

增长明确，增速放缓

——特变电工（600089）动态点评

分析师

周涛

☎(86-10) 88366060-8727

✉zt@cgws.com

徐超

☎(86-10) 88366060-8711

✉xuc@cgws.com

投资评级：推荐（下调）

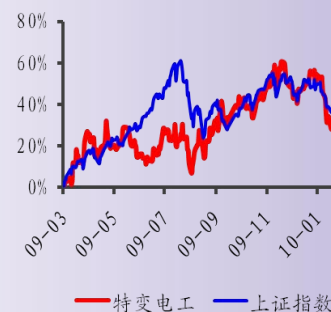
市场数据：当前股价 20.75

总市值（亿元）	373.0
流通市值（亿元）	373.0
总股本（万股）	179737
流通股本（万股）	179737
12个月最高/最低	26.12/15.53

公司盈利预测（百万）

	2009A	2010E	2011E
营业收入	14754	17904	20408
(+/-%)	17.9%	21.3%	14.0%
净利润	1529	1794	2023
(+/-%)	58.8%	17.3%	12.8%
摊薄每股收益	0.850	0.998	1.126
PE	24.4	20.8	18.5

股价表现图



相关报告

《特变电工（600089）：处于成长黄金阶段》

2009.8.20

要点：

- **在手订单充裕：**截止 2009 年 12 月 31 日，公司未履约订单近 173 亿元，公司的产品采取以销定产的方式生产，不存在积压情况。按照 2009 年 143 亿的收入规模，在手订单基本上保证了 2010 年的增长。
- **新能源是未来增长点：**公司太阳能业务占收入比重为 10%，但利润贡献比率低仅 1.5%。由于原材料多晶硅受制于市场，同时 08S4 以来产品价格大跌，公司硅片及组件业务毛利率一直不佳。这一现状将随着 2010 年公司 1500 吨多晶硅项目逐步量产而得以改观。预计太阳能业务继续走量，但价跌，而由于原材料自己自足，综合毛利率有望提升。参考江西赛维 LDK 和浙江昱辉 SOL，预计公司未来 2 年太阳能业务综合毛利率稳步提升至 18%。
- **未来增速放缓：**由于我国电网基本建设投资额度短期内难以出现惊喜，特高压电网建设进度有一些不确定性，我们认为大电网相关的个股需要适当的看淡，例如以变压器、断路器、GIS 等为核心业务的企业。特变电工过去的表现优异，已成为变压器领域的全球之首，09 年国网统一招标，在市场需求下滑 27%的情况下，公司的市场份额由 08 年的 13%提升至 32%，中标数量有一个 80%的增长，变现非常不错，2010 年业绩比较有保障。但是我们也必须看到，公司将面临越来越激烈的竞争，特别是中国西电上市之后，各方争取市场份额的需求越来越明显，我们预计 2010 年及以后，特变电工的变压器业务将面临不太乐观的经营环境，总的市场蛋糕难以继续扩大，市场份额也难以继续大幅度提升，业务规模的增速不能持续。太阳能业务方面，行业固有的“规模扩大、价格下跌、靠管理和规模盈利”的模式，决定了其前景广阔，但盈利未必佳。国际业务方面，公司也面临很多的不确定性。总体来说，公司业绩 2010 年之后将出现增长的瓶颈。
- **盈利预测及估值：**预计 2010-2011 年 eps 分别为 1.00、1.13 元，净利润增速分别为 17.3%、14.4%，下调公司的投资评级至“推荐”，长线投资者可持有。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



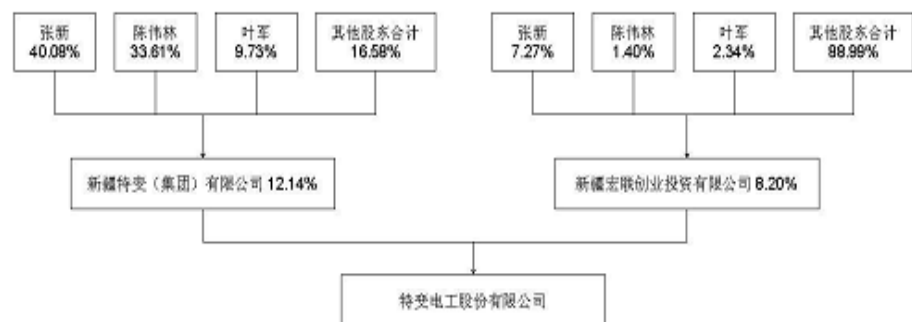
目 录

1. 股东及资本运作.....	2
2. 各业务现状及前景.....	4
2.1 变压器.....	4
2.2 电线电缆.....	5
2.3 新能源.....	5
2.4 工程业务.....	6
3. 业绩预测.....	6

