

特变电工（600089）点评报告

业绩略超预期，海外订单增长 50%

买入（维持）

2017 年 4 月 17 日

投资要点：

- **2016 年营收 401.17 亿元，同比增加 7.12%，归母净利润 21.90 亿元，同比增长 16.04%，略超市场预期。**公司发布 2016 年年度报告，报告期内公司实现营业收入 401.17 亿元，同比增加 7.12%；实现归属母公司净利润 21.90 亿元，同比增长 16.04%，对应 EPS 为 0.68 元，扣非净利润 18.96 亿元，同比增长 26%。其中第 4 季度实现营业收入 137.77 亿元，同比增加 37.34%，环比增加 63.80%；实现归属母公司净利润 4.24 亿元，同比增长 55.31%，环比减少 23.44%。公司净利润略超市场和我们的预期。2017 年，公司力争实现营业收入 420 亿元（合并报表），营业成本（合并报表）控制在 350 亿元以内。
- **变压器和电线电缆业务保持平稳，特高压订单释放毛利略有提升。**公司变压器业务营收 96.7 亿元，同比增长 0.48%，毛利率 25.01%，同比增加 1.54 个百分点，16 年变压器蝉联 2.58 亿 kVA，15 年这个数字是 2.26kVA，其中沈变+衡变的净利润在 5.2 亿左右。公司电线电缆业务营收 54.26 亿元，同比增长 4.87%，毛利率 14.37%，同比增加 2.88 个百分点，其中山东+德阳电缆子公司的净利润在 5000 万左右。一次设备整体保持平稳，未来主要的看点在特高压订单的逐步释放，国内特高压 15-16 年是招标高峰，17 年集中建设期。特变 16 年特高压订单将近 60 亿，为国内业务提供强力支撑，毛利有望继续提升。
- **新能源产业营收大幅增长，预计未来增速持续稳定。**新能源板块营收 102 亿元（含境外 1.6 亿），同比增长 15.46%，毛利率 19.75%，同比增加 0.79 个百分点，主要增量来自于系统集成 EPC 业务。多晶硅方面公司产量达到 2.28 万吨，实现超产，目前计划上半年扩产至 3 万吨。EPC 确认收入的装机有 1.17GW，确认风电装机 210MW，12-16 年累计确认收入的光伏和风电装机有 3.42GW 和 0.8GW，光伏 EPC 已经做到全国第一，随着装机量的逐步释放，这一块未来每年能贡献 3-4 亿利润，每年的建设容量在 1.3-1.4GW。电站运营方面光伏 170MW，风电 350MW，光伏电站运营 16 年是建设期，17 年初开始全年运营，装机上风光一共超过 500MW，依据限电情况的不同，每 W 装机净利润在 0.3-0.4 元，利润体量在 1.5-2 亿元之间，未来电站运营将会有每年 500MW 的增量，这一块会保持稳定的高增长。

证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

zengdh@dwzq.com.cn

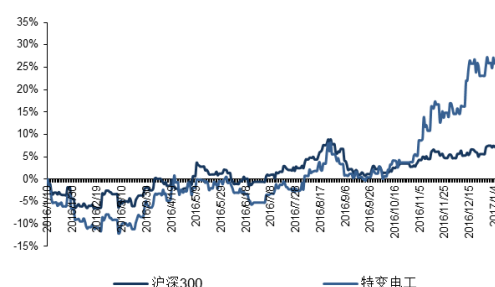
021-60199798

研究助理 汪林森

010-66573527

wangls@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	11.77
一年最低/最高价	11.84/8.97
市净率（倍）	1.6815
流通市值（百万元）	37659.58

基础数据

每股净资产（元）	8.08
资产负债率（%）	66.44%
总股本（百万股）	3,237.8827
流通 A 股（百万股）	3,199.6243

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 20170212
2. 三季报符合预期，海外工程和能板块是未来看点 20161030
3. 上半年新能源板块表现亮眼，能源业务十三五潜力巨大 20160830

- **输变电配套工程收工程进度确认影响营收减少，海外订单增速超 50%。**输变电成套工程，目前营收 51.6 亿，同比下降 13.38%，毛利率 21.59%，同比增加 1.02 个百分点。报告期，公司输变电成套工程营业收入、营业成本下滑，主要系公司原有输变电成套项目按照工程进度本期确认收入减少及新签订输变电成套项目尚未大规模开工所致。围绕国家“一带一路”重大战略，公司加快“走出去”步伐，国际市场签约取得新突破，截至 2016 年末，公司国际成套系统集成业务正在执行尚未确认收入及待履行项目的合同金额超过 50 亿美元，15 年底 33 亿美金订单，同比增长 50%。5 月在北京举办的一带一路峰会可能会成为重要的订单来源，17 年新增总量预计在 80-100 亿美金，这是公司今年最值得期待的亮点。

