



2017年04月06日

# 增持(跟踪评级)

当前价: 8.56元

电力设备与新能源行业研究组

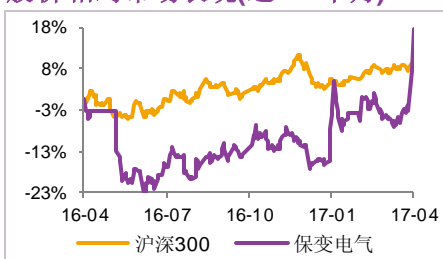
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 夏春秋

电话: 15000812117  
邮箱: xiachunqiu@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

### 盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	4068	5376	6729	8233
(+/-)	1%	32%	25%	22%
净利润	109	85	212	311
(+/-)	20%	-22%	149%	47%
EPS(元)	0.071	0.055	0.138	0.203
P/E	99.42	127.39	51.19	34.86

资料来源: 联讯证券研究院

《保变电气(600550)——专注变压器主业, 迎来业绩修复期》2016-12-13

## 保变电气(600550.SH)

# 【联讯电新年报点评】保变电气：雄安与军工混改双催化，估值与财务结构齐修复

### 投资要点

近日公司发布 2016 年年度报告，2016 年公司实现营业收入 40.68 亿元，同比小幅增长 1.02%，归属上市公司股东净利润为 1.09 亿元，同比增长 20.38%。期间费用方面，公司降本增效取得明显成效，公司管理费用同比下降 5.61%，财务费用同比下降 11.81%，

#### ◇ 输变电产品毛利率提升带动公司主营业务业绩反弹

2016 年公司扣除非经常性损益后净利润 539.87 万元，而去年扣非净利润为 -6.74 亿元，主营输变电业务业绩大幅反弹。业绩改善主要得益于输变电产品毛利率的大幅提升，公司整体销售毛利率为 23.65%，同比增长 5.60%，主营输变电产品毛利率为 23.50%，同比增长 5.59%。我们认为毛利率提升与输变电行业基本面关系不大，公司的变电器与互感器产销量在 2016 年也都出现了同比较大幅度下滑的情况。毛利率提升的主因是兵装集团入主公司以来一直提倡降本增效，精细化管理，原料采购根据消耗与库存量采用动态管理，并根据订单结构变化及时调整，极大减少了资金占用，提高了产品竞争力。

#### ◇ 关注非公开发行落地对公司财务结构改善

我们看到公司目前整体财务状较为不理想，资产负债率较高，偿债压力较大。公司 2016 年的财务费用虽然同比下降 11.81%，但财务费用率达 6.24%，同比行业公司处于较高水平。我们对公司未来财务结构大幅改善保持乐观，原因一，公司拥有兵装集团强大的股东背景，作为国内巨型国企，兵装集团目前总计持有公司 56.42% 股份，为公司第一大股东与实际控制人；原因二，公司正在筹划非公开发行股份，募集资金除了用于整合兵装集团旗下输变电企业云意电气外，将投入 6 亿元用于偿还金融机构贷款，投入 5.25 亿元用于补充流动资金，发行完成后公司伴随财务状况的大幅改善，财务费用降低，公司安全边际将大大提升，本次发行兵装集团以 11.25 亿元现金认购股份，假设定增落地，兵装集团对保变的合计持股比例也将提高至 60.31%

#### ◇ 充分收益“一带一路”战略下海外特高压加速建设机遇

“一带一路”战略加速实施，特高压输配电建设是区域国家重点合作领域，公司在特高压交直流市场处于优势地位，是“两网”特高压建设交直流变压器的主要供应商，公司在保持国内市场占有率的同时，抓住“一带一路”机遇积极走出，开展公司海外业务也将是公司重要经营计划。

#### ◇ 投资评级

我们预计 2017~2019 年，公司 EPS 分别为 0.06 元、0.14 元和 0.20 元，对应动态 PE 分别为 127 倍、51 倍和 34 倍。考虑到近期公司股价在中央决定设立“雄安新区”的催化下大幅走高，当前时点我们给予公司“增持”评



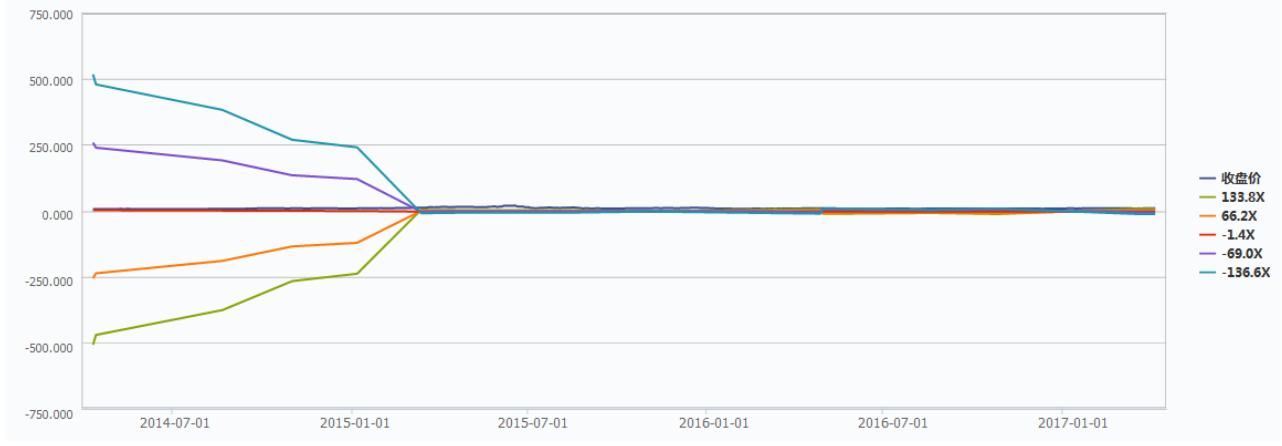
级。

#### ◇ 风险提示

公司财务状况持续恶化风险，变压器订单不达预期风险，核电变电器行业竞争加剧压缩公司市场份额风险，海外核电变压器业务推进不达预期风险。

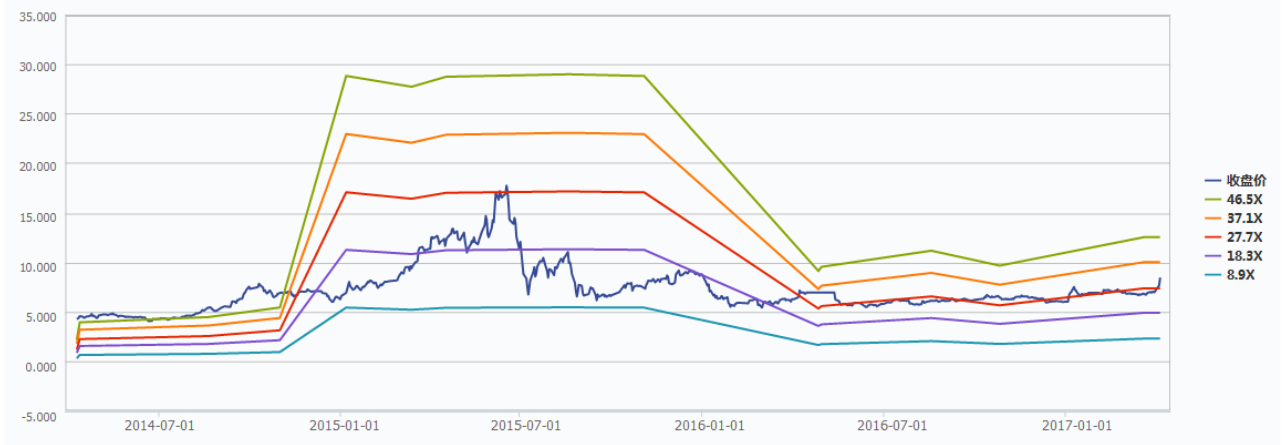


图表1: 保变电气 PE Band



资料来源: wind, 联讯证券

图表2: 保变电气 PB Band



资料来源: wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	6,595.18	6,116.33	7,121.68	9,073.55	经营活动现金流	509.94	-1,477.90	1,955.97	-1,442.61
现金	2,173.73	53.76	67.29	82.34	净利润	97.01	89.18	221.93	325.93
应收账款	2,908.74	2,641.27	4,305.12	4,194.48	折旧摊销	191.01	323.93	323.93	321.57
其它应收款	57.96	256.62	137.11	344.65	财务费用	266.68	212.13	146.87	141.33
预付账款	385.73	581.46	629.08	852.14	投资损失	151.31	151.31	151.31	151.31
存货	1,059.39	2,573.59	1,973.44	3,590.30	营运资金变动	-190.09	-2,254.43	1,111.94	-2,382.75
其他	9.64	9.64	9.64	9.64	其他	-5.97	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2,822.39	2,347.16	1,871.93	1,399.05	投资活动现金流	-98.34	0.00	0.00	0.00
长期投资	113.72	113.72	113.72	113.72	资本支出	-213.55	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,082.65	1,005.83	620.86	235.89	长期投资	115.21	0.00	0.00	0.00
无形资产	565.66	490.48	405.69	320.91	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	42.00	42.00	42.00	42.00	筹资活动现金流	242.11	-642.06	-1942.44	1457.66
资产总计	9,417.57	8,463.49	8,993.60	10,472.59	短期借款	665.04	-642.06	-1942.44	1457.66
流动负债	8,550.56	6,382.31	6,690.49	7,843.55	长期借款	-291.07	0.00	0.00	0.00
短期借款	5,084.20	3,529.26	1,733.69	3,332.67	其他	131.86	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,693.01	2,008.24	2,624.24	3,044.06	现金净增加额	653.30	-2119.96	13.53	15.05
其他	121.35	121.35	121.35	121.35					
非流动负债	232.90	232.90	232.90	232.90	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
