

特变电工(600089)/高低压设备

一带一路输变电工程龙头进入加速收获期

评级: 买入(维持)

市场价格: 11.77

目标价格: 15.4—16

分析师: 邵晶鑫

执业证书编号: S0740517010005

电话:

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

联系人: 孟兴亚

电话:

Email:

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	37451.96	40117.49	43512.96	47311.05	51963.82
增长率 yoy%	3.82%	7.12%	8.46%	8.73%	9.83%
净利润	1887.55	2190.35	2552.93	3096.69	3627.66
增长率 yoy%	14.49%	16.04%	16.55%	21.30%	17.15%
每股收益(元)	0.58	0.68	0.79	0.95	1.12
每股现金流量					
净资产收益率	9.03%	9.44%	10.43%	11.49%	12.14%
P/E	20.19	17.40	14.95	12.33	10.52
PEG	1.03	1.00	0.92	0.63	0.61
P/B	1.82	1.64	1.56	1.42	1.28

备注:

投资要点

■ **业绩符合预期,收入、利润稳定增长:** 公司 2016 年实现营业收入 401.17 亿元,同比增长 7.12%, 归母净利润 21.90 亿元, 同比增长 16.04% (其中四季度单季实现归母净利润 4.24 亿元, 同比增长 55.31%), EPS 0.68 元, ROE 9.78%, 经营活动产生的现金流量净额 26.39 亿元。公司增速较快业务有新能源(多晶硅+光伏 EPC), 同比增长 15.4%; 贸易业务, 同比增长 35.7%。同时公司通过利润分配预案, 全体股东每 10 股派现金 2.1 元。

■ **毛利率维持稳定, 期间费用控制良好:** 公司 2016 年综合毛利率 18.19%, 同比上升 0.18 个 pct, 基本保持稳定。分业务方面, 公司变压器产品、电线电缆产品、新能源产业及配套工程、输变电成套工程、贸易、电费、煤炭产品、其他产品分别实现收入 96.70 亿元、54.26 亿元、102.13 亿元、51.60 亿元、67.80 亿元、3.94 亿元、13.65 亿元、3.04 亿元, 同比增长 0.48/4.87/15.46/-13.38/35.73/4.75/19.64/-4.95%, 各自毛利率分别为 25.01/14.37/19.75/21.59/1.99/26.87/31.80/54.73%, 较上年同期变 1.54/2.88/0.79/1.02/0.24/15.07/3.07/11.28 个 pct。

公司 2016 年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别变动 0.02/-0.12/-0.70 个 pct, 整体期间费用率下降 0.80 个 pct, 期间费用控制良好。

■ **一带一路政策不断深入, 输变电工程龙头进入加速收获期:** 公司自 2000 年前便开始探索海外总包工程项目, 2003 年起逐步有项目落地, 时至今日公司已然成为我国电力设备(特别是输变电工程) EPC 龙头, 截止 2016 年底公司披露在手国际成套工程项目订单已超 50 亿美元。公司目前业务遍布全球 70 余国家, 先后为美国、俄罗斯、巴西、蒙古提供电力设备或建设电力工程。同时公司海外项目多与进出口银行积极合作, 国外多个项目均采用了进出口银行的“两优”贷款, 资金成本较低、回款有充分保障。伴随一带一路政策的推进, 结合海外市场客观存在的庞大电力工程市场, 预期公司 2017 年新增海外订单再创新高, 同时在今年公司会集中开工与确认较多工程项目, 公司海外业务进入加速收获期。

■ **继续巩固变压器龙头地位, 特高压保障行业稳步发展:** 公司是国内变压器(中高压)领域的龙头, 2016 年实现产量 2.58 亿 kVA, 年报披露相关产品在电网集中招标中标率排名行业第一。2016 年公司输变电产品签订订单金额约 223 亿元。公司相关产品在特高压设备招标中常年位居第一梯队, 目前国网特高压“四交五直”工程已经全部启动, “十三五”期间, 后续特高压工程分三批建设“五交八直”、“四交两直”、“三交一直”。同时 4 条国际线路已规划并逐步落地, 以上线路的投建将保证公司变压器产品的稳步发展。

