

特变电工（600089）点评报告

一季报符合预期，静待一带一路大会 买入（维持）

2017 年 4 月 26 日

投资要点：

■ 一季度营收 81.68 亿元，同比减少 6.23%，归母净利润 6.14 亿元，同比增长 10.92%，扣非利润增长 15.6%，另有资产减值损失 7500 万，16 年同期仅有 200 万，对利润增速有较大影响，整体符合市场预期。公司发布 2017 年一季度报告，报告期内公司实现营业收入 81.68 亿元，同比减少 6.23%；实现归属母公司净利润 6.14 亿元，同比增长 10.92%，对应 EPS 为 0.19 元，扣非净利润 5.86 亿元，同比增长 15.59%。公司另有资产减值损失 7500 万，16 年同期仅有 200 万，对利润增速有较大影响，符合市场预期。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。

■ 一季度毛利大幅提升，多晶硅一季度价格超预期，全年看海外工程放量。一季度公司整体毛利从去年的 18.19% 提升至 23.03%，整体来看，新能源板块的多晶硅价格上涨超预期，有力的提振了毛利率，中长期看公司多晶硅是扩产+降价的发展路径，同时光伏板块 EPC 全球第一，16 年的 BO 项目也开始贡献利润，提供稳定的现金流。电力设备方面国内保持平稳，海外项目 16 年下半年和 17 年一季度处于集中开工期，还没确认收入，导致去年下半年到一季度营收有回落，但 16 年底海外订单增速超 50%，预计海外工程上全年会有比较明显的营收和利润增长。

■ 三大费用率 10.78%，同比略有提升 0.3 个百分点，应收款比年初增加 27.81 亿，存货比年初减少 10.84 亿，预收款比年初增加 0.84 亿。2017 年一季度公司销售费用为 3.34 亿元，同比增长 1.37%，销售费用率 4.09%，去年同期为 3.78%；发生管理费用为 3.76 亿，同比降低 3.19%，管理费用率 4.60%，去年同期为 4.46%；财务费用 1.71 亿，同比增加 38.18%，财务费用率 2.09%，去年同期为 1.42%。一季度公司应收账款 110.31 亿元，与年初 82.5 亿下降 27.81 亿；存货 104.04 亿元，较年初 114.88 亿减少 10.84 亿；预收账款 48.19 亿较年初 47.35 亿增长 0.84 亿。现金流量方面，经营活动产生的现金流量净额本期金额为净流出 13.78 亿元，去年同期为净流出 26.92 亿元。

■ 盈利预测与估值：我们预计公司 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%，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。

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）	10.98
一年最低/最高价	12.44/8.97
市净率（倍）	1.5329
流通市值（百万元）	35131.88

基础数据

每股净资产（元）	8.08
资本负债率（%）	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. 业绩略超预期，海外订单增长 50% 20170417
2. 海外订单拉动业绩 一带一路龙头迎来价值重估 20170212
3. 三季报符合预期，海外工程和能板块是未来看点 20161030

图表 1：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%	应收款项	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	应付款项	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
营业利润率	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						
利润率	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						
所得税率	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	8.496
少数股东损益	163	138	316	389	452	518	每股经营现金净流（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
净利率	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%
净利润	1,811	2,025	2,506	2,968	3,454	3,964	总资产收益率	2.80%	2.69%	2.96%	3.55%	3.99%	4.36%
少数股东损益	0	0	0	389	452	518	投入资本收益率	10.21%	9.34%	8.91%	11.53%	12.52%	13.65%
非现金支出	1,521	1,699	1,598	1,659	1,744	1,783	增长率						
非经营收益	908	716	465	328	169	47	营业总收入增长率	23.65%	3.82%	7.12%	11.89%	7.92%	7.21%
营运资金变动	-5,622	-2,383	-1,931	-2,074	-312	10	EBIT增长率	40.75%	5.27%	7.74%	24.82%	11.16%	10.04%
经营活动现金净流	-1,382	2,058	2,639	3,270	5,507	6,322	净利润增长率	24.11%	14.49%	16.04%	17.75%	16.43%	14.76%
资本开支	1,628	2,639	4,796	1,376	1,699	1,650	总资产增长率	16.83%	19.10%	5.46%	2.57%	3.54%	4.80%
投资	-545	-1,181	1,119	693	0	0	资产管理能力						
其他	10	109	-208	84	89	90	应收账款周转天数	69.9	86.7	83.0	83.0	82.0	79.0
投资活动现金净流	-2,163	-3,711	-3,884	-599	-1,611	-1,559	存货周转天数	91.9	117.4	126.5	128.0	127.0	126.0
股权募资	4,007	2,312	747	0	0	0	应付账款周转天数	93.7	97.1	101.1	100.0	99.0	98.0
债权募资	1,610	3,492	2,495	-2,958	-2,544	-1,875	固定资产周转天数	176.1	172.5	167.3	155.9	142.0	129.8
其他	-1,371	-1,587	-1,236	-792	-613	-501	偿债能力						
筹资活动现金净流	4,246	4,217	2,006	-3,750	-3,157	-2,376	净负债/股东权益	18.15%	11.32%	17.03%	11.68%	1.03%	-9.99%
现金净流量	701	2,564	761	-1,079	739	2,387	EBIT利息保障倍数	4.4	4.6	8.0	6.5	9.4	14.1
							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>