



# 首台特高压升压变压器意义重大

增持（维持）

## 投资要点：

- 公司研发出特高压升压变压器，可将 27kv 直接升压至 1100kv
- 海外市场开拓、新能源建设提速以及煤矿资源是公司三大潜在增长点
- 不考虑煤炭资源收益，2011 年 EPS 约 1.20 元，维持“增持”评级

- 国内首台特高压升压变压器使公司占据特高压制高点。公司旗下的沈阳变压器集团不久前成功研制出国内首台特高压升压变压器，该变压器额定电压 1100 千伏、三相额定容量 120 万千伏安，可以直接将百万千瓦发电机组的输出电压从 27 千伏升至 1100 千伏。由于该升压变压器能够提高输送能力，降低设备投资，国家电网对特高压交流建设的提速，将使特高压升压变压器的需求快速上升。而目前，特变电工已经在国内率先掌握了该技术，使公司在竞争中处于先机。
- 海外市场开拓有效降低国内价格竞争风险。作为国内具备海外工程总承包资质和能力不多的公司之一，特变电工在海外市场的开拓一直较为顺利，目前占公司收入的比重超过 20%，有效降低了国内变压器等一次设备价格竞争的风险。
- 新能源的快速发展成为业绩新的增长点。公司近日与西安高新区就“特变电工西安新能源产业园项目”签约，该国建成后将具备太阳能电池片 500MW/年、组件 500MW/年、大功率逆变器 1000MW/年、光伏系统集成 300MW/年的产能。而此前公司具备的 1500 吨/年的多晶硅项目正在扩产中，2015 的远期目标是 12000 吨/年。
- 煤矿资源是公司另一大潜在亮点。公司控股 86% 的天池能源目前拥有南露天和帐篷沟共十处煤矿的勘探权，储量共约 130 亿吨，公司预计 2012 年达到 1000 万吨开采规模，而用途包括坑口电站、热电联产以及煤制气等煤化工项目，预计 2012 年可以开始体现业绩。
- 预计 2011 年 EPS 为 1.20 元，维持“增持”评级。基于对国内特高压建设与海外市场开拓的良好预期，在暂不考虑煤炭资源带来收益的前提下，我们维持对公司的盈利预测，预计 2010/11/12 年的 EPS 分别为 0.90、1.20 和 1.53 元，增长明确，维持对公司的“增持”评级。

| 主要经营指标 | 2008     | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|--------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入   | 12518.93 | 14754.29 | 18408.04 | 22678.38 | 27775.41 |
| 增长率    | 40.17%   | 17.86%   | 24.76%   | 23.20%   | 22.48%   |
| 母公司净利润 | 962.63   | 1528.67  | 1832.64  | 2434.02  | 3108.96  |
| 增长率    | 78.74%   | 58.80%   | 19.89%   | 32.81%   | 27.73%   |
| 毛利率    | 20.48%   | 23.17%   | 22.01%   | 22.62%   | 23.07%   |
| EPS    | 0.475    | 0.754    | 0.904    | 1.201    | 1.534    |

## 分析师

王静

S1180207090092

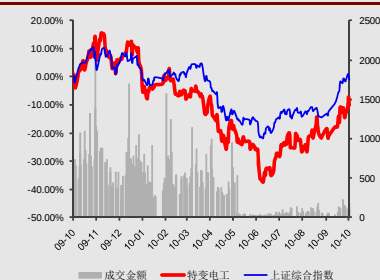
赵曦

S1180511010008

电话：010-88085960

Email: zhaoxi@hysec.com

## 市场表现



## 公司数据

|          |              |
|----------|--------------|
| 总股本（万股）  | 23,096       |
| 流通股（万股）  | 23,096       |
| 控股股东     | 新疆特变（集团）有限公司 |
| 控股股东持股比例 | 11.39%       |

