

强烈推荐-A (维持)

特变电工 600089.SH

目标估值: 13-14 元

当前股价: 10.98 元

2017 年 04 月 26 日

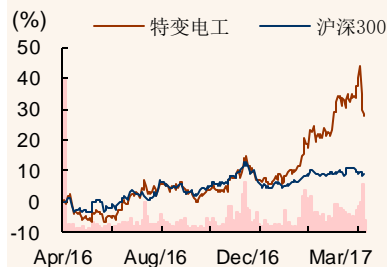
有望稳健增长, 新能源与海外 EPC 仍是长期驱动力

基础数据

上证综指	3141
总股本(万股)	323788
已上市流通股(万股)	319962
总市值(亿元)	356
流通市值(亿元)	351
每股净资产(MRQ)	7.3
ROE(TTM)	9.5
资产负债率	%
主要股东	新疆特变电工集团有
主要股东持股比例	11.64%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	22	28
相对表现	-3	20	19



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《特变电工(600089)年报点评: 业绩符合预期, 新能源与海外业务引领增长》2017-04-18
- 2、《特变电工(600089)——国内新能源与国际市场成为增长主要动力》2016-04-19
- 3、《特变电工(600089)——国际化竞争力加速体现, 新能源业务还在投入期》2015-08-26

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

胡毅

huyi3@cmschina.com.cn
S1090515080003

陈术子

chenshuzi@cmschina.com.cn
S1090516080001

公司发布年报: 2017 年 1 季度收入 87.68 亿元, 同比下降 6.2%; 归上净利润 6.14 亿元, 同比增长 10.9%; 扣非净利润增长 15.6%; 公司业绩基本预期。一季度收入与毛利率等波动, 可能与公司业务中贸易业务占比下降有关。海外 EPC 与新能源发电产业仍然还是公司未来的长期增长要素。

- 业绩平稳, 基本符合预期: 公司 1 季度实现收入 87.68 亿元, 同比下降 6.2%; 归上净利润 6.14 亿元, 同比增长 10.9%; 扣非净利润 5.86 亿元, 同比增长 15.6%; 公司业绩基本符合预期。报告期内, 公司毛利率大幅提高 5 个百分点, 销售、管理费用率微增, 盈利能力提高, 可能与贸易业务占比下降、经营主营好转有关。公司财务费用、资产减值损失波动较大, 财务费用主要是利息支出增加与汇兑损益波动影响, 季报资产减值损失同比大幅增长, 可能与去年 1 季度长期应收款回款后冲回致使基数较低有关。
- 主营稳健, 未来增长依然要看国际工程与新能源业务: 公司原有制造板块保持稳定, 未来主要增长动力可能还是国际工程总包与新能源发电板块。公司 15 年前开始海外布局, 在海外电力 EPC 领域具有优势, 海外订单超过 50 亿美金。趁“一带一路”之风, 公司海外 EPC 的贡献会更大。公司的多晶硅制造业务竞争力持续提升, 2016 年产能利用率达 152%, 扩建产能今年就将投产, 其光伏、风电 EPC 业务继续放量, 规模跃居国内前列。
- 中期仍将保持较重的资产结构, 有望稳健增长: 公司固定资产 195 亿元, 在建工程约 59.7 亿元, 中期仍将保持较重的资产结构, 公司煤炭(以及部分电厂、新能源电站)、金矿等资源类业务投入比较大, 未来的贡献应会增大。综合公司三大业务板块的现状, 以及公司经营先行指标来分析, 预计公司有望稳健增长。
- 公司评级: 维持强烈推荐评级, 调整目标价为 13-14 元。
- 风险提示: 重资产投入不能产出, 海外业务出现坏账。

财务数据与估值(暂不考虑配股)

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	37452	40117	44296	48641	53778
同比增长	4%	7%	10%	10%	11%
营业利润(百万元)	1907	2641	2935	3303	3761
同比增长	13%	39%	11%	13%	14%
净利润(百万元)	1888	2190	2418	2686	3020
同比增长	14%	16%	10%	11%	12%
每股收益(元)	0.58	0.68	0.75	0.83	0.93
PE	18.9	16.3	14.7	13.3	11.8
PB	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1、季报业绩平稳.....	3
2、长期增长要看海外 EPC 与新能源产业.....	4
3、中期仍然会保持重资产结构，资源类业务以后可能贡献产出.....	5
表 1：业绩摘要.....	3
表 2：公司有先行意义的经营指标分析（百万元）.....	4
表 3：我国对外承包工程业务完成营业额电力行业前十企业（单位：亿美元）.....	4
表 4：可比公司经营情况对照（以 2016 年中报数据对比）.....	4
表 5：新特能源公司经营数据（单位，百万元）.....	5
表 6：公司经营情况分析.....	6
表 7：子公司净利润情况（百万元，新特能源 2013 年前口径不同）.....	6
附：财务预测表.....	7

1、季报业绩平稳

业绩要点：公司 1 季度实现收入 87.68 亿元，同比下降 6.2%；归上净利润 6.14 亿元，同比增长 10.9%；扣非净利润 5.86 亿元，同比增长 15.6%；公司业绩基本符合预期。

报告期内，公司毛利率大幅提高 5 个百分点，销售、管理费用率微增，盈利能力提高，可能与贸易业务占比下降、经营主营好转有关。

公司财务费用、资产减值损失波动较大，财务费用主要是利息支出增加与汇兑损益波动影响，季报资产减值损失同比大幅增长，可能与去年 1 季度长期应收款回款后冲回致使基数较低有关。

表 1：业绩摘要

(人民币, 百万)	2016 年 Q1	2017 年 Q1	同比变动 (%)
营业收入	8709.8	8167.6	(6.2)
销售税金	(56.3)	(85.0)	51.0
营业成本	(7148.2)	(6286.6)	(12.1)
毛利润	1505.4	1795.9	19.3
销售费用	(329.7)	(334.2)	1.4
管理费用	(388.3)	(375.9)	(3.2)
经营利润	787.4	1085.9	37.9
资产减值损失	(1.6)	(74.9)	4662.6
公允价值变动收益	0.0	0.0	
财务费用	(123.4)	(170.5)	38.2
投资收益	7.7	25.5	231.3
营业外收入	54.7	36.0	(34.3)
营业外支出	(4.0)	(4.6)	14.3
利润总额	720.9	897.3	24.5
所得税	(81.1)	(108.0)	33.1
税后净利润	639.8	789.3	23.4
少数股东权益	(85.8)	(174.9)	103.8
净利润	553.9	614.4	10.9
扣非净利润	507.3	586.3	15.6
主要比率 (%)			百分比点变动
毛利率	17.9	23.0	5.1
销售费用率	3.8	4.1	0.3
管理费用率	4.5	4.6	0.1
财务费用率	1.4	2.1	0.7
经营利润率	9.0	13.3	4.3

资料来源：公司公告，招商证券

预计后续有望稳健增长：公司变压器、电线电缆等传统制造主业保持稳定，海外 EPC 订单充裕，新能源制造与 EPC 及运营业务都在投入预计也有望保持 20% 以上的较快增长。综合财务与其余经营信息综合判断，预计后续有望稳健增长。

表 2：公司有先行意义的经营指标分析（百万元）

	2015	2016	同比	2016Q1	2017Q1	同比
预付款	3,018.2	2,268.4	(24.8)	3,114.1	3,129.1	0.5
预收款	4,506.7	4,734.6	5.1	3,809.9	4,819.2	26.5
存货	10,212.9	11,487.8	12.5	11,357.0	10,403.8	(8.4)
购买支付	30,769	34,473	12	6,667	6,647	(0.3)
修正后的购买支付	35,486	33,810	(5)	11,046	11,536	4.4

资料来源：公司数据，招商证券

2、长期增长要看海外 EPC 与新能源产业

变压器业务竞争力得以保持，电力电缆业务有所好转，开关业务还有待加强：公司在一次的布局比较清晰，变压器、电抗器、电线电缆业务规模都已经很大，其中，变压器、电抗器竞争力业内领先，电力电缆业务规模足够，但盈利能力有待提高。但是公司的开关业务，规模、盈利能力与行业龙头比较还有一定差距。

公司早年涉足海外工程总包领域，公司在电力总包行业的地位已经稳固：司主要通过自建模式拓展海外市场、搭建国际化平台，已在海外几十个个国家设立近百家办事处，有 1000 多名海外员工，与客户保持了长期、稳定密切的关系。

作为电力行业总包企业对外承包项目营业额前十的唯一一家民营企业，已经形成了很稳定的竞争优势。公司在中亚地区，已经具有很强的品牌影响。

表 3：我国对外承包工程业务完成营业额电力行业前十企业（单位：亿美元）

排名	2014		2015		2016	
	企业	营业额	企业	营业额	企业	营业额
1	中国水电建设集团	62.82	中国水电建设集团	63.83	中国水电建设集团	56.73
2	中国葛洲坝	25.68	中国葛洲坝	26.19	中国葛洲坝	26.36
3	中国水利电力对外	15.20	中国水利电力对外	15.08	哈尔滨电气	14.93
4	东方电气	13.13	水利水电第十四工程局	12.39	山东电力基本建设	13.86
5	山东电力第三工程局	11.72	水利水电第八工程局	11.24	水利水电第十三工程局	10.17
6	上海电气	9.73	特变电工	10.75	水利水电第八工程局	9.52
7	国家电网	8.13	哈尔滨电气国际工程	10.29	中国水利电力对外	9.35
8	特变电工	8.10	山东电力建设第三工程	10.08	特变电工	8.89
9	上海贝尔	7.65	上海电力建设	8.52	水利水电第十四工程局	8.89
10	中国电力技术装备	7.63	水利水电第十工程局	8.29	国家电网	8.11

资料来源：商务部，招商证券

表 4：可比公司经营情况对照（以 2016 年中报数据对比）

可比上市公司	原型	业务领域	市场分布	2016 年 H1 工程总包业务	
				收入(亿元)	毛利率(%)
中国机械工程	贸易	电力、交通、通信等	64%海外	88	14.43
中工国际	贸易	制造及加工、交通、灌溉、电力等	91%海外	24	18.38
中国交通建设	施工	交通、房屋建筑等	21%海外	1,823	12.09
葛洲坝	施工	电力、房屋建筑等	17%海外	248	9.19

中国电建	施工	电力、交通、房屋建筑等	23%海外	867	11.56
中国铁建	施工	铁路、房屋建筑等等	5%海外	2,338	8.63
中国化学	施工	化工、煤化工、建筑、环保等	23%海外	218	12.03
特变电工*	设备	电力	21%海外	33	20.46

资料来源：公司数据，招商证券

新能源产业的多晶硅、EPC 业务已有很强的产业优势：公司在新能源产业多晶硅、EPC、逆变器、BOT 全面布局，公司多晶硅业务规模国内第二、全球第四，有较强的竞争力。新能源 EPC 发展也比较快，规模国内前列。

2016 年多晶硅料出货量 2.28 万吨，技术为西门子改良法技术，产能利用率超过 150%。扩建产能 2017 年就会投产。

公司 2016 年实现 EPC 光伏装机 1.17GW，风电 210MW，公司光伏 EPC 规模已跃居国内第一。到年底，公司共持有光伏电站 530MW，风电场 149MW。在 EPC 拉动下，公司逆变器业务产量 2.67GW，规模跃居国内前列。

表 5：新特能源公司经营数据（单位，百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016
总收入	2,249	5,935	7,425	9,494	12,132
营业利润	(316)	258	891	824	1,170
加：利息收入	13	7	25	33	26
减：利息支出	54	141	387	299	250
加：权益性投资损益		16	2	3	2
其他非经营性损益		2	(2)	8	
非经常项目前利润	(357)	143	528	569	948
加：非经常项目损	133	114	133	139	
除税前利润	(224)	257	662	708	948
减：所得税	(33)	56	8	89	142
少数股东损益	(61)	7	79	7	5
净利润	(130)	193	575	612	801

资料来源：公司数据，招商证券

3、中期仍然会保持重资产结构，资源类业务以后可能贡献产出

资产结构近几年有所加重：公司近几年在发电、多晶硅、资源类业务上的投入比较大，但还没有进入产出期或者受行业因素影响，产出还不太足，加重了公司的资产结构。

另一方面，公司从变压器、电线电缆制造转向工程服务，在国内大力发展新能源 EPC/BT 业务，BOT 业务比例提高；同时，在海外大力发展电力 EPC，在一带一路地区成功拓展市场。工程业务经营周期长，也加重了公司资产情况。

中期可能会保持比较重的资产结构：目前公司尚有 59 亿元在建工程，其中很大一部分是子公司新特能源的多晶硅扩产改造，另外很大一部分，还是自备电厂、风电场建设投入。因此，预计公司中期仍然会保持重资产的结构特点。

公司资源业务（含电厂业务）投入较大，近几年贡献不明显，以后可能贡献加大：公司过去在资源类业务上（包括电厂）投入很大，资产变得比较重；但受行业因素、地理因素影响，资源业务贡献还不明显，未来可能加大。

表 6：公司经营情况分析

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 Q1
收入(百万)	18,164.	20,325.	29,174.	36,074.	37,452.	40,117.	
固定资产(百万)	7,232.0	9,319.3	16,881.	17,933.	17,459.	19,323.	19,547
无形资产(百万)	1,910.2	2,069.6	2,439.4	3,608.5	3,359.5	3,417.7	3,362.4
在建工程(百万)	2,809.9	5,716.1	1,977.4	928.3	2,937.4	5,731.5	5,970
收入/固定与无形资产(倍)	2.0	1.8	1.5	1.7	1.8	1.8	
薪酬总额估算(百)	1033	1185	1352	1827	2094	2270	
员工人数(人)	14407	14345	14570	15488	16748	16299	
人均薪酬(万元/)	7.9	8.2	9.4	12.2	13.0	13.7	
人均产值(万元/)	139.5	141.4	201.8	240.0	232.4	242.8	
收入薪酬比(倍)	17.6	17.2	21.6	19.7	17.9	17.7	

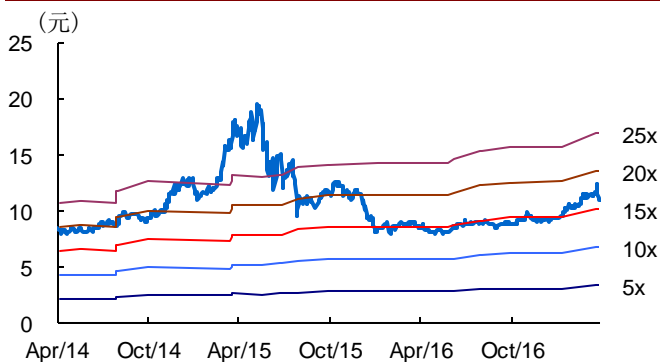
资料来源：公司资料、招商证券

表 7：子公司净利润情况(百万元, 新特能源 2013 年前口径不同)

	当前持股比(%)	2013	2014	2015	2016
衡变	100	217.1	287.0	330.0	332.0
沈变	100	325.4	254.3	21.3	188.9
天津特变	55	23.6	29.0	(3.9)	(3.1)
新特能源	60.24	82.2	446.6	619.1	805.0
鲁能泰山电缆	88.99	52.4	(112.5)	(19.6)	16.2
特变德阳电缆	84.61	9.8	27.6	15.4	35.6
天池能源	85.78	31.7	73.7	67.3	98.2
杜尚别矿业	70	5.6	89.1	(85.7)	(67.9)

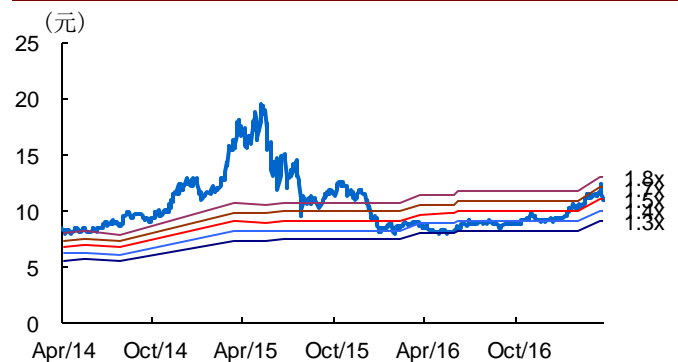
资料来源：公司资料、招商证券

图 1：特变电工历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：特变电工历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	43645	42525	38694	43914	50164
现金	15017	15817	10366	12195	15351
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3227	3398	3595	4087	4479
应收款项	8804	8250	9106	10054	10926
其它应收款	702	640	707	776	858
存货	10213	11488	11747	13382	14837
其他	5682	2932	3171	3421	3712
非流动资产	26614	32468	31324	31171	31402
长期股权投资	1155	1223	1223	1223	1223
固定资产	17459	19324	21390	21605	22161
无形资产	3360	3418	3076	2768	2491
其他	4641	8504	5635	5575	5527
资产总计	70259	74993	70017	75086	81566
流动负债	35499	35613	27780	29747	32751
短期借款	6193	5377	675	0	0
应付账款	8882	9292	10273	11295	12488
预收账款	4507	4735	5235	5755	6363
其他	15918	16209	11597	12697	13901
长期负债	10091	11964	11964	11964	11964
长期借款	7247	9677	9677	9677	9677
其他	2844	2287	2287	2287	2287
负债合计	45590	47577	39744	41710	44715
股本	3249	3243	3243	3243	3243
资本公积金	7529	8239	8239	8239	8239
留存收益	10119	11710	14108	16736	19706
少数股东权益	3771	4224	4682	5156	5662
归属于母公司所有者权益	20898	23193	25591	28219	31189
负债及权益合计	70259	74993	70017	75086	81566

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2058	2639	5656	4418	5275
净利润	1888	2190	2418	2686	3020
折旧摊销	1233	1376	1644	1557	1426
财务费用	894	567	702	648	593
投资收益	(57)	(80)	(105)	(110)	(110)
营运资金变动	(1939)	(2310)	587	(761)	(85)
其它	40	896	410	398	431
投资活动现金流	(3711)	(3884)	(391)	(1317)	(1587)
资本支出	(2783)	(4799)	(500)	(1404)	(1657)
其他投资	(928)	915	109	87	70
筹资活动现金流	4183	1849	(10717)	(1272)	(533)
借款变动	5510	2068	(10100)	(675)	0
普通股增加	9	(6)	0	0	0
资本公积增加	(78)	710	0	0	0
股利分配	(67)	(43)	(19)	(59)	(50)
其他	(1190)	(881)	(597)	(538)	(483)
现金净增加额	2530	603	(5451)	1829	3156

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	37452	40117	44296	48641	53778
营业成本	30706	32818	36283	39890	44103
营业税金及附加	199	311	344	377	417
营业费用	1784	1916	1894	2080	2299
管理费用	1810	1890	2038	2237	2474
财务费用	637	399	702	648	593
资产减值损失	467	222	205	215	240
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	57	80	105	110	110
营业利润	1907	2641	2935	3303	3761
营业外收入	522	387	400	400	400
营业外支出	60	38	38	38	38
利润总额	2369	2990	3298	3665	4123
所得税	344	484	531	592	668
净利润	2025	2506	2766	3073	3456
少数股东损益	138	316	349	387	435
归属于母公司净利润	1888	2190	2418	2686	3020
EPS (元)	0.58	0.68	0.75	0.83	0.93

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	4%	7%	10%	10%	11%
营业利润	13%	39%	11%	13%	14%
净利润	14%	16%	10%	11%	12%
获利能力					
毛利率	18.0%	18.2%	18.1%	18.0%	18.0%
净利率	5.0%	5.5%	5.5%	5.5%	5.6%
ROE	9.0%	9.4%	9.4%	9.5%	9.7%
ROIC	5.2%	5.3%	7.5%	7.6%	7.8%
偿债能力					
资产负债率	64.9%	63.4%	56.8%	55.6%	54.8%
净负债比率	24.5%	27.3%	14.8%	12.9%	11.9%
流动比率	1.2	1.2	1.4	1.5	1.5
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
存货周转率	3.3	3.0	3.1	3.2	3.1
应收帐款周转率	4.5	4.7	5.1	5.1	5.1
应付帐款周转率	3.8	3.6	3.7	3.7	3.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.58	0.68	0.75	0.83	0.93
每股经营现金	0.63	0.81	1.74	1.36	1.63
每股净资产	6.44	7.15	7.89	8.70	9.62
每股股利	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02
估值比率					
PE	18.9	16.3	14.7	13.3	11.8
PB	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	20.7	17.9	14.4	13.8	13.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

胡毅：曾就职于力神、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究储能与新能源电池产业。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

陈术子：上海交通大学硕士，曾任职于光大证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究新能源行业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。