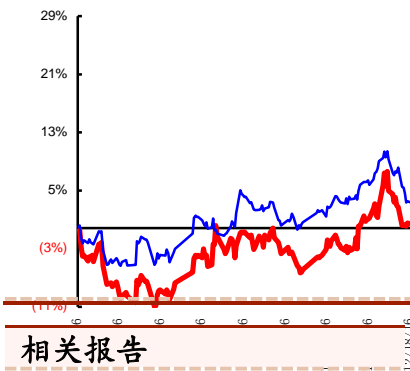
■ **新能源产业链覆盖完整, 光伏 EPC 实力世界领先:** 公司新能源布局包括多晶硅、组件生产, 新能源电站与运营全产业链, 全年共实现相关收入 102.1 亿元, 同比增长 15.4%。2016 年公司多晶硅产量达到 2.28 万吨, 实现超产, 订单饱满; 下属新能源公司确认光伏、风能电站 EPC、PC、BT 等项目装机 1.5GW, 已完工未转让及在建 BT 项目 678.5MW。根据市场研究机构 HIS Markit 发布的 2016 年全球光伏电站 EPC 排名, 公司 2016 年光伏电站 EPC 排名第一。同时公司目前共运营约 530MW 新能源电站, 公司计划未来继续扩大运营规模, 契合国家推广新能源发电大趋势。

■ **投资建议:** 我们积极看好公司作为我国输变电项目 EPC 龙头在一带一路政策推进下, 进入加速收获期; 预期公司海外订单与收入都有明显增长。同时新能源业务的全面布局与变压器的稳定发展为公司提供业绩支撑。预计公司 2017

基本状况

总股本(百万股)	3,238
流通股本(百万股)	3,200
市价(元)	11.77
市值(百万元)	38,110
流通市值(百万元)	37,660

股价与行业-市场走势对比



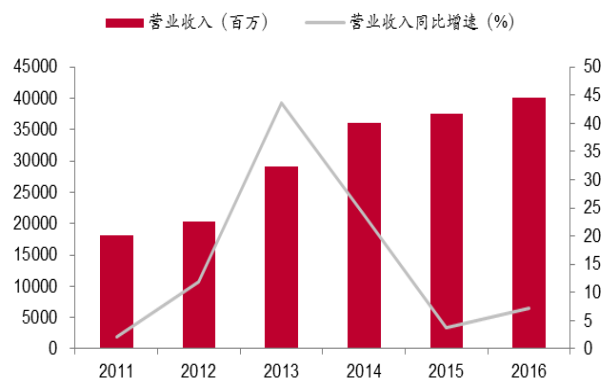
相关报告

- 1 三大业务稳定发展 特能能源全产业链优势明显
- 2 海外输变电工程与新能源业务高速增长, 未来稳定增长可以预期
- 3 投资建设光伏风电项目, 新能源业务将持续高增长

年-2019 年 EPS 分别为 0.79 元、0.95 元、1.12 元；买入评级，目标价 15.4 元。

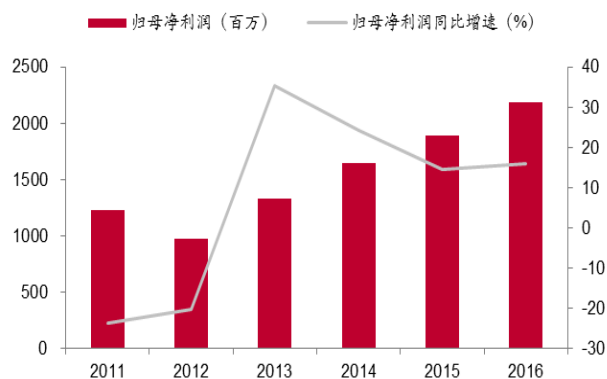
- **风险提示：**一带一路政策不及预期，海外项目结算不及预期，多晶硅价格下滑风险。

