

增长仍然来自变压器

特变电工 (600089) 评级: 增持

股价: 29.87 元

调研报告

2009 年 4 月 21 日 星期二

宫在轶 高冬

021-50586660-8639

010-66216231-801

gzy@longone.com.cn

gd@longone.com.cn

电力设备

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

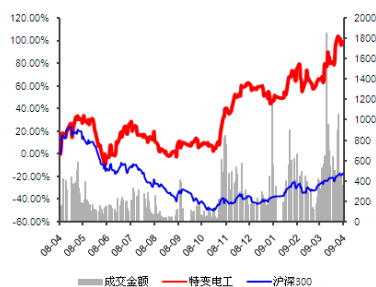
重要数据

总股本(亿股)	12.00
流通股本(亿股)	9.54
总市值(亿元)	358.44
流通市值(亿元)	284.95

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	20.20	7.78
3 个月	35.15	2.82
6 个月	82.02	39.81

个股相对沪深 300 走势图



投资要点

□ 我们实地调研了特变电工 (600089), 与管理层就公司三项业务进行了交流, 以下是调研情况:

□ 2009 年、2010 年业绩增长仍然来自变压器业务。

1. 在手订单饱满, 高端 220 千伏及以上变压器订单占比超过 85%, 直流订单占比 25%;
2. 产能扩充情况进展良好;
3. 原材料价格波动影响不一, 总体偏好, 执行闭口合同, 毛利率将持续走高。

□ 煤炭业务将提升公司未来业绩, 此外, 成本优势极大促进公司发展新能源。公司控股子公司新疆天池能源公司拥有的两个煤矿区的探明储量为 130 亿吨, 煤质好, 开采成本低。

□ 新能源光伏产业方面, 公司着重发展上游多晶硅业务。

在光伏的整个产业链中, 除了电池片之外, 公司均有所涉及。从公司的角度考虑, 依托电价低的成本优势, 公司着重发展产业链的上游多晶硅提炼业务。

□ 盈利预测与投资建议: 我们预计公司 2009 年、2010 年的每股收益分别为 1.19 元、1.48 元, 对应的市盈率分别为 25.10 倍和 20.18 倍, 给予公司“增持”评级。

	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	61.43	89.31	125.19	155.07	189.32
营业利润	3.06	5.97	11.87	16.89	20.78
利润总额	3.09	6.97	12.14	16.05	20.06
净利润	2.29	5.38	9.62	14.25	17.81
每股收益	0.53	0.63	0.84	1.19	1.48
市盈率	56.36	47.41	35.56	25.15	20.13

1. 2009 年、2010 年业绩增长仍然来自变压器业务。

在手订单饱满，高端 220 千伏及以上变压器订单占比超过 85%，直流订单占比 25%：截止至 2008 年底，公司在手未履约订单达到 170 亿元。变压器订单 130 亿元，按变压器容量来分，550 千伏及以上订单占比 60%，220 千伏至 330 千伏订单占比 25%，110 千伏及以下订单占比 15%，高端变压器占比大；按照直流、交流来分，毛利率较高的直流变压器占比 25%，今年一季度新增订单同比有所增长；海外市场订单 25 亿元，线缆订单 15 亿元。

产能扩充情况进展良好：到 2009 年年底，沈变产能将由 2008 年底的 7000 万千伏安增加到 8000 万千伏安，目前沈变仍旧处于搬迁过程中，今年实际产能预计在 7000 万千伏安；横变三期项目扩产完毕，全部产能将达到 5500 万千伏安；新变目前的产能为 2500 万千伏安；天变主要生产干式变压器，主要是铁路、转井等用途的牵引变压器，产能为 300-400 万千伏安。目前公司基本是满负荷生产，订单安排紧凑。

原材料价格波动影响不一，总体偏好，执行闭口合同，毛利率将持续走高：原材料方面，硅钢、铜的价格下跌，变压器油价格上升，目前公司原材料成本中，由于原材料成本的变化，硅钢占比 40%，铜占比 20%，变压器油占比上升到了近 10%；目前公司硅钢基本依靠进口，价格仍有下降的空间，铜依据订单进行套保，套保价格考虑了报价时的合理毛利率，因此铜价的下跌对于公司的毛利率提升作用有限。总体来看，原材料价格对于公司的影响是偏正面的，目前在手订单均为闭口合同，公司的毛利率将持续走高。

2. 煤炭业务将提升公司未来业绩，并且为公司发展新能源业务成本优势：

公司控股子公司新疆天池能源公司拥有的两个煤矿区的探明储量为 130 亿吨，均为动力煤，目前公司已经拿到了探矿权，正在等待采矿权的批文，按照当地的规定，谁探矿谁开采，公司将拿到采矿权。一期所开采煤矿南露天煤矿探明储量 40 亿吨，为 6000 大卡优质煤，公司计划投资 1.87 亿元，2010 年出煤，每年产煤 300 万吨，到 2012 年年产煤量有望达到 1000 万吨，这是为公司多晶硅新能源产业项目和煤电铝箔新材料产业项目配套的依托工程。由于是露天煤矿，开采成本仅为每吨 30-40 元，目前新疆地区实施煤炭限价，销售价格为每吨 120 元，两相对比，公司若对外销售煤炭，那么盈利较多。

煤炭资源丰富，开采成本低廉，煤炭自供给自备电厂，发电成本低，公司发展新能源多晶硅提炼具有很大的成本优势，这也是公司发展新能源的关键所在；此外，伴随着煤炭开采量的不断增加，煤炭外销将成为未来公司业绩新的增长点。

3. 新能源光伏产业方面，公司着重发展上游多晶硅业务

在光伏的整个产业链中，除了电池片之外，公司均有所涉及。从公司的角度考虑，依托电价低的成本优势，公司着重发展产业链的上游多晶硅提炼业务。

多晶硅业务：一期项目于 2008 年 4 月开工，目前已经到位两台还原炉，其余将于今年 7、8 月份陆续到位，12 月将会有首批产出，规划年产量为 1500 吨，目前采用的电价依据工业用电价格每度 0.38 元，未来将根据市场供需状况，决定是否增产建设二期以及考虑自建电厂，充分发挥公司的煤炭资源优势。

硅片业务：目前产能 64MW，规模较小，2008 年销售硅片 20MW，全部是国内需求。目前，国内市场并未有大规模的启动，公司暂无扩产计划。

电池组件业务：公司通过与 BP 成立合资公司，负责 BP 全球采购后的电池组件的封装，代为加工后收取一定比例的加工费，依托 BP 全球销售渠道销售，几乎全部出口。目前盈利模式是采取成本加一定毛利率的方式，利润率不高，2008 年在 5% 的毛利率水平。未来仍将维持代工方式合作。

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2009 年、2010 年的每股收益分别为 1.19 元、1.48 元，对应的市盈率分别为 25.10 倍和 20.18 倍，公司的变压器业务仍将保持快速增长，然而，考虑到公司目前变压器业务的基数较大，增长将逐渐趋于平稳，煤炭和多晶硅业务将成为公司未来业绩的新的增长点，我们给与公司“增持”评级。

分产品收入预测表:					
单位: (亿元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
变压器	39.07	52.52	74.23	99.51	126.81
增长率 (%)	47.66	34.43	41.31	34.06	30.35
毛利率 (%)	20.43	23.15	25.13	27.42	27.01
电线电缆	15.03	21.33	25.58	28.99	31.97
增长率 (%)	2.41	41.89	19.91	13.35	10.31
毛利率 (%)	11.74	11.61	14.09	15.02	14.55
工程	0.65	4.63	7.66	11.54	15.1
增长率 (%)	(14.72)	609.01	65.24	50.65	30.82
毛利率 (%)	37.85	27.31	23.84	20.02	20.02
太阳能	2.67	6.07	13.36	14.03	15.44
增长率 (%)		127.29	119.96	5.03	10.05
毛利率 (%)	13.5	11.08	5.96	8.09	10.05
合计	61.43	89.31	125.19	155.07	189.32
增长率 (%)	31.79	51.01	45.18	23.86	22.08
毛利率 (%)	17.51	19.35	20.48	22.62	22.96

资料来源: 东海证券研究所

盈利预测表					
单位: (亿元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	61.43	89.31	125.19	155.07	189.32
营业成本	50.67	72.02	99.55	118.07	145.85
管理费用	2.65	3.83	4.88	6.20	7.57
销售费用	3.93	5.94	7.4	9.30	11.36
财务费用	1.59	1.94	1.45	1.35	1.65
营业利润	3.06	5.97	11.87	16.89	20.78
利润总额	3.09	6.97	12.14	16.05	20.06
净利润	2.29	5.38	9.62	14.25	17.81
每股收益	0.53	0.63	0.84	1.19	1.48

资料来源: 东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

高冬: 东海证券公用事业行业(含电力设备)资深分析师, 中国人民大学经济学硕士, 9年电力及证券行业从业经历, 对电力及电力设备行业有较丰富的实践经验和理论认识。

宫在轶: 东海证券电力设备行业分析师, 上海财经大学金融学硕士。

重点跟踪公司: 智光电气、科陆电子、华仪电气、长征电气、特变电工、浙富股份等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122