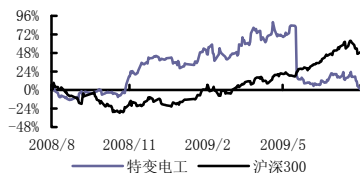


投资品 - 电气设备

2009 年 8 月 18 日

市场数据	2009 年 8 月 18 日
当前价格 (元)	17.72
52 周价格区间 (元)	14.68-31.81
总市值 (百万)	31849.50
流通市值 (百万)	31849.50
总股本 (百万股)	1797.38
流通股 (百万股)	1797.38
日均成交额 (百万)	481.14
近一月换手 (%)	74.31%
Beta (2 年)	
第一大股东	新疆特变(集团)有限公司
公司网址	http://www.tbea.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
特变电工	-13.22%	-37.91%	4.67%
沪深 300	-10.78%	12.31%	28.30%

陆勤、颜彪

+86 10 65018178
+86 755-83199599ext8136
luqin@csc.com.cn
yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

陆勤、颜彪，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

特高压和国际工程业务成未来看点

——特变电工 (600089) 09 年中报点评

评级: 买入

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	12518.93	17057	21421	25670
净利润 (百万元)	962.63	1542	1988	2468
每股收益 (元)	0.84	0.86	1.11	1.37
净利润增长率%	78.74%	60.2%	28.9%	24.2%
市盈率	21.16	20.65	16.02	12.90
市净率	4.11	4.80	3.75	2.95
EV/EBITDA	22.69	13	10	8

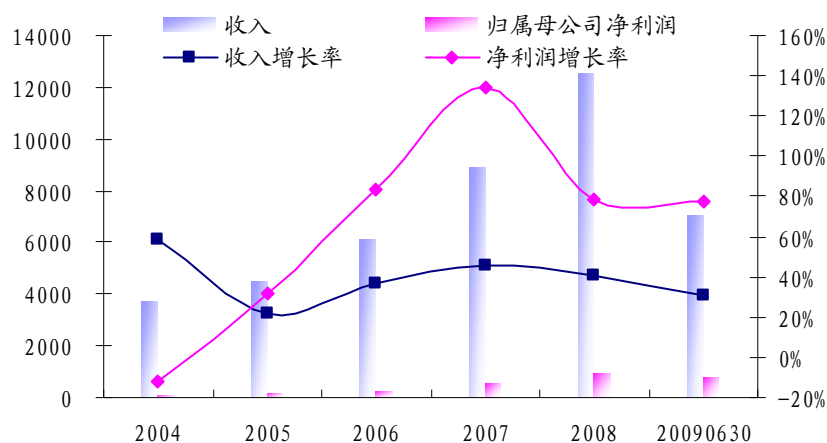
资料来源: 世纪证券研究所

- 上半年业绩增长超预期。上半年公司实现营业收入 70.55 亿元，同比增长 30.28%；实现营业利润 9.41 亿元，同比增长 47.31%；利润总额 9.46 亿元、归属于上市公司股东的净利润为 7.94 亿元，分别同比增长 45.38%和 77.16%。
- 变压器业务将分享特高压电网建设。随着我国“坚强智能电网”规划的实施，特高压投资进程将加快，为国内变压器龙头企业带来发展机遇。我们认为随着公司变压器产品高端化转型后，09-10 年收入增长率将分别为 36%和 26%，同时其毛利率也将得以提升。
- 国际工程业务成为收入的重要来源。国际工程业务获得较大突破，收入占比不断提升。从 07 年的 5.38%到 08 年的 6.26%，上升到 09 年中期的 9.5%，显示出公司在国际化市场的拓展效果。另外，俄罗斯电网改造也为特变电工带来新的市场机会。公司将凭借在输变电领域的实力，加上丰富的国外输变电市场经验，将分享俄罗斯电网改造带来的国外市场机会。
- 光伏业务关注产业链的完善和市场回暖。在 08 年下半年以来，全球光伏市场需求急剧萎缩，多晶硅和组件价格大幅下降，公司光伏业务 09 年中期虽然同比增长 109.56%、但毛利率从 9.37%降低到 2.38%。随着公司 1500 吨多晶硅试产成功，下半年有望有产出。考虑到产业链的逐渐完善，以及国内外光伏市场的回暖，我们仍看好公司光伏业务的后期表现。
- 我们预测公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.86 元、1.11 元和 1.37 元，给予“买入”评级。前期二级市场股价大幅下跌使其具备较大安全边际，建议投资者逢低介入。

