

特变电工 (600089)

强烈推荐

行业：高压设备

‘一带一路’战略起，低估值电气先锋行

特变电工为国内输变电变压器龙头，及第二大光伏多晶硅制造商。公司海外业务布局较早，位于新疆腹地，未来直接受益‘一带一路’战略。随着海外业务的拓展及业务结构的调整，公司业绩有望保持稳定增长。目前公司的估值较低，安全边际较高，建议投资者给予重点关注。

投资要点：

◇ **‘两会’热点预热，‘一带一路’进入黄金发展期，公司海外业务有望乘政策东风扶摇直上。**新疆为‘一带一路’亚洲版图起始点，其1.5万亿基建投资计划亦出台，公司的电力设备业务及海外业务将直接受益。公司海外市场布局已见成效，在‘一带一路’国家地区承接项目居行业首位，在印度，多哥，塔吉克斯坦，巴基斯坦，厄瓜多尔等地均有业务布局。

◇ **受‘一带一路’战略的带动，预计公司2017年海外业务增速超30%，公司海外业务的高增长有望持续3-5年。**近三年，公司海外业务年均增速超过30%，海外营收占比也逐步提升。2015年，公司海外业务营收占比约22%，预计2017年海外业务营收占比将超30%。2016年，公司新增海外订单超30亿美元，在手订单超45亿美元，预计2017年海外业务增速超30%。‘一带一路’战略属国家长远战略，影响范围广且深，未来3-5年，公司海外业务的高增长获得有利政策保障。

◇ **公司加大新能源业务布局，开拓输变电国际成套市场。**公司新能源业务贡献约25%的营收，近三年年均增速接近30%。公司新能源业务涉及多晶硅制造、光伏电站EPC及光伏、风电场运营等。公司2017年有望抓住光伏‘领跑者机会’及海外市场的开拓，光伏业务继续保持稳定增长。同时，公司16年底已并网约500MW风光电站，2017年开始运营获利，在建电站也将逐步并网运营，逐步地贡献利润。2016年，公司输变电成套工程海外市场拓展顺利，业务营收占比将近20%，已积累丰富的海外输变电项目承建经验。乐观估计2017年海外成套工程营收增长率可超30%。

◇ **公司过去三年业绩增速趋缓，2017业绩增速有望触底反弹。**2017年，特高压建设将进入招标及建设高峰期，变压器业务有望由平稳转为增长。受利好政策影响，公司新能源业务及海外输变电业务有望保持较高增长速度。公司毛利率水平持续平稳提升，2016年升至20%，主要由海外业务较高的毛利率及占比提升导致。毛利水平提升，海外业务稳步增长，公司2017年业绩增速有望触底反弹。

◇ **盈利预测：**预测16-18年公司的EPS为0.64/0.75/0.86，对应PE为15.47/13.17/11.50，考虑到公司海外业务拓展顺利，17年或将迎来业务拐点，给予17年20倍PE，对应目标价12.80元。

◇ **风险提示：**海外业务拓展不达预期，新能源业务发展不及预期的风险

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：宋丽凌

S0960116080081

0755-88320855

songliling@china-invs.cn

6-12个月目标价：12.80

当前股价：10.35

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	3,238
流通股本(百万股)	3,200
总市值(亿元)	335
流通市值(亿元)	331
成交量(百万股)	112.90
成交额(百万元)	1,148.20

股价表现



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	37452	37500	40600	44200
收入同比(%)	4%	0%	8%	9%
归属母公司净利润	1888	2081	2446	2800
净利润同比(%)	14%	10%	18%	15%
毛利率(%)	18.0%	19.9%	20.0%	20.5%
ROE(%)	9.0%	9.1%	9.9%	10.5%
每股收益(元)	0.58	0.64	0.75	0.86
P/E	17.06	15.47	13.17	11.50
P/B	1.54	1.41	1.31	1.21
EV/EBITDA	10	8	7	7

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	43645	45101	49633	54000
现金	15017	18006	20994	23816
应收账款	8804	8283	9145	9968
其它应收款	702	587	659	728
预付账款	3018	3200	3327	3624
存货	10213	10217	10216	10216
其他	5891	4809	5292	5647
非流动资产	26614	25805	25152	25019
长期投资	1155	1155	1155	1155
固定资产	17459	17959	18005	18107
无形资产	3360	3481	3443	3459
其他	4641	3211	2550	2299
资产总计	70259	70906	74785	79019
流动负债	35499	34536	36420	38403
短期借款	6193	6193	6193	6193
应付账款	8882	8458	9059	9895
其他	20425	19885	21168	22315
非流动负债	10091	9625	9625	9617
长期借款	7247	7247	7247	7247
其他	2844	2378	2378	2369
负债合计	45590	44161	46045	48020
少数股东权益	3771	3931	4125	4342
股本	3249	3249	3249	3249
资本公积	8198	8198	8198	8198
留存收益	9948	11368	13168	15210
归属母公司股东权益	20898	22814	24615	26657
负债和股东权益	70259	70906	74785	79019

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	2058	5146	4935	5897
净利润	2025	2241	2640	3017
折旧摊销	1233	1084	1153	1213
财务费用	637	1165	1126	1266
投资损失	-57	-54	-55	-56
营运资金变动	-2383	792	-14	404
其它	602	-81	85	53
投资活动现金流	-3711	-165	-397	-978
资本支出	2783	-10	380	910
长期投资	-1302	0	0	0
其他	-2231	-175	-17	-68
筹资活动现金流	4183	-1992	-1550	-2097
短期借款	850	0	0	0
长期借款	971	0	0	0
普通股增加	9	0	0	0
资本公积增加	134	0	0	0
其他	2221	-1992	-1550	-2097
现金净增加额	2564	2989	2989	2822

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	37452	37500	40600	44200
营业成本	30706	30041	32500	35161
营业税金及附加	199	193	211	229
营业费用	1784	1776	1927	2096
管理费用	1810	1688	1746	1923
财务费用	637	1165	1126	1266
资产减值损失	467	467	467	467
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	57	54	55	56
营业利润	1907	2225	2679	3115
营业外收入	522	450	466	470
营业外支出	60	54	56	56
利润总额	2369	2621	3088	3529
所得税	344	380	448	512
净利润	2025	2241	2640	3017
少数股东损益	138	160	195	217
归属母公司净利润	1888	2081	2446	2800
EBITDA	3776	4473	4957	5594
EPS (元)	0.58	0.64	0.75	0.86

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	3.8%	0.1%	8.3%	8.9%
营业利润	12.6%	16.7%	20.4%	16.3%
归属于母公司净利润	14.5%	10.3%	17.5%	14.5%
获利能力				
毛利率	18.0%	19.9%	20.0%	20.5%
净利率	5.0%	5.6%	6.0%	6.3%
ROE	9.0%	9.1%	9.9%	10.5%
ROIC	8.3%	11.7%	13.6%	16.0%
偿债能力				
资产负债率	64.9%	62.3%	61.6%	60.8%
净负债比率	37.69%	37.42%	36.36%	34.72%
流动比率	1.23	1.31	1.36	1.41
速动比率	0.94	1.01	1.08	1.14
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.53	0.56	0.57
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	3.76	3.46	3.71	3.71
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.64	0.75	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	1.58	1.52	1.82
每股净资产(最新摊薄)	6.43	7.02	7.58	8.20
估值比率				
P/E	17.06	15.47	13.17	11.50
P/B	1.54	1.41	1.31	1.21
EV/EBITDA	10	8	7	7

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
宋丽凌,中投证券研究总部电力设备与新能源行业分析师,北京大学金融硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编: 200082
传真: (021) 62171434