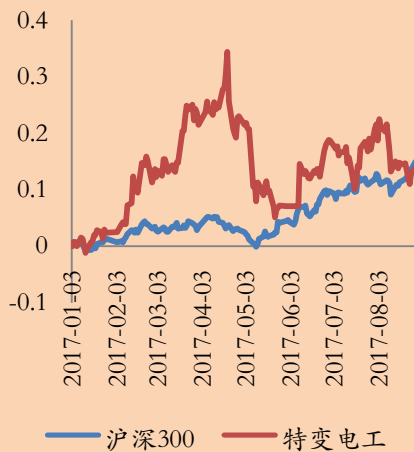




## 特变电工 (600089)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-8-29



吴海滨

0551-65161837

wllvswbh@163.com

S0010512090001

联系人

徐程晨

0551-65161830

xucc1990@126.com

## 毛利提升支撑利润增长 海外业务蓄势待发

2017年上半年,公司实现营业收入1,802,663.11万元,同比增长0.54%;实现归属于上市公司股东的净利润136,236.41万元,同比增长12.30%;每股收益0.4206元/股,同比增加12.58%。

### □ 新项目投产+管理加强 毛利率大幅提升

上半年公司营收与同期基本持平。具体业务板块,变压器产品营收增长16.78%,电费由于持有的哈密东南部山口光伏园区150MW光伏发电项目并网发电贡献了131.23%的营收增长,煤炭产品受益于煤炭产业结构调整增长56.29%,相比之下输变电成套工程因为新签项目尚未大规模开工下降28.60%,贸易额下降24.23%。上半年多晶硅行业供应攀高需求火热及公司在新能源产业和输变电成套工程加强成本管控,使得毛利率分别提高7.75个pct和5.85个pct,光伏电站并网使得电费毛利率增加45.74个pct,最终整体毛利率增加4.1个pct达到23.33%,是支撑上半年净利润增长的重要动力。销售费用和管理费用在营收占比都有所下降,但财务费用由于汇率波动增加了近1个pct。经营活动现金流量方面由于公司加强应收款项管理得到明显好转。

### □ 国际成套系统集成业绩蓄势待发

上半年输变电成套工程未发力系新签订的项目尚未大规模开工。2016年末公司国际成套系统集成业务在手合同金额超过50亿美元,项目储备充足,业绩有望在近几年释放。5月份的“一带一路”高峰论坛上提出向丝路基金等融通渠道注入7800亿元的资金支持,同时上半年公司完成配股将募集的部分资金用于补充公司国际成套系统集成业务营运资金,增强公司的资金实力,为后期海外市场进一步拓展提供强大支撑。变压器产品方面,鉴于前期特高压建设进入订单业绩释放期,业绩稳定有保证。

### □ 多晶硅产线改造完成 迎接行业需求增长

分布式光伏电站上半年以2.9倍的速度爆发式增长,同时近期《关于可再生能源发展“十三五”规划实施的指导意见》中提出从今年至2020年,光伏电站的新增计划装机规模为5450万千瓦,领跑者计划规模3200万千瓦,两者合计年均新增装机容量在21GW,较“十三五”规划中的建设规划有所扩大,考虑到2018年光伏补贴不做调整,近两年的光伏产业预期稳定增长有保障。公司上半年完成了30000吨/年的多晶硅产线改造项目,在“煤电硅”一体化基础上进一步强化成本优势,同时拥有电站设计、建设、调试及运维等全面的能源解决方案,在全球光伏电站EPC领域居前列,在行业增长中尽情驰骋。

### □ 盈利预测与估值

我们预计2017/2018/2019归母净利润为24.85/28.75/33.89亿元, EPS为0.77/0.89/1.04元,给予“买入”评级。

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	2485	2875	3389
净利润同比(%)	16%	13%	16%	18%

毛利率(%)	18.2%	18.2%	18.2%	18.4%
ROE(%)	9.1%	9.6%	10.5%	11.3%
每股收益(元)	0.59	0.77	0.89	1.04
P/E	16.82	12.93	11.18	9.49
P/B	1.59	1.48	1.39	1.26
EV/EBITDA	8	7	6	4

资料来源：华安证券研究所

**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	46,188	53,542	59,661	<b>营业收入</b>	40,117	43,937	50,461	57,364
现金	15,817	17,662	20,293	24,555	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	11,556	11,676	13,899	15,821	财务费用	399	494	457	400
其他流动资产	3,353	4,015	5,249	4,543	资产减值损失	222	212	266	304
<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	2,916	3,440	4,144
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	78,034	85,422	91,870	<b>利润总额</b>	2,990	3,322	3,887	4,636
<b>流动负债</b>	35,613	35,226	39,857	42,325	所得税	484	498	583	695
短期借款	5,377	5,283	5,174	5,043	<b>净利润</b>	2,506	2,824	3,304	3,940
应付账款	9,292	9,840	11,638	13,093	少数股东损益	316	339	430	552
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	2,485	2,875	3,389
<b>非流动负债</b>	11,964	13,265	13,985	14,702	EBITDA	4,371	4,862	5,334	5,966
长期借款	9,677	9,677	9,677	9,677	EPS (元)	0.59	0.77	0.89	1.04
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	53,841	57,027					
少数股东权益	4,224	4,563	4,992	5,544					
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	13,514	15,813	18,524					
归属母公司股东权益	23,193	24,980	26,588	29,299					
<b>负债和股东权益</b>	74,993	78,034	85,422	91,870					

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	4,298	3,640	5,573
净利润	2,506	2,485	2,875	3,389
折旧摊销	1,376	1,452	1,436	1,422
财务费用	567	494	457	400
投资损失	(80)	(96)	(121)	(151)
营运资金变动	(760)	(588)	(1,703)	(343)
其他经营现金	(970)	551	696	856
<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	(2,050)	(1,508)	(1,104)
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	(1,955)	(708)	(973)
<b>现金净增加额</b>	603	2,284	2,881	4,552

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%	10.40%	17.98%	20.45%
归属于母公司净利润	16.04%	13.46%	15.67%	17.88%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	18.19%	18.22%	18.24%	18.40%
净利率(%)	5.46%	5.66%	5.70%	5.91%
ROE(%)	9.14%	9.56%	10.46%	11.31%
ROIC(%)	11.04%	10.96%	13.18%	16.31%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	63.44%	62.14%	63.03%	62.07%
净负债比率(%)	43.36%	32.03%	27.88%	27.77%
流动比率	1.19	1.31	1.34	1.41
速动比率	0.87	0.98	0.99	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)	0.59	0.77	0.89	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	1.16	0.98	1.50
每股净资产(最新摊薄)	6.24	6.72	7.15	7.88
<b>估值比率</b>				
P/E	16.8	12.9	11.2	9.5
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	8.24	7.23	5.96	4.42

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。