业绩超预期

2009 年上半年公司实现营业收入 70.55 亿元，同比增长 30.28%；实现营业利润 9.41 亿元，同比增长 47.31%；利润总额 9.46 亿元、归属于上市公司股东的净利润为 7.94 亿元，分别同比增长 45.38%和 77.16%。实现每股收益为 0.44，每股净资产为 3.34 元（摊薄后，08 年实现的每股收益为 0.54 元，每股净资产为 2.90 元）。业绩增长超预期。

Figure 1 净利润增长率超过收入增长率



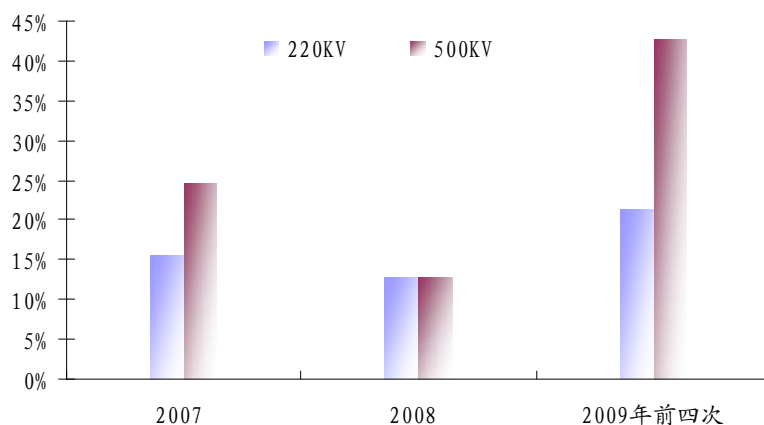
数据来源：wind、世纪证券研究所

特高压为公司输变电业务带来盛宴

特高压建设将步入快速发展通道。随着我国“坚强智能电网”规划的实施，特高压投资进程将加快。09 年国网公司计划开工建设淮南-上海、锡盟-上海、陕北-长沙三大特高压交流输变电工程，以及向家坝-上海、锦屏-苏南±800KV 特高压直流项目的启动，为国内变压器龙头企业带来发展机遇。我们预计 2012 年之前特高压投资将达到 3000 亿元。

从 09 年前四次招标情况看，500KV 变压器完全由特变电工、西电集团和天威保变瓜分，其中以特变电工占绝对份额。

Figure 2 特变电工在国网变压器招标市场份额



数据来源：国网公司、世纪证券研究所

公司先后签订晋东南-荆门 1000 千伏特变压器 6 台、向家坝-上海 ± 800 直流换流变压器 18 台、呼伦贝尔-辽宁 $\pm 500\text{kV}$ 直流输电工程直流换流变压器 28 台、云广 $\pm 800\text{kV}$ 直流输电工程换流变压器 11 台、西北（宁东）-华北（山东） $\pm 660\text{kV}$ 直流输电工程换流站变压器 10 台，合同金额总计 34.36 亿元。

Figure 3 公司部分特高压示范工程中标结果

特高压项目	变压器台数	中标金额（亿元）
向家坝-上海 ± 800 直流	18	8.3
晋东南-荆门	6	2.5
云广 ± 800 直流	11	5.62
呼伦贝尔-辽宁 $\pm 500\text{kV}$	28	11.9
西北（宁东）-华北（山东） $\pm 660\text{kV}$	10	6.04