## 相关研究

特变电工深度报告：具备长期投资价值的变压器王者

2010.08.12

特变电工中报点评：光伏开始爆发，业绩确定性增长

2010.08.16

特变电工三季报点评：海外业务与特高压仍是未来亮点

2010.10.27

**表 1 财务报表预测**

| 资产负债表           |        |        |        |        | 利润表           |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位：百万元          | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 单位：百万元        | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| <b>流动资产</b>     | 11,436 | 17,308 | 19,746 | 23,335 | 营业收入          | 14,754 | 18,408 | 22,678 | 27,775 |
| 货币资金            | 4,121  | 8,275  | 9,771  | 12,037 | 营业成本          | 11,335 | 14,356 | 17,550 | 21,367 |
| 应收与预付款项         | 3,901  | 5,170  | 5,793  | 6,817  | 营业税金及附加       | 68     | 84     | 104    | 127    |
| 存货              | 2,766  | 3,215  | 3,534  | 3,833  | 销售费用          | 877    | 1,068  | 1,293  | 1,555  |
| <b>非流动资产</b>    | 7,172  | 7,507  | 7,612  | 7,499  | 管理费用          | 633    | 755    | 907    | 1,111  |
| 固定资产在建工程        | 6,090  | 6,534  | 6,748  | 6,741  | 财务费用          | 133    | 69     | 32     | 17     |
| 无形资产待摊费用        | 946    | 840    | 734    | 628    | 资产减值损失        | 37     | 40     | 50     | 60     |
| <b>资产总计</b>     | 18,608 | 24,815 | 27,358 | 30,835 | 投资收益          | 69     | 90     | 110    | 130    |
| <b>流动负债</b>     | 7,275  | 8,299  | 8,859  | 9,793  | 利润总额          | 1,827  | 2,207  | 2,933  | 3,748  |
| 短期借款            | 616    | 516    | 466    | 416    | 所得税           | 247    | 318    | 423    | 543    |
| 应付与预收账款         | 6,658  | 7,782  | 8,392  | 9,377  | 净利润           | 1,579  | 1,889  | 2,509  | 3,205  |
| 长期借款            | 1,606  | 1,606  | 1,606  | 1,606  | 少数股东损益        | 51     | 57     | 75     | 96     |
| <b>非流动负债</b>    | 3,367  | 3,367  | 3,367  | 3,367  | 归属母公司净利       | 1,529  | 1,833  | 2,434  | 3,109  |
| <b>负债合计</b>     | 10,642 | 11,666 | 12,226 | 13,161 | <b>EPS（元）</b> | 0.754  | 0.904  | 1.201  | 1.534  |
| 股本              | 1,797  | 2,147  | 2,147  | 2,147  | <b>主要财务比率</b> |        |        |        |        |
| 资本公积            | 2,061  | 5,409  | 5,409  | 5,409  | <b>成长能力</b>   |        |        |        |        |
| 留存收益            | 3,113  | 4,632  | 6,649  | 9,225  | 营业收入          | 17.86% | 24.76% | 23.20% | 22.48% |
| 少数股东权益          | 995    | 1,051  | 1,127  | 1,223  | 净利润           | 46.39% | 19.63% | 32.81% | 27.73% |
| 归属于母公司权益        | 6,972  | 12,188 | 14,205 | 16,781 | <b>获利能力</b>   |        |        |        |        |
| <b>负债股东权益合计</b> | 18,608 | 24,905 | 27,558 | 31,165 | 毛利率           | 23.17% | 22.01% | 22.62% | 23.07% |
| <b>现金流量表</b>    |        |        |        |        | 净利率           | 10.70% | 10.26% | 11.06% | 11.54% |
| 单位：百万元          | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  | ROE           | 21.93% | 15.04% | 17.13% | 18.53% |
| <b>经营活动现金流</b>  | 2,057  | 1,991  | 2,927  | 3,678  | <b>偿债能力</b>   |        |        |        |        |
| 净利润             | 1,513  | 1,731  | 2,331  | 3,007  | 资产负债率         | 57.19% | 47.01% | 44.69% | 42.68% |
| 折旧摊销            | 258    | 825    | 945    | 1,052  | 流动比率          | 1.33   | 1.82   | 1.97   | 2.13   |
| 资产减值损失          | 37     | 40     | 50     | 60     | 速动比率          | 0.99   | 1.47   | 1.60   | 1.77   |
| 利息费用            | 110    | -11    | -68    | -103   | <b>营运能力</b>   |        |        |        |        |
| <b>投资活动现金流</b>  | -1,575 | -1,132 | -1,032 | -932   | 总资产周转率        | 0.79   | 0.74   | 0.83   | 0.90   |
| <b>融资活动现金流</b>  | 469    | 3,295  | -400   | -480   | 应收账款周转率       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| <b>现金流量净额</b>   | 952    | 4,154  | 1,496  | 2,266  | 存货周转率         | 6.35   | 6.27   | 7.29   | 7.25   |

注：资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

### 分析师简介:

**王静:** 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

**赵曦:** 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

### 机构销售团队

| 重点机构                                              | 华北区域                                               | 华东区域                                               | 华南区域                                                |
|---------------------------------------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
| <b>曾利洁</b><br>010-88085790<br>zenglijie@hysec.com | <b>郭振举</b><br>010-88085798<br>guozhenju@hysec.com  | <b>张璐</b><br>010-88085978<br>zhangjun3@hysec.com   | <b>崔秀红</b><br>010-88085788<br>cuixiuhong@hysec.com  |
| <b>贾浩森</b><br>010-88085279<br>jiahaosen@hysec.com | <b>牟晓凤</b><br>010-88085111<br>muxiaofeng@hysec.com | <b>王俊伟</b><br>021-51782236<br>wangjunwei@hysec.com | <b>雷增明</b><br>010-88085989<br>leizengming@hysec.com |
|                                                   | <b>孙利群</b><br>010-88085756<br>sunliqun@hysec.com   | <b>赵佳</b><br>010-88085291<br>zhaojia@hysec.com     | <b>罗云</b><br>010-88085760<br>luoyun@hysec.com       |

### 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别     | 评级 | 定义                          |
|--------|----|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上   |
|        | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%  |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上    |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上    |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上    |

### 免责声明:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。