图表 1: 公司营业收入与其同比增速



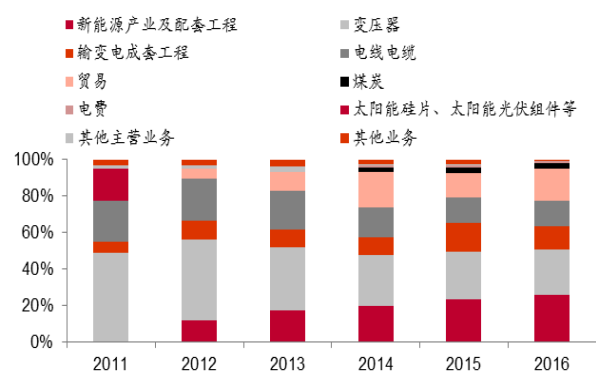
来源: 中泰证券研究所

图表 2: 公司归母净利润与其同比增速



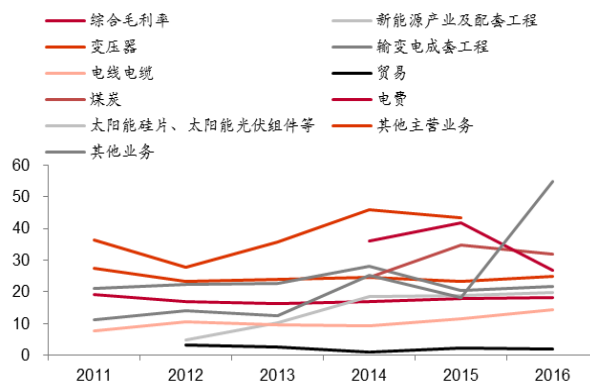
来源: 中泰证券研究所

图表 3: 公司业务收入分布



来源: 中泰证券研究所

图表 4: 公司综合及分业务毛利率



来源: 中泰证券研究所

图表 5: 公司财务预测

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	37,452.0	40,117.5	43,513.0	47,311.0	51,963.8	成长性					
减: 营业成本	30,705.5	32,818.3	35,513.5	38,251.0	41,833.1	营业收入增长率	3.8%	7.1%	8.5%	8.7%	9.8%
营业税费	198.6	311.3	326.3	331.2	337.8	营业利润增长率	12.6%	38.5%	18.7%	23.1%	17.9%
销售费用	1,784.4	1,915.9	2,066.9	2,247.3	2,442.3	净利润增长率	14.5%	16.0%	16.55%	21.30%	17.15%
管理费用	1,809.5	1,889.6	2,045.1	2,200.0	2,390.3	EBITDA增长率	7.4%	15.9%	12.5%	20.2%	17.4%
财务费用	636.8	399.3	272.5	248.4	213.1	EBIT增长率	8.9%	19.5%	12.1%	20.5%	15.9%
资产减值损失	466.8	222.1	239.3	260.2	285.8	NOPLAT增长率	5.4%	17.2%	12.3%	20.5%	16.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	6.4	6.0	6.7	投资资本增长率	7.0%	12.5%	6.9%	13.7%	11.3%
投资和汇兑收益	56.5	80.4	80.0	80.0	80.0	净资产增长率	17.4%	11.1%	5.7%	9.8%	10.5%
营业利润	1,906.8	2,641.4	3,135.8	3,859.0	4,548.1	利润率					
加: 营业外净收支	462.0	349.1	260.0	260.0	260.0	毛利率	18.0%	18.2%	18.4%	19.1%	19.5%
利润总额	2,368.8	2,990.5	3,395.8	4,119.0	4,808.1	营业利润率	5.1%	6.6%	7.2%	8.2%	8.8%
减: 所得税	343.6	484.3	543.3	659.0	754.9	净利润率	5.0%	5.5%	5.9%	6.5%	7.0%
净利润	1,887.5	2,190.3	2,552.93	3,096.69	3,627.66	EBITDA/营业收入	10.1%	10.9%	11.3%	12.5%	13.4%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	6.8%	7.6%	7.8%	8.7%	9.2%
货币资金	15,017.0	15,817.5	14,789.0	11,792.7	7,794.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资本周转天数	170	165	169	175	182
应收账款	9,505.7	8,890.1	9,669.5	10,513.6	11,547.5	流动营业资本周转天数	27	22	13	12	12
应收票据	3,227.4	3,398.0	3,626.1	3,942.6	4,330.3	流动资产周转天数	379	387	360	333	298
预付账款	3,018.2	2,268.4	3,650.6	2,724.6	4,247.6	应收账款周转天数	86	83	77	77	76
存货	10,212.9	11,487.8	12,187.9	13,312.8	14,576.0	存货周转天数	91	97	98	97	97
其他流动资产	2,663.8	663.5	655.0	655.0	655.0	总资产周转天数	623	652	635	605	575
可供出售金融资产	37.5	692.9	252.7	327.7	424.4	投资资本周转天数	243	249	251	255	261
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,154.6	1,222.7	1,222.7	1,222.7	1,222.7	ROE	9.0%	9.4%	10.43%	11.49%	12.14%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.9%	3.3%	3.6%	4.3%	4.7%
