

电力设备行业

报告原因: 三季度业绩点评

2010 年 10 月 28 日

基础数据: 2010 年 10 月 28

收盘价(元)	19.92
每股净资产(元)	5.7
资产负债率%	45.54
总股本/流通 A 股(亿)	20/20
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

相关研究

分析师

梁玉梅

执业证书编号: S0760209090154

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

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

特高压建设投资确定, 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:** 公司 2010 年前三季度实现营业收入 128.80 亿元, 同比增长 20.22%, 实现归属于母公司所有者净利润 13.71 亿元, 基本每股收益 0.752 元, 同比增长 12.38%。

● **“十二五”特高压规划明确投资力度, 设备制造商将大幅受益:** 国家电网“十二五”特高压投资规划出台, 国家电网宣布到 2015 年将建成华北、华东、华中(“三华”)特高压电网, 形成“三纵三横一环网”。三纵包含: 锡盟-南京, 张北-南昌, 陕北-长沙; 三横包含: 蒙西-潍坊, 晋中-徐州, 雅安-皖南; 长三角特高压双环网: 淮南-南京-泰州-苏州-上海-浙北-皖南-淮南。整个“十二五”特高压建设将带来总共 3000 亿左右的投资, 平均到每年接近 500-600 亿。

● **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。2010 年 10 月公司与赞比亚国家电力公司签署了两份电网建设合同, 合同金额合计 3.3 亿美元, 折合人民币约 22 亿元, 占公司目前年度营业收入的 15%左右, 海外市场拓展取得了良好的进展。

● **多晶硅价格反弹, 未来可能成为业绩增长推动力:** 自 2010 年下半年以来由于国际市场需求旺盛, 导致多晶硅原料和太阳能电池组件缺货, 多晶硅价格已经从低谷时低于 50 美元/公斤, 上涨到目前的 100 美元/公斤甚至更高。公司的多晶硅项目预计将产生赢利, 项目详细情况见表。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 0.90 元、1.23 元, 对应目前股价的市盈率分别为 22 倍和 16 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。

表1：重大海外合同在手订单情况

项目	合同金额	年份
赞比亚国家电力公司项目	3.3 亿美元	2010
苏丹喀土穆北及其它变电站项目	3414 万欧元	2009
苏丹东部电网项目	9419 万欧元	2009
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	2009
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	2009

资料来源：公司公告

表 2：公司对晶硅贡献每股收益测算（按照三种假设测算）

	产能	持股 比例	权益产能 (吨/年)	总股本 (亿)	贡献每股收益 (每公斤利润 20 美元)	贡献每股收益 (每公斤利润 15 美元)	贡献每股收益 (每公斤利润 10 美元)
特变电工	1500	75%	1125	20.3	0.07	0.06	0.04

资料来源：公司公告，山西证券 注：按照 100%产能利用测算

表 3：我国已完工和在建特高压线路

线路	长度（公里）	静态总投资额	系统额定电压	自然输出功率
晋东南-南阳-荆门	640	57 亿元	1000 千伏	500 万千瓦
云南-广东	1438	132 亿元	±800 千伏	500 万千瓦
向家坝-上海	1900	180 亿元	±800 千伏	640 万千瓦
锦屏-苏南	2100	200 亿元	±800 千伏	720 万千瓦

资料来源：国家电网公司

表4：“十二五”1000KV交流特高压规划

	线路	新增变电站	新增线路长度 (KM)
三纵	锡盟—南京	锡盟 北京东 天津南 济南 徐州 南京	1550
	张北—南昌	张北 北京西 石家庄 豫北 驻马店 武汉 南昌	1800
	蒙西—长沙	蒙西 晋中 长沙	900
三横	蒙西—潍坊	晋北 潍坊	900
	晋中—徐州		700
	雅安—皖南	雅安 乐山 重庆 长寿 万县 皖南	2100
一环网	淮南—苏州—淮南	淮南 泰州 苏州 上海 浙北	1300
合计			9250

资料来源：山西证券

表5：“十二五”±800KV直流特高压规划

线路	新增线路长度（km）
锦屏-江苏	2100
溪洛渡-浙江	1700
哈密-河南	2400
宁东-绍兴	1700
酒泉-湖南	2400

准东-重庆	2900
蒙西-江苏	1700
彬长-山东	1000
陇东-江西	1800
呼盟-山东	1600
锡盟-南京	1700
溪洛渡-江门	1600
合计	22600

资料来源：山西证券

表 6：特高压设备主要供应商

主要设备	供应商
1000kV 交流特高压变压器	特变电工、天威保变
交流 并联电抗器	中国西电、特变电工
GIS 组合电器	平高电气、新东北电气、中国西电
直流换流变压器	中国西电、特变电工、天威保变
直流 换流阀	许继集团、中国西电西整公司、中国电科院
平波电抗器	中国西电、特变电工、北京电力设备
二次设备	许继电气、南瑞继保、北京四方

资料来源：山西证券

盈利预测

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	10937.3	13671.625
增长率	41.31%	20.77%	22%	25%
电线电缆	2,558	2558	3120.76	3744.912
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%
营业收入	12,519	14754	17318	22009
增长率	45.18%	17.85%	17.38%	27.08%

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	17318	22009
营业成本	9,955.61	11,335.13	13212.66	16702.52
综合毛利率	20.48%	23.17%	23.71%	24.11%
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	2150	2947
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	2150	2947
所得税	136.13	247.45	257.98	383.14
净利润	1,078.86	1,579.31	1892	2564
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	1832	2494
基本每股收益(元)	0.47	0.75	0.90	1.23

资料来源: 山西证券

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。