图表 1：公司业务拆分

		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总体营收	收入（亿元）	36,074.8	37,452.0	40,117.5	44,886.8	48,441.0	51,933.9
	增长率	24%	4%	7%	12%	8%	7%
	毛利率	17.0%	18.0%	18.2%	19.1%	19.3%	19.5%
新能源产业及配套工程	收入（亿元）	7,164	8,846	10,213	12,256	13,481	14,155
	增长率	38.33%	23.48%	15.46%	20.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	18.6%	19.0%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%
变压器	收入（亿元）	10142	9624	9670	10250	10558	10875
	增长率	1.90%	-5.11%	0.48%	6.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	24.5%	23.5%	25.0%	26.0%	26.0%	26.0%
输变电成套	收入（亿元）	3488	5957	5160	6708	8385	10481
	增长率	16.18%	41.45%	-15.44%	30.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	28.1%	20.6%	21.6%	23.0%	23.0%	23.0%
电线电缆	收入（亿元）	5832	5174	5426	5751	5924	6102
	增长率	-3.36%	-12.73%	4.64%	6.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	9.3%	11.5%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
贸易	收入（亿元）	6888	4995	6780	6780	6780	6780
	增长率	56.13%	-37.89%	26.33%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	1.0%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
煤炭	收入（亿元）	902	1,141	1,365	1,638	1,802	2,018
	增长率	0.00%	20.94%	16.42%	20.00%	10.00%	12.00%
	毛利率	24.5%	34.9%	31.8%	32.0%	31.0%	31.0%
电费	收入（亿元）	407.5	376.0	393.8	393.8	401.7	413.7
	增长率	0.00%	-8.39%	4.53%	0.00%	2.00%	3.00%
	毛利率	36.2%	41.9%	26.9%	27.0%	27.0%	28.0%
其他	收入（亿元）	1251.9	1339.9	1109.9	1109.9	1109.9	1109.9
	增长率	-65.31%	6.57%	-20.73%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	29.14%	24.23%	26.53%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

- **能源板块受宏观经济影响发展缓慢，能源基地业务十三五潜力巨大。**煤炭业务营收 13.65 亿元，同比增长 19.64%，毛利率 31.8%，同比减少 3.07 个百分点。国家核准给特变电工 4000 万吨煤炭，其中 1000 万吨已经建成，剩余的在十三五期间会全面达产，

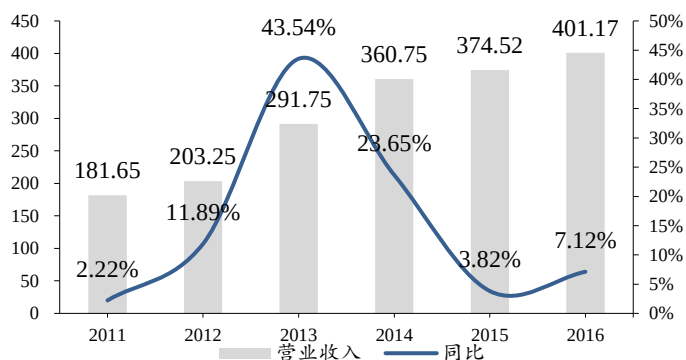
全面达产后煤炭收入大概能达到 40 个亿的量级。另外，公司十三五期间火电发电装机容量将新增 203 万 kW，如果按照 6000 小时计算，年发电量达 120 亿度，收入也在 40 个亿的量级。其次疆电外送项目如果推进加速，公司的收入上还会有较大的提升，向成都和华东供电，国家能源的发展战略之一就是远距离输电，所以公司能源板块潜力十足。

■ **三大费用率 10.48%，同比下降 0.82 个百分点，应收款比年初下降了 5.54 亿，存货比年初增长 12.75 亿，预收款比年初增加 5%。**2016 年公司销售费用为 19.16 亿元，同比增长 7.37%，销售费用率 4.78%，去年同期为 4.76%；发生管理费用为 18.90 亿，同比增长 4.42%，管理费用率 4.71%，去年同期为 4.83%；财务费用 3.99 亿，同比减少 37%，财务费用率 1%，去年同期为 1.70%。2016 年公司应收账款 82.5 亿元，与年初 88.04 亿下降 5.54 亿；存货 114.88 亿元，较年初 102.13 亿增长 12.75 亿；预收账款 47.35 亿较年初 45.07 亿增长 5%。现金流量方面，经营活动产生的现金流量净额本期金额为 26.39 亿元，去年同期为 20.58 亿元。

