

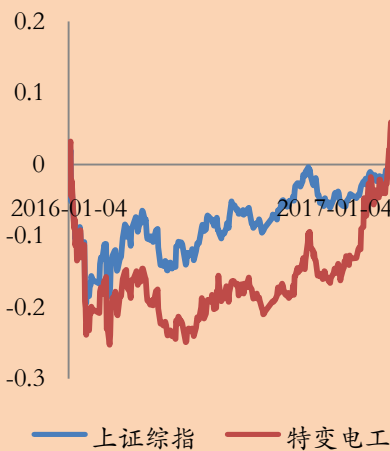


## 特变电工 (600089)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-4-26

### 股价走势:



吴海滨

0551-65161836

wllvswhb@163.com

S0010512090001

联系人

徐程晨

0551-65161836

xucc1990@126.com

## 借“一带一路”打造新成长动力

### 主要观点:

#### □ 三维一体打造“一带一路”电力龙头

近年来公司从高端制造业向制造服务商、国际成套系统集成商转型,将输变电成套工程尤其是输变电国际成套市场打造成新的增长动力。“一带一路”倡议叠加全球能源互联网的构建,为公司创造了万亿美元级别的市场空间,公司的地理位置、拿单能力等硬件优势如虎添翼成为海外业务拓展的核心竞争力,助力其斩获更多订单。截至2016年末,公司国际成套系统集成业务在手订单超过50亿美元,并在未来三年兑现业绩。海外业务高占比、优质项目高收益决定弹性大,开启业绩增长加速模式。

#### □ 受益于特高压建设 未来国内收入稳定可期

构建以国内互联为基础的全球互联网过程中,我国按照规划仍有12条特高压线路未开工建设。从国家电网电子商务平台的中标结果显示,公司在特高压变压器领域拥有更高的市场占有率,借助技术领先性,为其国内输变电业绩稳定和毛利率的提升提供支撑。

#### □ 多晶硅产线成本优势优化光伏产业链

公司旗下的新特能源在风电/光伏EPC、逆变器等领域占据全球领先地位,拥有从多晶硅-硅片-太阳能电池组件-逆变器生产,再到电站设计建设,最后到运营维护全产业链条的生产能力,并与能源产业形成“煤电硅”一体化,利用煤电自产自销,加上多晶硅产线技改,强化成本优势。鉴于2020年前可再生能源发电建设规划,公司未来四年新能源业务稳定可期。

#### □ 盈利预测与评级

预计公司2017/18/19年归母净利润为24.56/28.82/34.03亿元,对应的EPS分别为0.76/0.89/1.05元,给予“买入”评级。

#### □ 风险提示

海外基础设施建设速度放缓;市场竞争加剧;证金、汇金减持。

### 盈利预测:

单位:百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	40117	43937	50461	57364
收入同比(%)	7%	10%	15%	14%
归属母公司净利润	2190	2456	2882	3403
净利润同比(%)	16%	12%	17%	18%
毛利率(%)	18.2%	18.2%	18.2%	18.4%
ROE(%)	9.1%	9.5%	10.5%	11.4%
每股收益(元)	0.68	0.76	0.89	1.05
P/E	18.30	16.35	13.93	11.80
P/B	1.73	1.61	1.51	1.37
EV/EBITDA	8	9	7	6

资料来源:wind、华安证券研究所

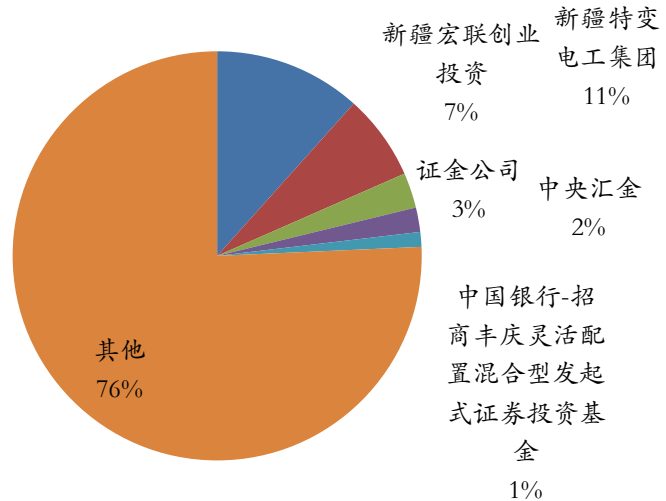
## 目 录

1	公司简介	3
1.1	老牌企业打造输变电、新能源、能源三轮驱动	3
1.2	财务分析：进入成熟期，稳中向好	4
2	国内业务稳中有增 海外布局进入秋收季节	6
2.1	紧跟“一带一路”海外播种收获	6
2.1.1	“一带一路”牵出巨大市场	7
2.1.2	构建能源互联网 电源电网齐上阵	8
2.1.3	地处新疆、深耕海外、优质项目 三维一体齐发力	9
2.2	受益于特高压建设 未来国内收入稳定可期	12
2.3	煤电硅光一体化 + 技改 成本优势明显	13
3	风险提示	15
	附录：财务报表预测	16

## 图表目录

图表 1	公司控股股东及公司的业务范围及控股公司	3
图表 2	公司前五大股东股权比例	3
图表 3	公司 2016 年各项业务营收占比	4
图表 4	公司 2016 年各项业务毛利率	4
图表 5	2016 年行业内公司 ROE（扣除/加权）比较	4
图表 6	2016 年行业内公司毛利率比较	4
图表 7	公司近几年营收和净利润增长情况	5
图表 8	近年来公司资产负债率和偿债能力	5
图表 9	近年来公司营运能力	5
图表 10	公司输变电业务营收（百万元）与毛利率	6
图表 11	公司输变电产业拓展	6
图表 12	“一带一路”	7
图表 13	“一带一路”提出及发展	7
图表 14	2015 年主要国家人均用电量（千瓦时）	8
图表 15	亚洲跨国联网工程规划	9
图表 16	公司深耕海外市场	10
图表 17	海外订单情况	10
图表 18	近年来公司海外营收增长	11
图表 19	2015 年境外业务毛利率及营收占比比较	11
图表 20	境外业务敏感性分析	12
图表 21	新增 220kV 以上线路长度	12
图表 22	新增 220kV 以上变电设备容量	12
图表 23	特高压交流变压器市场份额	13
图表 24	特高压直流换流变压器市场份额	13
图表 25	公司多晶硅和逆变器处于超产状态	14
图表 26	近年来公司多晶硅、电站产量	14





