

## “一带一路”龙头，业绩即将释放

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年年报, 报告期内实现营收 401.2 亿元, 同比增长 7.1%; 归母净利润 21.9 亿元, 同比增长 16%。另公司拟每 10 股派发现金 2.1 元 (含税)。
- **年报分析:** 营业收入增长主要来自于公司新能源产业及配套工程业务、贸易业务快速增长增速分别是 15.5% 和 35.7%。利润增速快于营收增速主要系公司加强精细化管理及工程管理有效控制成本所致。报告期内公司财务费用同比下降 37.3%, 主要系公司外币存款因人民币贬值产生汇兑收益所致。
- **“一带一路”核心设备商:** 从 2013 年“一带一路”战略起, 沿线国家的基础设施建设为我国的基建、设备等厂商提供了大量海外项目机会。由于电力项目须有前期的考察、规划设计及与当地协商合作等事宜, 所以经过长期跟进, 公司于 2016 年海外成套系统集成业务在手订单实现爆发, 金额已超 50 亿美元。
- **输变电业务国内地位稳固:** 作为民营企业, 公司在国内存在国网背景设备厂商及大量设备企业竞争的环境下, 2016 年位居电网集中招标中标率行业第一, 输变电产业国内市场签订订单金额约 223 亿元。变压器产品实现产量近 2.6 亿 kVA, 且实行“以销定产”模式, 产品无积压。变压器行业招标对过往产品的安全运行记录考核占比较重, 公司是变压器龙头企业, 在特高压建设及配网改造升级的浪潮中其领先地位将得到进一步加强。
- **新能源领域布局完善:** 公司目前新能源产业已包含多晶硅产品、光伏逆变器产品、光伏/风电电站能源解决方案等。目前公司多晶硅设计产能 1.5 万吨/年, 全产业链布局带来显著的低成本优势使得公司有信心大力开拓新能源市场, 2016 年公司光伏电站 EPC 排名世界第一, 未来公司有望通过风电/光伏电站的运营获取电费带来稳定收益。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.80 元、0.91 元和 1.04 元, 对应 PE 分别为 15 倍、13 倍和 11 倍。公司是“一带一路”的核心设备及总包商, 输变电设备领域国内龙头地位巩固, 未来有望通过新能源运营增厚公司业绩, 我们保守估计认为公司 2017 年合理估值应在 20 倍, 对应股价 16.00 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动风险, 汇率风险, 国际局势变动风险。

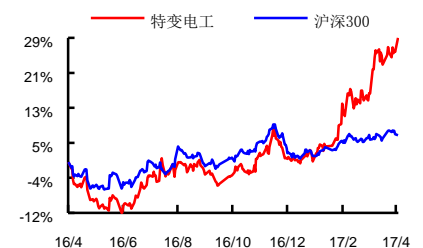
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	40117.49	41551.20	43700.05	45749.31
增长率	7.12%	3.57%	5.17%	4.69%
归属母公司净利润 (百万元)	2190.35	2586.42	2941.80	3355.14
增长率	16.04%	18.08%	13.74%	14.05%
每股收益 EPS (元)	0.68	0.80	0.91	1.04
净资产收益率 ROE	9.14%	9.75%	10.12%	10.48%
PE	17	15	13	11
PB	1.39	1.29	1.18	1.06

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖  
执业证号: S1250513090001  
电话: 023-63786561  
邮箱: lijy@swsc.com.cn  
联系人: 李志虹  
电话: 021-68415929  
邮箱: lzh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	32.38
流通 A 股(亿股)	32.00
52 周内股价区间(元)	8.16-11.77
总市值(亿元)	381.10
总资产(亿元)	770.11
每股净资产(元)	6.99

### 相关研究

**关键假设：**

假设 1：新能源产业及配套工程主要为国内光伏/风电相关业务，2016 年光伏抢装潮已过，风电也已进入平稳发展期，所以我们假设公司此业务的整体发展在 2017 年维持 2016 年状态，2018 年和 2019 年会随着国家对新能源的持续鼓励而有小幅增长。此业务的毛利率也稳定在 20%；

