

上市公司动态报告

输配电及控制设备

各项业务快速增长

08 年收入增长 40.17%，净利润增长 78.74%

2008 年度，公司实现营业收入 125.19 亿元，归属于上市公司股东的净利润 9.63 亿元，分别同比增长 40.17%、78.74%。基本每股收益 0.84 元，全面摊薄后的每股收益为 0.54 元。一季度收入与净利同比增长 39.54%、58.49%，每股收益 0.17 元，业绩好于我们的预期。

各项业务均快速增长

变压器：受益于输变电产业景气，需求旺盛，同比增长了 41.31%。成功研制出特高压交直流变压器、电抗器、互感器，并在超临界、超超临界大型火电机组、70 万 kW 大型水电机组、百万千瓦大型核电机组等领域有重大突破。电线电缆：同比增长 19.91%。基本符合预期。主要原材料铜价下跌，使得电线电缆毛利率提升。光伏：同比增长 119.96%。但由于受全球金融危机的影响，光伏行业产品价格大幅下跌，公司产品太阳能硅片、光伏组件营业利润较上年同期下降。建造合同工程：同比增长 65.24%。主要是塔吉克斯坦 500kV 输变电路工程本年根据完工进度确认收入增加所致。目前订单充足，未履约订单近 170 亿元。

盈利能力提高

综合毛利率水平上升 1.12 个百分点，09 年原材料大幅涨价的可能性较小，毛利率将保持在较高水平。期间费用率下降 2.15 个百分点，一方面是增发资金到位缓解财务压力，另一方面也得益于费用控制及规模效应的显现。

维持买入评级

增发项目达产后，产能提高，缓解产能压力。盈利能力最强的沈变、衡变股权比例分别提高至 100%、98.09%，增厚盈利贡献。电网投资继续增长，输变电产业还将保持景气；随着政策积极推动国内光伏市场启动，公司新能源业务将面临机遇。我们预计公司未来三年保持 30% 以上的增长速度，给予 09 年 30 倍市盈率，合理目标价为 23 元，维持买入评级。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	12,518.93	16,062.24	20,471.35	26,118.77
主营收入增长率	40.17%	28.30%	27.45%	27.59%
净利润（百万）	962.63	1,396.87	1,813.82	2,270.51
净利润增长率	78.74%	45.11%	29.85%	25.18%
EPS（元）	0.845	0.777	1.009	1.263
P/E	21.76	23.65	18.21	14.55
P/B	4.22	4.97	4.08	3.33

特变电工（600089）

维持

买入

陈夷华

chenyihua@csc.com.cn

010-85130955

分析日期：2009 年 06 月 15 日

当前股价：18.38 元

目标价格 6 个月：23.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
13.2/0.0	13.1/-16.4	50.1/82.2
12 月最高/最低价（元）		27.50/0
总股本（万股）		179,737
流通 A 股（万股）		179,737
总市值（亿元）		330
流通市值（亿元）		330
近 3 月日均成交量（万）		1,631
主要股东		
新疆特变(集团)有限公司		12.14%

