

特变电工

600089

增持/ 维持评级

业绩增速超预期，未来令人遐想

——2009 年中报点评

股 价	2009/08/17
RMB17.13	

基础数据

总股本（百万股）	1797
流通 A 股（百万股）	1797
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	30789

财务数据

市净率 (X)	5.5
TRACING P/E (X)*	28.61
EPS (元)	0.17
股息率 (%)	0.58

*最近四季盈利计算。

相关研究

《释放投资或成为最终选择》

发表日期（2009/08/09）

《行业景气回升，享受高估值》

发表日期（2009/07/14）

《俄罗斯电网改造引千亿美元商机》

发表日期（2009/07/13）

《特高压守得云开见月明》

发表日期（2009/01/06）

分 析 师

唐晓斌

+755-82364440

tangxb@lhqz.com

经营预测与估值	2008A	2009H1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	12518.9	7055.1	15093	20645	26751
(+/-%)	40.2	30.3	20.6	36.8	29.6
归属母公司净利润(百万元)	962.6	793.8	1672.9	2099.4	2645.8
(+/-%)	78.7	77.1	73.8	25.5	26.3
EPS(元)	0.54	0.44	0.93	1.17	1.47
P/E(倍)	32.0	38.9	18.4	14.6	11.7

■ 公司 09 年上半年实现收入 70.55 亿元，同比增长 30.3%；归属母公司净利润 7.94 亿元，同比增长 77.1%；实现 EPS 0.44 元。

■ 公司 09 年上半年业绩之所以出现高速增长，主要得益于三个方面：1.闭口合同提升公司主营产品毛利率；2.公司提高持有衡变股权的比例；3.海外工程为公司提供持续的动力。

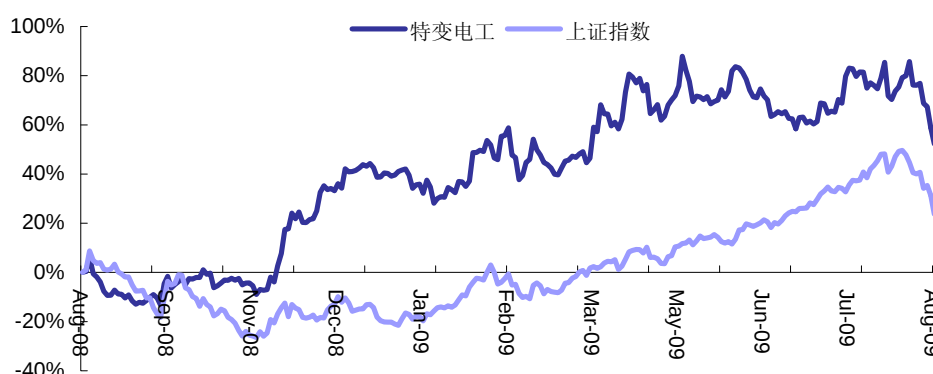
■ 由于闭口合同，以及铜价的回落，公司变压器及电缆业务的毛利率都得到了明显提升，分别提高 2.3、4.1 个百分点。我们认为，原材料价格在未来时期不会出现大幅波动，所以 09 年全年的毛利率仍可维持目前的水平。

■ 我们依然维持先前的观点，公司 09 业绩的增长主要是通过闭口合同提升产品毛利率，以及海外工程的增长；而 2010 年则依靠电网投资增速的超预期和市场占有率的提升，以及特高压业务占比增长对毛利率的修复。

■ 由于向家坝-上海±800kv 直流特高压线路可能会在 09 年提前完工，所以公司 09 的业绩具有超预期的可能。而随着交流特高压电网的加速建设，未来公司特高压业务的收入也将出现爆发式增长。预计 09 年下半年，将有 3~5 条特高压线路招标，每次招标对公司都具有明显的刺激作用。

■ 预计 09~11 年归属母公司的净利润分别为 16.7、21.0、26.5 亿元，实现 EPS 0.93、1.17、1.47 元。通过 DCF 估值计算，公司的内在价值为 27.9 元。维持“增持”评级。

最近 52 周股价表现



变压器逆势增长，2010 年更加令人期待

09 年在电网投资放缓的情况下，公司仍然同比增长 37%，保持了与 08 年相同的增速。这主要得益于公司产能的扩张，预计 09 年底，公司变压器的产能将达到 1.7 亿千伏安。

2010 年，两方面因素使得公司变压器业务将更加令人期待。

电网投资将再次出现结构性调整

我们认为，电网投资在 09 年已经出现了一次短暂的结构性调整。从电网投资贡献看，09 年电网投资 17% 的增长全部来自于南方电网。

但由于地理及电网基础建设的因素，南方电网更加重视城网及农网的建设。09 年南方电网计划投资 880 亿元，同比增长 83%。而 220kv 及以上输电网预计投资仅增长 30%，剩余部分均为 110kv 及以下配电网贡献。这配网投资增速首次超过输电网。

而 2010 年这种局面将再一次被打破。2010 年国网投资将再次成为电网投资增长的主力。由于国家电网地域广阔，所以对 220kv 及以上输电网的投资更有热情。这势必导致 220kv 及以上电网的投资出现超越行业平均水平的增长。

我们预计，2010 年电网投资的增速将重新回到 07、08 年的水平，达到 20%~25%，远超市场预期。具体情况请参加 8 月 9 日的报告《释放投资或成为最终选择》。

国网集中中标数据保证未来业绩

8 月 5 日，国网公布了第五次中标数据。公司 220kv 变压器中标 2,733MW，前五次招标累计增长 28%，市场占有率达到 23%；550kv 变压器中标 2,502MW，前五次招标累计增长 60%，市场占有率达到 41%。

由于 500kv 变压器的交货时间一般为 2010 年，所以公司在 2010 年的业绩很可能会出现超预期的增长。市场普遍担心的业绩无法持续的忧虑，也得到了充分的缓解。

我们重申原来的观点，当电网投资增速趋缓的情况下，国网将会对行业龙头企业更加倾斜，市场集中度将更加明显。行业的龙头企业依靠自身的产能和服务优势，依然可以保持高速增长。

表 1、特变 09 年前五次变压器中标情况				MW
	2007	2008 前五	2008	2009 前五
220kv	111,705	92,050	129,050	55,657
增长率			15.53%	-39.5%
特变	17,430	9,900	16,560	12,674
市场占有率	15.60%	10.8%	12.83%	22.77%
500kv	95,522	56,678	91,166	34,820
增长率			-4.56%	-38.6%
特变	23,652	8,904	11,658	14,248
市场占有率	24.76%	15.7%	12.79%	40.92%

数据来源：国网公告，联合证券研究所整理

特高压电网引人关注

我们预计，09、10 年特高压投资（含 ±500kv 直流）将新增 1,284 亿元。“十二五”、“十三五”期间，分别新增投资 3,019、1,560 亿元。到 2020 年，特高压总投资达到 5,844 亿元，其中交流特高压 2,738 亿元，直流特高压 3,106 亿元。

晋东南-荆门交流特高压目前项目运行良好，一旦发改委验收，交流特高压将大规模启动。2010 年，预计淮南-上海、晋东南 II 回等交流特高压线路有望投产。具体内容请见 8 月 9 日的报告《释放投资或成为最终选择》。

08 年公司特高压业务占比仅为 4.6%，占比不高。但随着云广 ±800kv 单极，以及呼伦贝尔 ±500kv 单极线路的投产，公司 09 年特高压业务的比重有望超过 5%。而到 2010 年，由于交流特高压线路的大规模投产，以及向家坝-上海 ±800kv 极线路的运行，预计未来特高压业务的占比将有望达到 8%。

特高压业务的增长，不仅令公司的制造水平得到很大提升，而且更有利于毛利率的增长。普通电力变压器的毛利率一般为 23%~25%，而特高压变压器的毛利率一般为 35%。特高压业务占比的提升，也可加快公司业绩的增长。

由于向家坝-上海 ±800kv 直流特高压线路可能会在 09 年提前完工，所以公司 09 的业绩具有超预期的可能。此外，智能电网的兴起，也为特高压的发展找到了合理的依据。我们认为，如果看好智能电网的话，那么我们应该更看好特高压，因为特高压电网的投资高潮将先于智能电网出现。

表 2、近期交直流特高压招标情况

	预计投产时间	特变电工	天威保变	西电集团	重庆 ABB	西门子
交流特高压						
晋东南-荆门*	2009					
变压器		2.5	1.8			
并联电抗器		1.6		2.2		
晋东南-荆门 II 回(预计值)	2010					
变压器		1.2	1.2	1.2		
并联电抗器		0.7	0.7	0.7		
淮南-上海(预计值)	2010					
变压器		1.8	1.8	1.8		
并联电抗器		1.1	1.1	1.1		
直流特高压						
高岭 ±500kv 直流背靠背*	2008			5.46		
中俄直流 ±500kv 背靠背 I 期*	2008				1.26	
换流变压器		1.68				
云南-广州 ±800kv	2009					
换流变压器		2.6	2.1	3.8		4.7
呼伦贝尔-沈阳 ±500kv	2009					
换流变压器		5.88				
灵宝扩建 ±500kv 背靠背	2009					
换流变压器		1.68		1.68		
宝鸡-德阳 ±500kv	2010					
换流变压器				2.94	2.94	
向家坝-上海 ±500kv	2010					
换流变压器		8.3	4.4	4.61	4.61	4.61

