

上下游一体化可期

报告关键点：

- 新疆电源与电网建设带动公司变压器和扩径导线需求
- 有望形成煤电铝、煤电硅、铜-电力设备上下游一体化
- 维持前期盈利预测，09-11年EPS为0.93元、1.14元、1.37元，目标价位30元，维持“买入-B”投资评级

报告摘要：

- 电源建设带动变压器需求：**按照新疆电源装机的发展规划，我们的预测2010年-2012年，将新增电源升压变压器容量5438MVA，订单金额约3.1亿元，2012-2015年将新增电源升压变压器容量161057MVA，订单金额约16.1亿元，“十二五”合计变压器订单金额19.2亿元，特变在新疆本地的市场份额占到70%，则特变的变压器合同金额预计到达13.44亿元。
- 750kV电网建设带动变压器和扩径导线需求：**按照新疆750kV电网规划，2010年-2012年，750kV新增变电容量5500MVA，新增线路530km；2013~2015年，750kV新增变电容量6500MVA，新增线路2260km。按照750kV变压器30元/kVA，750kV扩径导线50万元/千米计算，750kV变压器需求金额合计3.6亿元，750kV扩径导线需求金额13.95亿元。
- 煤电铝、煤电硅一体化有望形成：**特变电工目前拥有将军戈壁和帐篷沟煤矿的探矿权，储量分别为80亿吨和40亿吨，09年帐篷沟煤矿开始了槽探剥离项目，我们预计2010年帐篷沟煤矿采矿权可以拿到，拿到采矿权就可以开始产煤。按照500万吨/年的产量，吨煤净利润50元计算，将增加2.5亿元的净利润。特变电工的相对控股子公司新疆众和在煤炭基地附近目前拥有热电联产机组10万千瓦，在建热电联产机组30万千瓦，在建机组2011年一季度预计投产。煤矿投产后，将形成煤-电-铝一体化。特变电工的1500吨多晶硅项目也煤炭基地附近，煤矿投产后，也将形成煤-电-硅一体化。
- 铜-电力设备一体化值得期待：**铜是变压器和电线电缆重要的原材料，我们测算特变电工2009年用铜量大约在6万吨。这次新疆调研我们了解到特变电工和新疆众和都在勘探铜矿，不论特变电工还是新疆众和找到铜矿并开采的话都会给特变电工带来巨额收益，同时形成铜-电力设备的上下游一体化，降低铜价波动对公司业绩的影响。
- 做强做大工程业务：**目前特变电工的工程业务在主营收入中占比约10%，公司未来的目标是占比要达到30%，我们从新疆电力设计院了解到，最近特变电工委托了一个吉尔吉斯斯坦的项目，从设计费推算工程合同金额大约3亿元。
- 盈利预测与投资评级：**我们维持前期盈利预测，09-11年EPS为0.93元、1.14元、1.37元，目标价位30元，维持“买入-B”投资评级。

评级：
买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格： **30.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 25.00 元

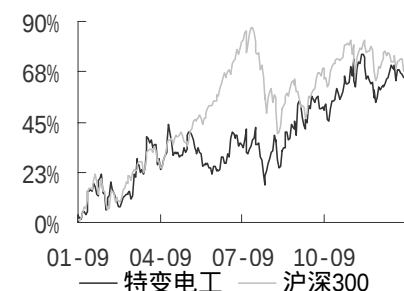
现价： 24.20 元

报告日期： **2010-01-21**

市场数据

总市值(百万元)	43,496.49
流通市值(百万元)	43,496.49
总股本(百万股)	1,797.38
流通股本(百万股)	1,797.38
12 个月最高/最低	16.76/32.05 元
十大流通股东(%)	35.72%
股东户数	187,069

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.66	8.31	(3.08)
绝对收益	3.60	9.06	64.82

