

海外订单拉动业绩 一带一路龙头迎来价值重估

买入（维持）

首席证券分析师：曾朵红

执业证书编号：S0600516080001

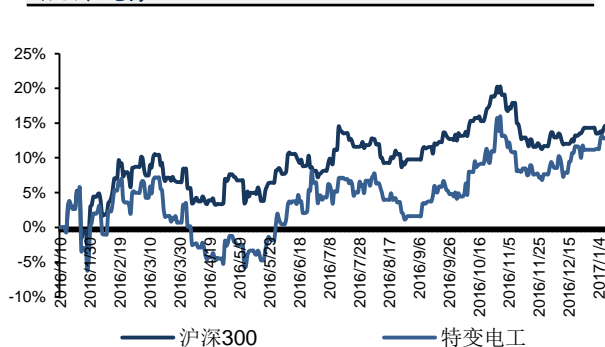
联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199798

二零一七年二月十二日

- **一带一路中国制造业出海，从经济发展的角度来说，电力行业是固定资产投资中的先行者。**从我国经济发展最快的这20年历史变化来看，电力行业的投资从发展早期的比重上来说领先于房地产、制造业、建筑业、住宿餐饮业等行业，后期随着消费升级和制造业转型，电力行业的投资在经济发展的后半段比重明显下降，属于先高后低。我国的经验充分说明了电力行业是国民经济重要的基础工业，建设周期长，需要在做好用电负荷预测的基础上，做好规划，提前建设，保证经济高速发展的用电需求。
- **特变电工作为民营企业，在电力装备的国内和海外的竞争中充分证明了自己的优质。**特变在国内的竞争中已经处于龙头地位，受益的特高压放量特变16年新增特高压优质订单60亿人民币，在直流和交流特高压变压器的市占率中均处于第一。电力装备的海外业务，特变目前在一次设备中海外营收和增速都是第一，已经是先行者的地位，17年5月份在京举办一带一路首脑峰会，我们预测峰会上会有两大重要利好，一是商业模式的梳理确立，二是订单的集中释放，为后续特变的海外订单落地加速打下基础，15年特变新增订单10亿美金，16年新增订单38亿美金，16年底在手订单50亿美金，17年值得期待。
- **光伏板块多晶硅扩产+电站运营发力，能源板块煤矿和电厂受益于新疆加速基础设施建设。**特变多晶硅17年从2万吨扩产至3万吨，或受益于与韩国的贸易战，多晶硅量价保持高位，16年底建成500MW风光电站，17年开始运营贡献利润。根据《17年新疆政府工作报告》，能源板块要求加快“电化新疆”建设，完成“电化新疆”建设投资1810亿元以上，目前煤矿产能1300万吨，在手路条3000万吨，电厂17年底完成建设投运，在新疆基建发力的前提下，公司参与的“新疆大型煤炭基地建”有望加速推进。
- **盈利预测与估值：**我们调整了此前的盈利预测，即公司2016-2018年的净利润分别为21.3/24.5/28.1，EPS分别为0.66/0.76/0.87元，同比增长13/15/15%，考虑到特变进一步做大做强新能源业务，在海外输变电工程方面积攒的经验和口碑将大幅受益一带一路战略推进，给予2017年18倍PE，目标价13.5元，维持买入评级。
- **风险因素：**一带一路推进缓慢导致海外订单落地不达预期；国内多晶硅价格战激烈，进口替代过程不达预期；新疆基础设施建设投资不达预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.88
一年最低/最高价	9.98/8.97
市净率(倍)	1.4117
流通市值(百万元)	31612.29

### 基础数据

每股净资产(元)	8.08
资本负债率(%)	66.44%
总股本(百万股)	3,238.3137
流通A股(百万股)	3,199.6243

### 相关研究

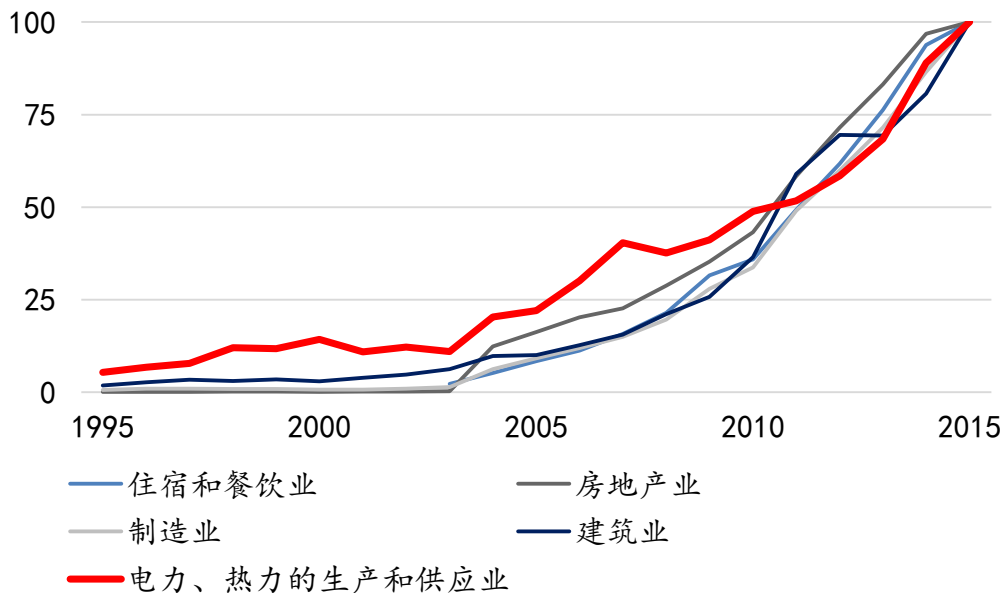
160831 上半年新能源板块表现亮眼，能源业务十三五潜力巨大

161029 三季度报符合预期，海外工程和能源板块是未来看点

- 1、电力装备海外订单是最大增长点，17年有望超预期
  - 1.1 经济发展的固定资产投资中电力是先行行业
  - 1.2 一带一路提供了广阔的市场空间
  - 1.3 公司海外业务占比和增速均属于行业龙头
  - 1.4 国内特高压优质订单支撑公司国内变压器和电缆业务
- 2、光伏板块新特能源发展持续向好（权益60%）
  - 2.1 多晶硅17年上半年完成扩产，贸易战或保持价格高位
  - 2.2 电站运营从17年开始贡献利润，EPC继续维持国内第一
- 3、能源产业受益于新疆基建发力
  - 3.1 新疆加快基础设施建设
  - 3.2 煤矿和火电成为新增长点
- 4、投资建议
  - 4.1 公司业绩详细拆分，子公司与业务对应
  - 4.2 自16年以来估值水平维持在12-13倍的底部
  - 4.3 ROE历史上由于重资产投资下滑，目前净利润率逐年改善
  - 4.4 盈利预测与估值和风险因素

# 1.1 经济发展的固定资产投资中电力是先行行业

## 我国每年新增固定资产投资

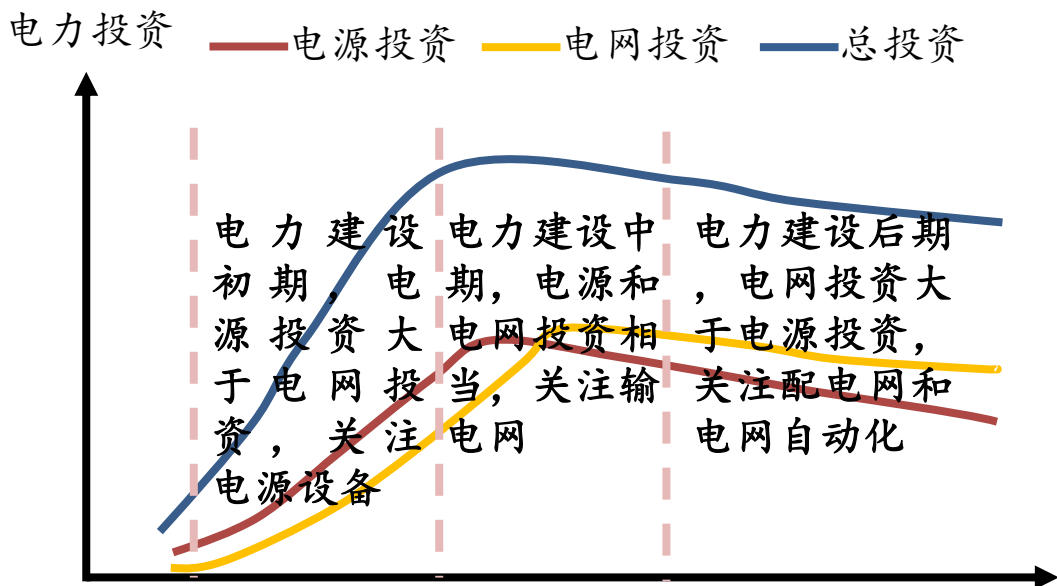


资料来源：wind，东吴证券研究所

指标名称	住宿和餐饮业	房地产业	制造业	建筑业	电力、热力的生产和供应业
1995		0.13	0.61	1.81	5.41
1996		0.16	0.94	2.68	6.77
1997		0.16	0.97	3.37	7.85
1998		0.21	0.88	3.08	12.02
1999		0.19	0.92	3.52	11.78
2000		0.13	0.71	2.99	14.28
2001		0.17	0.74	3.92	10.94
2002		0.19	0.98	4.76	12.20
2003	2.32	0.26	1.42	6.29	11.01
2004	5.20	12.36	6.25	9.78	20.33
2005	8.39	16.31	9.19	10.03	22.07
2006	11.27	20.30	11.96	12.72	30.14
2007	15.81	22.67	14.99	15.63	40.39
2008	21.50	28.78	19.62	21.09	37.59
2009	31.54	35.30	27.91	25.77	41.18
2010	35.92	43.27	33.75	36.49	48.83
2011	49.32	58.38	49.05	58.98	51.75
2012	61.74	71.55	59.90	69.57	58.46
2013	76.25	83.17	71.48	69.36	68.38
2014	93.78	96.86	86.54	80.66	89.01
2015	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

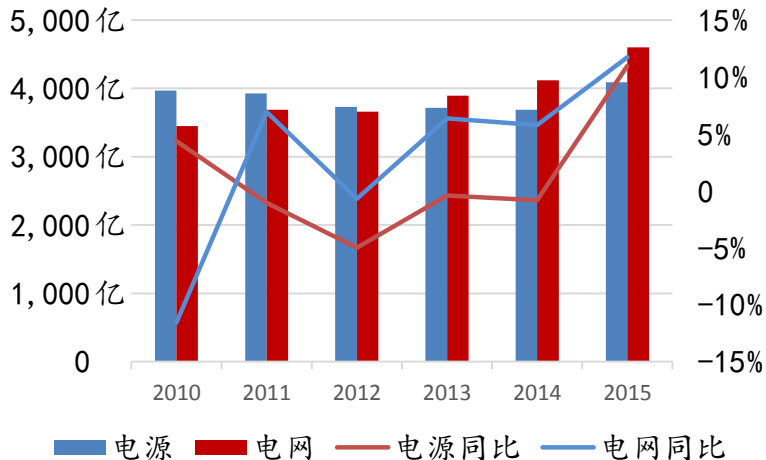
资料来源：wind，东吴证券研究所

- 数据是统计95-15年各项固定资产投资量在各年的分布，为方便直观比较我们以15年的数据为基准归一至100。
- 电力行业是国民经济重要的基础工业，建设周期长，需要在做好用电负荷预测的基础上，做好规划，提前建设，保证用电需求。
- 从我国经济发展最快的这20年历史变化来看，电力行业的投资从发展早期的比重上来说领先于房地产、制造业、建筑业、住宿餐饮业等行业，后期随着消费升级和制造业转型，电力行业的投资在经济发展的后半段比重明显下降，属于先高后低。



资料来源：东吴证券研究所

## 我国基本建设投资完成额

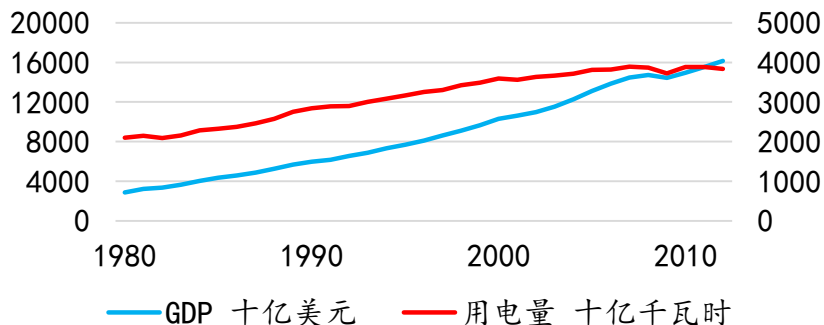


资料来源：中电联、东吴证券研究所

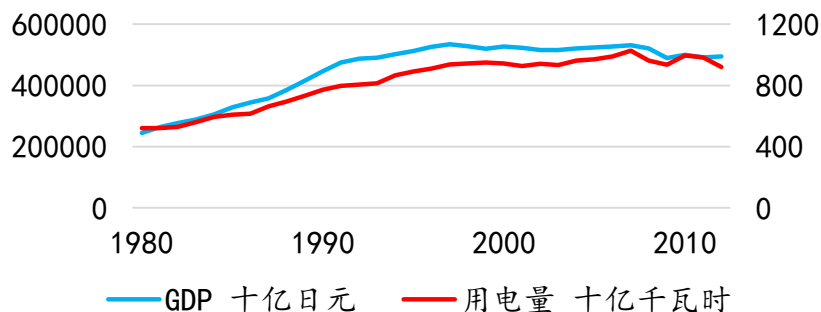
- 电力行业的投资分为电网和电源，建设的规律是经济发展前期电源投资会比电网重一些，后期经济转型，电网投资会超过电源，经济发达区域电网的智能化需求更高，新能源的接入和电力市场的建立，需要更多的自动化设备的投入，电网的投资会持续高于电源，但由于一次设备增量有限，可能整体呈现下滑趋势。
- 目前来看大多数欠发达国家处于第一阶段或者第二阶段的前期；我国11年电网投资增速超过电源投资，13年电网投资额超过电源投资额，已经处于第二阶段的中后期；欧美等发达国家经过长期的投资建设电源基本处于停滞状态，电网主要投资于各种清洁能源接入带来的智能化需求。

## 1.2 一带一路提供了广阔的市场空间

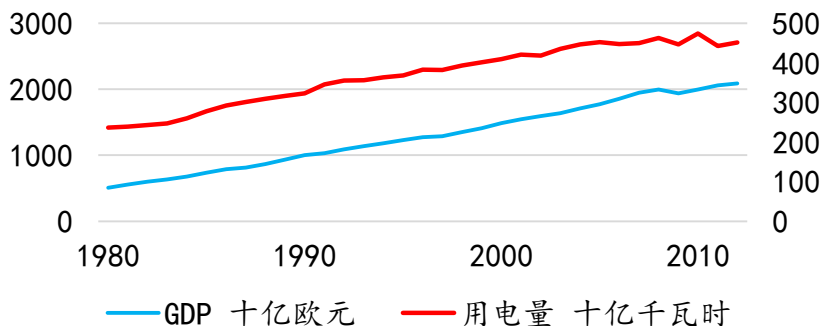
### 美国



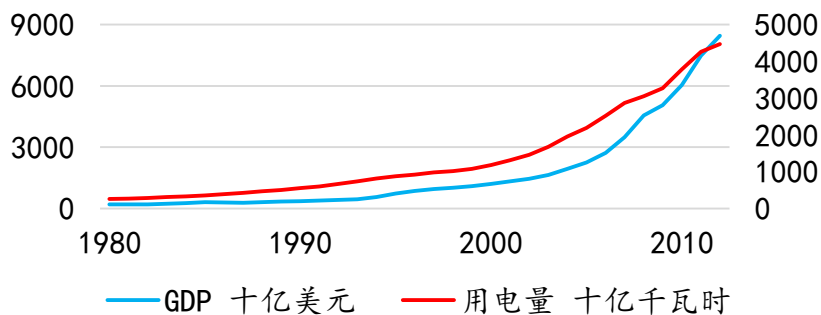
### 日本



### 法国



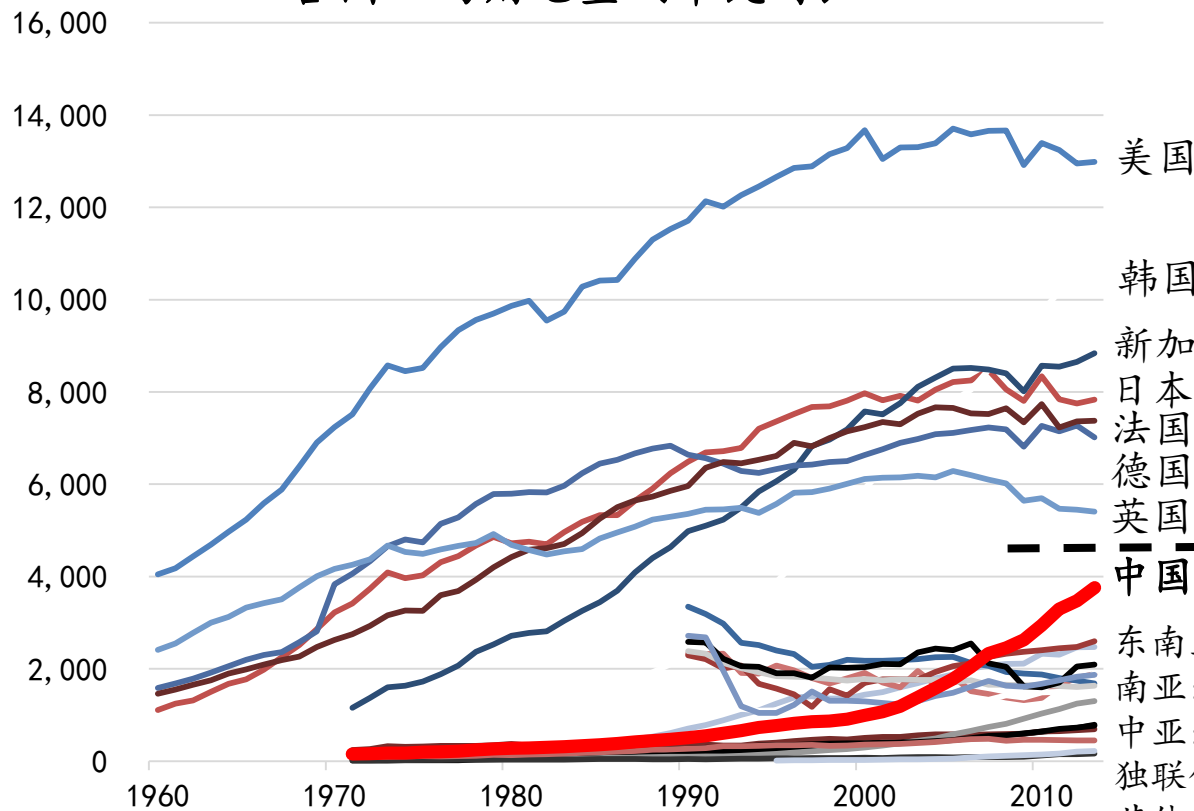
### 中国



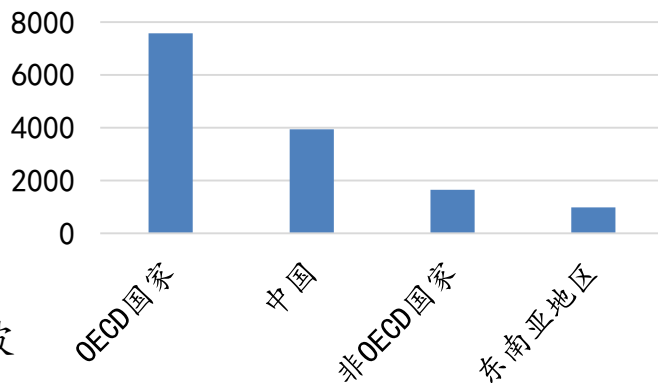
资料来源：wind、东吴证券研究所

- 无论什么样的经济结构，用电量增速和经济的发展都是高度正相关的，我国近几年的GDP增速大约是用电量的1.3-1.5倍，这个比例在以第二产业为主的粗狂经济中应该更低，GDP更多的依赖于高耗能产业的支撑，用电量的增速更贴近经济的增速。
- 同时**全球大宗商品的回暖**也是一带一路基本面的重大改善，意味着他们的支付债务的能力更高，否则只能类似津巴布韦用大象偿还中国债务。

## 各国人均用电量 (千瓦时)



## 2013年人均用电量(千瓦时)



发达国家

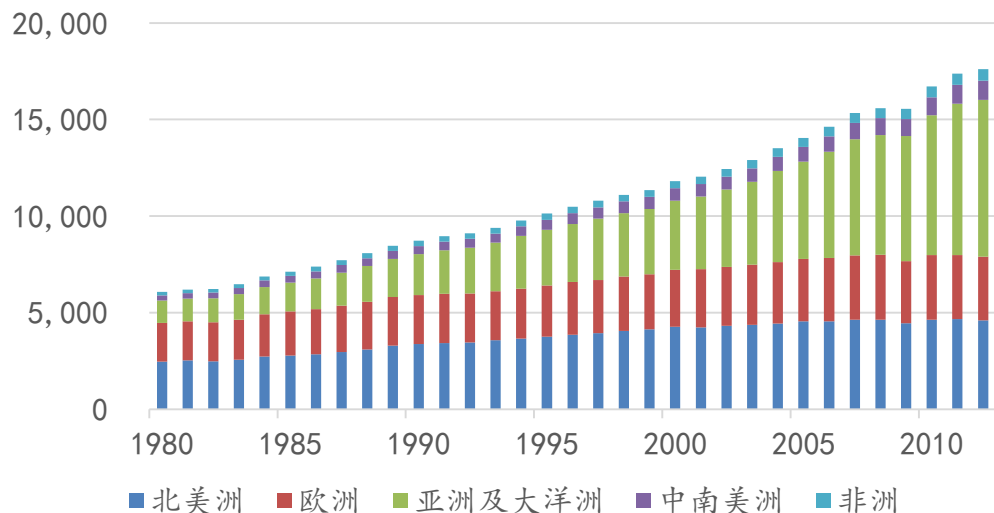
发展中国家

东南亚: 印尼, 泰国, 菲律宾, 越南, 缅甸, 柬埔寨  
 南亚: 印度, 巴基斯坦  
 中亚: 吉尔吉斯, 塔吉克, 土库曼, 乌兹别克  
 独联体: 阿塞拜疆, 亚美尼亚  
 其他: 蒙古

资料来源: wind、东吴证券研究所

- 根据统计32个具规模国家人均装机低于中国，达到中国水平需增加装机容量16.5亿千瓦，其中印度7.5亿千瓦。2013年，一带一路沿线非OECD国家的人均年电力消费量约为1655.52度，而同期OECD国家的人均年电力消费量约为7579.49度，前者仅仅为后者的21.84%左右
- 国际能源署：一带一路沿线绝大多数亚洲国家的电力传输损耗都较大。例如，巴基斯坦、印度、蒙古等国的电力传输损耗高于10%，吉尔吉斯斯坦、尼泊尔等高达20%以上

### 各大洲总用电量(十亿千瓦时)

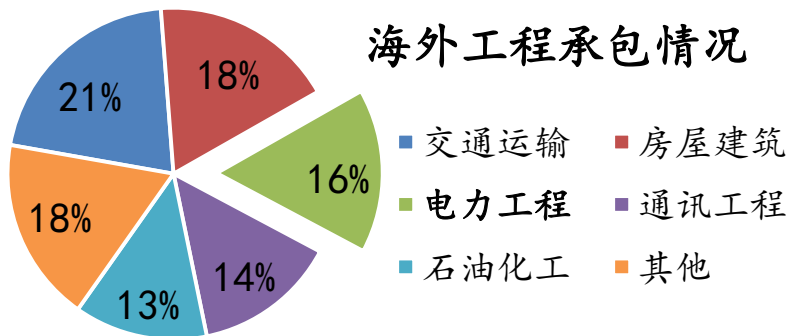


资料来源: wind、东吴证券研究所



资料来源: wind、东吴证券研究所

### 2014年中国电力工业海外项目签约额约301亿美元



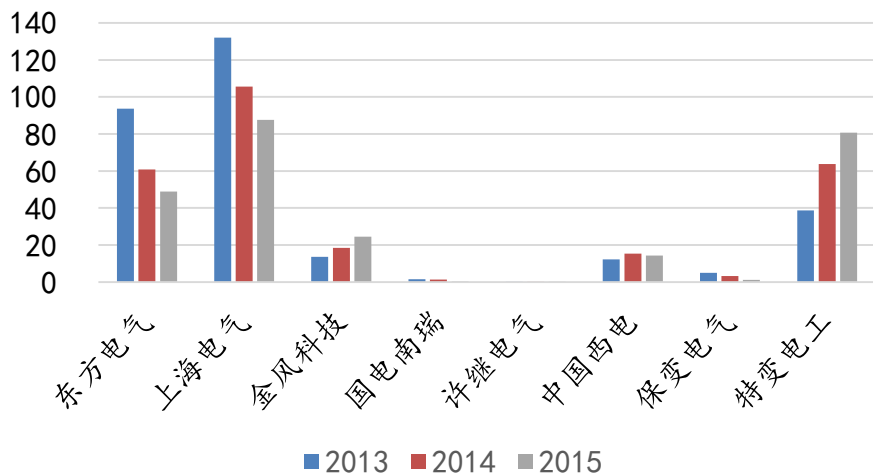
资料来源: 商务部、东吴证券研究所

- 一带一路沿线非OECD国家电力设备的总体进口比例约为**56.73%**, 2014-2020年期间, 上述国家大约有年均**1396.06亿美元**或更多的电力设备进口需求, 我国电力设备企业在这些国家的出口总额将达约**300-400亿美元/年**, 预计我国的电气设备在上述国家能占有**20-30%**左右的市场份额, 提升空间比较广阔。
- 人民币的贬值也有利于提升国内产品的竞争力。

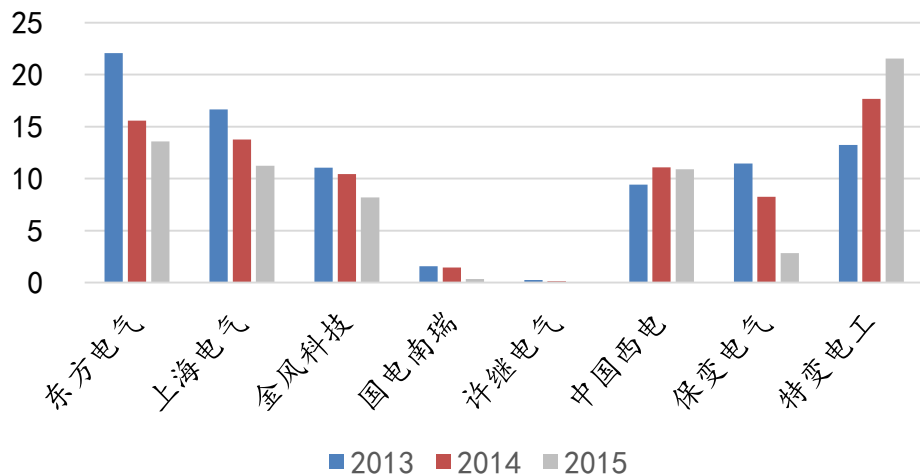


# 1.3 公司海外业务占比和增速均属于行业龙头

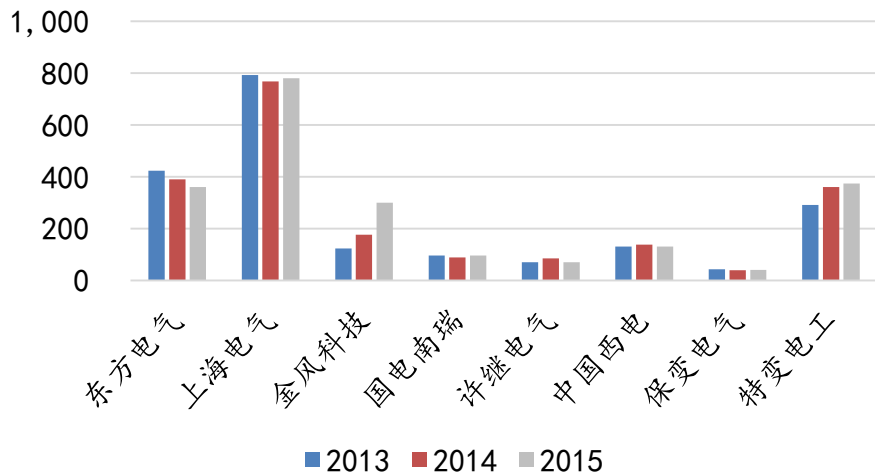
### 海外业务营收 (亿元)



### 海外营收占比 (%)



### 总营业收入 (亿元)

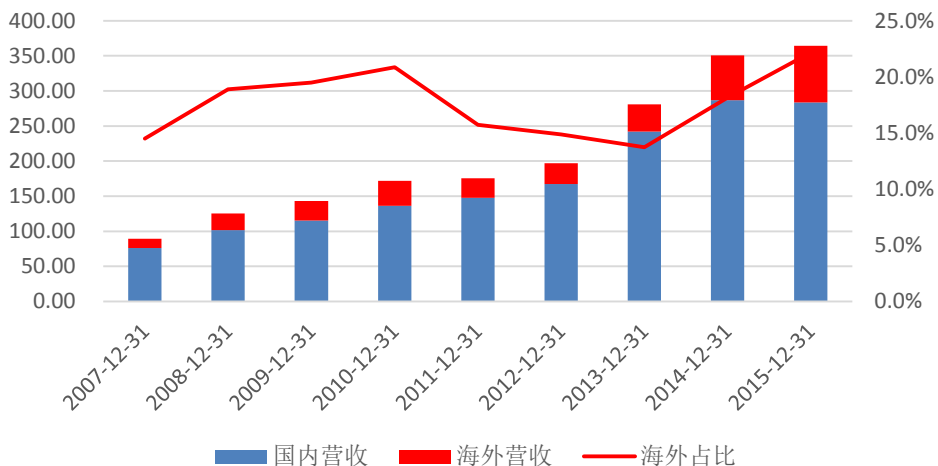


■ 特变从电力设备的行业对比中可以看出明显优势，**一方面**是行业的优势，发电设备近3年的趋势明显不如输变电设备强势，同时电力设备出海一次设备明显比二次设备要有优势；**另一方面**是公司的优势，民营企业制度灵活，同时特变地处新疆，面向中压有优越的地理位置。随着一带一路的加速，近3年的趋势将延续下去。

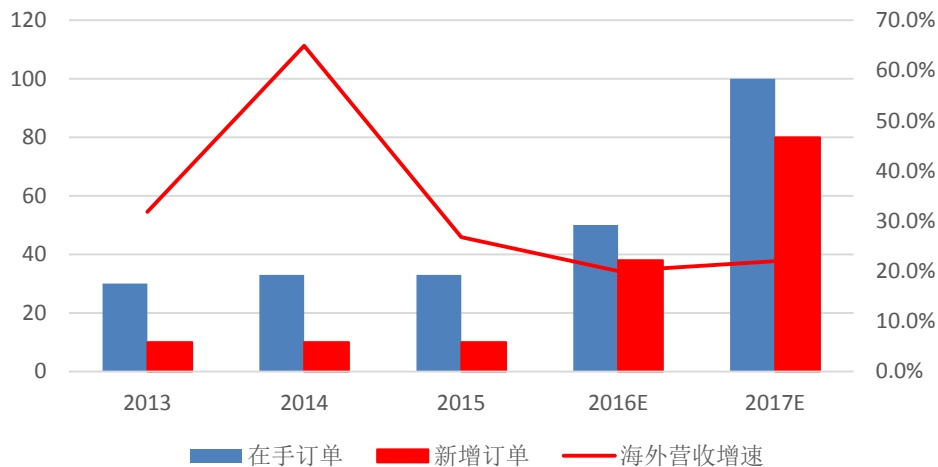
资料来源: wind、东吴证券研究所

# 1.3 公司海外业务占比和增速均属于行业龙头

### 特变海外业务占比发展历史



### 特变海外订单的释放



- 特变早在90年代即开始探索变压器的出口，2000年后开始寻求海外总包工程项目，2006年承接塔国220/550kv输变电路总包工程，开始成功转型到设备总承包商
- 海外工程总包中，特变民营企业管理水平突出，项目均能提前完成，项目工程质量好，积累了非常好的口碑，塔国有项目获得国外的鲁班奖。
- 经过20多年的积累，积攒了足够多的资源，最早的中亚、印度开始，现在东南亚、非洲等地项目也开始增多；
- 2013年开始进入订单10亿美金的承接能力，具备以交钥匙工程，包括勘测、设计、材料和设备的供货、运输、施工、监理，方式承建成套电力总包项目的能力。
- 特变海外工程进入最佳收获期，16年预计新增订单38亿美金，17年订单预计超预期：16年预计新增38亿美金订单，16年底在手50亿美金；15年新增10亿美金订单，15年底33亿美金订单；17年我们认为新增订单会有更大幅度的提升，5月在北京举办的一带一路峰会可能会成为重要的订单来源，新增总量预计在80-100亿美金。

资料来源：wind、东吴证券研究所

# 1.4 国内特高压优质订单支撑公司国内变压器和电缆业务

特高压项目		投运日期	长度 (公里)	容量 (万千瓦)	投资测算 (亿)
特高压 交流	晋东南-南阳-荆门	2009年/2011年	640	1800	57
	淮南-浙北-上海	2013年9月25日	1298	2100	185.36
	浙北-福州	2014年12月26日	1206	1800	200
	锡盟-山东	2016年7月31日	1460	1500	178
	淮南-南京-上海	2016年4月3日	1560	1200	268
	蒙西-天津南	2016年11月26日	1216	2400	175
	榆横-潍坊	预计2017年	2098	1500	241.8
	锡盟-胜利	预计2017年一季度	480	600	49.56
特高压 直流	山东环网	预计2017年	1280	1500	150
	向家坝-上海	2010年7月8日	1907	1280	232.74
	锦屏-苏南	2012年12月12日	2059	1440	220
	哈密南-郑州	2014年1月27日	2192	1600	233.9
	溪洛渡-浙西	2014年7月3日	1653	1600	238.55
	宁东-浙江	2016年9月	1720	1600	237
	晋北-江苏	预计2017年	1119	1600	162
	酒泉-湖南	预计2017年	2383	1600	262
	锡盟-泰州	预计2017年	1620	2000	254
	上海庙-山东	预计2017年9月	1238	2000	221
	昌吉-古泉	预计2018年12月	3305	1200	407.29
	扎鲁特-青州	预计2017年底	1234	1000	221
	准东-华东	预计2018年	3324	2400	407
准东-成都	预计2020年前	2456	1200	400	
总计			37448	34920	5001
平均			1702	1587	227

- 国网十三五规划中对于特高压建设的描述：线路长8.9万公里，容量7.8亿千瓦。目前我们统计已有线路（含南网）：线路长3.75万公里，容量3.49亿千瓦。
- 国家电网“十三五”特高压工程分三批：
  - “五交八直”工程：治理东中部地区雾霾，满足西部北部电力外送需要，2016年开工建设，2018~2019年建成投产
  - “四交两直”工程：建设东北特高压环网，东北与华北、西北与西南、华北—华中与华东特高压交流联络通道，以及金上—赣州、俄罗斯—霸州直流等特高压工程，2018年前开工，2019~2020年建成投产
  - “三交一直”工程：2020年以前开工建设东部电网内部网架加强工程、内蒙古特高压主网架、西部电网向新疆和西藏特高压延伸工程，以及伊犁—巴基斯坦直流等工程
- 当然特高压项目的核准是投资中比较难预判的，本轮的建设高峰是受益于12年温家宝总理力推《大气污染防治计划》。

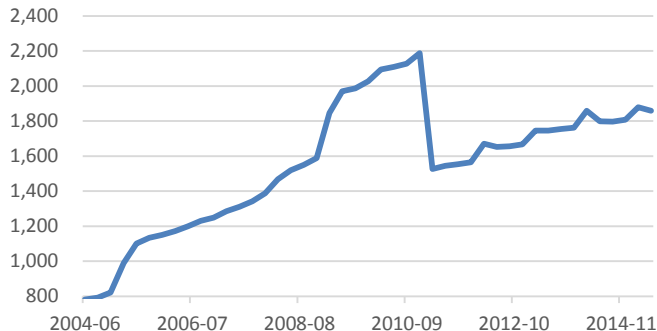
# 1.4 国内特高压优质订单支撑公司国内变压器和电缆业务

特高压直流中标 变压器台数	酒泉-湖南和 晋北-江苏南京 ±800kV	锡盟-泰州、上 海庙-山东 ±800kV	昌吉-古泉 ±1100kV	扎鲁特-青州 ±800kV	合计
特变电工	28	28	14	28	98
山东电力	14	28	14	14	70
中国西电	28	28	14	0	70
保变电气	14	28	14	14	70
广州西门子	14	0	0	0	14
重庆ABB	14	0	0	0	14
特高压交流中标 变压器台数	蒙西-天津南 1000kV	榆横-潍坊 1000kV	锡盟-山东 1000kV	淮南-南京-上 海1000kV	
特变电工	7	7	8	7	29
山东电力	7	7	4	4	22
中国西电	7	0	0	4	11
保变电气	7	4	8	0	19
广州西门子	0	0	0	0	0
重庆ABB	0	0	0	0	0

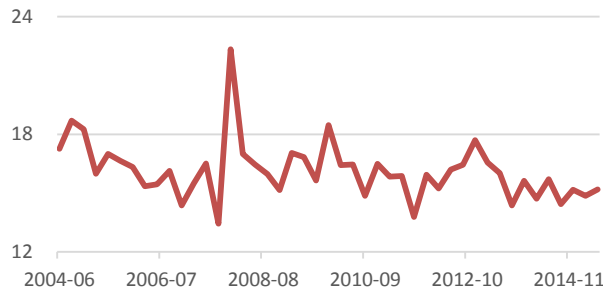
资料来源：国网招标中心网站、东吴证券研究所

- 国内特高压15-16年是招标高峰，17年集中建设期。**特变16年特高压订单将近60亿**，为国内业务提供强力支撑，毛利有望提升。
- 变压器行业受制于强大的下游，定价权和订单全部在下游电网企业，特变作为民营企业，能战胜诸多国企，拿到特高压份额第一已经证明了企业的优良质地，目前电改的大环境下，电网的强势在削弱，放眼海外变压器的厂商只有屈指可数的龙头，但是国内却有接近2000家，毛利长期受压制，**这些情况随着电改会有行业集中度的变化。**

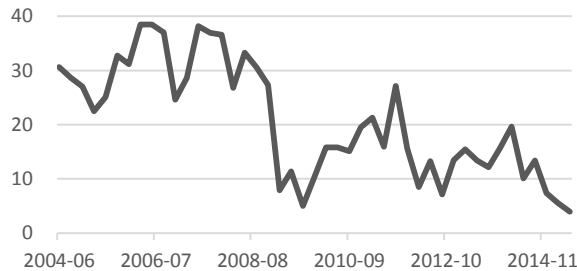
变压器行业企业总数



变压器行业整体毛利率(%)



变压器营收同比增速(%)



资料来源：变压器年鉴、东吴证券研究所

## 2.1 多晶硅17年上半年完成扩产，贸易战或保持价格高位

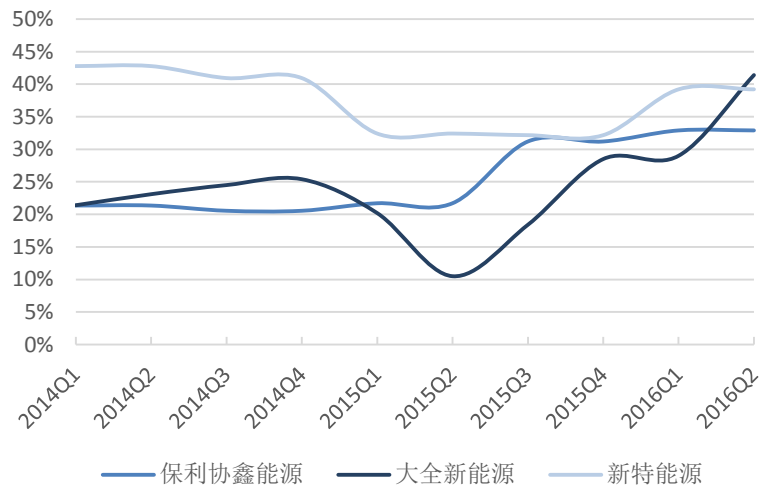
多晶硅板块		2012年	2013年	2014年	2015年	2016年E	2017年E	2018年E	2019年E	2020年E
经营数据	产能（吨）	3000	15000	15000	15000	22000	30000	30000	30000	30000
	销量（吨）	1901	7803	15467	20002	24000	30000	32000	34000	36000
	平均价格含税（万元/吨）	16.0	13.0	15.5	12.5	13.0	12.3	12.0	11.5	11.0
	平均价格税后（万元/吨）	13.7	11.1	13.2	10.7	11.1	10.5	10.3	9.8	9.4
	平均成本税后（万元/吨）	19.5	9.8	7.8	7.2	7.4	6.9	6.6	6.3	5.9
	平均全成本税后（包含费用）	21.1	11.1	9.4	8.5	8.2	7.8	7.5	7.0	7.0
财务数据	营收（亿元）	2.6	8.7	20.5	21.4	26.7	31.5	32.8	33.4	33.8
	成本（亿元）	3.7	7.7	12.1	14.5	17.9	20.8	21.0	21.4	21.3
	毛利率		11.5%	40.9%	32.2%	33.0%	34.0%	36.0%	36.0%	37.0%
	毛利		1.0	8.4	6.9	8.8	10.7	11.8	12.0	12.5
	净利率			21.8%	16.6%	17.4%	18.4%	20.4%	20.4%	21.4%
	净利			4.5	3.5	4.6	5.8	6.7	6.8	7.2

资料来源：东吴证券研究所

■ 公司16年8月份时投了将近6个亿，把产能从2万2增加到3万吨，大约投产时间是17年3-4月份。全成本税后在8万元/吨，长期预测全成本在7万元/吨，公司在行业内长期有其成本的优势。每吨净利润在2-3万元。

■ 多晶硅的市场需求关键还是竞争力、成本和质量，比如隆基在推单晶硅，就从特变这里买很多多晶硅，这就是因为看中特变的质量。在生产过程中特变就和隆基有一个客户共同市场的计划，把客户的需求加进去，对隆基做单晶硅片也有提升。产品对客户会有个性化的差异，满足客户需求。

主要多晶硅厂家毛利率



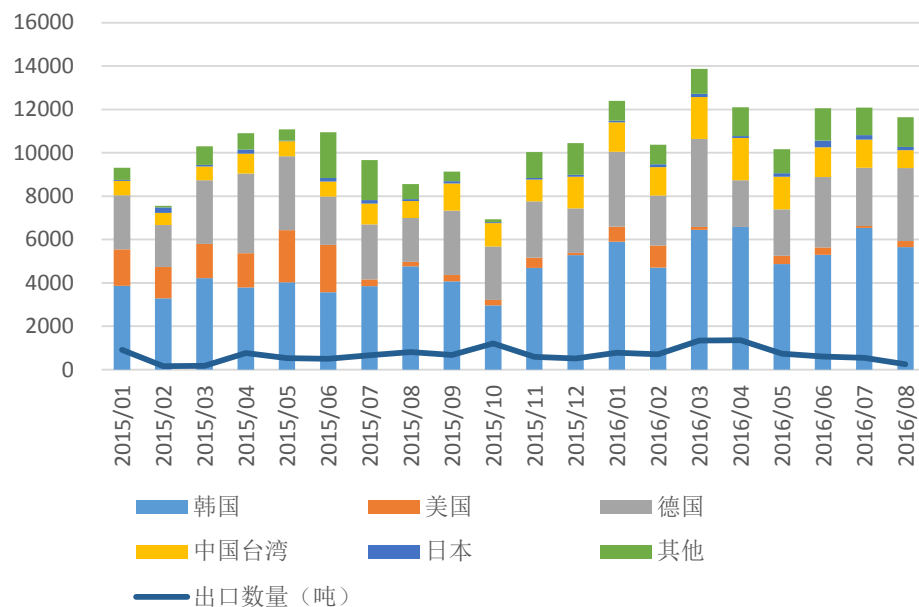
资料来源：wind、东吴证券研究所

## 2.1 多晶硅17年上半年完成扩产，贸易战或保持价格高位

多晶硅国内主要企业出厂价平均价（元/kg）



多晶硅进出口统计（吨）



资料来源：solarzoom、东吴证券研究所

- 多晶硅的价格16年处于阶段性的高位，主要原因是16年630的抢装超预期，17年630也有抢装行情，但是预计激烈程度可能会比16年略弱，所以我们在做业绩预测的时候已经考虑了价格的下降调整。
- 另一方面我国多晶硅进口中每年约有5万吨来自韩华，目前的国际形势在去全球化，韩国一再强调部署“萨德”，导致两个国家在各个领域的贸易战愈演愈烈，最突出的是旅游业，同时新能源行业中的电池行业也是有类似的抵制韩国三星和LG产品的现象，所以如果双反正式落地，我国的产品17年在量和价上都会有不错的表现。

## 2.2 电站运营从17年开始贡献利润，EPC继续维持国内第一

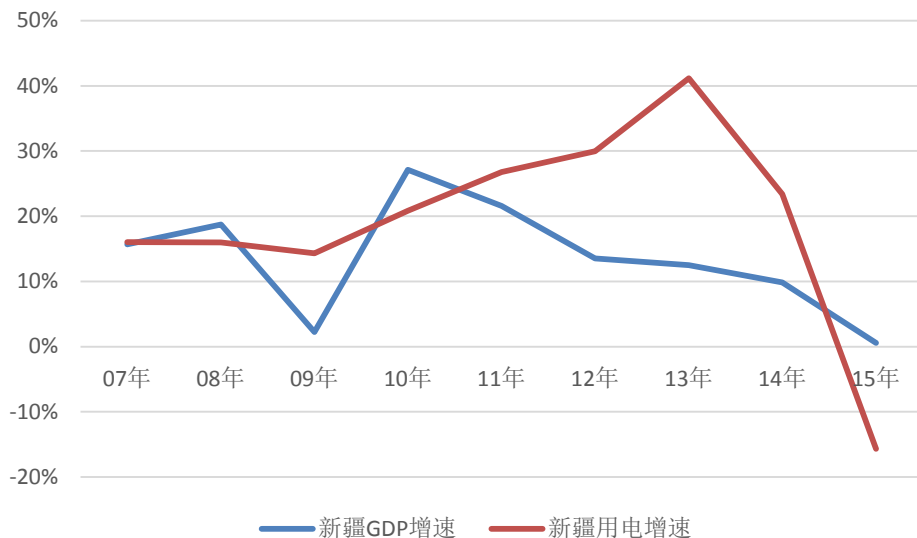
光伏总包板块		2012年	2013年	2014年	2015年	2016年E	2017年	2018年	2019年	2020年
经营数据	风光开工建设总量 (MW)	451	800	1000	1200	1250	1300	1350	1400	1400
	确认比例 (按工程进度)	30%	55%	50%	70%	75%	80%	80%	80%	80%
	确认光伏电站装机(MW)	153.9	400	450	750	800	820	850	900	900
	价格(元/W)	10	9	8	7	6.5	6.3	6.2	6	6
	确认风电装机(MW)	0	40	65	100	150	170	200	200	200
	价格(元/W)	8.9	8.5	8.1	8	7.8	7.5	7.2	7	7
财务数据	营收 (亿元)	15.39	40.26	41.44	59.58	63.70	64.41	67.10	68.00	68.00
	成本 (亿元)	13.69	36.76	36.65	51.53	54.78	55.07	57.37	57.80	57.80
	毛利率	11.1%	8.7%	11.6%	13.5%	14.0%	14.5%	14.5%	15.0%	15.0%
	毛利	1.71	3.50	4.79	8.05	8.92	9.34	9.73	10.20	10.20
	净利率			3.9%	4.4%	5.0%	5.2%	5.5%	6.0%	6.0%
	净利			1.60	2.65	3.19	3.35	3.69	4.08	4.08

光伏电站	所在地	装机容量	电价补贴及年限
固阳兴顺西光伏电站20MW风光同场太阳能光伏发电工程	内蒙古包头市	20MW	0.6228元/kwh
哈密东南部山口光伏园区150MW光伏发电项目	新疆哈密市	150MW	0.65元/kwh
风能电站	所在地	装机容量	电价补贴及年限
哈密风电基地二期景峡第六风电场B区200MW 工程项目	新疆哈密市	200MW	0.33元/kwh 20年
固阳兴顺西风场一期100MW风电工程项目	内蒙古包头市	100MW	0.2328元/kwh 20年
木垒老君庙风电场一期49.5MW风电项目	新疆木垒县	49.5MW	0.26元/kwh 20年

资料来源: wind、东吴证券研究所

- 光伏EPC已经做到全国第一，随着装机量的逐步释放，这一块未来每年能贡献3-4亿利润，每年的建设容量在1.3-1.4GW。
- 光伏电站运营16年是建设期，17年初开始全年运营，装机上风光一共超过500MW，依据限电情况的不同，每W装机净利润在0.3-0.4元，利润体量在1.5-2亿元之间，未来电站运营将会有每年500MW的增量，这一块会保持稳定的高增长。

## 3.1 新疆加快基础设施建设



- 15年新疆电量大幅下滑，主要受制于第二产业本年重点工业因本年市场、价格及电网限电等大环境制约，工业和建筑业都有大幅下滑，同时第一产业和第三产业用电量高速增长。

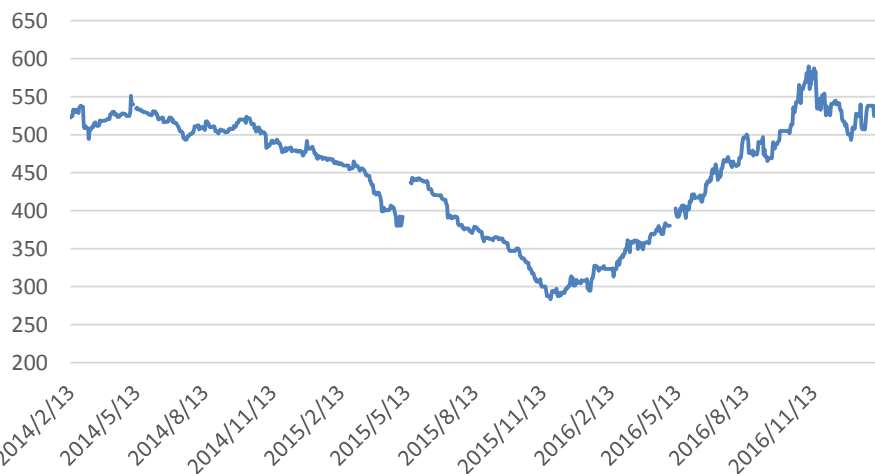
资料来源：wind、东吴证券研究所

- 新疆维吾尔自治区17年政府工作报告要求加大基础设施建设力度，“基础设施建设是制约新疆经济社会发展的最大短板，也是最大的潜力。要着眼于加快丝绸之路经济带核心区建设，围绕调结构、补短板、惠民生，加强基础设施建设，充分发挥投资对经济增长的关键性带动作用，力争实现全社会**固定资产投资15000亿元以上**。”
- 根据《**新疆政府工作报告**》，能源板块要求加快“电化新疆”建设。实施电能替代工程，推进“电化新疆”建设，提升各族群众生活质量。围绕推进“电化新疆”，加快全疆主网架建设，实现南疆750千伏电网全覆盖，大力实施城市配电网工程，加快推进新一轮农村电网升级改造，加快风电光伏等清洁能源供暖示范项目和电动汽车充电基础设施建设，力争完成“**电化新疆**”**建设投资1810亿元以上**。积极探索与国家电网公司合作投资新疆电网建设新模式，努力降低区内输配电成本，形成新疆电价优势。



## 3.2 煤矿和火电成为公司十三五新增长点

zc705



资料来源: wind、东吴证券研究所

- 2010年新疆自治区发展改革委上报《关于审批新疆大型煤炭基地建设规划的请示》（新发改能源〔2010〕3088号）
  - 2014年发改委批复《国家发展改革委关于新疆大型煤炭基地建设规划的批复》[2014]387号
  - 新疆大型煤炭基地由吐哈、准噶尔、伊犁、库拜四大区组成，主要包括36个矿区
- **煤矿**：16年煤炭1300-1600万吨产能，煤炭1400万吨的产量，能有2亿利润。露天煤矿，成本低，比较赚钱。煤炭的增量要等到电厂投产，十三五能够达到3000万吨-5000万吨的水平，目前在手路条还有3000万吨，推进进度主要取决于大型坑口火电基地的建设速度。
- **火电厂**：主要依托于天池能源，在建昌吉2\*350MW热电联产电厂项目，提供1200万平米的城市供热，新疆准东五彩湾北一电厂2\*660MW坑口电站项目。十三五期间公司将参与建设新疆大型坑口火电基地，总建设10个坑口，容量达1325万千瓦的大型坑口火电基地（公司占有上面两个电厂），可能是世界上最大的坑口火电基地，有7个火电厂在坑口周围，现在1000万吨的自动化煤矿生产线已经建设完成，周围规划的10个电厂都已经开建，估计2017年底都能够建成并网发电。十三五期间公司火电发电装机容量将新增202万KW，如果按照5000小时计算，年发电量达100亿度。按照度电0.25元上网电价算，这边营收在20-30亿，利润在0.05元度电计算，利润空间在4-6亿元。

## 4.1 公司业绩详细拆分，子公司与业务对应

		2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
总体营收	收入（亿元）	181.6	203.3	291.7	360.7	374.5	386.9	418.3	455.2	495.2	538.7
	增长率	2%	12%	44%	24%	4%	3%	8%	9%	9%	9%
	毛利率	19.1%	16.9%	16.2%	17.0%	18.0%	19.3%	19.9%	20.2%	20.9%	21.2%
新能源产业及配套工程	收入（亿元）	32	24	52	72	88	102	117	131	142	153
	增长率	0.00%	0.00%	111.71%	38.33%	23.48%	15.00%	15.00%	12.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	0.0%	4.9%	10.3%	18.6%	19.0%	21.5%	23.0%	23.0%	24.0%	24.0%
变压器	收入（亿元）	89	90	100	101	96	87	87	88	93	97
	增长率	-11.23%	1.61%	10.16%	1.90%	-5.11%	-10.00%	0.00%	2.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	27.5%	23.4%	23.9%	24.5%	23.5%	24.0%	23.0%	23.0%	22.0%	22.0%
输变电成套	收入（亿元）	11	21	29	35	60	71	86	105	128	153
	增长率	17.43%	47.21%	29.23%	16.18%	41.45%	20.00%	20.00%	22.00%	22.00%	20.00%
	毛利率	21.2%	22.3%	22.6%	28.1%	20.6%	23.0%	24.0%	24.0%	25.0%	25.0%
电线电缆	收入（亿元）	41	46	60	58	52	48	48	48	48	48
	增长率	14.09%	11.60%	23.10%	-3.36%	-12.73%	-8.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	7.6%	10.7%	9.5%	9.3%	11.5%	11.0%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%
贸易	收入（亿元）	0	11	30	69	50	50	50	50	50	50
	增长率	0.00%	0.00%	63.85%	56.13%	-37.89%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	0.0%	3.3%	2.8%	1.0%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
煤炭	收入（亿元）	-	-	-	9	11	13	14	17	19	20
	增长率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	20.94%	10.00%	15.00%	15.00%	12.00%	10.00%
	毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	24.5%	34.9%	35.0%	32.0%	35.0%	35.0%	35.0%
电费	收入（亿元）	0.0	0.0	0.0	4.1	3.8	3.6	3.6	3.6	3.8	3.9
	增长率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-8.39%	-5.00%	0.00%	2.00%	3.00%	4.00%
	毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	36.2%	41.9%	41.9%	41.9%	41.9%	41.9%	41.9%
其他	收入（亿元）	8.9	10.5	20.7	12.5	13.4	13.4	13.4	13.4	13.4	13.4
	增长率	26.29%	14.57%	49.38%	-65.31%	6.57%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	19.38%	19.41%	23.62%	29.14%	24.23%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

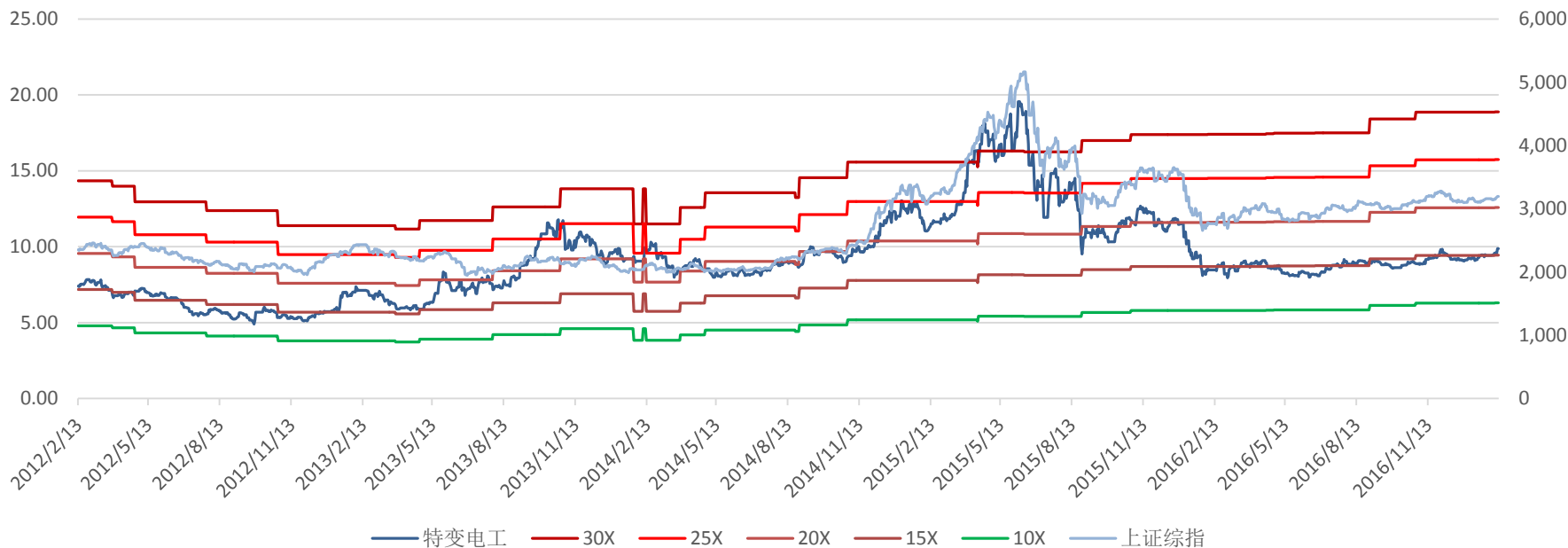
- 特变的业务比较复杂，我们大概进行了净利润的拆分。
  - 变压器业务16年贡献净利润7个亿，17年7-8个亿，特高压订单是主要改善驱动因素。
  - 光伏行业主要依托于港股的新特能源（权益60%），16年主要受益于多晶硅价格坚挺，贡献利润8个亿，17年多晶硅扩产同时电站运营开始发力，利润大约10个亿，权益净利润6个亿。
  - 电缆业务预计不到5000万利润。
  - 煤炭16年产销1300吨左右，2个亿利润，17年要依据新疆煤电基地的推进情况，在新疆基建发力的大环境下，这一块17年会有2-3个亿的利润。另有电厂17年建成，或有售电业务贡献利润。
  - 海外工程，16年开工21亿美金的项目，贡献利润8-9个亿；17年随着16年新增订单增多，一带一路升温，新订单落地加速，盈利能力提升，预计有11-12个亿净利润，是增速最大的板块。
- 公司目前资产减值损失计提对业绩影响也比较大，12年-15年公司分别计提了2.18/2.38/3.44/4.67亿，我们预计16年以后会开始下降，但继续维持3-4个亿的减值损失。

## 4.1 公司业绩详细拆分，子公司与业务对应

主营项目	2014年营收	2015年营收	子公司名称	持股比例		2014	2015				
新能源产业 (含境外工程7-8个亿)	71.6	88.5	新特能源股份有限公司	61.4	营收	25.15	95(多晶硅21.37)				
			新特能源整合光伏板块2015年港股上市		净利润	4.47	6.19(多晶硅3.54亿)				
			特变电工新疆新能源股份有限公司	85.78	营收	52.07	68.65				
			15年业绩已被包含在新特能源中		净利润	1.6	2.65				
变压器	101.4	96.2	特变电工衡阳变压器有限公司	100	营收	48.2	57.02				
					净利润	2.87	3.25				
			特变电工沈阳变压器集团有限公司	100	营收	71.71	56.93				
					净利润	2.54	0.21				
			天津市特变电工变压器有限公司	55	营收	8.73	5.46				
电线电缆	58.3	51.7	特变电工山东鲁能泰山电缆有限公司	88.99	营收	28.31	24.42				
					净利润	-1.12	-0.2				
			特变电工(德阳)电缆股份有限公司	57.33	营收	22.89	23.66				
					净利润	0.28	0.15				
煤炭+电费	13.1	15.2	新疆天池能源有限责任公司	85.78	营收	18.07	14.98				
					净利润	0.74	0.67				
输变电成套工程	34.88	59.57	母公司	母公司整体	营收	83.3	104.1				
					净利润	8.46	10.47				
				变压器产品	营收	27.8	25.34				
					成本	22.6	20.82				
					毛利率	18.7%	17.8%				
				电线电缆	营收	19.01	15.09				
					成本	16.92	13.27				
					毛利率	11.0%	12.1%				
				工程施工(境外)	营收	27.68	50.93				
					成本	21.22	40.29				
					毛利率	23.3%	20.9%				
				贸易	营收	2	0.89				
					成本	1.92	0.86				
				其他	营收	0.58	1				
					成本	0.4	0.4				
							印度子公司	印度子公司主要是满足印度当地EPC项目 15年亏损, 16年轻微亏损, 17年扭亏为盈			

## 4.2 自16年以来估值水平维持在12-13倍的底部

五年历史PE估值走势



资料来源：wind、东吴证券研究所

- 特变属于典型的价值投资，通过历史估值来看，16年自从熔断以来，公司的股价一直在沿着15倍估值线（这里的估值偏高，主要是采用的TTM净利润的PE估值）小幅上涨，从8元涨到目前的10元，投资者稳定的赚取利润增长的钱，我们认为制造业不到15倍的估值是非常安全的，从更远的历史来看12年到13年中也是和目前走势一致。
- **交易层面：**另一方面特变在13年多晶硅涨价和当时的一带一路炒作中，也有估值提升的表现，从13年中的15倍一直冲高至25倍，这种价值重估的现象有可能在一带一路升温的大环境下重新上演，**向下无杀估值和业绩下滑的风险，向上有业绩增速，有估值提升的可能。**

## 4.3 ROE历史上由于重资产投资下滑，目前净利润率逐年改善

		2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/9/30
ROE	(净利润/权益资产)	25.07	25.09	17.17	9.97	7.40	9.40	9.66	9.33	8.11
权益乘数	(平均总资产/平均归母股东利益)	3.28	2.79	2.26	2.32	2.85	3.28	3.22	3.20	3.38
	期末总资产	151.5	188.7	236.2	336.1	420.4	506.6	592.9	702.6	770.1
	期末归属母公司股东利益	52.1	69.7	118.0	128.5	136.6	146.0	195.5	209.0	226.6
资产周转率	(营业收入/平均总资产)	0.99	0.87	0.84	0.63	0.54	0.63	0.66	0.58	0.36
	营业总收入	125.2	147.5	177.7	181.6	203.3	291.7	360.7	374.5	263.4
归属母公司股东的销售净利率		7.7	10.4	9.1	6.8	4.8	4.6	4.6	5.0	6.7
	销售净利率	8.6	10.7	9.4	6.8	4.6	4.7	5.0	5.4	7.8
	归属母公司股东的净利润占比	89.2%	96.8%	97.0%	99.5%	105.1%	96.4%	91.0%	93.2%	86.3%
	税收负担率 净利润/利润总额(剩下的是税)	88.8%	86.5%	89.9%	89.0%	88.5%	88.7%	88.3%	85.5%	86.4%
	销售报酬率 EBIT/营业总收入(不考虑税和利息)	10.8	12.9	10.9	8.1	6.2	6.7	7.2	8.0	10.2
	利息负担率 利润总额/EBIT(剩下的是利息)	89.6%	96.0%	95.7%	94.5%	83.1%	79.3%	79.1%	79.3%	88.0%

资料来源：wind、东吴证券研究所

- 特变在08-10年ROE是可以稳定在20%以上的，说明传统的变压器行业中已经证明了自己。后续进入多晶硅和煤炭等重资产行业导致周转率下滑，拖累了整体的ROE水平，目前看多晶硅的扩产成本下降幅度很大，期初1500吨的投资在16亿，12000吨的投资在30亿，目前扩产1万吨成本在6亿，随着资产折旧成本的边际递减，相信多晶硅板块的周转率会有改善。
- 公司12年的净利润率达到底部，主要也是受制于多晶硅价格的大幅下滑，目前看从13-16年公司的净利润率稳步上升，多晶硅行业回暖是主要原因，另一方面海外目前正处于毛利释放期，也有助于提升公司的整体利润率。

## 4.4盈利预测与估值和风险因素

其余估值方法	2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31
市净率PB	5.9	6.7	3.3	1.6	1.3	2.0	2.1	1.9	1.3
市销率PS TTM	2.5	3.0	2.2	1.1	0.8	1.1	1.1	1.0	0.8
市现率PCF TTM	13.4	25.3	22.1	-15.2	6.2	-39.4	15.1	32.4	13.9
EV/EBITDA	18.1	19.6	14.6	10.4	11.7	13.9	13.4	12.1	11.4
股息率	0.1	0.3	0.5	1.0	1.2	1.1	1.0	1.4	2.0

资料来源：wind、东吴证券研究所

- 盈利预测与估值：我们调整了此前的盈利预测，即公司2016-2018年的净利润分别为21.3/24.5/28.1，EPS分别为0.66/0.76/0.87元，同比增长13/15/15%，考虑到特变进一步做大做强新能源业务，在海外输变电工程方面积攒的经验和口碑将大幅受益一带一路战略推进，给予2017年18倍PE，目标价13.5元，维持买入评级。
- 风险因素：一带一路推进缓慢导致海外订单落地不达预期；国内多晶硅价格战激烈，进口替代过程不达预期；新疆基础设施建设投资不达预期。

# 4.4 盈利预测与估值和风险因素

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>29,175</b>	<b>36,075</b>	<b>37,452</b>	<b>38,689</b>	<b>41,833</b>	<b>45,521</b>
增长率	43.54%	23.7%	3.8%	3.3%	8.1%	8.8%
营业成本	-24,455	-29,934	-30,706	-31,222	-33,511	-36,309
% 销售收入	83.8%	83.0%	82.0%	80.7%	80.1%	79.8%
毛利	4,720	6,140	6,746	7,467	8,321	9,212
% 销售收入	16.2%	17.0%	18.0%	19.3%	19.9%	20.2%
营业税金及附加	-119	-173	-199	-205	-218	-232
% 销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-1,536	-1,688	-1,784	-1,896	-2,092	-2,299
% 销售收入	5.3%	4.7%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%
管理费用	-1,071	-1,473	-1,810	-2,012	-2,259	-2,549
% 销售收入	3.7%	4.1%	4.8%	5.2%	5.4%	5.6%
息税前利润 (EBIT)	1,994	2,806	2,954	3,355	3,753	4,131
% 销售收入	6.8%	7.8%	7.9%	8.7%	9.0%	9.1%
财务费用	-527	-642	-637	-584	-568	-540
% 销售收入	1.8%	1.8%	1.7%	1.5%	1.4%	1.2%
资产减值损失	-238	-344	-467	-422	-417	-354
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	63	-127	57	59	62	65
% 税前利润	4.1%	—	2.4%	2.1%	1.9%	1.7%
营业利润	1,292	1,693	1,907	2,408	2,831	3,303
营业利润率	4.4%	4.7%	5.1%	6.2%	6.8%	7.3%
营业外收支	262	358	462	462	471	481
税前利润	<b>1,554</b>	<b>2,051</b>	<b>2,369</b>	<b>2,870</b>	<b>3,302</b>	<b>3,784</b>
利润率	5.3%	5.7%	6.3%	7.4%	7.9%	8.3%
所得税	-175	-240	-344	-411	-466	-526
所得税率	11.3%	11.7%	14.5%	14.3%	14.1%	13.9%
净利润	1,378	1,811	2,025	2,459	2,836	3,258
少数股东损益	50	163	138	330	386	447
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,328</b>	<b>1,649</b>	<b>1,888</b>	<b>2,129</b>	<b>2,450</b>	<b>2,811</b>
净利率	4.6%	4.6%	5.0%	5.5%	5.9%	6.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1,378	1,811	2,025	2,459	2,836	3,258
少数股东损益	0	0	0	330	386	447
非现金支出	1,026	1,521	1,699	1,636	1,640	1,587
非经营收益	462	908	716	188	146	125
营运资金变动	-1,087	-5,622	-2,383	-3,447	-243	-522
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,780</b>	<b>-1,382</b>	<b>2,058</b>	<b>1,166</b>	<b>4,766</b>	<b>4,895</b>
资本开支	2,538	1,628	2,639	2,601	1,834	1,530
投资	-44	-545	-1,181	-653	0	0
其他	77	10	109	59	62	65
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,506</b>	<b>-2,163</b>	<b>-3,711</b>	<b>-3,195</b>	<b>-1,772</b>	<b>-1,464</b>
股权募资	72	4,007	2,312	0	0	0
债权募资	1,247	1,610	3,492	-1,806	166	-498
其他	-1,675	-1,371	-1,587	-710	-680	-671
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-356</b>	<b>4,246</b>	<b>4,217</b>	<b>-2,517</b>	<b>-514</b>	<b>-1,169</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-1,082</b>	<b>701</b>	<b>2,564</b>	<b>-4,546</b>	<b>2,480</b>	<b>2,262</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	10,362	11,184	15,017	10,141	12,235	14,050
应收款项	7,652	11,042	12,733	13,570	14,776	16,066
存货	6,039	8,641	10,213	11,120	11,926	12,912
其他流动资产	4,211	4,260	5,682	7,347	7,557	7,820
流动资产	28,264	35,127	43,645	42,179	46,494	50,848
% 总资产	55.1%	59.2%	62.1%	59.3%	60.9%	62.6%
长期投资	1,397	1,129	1,192	1,746	1,646	1,546
固定资产	18,859	18,862	20,673	22,761	23,840	24,612
% 总资产	36.8%	31.8%	29.4%	32.0%	31.2%	30.3%
无形资产	2,678	3,852	3,596	3,259	3,161	3,067
非流动资产	22,987	24,165	26,614	28,917	29,800	30,377
% 总资产	44.9%	40.8%	37.9%	40.7%	39.1%	37.4%
<b>资产总计</b>	<b>51,251</b>	<b>59,292</b>	<b>70,259</b>	<b>71,096</b>	<b>76,294</b>	<b>81,225</b>
短期借款	4,939	7,106	9,937	5,130	5,296	4,799
应付款项	19,779	20,648	24,036	24,215	26,381	28,517
其他流动负债	233	793	1,526	1,531	1,561	1,596
流动负债	24,951	28,547	35,499	30,877	33,238	34,911
长期贷款	7,338	6,277	7,247	10,247	10,247	10,247
其他长期负债	2,114	2,536	1,990	2,016	2,016	2,016
<b>负债</b>	<b>34,403</b>	<b>37,359</b>	<b>44,737</b>	<b>43,139</b>	<b>45,501</b>	<b>47,174</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>14,605</b>	<b>20,004</b>	<b>21,395</b>	<b>23,518</b>	<b>25,968</b>	<b>28,779</b>
少数股东权益	1,350	1,473	3,771	4,101	4,488	4,934
<b>负债股东权益合计</b>	<b>50,358</b>	<b>58,836</b>	<b>69,903</b>	<b>70,759</b>	<b>75,956</b>	<b>80,887</b>

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.504	0.509	0.581	0.656	0.755	0.867
每股净资产 (元)	5.541	6.174	6.585	7.251	8.006	8.873
每股经营现金净流 (元)	0.675	-0.426	0.633	0.258	1.350	1.371
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.180	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.10%	8.24%	8.82%	9.05%	9.43%	9.77%
总资产收益率	2.64%	2.80%	2.70%	3.01%	3.23%	3.48%
投入资本收益率	9.72%	10.21%	9.40%	9.03%	9.81%	10.49%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	43.54%	23.65%	3.82%	3.30%	8.13%	8.82%
EBIT 增长率	74.59%	40.75%	5.27%	13.57%	11.88%	10.07%
净利润增长率	35.46%	24.11%	14.49%	12.81%	15.07%	14.74%
总资产增长率	19.77%	16.84%	18.81%	1.19%	7.31%	6.46%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	59.5	72.7	87.5	90.0	91.0	91.0
存货周转天数	78.7	95.0	118.3	130.0	129.9	129.8
应付账款周转天数	97.8	93.7	97.1	100.0	99.0	98.0
固定资产周转天数	163.9	176.1	172.5	160.4	140.4	121.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	22.66%	18.15%	11.39%	21.49%	13.16%	5.03%
EBIT 利息保障倍数	3.8	4.4	4.6	5.7	6.6	7.7
资产负债率	68.32%	63.50%	64.00%	60.97%	59.90%	58.32%

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>



# 东吴证券 财富家园