1. 股东及资本运作

股权结构：经历多年发展，特变电工已经成长为具有现代企业制度的股份有限公司，没有绝对控股股东，张新、陈伟林、叶军三位高管通过特变集团及宏联创投持有特变电工 20.34% 股权，为公司实际控制人。其它股东以机构投资者为主。

图 1、股权结构图



资料来源： 09 年报

最近股东：09 年 4 季度，基金小幅减持，前 10 大流通股东持股比例由 3 季度末的 35.72% 降低至 4 季度末的 34.56%。

表 1、前 10 大流通股东比较

2009 年报	占总股本比例	2009 三季报	占总股本比例
新疆特变（集团）	12.14%	新疆特变（集团）	3.8%
新疆宏联创业投资	8.20%	新疆宏联创业投资	3.3%
新疆大明德电力	3.96%	新疆昌吉电力	2.6%
新疆投资发展（集团）	2.46%	新疆投资发展（集团）	2.3%



广发聚丰	2.26%	广发聚丰	2.0%
博时价值增长	1.42%	交银施罗德精选	2.0%
兴业趋势投资	1.18%	上投摩根成长先锋	1.9%
嘉实主题精选	1.17%	博时价值增长	1.9%
易方达 50 指数	0.93%	交银施罗德稳健配置	1.4%
建行银华核心价值	0.84%	上投摩根内需动力	1.1%
合 计	34.56%	合 计	22.3%

资料来源：公司公告、长城证券研究所

资本运作：特变电工自 1997 年 6 月 18 日登陆 A 股以来，先后成功进行 4 次再融资，募集资金约 23 亿元。自 1997 年以来，公司累计现金分红 2.83 亿元（税后）。

表 2、历年融资情况

时间	融资方案	增发股票(万股)	融资价格(元/股)	融资额(万元)
1998.12.13	10 配 3	1163.96	12.0	13968
2000.07.07	10 配 1.875	2059.2	13.8	28417
2004.10.29	10 配 3	3912.48	8.2	32004
2008.08.14	公开发行	8800	17.7	156024
合计				230413
2010 拟	公开发行	35000	10.6	369805

资料来源：公司公告、长城证券研究所

自 1997.6.18 首日收盘价 12.6，至今向后复权价 691.18，增长 55 倍，年复合收益率 36%，约等于净利润复合增速。

需要注意的是，公司 2007-2009 这 3 年累计现金分红比率不足年均净利润的 30%，股东大会已通过增发方案，2010 年拟公开增发能否获批是未知数。另外公司 09 年末账面现金 43.6 亿，资产负债率 58%亦不高，抛出 37 亿元的再融资方案，略显太多。