数据来源：国家电网公告、联合证券研究所整理预测

*为已投产线路

海外工程成为公司新的增长点

公司 09 年上半年海外工程项目收入为 6.5 亿元，同比增长 80.1%。目前公司在手订单约为 17 亿元，预计 09、10 年的收入分别为 11.4、16.1 亿元。

目前我国电力设备企业的制造水平已经达到了世界一流水平。而周边国家由于基础设施较弱，这正好给了国内企业向海外进军的机会。我国建设的特高压电网也具备了向周边国家提供设备或直接输电的可能。国家电网获得菲律宾电网 25 年特许经营权就是最好的例子。

7 月 9 日，中国光彩事业集团与俄罗斯电网公司签署经贸合作备忘录。共同对中国电力设备企业发出邀请，共同改造俄罗斯电网。俄罗斯电网公司预测，改造工程将持续 10 年，涉及金额高达近 1000 亿美元。详情请见 7 月 13 日的报告《俄罗斯电网改造引来千亿美元商机》。

市场对这则新闻分歧较大，都认为中国不具备这样的能力。但我们认为，这恰恰是国家电网未来的发展方向。向周边国家提供先进的电力设备或直接输电，以及出口特高压电网都是国网今后发展的重点。

风险提示

- 我们虽然认为海外工程将成为公司未来新的增长点，但由于单项工程金额较大，所以能否持续增长存在不确定性。
- 公司控股子公司新疆天池能源公司具有帐篷沟南露天煤矿矿区槽探剥离工程权，但并无采矿权。虽然我们认为公司未来获得采矿权的可能性较大，但仍存在不确定性。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	9982	11332	15404	20455	营业收入	12519	15093	20645	26751
现金	3470	2815	3816	5518	营业成本	9956	11500	15970	20815
应收账款	1708	2128	2809	3511	营业税金及附加	56	56	79	104
其他应收款	149	275	333	431	营业费用	740	860	1177	1525
预付账款	1823	2300	3194	4163	管理费用	489	558	764	990
存货	2589	3450	4791	6244	财务费用	146	122	121	107
其他流动资产	243	364	461	587	资产减值损失	60	10	20	21
非流动资产	5171	5921	6530	6968	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	611	447	473	487	投资净收益	116	60	60	60
固定资产	2413	3602	4314	4769	营业利润	1188	2047	2575	3250
无形资产	684	837	1008	1177	营业外收入	56	40	40	40
其他非流动资产	1463	1035	735	534	营业外支出	28	21	23	23
资产总计	15153	17253	21934	27423	利润总额	1215	2065	2592	3266
流动负债	6573	7232	9552	12116	所得税	136	227	285	359
短期借款	513	583	558	559	净利润	1079	1838	2307	2907
应付账款	1564	1495	2076	2706	少数股东损益	116	165	207	261
其他流动负债	4496	5154	6918	8851	归属母公司净利润	963	1673	2099	2646
非流动负债	2654	2377	2431	2449	EBITDA	1527	2396	3003	3723
长期借款	1989	1989	1989	1989	EPS (元)	0.80	0.93	1.17	1.47
其他非流动负债	665	388	442	460					
负债合计	9227	9609	11983	14565	主要财务比率				
少数股东权益	711	876	1084	1345	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	1198	1797	1797	1797	成长能力				
资本公积	2072	1713	1713	1713	营业收入	40.2%	20.6%	36.8%	29.6%
留存收益	1944	3257	5357	8003	营业利润	98.7%	72.3%	25.8%	26.2%
归属母公司股东权益	5214	6767	8867	11513	归属于母公司净利润	78.7%	73.8%	25.5%	26.0%
负债和股东权益	15153	17253	21934	27423	获利能力				
					毛利率(%)	20.5%	23.8%	22.6%	22.2%
					净利率(%)	7.7%	11.1%	10.2%	9.9%
					ROE(%)	18.5%	24.7%	23.7%	23.0%
					ROIC(%)	23.7%	26.2%	27.7%	30.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	60.9%	55.7%	54.6%	53.1%
					净负债比率(%)	28.25%	27.81%	22.09%	18.18%
					流动比率	1.52	1.57	1.61	1.69
					速动比率	1.12	1.09	1.11	1.17
					营运能力				
					总资产周转率	0.99	0.93	1.05	1.08
					应收账款周转率	8	8	8	8
					应付账款周转率	8.58	7.52	8.94	8.71
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.54	0.93	1.17	1.47
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	0.27	1.12	1.42
					每股净资产(最新摊薄)	2.90	3.77	4.93	6.41
					估值比率				
					P/E	31.98	18.40	14.67	11.64
					P/B	5.90	4.55	3.47	2.67
					EV/EBITDA	20	12	10	8

数据来源: 联合证券研究所.

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。