固定资产	17,459.2	19,323.8	21,591.6	24,412.2	28,109.9	ROIC	8.9%	9.8%	9.7%	11.0%	11.2%
在建工程	2,937.4	5,731.5	6,112.0	6,938.4	8,006.9	费用率					
无形资产	3,359.5	3,417.7	3,287.6	3,157.5	3,027.5	销售费用率	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.7%
其他非流动资产	1,666.3	2,079.6	1,411.0	1,571.9	1,540.2	管理费用率	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%
资产总额	70,259.4	74,993.3	78,455.7	80,571.7	85,482.5	财务费用率	1.7%	1.0%	0.6%	0.5%	0.4%
短期债务	6,192.8	5,376.8	5,000.0	4,800.0	5,453.3	二费/营业收入	11.3%	10.5%	10.1%	9.9%	9.7%
应付账款	9,785.2	10,346.4	11,356.3	12,019.3	13,545.4	偿债能力					
应付票据	9,744.4	8,671.3	11,058.4	10,192.1	13,048.5	资产负债率	64.9%	63.4%	63.0%	60.5%	58.8%
其他流动负债	9,777.0	11,218.4	11,190.5	11,552.1	12,296.4	负债权益比	184.8%	173.5%	170.6%	153.0%	142.9%
长期借款	7,247.1	9,676.9	8,000.0	7,500.0	3,338.9	流动比率	1.23	1.19	1.15	1.11	0.97
其他非流动负债	2,843.9	2,287.0	2,859.5	2,663.5	2,603.3	速动比率	0.94	0.87	0.84	0.77	0.64
负债总额	45,590.4	47,576.8	49,464.8	48,727.0	50,285.9	利息保障倍数	3.99	7.62	12.51	16.54	22.35
少数股东权益	3,771.2	4,223.7	4,523.2	4,886.5	5,312.1	分红指标					
股本	3,249.1	3,243.4	3,243.4	3,243.4	3,243.4	DPS(元)	0.18	-	0.20	0.21	0.25
留存收益	18,145.8	19,749.8	21,224.3	23,714.7	26,641.0	分红比率	30.9%	0.0%	25.0%	22.0%	22.0%
股东权益	24,669.0	27,416.6	28,991.0	31,844.7	35,196.6	股息收益率	1.5%	0.0%	1.7%	1.8%	2.1%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,025.1	2,506.2	2,552.9	3,096.7	3,627.7	EPS(元)	0.58	0.68	0.79	0.95	1.12
加: 折旧和摊销	1,232.5	1,375.7	1,508.5	1,801.9	2,177.1	BVPS(元)	6.45	7.16	7.54	8.31	9.21
资产减值准备	466.8	222.1	-	-	-	P/E(X)	20.2	17.4	14.95	12.33	10.52
公允价值变动损失	-	-	6.4	6.0	6.7	PB(X)	1.8	1.6	1.56	1.42	1.28
财务费用	893.8	567.4	272.5	248.4	213.1	P/FCF	12.8	25.4	-33.7	-15.3	-10.5
投资收益	-56.5	-80.4	-80.0	-80.0	-80.0	P/S	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
少数股东损益	137.6	315.8	299.5	363.3	425.6	EV/EBITDA	11.5	8.2	9.2	7.9	6.9
营运资金的变动	-3,422.3	-720.2	1,119.8	-994.2	616.3	CAGR(%)	19.5%	17.4%	16.3%	19.5%	17.4%
经营活动产生现金流	2,057.6	2,638.8	5,679.6	4,442.1	6,986.4	PEG	1.0	1.0	0.92	0.63	0.61
投资活动产生现金流	-3,710.7	-3,884.3	-3,486.1	-5,301.0	-6,823.4	ROIC/WACC	1.1	1.2	1.2	1.4	1.4
融资活动产生现金流	4,183.4	1,848.7	-3,221.9	-2,137.4	-4,161.1	REP	1.5	1.0	1.2	0.9	0.9

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。