

## 特变电工 (600089)

## 强烈推荐

行业：高压设备

### 业绩略超预期，海外业务与新能源增长势头强劲

2016年，公司实现营业收入401.17亿元，同比增长7.12%；总利润29.90亿元，同比增长26.25%；归属于上市公司股东的净利润21.90亿元，同比增长16.04%；扣非净利润18.96亿元，同比增长26.30%。拟每10股派现金2.1元(含税)。2016年公司业绩略超市场预期，第四季度确认收入较多。2017年将充分受益‘一带一路’政策，海外业务有望大幅增长。目前公司的估值较低，安全边际较高，建议重点关注。

#### 投资要点：

✧ **受益‘一带一路’不断深入，公司海外业务有望迎来爆发。**公司位于‘一带一路’亚洲版图起始之点新疆，10年前开始的海外市场布局已见成效。在‘一带一路’国家地区承接项目居行业首位，在东南亚、非洲和欧美地区地均有业务布局。同时，公司海外项目多采用进出口银行的“两优”贷款，资金成本较低、回款有保障。截至2016年末，公司在手海外订单额超50亿美元，2017年公司新增海外订单有望创新高。目前公司海外业主占比20%左右，公司规划2020年海外业务占比提高至50%左右。公司今年开工与确认的海外输变电EPC工程项目较多，海外业务有望爆发。

✧ **变压器业务小幅增长，继续保持龙头位置。**2016年公司变压器业务实现营收96.70亿元，同比增长0.48%；毛利率25.01%，同比增加1.54个百分点，主要原因在于高毛利特高压项目占比提高。2016年电网集中招标中标率排名行业第一，输变电产业国内市场签订订单金额约223亿元。2016年变压器产品产量和销量为2.58亿kVA，同比增长14.16%。2017-2018进入特高压招标及建设高峰期，公司变压器业务有望大幅增长，目前在手特高压订单超50亿元，这些订单将在17-18年逐步收入确认。公司印度特高压变压器研发生产基地已建设完成，推动变压器及其他国际业务收入占比不断提升，巩固龙头地位。

✧ **新能源业务布局完善，未来高速增长可期。**公司新能源业务涉及多晶硅制造、光伏电站EPC及光伏、风电场运营等，加大系统集成业务拓展。2016年公司新能源产业及配套工程业务实现营收102.13亿元，营收占比约25%，超越变压器板块，成为公司营收占比最高的业务板块。营收同比增长15.46%，系公司2016年营收增幅最大的板块。2016年公司多晶硅产量为2.28万吨，居世界第四位，已经超产，计划2017上半年扩产至3万吨。通过规模优势及技术进步控制成本，在市场价格降低的情况系，提高盈利能力。2016年公司光伏EPC工程全国第一，风光电站运营项目规模共计520MW，后续可为公司带来长期稳定的收益。以每瓦0.3元的净利润估算，保守估计运营项目每年净利润为1.5亿元。

✧ **公司业绩增速已触底反弹，2017业绩有望继续稳定增长。**2017年，特高压建设将进入招标及建设高峰期，变压器业务有望由平稳转为增长。受‘一带

#### 作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：宋丽凌

S0960116080081

0755-88320855

songliling@china-invs.cn

6-12个月目标价：14.58

当前股价：11.79

评级调整：维持

#### 基本资料

总股本(百万股)	3,238
流通股本(百万股)	3,200
总市值(亿元)	382
流通市值(亿元)	377
成交量(百万股)	52.08
成交额(百万元)	615.96

#### 股价表现



#### 相关报告

《特变电工-‘一带一路’战略起，低估值电气先锋行》2017-02-14

一路’政策推动，公司新能源业务及海外输变电业务有望保持较高增长速度。2016年公司毛利率水平提升至18.19%，今年毛利率水平有望继续提升。公司业务结构逐步完善，海外输变电业务占比不断提升，充分享受国外电力建设加速的红利。

◇ **盈利预测**：预测17-19年公司的EPS为0.81 /0.99 /1.13,对应PE为14.74/12.10/10.63,考虑到一带一路政策对于公司海外业务的带动，17年或将迎来海外业务爆发，给予17年18倍PE，对应目标价14.58元。

◇ **风险提示**：海外业务拓展不达预期，新能源业务发展不及预期的风险

#### 主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	40117	43384	47524	51291
收入同比(%)	7%	8%	10%	8%
归属母公司净利润	2190	2640	3216	3660
净利润同比(%)	16%	21%	22%	14%
毛利率(%)	18.2%	18.5%	18.9%	19.0%
ROE(%)	9.4%	10.1%	11.0%	11.1%
每股收益(元)	0.68	0.81	0.99	1.13
P/E	17.77	14.74	12.10	10.63
P/B	1.68	1.49	1.33	1.18
EV/EBITDA	10	9	8	7

资料来源：中国中投证券研究总部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	42525	48211	55293	61960
现金	15817	19790	25236	30654
应收账款	8250	9426	10276	11020
其它应收款	640	700	777	834
预付账款	2268	2958	3134	3325
存货	11488	11064	11205	11158
其他	4061	4272	4664	4969
<b>非流动资产</b>	32468	31605	30367	29952
长期投资	1223	1223	1223	1223
固定资产	19324	21308	21482	21514
无形资产	3418	3355	3289	3225
其他	8504	5720	4373	3990
<b>资产总计</b>	74993	79816	85660	91912
<b>流动负债</b>	35613	37603	39837	41995
短期借款	5377	5377	5377	5377
应付账款	9292	9883	10889	11697
其他	20944	22343	23571	24921
<b>非流动负债</b>	11964	11603	11626	11626
长期借款	9677	9677	9677	9677
其他	2287	1926	1949	1949
<b>负债合计</b>	47577	49206	51463	53621
少数股东权益	4224	4518	4889	5323
股本	3243	3243	3243	3243
资本公积	8224	8224	8224	8224
留存收益	11525	14624	17840	21500
归属母公司股东权益	23193	26092	29308	32968
<b>负债和股东权益</b>	74993	79816	85660	91912

**现金流量表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	2639	4699	5487	6622
净利润	2506	2935	3587	4095
折旧摊销	1376	1295	1419	1492
财务费用	399	400	200	225
投资损失	-80	-72	-75	-74
营运资金变动	-1931	375	267	816
其它	369	-233	90	68
<b>投资活动现金流</b>	-3884	-18	-20	-919
资本支出	4799	0	0	900
长期投资	951	0	0	0
其他	1866	-18	-20	-19
<b>筹资活动现金流</b>	1849	-708	-21	-285
短期借款	-816	0	0	0
长期借款	2430	0	0	0
普通股增加	-6	0	0	0
资本公积增加	27	0	0	0
其他	214	-708	-21	-285
<b>现金净增加额</b>	761	3973	5446	5417

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	40117	43384	47524	51291
营业成本	32818	35358	38566	41546
营业税金及附加	311	301	343	365
营业费用	1916	2070	2268	2448
管理费用	1890	2043	2139	2103
财务费用	399	400	200	225
资产减值损失	222	222	222	222
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	80	72	75	74
<b>营业利润</b>	2641	3062	3861	4456
营业外收入	387	432	417	422
营业外支出	38	46	46	45
<b>利润总额</b>	2990	3448	4233	4833
所得税	484	513	646	739
<b>净利润</b>	2506	2935	3587	4095
少数股东损益	316	294	371	434
<b>归属母公司净利润</b>	2190	2640	3216	3660
EBITDA	4416	4757	5480	6174
EPS (元)	0.68	0.81	0.99	1.13

**主要财务比率**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	7.1%	8.1%	9.5%	7.9%
营业利润	38.5%	15.9%	26.1%	15.4%
归属于母公司净利润	16.0%	20.5%	21.8%	13.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	18.2%	18.5%	18.9%	19.0%
净利率	5.5%	6.1%	6.8%	7.1%
ROE	9.4%	10.1%	11.0%	11.1%
ROIC	8.6%	10.3%	12.7%	15.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.4%	61.6%	60.1%	58.3%
净负债比率	42.99%	40.44%	39.03%	37.34%
流动比率	1.19	1.28	1.39	1.48
速动比率	0.87	0.99	1.11	1.21
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.55	0.56	0.57	0.58
应收账款周转率	4	5	5	4
应付账款周转率	3.61	3.69	3.71	3.68
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.81	0.99	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	1.45	1.69	2.04
每股净资产(最新摊薄)	7.15	8.04	9.04	10.16
<b>估值比率</b>				
P/E	17.77	14.74	12.10	10.63
P/B	1.68	1.49	1.33	1.18
EV/EBITDA	10	9	8	7

## 相关报告

报告日期	报告标题
2017-02-14	《特变电工- ‘一带一路’ 战略起，低估值电气先锋行》

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镞,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。  
宋丽凌,中投证券研究总部电力设备与新能源行业助理分析师,北京大学金融硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,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。

本报告基于中国中投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。中国中投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。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434