

2017年04月18日

特变电工 (600089.SH)

## 一次稳健，新能源依旧亮眼，海外订单飞增有望逆转境外业务下滑

■事件：报告年度，公司实现营收401.17亿元，同比增长7.12%；归属母公司净利润21.90亿元，同比增长16.04%；毛利率达18.19%，同比增长0.18pct；增长主要来自国内部分贡献，境外业务部分营收下降23.61%，毛利率下滑0.76pct。其中四季度营收137.77亿元，同比增长37.34%，环比增长63.80%，归属母公司净利润4.24亿元，同比增长55.31%，环比下滑23.44%。拟每10股派现金2.1元（含税）。2017年，公司力争实现营业收入420亿元（合并报表），营业成本（合并报表）控制在350亿元以内，毛利率达16.67%。

■一次设备稳健增长，特高压建设确认高峰带来未来增长。变压器业务稳健增长，营收/毛利率小幅增长0.48%/1.54%。报告期内，变压器产品实现产量2.58亿kVA，同比增长14.16%，全资子公司，沈变/衡变实现净利润1.89亿元/3.32亿元，主业干式变压器的控股公司天津特变亏损0.31亿元。印度特高压变压器研发生产基地的建设完成，推动变压器及其他国际业务收入占比将不断提升。电线电缆产品转型升级效果有所体现，营收增长4.87%，系公司加强市场开拓；毛利率走高，增长2.88%，系出口产品毛利提高。其中，控股子公司，山东电缆/德阳电缆实现净利润0.16亿元/0.36亿元。报告期内，公司中标了一大批特高压交直流项目，2016年电网集中招标中标率排名行业第一。未来两年进入特高压的建设确认高峰期，一次设备业务增长有望提速。

■新能源产业及配套工程大幅增长，技术领先，订单饱满，未来增长可期。报告期内，公司新能源产业及配套工程营收102.13亿元，同比增长15.46%，占总营收的25.46%，其中境内实现营业收入100.53亿元，境外营业收入1.60亿元（智利收入1.22亿元，巴基斯坦收入0.11亿元，其他境外地区收入0.27亿元）。营收增速较大，系公司加大新能源市场开拓力度，系统集成业务增长；毛利率小幅增长，保持高位。报告期内，公司加大中东部光伏、风电资源开发力度。多晶硅产品生产技术领先，产能1.5万吨/年，2016年产量达2.28万吨，产能利用率高达152.00%，实现超产，订单饱满，产销率达101.75%，不存在产品积压情况；逆变器（含汇流箱，一期），产量达2667.46MW，产能利用率177.83%，产销率96.35%。多晶硅和逆变器都在扩建产能，在建项目：太阳能级多晶硅（填平补齐）、逆变器（含汇流箱，二期），建成后，公司多晶硅总设计产能将达到3万吨/年，逆变器二期设计产能2300MW，总产能达3800MW。报告期内，确认销售收入的光伏、风能电站EPC、PC、BT等项目装机1.5GW，报告期已完工未转让及在建BT项目678.5MW；确认收入的光伏装机1,171.79MW，2012-2016年累

公司快报

证券研究报告

一次设备

投资评级 **买入-A**  
首次评级

6个月目标价：**15元**  
股价（2017-04-17）**11.77元**

### 交易数据

总市值(百万元)	38,109.88
流通市值(百万元)	37,659.58
总股本(百万股)	3,237.88
流通股本(百万股)	3,199.62
12个月价格区间	8.16/11.77元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.82	23.05	21.49
绝对收益	11.35	26.7	26.17

**黄守宏** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
021-35082092

**邓永康** 报告联系人  
dengyk@essence.com.cn

### 相关报告

计确认收入的光伏装机 3,416.49MW；确认收入的风电装机 210.34MW，2012-2016 年累计确认收入的风电装机 804.14MW。根据市场研究机构 HISMarkit 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。

■**输变电成套工程业务下滑系工程进度，海外潜力较大。**报告期内，输变电成套工程营收 51.60 亿，同比下降 13.38%，毛利率略有上升，达 21.59%，同比增加 1.02pct，订单金额约 223 亿元。营收同比下降，系公司原有输变电成套项目按照工程进度本期确认收入减少、新签订输变电成套项目尚未大规模开工；毛利率小幅增长。截至 2016 年末，公司国际成套系统集成业务正在执行尚未确认收入及待履行项目的合同金额超过 50 亿美元。5 月 14 日“一带一路”大会即将召开，利好公司“走出去”的步伐，国际市场签约有望取得新突破。

