

电力设备行业

报告原因: 研究报告

2010 年 2 月 25 日

基础数据: 2010 年 2 月 23

收盘价(元)	21.98
每股净资产(元)	3.6
资产负债率%	57.78
总股本/流通 A 股(亿)	18/18
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

相关研究

分析师

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座
28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

特变电工(600089)

买入

特高压建设仍值得期待, 海外市场或将成为增长新动力

公司研究/研究报告

投资要点:

● **公司业绩符合预期:** 2009 年公司实现营业收入 147.54 亿元, 比上年增长 17.9%; 实现归属上市公司股东净利润 15.29 亿元, 比上年增长 58.8%; 实现每股收益 0.85 元。2009 年公司的收入增速减缓, 但由于原材料价格下降以及高端产品比例提高, 公司毛利率提高约 3 个百分点, 公司利润仍保持较高增长。

● **公司市场份额提升明显, 2010 年国网投资额减少, 特高压建设仍有保障:** 国家电网 2010 年预计完成电网建设投资 2274 亿元, 同比下降 25.56%。我们认为 09 年国家电网多个特高压项目延迟, 2010 年有望将加快核准, 特高压市场仍有保障。公司在 2009 年国网招标中变压器产品的市场份额大幅提高, 公司 220kV、500kV 和 750kV 变压器的中标份额分别达到 23%、37%和 79%, 排名第一, 特高压的市场份额优势明显。在国网投资减少的背景下公司仍可能取得可观的订单。

● **海外建设工程, 不容忽视的业绩增长新动力:** 随着全球经济的复苏, 周边国家及部分国际市场对高端输变电产品的需求仍然非常旺盛, 公司作为亚太地区最大的变压器制造商, 已经树立了公司良好的国际品牌形象, 为公司进一步实施国际化战略奠定了良好的基础。目前看海外建设工程已经占公司收入的比例接近 18%, 占比已经较为可观, 且盈利能力较强, 如若真能实现高速增长对公司利润增长的带动较为可观。

● **太阳能拖累公司业绩, 未来可能成为业绩增长推动力:** 受太阳能产业的持续低迷影响, 公司该业务毛利率继续走低并出现了亏损, 但亏损幅度不大, 对公司业绩拖累影响较小。我国太阳能资源西部较为丰富, 尤其是新疆、西藏、内蒙等地区, 如若我国大规模发展太阳能产业, 公司的地理优势明显。随着石油、煤炭等一次能源价格的上涨, 太阳能发电的成本与传统能源的成本差异逐步缩小, 有利于太阳能产业的进一步发展。公司一体化太阳能产业链已经形成, 为公司未来盈利储备了增长点。

● **煤矿业务, 长期潜在的利润增长点。** 公司拥有将军戈壁和帐篷沟煤矿的探矿权, 总资源储量超过 130 亿吨, 可采 60 亿吨, 尚未取得采矿权, 公司初步计划达成 300 万吨的生产能力, 未来仍可能扩产, 采矿权如果申请成功, 未来成为公司利润的又一贡献点。新疆地区虽然由于运输问题目前煤炭价格和其他地区有很大差距, 但随着铁路的建设, 优质动力煤价格有较大的上涨空间, 从长期看将是公司利润核心贡献之一。

● **投资建议:** 不考虑太阳能及煤矿业务, 预计公司 2010-2011 年每股收益分别为 0.98 元、1.28 元, 对应目前股价的市盈率分别为 22 倍和 17 倍, 考虑到公司特高压变压器及电缆的技术优势、公司良好的国际品牌以及太阳能产业链、煤矿的长期利润储备点, 公司仍具备较大估值优势, 给予“买入”的投资评级。

● **投资风险:** 原计划特高压项目进一步推迟或取消; 原材料价格炒预期上涨; 海外项目建设风险; 太阳能发电业务持续低迷; 煤矿未能取得采矿权。

目 录

一、	基本情况	2
二、	变压器业务——特高压仍值得期待	2
	变压器业务——增速放缓，毛利率提升	2
	国网投资增速减缓，公司市场份额上升，特高压值得期待	4
三、	其他业务——业绩增长点众多	5
	海外建设工程——不容忽视的业绩增长新动力	5
	电线电缆——高端化路线，毛利率有所提升，增速减缓	6
	太阳能拖累公司业绩，未来可能成为业绩增长推动力	7
	煤矿业务——长期潜在的利润增长点	8
四、	盈利预测	8
五、	投资建议	10
六、	投资风险	10

