

特变电工 (600089.sh)

输变电行业龙头，长期发展看好

刘智 机械/电力设备 研究员

电话: 020-87555888-405

eMail: lz10@gf.com.cn

三大产业发展格局初步确立

特变电工是中国重大装备制造业的核心骨干企业，拥有对外进出口权和对外工程承包资质，是中国重大装备制造业首家获得“中国驰名商标”和“中国名牌产品”的企业。目前，公司的输变电、新能源和新材料三大产业发展格局已初步确立。

输变电行业龙头地位巩固

在输变电领域，公司有变压器和线缆两大集团，具备国际一流的装备制造和试验能力。在变压器领域，公司的产品技术、工艺装备以及研发制造能力处于国际先进水平；公司的主要线缆产品均获得了“中国名牌”和“国家免检产品”称号。

设立多晶硅公司，新能源产业链更加完整

公司的新能源业务分为三个部分：新疆新能源公司生产硅片、碧辟佳阳公司生产太阳能组件和新成立的多晶硅公司。近年来公司的新能源业务发展比较迅速，但由于多晶硅价格大幅上涨且来源难以保证，盈利情况并不理想。未来随着多晶硅公司的建成投产，公司的新能源产业链将更加完整，盈利将更有保证。

增发项目是公司未来主要盈利增长点

公司拟增发不超过 12000 万股，募集资金 194647.38 万元。募集资金主要用于技改扩产、受让衡变股权和补充流动资金。目前公司变压器产能是 8000 万 KVA，技改扩产后达到 15000 万 KVA。扩产后公司将加快国际化步伐，国际业务占总收入的比例将达到 30%。按照公司预计的项目进展情况，沈变的技改扩产工作 2008 年底可以完成，其他的项目需要 2009 年中期以后。

盈利预测与投资评级

按照现总股份 8.54 亿股计算，我们预测公司未来三年 EPS 分别为 0.68 元、0.89 元和 1.16 元。按照 2008 年 40 倍市盈率，公司一年内的合理价值为 27.20 元，当前市场价格已经高估。但考虑到输变电行业高度景气，公司产能不足问题将逐步解决且手持订单充足，未来发展前景比较乐观，给予“持有”的投资评级。

风险提示

1、公司国际市场的开拓面临着较大的不确定性；2、主要原材料的价格波动对公司的业绩将产生较大影响；3、募投项目风险。

公司评级

持有

当前价格(元)	30.35
目标价格(元)	27.20
前次评级	无评级

股价走势

特变电工(600089)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	2.46%	34.28%	203.20%
上证综指	-1.93%	-9.77%	50.43%

股票数据

总股本(万股)	85,403.88
流通 A 股(万股)	57,619.16
主要股东:	

新疆特变(集团)有限公司

主要股东持股比例	13.10%
流通 A 股比例	67.47%

财务比率

ROE	21.83%
ROA	5.37%
资产负债率	66.75%
每股净资产(元)	2.89

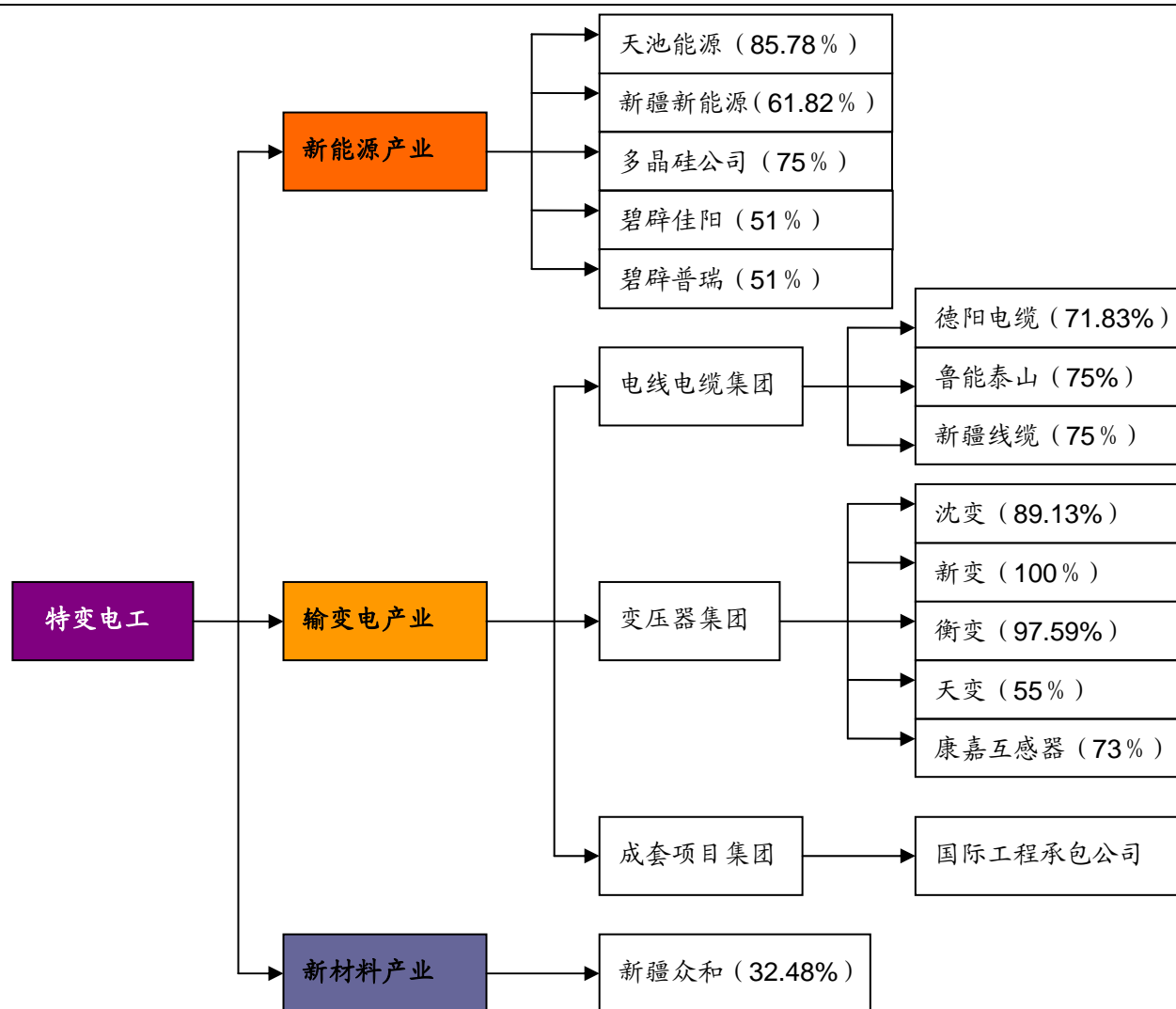
2007 年报数据。

三大产业发展格局初步确立

特变电工是中国重大装备制造业的核心骨干企业，拥有对外进出口权和对外工程承包资质，是中国重大装备制造业首家获得“中国驰名商标”和“中国名牌产品”的企业。目前，公司的输变电、新材料和新能源三大产业发展格局已初步确立。

公司的主导产品是变压器和电线电缆，在新疆、四川、湖南、辽宁、山东和天津均建有现代化的生产基地。公司是全球变压器产能最大的企业之一，也是中国最大的高压电力电缆产品研制和出口企业。特变电工新疆众和以新疆丰富的煤电资源为依托，拥有铝深加工的自主知识产权和核心技术，产品工艺和质量均已达到世界先进水平，实现了全面替代进口和出口，形成了能源—高纯铝—电子铝箔—电极箔高科技产品转换链，成为中国重要的高科技新材料产业研制基地。公司还通过与BP公司的合资，与壳牌公司强强联手，顺利进入了全球太阳能产业供应链中。

图 1：特变电工产业结构图



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：沈变和衡变的持股比例为增发项目实施后的持股比例。

输变电行业龙头地位巩固

在输变电领域，公司拥有变压器和线缆两大产业集团，具备国际一流的装备制造和试验能力。变压器产能8000万KVA，居全球领先地位，可以生产10~1000KV的变压器和电线电缆产品，居中国前列。依托国家级企业技术中心和博士后工作站，公司承担了国家众多重大技术装备攻关课题，拥有自主知识产权和核心专利技术400多项。

公司的变压器产业集团在沈阳设有研发和管理中心，并在辽宁、湖南、天津和新疆有四个现代化的制造企业，产品技术、工艺装备以及研发制造能力处于国际领先水平，能生产1000KV、750KV电力变压器和电抗器、500~800KV直流换流变、220KV铁道牵引变和整流变等特种变压器，以及110KV、35KV干式变压器等产品。在国内高端变压器市场占有35%以上的市场份额。其中，沈变的在手订单为50.84亿元，总容量近1亿KVA，500KV以上变压器、电抗器订单为43.84亿元，其中特高压变压器订单近18亿元。

特变电工线缆集团在山东新泰设有研发和管理中心，在山东、四川和新疆设有三个现代化制造企业，是国内拥有首条500KV超高压交联电缆生产线和1000KV超高压试验大厅的企业，110KV~500KV高压电缆及750KV超高压大截面导线制造技术均处于国内领先水平。公司的主要线缆产品均获得了“中国名牌”和“国家免检产品”称号。

按照公司的战略规划，到2010年不但变压器业务收入要达到100亿元，未来国际电力工程承包收入也要达到100亿元，国际电力工程承包业务是公司未来发展的重要方向，目前除正在实施的塔国“220KV、500KV超高压输变电成套项目工程”外，公司正在洽谈其他国际电力工程承包项目，预计签约项目将逐年增加。

图 2: 国内首台 500KV 直流换流变压器，用于三峡至常州直流输电工程，国内首台 840MVA/550kV 超高压、超大容量变压器，用于三峡工程



数据来源：公司网站

投资多晶硅公司，新能源产业链更加完整

特变电工新能源公司以太阳能应用为核心，是中国最大的太阳能系统集成商，拥有多项自主知识产权和专利技术，成功开发出5~150KW的模块式大功率太阳能光伏电站系统，太阳能电池组件、太阳能级硅片、太阳能中高温热利用、集中供热及采暖等核心技术产品，产品远销东南亚、亚洲和欧洲等十几个国家和地区。

公司的新能源业务分为三部分：新疆新能源公司生产硅片、碧辟佳阳公司生产太阳能组件和新成立的多晶硅公司。由于新能源公司硅片一期工程完工和孙公司碧辟普瑞收入大幅增长，2007年公司太阳能硅片、光伏组件销售收入较去年同期有大幅增长，主营业务收入6.07亿元，但是由于多晶硅价格上涨较快且来源难以保证，公司的净利润只有1700多万。公司的1500吨/年多晶硅项目预计2009年量产，随着公司多晶硅项目的投产，公司的新能源产业链将更加完整，未来的收入增长会更有保证。

国内已建成多晶硅工厂实际产能1000吨，在建产能9260吨，预计2008年~2010年将陆续有1.87万吨多晶硅投产。大量产能的集中释放，将会导致多晶硅价格的较大波动，公司未来利润增长的不确定性较大。特变电工多晶硅计划产能为12000吨，生产技术主要来源于峨嵋半导体研究所，目前还处于设备采购和厂房建设期。

表1：特变电工万吨级多晶硅发展规划

- 第一阶段：2009年实现多晶硅产能3000吨，2011年实现多晶硅产能6000吨和200MW硅片组件，建设2×300MW热电联产自备电厂；
- 第二阶段：2012年实现多晶硅产能9000吨，2015年实现多晶硅产能12000吨和500MW硅片组件规模，实现收入300亿元，利税60亿元。

数据来源：广发证券发展研究中心

增发项目是公司未来主要盈利增长点

公司的增发项目预计发行不超过12000万股，募集资金194647.38万元。募集资金主要用于以下7个项目：1)特高压交直流输变电装备产业技术升级建设；2)特高压并联电抗器专项技术改造；3)新疆变压器“十一五”技术改造；4)新疆线缆“十一五”技术改造；5)受让中国对外经济贸易信托投资有限公司持有的特变电工衡变10513.69048万元股权；6)受让湖南湘能电力股份有限公司持有的特变电工衡变3628万元股权；7)补充流动资金。

表2：特变电工募集资金项目概况与盈利预测

项目名称	拟投入募集资金(万元)	达产后产值(万元)	达产后实现利润(万元)	投资回收期(税前)
特高压交直流输变电装备产业技术升级建设(沈变)	59798	500000	51156	7.08年
特高压并联电抗器专项技术改造(衡变)	21833	96230	12849	5.8年
新疆变压器“十一五”技术改造(新变)	40000	166990	13250	5.93年
新疆线缆“十一五”技术改造(新疆线缆)	19800	56200	5528	6.58年

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

目前公司变压器产能是 8000 万 KVA，技改扩产以后会达到 15000 万 KVA。扩产后公司将加快国际化步伐，国际业务收入占总收入的比例将达到 30%。对衡变的股权受让完成后，公司将增持衡变公司 14141.69048 万元股权，占衡变总股本的 34.14%，衡变公司预计 2008 年实现营业收入 30 亿元，实现利润总额 22400 万元。按照公司预计的项目进展情况，沈变的技改扩产工作 2008 年底可以完成，其他的需要 2009 年中期以后。

盈利预测与估值评级

盈利预测假设

1、公司增发项目顺利完成，输变电行业龙头地位不断巩固。假设未来三年变压器业务收入增长为 20%、25% 和 30%。国际电力工程承包取得预期进展；

2、太阳能电池和工程收入保持 25% 的增长，毛利率维持在 10% 左右，多晶硅项目 2009 年底顺利投产；

3、公司持有的新疆众和 32.48% 的股权能持续贡献投资收益；

4、公司产品综合毛利率能够保持在 20% 左右的水平，期间费用率维持现有水平；

5、公司所得税率 25%。

在以上假设前提下，我们预测公司 2008~2010 年实现主营业务收入分别为 107.17 亿元、133.96 亿元和 174.15 亿元。净利润分别为 5.77 亿元、7.62 亿元和 9.99 亿元，按照公司目前总股份 8.54 亿股计算，公司未来三年收益分别为 0.68 元、0.89 元和 1.16 元。按照 2008 年 40 倍市盈率，公司一年内的合理价值为 27.2 元，当前市场价格已经高估。但考虑到输变电行业高度景气，公司产能不足问题将逐步解决且手持订单充足，未来发展前景比较乐观，给予“持有”的投资评级。

表3：特变电工盈利预测（单位：百万元）

项目/年度	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	6144	8931	10717	13396	17415
减：主营业务成本	5081	7202	8573	10716	13932
营业税金及附加	18	25	35	45	63
主营业务利润	1044	1703	2109	2635	3420
减：销售费用	393	594	712	891	1058
管理费用	265	384	460	576	749
财务费用	160	195	180	180	270
资产减值损失	6	33	40	45	80
投资收益	87	100	90	110	130
营业利润	306	597	807	1053	1393
营业外收入	11	117	40	50	50
减：营业外支出	8	17	0	0	0
利润总额	309	697	837	1103	1443
减：所得税	36	87	175	231	303
少数股东权益	44	72	85	110	141

净利润	230	539	577	762	999
每股收益（元）	0.54	0.63	0.68	0.89	1.16

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

- 1、目前，公司的国际化战略已初见成效，公司将加快国际化步伐，国际电力工程承包将成为公司未来发展的重要方向，公司的国际市场开拓面临着较大的不确定性；
- 2、公司的主要原材料硅钢片、铜、铝、变压器油等价格上涨，直接导致生产成本大幅上升，对公司的经济效益影响较大；
- 3、公司拟通过增发募集资金投入技术改造项目，募集资金能否到位及到位时间影响技术改造工程的风险。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

特变电工(600089)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。