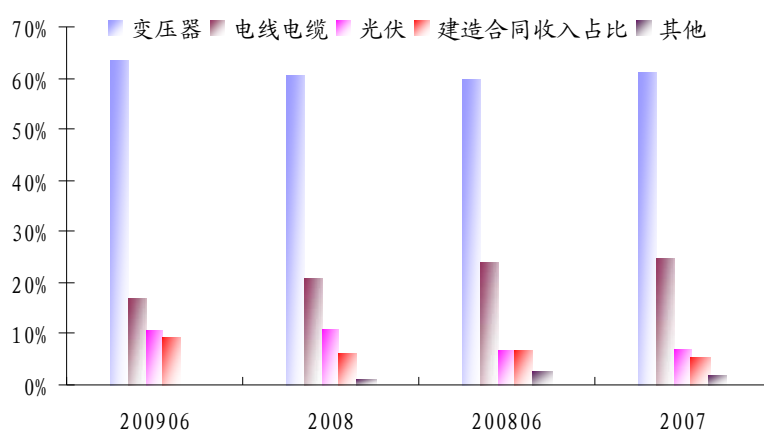
数据来源：世纪证券研究所

我们认为随着晋东南-荆门示范工程各项指标通过审核后，国内特高压电网建设将加快步伐。随着公司变压器产品高端化转型后，其收入增长率在未来两年有望达到 30% 左右增长，同时其毛利率也将得以提升。

国际工程业务将成为收入重要来源

国际工程业务获得较大突破，收入占比不断提升。从 07 年的 5.38% 到 08 年的 6.26%，上升到 09 年中期的 9.5%，显示出公司在国际化市场的拓展效果。

Figure 4 建造合同收入占比上升明显



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

目前公司的国际工程业务主要有：塔吉克斯坦共和国输电线路项目 500kV 合同，该项目合同总金额 2.81，基本确认收入；苏丹喀土穆北及其它变电站项目，合同总金额 3414 万欧元，已经收到 10% 的预付款；苏丹东部电网项目，合同总金额 9,419 万欧元，已经收到 10% 的预付款。200kV（罗拉扎尔—喀德隆）及 500kV（北-南）输电线路项目新增配套

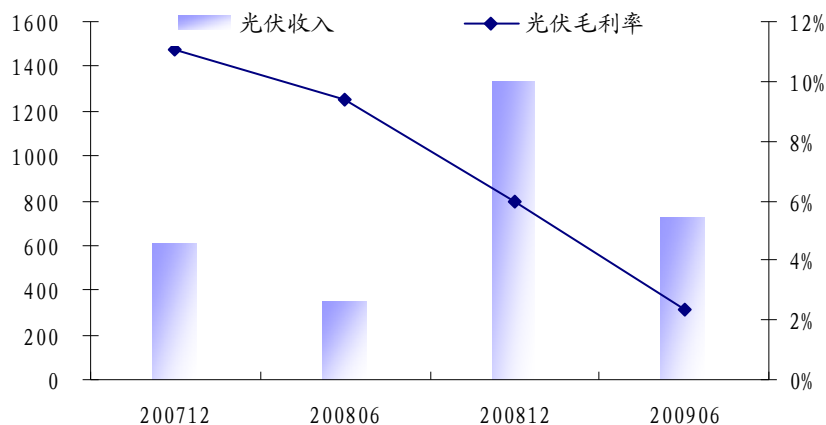
工程，合同总金额为 6187.62 万美元，工程已开工。

另外，俄罗斯电网改造也为特变电工带来新的市场机会。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，将为国内企业带来 70%左右的订单。而公司将凭借在输变电领域的实力，加上丰富的国外输变电市场经验，将分享俄罗斯电网改造带来的国外市场机会。

光伏业务关注产业链的完善和市场回暖

公司的光伏业务收入目前占比为 10.52%，但在 08 年下半年以来，全球光伏市场需求急剧萎缩，多晶硅和组件价格大幅下降，公司光伏业务 09 年中期虽然同比增长 109.56%，但毛利率从 9.37%降低到 2.38%。

Figure 5 公司光伏业务收入与毛利率情况（单位：百万元）



数据来源：wind、世纪证券研究所

随着公司 1500 吨多晶硅试产成功，下半年有望有产出。考虑到产业链的逐渐完善，以及国内外光伏市场的回暖，我们仍看好公司光伏业务的后期表现。

投资建议和风险提示

特高压电网建设的加速为公司的变压器业务带来巨大空间，而公司向高端变压器的成功转型，使公司有能力分享电网投资带来的高景气。在国内变压器市场竞争加剧后，国际工程业务成为很好的补充，凭借公司在海外输变电工程的丰富经验，公司有望在俄罗斯电网改造中获得较高份额订单。