一、基本情况

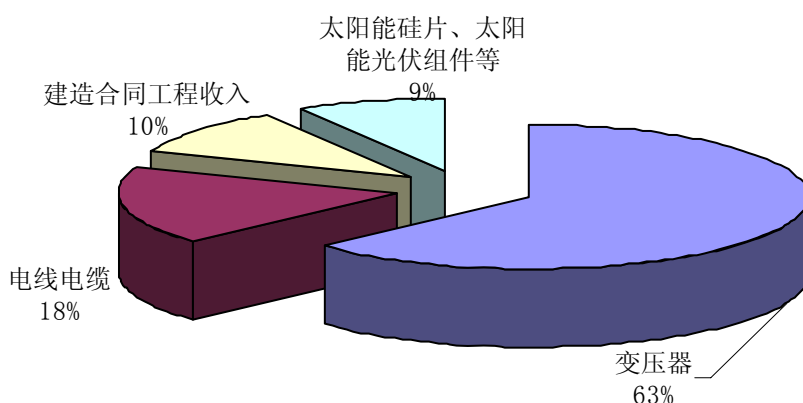
公司是我国变压器龙头企业，2009年公司220kV、500kV 和750kV 变压器的中标份额分别达到23%、37%和79%，排名第一，特高压的市场份额优势明显。除了变压器业务外，公司还涉及高压电缆、国际输变电项目工程、新能源、煤炭等业务，详细业务结构见图1。

2009 年公司实现营业收入147.54 亿元，比上年增长17.9%；实现归属上市公司股东净利润15.29 亿元，比上年增长58.8%；实现每股收益0.85 元；扣除非经常损益实现每股收益0.815。

截止2009 年12 月31 日，公司未履约订单近173 亿元，是2009年公司营业收入的1.17倍，足以保证2010年近20%的收入增速。

公司2010年整体经营目标：力争实现营业收入160 亿元（合并报表），力争实现归属于上市公司股东的净利润17 亿元（合并报表），对应每股收益0.944元，按照目标公司2010年业绩仍有16%的增长（09年按照扣除非经常损益收益计算）。公司经营目标一般较为保守，公司2010年业绩仍存在超预期的可能。

图1：公司2009年收入结构



资料来源：公司公告

二、变压器业务——特高压仍值得期待

变压器业务——增速放缓，毛利率提升

2009年公司变压器业务实现营业收入89.65亿元，同比增长20.77%，增速有所下降。变压器毛利率28.44%，较08年提升了3个百分点，主要由于原材料较2008年环比下降幅度较大。此外，需要强调的是虽然原材料价格波动较大，但公司毛利率连续三年提升，主要由于公司高电压等级产品增加，而高电压等级产品由于竞争对手较少盈利能力较高。

公司从事变压器生产的有特变电工沈阳变压器集团有限公司、特变电工衡阳变压器有限公司、特变电工天津市变压器有限公司以及特变电工新疆变压器厂。各变压器公司的主要分工见表1，2009年各公司销售收入比例见图4，可以看出沈变和衡变收入占公司变压器总收入的80%以上，是公司变压器的核心收入来源。而从增速看，沈变和衡变5年的快速增长带动了公司业务整体的快速增长，2009年沈变和衡变增速均有所回落，详见图5-8，这也是公司变压器业务09年增速回落的主要原因。

图2：变压器收入及其增速

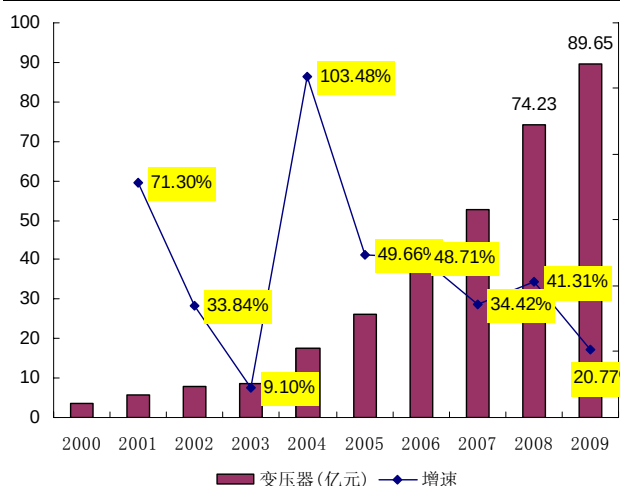
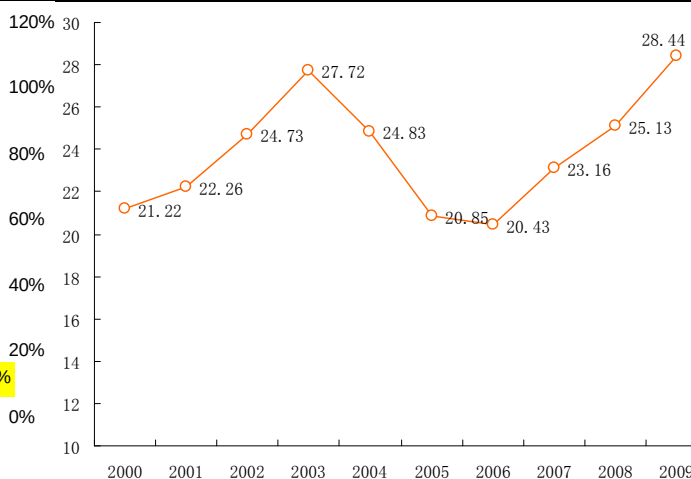


图3：变压器业务毛利率情况



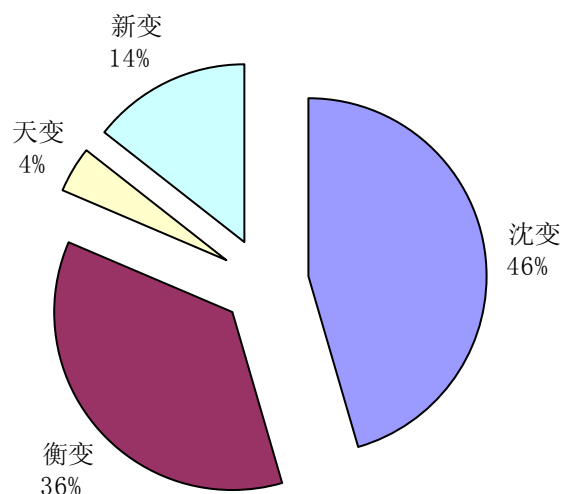
资料来源：公司公告

表1：变压器业务各公司定位情况

旗下公司	定位
特变电工沈阳变压器集团有限公司	重点定位为 500kV 直流换流产品和 1,000kV 产品
特变电工衡阳变压器有限公司	重点定位在 500kV 及以上的电抗器产品。
特变电工天津市变压器有限公司	主要从事干式变压器业务，与其他三家企业业务不存在重合和竞争。
特变电工新疆变压器厂	主要生产 330kV 以下的电力变压器、铁路牵引变压器和配电变压器及特种变压器产品，市场主要客户为各铁路建设单位、西北地区的电力、电网企业和中石油系统

资料来源：公司公告

图4：2009年变压器根公司收入贡献比例



资料来源：公司公告

图5: 沈阳变压器收入及增速

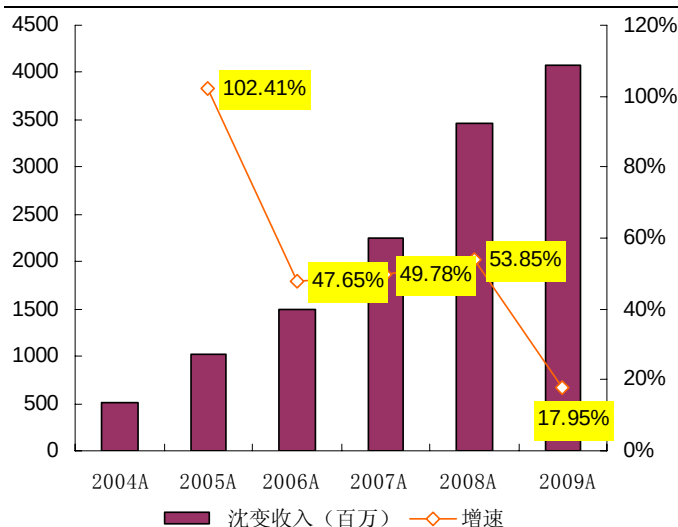
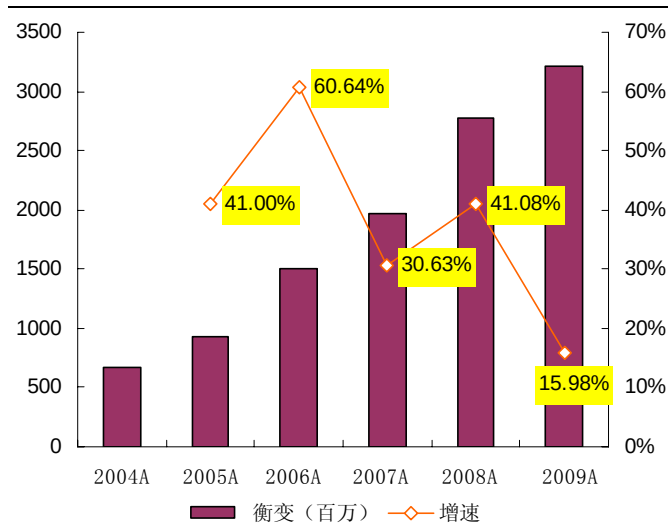