研究员

张龙
首席行业分析师

010-66581627 huangsh@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,931.2	12,518.9	15,318.2	16,853.6	19,392.8
Growth(%)	45.4%	40.2%	22.4%	10.0%	15.1%
净利润	610.5	1,078.9	1,755.0	2,099.1	2,494.4
Growth(%)	134.3%	78.7%	73.9%	22.6%	19.8%
毛利率(%)	19.4%	20.5%	23.5%	24.5%	24.6%
净利润率(%)	6.0%	7.7%	10.9%	12.2%	12.7%
每股收益(元)	0.30	0.54	0.93	1.14	1.37
每股净资产(元)	1.86	3.30	4.13	5.12	6.16
市盈率	57.2	32.0	18.4	15.0	12.5
市净率	9.2	5.2	4.2	3.3	2.8
净资产收益率(%)	18.3%	18.2%	23.7%	22.8%	22.5%
ROIC(%)	19.6%	31.0%	31.3%	29.7%	38.0%
EV/EBITDA	16.8	14.2	13.9	10.7	8.4
股息收益率	0.1%	0.6%	0.5%	0.7%	1.6%

前期研究成果

特变电工：业绩符合预期

2009-10-29

特变电工：盈利增长超预期

2009-08-18

特变电工：调研纪要兼一季报点评

2009-04-27

1. 电源建设带动变压器需求

按照新疆电源装机的发展规划,我们的预测 2010 年-2012 年,将新增电源升压变压器容量 5438MVA, 订单金额约 3.1 亿元, 2012-2015 年将新增电源升压变压器容量 161057MVA, 订单金额约 16.1 亿元,“十二五”合计变压器订单金额 19.2 亿元,特变在新疆本地的市场份额占到 70%,则特变的变压器合同金额预计到达 13.44 亿元。

表 4 电源装机变压器需求

序号	项 目	2008 年	2010 年	2012 年	2015 年
	装机容量(MW)	11013.7	20043	24575	49206
1	水电	2221.4	3137	3585	4736
2	火电	8302	13355	16440	35670
3	风电	490.3	3550	4550	8800
	变压器容量(MVA)	13216	24052	29490	59047
1	水电	2666	3764	4302	5683
2	火电	9962	16026	19728	42804
3	风电	588	4260	5460	10560
	新增变压器容量 (MVA)		10835	5438	29557
	变压器金额 (万元)	62710	131657	162735	323792
1	水电	11996	16940	19359	25574
2	火电	44831	72117	88776	192618
3	风电	5884	42600	54600	105600
	新增变压器金额 (万元)		68947	31078	161057

数据来源：安信证券研究中心

2. 750kV 电网建设带动变压器和扩径导线需求

2010 年-2012 年,750kV 新增变电容量 5500MVA, 新增线路 530km; 2013~2015 年,750kV 新增变电容量 6500MVA, 新增线路 2260km。按照 750kV 变压器 30 元/kVA,750kV 扩径导线 50 万元/千米计算,750kV 变压器需求金额合计 3.6 亿元,750kV 扩径导线需求金额 13.95 亿元。

表 5 750kV 变压器和扩径导线需求

	2010-2012 年	2013-2015 年	合计
变压器容量 (MVA)	5500	6500	12000
线路长度 (kl)	530	2260	2790
变压器金额 (万元)	16500	19500	36000
扩径导线金额 (万元)	26500	113000	139500

数据来源：安信证券研究中心

3. 煤电铝、煤电硅一体化有望形成

特变电工目前拥有将军隔壁和帐篷沟煤矿的探矿权,储量分别为 80 亿吨和 40 亿吨,09 年帐篷沟煤矿开始了槽探剥离项目,我们预计 2010 年帐篷沟煤矿采矿权可以拿到,拿到采矿权就可以开始产煤。按照 500 万吨/年的产量,吨煤净利润 50 元计算,将增

加 2.5 亿元的净利润。

特变电工的相对控股子公司新疆众和在煤炭基地附近目前拥有热电联产机组 10 万千瓦，在建热电联产机组 30 万千瓦，在建机组 2011 年一季度预计投产。煤矿投产后，将形成煤-电-铝一体化。特变电工的 1500 吨多晶硅项目也煤炭基地附近，煤矿投产后，也将形成煤-电-硅一体化。

4. 铜-电力设备一体化值得期待

铜是变压器和电线电缆重要的原材料，我们测算特变电工 2009 年用铜量大约在 6 万吨。这次新疆调研我们了解到特变电工和新疆众和都在勘探铜矿，不论特变电工还是新疆众和找到铜矿并开采的话都会给特变电工带来巨额收益，同时形成铜-电力设备的上下游一体化，降低铜价波动对公司业绩的影响。

5. 做大做强工程业务

目前特变电工的工程业务在主营收入中占比约 10%，公司未来的目标是占比要达到 30%，我们从新疆电力设计院了解到，最近特变电工委托了一个吉尔吉斯斯坦的项目，从设计费推算工程合同金额大约 3 亿元。

6. 盈利预测与投资评级

我们维持前期盈利预测，09-11 年 EPS 为 0.93 元、1.14 元、1.37 元，目标价位 30 元，维持“买入-B”投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-8-17

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,931.2	12,518.9	15,318.2	16,853.6	19,392.8	成长性					
减: 营业成本	7,202.3	9,955.6	11,721.2	12,728.6	14,629.1	营业收入增长率	45.4%	40.2%	22.4%	10.0%	15.1%
营业税费	25.5	56.2	46.0	50.6	58.2	营业利润增长率	95.0%	98.7%	64.1%	19.9%	19.1%
销售费用	594.3	740.5	905.3	996.0	1,146.1	净利润增长率	134.3%	78.7%	73.9%	22.6%	19.8%
管理费用	383.6	488.5	597.4	657.3	756.3	EBITDA 增长率	62.3%	57.6%	51.8%	20.1%	15.9%
财务费用	195.0	145.7	135.0	140.1	126.1	EBIT 增长率	70.0%	68.2%	56.3%	18.8%	17.5%
资产减值损失	32.7	60.4	29.2	28.1	7.3	NOPLAT 增长率	88.4%	54.7%	55.1%	18.6%	17.2%
加: 公允价值变动收益	-	-0.5	-0.5	-	-	投资资本增长率	-2.0%	53.4%	25.1%	-8.4%	-8.8%
投资和汇兑收益	99.9	116.0	64.6	82.5	111.9	净资产增长率	41.6%	77.7%	25.2%	24.1%	20.4%
营业利润	597.8	1,187.5	1,948.3	2,335.4	2,781.5	利润率					
加: 营业外净收支	99.5	27.5	46.0	50.0	53.0	毛利率	19.4%	20.5%	23.5%	24.5%	24.6%
利润总额	697.3	1,215.0	1,994.3	2,385.4	2,834.5	营业利润率	6.7%	9.5%	12.7%	13.9%	14.3%
减: 所得税	86.8	136.1	239.3	286.2	340.1	净利率	6.0%	7.7%	10.9%	12.2%	12.7%
净利润	610.5	1,078.9	1,755.0	2,099.1	2,494.4	EBITDA/营业收入	10.7%	12.0%	14.9%	16.3%	16.4%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	8.9%	10.6%	13.6%	14.7%	15.0%
货币资金	2,033.2	3,470.1	4,171.1	7,069.9	9,940.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	83	66	65	78	76
应收帐款	1,598.1	1,857.4	2,291.4	2,521.1	2,900.9	流动营业资本周转天数	45	36	47	46	31
应收票据	237.8	242.6	377.7	415.6	478.2	流动资产周转天数	231	241	264	310	349
预付帐款	908.1	1,822.8	2,408.8	3,045.3	3,776.7	应收帐款周转天数	51	45	45	47	46
存货	2,022.3	2,588.5	3,209.7	3,485.5	4,006.0	存货周转天数	72	67	69	72	70
其他流动资产	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	总资产周转天数	352	362	391	431	452
可供出售金融资产	51.6	41.0	41.0	41.0	41.0	投资资本周转天数	159	142	158	153	122
持有至到期投资	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	投资回报率					
长期股权投资	271.5	611.4	611.4	611.4	611.4	ROE	18.3%	18.2%	23.7%	22.8%	22.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.1%	7.1%	9.7%	9.5%	9.4%