2010 年融资方案如下：增发预计募集资金净额（扣除发行费用后）为 369,805 万元，用于以下项目。

表 3、2010 年拟募集资金投入项目

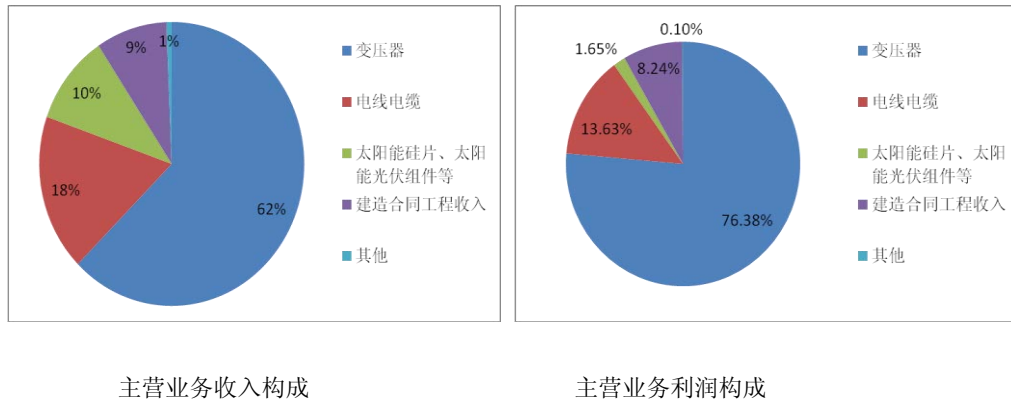
项目名称	拟投入募集资金
超高压项目完善及出口基地建设	78000
直流换流变压器产业结构升级	35,914
特高压交直流变压器套管国产化	26,304
特高压变电技术国家工程实验室	62,347
超高压及特种电缆	75,542
苏丹喀土穆北部工程项目	22,973
苏丹东部电网工程项目	68,725

资料来源：公司公告、长城证券研究所

2. 各业务现状及前景

现有业务结构中，变压器业务是收入和利润的主要贡献力量。

图 2、各业务收入及利润构成



资料来源：09 年报，长城证券研究所

2.1 变压器

公司变压器业务在技术和规模方面优点多多，一言以蔽之，稳坐国内变压器龙头。旗下沈变、衡变、天变、新变分别侧重高压及直流、电抗器、干式变压器、中低压及牵引变压器。

表 4、旗下公司的变压器历年产能（kVA）

旗下公司	07 年底产能	08 年底产能	09 年底产能	2010 年底计划产能	2011 年
沈变	4000	6000	6000	8000	8000
衡变	4000	5000	7000	7000	7000
天变	450	450	600	600	600
新变	1500	1500	1500	2300	5000
合计	9950	12950	15100	17900	20600

资料来源：公司公告、长城证券研究所

2009 年以来，特变电工低价抢占市场，在国网招标中的市场份额稳步提升提升。

表 5、特变电工在国家电网中标情况

批次	特变电工中标（MVA）	当批次合计招标（MVA）	市场份额
P0801	540	20868	2.6%
P0802	3909	35147	11.1%
P0803	4350	37998	11.4%
P0804	3630	35002	10.4%
P0805	9510	35618	26.7%
P0806	4530	26428	17.1%
P0807	3120	26886	11.6%
P0808	2244	25964	8.6%



P0901	6150	19724	31.2%
P0902	6058	23080	26.2%
P0903	3113	15843	19.6%
P0904	8814	20608	42.8%
P0905	5235	17343	30.2%
P0906	12848	30840	41.7%
P0907	10134	30402	33.3%
P0908	5022	20544	24.4%
合计	89207	422295	21.1%

资料来源：国家电网主页，长城证券研究所

表 6、公司变压器业务历年产量、市场占比及行业增速提价

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
变压器产量(kVA)	7094.0	8015.0	9580.0	13085.0	15000.0	17900	19690	21659
市场份额%	11.3	10.9	10.6	11.4				
全行业同比增长		17.5%	22.3%	27.8%				
通胀及提价		30.7%	12.5%	3.5%	5.4%	5%	5%	5%
收入	264635.7	390758.7	525288.7	742263.3	896525.1	1123346	1297465	1498572
增长率		47.66%	34.43%	41.31%	20.78%	19.33%	15.50%	15.50%
毛利率	21.49%	20.43%	23.16%	25.13%	28.44%	26%	25%	25%

资料来源：公司公告、长城证券研究所

2.2 电线电缆

公司线缆产业集团的研发中心设在山东新泰，并在华东新泰、西南德阳、西北新疆设立了三个基地，分别是特变电工山东鲁能、特变电工德阳、特变电工新疆线缆厂。

表 7、公司线缆业务历年收入、毛利率

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
电线电缆收入(万元)	146818.5	150351.3	213336.5	255810.3	255847.0	294224.1	323646.5	339828.8
增长率		2.4%	41.9%	19.9%	0.0%	15%	10%	5%
毛利率	11.77%	11.74%	11.62%	14.09%	17.78%	15%	15%	15%

资料来源：公司公告、长城证券研究所

2.3 新能源

公司新能源产业集团主要是子公司新疆新能源，主要从事硅片生产、销售及太阳能系统集成工程业务。

目前拥有硅片产能 64MW（单晶硅 52MW+多晶硅 12MW）。孙公司碧辟佳阳公司、碧辟普瑞公司从事组件业务，拥有组件产能 90MW。另外在太阳能应用方面，公司拥有多项技术。

由于原材料多晶硅受制于市场，同时 08S4 以来产品价格大跌，公司硅片及组件业



务毛利率一直不佳。这一现状将随着 2010 年公司 1500 吨多晶硅项目逐步量产而得以改观。预计太阳能业务继续走量，但价跌，而由于原材料自己自足，综合毛利率有望提升。参考江西赛维 LDK 和浙江昱辉 SOL，预计公司太阳能业务综合毛利率稳步提升至 18%。

表 8、公司太阳能业务历年收入、毛利率

太阳能业务	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	13314.2	26729.4	60752.7	133630.4	147519.8	169647.8	195094.9	224359.2
增长率		100.76%	127.29%	119.96%	10.39%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	24.23%	13.50%	11.08%	5.96%	3.74%	10.00%	15.00%	18.00%

资料来源：公司公告、长城证券研究所

2.4 工程业务

表 9、公司工程业务历年收入、毛利率

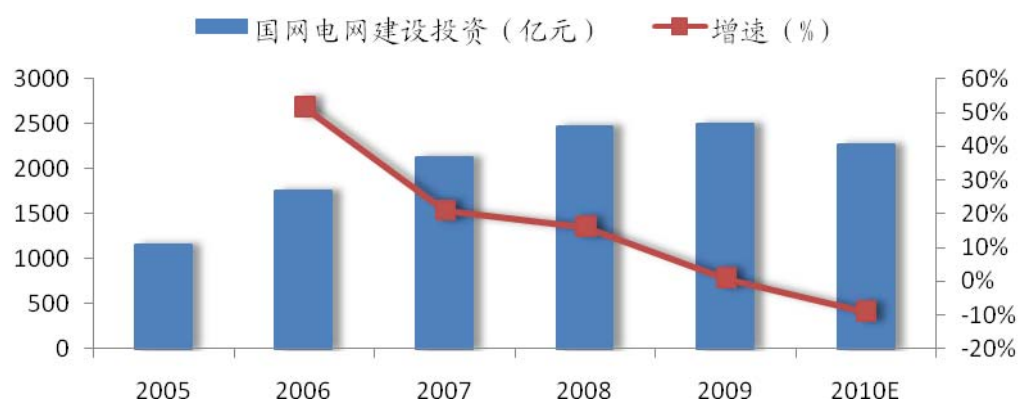
合同工程业务	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	7669.2	11404.2	46372.1	76626.1	124299.3	142944.2	157238.6	172962.5
增长率		48.70%	306.62%	65.24%	62.22%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	33.87%	19.89%	27.31%	23.84%	22.13%	23.00%	22.00%	21.00%

资料来源：公司公告、长城证券研究所

3. 业绩预测

由于我国电网基本建设投资额度短期内难以出现惊喜，特高压电网建设进度有一些不确定性，我们认为大电网相关的个股需要适当的看淡，例如以变压器、断路器、GIS 等为核心业务的企业。特变电工过去的表现优异已成为变压器领域的全球之首，09 年国网统一招标，在市场需求下滑 27%的情况下，公司的市场份额由 08 年的 13%提升至 32%，中标数量有一个 80%的增长，变现非常不错，2010 年业绩比较有保障。但是我们也必须看到，公司将面临越来越激烈的竞争，特别是中国西电上市之后，各方争取市场份额的需求越来越明显，我们预计 2010 年及以后，特变电工的变压器业务将面临不太乐观的经营环境，总的市场蛋糕难以继续扩大，市场份额也难以继续大幅度提升，业务规模的增速不能持续。太阳能业务方面，行业固有的“规模扩大、价格下跌、靠管理和规模盈利”的模式，决定了其前景广阔，但盈利未必佳。国际业务方面，公司也面临很多的不确定性。总体来说，公司业绩 2010 年之后将出现增长的瓶颈。

