1,037	2,850	6,167
	财务杠杆		1.05	1.18	1.25



		2005	2006	2007	2008
东方电气	EBIT	57,994	240,939	244,457	25,577
	销售收入	311,170	2,307,726	2,488,678	2,794,805
	经营杠杆		0.09	0.02	-0.71
	财务费用	-3,062	-13,557	-4,534	18,250
	财务杠杆		0.95	0.98	3.49



特变电工的财务杠杆逐步下降，而其他两家公司在上升；
除东方电气的经营杠杆因地震影响呈现负增长，其他两家都有一定增长
(平高电气2007年因合并范围调整失真)。

资金流协调性分析

2008年12月31日

	现金支付能力	营运资金需求 (WF)	营运资本 (WC)
特变电工	2,990,754,393.63	417,809,731.22	3,408,564,124.85
平高电气	71,180,737.19	581,919,780.56	653,100,517.75
东方电气	7,080,674,676.55	-5,045,450,182.89	2,035,224,493.66

特变电工、平高电气的三项指标都>0，且WC>WF，具有较好的协调支付能力；
东方电气因客户提前支付的大量预收款项而出现资金大量富余。

营运资本=流动资产-流动负债

营运资金需求=经营性资产-经营性负债

现金支付能力=营运资本-营运资金需求

Z计分模型分析

2008年12月31日

	特变电工	平高电气	东方电气
X1	0.2249	0.1661	0.0360
X2	0.1148	0.1230	0.0024
X3	0.0898	0.0773	0.0045
X4	3.7400	3.1716	0.6940
X5	0.8262	0.6666	0.4950
Z	3.80	3.20	0.97

特变电工和平高电气的Z值都大于2.99，表明财务状况良好；而东方电气的Z值小于1.81，存在财务风险，这与其2008年遭受重大损失的情况相符。但其行业龙头地位以及国家产业政策的扶持，将有助于东方电气在1~2年内走出困境。

X1=营运资金/资产总额

X2=留存收益/资产总额

X3=EBIT/资产总额

X4=权益市场价值总额/负债账面价值总额

X5=销售收入/资产总额

$Z = 1.2 \times X1 + 1.4 \times X2 + 3.3 \times X3 + 0.6 \times X4 + 1.0 \times X5$

三家公司中，特变电工的偿债能力、营运能力和获利能力都较为优秀，具有较大的增长潜力。东方电气因受自然灾害影响暂时处于业绩低迷期，后续有望在新的生产基地投入运营后快速增长。平高电气相对而言规模尚小，业绩发展平稳，但仍不失为一个具有潜力的公司。