假设 2：变压器业务、贸易业务、电线电缆业务将维持现有状况；

假设 3：输变电成套工程业务主要是海外工程项目和一些国内项目组成，随着“一带一路”战略的推进，公司 50 亿美金在手订单陆续释放，预计有 5 年的陆续回款期，预计 2017 年有望释放超 70 亿收入，随后增速略微放缓。海外业务毛利率较高，使得公司此业务毛利率提升至 30%左右。

假设 4：煤炭业务与公司煤矿开采和煤价变动有关，假定毛利率维持 16 年状况，未来三年为 32%；电费业务将随着公司运营电站的容量增加而提升，毛利率也将保持现状，维持在 27%；

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
新能源产业及配套工程	收入	10213.06	10213.06	10723.71	11259.90
	增速	15.5%	0.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	19.75%	20.00%	20.00%	20.00%
变压器	收入	9670.18	9670.18	9670.18	9670.18
	增速	0.5%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	25.01%	25.00%	25.00%	25.00%
贸易	收入	6780.11	6780.11	6780.11	6780.11
	增速	35.7%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	1.99%	2.00%	2.00%	2.00%
电线电缆	收入	5425.81	5425.81	5425.81	5425.81
	增速	4.9%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	14.37%	14.00%	14.00%	14.00%
输变电成套工程	收入	5159.82	7223.75	8668.50	9968.77
	增速	-13.4%	40.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	21.59%	30.00%	30.00%	30.00%
煤炭	收入	1364.81	1501.29	1651.42	1816.56
	增速	19.6%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	31.80%	32.00%	32.00%	32.00%
电费	收入	393.82	433.20	476.52	524.17
	增速	4.7%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	26.87%	27.00%	27.00%	27.00%
其他	收入	303.80	303.80	303.80	303.80