图6: 衡阳变压器收入及增速



资料来源: 公司公告

图7: 新疆变压器厂收入及增速

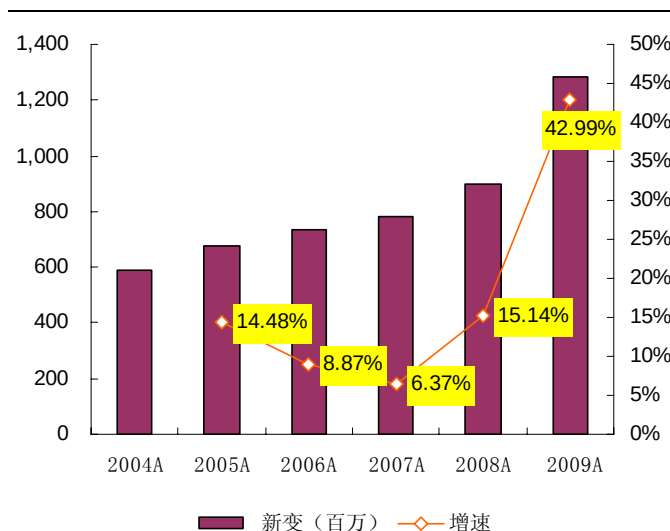
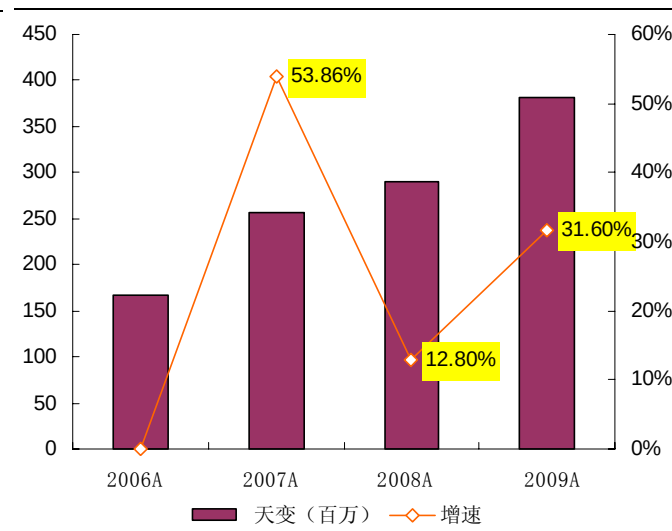


图8: 天津变压器收入及增速



资料来源: 公司报告

国网投资增速减缓，公司市场份额上升，特高压值得期待

国家电网2010年预计完成电网建设投资2274亿元，同比下降25.56%，国网计划投资额的下降对输变电行业造成了负面影响，部分产品的招标数量和价格可能继续下降，对主要输变电设备公司未来收入增长带来了考验。

我们认为09年国家电网多个特高压项目延迟，2010年有望将加快核准，包括淮南-上海、锡盟-南京、陕北-长沙、溪洛渡-浙西等特高压项目，详见表2。在国网投资减少的情况下，特高压建设可能仍有保障。而公司在2009年国网招标中变压器产品的市场份额大幅提高，公司220kV、500kV和750kV变压器的中标份额分别达到23%、37%和79%，排名第一，特高压的优势明显，2010年国网投资减少的背景下公司仍可能取得可观的订单，支撑变压器业务的稳定增长。

除电网外公司积极拓展其他市场，公司中标溪洛渡等大型水电项目，水电市场占有率居行业之首；成为国内核电、大型火电产品的主要供应商；公司努力开拓风电、铁路、石油石化等新兴市场，取得突破。新的市场的开拓有利于公司变压器业务减轻依赖电网投资的局面。

公司目前承接的特高压项目包括四川向家坝-上海±800kV 和云南-广东±800kV 特高压直流换流变压器项目，将在2010-2011年贡献收入。

表2：2010年特高压可能审批项目

工程项目名称	概况
淮南—上海 1000kV 交流	工程新建淮南站、皖南站、浙北站和上海沪西站，本期按 500KV 开关站建设，远景按 1000KV 变电站规划，线路总长度为 2*656km，全线按同杆双回路设计，初期降压运行，输电容量为 4000MVA—4500MVA；远景升压后输送能力达到 12000MVA，工程静态总投资约 227 亿元。
锡盟—上海西 1000kV 交流	工程新建特高压变电站 9 座，扩建 1 座，新增变电容量 4800 万 kVA，新建特高压同塔双回线路 2288km，工程静态总投资约 756 亿元。
陕北—长沙 1000kV 交流	工程包括新建陕北、长沙 1000 千伏变电站，扩建晋东南 1000 千伏变电站、南阳 1000 千伏变电站、荆门 1000 千伏变电站。
蒙西—潍坊 1000kV 交流	线路全长 2*1020km，包括 5 个变电站，变电容量 2100 万 kVA。
雅安—南京北 1000kV 交流	雅安—南京北 1000 千伏交流特高压输变电工程，是西电东送的重要工程，其中雅安—重庆—万县—荆门段将作为川渝特高压首期工程，于 2012 年建成。
东北工程 1000kV 交流	工程包括新建或扩建宝清 1000 千伏变电站、哈尔滨 1000 千伏变电站、吉林 1000 千伏变电站、本溪 1000 千伏变电站及相关线路。

资料来源：山西证券

三、 其他业务——业绩增长点众多

海外建设工程——不容忽视的业绩增长新动力

随着全球经济的复苏，周边国家及部分国际市场对高端输变电产品的需求仍然非常旺盛，公司作为亚太地区最大的变压器制造商，已经树立了公司良好的国际品牌形象，为公司进一步实施国际化战略奠定了良好的基础。目前看海外建设工程已经占公司收入的比例接近18%，占比已经较为可观，且盈利能力较强，如若真能实现高速增长对公司利润增长的带动较为可观。

公司目前国际成套工程4 个合同，详见表3，合同总价值约40 亿元人民币。面对国内电网建设投资的下降，公司将加大国际市场开拓力度，有利于维持公司业务的高增长。

图9：建造合同工程收入及增速

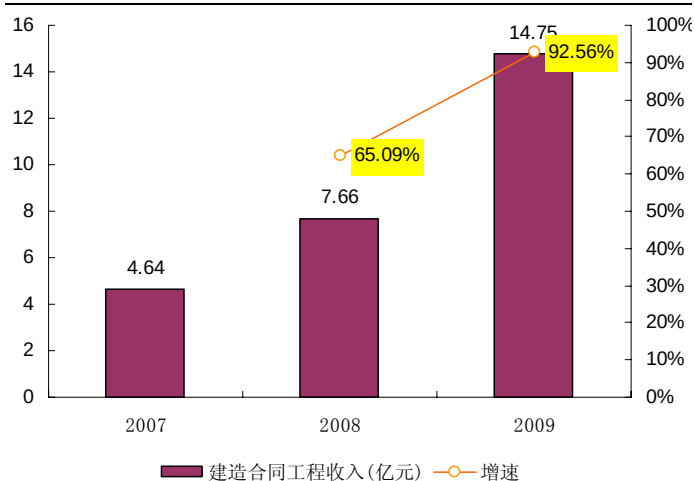
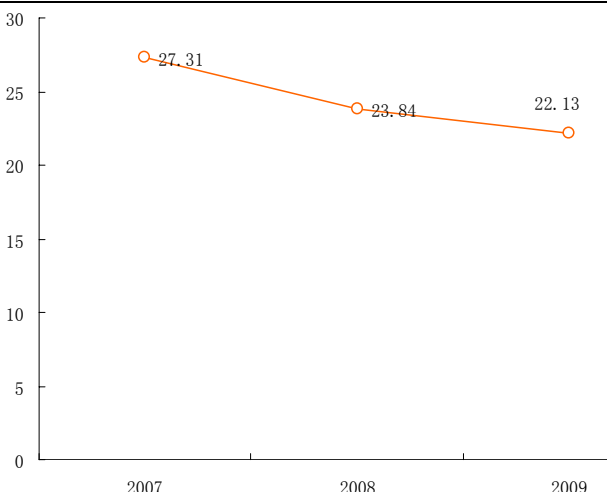


