

特变电工 (600089)

光伏上半年超预期, 海外业务下半年释放 买入 (维持)

2017年9月2日

首席证券分析师 曾朵红

执业证书编号:
S0600516080001
021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 汪林森

执业证书编号:
S0600517080001
010-66573527

wangls@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	40,117	44,887	48,441	51,934
同比 (%)	7.1%	11.9%	7.9%	7.2%
净利润 (百万元)	2190	2581	3006	3404
同比 (%)	16.0%	17.8%	16.5%	13.2%
毛利率 (%)	18.2%	19.1%	19.3%	19.5%
ROE (%)	9.4%	10.7%	12.0%	13.0%
每股收益 (元)	0.68	0.69	0.81	0.92
P/E	14.87	14.47	12.42	10.97
P/B	1.40	1.55	1.49	1.42

投资要点

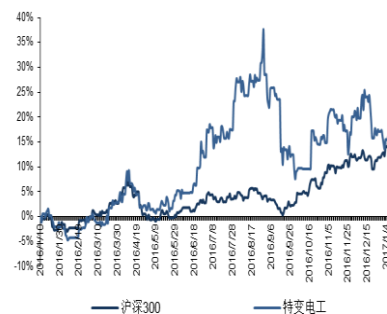
■ **营业收入微增 0.54%，扣非净利润增速 19.8%**。公司发布 2017 年半年报，报告期内公司实现营业收入 180.27 亿元，同比增长 0.54%；实现归属母公司净利润 13.62 亿元，同比增长 12.30%，对应 EPS 为 0.42 元，其中扣非净利润 12.89 亿元，同比增长 19.8%，主要系汇兑损益影响了净利润。其中 2 季度，实现营业收入 98.59 亿元，同比增长 6.94%，环比增长 20.71%；实现归属母公司净利润 7.48 亿元，同比增长 13.46%，环比增长 21.72%。公司力争 17 全年实现营业收入 420 亿元，营业成本控制在 350 亿元以内。

■ **上半年光伏行业表现最佳，新特能源子公司净利润增速 60%**。新能源板块毛利增加 7.75 个百分点，其中多晶硅营收 18.14 亿，毛利率 45.89%，16 年同期 13.68 亿毛利率 39.21%；EPC 营收 27 亿，同比基本持平，毛利率 16.22% 比去年 13.57% 高出 2.5 个百分点。主要系上半年多晶硅价格坚挺，同时公司成本持续下降，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，通过前端煤炭资源和电厂的利用，降低多晶硅的生产成本，公司多晶硅技术改造项目已完成，多晶硅总产量达到 3 万吨/年。三季度多晶硅价格走势平稳的基础上继续攀升，全年平均价格有望与去年持平。

■ **变压器业务营收增长毛利坚挺，海外输变电成套营收降毛利率升**。变压器业务由于特高压订单落地，营收大幅增长，板块整体增速 16.78%，毛利率保持平稳，在大宗商品涨价的大环境下，优质订单保证了毛利率的坚挺。公司输变电成套工程营收下滑 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，下半年预计该板块会有大幅回升，成套工程板块毛利率较上年同期增加 5.85 个百分点，主要系公司继续加强工程管理所致。

■ **上半年公司费用小幅增长，现金流大幅好转**。公司 2017 年上半年期间费用同比增长 3.96% 至 19.94 亿元，期间费用率上升 0.36 个百分点至 11.06%。其中，销售、管理、财务费用分别同比下降 7.31%、下降 3.06%、上升 74.97% 至 7.78 亿元、8.34 亿元、3.82 亿元；费用率分别下降 0.37、下降 0.17、上升 0.9 个百分点至 4.31%、4.63%、2.12%。2017 年上半年经营活动现金流量净流入 10.42 亿元，同比增长 392.14%；销售商品取得现金 190.62 亿元，同比增长 7.62%。期末预收款项 56.16 亿元，同比增长 10.17%。期末应收账款 107.11 亿元，较期初增长 3.9 亿元，应收账款周转天数下降至 96.01 天。期末存货 122.23 亿元，较期初上升 7.35 亿元；存货周转天数下降至 145.9 天。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	10.02
一年最低/最高价	8.47/11.75
市净率 (倍)	1.32
流通 A 股市值 (百万元)	37217.41