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
	增速	-5.0%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	54.73%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	40117.49	41551.20	43700.05	45749.31
	增速	7.12%	3.57%	5.17%	4.69%
	毛利率	18.19%	19.91%	20.29%	20.61%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.80 元、0.91 元和 1.04 元，对应 PE 分别为 15 倍、13 倍和 11 倍。公司是“一带一路”的核心设备及总包商，输变电设备领域国内龙头地位巩固，未来有望通过新能源运营增厚公司业绩。参考同为电力设备“一带一路”出口商中国西电 2017 年 25 倍估值，公司在国内煤炭、电缆及贸易领域有一定收入占比，带来行业估值下调，我们保守估计认为公司 2017 年合理估值应在 20 倍，对应股价 16.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	40117.49	41551.20	43700.05	45749.31	净利润	2506.19	2875.84	3281.98	3754.53
营业成本	32818.35	33279.43	34832.99	36319.21	折旧与摊销	1375.71	2265.72	2562.05	2780.05
营业税金及附加	311.31	267.96	292.57	310.66	财务费用	399.27	959.41	852.58	838.94
销售费用	1915.86	1932.13	2010.20	2058.72	资产减值损失	222.10	200.00	200.00	200.00
管理费用	1889.62	1919.67	2010.20	1967.22	经营营运资本变动	1087.33	-912.24	245.97	-275.36
财务费用	399.27	959.41	852.58	838.94	其他	-2951.80	-189.91	-200.00	-201.68
资产减值损失	222.10	200.00	200.00	200.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2638.79</b>	<b>5198.82</b>	<b>6942.58</b>	<b>7096.48</b>
投资收益	80.41	0.00	0.00	0.00	资本支出	-4504.40	-1280.00	-1780.00	-1280.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	620.06	446.44	-31.63	-25.74
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3884.34</b>	<b>-833.56</b>	<b>-1811.63</b>	<b>-1305.74</b>
<b>营业利润</b>	<b>2641.40</b>	<b>2992.60</b>	<b>3501.51</b>	<b>4054.56</b>	短期借款	-815.99	-5376.82	0.00	0.00
其他非经营损益	349.09	385.94	371.28	377.48	长期借款	2429.75	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2990.49</b>	<b>3378.54</b>	<b>3872.79</b>	<b>4432.04</b>	股权融资	21.21	0.00	0.00	0.00
所得税	484.30	502.70	590.82	677.51	支付股利	0.00	-345.94	-340.18	-348.33
净利润	2506.19	2875.84	3281.98	3754.53	其他	213.69	-6816.31	-852.58	-838.94
少数股东损益	315.84	289.42	340.18	399.39	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1848.67</b>	<b>-12539.07</b>	<b>-1192.76</b>	<b>-1187.28</b>
归属母公司股东净利润	2190.35	2586.42	2941.80	3355.14	<b>现金流量净额</b>	<b>760.65</b>	<b>-8173.81</b>	<b>3938.19</b>	<b>4603.46</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	15817.45	7643.64	11581.83	16185.29	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	14556.37	15879.27	16531.17	17260.16	销售收入增长率	7.12%	3.57%	5.17%	4.69%
存货	11487.78	11639.09	12182.90	12704.82	营业利润增长率	38.53%	13.30%	17.01%	15.79%
其他流动资产	663.53	687.24	722.78	756.68	净利润增长率	23.75%	14.75%	14.12%	14.40%
长期股权投资	1222.71	1222.71	1222.71	1222.71	EBITDA 增长率	16.96%	40.79%	11.23%	10.95%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	25055.24	24154.86	23469.55	22077.64	毛利率	18.19%	19.91%	20.29%	20.61%
无形资产和开发支出	3417.69	3369.84	3310.58	3239.93	三费率	10.48%	11.58%	11.15%	10.63%
其他非流动资产	2772.53	2288.61	2282.75	2271.01	净利率	6.25%	6.92%	7.51%	8.21%
<b>资产总计</b>	<b>74993.31</b>	<b>66885.25</b>	<b>71304.27</b>	<b>75718.23</b>	ROE	9.14%	9.75%	10.12%	10.48%
短期借款	5376.82	0.00	0.00	0.00	ROA	3.34%	4.30%	4.60%	4.96%
应付和预收款项	23137.30	23709.18	25105.92	26036.70	ROIC	8.34%	10.35%	11.48%	13.26%
长期借款	9676.89	9676.89	9676.89	9676.89	EBITDA/销售收入	11.01%	14.96%	15.83%	16.77%
其他负债	9385.74	4010.89	4091.37	4168.36	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>47576.76</b>	<b>37396.96</b>	<b>38874.18</b>	<b>39881.94</b>	总资产周转率	0.55	0.59	0.63	0.62
股本	3243.45	3237.88	3237.88	3237.88	固定资产周转率	2.18	2.07	2.09	2.21
资本公积	8224.35	8229.92	8229.92	8229.92	应收账款周转率	4.70	4.80	4.72	4.74
留存收益	11525.49	13765.97	16367.59	19374.40	存货周转率	3.02	2.88	2.92	2.92
归属母公司股东权益	23192.83	24975.14	27576.76	30583.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.97%	—	—	—
少数股东权益	4223.73	4513.15	4853.33	5252.72	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>27416.55</b>	<b>29488.29</b>	<b>32430.09</b>	<b>35836.29</b>	资产负债率	63.44%	55.91%	54.52%	52.67%
负债和股东权益合计	74993.31	66885.25	71304.27	75718.23	带息债务/总负债	31.64%	25.88%	24.89%	24.26%
					流动比率	1.19	1.41	1.52	1.68
					速动比率	0.87	0.95	1.07	1.23
					股利支付率	0.00%	13.38%	11.56%	10.38%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	4416.38	6217.74	6916.15	7673.55	每股收益	0.68	0.80	0.91	1.04
PE	17.40	14.73	12.95	11.36	每股净资产	8.47	9.11	10.02	11.07
PB	1.39	1.29	1.18	1.06	每股经营现金	0.81	1.61	2.14	2.19
PS	0.95	0.92	0.87	0.83	每股股利	0.00	0.11	0.11	0.11
EV/EBITDA	9.15	6.14	4.95	3.86					
股息率	0.00%	0.91%	0.89%	0.91%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn