

特变电工 600089.SH

受益国内市场高端化，开拓海外市场新疆土

——特变电工 2009 年年报点评

事件：

特变电工(600089)25日发布公告，公司2009年实现营业收入147.54亿元，净利润15.79亿元，归属于上市公司股东的净利润15.29亿元，比2008年度分别增长17.86%、58.80%、67.24%；公司09年EPS为0.85元，每10股派1元，不转增，并拟于2010年向社会公众增发股份，募集资金近37亿元。

投资要点：

- **业绩符合预期，变压器业务稳定增长：**09年国网变压器招标总量同比下降24.5%，而特变电工抓住时机抢占了市场份额，占34%；较2008年有大幅提升。在市场需求萧条的情况下，特变电工显现其变压器业务的竞争力。另外公司积极开拓海外业务市场，2009年海外市场业务收入占比达到18.9%。公司变压器业务收入增长21%，毛利率上升至28.4%，公司变压器业务收入占比60%。2009年底，特变电工未履约订单达到173亿元，将有利保证公司未来业绩的增长。
- **国内市场萧条，海外市场撑起半边天空：**虽然国内变压器市场不乐观，但海外市场正在成为公司新的增长点，受益于东南亚、中东等地区电网的新建以及俄罗斯电网的更新，特变09年海外市场收入同比增长18.2%，占比18.9%。公司承担的塔吉克斯坦500kV输变电成套工程提前实现通电运行，使公司建造合同工程收入较08年年同期增长62.22%。近日，子公司特变沈阳中标印度国家电网总金额为约7亿人民币的8个变电站共计5个包的成套工程，交货期为2010年12月至2011年9月。此合同占09年公司建筑合同收入50%以上，为公司未来两年海外收入增长打下坚实基础。我们认为，未来两年公司海外建筑合同业务收入复合增长率可达30%以上。
- **坐拥煤矿资源，产业链逐渐完善：**特变电工的煤矿资源也值得期待。特变电工目前拥有将军隔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。预计2010年便可开始产煤，煤矿投产后，公司将形成“煤-电-铝”产业链。

财务摘要	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	12,518	15,318	17,305	19,246
主营收入同比	40%	61%	13%	12%
净利润(百万元)	1,078	1,755	2,123	2,338
净利同比	78%	73%	21%	10%
EPS(元)	0.8	0.85	1.07	1.19
PE(倍)	27.5	25.8	20.5	18.5

请务必阅读正文之后的重要声明

电 气 设 备

评级：推荐

上次评级：推荐

目标价格：¥ 26.7

当前价格：¥ 21.96

2010.2.26

基础数据

总股本/流通 A 股 (亿股)	17.97/17.97
总市值 (亿元)	394.6
流通市值 (亿元)	394.6
每股净资产 (元)	3.88
净资产收益率 (%)	21.93

交易数据

52 周内股价区间 (元)	15.48~ 26.12
静态市盈率 (倍)	25.1
动态市盈率 (倍)	20.5
市净率 (倍)	5.52

52 周内股价走势



穆 运 周

研究助理

电话

021-32229888*3506

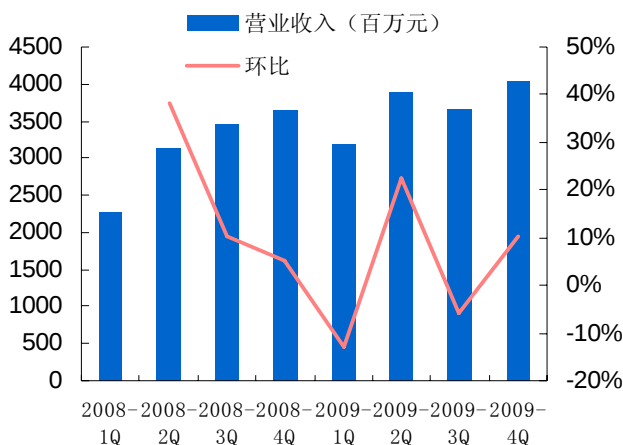
邮箱

muyunzhou@ajzq.com

相关报告

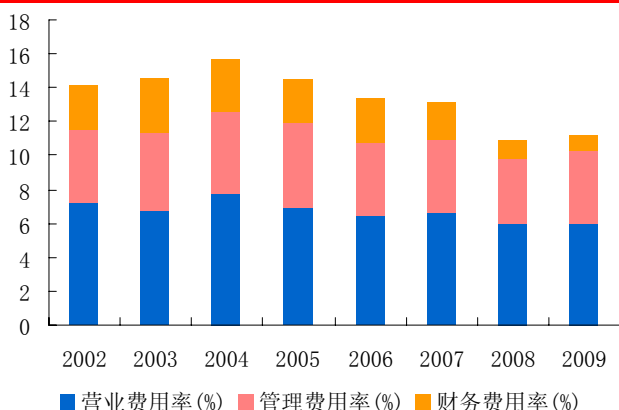
- **10年业务展望，市场将向“M型结构”发展：**2010年国网计划投资2274亿元，大幅下调25.5%。我们认为国网招标结构将向“M型结构”发展，110kV和220kV未来订单将大幅下滑。我们的关注重点应该转向特高压、城农网和智能电网建设方向转移。2010年国网将开建淮南-上海、锡盟-南京、陕北-长沙、溪洛渡-浙西等特高压项目；南网将启动云南-广东、溪洛渡-广东等3项特高压工程，并将启动新一轮农网改造。而特变在500KV和750KV市场占有率分别达到42%和79%，将直接收益于未来市场招标结构的转变。考虑到公司变压器对美国、俄罗斯、印度、东盟等不断扩大的出口规模，以及受益于智能电网试点，在核电市场的占有率也高达65%，我们预计公司10年变压器业务增长为5%左右。
- **公开增发有助于提升产能，提高竞争力：**特变电工拟增发不超过3.5亿股，募集资金净额约为36.98亿元，主要用于超高压项目完善、直流换流变压器产业结构升级以及超高压特种电缆项目建设。特变电工增发项目基本属于扩产或市场拓展，对于提升其长期的技术实力和竞争能力有所帮助。
- **投资策略：**我们维持前期盈利预测，10年和11年EPS分别为1.07元和1.19元，目前10年动态PE为20.5倍，低于行业平均水平，维持“推荐”评级。目标价26.7元。
- **风险提示：**
 1. 国家电网投资额度低于预期
 2. 海外市场开拓不利

图 1:主营收入变化（百万元）



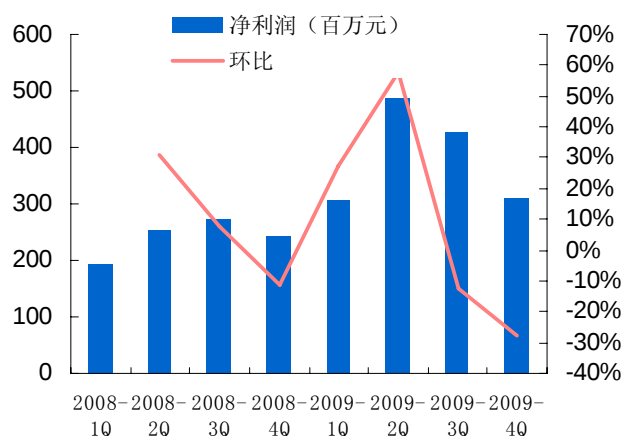
(数据来源: Wind 资讯 爱建证券)