■ **盈利预测与估值：**由于公司 16 年业绩略超我们预期，我们略微上调此前的盈利预测，即公司 2017-2019 年的归母净利润为 25.8 亿元、30 亿元、34.4 亿元，EPS 分别为 0.798 元、0.926 元和 1.065 元，同比增长 18/16/15%，目前的 11.77 的价格已经接近我们前期的目标价，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口碑将大幅受益一带一路战略推进，给予 2017 年 18 倍 PE，上调目标价至 15 元，维持买入评级。

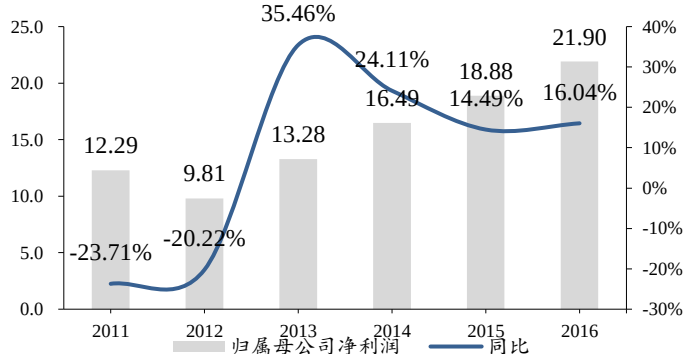
■ **风险因素：**海外投资不达预期、电网投资不达预期、光伏项目实施不达预期

图表 2：公司营收变化



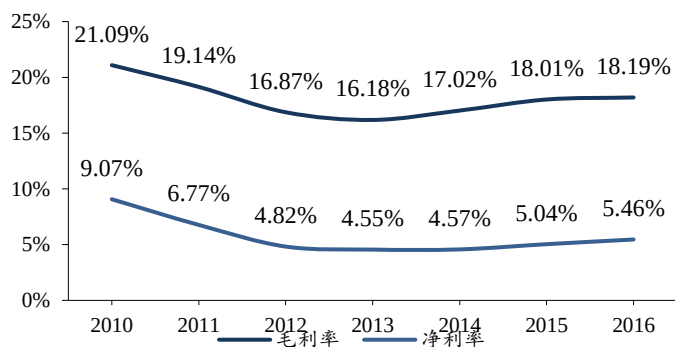
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 3：公司利润变化



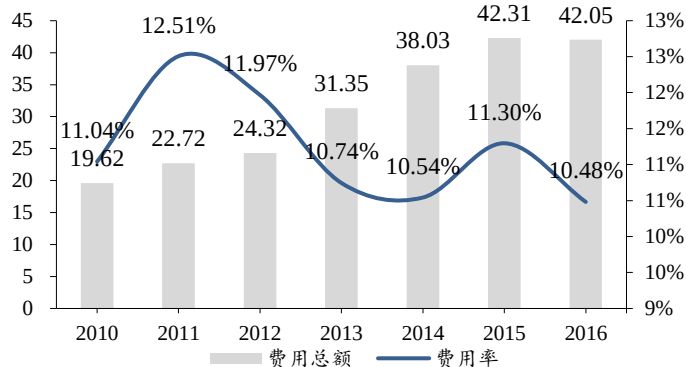
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 4：毛利率和净利率



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 5：费用率情况



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 6：公司运营情况

特变电工	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流 (亿元)
2010	5.73%	4.46%	0.86%	11.04%	21.09%	9.07%	69.23	46.18	19.43
2011	6.29%	5.39%	0.82%	12.51%	19.14%	6.77%	71.78	56.44	17.68
2012	5.97%	4.78%	1.21%	11.97%	16.87%	4.82%	78.13	59.42	19.18
2013	5.26%	3.67%	1.81%	10.74%	16.18%	4.55%	74.65	55.64	17.80
2014	4.68%	4.08%	1.78%	10.54%	17.02%	4.57%	88.27	66.42	(13.82)
2015	4.76%	4.83%	1.70%	11.30%	18.01%	5.04%	110.52	80.51	20.58
2016	4.78%	4.71%	1.00%	10.48%	18.19%	5.46%	119.02	76.52	26.39
2015H1	4.37%	4.35%	1.71%	10.43%	18.01%	5.04%	110.52	80.51	20.58

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 7：公司分季度经营情况

特变电工	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	同比	环比
营业收入	100.59	88.26	100.32	87.10	92.20	84.11	137.77	37.34%	63.80%
毛利率	16.36%	16.97%	19.52%	17.93%	20.42%	21.66%	14.76%	-4.77%	-6.90%
毛利润	16.45	14.98	19.59	15.62	18.83	18.22	20.33	3.80%	11.61%
期间费用率	9.70%	10.30%	13.66%	9.66%	11.67%	13.16%	8.56%	-5.10%	-4.60%
销售费用	4.33	4.14	5.86	3.30	5.09	4.67	6.10	4.14%	30.66%
管理费用	4.05	3.83	6.18	3.88	4.72	5.35	4.94	-20.05%	-7.69%
财务费用	1.38	1.11	1.67	1.23	0.95	1.05	0.76	-54.43%	-27.66%
期间费用	9.76	9.09	13.70	8.41	10.76	11.07	11.80	-13.90%	6.59%
资产减值损失	0.18	0.57	3.40	0.02	-0.44	0.77	1.88	-44.83%	143.50%
营业利润	6.09	5.13	2.00	6.70	8.31	6.26	5.15	157.62%	-17.74%
营业外收入	1.13	1.09	2.37	0.55	1.02	1.09	1.22	-48.61%	11.72%
利润总额	7.07	6.07	4.10	7.21	9.26	7.23	6.21	51.56%	-14.10%
所得税	1.15	0.77	0.94	0.81	1.64	0.78	1.61	70.98%	107.33%
归属于母公司净利润	5.61	5.04	2.73	5.54	6.59	5.53	4.24	55.31%	-23.44%
净利率	5.58%	5.71%	2.72%	6.36%	7.15%	6.58%	3.08%	0.36%	-3.50%
存货	90.88	102.35	102.13	113.57	132.69	132.49	114.88	12.48%	-13.30%
股本	32.43	32.43	32.43	32.43	32.43	32.43	32.43		
EPS	0.17	0.16	0.08	0.17	0.20	0.17	0.13	55.31%	-23.44%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 8：公司三大财务预测表

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	36,075	37,452	40,117	44,887	48,441	51,934	货币资金	11,184	15,017	15,817	14,350	14,637	16,506
增长率	23.65%	3.8%	7.1%	11.9%	7.9%	7.2%	应收账款	11,042	12,733	12,288	14,761	15,784	16,481
营业成本	-29,934	-30,706	-32,818	-36,322	-39,103	-41,796	存货	8,641	10,213	11,488	12,738	13,606	14,428
% 销售收入	83.0%	82.0%	81.8%	80.9%	80.7%	80.5%	其他流动资产	4,260	5,682	2,932	3,170	3,323	3,464
毛利	6,140	6,746	7,299	8,565	9,338	10,138	流动资产	35,127	43,645	42,525	45,018	47,349	50,878
% 销售收入	17.0%	18.0%	18.2%	19.1%	19.3%	19.5%	% 总资产	59.2%	62.1%	56.7%	58.5%	59.4%	61.0%
营业税金及附加	-173	-199	-311	-344	-366	-395	长期投资	1,129	1,192	1,952	1,159	1,059	959
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	18,862	20,673	25,145	25,850	26,445	26,931
营业费用	-1,688	-1,784	-1,916	-2,143	-2,289	-2,454	% 总资产	31.8%	29.4%	33.5%	33.6%	33.2%	32.3%
% 销售收入	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%	4.7%	4.7%	无形资产	3,852	3,596	3,793	3,315	3,216	3,120
管理费用	-1,473	-1,810	-1,890	-2,105	-2,267	-2,431	非流动资产	24,165	26,614	32,468	31,903	32,299	32,590
% 销售收入	4.1%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	% 总资产	40.8%	37.9%	43.3%	41.5%	40.6%	39.0%
息税前利润 (EBIT)	2,806	2,954	3,182	3,972	4,416	4,859	资产总计	59,292	70,259	74,993	76,921	79,648	83,468
% 销售收入	7.8%	7.9%	7.9%	8.8%	9.1%	9.4%	短期借款	7,106	9,937	10,776	9,817	7,274	5,399
财务费用	-642	-637	-399	-611	-468	-345	应付账款	20,648	24,036	23,752	25,697	27,479	29,176
% 销售收入	1.8%	1.7%	1.0%	1.4%	1.0%	0.7%	其他流动负债	793	1,526	1,085	1,059	1,093	1,127
资产减值损失	-344	-467	-222	-262	-285	-260	流动负债	28,547	35,499	35,613	36,573	35,845	35,702
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	6,277	7,247	9,677	7,677	7,677	7,677
投资收益	-127	57	80	84	89	90	其他长期负债	2,531	1,982	1,381	1,407	1,407	1,407
% 税前利润	—	2.4%	2.7%	2.4%	2.2%	1.9%	负债	37,354	44,728	46,671	45,657	44,929	44,785
营业利润	1,693	1,907	2,641	3,184	3,751	4,344	普通股股东权益	20,004	21,566	22,993	22,304	25,306	28,752
% 营业收入	4.7%	5.1%	6.6%	7.1%	7.7%	8.4%	少数股东权益	1,473	3,771	4,224	4,612	5,064	5,582
营业外收支	358	462	349	349	356	363	负债股东权益合计	58,831	70,065	73,888	72,573	75,299	79,119
税前利润	2,051	2,369	2,990	3,533	4,107	4,707	比率分析						
% 营业收入	5.7%	6.3%	7.5%	7.9%	8.5%	9.1%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-240	-344	-484	-565	-653	-743	每股指标						
% 税前利润	11.7%	14.5%	16.2%	16.0%	15.9%	15.8%	每股收益 (元)	0.509	0.581	0.675	0.795	0.926	1.062
净利润	1,811	2,025	2,506	2,968	3,454	3,964	每股净资产 (元)	6.174	6.638	7.089	7.712	8.077	9.496
少数股东损益	163	138	316	389	452	518	每股经营现金流 (元)	-0.426	0.633	0.814	0.888	1.559	1.789
归属于母公司的净利润	1,649	1,888	2,190	2,579	3,003	3,446	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.210	0.000	0.000	0.000
% 营业收入	4.6%	5.0%	5.5%	5.7%	6.2%	6.6%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	8.24%	8.75%	9.53%	11.56%	11.87%	11.98%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	2.80%	2.69%	2.96%	3.55%	3.99%	4.36%
净利润	1,811	2,025	2,506	2,968	3,454	3,964	投入资本收益率	10.21%	9.34%	8.91%	11.53%	12.52%	13.65%
少数股东损益	0	0	0	389	452	518	增长率						
非现金支出	1,521	1,699	1,598	1,659	1,744	1,783	营业总收入增长率	23.65%	3.82%	7.12%	11.89%	7.92%	7.21%
非经营收益	908	716	465	328	169	47	EBIT 增长率	40.75%	5.27%	7.74%	24.82%	11.16%	10.04%
营运资金变动	-5,622	-2,383	-1,931	-2,074	-312	10	净利润增长率	24.11%	14.49%	16.04%	17.75%	16.43%	14.76%
经营活动现金净流	-1,382	2,058	2,639	3,270	5,507	6,322	总资产增长率	16.83%	19.10%	5.46%	2.57%	3.54%	4.80%
资本开支	1,628	2,639	4,796	1,376	1,699	1,650	资产管理能力						
投资	-545	-1,181	1,119	693	0	0	应收账款周转天数	69.9	86.7	83.0	83.0	82.0	79.0
其他	10	109	-208	84	89	90	存货周转天数	91.9	117.4	126.5	128.0	127.0	126.0
投资活动现金净流	-2,163	-3,711	-3,884	-599	-1,611	-1,559	应付账款周转天数	93.7	97.1	101.1	100.0	99.0	98.0
股权筹资	4,007	2,312	747	0	0	0	固定资产周转天数	176.1	172.5	167.3	155.9	142.0	129.8
债权筹资	1,610	3,492	2,495	-2,958	-2,544	-1,875	偿债能力						
其他	-1,371	-1,587	-1,236	-792	-613	-501	净负债/股东权益	18.15%	11.32%	17.03%	11.68%	1.03%	-9.99%
筹资活动现金净流	4,246	4,217	2,006	-3,750	-3,157	-2,376	EBIT 利息保障倍数	4.4	4.6	8.0	6.5	9.4	14.1
现金净流量	701	2,564	761	-1,079	739	2,387	资产负债率	63.49%	63.84%	63.16%	62.91%	59.67%	56.60%

资料来源：Wind，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>