长期借款	147.53	147.53	147.53	147.53	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	4068.44	5376.44	6729.15	8233.79
负债合计	8,783.47	6,615.21	6,923.40	8,076.46	营业利润	24.81	104.91	261.09	383.45
少数股东权益	220.54	224.55	234.52	249.18	归属母公司净利润	109.13	85.17	211.95	311.28
归属母公司股东权益	413.57	1,623.73	1,835.68	2,146.96	获利能力				
负债和股东权益	9,417.57	8,463.49	8,993.60	10,472.59	毛利率	23.66%	21.05%	21.05%	21.05%
					净利率	2.70%	1.66%	3.30%	3.96%
<b>利润表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	ROE	26.39%	5.25%	11.55%	14.50%
营业收入	4068.44	5376.44	6729.15	8233.79	ROIC	7.89%	8.77%	7.13%	13.55%
营业成本	3105.88	4244.67	5312.63	6500.54	偿债能力				
营业税金及附加	42.40	33.98	42.53	52.03	资产负债率	93.27%	78.16%	76.98%	77.12%
营业费用	183.93	225.81	289.35	354.05	带息债务/总负债	59.56%	55.58%	27.17%	43.09%
管理费用	319.31	403.23	524.87	650.47	流动比率	0.77	0.96	1.06	1.16
财务费用	253.90	212.53	147.37	141.94	速动比率	0.65	0.55	0.77	0.70
资产减值损失	151.31	151.31	151.31	151.31	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.43	0.64	0.75	0.79
投资净收益	13.11	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	1.40	2.04	1.56	1.96
营业利润	24.81	104.91	261.09	383.45	存货周转率	2.93	1.65	2.69	1.81
营业外收入	95.01	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
营业外支出	4.52	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.071	0.055	0.138	0.203
利润总额	115.30	104.91	261.09	383.45	每股经营现金流	0.329	-0.963	1.275	-0.940
所得税	5.63	15.74	39.16	57.52	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	109.67	89.18	221.93	325.93	估值比率				
少数股东损益	0.54	4.01	9.98	14.65	P/E	99.42	127.39	51.19	34.86
归属母公司净利润	109.13	85.17	211.95	311.28	P/B	26.23	6.68	5.91	5.05
EBITDA	565.00	640.97	731.88	846.35	EV/EBITDA	23.91	34.39	27.68	25.84

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)