

如期上涨，重申“买入”评级

研究结论

- **如期上涨。**8月18日，我们将特变电工评级由“增持”调高到“买入”，累计涨幅已达20%，跑赢同期市场18个百分点。我们上调评级的理由有三。
- **国网招标数量开始企稳回升。**2009年初，国网提出电网投资额度为2600亿，低于先前市场的高预期；由于发电量和用电量增速一直为负，电网加大投资的迫切性没有那么强烈；招标数据来看，国网2009年前5次招标数据同2008年前5次相比均下滑。发电量和用电量数据连续两个月由负转正；国网第六次招标除部分产品仍有下滑外，大部分产品开始企稳，尤其变压器，同比出现16.7%的增幅，这构成了投资整个电力设备板块最核心的理由。
- **公司市场份额提升。**虽然国网2009年前5次招标数量同比2008年前5期有40%左右的下降幅度，但同时我们也看到公司的市场份额在不断提升，公司在220KV和500KV变压器招标中市场份额分别有不同程度的提升，尤其对于500KV产品来说，公司在国网前4次招标中中标数量已经超过2008年全年数量。2009年上半年，500KV变压器收入占营业收入比例超过35%，220KV超过20%，毛利占比分别约为45%、30%，500KV和220KV为公司主力品种，市场份额的提升使得公司业绩稳步增长。
- **业绩超出预期。**公司2009年上半年实现营业收入70.55亿元，营业利润9.41亿元，归属于上市公司股东的净利润7.94亿元，同比去年分别增长30.28%、47.31%和77.16%。实现每股收益0.44元，超出市场预期。从盈利能力来看，**公司毛利率水平有所提升。**综合毛利率提升1.73个百分点至23.57%，公司主导产品变压器和电线电缆销售收入分别实现43.51亿元和11.45亿元，毛利率分别提升2.33和4.07个百分点至28.78%和18.02%。
- **估值与投资建议。**根据我们的测算，公司2009年、2010年EPS分别为0.90元和1.10元，考虑公司的行业龙头地位以及公司由于行业景气提升所带来的业绩确定性的增长，我们认为可以给予2010年25倍PE，合理估值为27.5元，重申“买入”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

邹慧

电力设备行业资深分析师

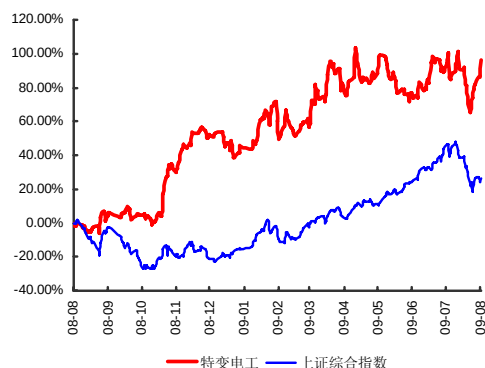
8621-63325888×6101

zhui@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2009年8月26日)	20.56元
目标价格(6个月)	27.5元
总股本/A股(亿股)	17.97/17.97
A股市值(亿元)	369.18
国家/地区	中国
行业	电力设备
报告日期	2009年8月26日

股价表现



财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	41317	54160	79105	91404
主营业务利润(百万)	34142	41925	60814	73181
净利润(百万)	3897	6520	9357	9574
EBITDA(百万)	8317	13099	18871	20039
每股收益(元)	0.50	0.83	1.19	1.22
净资产收益率(%)	0.18	0.25	0.27	0.24
每股经营现金流(元)	0.79	1.26	1.66	2.36
市盈率(X)	24.1	14.4	10.0	9.8
EV/EBITDA(X)	13.1	8.3	5.8	5.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

