

潘杭钧

021-50588666-8043

panhj@ccnew.com

2009年8月18日

## 变压器继续增长，光伏毛利继续下降

——特变电工（600089）中报点评

### 公司点评

增持（维持）

#### 报告关键要素：

特变电工（600089）变压器收入继续保持高增长，沈变新厂房投产后突破产能瓶颈，并将受益特高压建设；电线电缆原材料、产品价格双双下降；太阳能硅片及光伏组件形势严峻，毛利率继续下降，创历史新低。公司龙头地位稳固，产业链日益完整，维持“增持”的投资评级。

#### 事件：

- 特变电工（600089）今日公布09年中报：09年1-6月，营业总收入70.55亿元，同比增长30%；实现净利润7.94亿元，同比增长77%；基本每股收益0.44元。

#### 点评：

- **变压器继续高增长。**收入占比62%的变压器产品受益于输变电市场需求旺盛，收入同比增长37%。变压器毛利率同比上升2.33个百分点至28.78%，带动公司整体毛利率上升1.73个百分点至23.57%。随着国家首条1000kV特高压输电工程的成功运行，以及“智能电网”开始启动，我国电网建设必将以特高压为核心，今明两年特高压电网投资将达到1000亿元左右。公司在特高压变压器领域的技术能力已居世界前列，将充分享受特高压盛宴。公司目前仍有云南-广东±800kV直流项目、向家坝-上海±800kV直流项目、呼伦贝尔-辽宁直流输电工程、锦屏二级、西北（宁东）-华北（山东）±660千伏直流项目等诸多特高压合同。
- **电线电缆原材料、产品价格双双下降。**收入占比16%的电线电缆产品收入同比下降10%，但毛利率大幅增长4.07个百分点至18.02%，主要是因为原材料铜的价格下降幅度大于产品价格下降。
- **光伏毛利率继续下降至历史最低点。**收入占比10%的太阳能硅片及光伏组件收入大幅增长110%，但由于全球金融危机的影响，产品价格大幅下跌，毛利率同比大幅下降7.03个百分点至2.38%，创历史最低。未来几年上游多晶硅产能集中释放，价格大幅下降，有望带动整个太阳能电池的需求市场。
- **海外市场有效拓展。**海外市场收入15.74亿元，占比22%，同比大幅增长116%。公司目前在手有塔吉克斯坦共和国输电线路项目500kV合同、苏丹喀土穆北变电站项目、苏丹东部电网项目、罗拉扎尔-喀德隆200kV项目等未完成合同，海外市场拓展值得期待。
- **其他不可持续项目。**资产减值损失567万元，较上年同期下降49%，主要系公司原计提跌价准备的存货可变现净值有所恢复。投资收益2724万元，较上年同期下降69%，主要系上年同期公司出售国际实业股份取得投资收益金额较大。
- **投资评级：“增持”。**我们预计公司2009、2010年基本每股收益分别为0.72、0.92元，对应市盈率分别为24、19倍，在同行业上市公司中偏低。公司目前已步入快速增长、良性发展的轨道，沈变新厂房产能增加后，公司变压器龙头地位将更加稳固，特高压项目和新投资业务均值得期待，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**产业政策风险；新厂房投产落后预期。

### 盈利预测

|            | 2007 年 | 2008 年 | 2009E  | 2010E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (亿元)  | 89.31  | 125.19 | 156.49 | 203.43 |
| 增长比率 (%)   | 45     | 40     | 25     | 30     |
| 净利润 (亿元)   | 5.39   | 9.63   | 12.91  | 16.50  |
| 增长比率 (%)   | 134    | 79     | 34     | 28     |
| 基本每股收益 (元) | 0.63   | 0.84   | 0.72   | 0.92   |
| 市盈率 (倍)    | —      | —      | 24     | 19     |

### 市场数据 (2009年08月17日)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价 (元)      | 17.13       |
| 一年内最高/最低 (元) | 32.05/14.20 |
| 沪深 300 指数    | 3140        |
| 市净率 (倍)      | 5.13        |
| 流通市值 (亿元)    | 307.83      |

### 基础数据 (2009年6月30日)

|              |               |
|--------------|---------------|
| 每股净资产 (元)    | 3.34          |
| 每股经营现金流 (元)  | 0.68          |
| 毛利率 (%)      | 23.57         |
| 净资产收益率 (%)   | 14.67         |
| 资产负债率 (%)    | 58.32         |
| 总股本/流通股 (万股) | 179738/179738 |
| B 股/H 股 (万股) | /             |

### 个股相对沪深 300 指数走势



### 相关研究

20090367 特变电工年报点评: 变压器继续高增长, 光伏毛利大幅下降……09 年 3 月 31 日

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。