图10：建造合同工程收入毛利率情况



资料来源：公司公告

表3：海外合同在手订单情况

项目	合同金额
苏丹喀土穆北及其它变电站项目	3414 万欧元
苏丹东部电网项目	9419 万欧元
塔吉克斯坦 200kV（罗拉扎尔—喀德隆）及 500kV 新增配套工程	6187.62 万美元
塔吉克斯坦 2×27 万千瓦电厂建设项目	合同总金额尚未确定
合计	约 40 亿人民币

资料来源：公司公告

电线电缆——高端化路线，毛利率有所提升，增速减缓

公司电缆业务走高端路线，近几年收入增速减缓，2009年收入基本与2008年持平，但公司毛利率近两年持续上升，带动了利润仍保持较快增长速度。

特高压建设为公司高压电缆发展带来机会，而高压电缆盈利能力相对较高，公司该业务仍盈利仍有望保持高增长。

图11: 电线电缆业务收入及增速

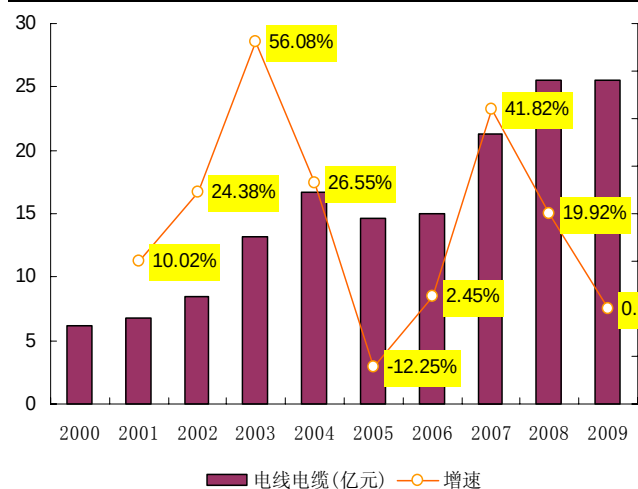
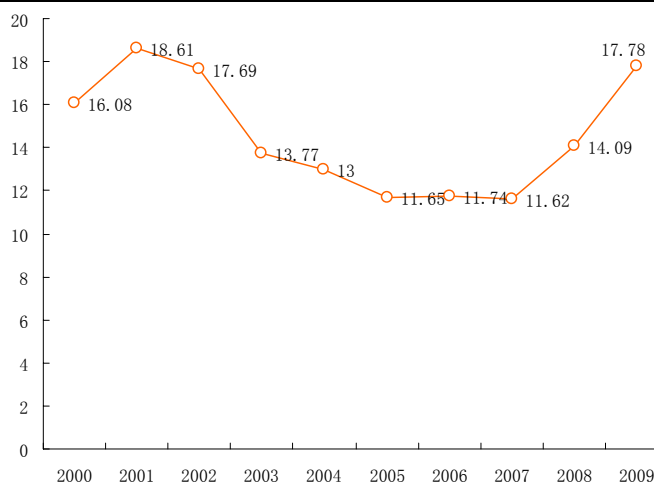


图12: 电线电缆业务毛利率情况



资料来源: 公司公告

太阳能拖累公司业绩, 未来可能成为业绩增长推动力

受太阳能产业的持续低迷影响, 公司该业务毛利率继续走低, 09年该业务出现了亏损, 但亏损幅度不大, 对公司业绩拖累影响较小。我国太阳能资源西部较为丰富, 尤其是新疆、西藏、内蒙等地区, 如若我国大规模发展太阳能产业, 公司的地理优势明显。随着石油、煤炭等一次能源价格的上涨, 太阳能发电的成本与传统能源的成本差异逐步缩小, 有利于太阳能产业的进一步发展。公司一体化太阳能产业链已经形成, 为公司未来盈利储备了增长点。