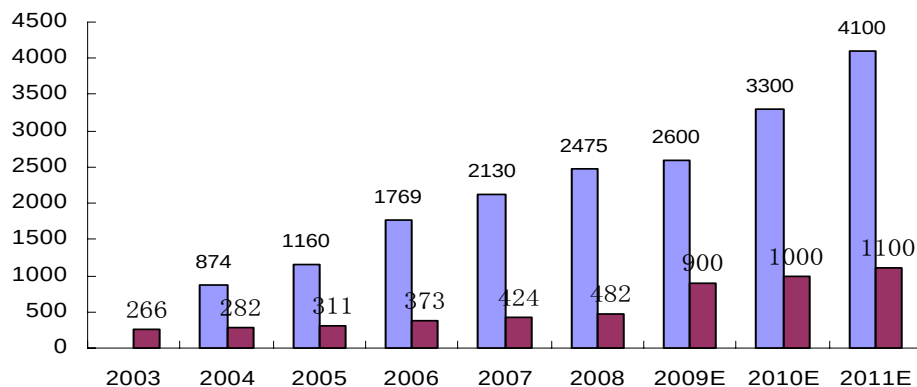
敬请参阅最后一页之重要声明。

8月18日，我们将特变电工评级由“增持”调高到“买入”，累计涨幅已达20%，跑赢同期市场18个百分点。

我们上调评级的理由有三：

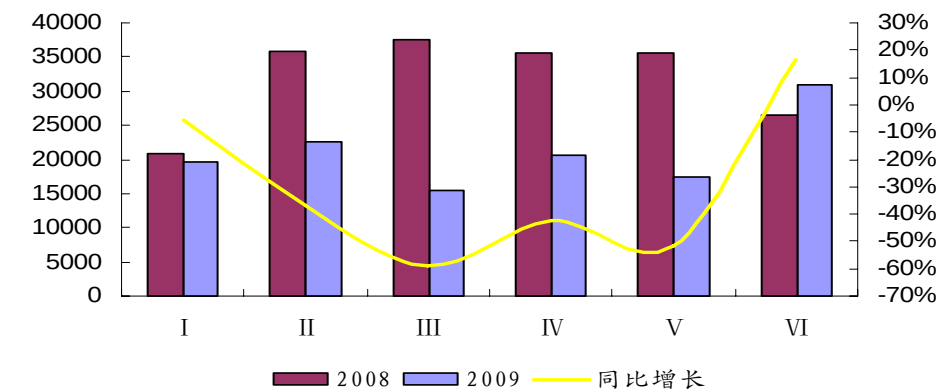
- 一、**国网招标数量开始企稳回升。**2009年初，国网提出电网投资额度为2600亿，低于先前市场的高预期；由于发电量和用电量增速一直为负，电网加大投资的迫切性没有那么强烈；招标数据来看，国网2009年前5次招标数据同2008年前5次相比均下滑。众多因素导致了整个电力设备板块公司走势跑输市场。发电量和用电量数据连续两个月由负转正；国网第六次招标除部分产品仍有下滑外，大部分产品开始企稳，尤其变压器，同比出现16.7%的增幅，这构成了投资整个电力设备板块最核心的理由。