图 3:期间费用构成变化(%)（维持低位）



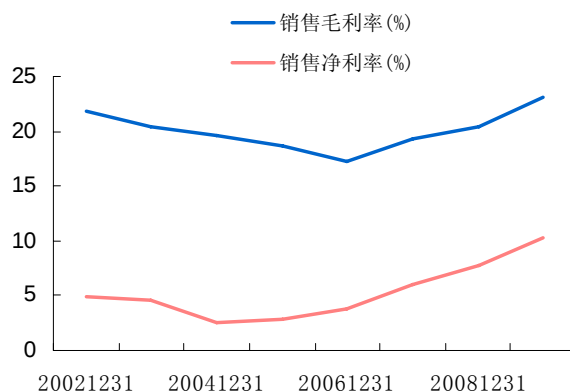
(数据来源: Wind 资讯 爱建证券)

图 2:利润总额变化（百万元）



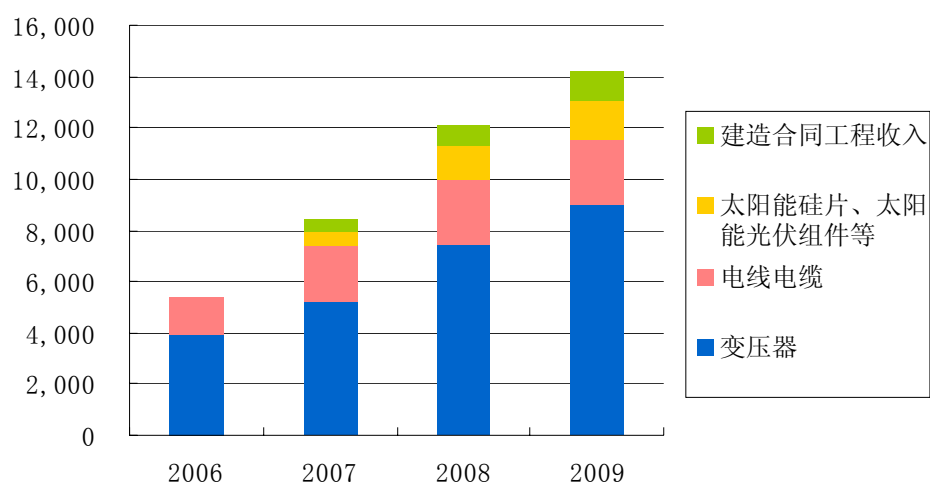
(数据来源: Wind 资讯 爱建证券)

图 4:销售毛利率与销售净利率变化(%)



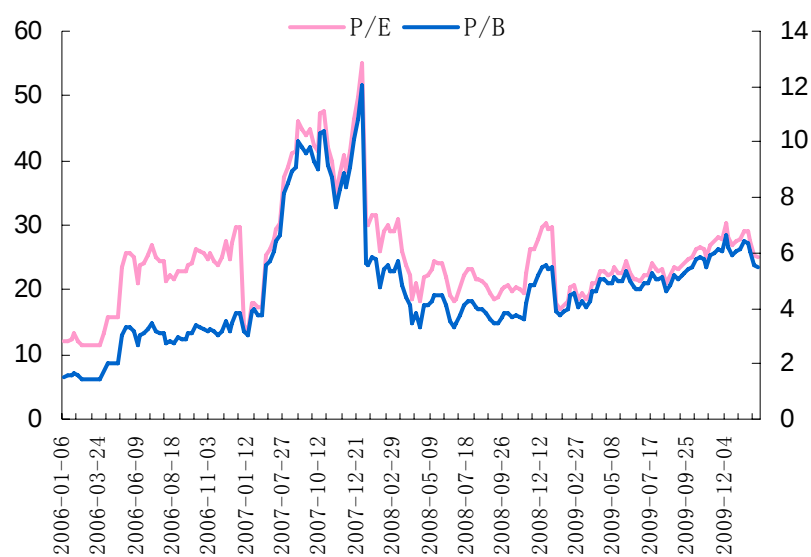
(数据来源: Wind 资讯 爱建证券)

图5:主营业务发展与构成情况（百万元）



（数据来源：Wind 资讯 爱建证券）

图6:上市公司历史PE,PB（PE:25.17，PB:5.52）



（数据来源：Wind 资讯 爱建证券）

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。