股价表现

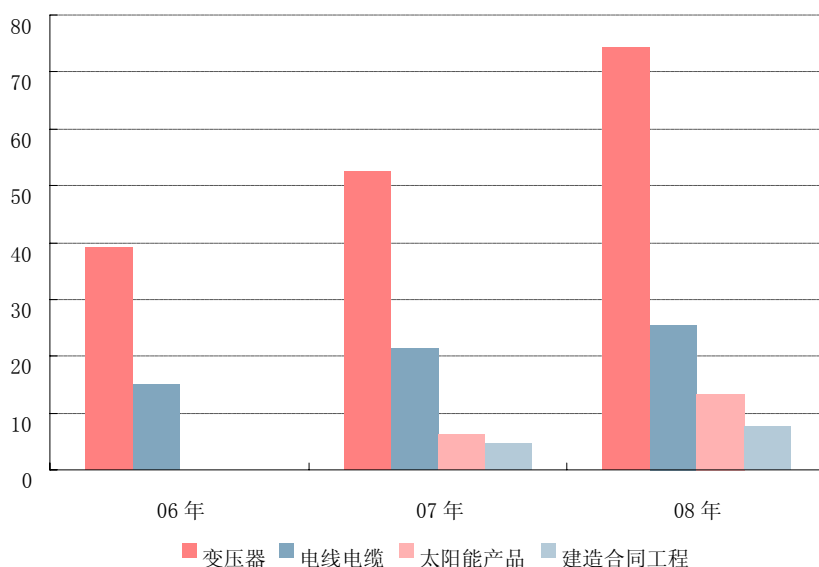


2008 年收入增长 40.17%，净利润增长 78.74%

2008 年度，公司实现营业收入 125.19 亿元，营业利润 11.88 亿元，利润总额 12.15 亿元，净利润 10.79 亿元，归属于上市公司股东的净利润 9.63 亿元，扣除非经常性损益归属于上市公司股东的净利润 8.76 亿元；与 2007 年度相比分别增长 40.17%、98.66%、74.24%、76.71%、78.74%，113.47%。基本每股收益 0.84 元，全面摊薄后的每股收益为 0.54 元。08 年及 09 年一季度的业绩均好于我们的预期。

各项业务均快速增长

图 1：特变电工收入结构



资料来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

变压器：受益于输变电产业景气，需求旺盛，变压器业务订单饱满，08 年实现 4.22 亿元收入，在 07 年增长 34.4% 的基础上，比 08 年又同比增长了 41.31%，继续保持快速增长。公司成功研制出世界最高电压等级的 1000kV 变压器、电抗器、扩径导线和母线产品，保障了世界首条 1000kV 输变电线路按时成功投运。此外，公司成功研制了 $\pm 800\text{kV}$ 特高压直流换流电抗器、500kV 可控电抗器、1000kV 电压电流互感器、环形互感器等产品；并在超临界、超超临界大型火电机组、70 万 kW 大型水电机组、百万千瓦大型核电机组及 220kV 智能高压交联电缆等行业领先产品研制方面有重大突破。

电线电缆：同比增长 19.91%。基本符合预期。同时主要原材料铜价下跌，使得电线电缆毛利率提升。

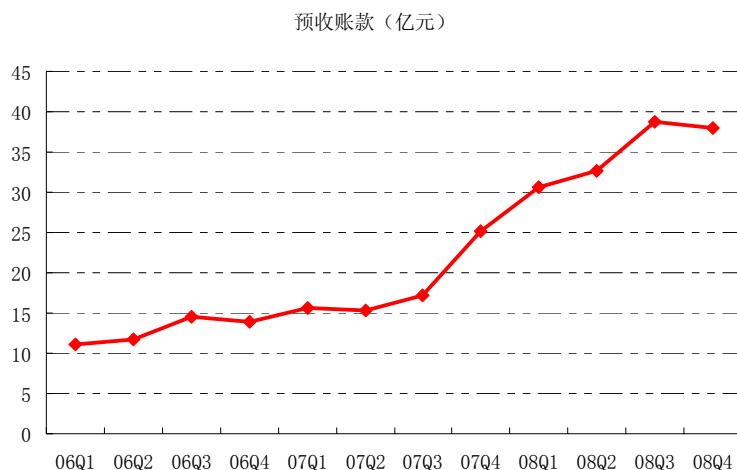
光伏：同比增长 119.96%。但由于受全球金融危机的影响，光伏行业产品价格大幅下跌，公司产品太阳能硅片、光伏组件营业利润较上年同期下降。

建造合同工程：同比增长 65.24%。主要是塔吉克斯坦 500kV 输变电线路工程本年根据完工进度确认收入增加所致，该项目合同总金额为 2.81 亿美元。此外，苏丹喀土穆北及其它变电站项目合同总金额 3,414 万欧元、苏丹东部电网项目合同总金额 9,419 万欧元，正在进行前期筹备工作。

目前订单饱满

2008 年，公司大部分生产设备处于满负荷运转状态，开工率较高。截至 2008 年 12 月 31 日，公司未履约订单近 170 亿元。从预收账款不断上升的走势可以看出公司的订单量不断提高。充足的订单为公司 09 年业绩增长打下良好的基础。公司的产品采取以销定产的方式进行排产，不存在积压情况。

