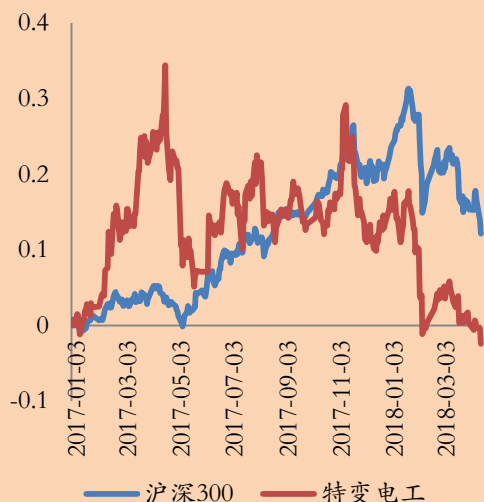




特变电工 (600089)

投资评级: 增持

报告日期: 2018-4-18



吴海滨

0551-65161836

wllvswbh@163.com

S0010512090001

联系人

徐程晨

0551-65161836

xucc1990@126.com

业绩不及预期 待输变电成套工程和新能源产业收入释放

公司 2017 年实现营业收入 3828120.17 万元, 同比下降 4.58%; 实现归属于上市公司股东的净利润 219576.23 万元, 同比增长 0.25%。

□ 受输变电成套工程业务影响 业绩不及预期

公司 2017 年业绩不达预期, 主要因为输变电成套工程业绩不及预期。具体到各项业务, 变压器营收小幅增长 5.53%, 毛利率增加 0.74pct; 电线电缆营收同比增长 18.83%, 但受原材料价格影响毛利率下降 9.14pct; 新能源产业及配套工程, 从子公司新特能源的年报来看, 受益于多晶硅产线升级放量产能由 1.5 万吨提高到 3 万吨以及光伏抢装潮, 多晶硅板块营收增长 36.17% 达到 34.62 亿元, EPC、BT 业务确认收入的装机容量较去年有所增加, 但由于风电、光伏标杆电价下调导致工程收入反而下降, 正负相抵使得营收增长仅有 2.30%, 多晶硅价格上涨拉动毛利率增加 3.65pct; 输变电成套工程由于已签订单开工较少下降了 2.57%, 但毛利率得益于工程管理的加强提高了 11.14pct; 公司大幅缩减贸易业务规模使得营收下降 72.47%; 电费得益于弃光弃风率下降以及昌吉 2*350MW 热电联产项目投运营收同比增长 82.41%, 毛利率增加 10.85pct; 煤炭受益于产业结构调整同比增长 61.46%, 同时计提的专项储备增加毛利率下降 8.53pct。综合来看, 占比较大的变压器、新能源产业、输变电成套工程增长乏力导致去年营收增长减弱, 但毛利率提高 3.25pct; 人民币升值导致汇兑损失引起期间费用提高 2.1pct。报告期内子公司衡阳变压器收购南京电研, 强化公司二次设备领域的研发和生产能力, 根据业绩承诺 2018 年至少要贡献 2500 万元。经营性现金流随着应收账款增加净额下降 32.25%, 当前暂由配股和发行票据弥补现金流上的不足。

□ 拿单能力强 项目待开发释放业绩

公司去年输变电国内签约 210 亿元, 较 2016 年有所下降, 但仍保持行业前三; 加大国际市场开拓力度, 在乌兹别克斯坦、巴基斯坦、埃及、几内亚、乌干达等国家取得新突破, 截至 2017 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 60 亿美元, 较去年同期增长 20%。说明公司拿单能力强。公司去年通过配股募集资金 34.47 亿元部分补充国际成套系统集成业务营运资金, 保障未来成套系统集成项目的顺利实施。

□ 风电建设重振旗鼓 光伏再接再厉 新能源业务业绩增长可期

红六省的划出使得风电开发建设暂停, 随着 2017 年弃风率的下降, 今年 3 月内蒙古、黑龙江、宁夏三省风电投资解禁, 预计将为今年风电建设带来业绩拐点。公司相继获得了内蒙古锡盟 500MW 和正镶白旗 575MW、河北武强 200MW 等风电项目, 使得在手已核准风电总装机量达到 2340MW, 是去年同期的 18 倍。风电项目建设重振旗鼓, 同时光伏产业在分布式光伏、光伏扶贫、领跑者计划的推动下也将保



持高速增长，这些都为公司新能源业务增长提供保障。公司计划建设 3.6 万吨多晶硅项目，第一年将投产 80%。鉴于目前公司多晶硅产线处于超负荷运作，扩产将进一步提高新能源业绩。

投资建议

根据公司业绩快报，调整 2018/19/20 归母净利润为 23.44/26.74/29.43 亿元，EPS 为 0.63/0.72/0.79 元，给予“增持”评级。