图13: 太阳能业务收入及其增速

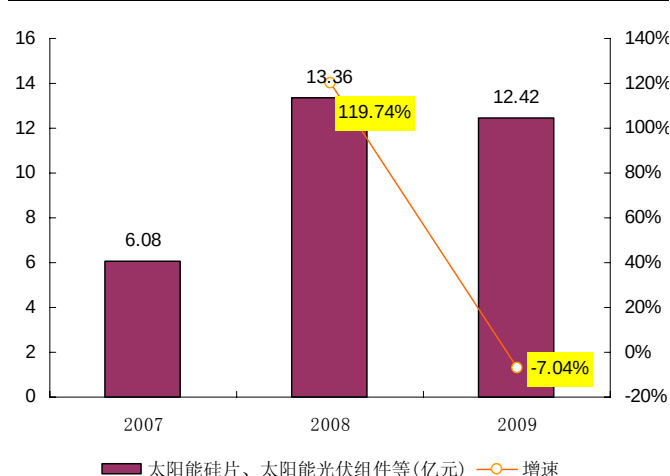
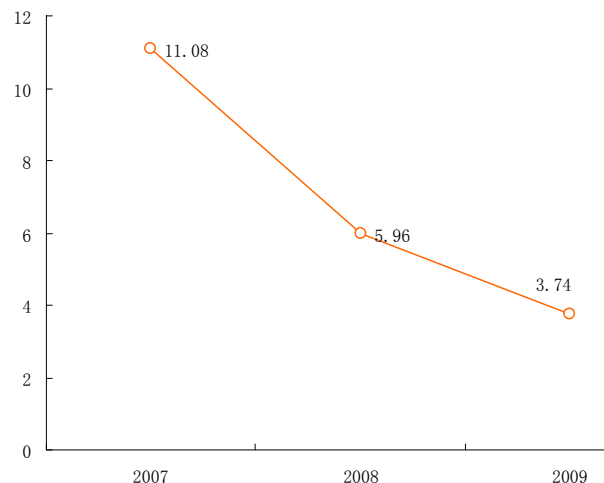
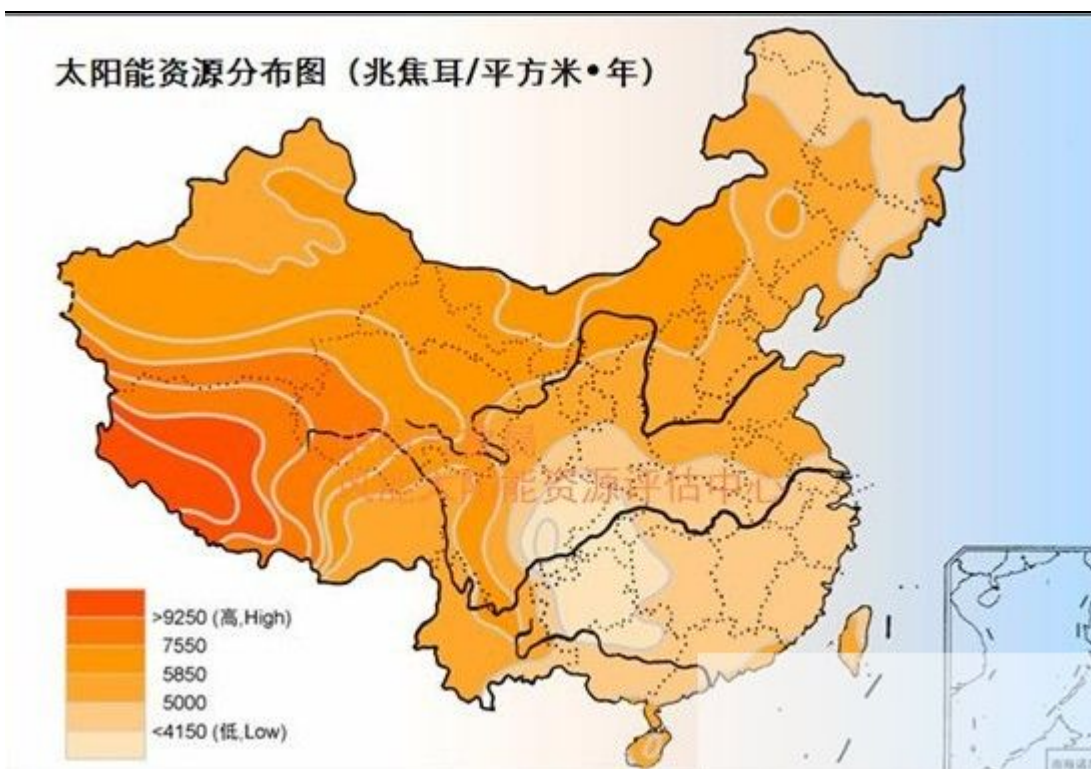