基础数据

每股净资产 (元)	7.21
资本负债率 (%)	60.93%
总股本 (百万股)	3,718.65
流通 A 股 (百万股)	3,714.31

相关研究

1. 海外订单拉动业绩 一带一路龙头迎来价值重估 2017-02-13
2. 三季报符合预期, 海外工程和能源板块是未来看点 2016-10-29
3. 上半年新能源板块表现亮眼, 能源业务十三五潜力巨

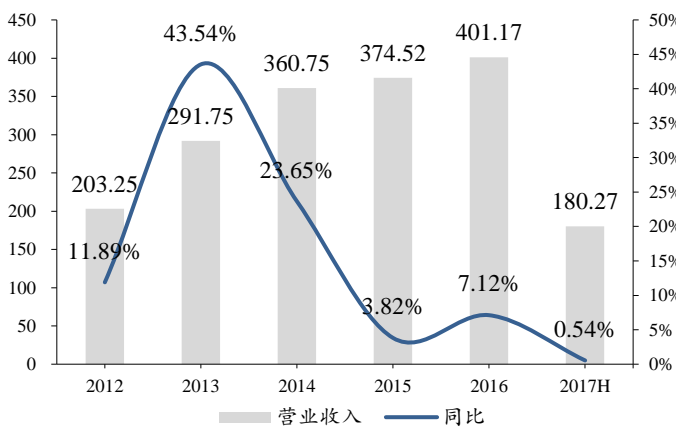
图表 1: 主营业收入及盈利情况

单位: 亿元

特变电工	2017H	2016H	同比	2017Q2	2016Q2	同比	2017Q1	环比
营业收入	180.27	179.29	0.54%	98.59	92.20	6.94%	81.68	20.71%
毛利率	23.33%	19.21%	4.11%	23.57%	20.42%	3.15%	23.03%	0.54%
营业利润	19.14	15.01	27.47%	10.48	8.31	-85.72%	8.66	20.98%
归属母公司净利润	13.62	12.13	12.30%	7.48	6.59	13.46%	6.14	21.72%
净利率	7.56%	6.77%	0.79%	7.59%	7.15%	0.44%	7.52%	0.06%
股本	37.19	37.19	-	37.19	37.19	-	37.19	-
EPS	0.37	0.33	12.30%	0.20	0.18	13.46%	0.17	21.72%

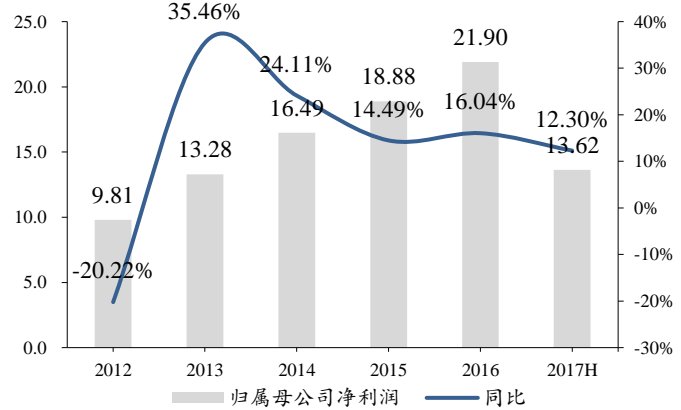
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 2: 2017H1 营业收入 180.27 亿元, 同比增长 0.54%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 3: 2017H1 净利润 13.62 亿元, 同比增长 12.30%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 4: 2017H1 各项业务营业收入及盈利情况

	营业收入	毛利率	营收同比	毛利率同比	营收占比
变压器产品	49.01	26.08	16.78	增加0.89个百分点	27.62%
电线电缆产品	31.06	9.43	5.12	减少2.36个百分点	17.51%
新能源产业及配套工程	47.75	30.06	2.67	增加7.75个百分点	26.91%
输变电成套工程	23.71	26.31	-28.6	增加5.85个百分点	13.36%
贸易	15.1	4.64	-24.23	增加1.02个百分点	8.51%
电费	2.65	46.11	131.23	增加45.74个百分点	1.49%
煤炭产品	7.78	33.56	56.29	减少0.95个百分点	4.39%
其他	0.36	27.53	56.16	减少4.59个百分点	0.20%

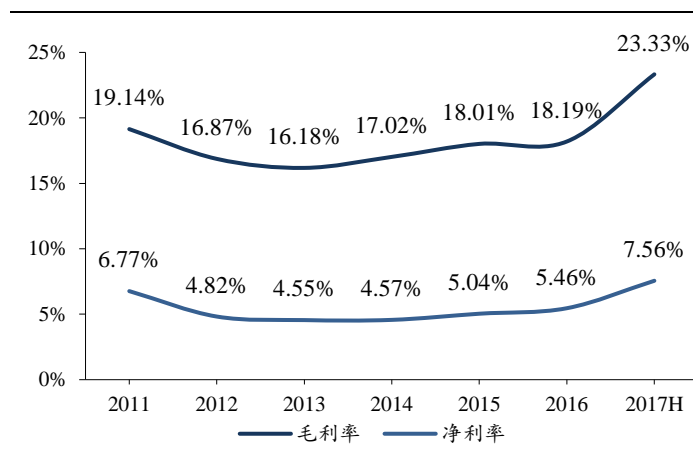
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 5：2017H1 子公司营业收入及盈利情况

	子公司名称	权益比例	17H1营收	17H1利润	16H1营收	16H1利润
变压器	沈阳变压器	100	27.5	1.24	22.1	0.54
	衡阳变压器	100	22.9	1.96	26.1	1.72
	天津变压器	55	3.54	0.19	3.14	0.18
电缆	鲁能泰山电缆	89	15.32	0.19	13.86	0.13
	德阳电缆	85	11.94	0.2	9.98	0.27
光伏	新特能源	60	52.9	7.55	48.3	4.74
能源板块	新疆天池	86	9.19	1.11	6.05	0.89

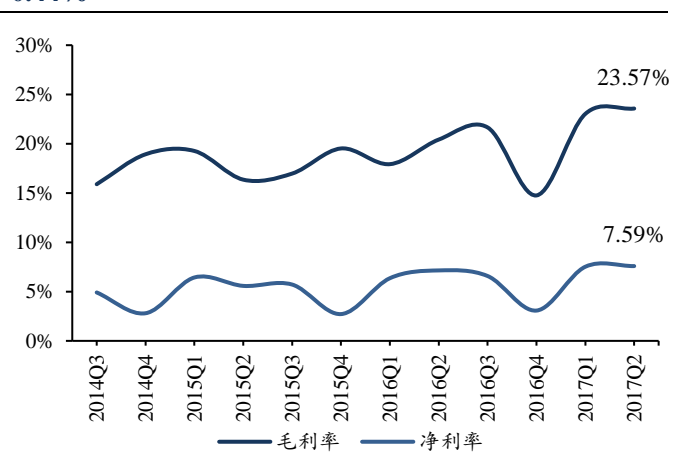
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 6：2017H1 毛、净利率同比上升 4.11%、0.79%