风险提示

输变电成套工程项目实施进度不达预期；多晶硅价格波动

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	38281	40287	45081	47471
收入同比(%)	-5%	5%	12%	5%
归属母公司净利润	2196	2344	2674	2943
净利润同比(%)	0%	7%	14%	10%
毛利率(%)	21.4%	20.5%	20.7%	20.8%
ROE(%)	7.8%	7.7%	8.3%	8.6%
每股收益(元)	0.59	0.63	0.72	0.79
P/E	14.67	13.75	12.06	10.96
P/B	1.10	1.09	1.01	0.94
EV/EBITDA	8	7	5	4

资料来源：华安证券研究所

财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	47,148	53,223	60,491	66,993	营业收入	38,281	40,287	45,081	47,471
现金	16,662	24,205	29,048	33,304	营业成本	30,074	32,044	35,740	37,587
应收账款	12,284	10,693	12,140	13,539	营业税金及附加	409	371	449	455
其他应收款	829	757	847	937	销售费用	1,978	2,003	2,285	2,383
预付账款	2,697	2,634	2,508	2,617	管理费用	2,036	2,020	2,329	2,417
存货	10,980	11,224	12,718	13,421	财务费用	829	687	671	596
其他流动资产	3,697	3,710	3,230	3,174	资产减值损失	353	273	254	279
非流动资产	36,450	34,936	33,271	31,507	公允价值变动收益	76	(0)	0	0
长期投资	1,334	1,401	1,471	1,545	投资净收益	80	80	80	80
固定资产	22,409	20,990	19,570	18,151	营业利润	2,944	2,968	3,432	3,834
无形资产	3,276	3,058	2,854	2,664	营业外收入	159	166	183	192
其他非流动资产	9,431	9,488	9,375	9,147	营业外支出	43	0	0	0
资产总计	83,598	88,159	93,762	98,500	利润总额	3,060	3,134	3,615	4,026
流动负债	35,838	36,313	38,858	40,322	所得税	418	470	542	604
短期借款	6,753	6,624	6,469	6,291	净利润	2,642	2,664	3,073	3,422
应付账款	10,532	9,855	11,209	12,170	少数股东损益	446	320	400	479
其他流动负债	18,553	19,834	21,180	21,861	归属母公司净利润	2,196	2,344	2,674	2,943
非流动负债	13,740	17,259	17,779	18,219	EBITDA	5,051	5,293	5,727	6,040
长期借款	11,705	14,705	14,705	14,705	EPS (元)	0.59	0.63	0.72	0.79
其他非流动负	2,035	2,554	3,074	3,514					
负债合计	49,578	53,572	56,637	58,541					
少数股东权益	4,612	4,931	5,331	5,810					
股本	3,719	3,719	3,719	3,719					
资本公积	11,131	11,105	11,105	11,105					
留存收益	12,956	14,832	16,971	19,325					
归属母公司股东权	29,408	29,656	31,794	34,149					
负债和股东权益	83,598	88,159	93,762	98,500					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
经营活动现金流	1,788	6,260	6,517	6,320	成长能力				
净利润	2,642	2,344	2,674	2,943	营业收入	-4.58%	5.24%	11.90%	5.30%
折旧摊销	1,499	1,638	1,623	1,609	营业利润	11.47%	0.79%	15.65%	11.69%
财务费用	952	687	671	596	归属于母公司净利润	0.25%	6.77%	14.04%	10.08%
投资损失	(80)	(80)	(80)	(80)	获利能力				
营运资金变动	(4,916)	1,077	976	493	毛利率(%)	21.44%	20.46%	20.72%	20.82%
其他经营现金	1,691	593	654	758	净利率(%)	5.74%	5.82%	5.93%	6.20%
投资活动现金流	(3,673)	39	10	6	ROE(%)	7.77%	7.70%	8.28%	8.56%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	11.73%	9.19%	11.20%	13.04%
长期投资	(112)	(67)	(70)	(74)	偿债能力				
其他投资现金	(3,562)	106	80	80	资产负债率(%)	59.31%	60.77%	60.40%	59.43%
筹资活动现金流	2,773	3,087	(1,435)	(1,780)	净负债比率(%)	30.75%	11.83%	-2.77%	-4.98%
短期借款	1,376	(129)	(155)	(178)	流动比率	1.32	1.47	1.56	1.66
长期借款	2,028	3,000	0	0	速动比率	1.01	1.16	1.23	1.33
普通股增加	475	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	2,907	(26)	0	0	总资产周转率	0.48	0.47	0.50	0.49
其他筹资现金	(4,013)	242	(1,280)	(1,602)	应收账款周转率	3.89	3.77	4.25	3.97
现金净增加额	888	9,386	5,092	4,546	应付账款周转率	3.86	3.95	4.28	4.06

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.63	0.72	0.79	P/E	14.7	13.8	12.1	11.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	1.69	1.75	1.70	P/B	1.1	1.1	1.0	0.9
每股净资产(最新摊薄)	7.92	7.98	8.56	9.19	EV/EBITDA	8.47	6.63	5.34	4.38

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。