

## 电气设备

2017年8月29日

## 特变电工 (600089)

——海外输变电业务重点关注，新能源贡献业绩增长显著

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2017年08月28日

收盘价(元)	9.91
一年内最高/最低(元)	12.44/8.55
市净率	1.3
息率(分红/股价)	2.12
流通A股市值(百万元)	36809
上证指数/深证成指	3362.65 / 10809.74

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	7.61
资产负债率%	60.93
总股本/流通A股(百万)	3719/3714
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《特变电工(600089)点评：配股方案获核准，融资助力海外业务继续扩张》  
2017/04/21

《特变电工(600089)点评：业绩增速符合申万宏源预期，看好17年一带一路发力》  
2017/04/18

## 证券分析师

刘孝宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
叶旭晨 A0230515030001  
yexc@swsresearch.com  
韩启明 A0230516080005  
hanqm@swsresearch.com

## 研究支持

郑嘉伟 A0230116110002  
zhengjw@swsresearch.com

## 联系人

宋欢  
(8621) song@.com



申万宏源研究微信服务号

## 事件：

8月29日晚公司发布2017年半年报，报告期内，公司实现营业收入180.27亿元，同比增长0.54%；实现归属于上市公司股东的净利润13.62亿元，同比增长12.3%；实现归属于上市公司股东的扣非净利润12.89亿元，同比增长19.84%，业绩增速低于申万宏源预期10%左右，主要是输变电成套项目尚未大规模开工，业绩确认相对滞后导致。

## 投资要点：

- **精细化控制成本应对材料价格上涨，变压器业务保持稳健。**2017年公司力争实现营业收入420亿元，营业成本控制在350亿元以内。上半年公司营业收入完成年度计划的42.92%；营业成本控制在年度计划的39.49%，业绩完成情况良好。报告期内，公司变压器产品营业收入、营业成本较上年同期增长16.78%、15.38%，毛利率较上年同期增加0.89个百分点，主要系公司积极开拓市场同时加强成本精细化管控所致。上半年大宗商品价格持续上涨，设备类产品原材料价格上涨，而公司毛利率不降反升实属不易。我们预计未来变压器业务保持稳健，产品结构继续向高毛利率产品迁移。
- **海外业务开工滞后无需多虑，下半年拭目以待。**上半年公司输变电成套工程实现营业收入23.71亿元，同比下降28.6%，主要系公司新签订输变电成套项目尚未大规模开工所致；毛利率较上年同期增加5.85个百分点，达到26.31%，主要系公司继续加强工程管理所导致。公司16年底在手订单达到50亿美金，开工节奏对于业绩确认的影响较为短期。国家金融机构对于公司海外业务积极支持保障，而公司海外业务的风控能力较强，因此我们维持对输变电业务增长的乐观判断，下半年项目开工情况需要关注。
- **受益光伏抢装与多晶硅涨价，新能源业务增长强劲。**根据国家可再生能源中心数据，上半年我国光伏发电新增装机容量24GW，光伏发电累计装机突破100GW大关。上半年光伏业务主体新特能源实现营业收入51.65亿元，同比增长7.09%，实现归属于上市公司股东净利润7.51亿元，同比增长58.67%。报告期内公司完成3万吨多晶硅技改项目，实现多晶硅产量1.58万吨，同比增长24.12%。三季度多晶硅涨价幅度约10%，硅料环节仍维持景气，预计全年多晶硅维持高速增长。工程方面，公司上半年实现确认收入的EPC、BT等工程项目共636.17MW，建成待转让BT项目619.5MW，优质项目储备2GW以上。公司目前新能源工程总包规模全球首位，优质项目储备保障未来业绩持续增长，我们看好未来光伏行业景气复苏，并认为公司能够保持在行业内的领先优势。
- **维持盈利预测，维持“买入”评级：**我们维持盈利预测，预计公司17-19年实现归母净利润26.14亿、31.43亿元和37.83亿元，对应EPS分别为0.70元、0.84元和1.01元/股，目前股价对应PE分别为14倍、12倍和10倍，维持“买入”评级。

## 财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	40,117	18,027	42,855	48,623	53,928
同比增长率(%)	7.12	0.54	6.80	13.50	10.90
净利润(百万元)	2,190	1,362	2,614	3,143	3,783
同比增长率(%)	16.04	12.30	19.40	20.20	20.40
每股收益(元/股)	0.68	0.37	0.70	0.84	1.01
毛利率(%)	18.2	23.3	18.1	18.1	18.1
ROE(%)	9.4	4.8	9.3	10.4	11.5
市盈率	15		14	12	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

**表 1：利润表**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	37,452	40,117	42,202	47,751	54,227
二、营业总成本	35,602	37,557	39,172	44,085	49,719
其中：营业成本	30,706	32,818	34,065	38,631	43,877
营业税金及附加	199	311	327	371	421
销售费用	1,784	1,916	2,026	2,197	2,332
管理费用	1,810	1,890	2,026	2,220	2,494
财务费用	637	399	531	474	430
资产减值损失	467	222	197	193	165
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	57	80	137	137	137
三、营业利润	1,907	2,641	3,168	3,803	4,645
加：营业外收入	522	387	410	496	521
减：营业外支出	60	38	47	48	44
四、利润总额	2,369	2,990	3,531	4,250	5,122
减：所得税	344	484	560	679	822
五、净利润	2,025	2,506	2,971	3,571	4,299
少数股东损益	138	316	357	429	516
归属于母公司所有者的净利润	1,888	2,190	2,614	3,143	3,783
六、基本每股收益	0.58	0.68	0.70	0.84	1.01
全面摊薄每股收益	0.58	0.68	0.70	0.84	1.01

资料来源：wind, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。