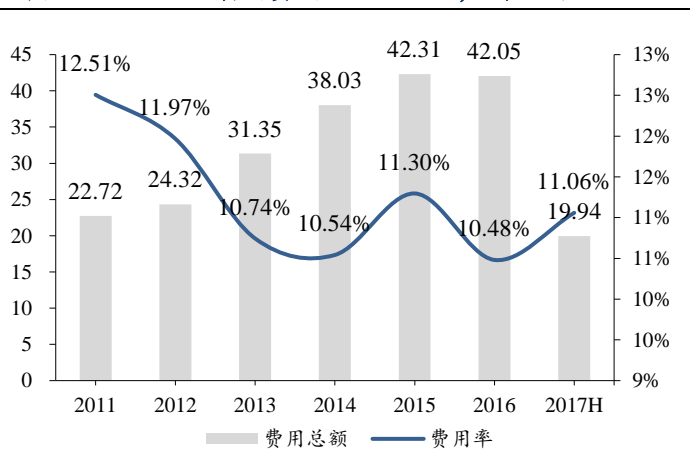
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 7：2017Q2 毛、净利率同比上升 3.15%、0.44%



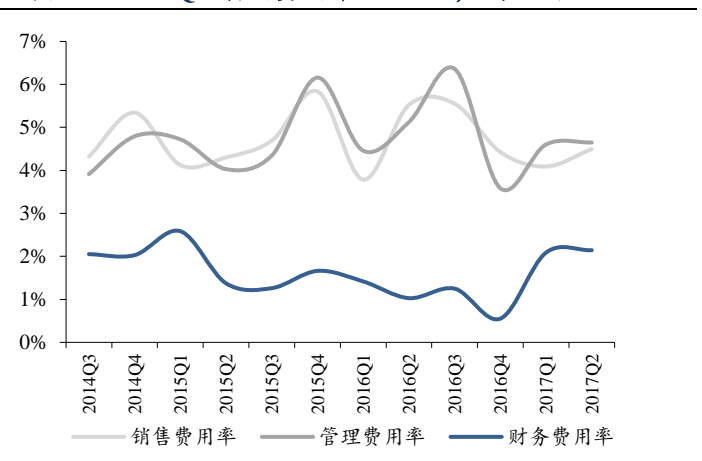
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 8：2017H1 期间费用 19.94 亿元，同比增长 3.96%



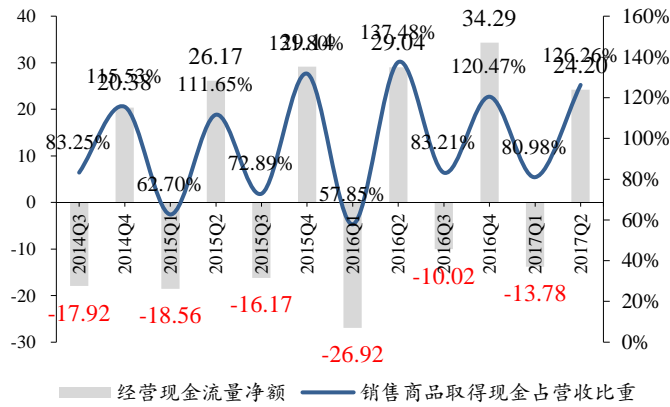
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 9：2017Q2 期间费用率 11.06%，同比增长 0.36%



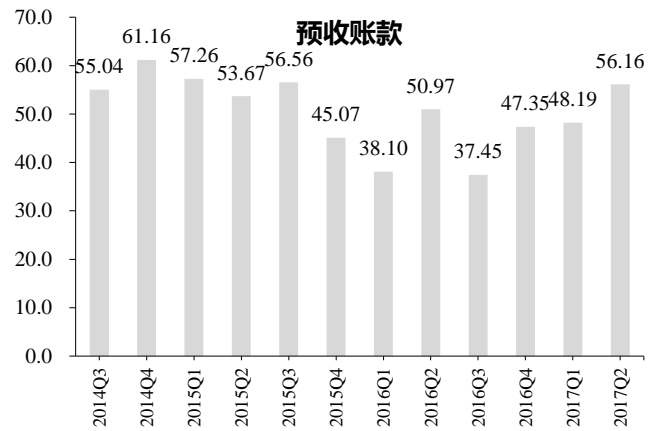
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 10: 2017H1 现金净流入 10.42 亿元, 同增 392.14%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 11: 期末预收款项 56.16 亿元, 同比增长 18.61%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2017-2019 年的归母净利润为 25.8 亿元、30.1 亿元、34.0 亿元, 同比增长 17.8/16.5/13.2%, 考虑到特变进一步做大做强新能源业务, 在海外输变电工程方面积攒的经验和口碑将大幅受益一带一路战略推进, 给予 2017 年 18 倍 PE, 目标价 15 元, 维持买入评级。

■ **风险提示:** 一带一路推进缓慢导致海外订单落地不达预期; 国内多晶硅价格战激烈, 进口替代过程不达预期; 新疆基础设施建设投资不达预期。

特变电工三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	42525.1	46204.1	49191.8	52151.6	营业收入	40117.5	44886.8	48441.0	51933.9
现金	15817.5	16608.3	17438.7	18310.7	营业成本	32818.3	36322.2	39103.3	41795.9
应收款项	12288.0	13473.9	14249.9	14971.9	营业税金及附加	311.3	343.8	366.2	394.7
存货	11487.8	12841.4	13962.9	15073.6	营业费用	1915.9	2143.2	2179.8	2285.1
其他	2931.9	3280.4	3540.2	3795.5	管理费用	2018.6	2219.2	2293.8	2399.0
非流动资产	32468.2	36154.9	38786.1	40731.7	财务费用	399.3	665.1	802.5	884.5
长期股权投资	1222.7	1287.4	1348.9	1407.2	投资净收益	80.4	84.4	88.7	93.1
固定资产	25144.6	28880.5	31564.2	33565.3	其他	-93.1	-103.7	-99.4	-95.1
无形资产	3417.7	3303.8	3189.8	3075.9	营业利润	2641.4	3173.9	3684.7	4172.7
其他	2683.2	2683.2	2683.2	2683.2	营业外净收支	349.1	366.5	420.0	500.0
资产总计	74993.3	82358.9	87977.9	92883.3	利润总额	2990.5	3540.4	4104.7	4672.7
流动负债	35612.9	41885.4	46219.6	49637.8	所得税费用	484.3	566.3	640.3	714.9
短期借款	10775.6	14634.7	17176.5	18870.8	少数股东损益	315.8	393.6	458.4	554.1
应付账款	17963.7	19483.9	20556.2	21532.3	归属母公司净利润	2190.3	2580.6	3005.9	3403.7
其他	6873.7	7766.7	8486.8	9234.8	EBIT	3182.4	3972.3	4611.8	5173.2
非流动负债	11963.9	12099.8	12229.0	12351.6	EBITDA	4512.5	5171.3	6028.1	6804.9
长期借款	9676.9	9676.9	9676.9	9676.9					
其他	2287.0	2422.9	2552.1	2674.8					
负债总计	47576.8	53985.2	58448.5	61989.5	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	4223.7	4345.7	4487.7	4659.4	每股收益(元)	0.68	0.69	0.81	0.92
归属母公司股东权益	23192.8	24028.1	25041.6	26234.4	每股净资产(元)	7.15	6.46	6.73	7.05
负债和股东权益总计	74993.3	82358.9	87977.9	92883.3	发行在外股份(百万股)	3243.4	3719.0	3719.0	3719.0
					ROIC(%)	6.1%	6.8%	7.3%	7.8%
					ROE(%)	9.4%	10.7%	12.0%	13.0%
					毛利率(%)	18.2%	19.1%	19.3%	19.5%
					EBIT Margin(%)	7.9%	8.8%	9.5%	10.0%
					销售净利率(%)	5.5%	5.7%	6.2%	6.6%
					资产负债率(%)	63.4%	65.5%	66.4%	66.7%
					收入增长率(%)	7.1%	11.9%	7.9%	7.2%
					净利润增长率(%)	16.0%	17.8%	16.5%	13.2%
					P/E	14.87	14.47	12.42	10.97
					P/B	1.40	1.55	1.49	1.42
					EV/EBITDA	17.76	16.74	15.10	13.90

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址:<http://www.dwzq.com.cn>