图1：两个电网公司投资规模



资料来源：东方证券研究所

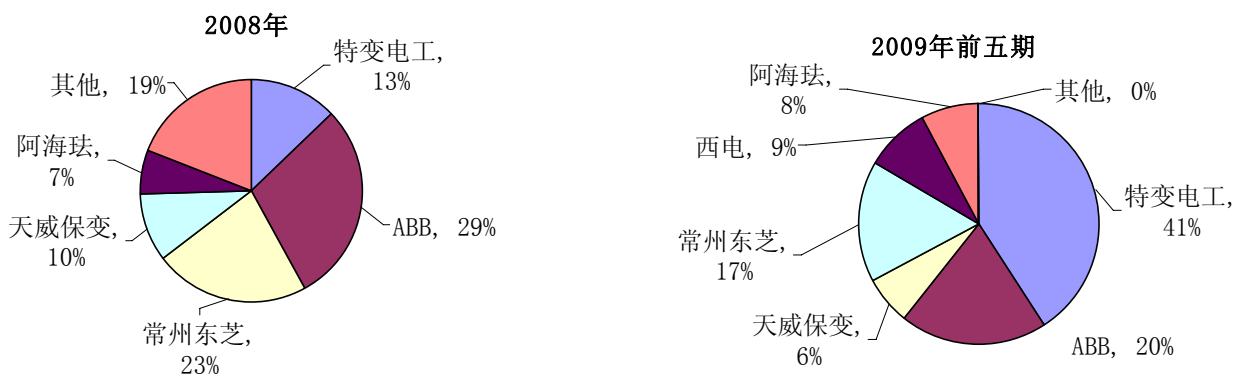
图2：国网2008、2009年前5次招标数据对比



资料来源：东方证券研究所

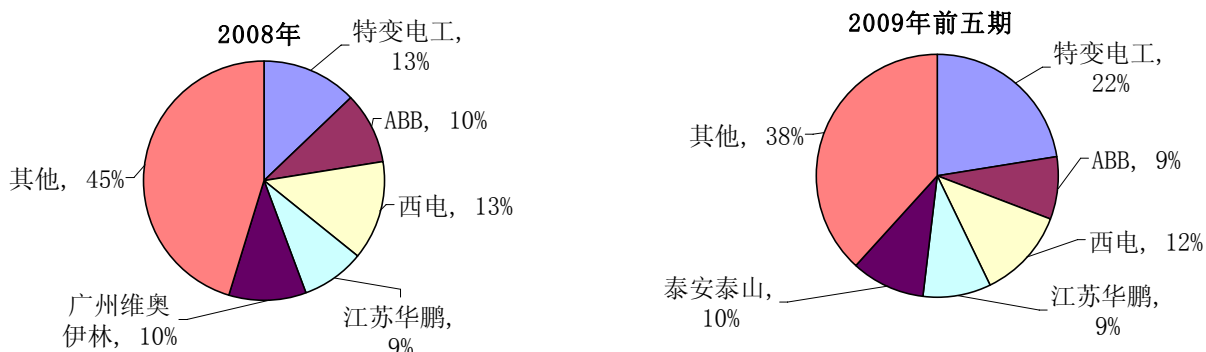
二、**公司市场份额提升。**虽然国网 2009 年前 5 次招标数量同比 2008 年前 5 期有 40%左右的下降幅度，但同时我们也看到公司的市场份额在不断提升，公司在 220KV 和 500KV 变压器招标中市场份额分别有不同程度的提升，（220KV 市场份额由 2008 年全年的 12.76%提升到 22%；500KV 市场份额由 2008 年的 12.73%提升到 41%）尤其对于 500KV 产品来说，公司在国网前 4 次招标中中标数量已经超过 2008 年全年数量。2009 年上半年，500KV 变压器收入占营业收入比例超过 35%，220KV 超过 20%，毛利占比分别约为 45%、30%，500KV 和 220KV 为公司主力品种，市场份额的提升使得公司业绩稳步增长。

图 3 220KV 国家电网招标公司市场份额对照



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

图 4 500KV 国家电网招标公司市场份额对照



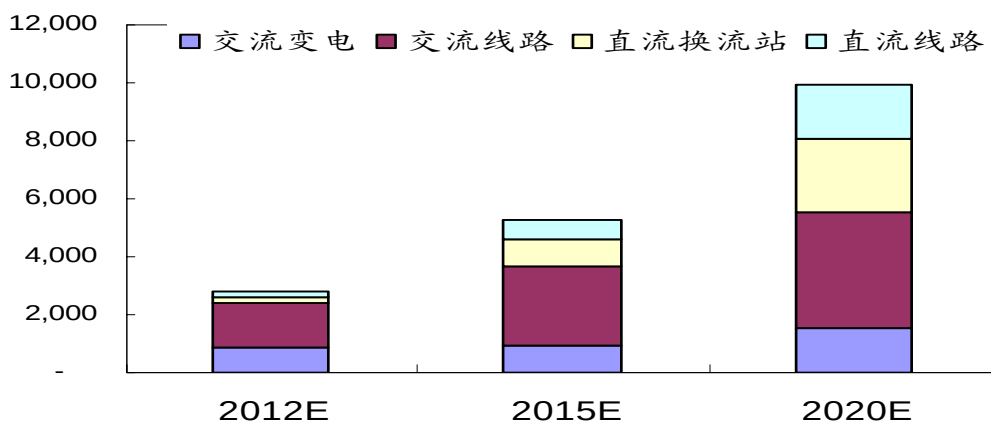
资料来源：招股说明书、东方证券研究所

三、**业绩超出预期。**公司 2009 年上半年实现营业收入 70.55 亿元，营业利润 9.41 亿元，归属于上市公司股东的净利润 7.94 亿元，同比去年分别增长 30.28%、47.31%和 77.16%。实现每股收益 0.44 元，超出市场预期。从盈利能力来看，公司毛利率水平有所提升。综合毛利率提升 1.73 个百分点至 23.57%，公司主导产品变压器和电线电缆销售收入分别实现 43.51 亿元和 11.45 亿元，毛利率分别提升 2.33 和 4.07 个百分点至 28.78%和 18.02%，变压器毛利率的提升主要受益于公司产品结构的调整，而电线电缆更多的源于原材料价格的下跌。

公司未来的看点有二：

一、**公司受益特高压启动。**公司未来业绩增长看特高压工程，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。根据国家电网的规划，2020年前我国特高压交流输变电投资将超过 5000 亿元，直流输变电合计将超过 4000 亿元，即交直流合计投资（包括线路投资）超过 9000 亿元，由于我国特高压建设已经处于世界领先水平，因此这一市场基本不对外开放，而根据示范工程，特变是国内企业中市场份额的最大获得者，未来无疑将受益特高压行业景气提升。