固定资产	2,163.0	2,412.9	3,150.1	4,173.4	3,998.7	ROIC	19.6%	31.0%	31.3%	29.7%	38.0%
在建工程	218.5	1,289.1	1,095.6	52.2	-	费用率					
无形资产	464.1	683.9	697.8	711.3	724.3	销售费用率	6.7%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
其他非流动资产	23.3	93.7	39.8	10.2	9.0	管理费用率	4.3%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
资产总额	10,030.6	15,152.6	18,133.6	22,176.1	26,525.3	财务费用率	2.2%	1.2%	0.9%	0.8%	0.7%
短期债务	571.3	512.9	800.0	960.0	1,152.0	三费/营业收入	13.1%	11.0%	10.7%	10.6%	10.5%
应付帐款	967.7	1,796.3	1,477.2	1,604.1	1,843.7	偿债能力					
应付票据	398.6	236.8	642.3	697.5	801.6	资产负债率	66.8%	60.9%	59.1%	58.5%	58.2%
其他流动负债	3,603.3	4,027.0	5,054.5	6,755.2	8,719.9	负债权益比	200.8%	155.7%	144.5%	141.0%	139.5%
长期借款	967.3	1,989.0	2,189.0	2,389.0	2,389.0	流动比率	1.23	1.52	1.56	1.65	1.69
其他非流动负债	187.3	665.1	553.4	568.8	543.4	速动比率	0.86	1.12	1.16	1.30	1.37
负债总额	6,695.5	9,227.1	10,716.3	12,974.6	15,449.5	利息保障倍数	4.07	9.15	15.44	17.67	23.06
少数股东权益	868.4	711.1	780.2	820.4	850.7	分红指标					
股本	854.0	1,198.3	1,797.4	1,797.4	1,797.4	DPS(元)	0.02	0.11	0.09	0.11	0.27
留存收益	1,612.6	4,016.1	4,839.7	6,583.7	8,427.7	分红比率	7.9%	20.0%	10.0%	10.0%	20.0%
股东权益	3,335.1	5,925.5	7,417.2	9,201.5	11,075.8	股息收益率	0.1%	0.6%	0.5%	0.7%	1.6%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	610.5	1,078.9	1,755.0	2,099.1	2,494.4	EPS(元)	0.30	0.54	0.93	1.14	1.37
加: 折旧和摊销	180.8	194.0	197.9	263.9	267.7	BVPS(元)	1.86	3.30	4.13	5.12	6.16
资产减值准备	32.7	60.4	29.2	28.1	7.3	PE(X)	57.2	32.0	18.4	15.0	12.5
公允价值变动损失	-	0.5	-0.5	-	-	PB(X)	9.2	5.2	4.2	3.3	2.8
财务费用	166.1	184.3	173.8	135.0	140.1	P/FCF	-	-63.0	46.7	10.1	9.5
投资收益	-99.9	-116.0	-64.6	-82.5	-111.9	P/S	3.4	2.5	2.0	1.8	1.6
少数股东损益	72.0	116.2	81.3	47.3	35.6	EV/EBITDA	16.8	14.2	13.9	10.7	8.4
营运资金的变动	511.7	929.6	-754.7	712.4	578.6	CAGR(%)	50.9%	32.2%	40.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	688.8	2,369.8	1,378.5	3,208.5	3,397.8	PEG	1.1	1.0	0.5	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-334.8	-2,463.5	-685.9	-167.5	61.9	ROIC/WACC	2.1	3.3	3.3	3.2	4.1
融资活动产生现金流量	519.8	1,530.5	184.8	14.7	-425.8	REP	2.0	1.1	1.3	1.3	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，4 年证券从业经验。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。新财富 2007 年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034