图14: 太阳能业务毛利率情况



资料来源: 公司公告

图15：我国太阳能资源分布图



资料来源：山西证券

煤矿业务——长期潜在的利润增长点

公司拥有将军戈壁和帐篷沟煤矿的探矿权，总资源储量超过130 亿吨，可采60 亿吨，尚未取得采矿权，公司初步计划达成300 万吨的生产能力，未来仍可能扩产。新疆地区虽然由于运输问题目前煤炭价格和其他地区有很大差距，但随着铁路的建设优质动力煤价格有较大的上涨空间，如若取得采矿权，从长期看将是公司利润核心贡献之一。

按照初期吨煤利润50元简单测算，300万吨产能将贡献公司每股收益0.07元，而未来进一步扩产后盈利贡献进一步增加。而伴随着新疆地区交通的成熟和资源价格的上涨未来盈利可能远超于预期。

四、 盈利预测

不考虑太阳能及煤矿业务，预计公司2010-2011年每股收益分别为0.98元、1.28元，公司业务未来仍能保持超过20%的增长速度。由于增发价格及股本尚未确定，盈利预测未考虑增发股本增加。

表 4：分业务收入预测及假设

单位：百万元	2008A	2009	2010E	2011E
--------	-------	------	-------	-------

变压器	7,423	8965	10758	12909.6
增长率	41.31%	20.77%	20%	20%
电线电缆	2,558	2558	3069.6	3683.52
增长率	19.91%	0.00%	20.00%	20.00%
工程收入	766	1475	1770	2655
增长率	65.24%	92.56%	100%	50%
太阳能电池、太阳能系统工程	1,336	1242	1490	1937.52
增长率	119.96%	-7.04%	20.00%	30.00%
总营业收入	12,519	14754	17088	21186
综合增长率	45.18%	17.85%	15.82%	23.98%

资料来源：山西证券

表 5：分业务毛利率假设

主营毛利率 (%)	2008A	2009A	2010E	2011E
变压器	25.13%	28.44%	28%	28%
电线电缆	14.09%	17.78%	18%	18%
工程收入	23.84%	22.13%	23%	23%
太阳能电池、太阳能系统工程	5.96%	3.74%	5%	10%
综合毛利率	20.48%	23.17%	23.68%	23.99%

资料来源：山西证券

表 6：盈利预测

单位：百万元	2008 年报	2009 年报	2010E	2011E
营业收入	12,518.93	14,754.29	17088	21186
营业成本	9,955.61	11,335.13	13041.61	16103.52
综合毛利率	20.48%	23.17%	23.68%	23.99%
营业税金及附加	56.22	67.53	77.66	89.31
销售费用	740.46	876.78	1008.30	1200.00
管理费用	488.51	633.46	800	1000
财务费用	145.7	132.99	140	150
资产减值损失	60.43	36.52	0	0
公允价值变动净收益	-0.47		0	0
投资净收益	116.01	68.52	70	80
对联营企业和合营企业的投资收益	32.27	54.75		
营业利润	1,187.53	1,740.39	2090	2723
营业外收入	55.76	112.55	0	0
营业外支出	28.29	26.19	0	
利润总额	1,214.99	1,826.75	2090	2723
所得税	136.13	247.45	271.76	353.97
净利润	1,078.86	1,579.31	1819	2369
减：少数股东损益	116.23	50.64	60	70
归属于母公司所有者的净利润	962.63	1,528.67	1759	2299
基本每股收益(元)	0.8447	0.85	0.98	1.28

资料来源：山西证券

五、 投资建议

不考虑太阳能及煤矿业务，预计公司2010-2011年每股收益分别为0.98元、1.28元，对应目前股价的市盈率分别为22倍和17倍，考虑到公司特高压变压器及电缆的技术优势、公司良好的国际品牌以及太阳能产业链、煤矿的长期利润储备点，公司仍具备较大估值优势，给予“买入”的投资评级。

六、 投资风险

- 原计划特高压项目进一步推迟或取消
- 原材料价格超预期上涨
- 海外项目建设风险及汇率风险
- 太阳能发电业务持续低迷拖累公司业绩
- 煤矿未能取得采矿权

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。