而光伏业务有望在产业链完善后，借助国内外光伏回暖之际，重新获得快速发展。

我们预测公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.86 元、1.11 元和 1.37

元，对应的动态市盈率分别为 20.6、15.96 和 12.93，给予“买入”评级。前期二级市场股价下跌使其具备较大安全边际，建议投资者逢低介入。

风险提示：（1）特高压投资进度未达预期；（2）国内变压器市场竞争激烈导致收入增速放缓；（3）原材料价格波动风险；（4）光伏业务毛利率受市场影响，恢复未达预期

三大报表预测

Figure 6 三大报表预测

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	16564	14962	21745	营业收入	12519	17057	21421	25670
现金	3470	5117	6521	7701	营业成本	9956	13345	16784	20048
应收账款	1708	2949	2291	3678	营业税金及附加	56	85	107	128
其它应收款	149	317	398	477	营业费用	740	938	1178	1412
预付账款	1823	1601	2014	2205	管理费用	489	597	750	898
存货	2589	6200	3295	7151	财务费用	146	123	116	105
其他	243	379	443	532	资产减值损失	60	30	25	28
非流动资产	5171	6575	7177	7177	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	611	649	747	797	投资净收益	116	61	86	100
固定资产	2413	4397	5237	5519	营业利润	1188	1999	2547	3150
无形资产	684	624	652	618	营业外收入	56	50	65	80
其他	1463	905	541	244	营业外支出	28	20	30	25
资产总计	15153	23138	22140	28923	利润总额	1215	2029	2582	3205
流动负债	6573	12978	9571	14149	所得税	136	284	336	417
短期借款	513	4232	400	3123	净利润	1079	1745	2246	2789
应付账款	1564	2558	2142	3080	少数股东损益	116	203	258	321
其他	4496	6188	7029	7945	归属母公司净利润	963	1542	1988	2468
非流动负债	2654	2609	2904	2499	EBITDA	1527	2379	3034	3690
长期借款	1989	2289	2789	2489	EPS (元)	0.80	0.86	1.11	1.37
其他	665	320	115	10	主要财务比率				
负债合计	9227	15588	12476	16649	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	711	914	1172	1493	成长能力				
股本	1198	1797	1797	1797	营业收入	40.2%	36.2%	25.6%	19.8%
资本公积	2072	1713	1713	1713	营业利润	98.7%	68.3%	27.4%	23.7%
留存收益	1944	3127	4982	7271	归属于母公司净利润	78.7%	60.2%	28.9%	24.2%
归属母公司股东权益	5214	6637	8492	10781	获利能力				
负债和股东权益	15153	23138	22140	28923	毛利率	20.5%	21.8%	21.6%	21.9%
现金流量表					净利率	7.7%	9.0%	9.3%	9.6%
单位: 百万元					ROE	18.5%	23.2%	23.4%	22.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	26.8%	23.9%	45.1%	33.9%
经营活动现金流	2370	-789	5931	-636	偿债能力				
净利润	1079	1745	2246	2789	资产负债率	60.9%	67.4%	56.3%	57.6%
折旧摊销	194	256	372	435	净负债比率	28.25%	44.34%	28.37%	35.93%
财务费用	146	123	116	105	流动比率	1.52	1.28	1.56	1.54
投资损失	-116	-61	-86	-100	速动比率	1.12	0.79	1.22	1.03
营运资金变动	977	-2636	3521	-3859	营运能力				
其它	91	-216	-239	-6	总资产周转率	0.99	0.89	0.95	1.01
投资活动现金流	-2464	-1650	-897	-342	应收账款周转率	8	7	8	8
资本支出	2524	1700	830	400	应付账款周转率	8.58	6.47	7.14	7.68
长期投资	-613	50	100	50	每股指标 (元)				
其他	-553	99	33	109	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.86	1.11	1.37
筹资活动现金流	1531	4086	-3630	2158	每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	-0.44	3.30	-0.35
短期借款	-58	3719	-3832	2723	每股净资产(最新摊薄)	2.90	3.69	4.72	6.00
长期借款	1022	300	500	-300	估值比率				
普通股增加	344	599	0	0	P/E	22.06	20.65	16.02	12.90
资本公积增加	1633	-359	0	0	P/B	4.07	4.80	3.75	2.95
其他	-1410	-173	-297	-266	EV/EBITDA	20	13	10	8
现金净增加额	1437	1647	1404	1180					

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.