

控股公司拟建设几内亚铁路项目 海外扩张迈出坚实一步

核心观点:

1. 事件

公司控股子公司天池能源公司拟在几内亚共和国投资设立项目公司，并以几内亚项目公司为主体投资建设几内亚共和国特立梅雷-博法铁路项目，项目总投资7.69亿美元。

2. 我们的分析与判断

公司拟向天池能源公司增资，项目总投资7.69亿美元。几内亚铁路项目将由天池能源公司在几内亚设立项目公司为主体建设，项目投资估算总额为7.69亿美元。该项目资本金为投资总投资的30%（即2.31亿美元），其中天池能源公司投资持股比例不低于51%，该部分项目资本金由天池能源公司以自有资金向几内亚项目公司增资解决，天池能源公司自有资金不足时由公司向天池能源公司增资，天池能源公司再向几内亚项目公司增资解决，其他项目资本金由几内亚项目公司引入战略投资者等方式解决。

项目资本金净利润率望达到27.97%。根据公司公告的可行性研究报告，几内亚铁路项目预测承担铝土矿运量为3000万吨/年，并承担部分矿区生产及生活物资运量20万吨/年。按照铝土矿运量运营期前4年1500万吨/年，第5年及以后3000万吨/年，矿区生产及生活物资运量20万吨/年，货物运输价格6.5美元/吨（0.043美元/吨公里），项目建设期24个月，运营期25年，贷款期限10年（含建设期），贷款利率6%测算，该项目投资财务内部收益率（所得税后）10.79%，项目资本金净利润率（ROE）27.97%。

海外开拓打开业绩天花板，铁路项目有望带动相关能源投资。公司凭借在输变电领域的积累深厚，已经在安哥拉、几内亚、老挝、蒙古等国家取得突破，在海外拓展方面持续发力。几内亚铁路起点位于几内亚桑图矿区，终点为韦尔加角港口，正线长度148.797km，主要用于铝土矿等矿石的运输，是服务于铁路沿线矿区、周边矿区及沿线群众的多功能综合铁路。公司有望通过本次铁路项目的实践，带动周边的基础设施建设，如铝土矿、电厂、输变电等，产生更大的经济效益。

3. 投资建议

我们预计公司2019-2021年营业收入为402.96亿元、437.18亿元、478.61亿元，EPS为0.55元、0.67元、0.73元，对应当前股价PE为11.7倍、9.8倍、8.9倍。公司是国内输变电领域的龙头企业，新能源领域成效显著，海外项目持续突破，业务结构逐渐优化，业绩有望持续改善，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

4. 风险提示

1) 几内亚铁路项目尚需获得国家发改委、商务部、外汇管理局等中国政府部门审批；2) 项目建设及运营尚需获得几内亚政府相关部门审批通过，可能存在项目审批未获通过的风险；3) 项目推进不及预期的风险。

特变电工 (600089.SH)

推荐 首次评级

分析师

周然

☎: (8610) 6656 8494

✉: zhouran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514020001

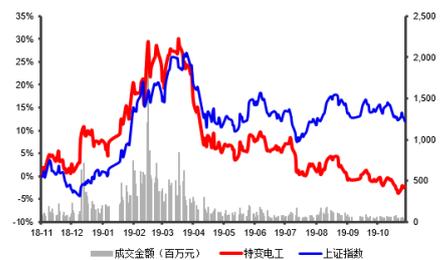
特别鸣谢

赵腾辉

☎: (010) 8635 9174

✉: zhaotenghui_yj@chinastock.com.cn

公司股价表现



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

市场数据 时间 2019.11.25

A股收盘价(元)	6.51
A股一年内最高价(元)	8.99
A股一年内最低价(元)	6.30
上证指数	2,906.17
总股本(万股)	371,431
实际流通A股(万股)	371,431
流通A股市值(亿元)	241.80

表 1: 主要财务指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	38,281	39,656	40,296	43,718	47,861
营业收入增长率	-4.6%	3.6%	1.6%	8.5%	9.5%
归母净利润 (百万元)	2,196	2,048	2,058	2,473	2,703
净利润增长率	0.2%	-6.7%	0.5%	20.2%	9.3%
EPS (元) (摊薄)	0.59	0.55	0.55	0.67	0.73
P/E	11.0	11.8	11.7	9.8	8.9
PEG	44.6	-1.8	23.2	0.5	1.0

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

周然，电力设备新能源及公用事业分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963

上海地区：何婷婷 021-20252612

北京地区：耿尤繇 010-66568479

cuixianglan@chinastock.com.cn

hetingting@chinastock.com.cn

gengyouyou@chinastock.com.cn