■**能源板块营收增长，毛利率下降，仍有增长潜力。**煤炭业务实现营收 13.65 亿元，同比增长 19.64%，毛利率达 31.8%，同比下降 3.07pct。煤炭产品营收增长，系公司积极开拓煤炭产品市场；毛利率同比下降，系市场竞争激烈，煤炭价格下降。报告期内，控股子公司天池能源公司南露天煤矿一期 1000 万吨/年项目已获国家核准。“十三五”期间，全国煤炭开发总体布局是压缩东部、限制中部和东北、优化西部。新疆作为我国煤炭生产力西移的重要承接区、能源战略接替区，煤炭行业发展仍然具有较大的发展空间。电费业务营收增长 4.75%，系新增新能源自营电站并网发电；毛利率同比下降 15.07%，系新特能源公司自备电厂发电小时数减少及多晶硅生产用电量增加，致外售电量减少。十三五期间，外送电源项目的建设，有望提高电费营收。

■**三费控制较好，现金流良好。**报告期内，公司销售/管理/财务费用为 19.16 亿/18.90 亿/3.99 亿，同比增长 7.37%/4.42%/-37.3%；应收账款/预收账款/存货为 82.5 亿/47.35 亿/114.88 亿，同比增长 -6.29%/5.06%/12.48%；现金流量较好，经营现金流净额为 26.39 亿元，同比增长 28.25%。

■**国家投资支持行业发展。**十三五期间，特高压国内投资将超过 1.2 万亿；配电网建设改造投资不低于 1.7 万亿；新一轮农村电网改造升级工程，预计总投资 7,000 亿元以上；到 2020 年我国对外承包工程营业额将达到 8,000 亿美元；我国光伏装机将年新增 14GW，风能装机将年新增 16GW，新能源系统集成业务前景广阔；随着技术进步，多晶硅成本、新能源系统集成成本进一步下降。我国煤炭工业发展优化西部，有序推进陕北、神东、黄陇、新疆基地建设。随着准东特高压输电线路、外送电源项目的建设，具有开采成本及运距优势的公司将获得优先发展机遇；同时随着国家电力改革的深入推进，也将对公司能源产业带来良好的发展机遇。

■**投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.80/0.92/1.08 元，业绩增速分别为 17.9%、15.9%、17.4%。2017/18 年特高压集中交付，新能源业务持续稳定，未来业绩增长确定。首次覆盖给予公司增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 15 元。