资料来源：wind，华安证券研究所

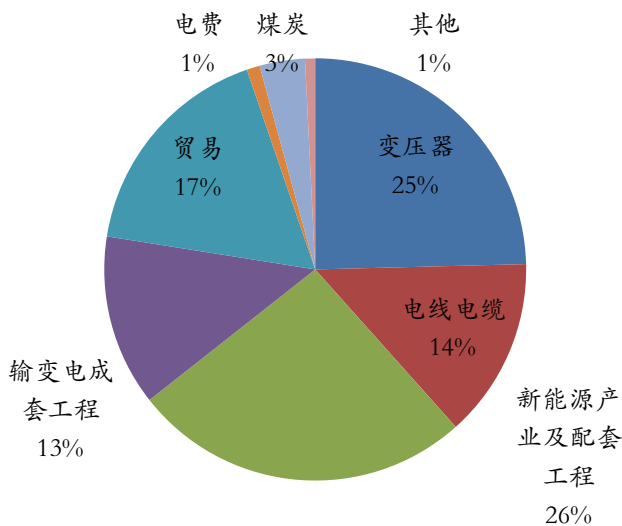
面对 2015 年资本市场的动荡局势，中国证券金融股份有限公司和中央汇金资产管理有限责任公司同时进驻前十大股东行列，彰显对公司未来发展的信心和公司价值的认可。

## 1.2 财务分析：进入成熟期，稳中向好

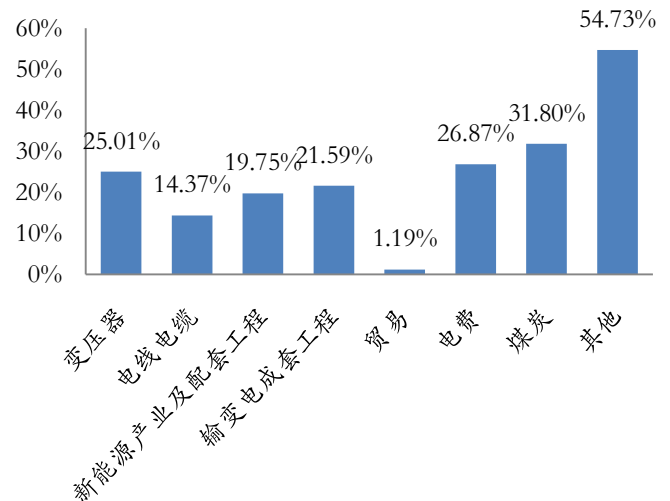
- 盈利能力：优于国内，与世界龙头还有差距

目前公司各项业务占比中，变压器、新能源产业及配套工程、输变电成套工程占比较高，这三项业务的毛利率相对较高，是公司主要盈利来源。从国内外变压器龙头企业的盈利能力来看，公司的整体毛利率较低，但扣除非经常性损益的净资产收益率高于国内其他龙头企业，仍低于国外龙头企业。

图表 3 公司 2016 年各项业务营收占比



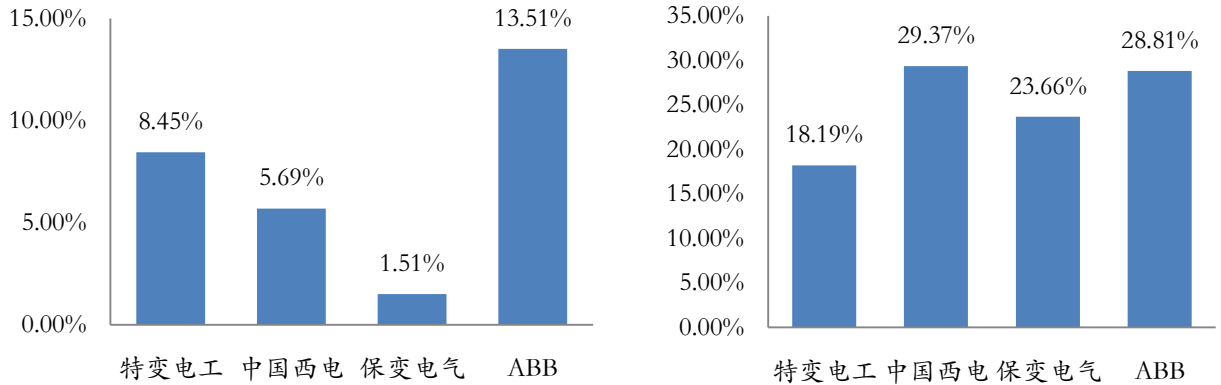
图表 4 公司 2016 年各项业务毛利率



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 2016 年行业内公司 ROE (扣除/加权) 比较

图表 6 2016 年行业内公司毛利率比较

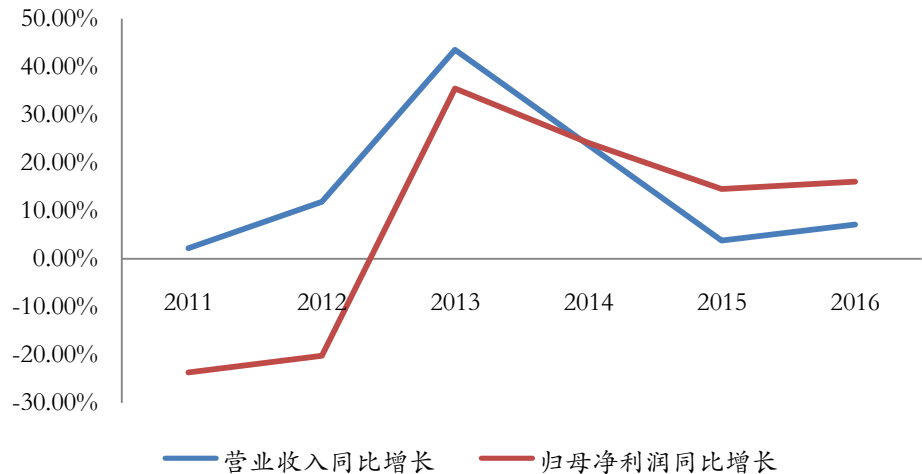


资料来源: wind, 华安证券研究所

● 成长能力：处于成熟期

公司 2013 年、2014 年受益于新能源产业和贸易业务快速增长，营收和归母净利润获得超过 20% 的增长率。总的来看，公司近几年营收以年平均 10% 左右的速度增长，处于成熟期。