图 5：国家电网特高压投资概算



资料来源：国家电网，东方证券研究所

二、**公司的新能源产业值得期待。**公司公告称 1500 吨多晶硅项目试生产成功，预计明年开始量产。公司的新能源产业链较为完整（1500 吨多晶硅、64MW 硅片、183MW 组件），由于公司拥有煤炭资源（总资源储量超过 130 亿吨，可采 60 亿吨，公司正在进行槽勘剥离，尚未取得采矿权，公司初步计划达成 300 万吨的生产能力，将来超过 1000 吨，2009 年产量可能达到 100-200 万吨）未来可以通过自备电厂发电而具有成本优势。

根据我们的测算，公司 2009 年、2010 年 EPS 分别为 0.90 元和 1.10 元，考虑公司的行业龙头地位以及公司由于行业景气提升所带来的业绩确定性的增长，我们认为可以给予 2010 年 25 倍 PE，合理估值为 27.5 元，重申“买入”评级。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表（人民币百万元）

	2006	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	4544	5080	5384	5899
主营业务成本	(4149)	(4588)	(4809)	(5210)
主营业务税金及附加	0	0	0	0
主营业务利润	2401	492	575	689
营业费用	(36)	(36)	(38)	(41)
管理费用	13	(81)	(86)	(94)
财务费用	(36)	(34)	(16)	(7)
营业利润	349	341	435	547
非经营性收益	(18)	0	0	1
税前利润	318	341	435	548
所得税	0	0	0	(68)
少数股东损益	0	0	0	0
净利润	318	341	435	479
EPS（元/股）	0.71	0.76	0.97	1.07

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007E	2008E	2009E
货币资金	260	246	422	576
短期投资	0	1	2	3
应收款项净额	234	354	398	462
存货净额	713	791	829	898
其他流动资产	46	51	54	58
流动资产总额	1253	1443	1705	1998
长期投资	0	3	3	3
固定资产	1674	1722	1928	2271
无形资产及其他资产	31	31	31	32
资产总计	2958	3198	3667	4303
循环贷款	110	0	0	0
应付款项	949	1067	1140	1247
预收账款	109	122	129	141
应付工资	11	12	12	13
应交税金	32	0	0	34
应付股利	0	0	0	48
其他流动负债	18	36	55	73
流动负债	1228	1237	1336	1557
长期贷款	380	330	280	230
其他长期负债	0	0	0	0
负债	1608	1567	1616	1787
少数股东权益	0	0	0	0
股本	449	449	449	449
储备	873	1214	1649	2128
股东权益	1322	1663	2099	2578
负债和股东权益	2958	3198	3667	4303

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007E	2008E	2009E
税后利润	318	341	435	479
折旧及摊销	138	138	145	158
财务费用	38	40	25	19
营运资金变动	111	(71)	16	40
其他经营现金变动	(72)	(73)	(18)	(19)
经营活动现金净流	533	375	603	677
资本开支	(80)	(175)	(323)	(472)
投资与投资收益	3	(4)	(1)	0
其他	115	0	0	0
投资活动现金净流	38	(179)	(324)	(472)
募集资金	0	0	0	0
股息利息	(33)	(40)	(25)	29
贷款变动	(466)	(160)	(50)	(50)
其他	55	52	(28)	(30)
筹资活动现金净流	(444)	(148)	(102)	(51)
现金净流量	127	49	176	155
现金期初余额	70	197	246	422
现金期末余额	197	246	422	576

比率分析

	2006	2007E	2008E	2009E
增长率				
收入	2.2%	11.8%	6.0%	9.6%
息税前利润	179.6%	1.0%	20.4%	22.6%
净利润	295.3%	7.4%	27.5%	10.1%
收益率				
毛利率	8.7%	9.7%	10.7%	11.7%
息税前利润率	8.2%	7.4%	8.4%	9.4%
净利润率	6.7%	8.1%	8.1%	9.1%
ROE	27.7%	22.9%	23.1%	20.5%
ROA	10.7%	10.7%	11.9%	11.1%
负债比率				
有息负债/权益	0.4	0.2	0.1	0.1
负债/资产	0.6	0.5	0.4	0.4
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.7
估值比率				
P/B	4.5	3.5	2.8	2.3
P/E	18.5	17.3	13.5	12.3
EV/收入(倍)	1.3	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA(倍)	12.0	11.6	9.6	7.8
EV/EBIT(倍)	16.5	15.9	12.7	10.0
EV/NOPLAT(倍)	16.5	15.9	12.7	11.5

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

邹慧：电力设备行业资深分析师

本人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本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn