

特变电工 (600089)

市净率历史底部，风光板块储备丰富 买入（维持）

2018 年 4 月 20 日

首席证券分析师 曾朵红

执业证书编号 S0600516080001
021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 汪林森

执业证号：S0600517080001
010-66573527

wangls@dwzq.com.cn

研究助理 张月

021-60199586

zhangyue@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	38,281	41,031	45,017	49,230
同比（%）	-4.6%	7.2%	9.7%	9.4%
净利润（百万元）	2196	2583	3115	3748
同比（%）	0.2%	17.7%	20.6%	20.3%
毛利率（%）	21.4%	21.8%	22.4%	23.1%
ROE（%）	7.5%	8.6%	10.0%	11.6%
每股收益（元）	0.59	0.70	0.84	1.01
P/E	13.79	11.70	9.71	8.07
P/B	1.03	1.00	0.97	0.94

投资要点

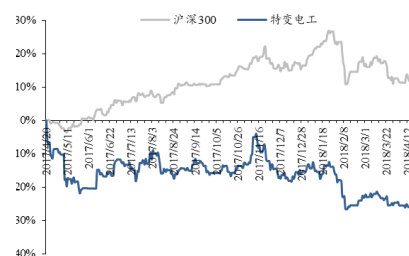
■ 公司发布 2017 年年报，报告期内公司实现营业收入 382.81 亿元，同比下降 4.58%；实现归属母公司净利润 21.96 亿元，同比增长 0.25%。对应 EPS 为 0.59 元。其中第 4 季度，实现营业收入 101.55 亿元，同比下降 26.29%，环比增长 0.55%；实现归属母公司净利润 3.4 亿元，同比下降 19.77%，环比下降 31.10%。4 季度对应 EPS 为 0.09 元。三大业务发展整体平稳：输配电业务国内毛利率下降拖累利润，海外成套业务毛利率大幅改善；新能源业务是亮点，储备项目支撑未来利润释放；能源业务初具规模，利润增速明显。2018 年公司力争实现营业收入 400 亿元（合并报表），营业成本（合并报表）控制在 340 亿元以内。

■ 电力装备业务国内原材料带来压力，海外 17 年底待确认订单 60 亿美金。变压器业务营收 102 亿，同比增长 5.53%，毛利率 25.75%，增加 0.74 个百分点，公司变压器产品实现产量 2.38 亿 kVA；电缆业务营收 64.47 亿，同比增长 18.8%，毛利率 5.2%同比减少 9.17 个百分点；2017 年输变电国内市场签约 210 亿元人民币，电网集中招标中标率排名行业前三；公司输变电成套业务营收 50.3 亿，同比下滑 2.57%，毛利率大涨 11.14 个百分点至 32.73%，公司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，16 年底这一数字是 50 亿美金，15 年底是 33 亿美金。

● 国内业务主要是电缆业务毛利率大幅下滑，受上游涨价影响，电缆板块直接变成负贡献，其中鲁能泰山电缆子公司净利润-1.42 亿；变压器业务三大公司合计利润 6 个亿，同比 16 年的 5.2 个亿还略有提升，主要系特高压优质订单集中落地提升了毛利率。

● 海外情况：输变电成套海外业务营收基本持平，毛利率大涨，主要是公司海外业务加强了工程管理所导致，同时公司的海外板块中还包含了一定的新能源成套业务。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	8.14
一年最低/最高价	8.13/11.75
市净率（倍）	1.03
流通 A 股市值（百万元）	30234.51

基础数据

每股净资产	7.50
资本负债率（%）	59.31
总股本（百万）	3,714.50
流通 A 股（百万）	3,714.31

相关研究

1. 光伏上半年超预期，海外业务下半年释放 2017-9-2
2. 海外订单拉动业绩 一带一路龙头迎来价值重估 2017-02-13

图表 1：公司整体经营情况

2017年收入382.81亿元，同比下降4.58%；盈利21.96亿元，同比增长0.25%								
特变电工	2017Q1-4	2016Q1-4	同比	2017Q4	2016Q4	同比	2017Q3	环比
营业收入	382.81	401.17	-4.58%	101.55	137.77	-26.29%	101.00	0.55%
毛利率	21.44%	18.19%	3.24%	19.22%	14.76%	4.46%	20.30%	-1.08%
营业利润	29.44	26.41	11.47%	2.81	5.15	-97.61%	7.50	-62.61%
归属母公司净利润	21.96	21.90	0.25%	3.40	4.24	-19.77%	4.93	-31.10%
净利率	5.74%	5.46%	0.28%	3.35%	3.08%	0.27%	4.89%	-1.54%
股本	37.19	37.19	-	37.19	37.19	-	37.19	-
EPS	0.59	0.59	0.25%	0.09	0.11	-19.77%	0.13	-31.10%

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2：公司业务板块和对应子公司

主营产品	2014年营收	2015年营收	2016年营收	2017年营收	子公司名称	持股比例	2014	2015	2016	2017	
新能源产业 (含境外工程7-8个亿)	71.6	88.5	102.13	104.48	新特能源股份有限公司	60.24	营收	25.15	95(多晶硅21.37)	120.00	116.08
					新特能源整合光伏板块2015年港股上市		净利润	4.47	6.19(多晶硅3.54亿)	8.05	10.74
					特变电工新疆新能源股份有限公司	85.78	营收	52.07	68.65	92.75	79.98
					15年业绩已被包含在新特能源中		净利润	1.6	2.65	3.19	1.04
变压器	101.4	96.2	96.7	102.05	特变电工衡阳变压器有限公司	100	营收	48.2	57.02	53.79	50.39
							净利润	2.87	3.25	3.32	3.43
					特变电工沈阳变压器集团有限公司	100	营收	71.71	56.93	66.4	58.86
							净利润	2.54	0.21	1.89	2.54
电线电缆					天津市特变电工变压器有限公司	55	营收	8.73	5.46	6.6	8.21
							净利润	0.29	-0.04	-0.03	0.11
	58.3	51.7	54.26	64.47	特变电工山东鲁能泰山电缆有限公司	88.99	营收	28.31	24.42	28.36	35.64
							净利润	-1.12	-0.2	0.16	-1.42
煤炭+电费					特变电工(德阳)电缆股份有限公司	57.33	营收	22.89	23.66	24.56	24.74
							净利润	0.28	0.15	0.36	0.067
	13.1	15.2	17.59	29.22	新疆天池能源有限责任公司	85.78	营收	18.07	14.98	14.15	23.3
							净利润	0.74	0.67	0.98	1.73
输变电成套工程	34.88	59.57	51.6	50.27	母公司(包含输变电成套)		营收	83.3	104.1	86.11	86.31
						净利润	8.46	10.47	11.89	9.72	
贸易	68.88	49.95	67.8	18.66							
其他	12.52	13.4	11.1	13.65							

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

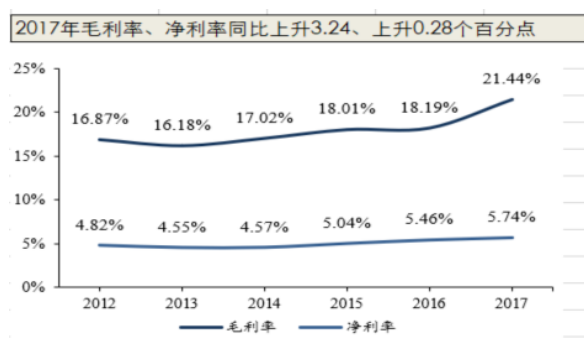
■ 新能源板块多晶硅和运营业务是增长点，EPC 略有下滑。新能源业务实现营收 104 亿，同比增长 2.3%，毛利率 23.4%，整体由于多晶硅和运营业务占比提升，毛利率增加 3.65 个百分点。

- **多晶硅业务：**营收 34.62 亿，同比 16 年的 25.43 亿增长 36%。多晶硅生产拥有 2×350MW 自备电厂，电力成本较低，具有较强的规模及成本优势。公司多晶硅产品通过产能挖潜，产量达到 2.94 万吨，多晶硅实现毛利 14.1 亿元，较上年同期增加 63.2%。投资 40.65 万元，资本金占总投资的约 30%，即 12 亿元，新特能源占比项目公司股权比例 70%，扩建 3.6 万吨多晶硅项目，完成后公司多晶硅总产能达到 6.6 万吨/年。新产能按照 9 万元/吨的售价测算毛利在 10 亿元，单吨全成本在 5 万元以下。
- **新能源电站运营：**实现营收 3.1 亿，同比 16 年的 1.28 亿增长 141%。截止 17 年底，已建成运营项目 620MW，在建 100MW；年度量 5.84 亿度，上网电量 5.66 亿度。
- **EPC 业务：**实现营收 68.6 亿，同比 16 年的 84.3 亿下滑 18.6%。新能源公司确认销售收入的光伏、风能电站 EPC、PC、BT(BT 共计 309MW)等项目装机 1.53GW，报告期已完工未转让及在建 BT 项目 556.5MW；报告期公司确认收入的光伏装机 1,441.58MW，风电装机 87.62MW。截止 17 年底，在手已核准装机光伏 386MW+风电 2341MW(内蒙古高压外送 975MW)，属于 BT 项目按照 6 元的单价，营收在 160 亿，潜在净利润体量在 8-10 个亿。

■ 能源板块增幅较大，公司第三个增长极规模逐步提升。

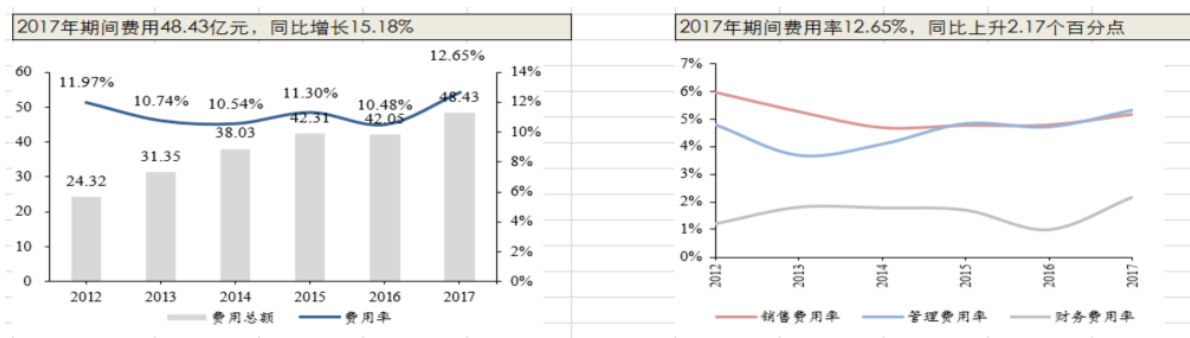
- **电费业务**营收大涨 82.41%至 7.18 亿，毛利率增加 10.85 个百分点至 37.72%，主要系公司新能源自营电站并网发电量增加、昌吉 2×350MW 热电联产项目建成投运所致。
- **煤炭业务**营收大涨 61.5%至 22.04 亿，毛利率减少 8.53 个百分点至 23.27%，主要系国家煤炭产业结构调整，按照相关政策关停小煤矿，公司积极开拓煤炭市场所致；毛利率较上年同期减少 8.53 个百分点，主要系天池能源公司根据生产情况计提的专项储备增加导致分摊至煤炭产品的成本增加所致。新疆天池能源有限责任公司投资将军戈壁二号露天煤矿 1000 万吨/年项目和将二矿铁路专用线项目，投资金额分别为 15.8 亿元和 4.9 亿元，上述两个项目的资本金（两个项目累计金额 62,400 万元）由公司 & 新疆众和股份有限公司以货币资金按现有持股比例同比例向天池能源增资扩股。天池能源增资扩股完成后，公司持有天池能源 143,292.06 万元股权，占天池能源 85.78% 股权。

图表 3：公司毛利率和净利率



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 4：公司费用率

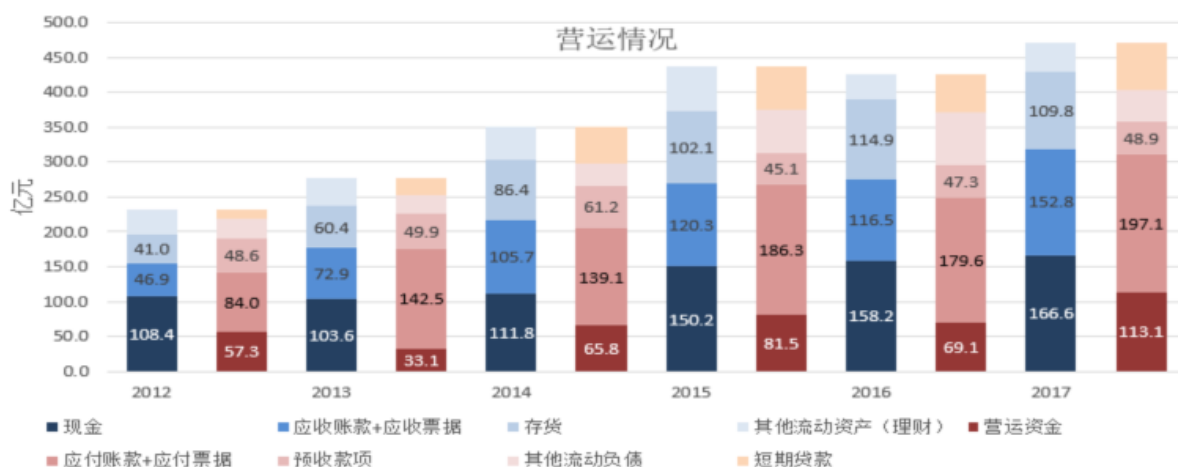


数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

■ 费用率增长抵消毛利率增长，汇兑损益影响财务费用，营运情况整体良好。公司 2017 年期间费用同比增长 15.18%至 48.43 亿元，期间费用率上升 2.17 个百分点至 12.65%。其中，销售、管理、财务费用分别同比上升 3.22%、上升 7.76%、上升 107.69%至 19.78 亿元、20.36 亿元、8.29 亿元；费用率分别上升 0.39、上升 0.61、上升 1.17 个百分点至 5.17%、5.32%、2.17%。2017 年经营活动现金流量净流入 17.88 亿元，同比下降 32.25%；销售商品取得现金 432.78 亿元，同比增长 4.76%。期末预收款项 48.91 亿元，同比增长 3.30%。期末应收账款 114.54 亿元，

较期初增长 32.04 亿元，应收账款周转天数上升 16.13 天至 92.65 天。期末存货 109.8 亿元，较期初下降 5.08 亿元；存货周转天数上升 15.45 天至 134.47 天。营运情况整体看现金在增加，营运资金在大幅提升。

图表 5：公司营运情况



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

■ 17 年公司通过配股融资后，18 年仍将通过债券融资 60 个亿，未来三年将提升分红比例。

- 17 年 6 月的配股，本次配股配售比例为每 10 股配 1.56269 股，本次配售增加的股份总数为 480,765,103 股，配股价格为 7.17 元/股，不超过 36.29 亿元（含发行费用），扣除发行费用后的净额将全部用于补充公司国际成套系统集成业务营运资金及偿还银行贷款和中期票据，截至 2017 年 12 月 31 日，公司使用募集资金补充公司国际成套系统集成业务营运资金 40,618.16 万元，偿还银行贷款和中期票据 149,700 万元，累计使用募集资金 190,318.16 万元；
- 2018 年 3 月 23 日，经中国证监会核准，本次债券发行规模不超过 30 亿元（含 30 亿元）。以每 3 个计息年度为一个周期，在每 3 个计息年度末附发行人续期选择权，最终确定本期债券票面利率为 6.30%。本公司主体信用等级为 AAA，本期公司债券信用等级为 AAA。
- 2018 年 4 月 13 日收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准特变电工股份有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》，批复一带一路专项投资债，募集资金不超过 30 亿元。
- 2018 年 4 月 13 日，公司召开了公司八届十一次董事会会议，会议审议通过了《特变电工股份有限公司股东未来分红回报规划（2018 年-2020 年）》：公司目前的发展阶段属于成熟期，当公司下一年度无重大资金支出安排，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%；当公司下一年度有重大资金支出安排，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%。

■ **盈利预测与估值：**目前公司 PB1.03 倍已经处于历史底部，目前还是具备相当足够的安全边际，我们预计公司会逐步回归至 1.3 倍 PB 的均值中区。我们预计 18-20 年归母净利润为 25.83/31.15/37.48 亿，分别同增 17.7/20.6/20.3%，对应 EPS 分别为 0.70/0.84/1.01 元，考虑到特变未来多晶硅和风光 BT 项目储备丰富，海外一带一路的订单仍然在增长，给予 2018 年 16 倍 PE，目标价格 11 元，目标市值 413 亿元，维持买入评级。

■ **风险提示：**宏观经济增速下滑、电动车行业发展低于预期、汇率波动。

三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	47147.8	49890.0	53562.7	57368.9	营业收入	38281.2	41030.7	45017.2	49229.6
现金	16661.6	17494.7	18369.4	19287.9	营业成本	30074.3	32105.8	34954.8	37846.1
应收款项	16109.5	16921.3	18194.0	19498.6	营业税金及附加	408.9	328.2	340.3	374.1
存货	10979.8	11838.7	13018.1	14235.9	营业费用	1977.6	2051.5	2205.8	2364.0
其他	3396.8	3635.3	3981.1	4346.5	管理费用	2164.5	2160.7	2270.0	2373.8
非流动资产	36450.0	39471.9	41463.7	42887.0	财务费用	829.2	677.0	809.7	896.8
长期股权投资	1334.4	1440.5	1541.3	1637.0	投资净收益	80.0	84.0	88.2	92.6
固定资产	28189.4	31214.4	33214.6	34651.4	其他	37.7	-162.5	-157.0	-151.7
无形资产	3276.0	3166.8	3057.6	2948.4	营业利润	2944.4	3628.9	4367.7	5315.7
其他	3650.2	3650.2	3650.2	3650.2	营业外净收支	115.7	121.5	133.7	147.0
资产总计	83597.8	89361.9	95026.4	100255.9	利润总额	3060.2	3750.5	4501.4	5462.7
流动负债	35838.1	40941.1	45702.6	49720.5	所得税费用	418.1	599.9	702.2	835.8
短期借款	9576.6	13222.2	15838.4	17712.4	少数股东损益	446.3	567.1	683.9	879.1
应付账款	19707.3	20617.7	21998.4	23341.6	归属母公司净利润	2195.8	2583.5	3115.3	3747.8
其他	6554.1	7101.1	7865.8	8666.5	EBIT	3784.2	4493.6	5355.4	6380.8
非流动负债	13739.9	13500.1	13272.4	13056.0	EBITDA	5247.9	5873.6	6985.4	8232.6
长期借款	11705.3	11705.3	11705.3	11705.3					
其他	2034.6	1794.9	1567.1	1350.7					
负债总计	49578.0	54441.2	58975.0	62776.5	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	4611.6	4767.0	4954.4	5195.3	每股收益(元)	0.59	0.70	0.84	1.01
归属母公司股东权益	29408.2	30153.7	31097.0	32284.1	每股净资产(元)	7.91	8.12	8.37	8.69
负债和股东权益总计	83597.8	89361.9	95026.4	100255.9	发行在外股份(百万股)	3718.6	3714.5	3714.5	3714.5
					ROIC(%)	6.5%	6.7%	7.5%	8.5%
					ROE(%)	7.5%	8.6%	10.0%	11.6%
现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	21.4%	21.8%	22.4%	23.1%
经营活动现金流	1787.9	3345.7	4318.6	5141.3	EBIT Margin(%)	9.9%	11.0%	11.9%	13.0%
投资活动现金流	-3673.4	-4320.2	-3888.0	-3536.0	销售净利率(%)	5.7%	6.3%	6.9%	7.6%
筹资活动现金流	2773.5	1807.6	444.2	-686.8	资产负债率(%)	59.3%	60.9%	62.1%	62.6%
现金净增加额	626.5	833.1	874.7	918.5	收入增长率(%)	-4.6%	7.2%	9.7%	9.4%
折旧和摊销	1463.7	1380.0	1630.0	1851.8	净利润增长率(%)	0.2%	17.7%	20.6%	20.3%
资本开支	-4234.2	-4214.1	-3787.2	-3440.3	P/E	13.79	11.70	9.71	8.07
营运资本变动	-3366.3	-1044.8	-880.4	-960.1	P/B	1.03	1.00	0.97	0.94
企业自由现金流	-2393.0	-104.1	1482.3	2855.9	EV/EBITDA	15.22	14.42	12.78	11.30

数据来源：Wind 资讯，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>