图表 7 公司近几年营收和净利润增长情况



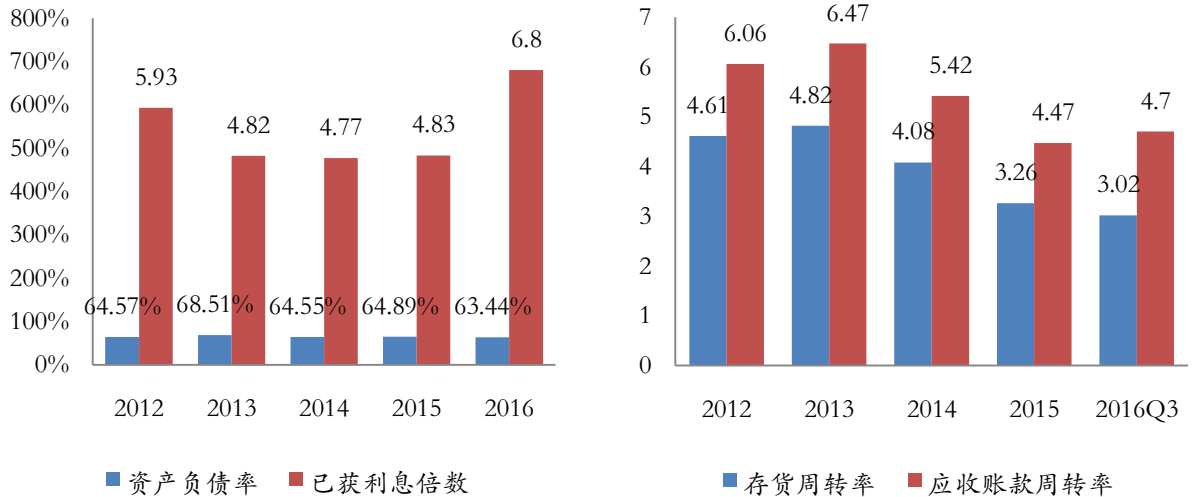
资料来源: wind, 华安证券研究所

● 资本结构、营运能力稳中向好

公司的资产负债率稳定，基本保持在 65% 左右，在高压设备行业中负债率较高。EBIT/利息费用近年来不断提升，偿债能力持续改善，但是低于行业水平。营运能力方面，随着如新能源建设工程、输变电成套工程等工程类业务占比的提高而使得周转速度不断下降，但是其在高压设备行业中仍保持较快速度。

图表 8 近年来公司资产负债率和偿债能力

图表 9 近年来公司营运能力



资料来源: wind, 华安证券研究所

从各项财务比率来看, 公司的盈利能力和营运能力较其他高压设备企业表现更好, 公司目前处于成熟期, 但是资产负债率较高, 偿债能力不断改善但仍低于行业水平。

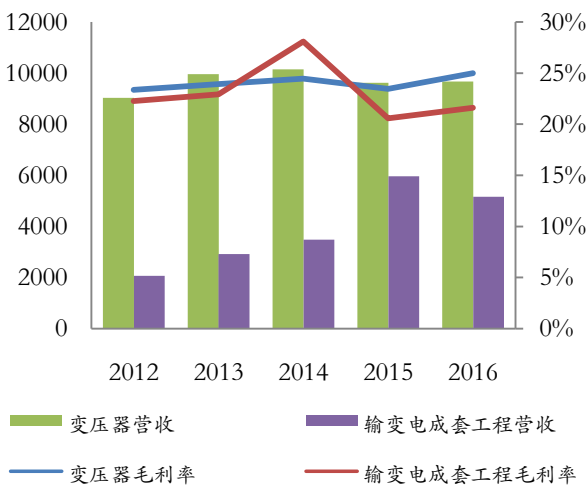
## 2 国内业务稳中有增 海外布局进入秋收季节

### 2.1 紧跟“一带一路”海外播种收获

近年来, 国内电力主市场投资增幅放缓, 而市场竞争日益激烈, 产品价格不断下降, 导致公司变压器业务增长乏力。为此公司除了打造高端产品, 还形成变压器、电线电缆、高压开关、配套组件及电力总承包 5 大业务板块, 推动公司从高端制造业向制造服务商、国际成套系统集成商转型。2010 年以来公司输变电业务增长动力来自输变电成套工程, 而其中主要系公司积极开拓输变电国际成套市场, 获得大量海外订单对收入增长形成支撑作用。近年来国家“一带一路”、“丝绸之路基金”等一系列走出去发展战略, 为公司电力产业带来新的发展机遇。

图表 10 公司输变电业务营收 (百万元) 与毛利率

图表 11 公司输变电产业拓展



资料来源: wind, 华安证券研究所



## 2.1.1 “一带一路”牵出巨大市场

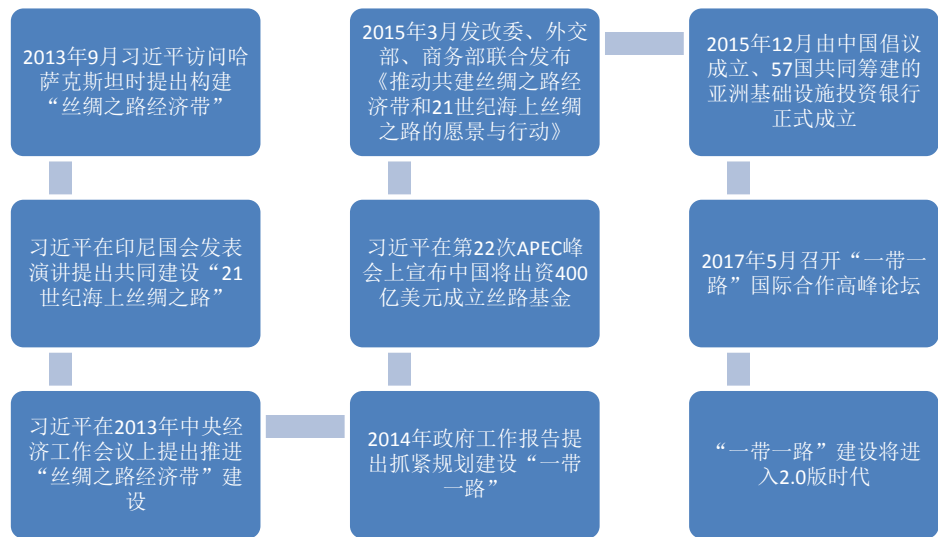
2013年习近平主席相继提出建设“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”的战略构想，二者简称为“一带一路”。这一战略规划将成为世界上跨度最长的经济大走廊，发端于中国，贯通中亚、东南亚、南亚、西亚乃至欧洲部分区域，沿途覆盖约44亿人口，约占全球63%，经济总量约21万亿美元，占全球的29%。规划提出后，相关政策和支 持相继到位。

图表 12 “一带一路”



资料来源：新华网

图表 13 “一带一路”提出及发展



资料来源：一带一路官网，华安证券研究所

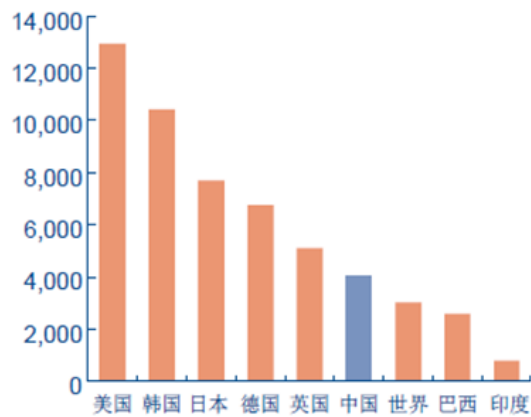
新丝绸之路将形成中蒙俄经济合作走廊、中国-中亚-西亚经济合作走廊、中国-中南半岛经济合作走廊三条经济带，从途经国家的发展情况来看，普遍属于经济发展的上升期，基础设施建设正进入加速期。

根据普华永道发布的研究报告，2016年“一带一路”倡议(B&R)下66个国家和地区七项核心基础设施领域(公用事业、交通、电信、社会、建设、能源和环境)的项目与交易约4940亿美元，其中，中国占总量的三分之一。2016年，中国对“一

“一带一路”沿线 53 个国家直接投资 145.3 亿美元，占同期总额的 8.5%。中国企业对相关 61 国的新签合同额为 1260.3 亿美元，同比增长 36%，占同期对外承包工程新签合同额的 51.6%，完成营业额 759.7 亿美元，占同期总额的 47.7%，近总额的半壁江山。“一带一路”为中国企业打开了更广阔的发展空间，其中基建部分顺应沿线国家的发展需求将迎来大量的投资机会，能源作为基建的重要方面也将有更多的机遇。

目前就人均用电量来看，亚洲年人均用电量为 2032 千瓦时，仅为世界平均水平的 67%，其中南亚不到全球平均水平的 1/4，东南亚只有全球水平的 60%。所以无论是发电装机容量还是输电线路都急需建设改进。

图表 14 2015 年主要国家人均用电量（千瓦时）



资料来源：中国产业信息网，中国电力建设集团有限公司

根据亚洲开发银行最新发布的题为《满足亚洲基础设施建设需求》报告称，仅亚洲及太平洋地区 2016 年至 2030 年所需的应对气候变化总投资将达到 26 万亿美元（每年 1.7 万亿美元），其中电力投资为 14.7 万亿美元。即未来 15 年亚洲及太平洋地区基建年平均投资为 1.7 万亿美元，是当前基建年投资量 8800 亿美元的近两倍；电力投资年均近 1 万亿美元，相比较我国 2008 年到 2016 年年均电力基本建设投资完成额 7700 亿元，增加了近 8 倍的市场空间。

## 2.1.2 构建能源互联网 电源电网齐上阵

为推动世界可持续发展，2015 年国家主席习近平在联合国发展峰会上倡议“探讨构建全球能源互联网，推动以清洁和绿色方式满足全球电力需求”。全球互联网是以特高压电网为骨干网架、全球互联的坚强智能电网，是清洁能源在全球范围大规模开发、输送、使用的基础平台。实质就是“智能电网+特高压电网+清洁能源”。根据构建全球能源互联网的规划，在逐步实现国内互联的同时，推进亚洲能源互联网的构建，形成由中国、东北亚、东南亚、南亚、中亚、西亚六大电网组成的“1+5”联网格局。

### ● 电源

从消费来看，目前亚洲年人均用电量为 2032 千瓦时，为世界平均水平的 67%；从建设来看，人均装机为 0.75 千瓦，为世界平均水平的 88%；从结构来看，发电装机容量约 30 亿千瓦，其中清洁能源装机超过 6 亿千瓦，占总容量的 20%。根据亚洲能源互联网的总体规划，到 2030 年，亚洲清洁能源装机容量占总装机容量的 40% 以上。装机容量的增加叠加清洁能源占比的提升，为清洁能源建设提供强大的



支撑。仅以核电为例，“一带一路”沿线的国家和地区中，计划发展核电的有 20 多个，预计 2030 年前规划建设核电机组约 240 台，总投资规模将超过万亿美元。

#### ● 电网

目前亚洲及太平洋地区仍面临基础设施匮乏的问题，有 4 亿多人口仍然缺乏电力供应，这一方面由于电源建设不足，另一方面是由于输配电建设不健全。此外，由于清洁能源分布不均匀，需要通过电网互联和电力贸易来满足部分地区能源的清洁化。在亚洲跨国联网工程规划中，我国提出多条向周边国家送电线路。国家电网已与韩国、日本、俄罗斯有关企业签署《东北亚电力联网合作备忘录》，跨国联网可期。

图表 15 亚洲跨国联网工程规划

	电力来源	输电线路
1	中国云南水电和中国北方火电	建设中国云南-缅甸-泰国、中国云南-越南 2 项特高压直流输电工程，以及中国云南-缅甸-孟加拉输电工程，向泰国、缅甸、越南、孟加拉输电
2	中国西藏水电	建设中国藏东南-印度班加罗尔、中国藏东南-印度孟买 2 项特高压直流输电工程
3	中国新疆煤电、风电、太阳能发电和哈萨克斯坦煤电	建设中国新疆-巴基斯坦和哈萨克斯坦-中国新疆-巴基斯坦 2 项特高压输电工程
4	蒙古和中国东北地区电力	以中国华北电网为平台，建设蒙古-中国-韩国-日本输电工程