图 3、 国家电网公司历年电网建设投资规模



资料来源： 国家电网，长城证券研究所

预计 2010-2011 年 eps 分别为 1.00、1.13 元，净利润增速分别为 17.3%、14.4%，
下调公司的投资评级至“推荐”，长线投资者可持有。

利润表（百万元）					主要财务指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	14754	17904	20408	23107	成长性				
营业成本	11335	13940	15907	17914	营业收入增长	17.9%	21.3%	14.0%	13.2%
销售费用	877	1056	1204	1363	营业成本增长	13.9%	23.0%	14.1%	12.6%
管理费用	633	769	876	992	营业利润增长	46.6%	19.6%	13.8%	18.2%
财务费用	133	90	85	72	利润总额增长	50.4%	17.3%	14.4%	18.4%
投资净收益	69	116	128	140	净利润增长	58.8%	17.3%	14.4%	18.4%
营业利润	1740	2082	2370	2800	盈利能力				
营业外收支	86	60	80	100	毛利率	23.2%	22.1%	22.1%	22.5%
利润总额	1827	2142	2450	2900	销售净利率	10.4%	10.0%	10.1%	10.5%
所得税	247	289	331	392	ROE	19.2%	18.3%	17.2%	16.8%
少数股东损益	51	59	68	80	ROIC	19.1%	16.9%	15.9%	17.4%
净利润	1529	1794	2051	2429	营运效率				
资产负债表（百万元）					销售费用/营业收入	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
流动资产	11031	13134	15440	19426	管理费用/营业收入	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
货币资金	4365	4979	6138	8931	财务费用/营业收入	0.9%	0.5%	0.4%	0.3%
应收帐款	1919	2327	2653	3004	投资收益/营业利润	3.9%	5.6%	5.4%	5.0%
应收票据	405	358	408	462	所得税/利润总额	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
存货	2766	3485	3977	4479	应收帐款周转率	8.1%	8.4%	8.2%	8.2%
非流动资产	7837	9307	10443	10345	存货周转率	4.2%	4.5%	4.3%	4.2%
固定资产	6090	7611	8765	8683	流动资产周转率	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%
资产总计	18868	22440	25883	29771	总资产周转率	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
流动负债	8308	10027	11351	12730	偿债能力				
短期借款	616	616	616	616	资产负债率	57.8%	56.2%	53.9%	51.5%
应付款项	3472	4270	4872	5487	流动比率	1.33	1.31	1.36	1.53
非流动负债	2594	2594	2594	2594	速动比率	0.99	0.96	1.01	1.17
长期借款	1606	1606	1606	1606	每股指标（元）				
负债合计	10902	12621	13945	15324	EPS	0.85	1.00	1.14	1.35
股东权益	7966	9819	11938	14447	每股净资产	4.43	5.46	6.64	8.04
股本	1797	1797	1797	1797	每股经营现金流	1.11	1.34	1.50	1.74
留存收益	5174	6968	9019	11448	每股经营现金/EPS	1.3	1.3	1.3	1.3
少数股东权益	995	1054	1122	1202	估值				
负债和权益总计	18868	22440	25883	29771	PE	24.4	20.8	18.2	15.4
现金流量表（百万元）					PEG	1.46	1.27	0.99	-
经营活动现金流	2000	2415	2692	3126	PB	4.7	3.8	3.1	2.6
其中营运资本减少	1476	232	177	186	EV/EBITDA	1.71	1.50	1.32	1.13
投资活动现金流	-1575	-1800	-1532	-334	EV/SALES	24.28	20.01	17.56	15.51
其中资本支出	-1643	-1800	-1500	-300	EV/IC	0.39	0.30	0.27	0.26
融资活动现金流	469	0	0	0	ROIC/WACC	1.76	1.56	1.46	1.60
净现金总变化	894	615	1159	2792	REP	0.22	0.19	0.18	0.16

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

周 涛: 清华大学理学博士, 2007 年加入长城证券, 任新能源电力设备行业分析师。

徐 超: 清华大学工学硕士, 2007 年加入长城证券, 任电力设备新能源行业分析师。

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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 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的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券研究所
地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编: 518034
传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编: 100044
传真: 86-10-88366650
网址: <http://www.cgws.com>