■风险提示：1、宏观经济风险和行业风险；2、市场竞争风险；3、新能源电站标杆电价下调及弃风弃光的风险；4、汇率波动风险；5、原材料价格波动风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	37,452.0	40,117.5	42,886.2	45,970.7	49,383.5
净利润	1,887.5	2,190.3	2,583.5	2,993.2	3,513.6
每股收益(元)	0.58	0.68	0.80	0.92	1.08
每股净资产(元)	6.45	7.16	7.72	9.02	10.01
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	20.2	17.4	14.8	12.8	10.9
市净率(倍)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
净利润率	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.1%
净资产收益率	9.0%	9.4%	10.3%	10.2%	10.8%
股息收益率	1.5%	0.0%	1.4%	1.4%	1.2%
ROIC	8.9%	9.8%	9.8%	11.3%	11.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	37,452.0	40,117.5	42,886.2	45,970.7	49,383.5	成长性					
减:营业成本	30,705.5	32,818.3	34,864.0	37,167.8	39,674.0	营业收入增长率	3.8%	7.1%	6.9%	7.2%	7.4%
营业税费	198.6	311.3	332.8	356.7	383.2	营业利润增长率	12.6%	38.5%	11.0%	18.9%	21.5%
销售费用	1,784.4	1,915.9	2,032.7	2,160.6	2,296.3	净利润增长率	14.5%	16.0%	17.9%	15.9%	17.4%
管理费用	1,809.5	1,889.6	1,947.7	2,068.7	2,197.6	EBITDA 增长率	7.4%	15.9%	7.3%	12.9%	13.7%
财务费用	636.8	399.3	434.8	432.4	335.6	EBIT 增长率	8.9%	19.5%	10.8%	16.4%	16.7%
资产减值损失	466.8	222.1	344.1	344.4	303.5	NOPLAT 增长率	5.4%	17.2%	13.5%	15.4%	16.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.0%	12.5%	0.3%	14.9%	-4.6%
投资和汇兑收益	56.5	80.4	3.3	46.7	43.5	净资产增长率	17.4%	11.1%	7.7%	15.3%	10.7%
营业利润	1,906.8	2,641.4	2,933.3	3,486.8	4,236.7	利润率					
加:营业外净收支	462.0	349.1	389.6	400.2	379.6	毛利率	18.0%	18.2%	18.7%	19.1%	19.7%
利润总额	2,368.8	2,990.5	3,322.9	3,887.0	4,616.4	营业利润率	5.1%	6.6%	6.8%	7.6%	8.6%
减:所得税	343.6	484.3	469.4	575.3	687.8	净利润率	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.1%
净利润	1,887.5	2,190.3	2,583.5	2,993.2	3,513.6	EBITDA/营业收入	10.1%	10.9%	10.9%	11.5%	12.2%
						EBIT/营业收入	6.8%	7.6%	7.9%	8.5%	9.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	170	165	161	146	134
						流动资产周转天数	27	22	12	20	19
						流动营业资本周转天数	379	387	367	378	374
						应收账款周转天数	86	83	80	83	82
						存货周转天数	91	97	86	90	90
						总资产周转天数	623	652	641	639	629
						投资资本周转天数	243	249	247	248	241
						投资回报率					
						ROE	9.0%	9.4%	10.3%	10.2%	10.8%
						ROA	2.9%	3.3%	3.7%	3.9%	4.5%
						ROIC	8.9%	9.8%	9.8%	11.3%	11.5%
						费用率					
						销售费用率	4.8%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%
						管理费用率	4.8%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
						财务费用率	1.7%	1.0%	1.0%	0.9%	0.7%
						三费/营业收入	11.3%	10.5%	10.3%	10.1%	9.8%
						偿债能力					
						资产负债率	64.9%	63.4%	62.0%	60.2%	56.7%
						负债权益比	184.8%	173.5%	162.9%	151.2%	131.0%
						流动比率	1.23	1.19	1.16	1.23	1.16
						速动比率	0.94	0.87	0.93	0.89	0.91
						利息保障倍数	3.99	7.62	7.75	9.06	13.62
						分红指标					
						DPS(元)	0.18	-	0.17	0.16	0.14
						分红比率	30.9%	0.0%	20.8%	17.3%	12.7%
						股息收益率	1.5%	0.0%	1.4%	1.4%	1.2%

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,025.1	2,506.2	2,583.5	2,993.2	3,513.6	EPS(元)	0.58	0.68	0.80	0.92	1.08
加:折旧和摊销	1,232.5	1,375.7	1,319.9	1,371.5	1,445.8	BVPS(元)	6.45	7.16	7.72	9.02	10.01
资产减值准备	466.8	222.1	-	-	-	PE(X)	20.2	17.4	14.8	12.8	10.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
财务费用	893.8	567.4	434.8	432.4	335.6	P/FCF	12.8	25.4	36.5	-166.5	25.8
投资损失	-56.5	-80.4	-3.3	-46.7	-43.5	P/S	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
少数股东损益	137.6	315.8	270.0	318.6	414.9	EV/EBITDA	11.5	8.2	9.1	8.1	6.3
营运资金的变动	-3,422.3	-720.2	1,136.6	-3,289.8	3,074.3	CAGR(%)	17.8%	16.2%	16.4%	17.8%	16.2%
经营活动产生现金流量	2,057.6	2,638.8	5,741.4	1,779.1	8,740.8	PEG	1.1	1.1	0.9	0.7	0.7
投资活动产生现金流量	-3,710.7	-3,884.3	-1,996.4	-2,508.8	-3,164.8	ROIC/WACC	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4
融资活动产生现金流量	4,183.4	1,848.7	-2,653.4	1,945.9	-4,230.4	REP	1.6	1.0	1.2	0.9	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034