资料来源：能源评论，华安证券研究所

### 2.1.3 地处新疆、深耕海外、优质项目 三维一体齐发力

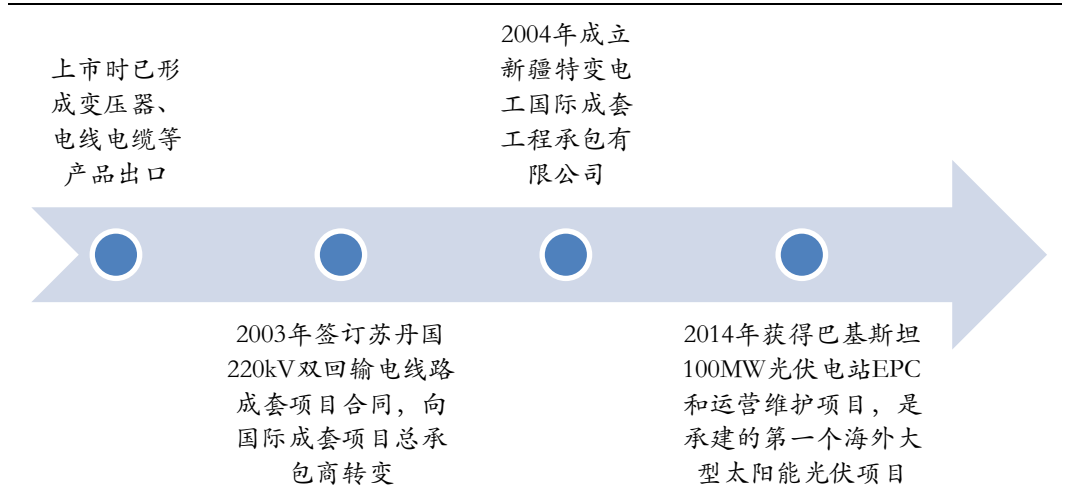
#### ● 地处新疆，坐拥地缘性优势

公司位于新疆。新疆地处亚欧大陆腹地，与俄罗斯、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、巴基斯坦、蒙古、印度、阿富汗八国接壤，是丝绸之路的重要通道，因而是“一带一路”的主要受益省份之一。公司的地缘性优势有助于公司与中亚、南亚国家形成密切联系。

#### ● 植根海外多年，积累大量客户和项目经验

公司一直是输变电设备的引领者，初期就积极布局海外市场。上市时就已形成对西亚及东南亚等国的产品出口；2003 年公司与苏丹国家电力公司签订苏丹国 220kV 双回输电线路成套项目合同，标志着公司由单一的生产型企业向国际成套项目总承包商转变；2004 年公司成立新疆特变电工国际成套工程承包有限公司，形成输变电工程安装调试，火力发电站、水力发电站建设安装，新能源领域光伏电站的建设安装，从发电到输电的专业电力工程总承包。公司植根海外多年，先后参与了中亚的塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦，东南亚的菲律宾，南亚的巴基斯坦、孟加拉，非洲的赞比亚、肯尼亚、安哥拉等十余个国家的电力规划，电源、电网建设，单个订单金额也由一开始的几千万美元增长到十几亿美元，积累了大量的海外客户和丰富的海外项目经验。

图表 16 公司深耕海外市场



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 17 海外订单情况

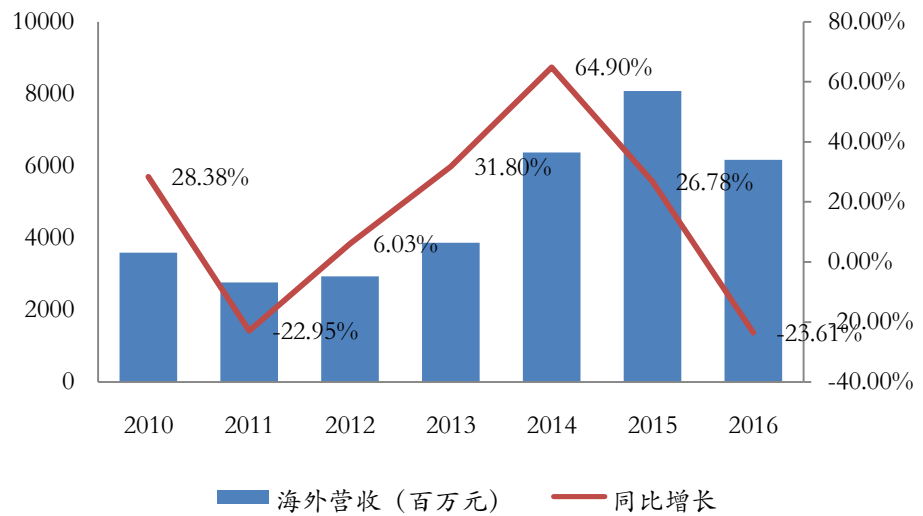
年份	项目简介
2016	与蒙古能源部签约乌兰巴托—曼德勒戈壁330kV输变电项目，总长248公里 同埃塞俄比亚电力公司签署了埃塞首都附近博莱·莱米和基林托两个工业园配套输变电总承包工程合同，总金额9800余万美元 与老挝国家电力公司签署合同，涉及项目包括新建115kV变电站、115kV输电线路及周边22kV配电线路等 孟加拉达卡地区电网系统扩容和升级项目，总金额165751.08万美元

资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司是输变电设备的老牌企业，具有较强的研发、设计能力，在国内始终保持领先地位，形成较为完整的输变电成套系统集成解决方案，同时具备电站EPC项目总承包能力，根据HIS Markit发布的2016年全球光伏电站EPC排名，公司2016年排名第一。因而公司在技术实力上是有绝对保证。产能上，在保证国内需求的同时，建成了公司首个境外科技研发制造基地——印度特高压研发、生产基地，生产能力为2000万kVA，以满足拓展海外市场的需求，尤其增强在印度及南亚地区电力市场的竞争力。

“一带一路”倡议叠加全球能源互联网的构建，为公司创造了良好的外在条件，公司的地理位置和拿单能力等硬件优势如虎添翼般成为海外业务拓展的核心竞争力。近年来的境外营收持续增长，缓解了国内电力业务增长乏力的问题。2013-2015年国际成套系统集成业务收入平均增长率达到45%。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，较去年同期至少增长50%。这些订单将在未来三年兑现业绩，同时公司借助“一带一路”有望源源不断地获取新的订单，助力境外业务开启加速增长模式。

图表 18 近年来公司海外营收增长



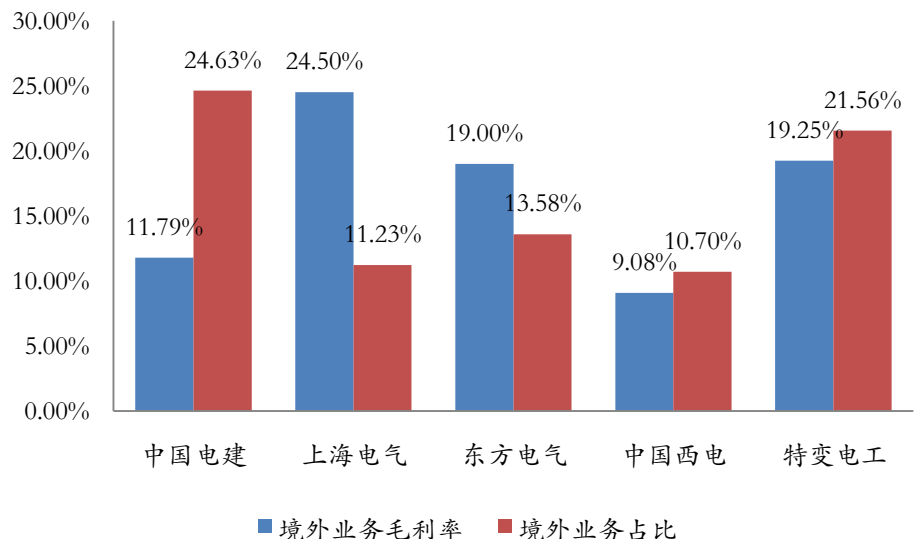
资料来源: wind, 华安证券研究所

● 优质项目助力享受高业绩弹性

公司海外业务的另一个优势是毛利率高, 较其他拥有电力 EPC 业务的公司高出至少 5-10 个百分点。而且如孟加拉国达卡地区电网系统扩容和升级项目, 项目资金来源为中国进出口银行向孟加拉国政府提供的贷款, 因而相关付款均由中国进出口银行支付, 保证项目的正常回款, 另一方面也说明项目的优质性。

公司 2014-2016 年境外业务占比保持在 15% 以上, 其中 2015 年超过 20%, 在同类公司中的比例也是较高的。较高的毛利润配合较高的营收占比, 公司境外业务的增长弹性也就较高。所以在“一带一路”政策的促进下, 公司未来的业绩增长弹性更大。

图表 19 2015 年境外业务毛利率及营收占比比较



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 20 境外业务敏感性分析

	+10%	+20%	+30%
中国电建	(2.46%, 1.97%)	(4.93%, 3.94%)	(7.39%, 5.91%)
上海电气	(1.12%, 1.28%)	(2.25%, 2.56%)	(3.37%, 3.84%)
东方电气	(1.36%, 1.47%)	(2.72%, 2.94%)	(4.07%, 4.41%)
中国西电	(1.07%, 0.37%)	(2.14%, 0.74%)	(3.21%, 1.11%)
特变电工	(2.16%, 2.31%)	(4.31%, 4.61%)	(6.47%, 6.92%)

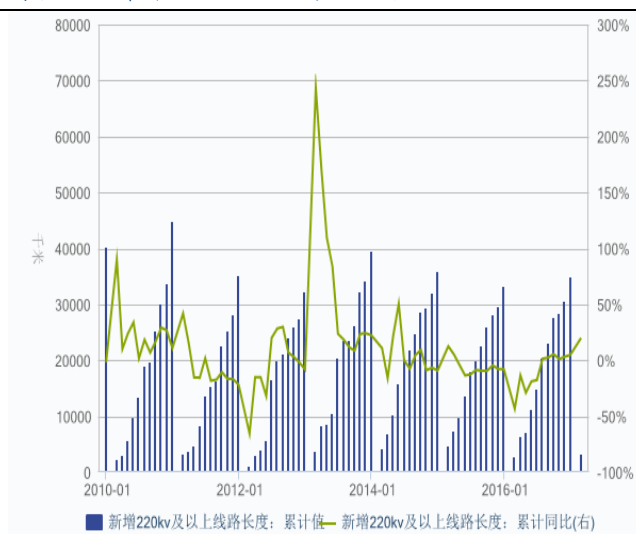
资料来源：华安证券研究所

注释：括号中蓝色字体表示总营收增长幅度，红色字体表示毛利润增长幅度

## 2.2 受益于特高压建设 未来国内收入稳定可期

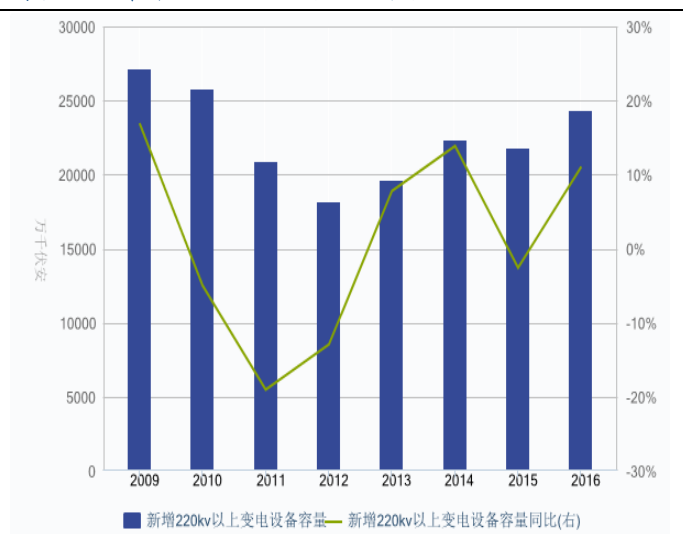
输变电设备及工程是输电线路建设的主要部分，从近 5 年新增 220kV 以上变电设备容量增长幅度来看，基本在 5% 上下波动，呈现小幅增长态势。根据《电力发展“十三五”规划》对“十三五”期间电网建设要求，要形成合理布局能源富集地区外送，建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道，新增规模 1.3 亿千瓦，达到 2.7 亿千瓦左右；电网主网架进一步优化，省间联络线进一步加强，形成规模合理的同步电网。严格控制电网建设成本。全国新增 500 千伏及以上交流线路 9.2 万公里，变电容量 9.2 亿千伏安。从规划的输电容量规模来看，“十三五”期间输电容量增长近 93%，累计值年复合增长率将近 15%。因而“十三五”期间，国内输电建设保持稳定，但增幅放缓。

图表 21 新增 220kV 以上线路长度



资料来源：wind

图表 22 新增 220kV 以上变电设备容量

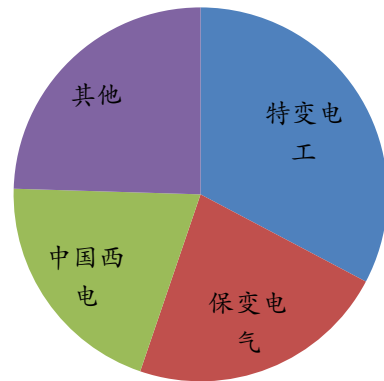
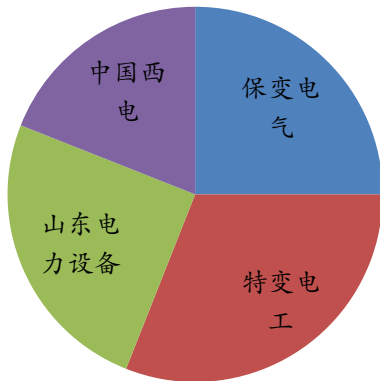


公司拥有 78 年变压器的制造历史，收购“中国变压器之父”沈阳变压器有限公司，拓展在国内市场的区域布局，巩固自身变压器的龙头地位。目前公司拥有变压器产能 2.44 亿 kVA，处于世界前列。此外公司产品正逐渐向特高压、超高压等高端领域拓展，如完成了 1,000kV 特高压交流变压器及电抗器，±500~±800kV 直流换流变压器，750kV 变压器及电抗器，500kV 可控电抗器和电压电流互感器，750kV~1,000kV 扩径导线，百万千瓦发电机主变压器，百万千瓦大型水电、火电、核电配套的主变压器等产品的研制，目前新疆±1100kV 变压器研发制造基地项目已经建成，新型节能变压器研发制造项目已经投产。

在提出全球能源互联网概念后，我国开始积极规划和建设。首先以国内互联为基础。目前，我国已建成“六交七直”13个特高压工程，在建“两交七直”9个特高压工程，按照规划仍有11条特高压交流线路和1条特高压直流线路未开始建设。从国家电网电子商务平台的中标结果显示，公司在特高压变压器领域拥有更高的市场占有率。2016年变压器业务营收占比约25%，其中特高压在变压器中占比30%左右，为整体的业绩稳定和毛利率的提升提供支撑。

图表 23 特高压交流变压器市场份额

图表 24 特高压直流换流变压器市场份额



资料来源：公司公告，国家电网电子商务平台，华安证券研究所

以公司的技术领先性、在变压器行业的市场地位和特高压领域的市场占有率，公司在后期特高压建设中将继续保持较高的市场份额，同时特高压变压器相较于高压、超高压其毛利率更高，因而未来公司在变压器业务上的营收和毛利率波动性较小。

## 2.3 煤电硅光一体化 + 技改 成本优势明显

公司的另一大业务板块新能源业务主要由子公司新特能源负责。新特能源专注于光伏、风电、电力电子、能源互联网等领域，在风电/光伏 EPC、逆变器等领域占据全球领先地位，位列 2017 年全球绿色公司 200 强榜单第 32 位。

### ● 全产业链布局

新特能源拥有从多晶硅-硅片-太阳能电池组件-逆变器生产，再到电站设计建设，最后到运营维护全产业链条的生产能力。其中多晶硅产能 1.5 万吨，逆变器产能 1500MW，产能利用率都超过 100%，明显供不应求。目前多晶硅和逆变器都在产能技改扩产中，建成后将达到 3 万吨、3800MW，产能释放后对公司新能源业务业绩提升产生更大推动。2012-2016 年累计确认收入的光伏装机容量 3416MW、风电装机 804MW，运营的光伏电站 170MW、风电 349.5MW。根据相关协会和市场研究机构的数据，公司 2016 年多晶硅产量居世界第四位、国内第二位，光伏电站 EPC 排名全球第一。不仅在国内稳扎稳打，还拓展海外风光资源，在巴基斯坦、智利等国家皆有项目。

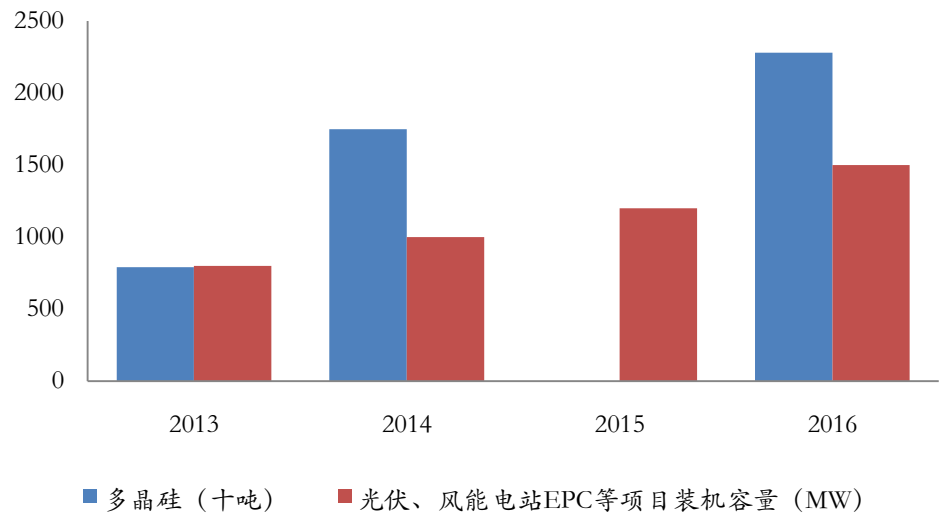


图表 25 公司多晶硅和逆变器处于超产状态

产能利用率	2016	2015
太阳能级多晶硅	152.00%	143%
逆变器(含汇流箱,一期)	177.83%	250%

资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 26 近年来公司多晶硅、电站产量



资料来源:公司公告,华安证券研究所

《电力发展“十三五”规划》提出到 2020 年,太阳能发电装机达到 110GW 以上,其中分布式光伏 60GW 以上、光热发电 5GW。从规划落地来看,未来增长必定是存在压力,但规划中提出的“110GW 以上”存在很大的弹性空间,超出规划目标是必然的。国家对于非可再生能源比例是要求,全国平均达到 9%,大型央企超过 15%,对光伏电站存在一定的刚性需求,加上领跑者计划以及光伏扶贫,市场空间预计会大大超出规划底线。短期来看,2017 年存在 8 个领跑者计划预计规模 5GW,光伏扶贫 3-5GW,加上装机没有完工的 7-8GW 地面电站,以及不限建设规模的分布式电站,预计总规模在 22-25GW 规模,2017-2020 年每年新增装机容量应该基本稳定。这保证公司未来四年光伏业务稳定的业绩表现。

● “煤电硅”一体化降低生产成本

公司新能源产业与能源产业形成了“煤电硅”一体化的产业链,通过天池能源 1000 万吨/年南露天煤矿产煤—2×350MW 自备电厂发电,形成煤电自产自用,降低多晶硅的生产成本,2016 年毛利率达到 33.98%。2016 年光伏级多晶硅价格因光伏抢装潮有所波动,但从长期趋势上看价格仍是下降的。公司的成本优势可以抵御价格下降带来的影响。

● 多晶硅产线技改 扩大产能强化成本优势

公司目前的 1.5 万吨多晶硅生产线正实行四氯化硅深化冷氢化循环利用及高纯晶体硅转型升级技术改造,完成后不仅能将产能提升至 3 万吨满足需求,极大的缓解公司多晶硅产品供不应求的局面,更重要的是实现低能耗的同时大幅提升原有产线生产出的副产品四氯化硅的循环利用率。替代原处理四氯化硅的热氢化工艺新增 18 万吨/年冷氢化装置,基本可以满足一、二期扩产后产生的 19.8 万吨/年的四氯化硅循环利用的需求。按照 30%的自有资金、2016 年多晶硅均价 12.78



万元/吨测算，项目的投资回收期在 4 年，年均总投资收益率超过 45%。达产后有望进一步强化公司新能源产业实力。

### 3 风险提示

- 1、海外基础设施建设速度放缓；
- 2、市场竞争加剧；
- 3、证金、汇金减持

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	42,525	46,161	53,521	59,655	<b>营业收入</b>	40,117	43,937	50,461	57,364
现金	15,817	17,636	20,273	24,550	营业成本	32,818	35,931	41,257	46,809
应收账款	8,890	10,382	11,971	13,292	营业税金及附加	311	287	361	392
其他应收款	640	701	852	933	销售费用	1,916	2,096	2,408	2,737
预付账款	2,268	1,753	1,278	518	管理费用	1,890	2,096	2,392	2,728
存货	11,488	11,645	13,859	15,760	财务费用	399	495	457	400
其他流动资产	3,422	4,045	5,289	4,602	资产减值损失	222	251	257	284
<b>非流动资产</b>	32,468	31,846	31,880	32,208	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1,223	1,284	1,348	1,415	投资净收益	80	96	121	151
固定资产	19,324	18,100	16,876	15,652	<b>营业利润</b>	2,641	2,877	3,450	4,164
无形资产	3,418	3,190	2,977	2,779	营业外收入	387	406	447	492
其他非流动资产	8,504	9,272	10,678	12,362	营业外支出	38	0	0	0
<b>资产总计</b>	74,993	78,007	85,401	91,863	<b>利润总额</b>	2,990	3,283	3,897	4,656
<b>流动负债</b>	35,613	35,226	39,857	42,325	所得税	484	492	585	698
短期借款	5,377	5,283	5,175	5,043	<b>净利润</b>	2,506	2,791	3,312	3,957
应付账款	9,292	9,840	11,638	13,093	少数股东损益	316	335	431	554
其他流动负债	20,944	20,103	23,044	24,189	<b>归属母公司净利润</b>	2,190	2,456	2,882	3,403
<b>非流动负债</b>	11,964	13,265	13,985	14,702	<b>EBITDA</b>	4,371	4,823	5,343	5,987
长期借款	9,677	9,677	9,677	9,677	<b>EPS (元)</b>	0.68	0.76	0.89	1.05
其他非流动负债	2,287	3,588	4,308	5,025					
<b>负债合计</b>	47,577	48,491	53,842	57,027					
少数股东权益	4,224	4,559	4,989	5,543					
股本	3,243	3,243	3,243	3,243					
资本公积	8,224	8,223	7,531	7,531					
留存收益	11,525	13,490	15,795	18,518					
归属母公司股东权益	23,193	24,957	26,570	29,293					
<b>负债和股东权益</b>	74,993	78,007	85,401	91,863					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	2,639	4,266	3,649	5,591
净利润	2,506	2,456	2,882	3,403
折旧摊销	1,376	1,452	1,436	1,422
财务费用	567	495	457	400
投资损失	(80)	(96)	(121)	(151)
营运资金变动	(760)	(626)	(1,693)	(323)
其他经营现金	(970)	586	687	838
<b>投资活动现金流</b>	(3,884)	36	748	83
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(68)	(61)	(64)	(67)
其他投资现金	(3,816)	97	813	151
<b>筹资活动现金流</b>	1,849	(2,044)	(1,510)	(1,107)
短期借款	(816)	(94)	(108)	(131)
长期借款	2,430	0	0	0
普通股增加	(6)	0	0	0
资本公积增加	27	(1)	(692)	0
其他筹资现金	214	(1,949)	(709)	(976)
<b>现金净增加额</b>	603	2,258	2,887	4,567

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	7.12%	9.52%	14.85%	13.68%
营业利润	38.53%	8.91%	19.92%	20.70%
归属于母公司净利润	16.04%	12.12%	17.34%	18.10%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	18.19%	18.22%	18.24%	18.40%
净利率(%)	5.46%	5.59%	5.71%	5.93%
ROE(%)	9.14%	9.45%	10.50%	11.36%
ROIC(%)	11.04%	10.85%	13.21%	16.37%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	63.44%	62.16%	63.05%	62.08%
净负债比率(%)	43.36%	32.15%	27.96%	27.79%
流动比率	1.19	1.31	1.34	1.41
速动比率	0.87	0.98	1.00	1.04
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.55	0.57	0.62	0.65
应收账款周转率	4.70	4.90	4.85	4.89
应付账款周转率	4.41	4.59	4.70	4.64
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.76	0.89	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	1.32	1.13	1.73
每股净资产(最新摊薄)	7.16	7.71	8.21	9.05
<b>估值比率</b>				
P/E	18.3	16.4	13.9	11.8
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.24	8.96	7.45	5.75

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。