图 2：预收账款增加反映订单增长趋势

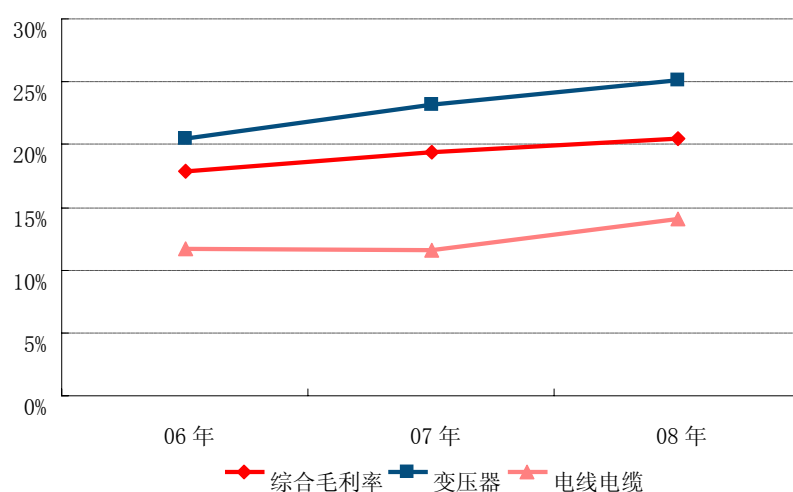


资料来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

毛利率提升

08 年公司净利润增速大于收入增速，主要原因是毛利率提高了 1.12 百分点，达到 20.48%。

图 3：毛利率逐年增长



资料来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

08 年下半年开始，公司的主要原材料钢材、铜铝等有色金属价格回落，使得变压器业务、电线电缆业务毛

利率分别提高了 1.97 个百分点、2.47 个百分点。虽然受全球金融危机的影响，光伏行业产品价格大幅下跌，毛利率同比下降 5.12 个百分点；受汇率波动等因素影响，公司建造合同工程毛利率同比下降 3.47 个百分点，但后两项业务占比较小，因此综合毛利率提高了 1.12 个百分点。盈利能力有明显的提升。2009 年，主要原材料价格出现大幅上涨的可能性不大，毛利率有望保持在较高水平。

图 4: CRU 国际钢价指数

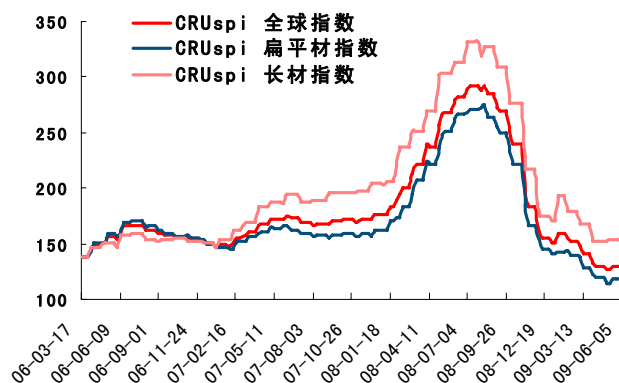
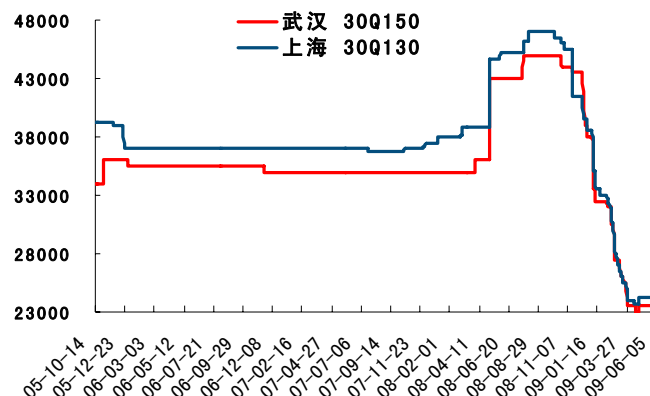
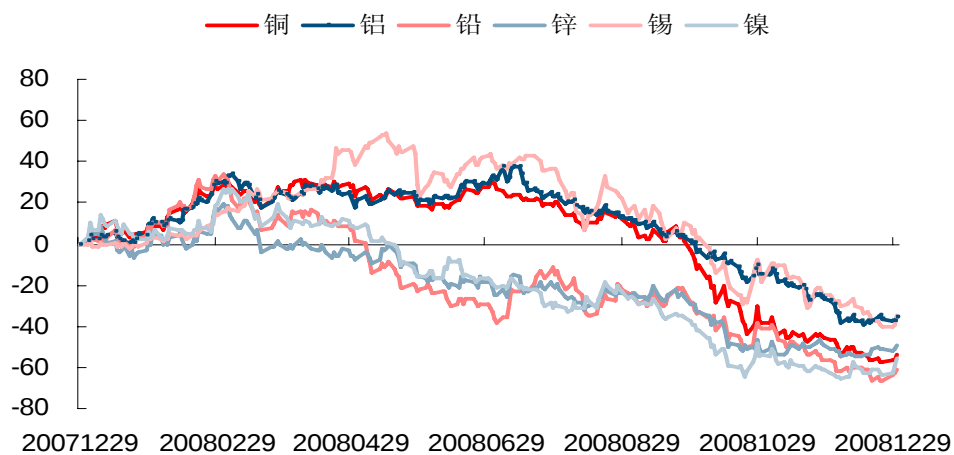


图 5: 国内取向硅钢市场价格



资料来源: 中信建投证券研究发展部

图 6: 2008 年基本金属价格走势



资料来源: 中信建投证券研究发展部

期间费用率下降 2.15 个百分点

表 1：期间费用率基本稳定

	06 年	07 年	08 年三季
营业费用率	6.40%	6.65%	5.91%
管理费用率	4.32%	4.29%	3.90%
财务费用率	2.60%	2.18%	1.16%
期间费用率	13.32%	13.13%	10.98%

资料来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

公司期间费用率较 07 年下降了 2.15 个百分点。说明公司费用控制效果好，再加上规模效应的显现，费用率明显下降。财务费用率有明显降低，主要是因为公司增发资金到位，缓解了财务压力。

增发项目进展顺利

2008 年公司增发募集资金 15.18 亿元，截至 2008 年底已使用 10.68 亿元，主要用于特高压交直流输变电装备产业技术升级建设项目、特高压并联电抗器专项技术改造项目、以及收购衡变股权、补充流动资金。为公司后续发展奠定了坚实的基础。增发项目投产后将进一步提高产能，沈变和衡变的盈利能力进一步提高。同时，沈变已成为全资子公司，衡变股权比例也已达到 98.09%，这两个盈利能力最强的子公司将为公司贡献更多的业绩。

盈利预测

表 2：收入预测

	07A	08A	09E	10E	11E
变压器					
收入（百万元）	5,252.89	7,422.63	9,649.42	12,061.77	15,077.22
收入增长率	34.43%	41.31%	30.00%	25.00%	25.00%
电线电缆					
收入（百万元）	2,133.37	2,558.10	3,197.63	3,997.03	4,796.44
收入增长率	41.89%	19.91%	25.00%	25.00%	20.00%
光伏					
收入（百万元）	607.53	1,336.30	1,737.19	2,605.79	3,908.68
收入增长率	127.29%	119.96%	30.00%	50.00%	50.00%
建造合同工程					
收入（百万元）	463.72	766.26	996.14	1,294.98	1,683.47
收入增长率	306.62%	65.24%	30.00%	30.00%	30.00%
其他					
收入（百万元）	473.71	435.64	481.87	511.78	652.97
占营业收入的比重	5.30%	3.48%	3.00%	2.50%	2.50%
营业收入	8,931	12,519	16,062	20,471	26,119
增长率	45.4%	40.2%	28.3%	27.5%	27.6%

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 3：成本及毛利率

	07A	08A	09E	10E	11E
变压器					
成本（百万元）	4,036.36	5,557.67	7,188.82	9,046.33	11,307.91
毛利率	23.16%	25.13%	25.50%	25.00%	25.00%
电线电缆					
成本（百万元）	1,885.53	2,197.76	2,749.96	3,457.43	4,172.90
毛利率	11.62%	14.09%	14.00%	13.50%	13.00%
光伏					
成本（百万元）	540.20	1,256.63	1,598.21	2,214.92	3,322.38
毛利率	11.08%	5.96%	8.00%	15.00%	15.00%
建造合同工程					
成本（百万元）	337.07	583.56	776.99	1,010.08	1,313.11
毛利率	27.31%	23.84%	22.00%	22.00%	22.00%
综合毛利率	19.36%	20.48%	20.88%	21.12%	20.93%

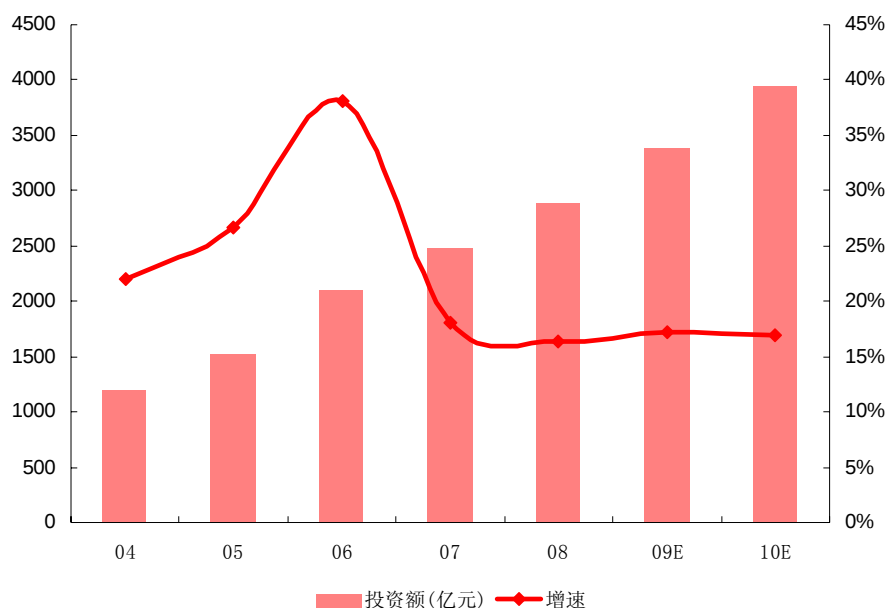
资料来源：中信建投证券研究发展部 x

我们预计未来三年的业绩为 0.78、1.01、1.26 元，具体盈利预测结果请查看附表。

维持增持评级

受国家加大投资的推动，公司所属行业依然保持较高景气。国家电网将投资规划由原来的“未来两年投资 5500 亿元”调整至“未来两到三年投资 1.16 万亿”，年均投资额由 2750 亿元提高至 3866 亿元，提高幅度达到 40%。尤其是在特高压电网建设领域，随着特高压电网示范工程的成功商业化运作，未来建设速度有望进一步加快，而特变电工作为少数几家能够生产特高压产品的国内龙头企业，在国家政策支持下，将保持快速发展。

图 5：电网投资快速稳步增长



资料来源：中信建投证券研究发展部

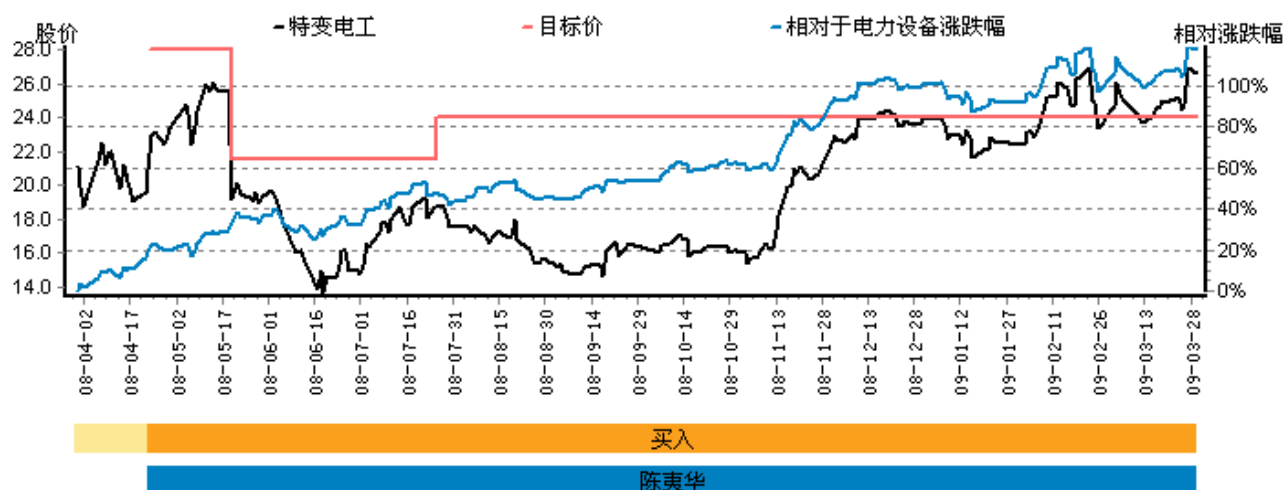
在光伏领域，3 月 26 日，财政部颁布《关于加快推进太阳能光电建筑应用的实施意见》，并同时下发《太阳能光电建筑应用财政补助资金管理暂行办法》，推动光电建筑应用，拓展国内应用市场，促进我国光电产业健康发展，标志着我国光伏市场将启动。本次补贴 20 元/Wp，相当于成本的 50% 以上，发电单位成本可有效降至 1 元/度电左右，与风电、核电的成本差距进一步缩小。随着成本的降低，国内光伏市场有望被激发。特变电工在光伏领域也将面临巨大发展机会。

我们预计公司未来三年保持 30% 以上的增长速度，给予 09 年 30 倍市盈率，合理目标价为 24 元，维持买入评级。

报表预测

	2007A	2008A	2009F	增长率	2010F	增长率	2011F	增长率
利润表（万元）								
营业收入	8,931.22	12,518.93	16,062.24	28.30%	20,471.35	27.45%	26,118.77	27.59%
营业成本	7,202.34	9,955.61	12,709.11	27.66%	16,148.43	27.06%	20,651.73	27.89%
营业费用	594.30	740.46	963.73	30.15%	1,228.28	27.45%	1,567.13	27.59%
管理费用	383.59	488.51	642.49	31.52%	818.85	27.45%	1,044.75	27.59%
财务费用	194.98	145.70	104.40	-28.35%	116.88	11.96%	122.74	5.01%
投资收益	99.91	116.01	100.00	-13.80%	100.00	0.00%	100.00	0.00%
营业利润	597.77	1,187.53	1,678.26	41.32%	2,177.03	29.72%	2,727.95	25.31%
利润总额	697.30	1,214.99	1,678.26	38.13%	2,177.03	29.72%	2,727.95	25.31%
所得税	86.77	136.13	201.39	47.94%	261.24	29.72%	327.35	25.31%
净利润	610.54	1,078.86	1,476.87	36.89%	1,915.78	29.72%	2,400.59	25.31%
母公司所有者的净利润	538.56	962.63	1,396.87	45.11%	1,813.82	29.85%	2,270.51	25.18%
NOPLAT	694.10	1,183.85	1,568.74	32.51%	2,018.64	28.68%	2,508.61	24.27%
资产负债表（万元）								
货币资金	2,033.24	3,470.11	2,891.20	-16.68%	3,684.84	27.45%	4,701.38	27.59%
应收帐款	1,434.61	1,708.34	2,640.37	54.56%	3,365.15	27.45%	4,293.50	27.59%
预付款项	908.05	1,822.78	2,585.33	41.83%	3,392.75	31.23%	4,012.30	18.26%
存货	2,022.35	2,588.55	3,307.85	27.79%	4,203.02	27.06%	5,375.11	27.89%
流动资产合计	6,799.51	9,981.57	11,758.07	17.80%	15,067.83	28.15%	18,918.03	25.55%
非流动资产	3,231.07	5,171.07	6,510.62	25.90%	7,642.96	17.39%	8,160.24	6.77%
资产总计	10,030.58	15,152.65	18,268.68	20.56%	22,710.79	24.32%	27,078.27	19.23%
短期借款	571.29	512.89	161.68	-68.48%	1,055.13	552.59%	518.18	-50.89%
应付帐款	755.65	1,564.16	1,392.78	-10.96%	1,769.69	27.06%	2,263.20	27.89%
预收款项	2,519.48	3,803.22	5,088.20	33.79%	6,111.77	20.12%	7,417.71	21.37%
流动负债合计	5,540.91	6,573.01	7,698.96	17.13%	9,984.22	29.68%	11,431.79	14.50%
非流动负债	1,154.59	2,654.13	3,131.56	17.99%	3,735.38	19.28%	4,708.80	26.06%
少数股东权益	868.41	711.13	791.13	11.25%	893.09	12.89%	1,023.18	14.57%
母公司股东权益	2,466.66	5,214.38	6,647.04	27.48%	8,098.10	21.83%	9,914.50	22.43%
净营运资本	1,258.59	3,408.56	4,059.11	19.09%	5,083.61	25.24%	7,486.24	47.26%
投入资本IC	2,917.30	4,370.86	6,518.95	49.15%	8,021.77	23.05%	8,614.78	7.39%
现金流量表（万元）								
净利润	610.54	1,078.86	1,476.87	36.89%	1,915.78	29.72%	2,400.59	25.31%
折旧摊销	179.49	192.34	0.00	N/A	367.66	N/A	482.72	31.30%
净营运资金增加	372.20	2,149.97	650.55	-69.74%	1,024.50	57.48%	2,402.63	134.52%
经营活动产生现金流	688.76	2,369.84	760.64	-67.90%	1,326.02	74.33%	2,056.91	55.12%
投资活动产生现金流	(334.78)	(2,463.51)	(1,537.21)	N/A	(1,400.00)	N/A	(900.00)	N/A
融资活动产生现金流	519.83	1,530.54	197.67	-87.08%	867.62	338.92%	(140.38)	N/A
现金净增（减）	873.81	1,436.86	(578.90)	N/A	793.64	N/A	1,016.54	28.09%

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

陈夷华，电力设备行业分析师，从业 5 年

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010