



2018 年 08 月 28 日

买入(首次评级)

当前价: 6.77 元
目标价: 7.28 元

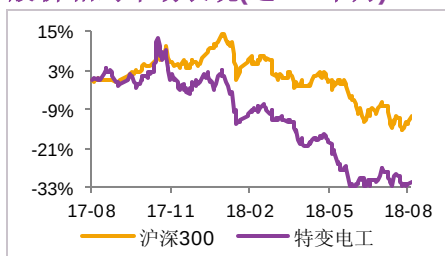
分析师: 韩晨,CFA

执业编号: S0300518070003
电话: 021-51759955
邮箱: hanchen@lxsec.com

分析师: 夏春秋,CFA

执业编号: S0300517050001
电话: 021-51782230
邮箱: xiachunqiu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	38,281	38,886	42,242	46,196
(+/-)	-4.6%	1.6%	8.6%	9.4%
归母净利润	2,009	2,089	2,450	2,985
(+/-)	-8.3%	4.0%	17.3%	21.8%
EPS(元)	0.54	0.56	0.66	0.80
P/E	18.34	12.04	10.26	8.43

资料来源: 联讯证券研究院

《【联讯电新公司深度】特变电工 (600089): 纳入 MSCI, 价值重估正当时》
2017-07-24

特变电工(600089.SH)

【联讯电新中报点评】特变电工 (600089): 新能源板块保持增长, 海外占比持续扩大

投资要点

✧ 事件: 公司发布 2018 年半年报, 上半年公司业绩增长超预期

公司 2018 年上半年实现营业收入 186.06 亿元, 同比增长 3.21%; 归母净利润 14.25 亿元, 同比增长 4.58%; 扣非归母净利润 13.34 亿元, 同比增长 3.45%。加权平均 ROE 4.64%, 同比减少 1.07 个百分点。综合毛利率 21.78%, 同比下降 1.55 个百分点。

✧ 新能源板块保持增长

新能源板块实现收入 49.34 亿元, 同比增加 3.34%, 毛利率 28.8%。公司控股子公司新特能源 (1799.HK) 此前披露 2018 年中期业绩, 实现营业收入 53.84 亿元, 同比增长 4.24%; 归母净利 8.63 亿元人民币, 同比增长 14.97%; 毛利率 28.91%, 同比提升 1.13 个百分点。面对光伏政策调整的影响, 公司加大多晶硅产品工艺优化、技术创新, 不断降低成本, 增强市场竞争力。

✧ 输变电板块营收下滑, 毛利率上升

输变电板块实现收入 21.42 亿元, 毛利率 28.8%, 同比增加 2.49 个百分点。2018 年上半年输变电国内市场签约 103 亿元。主要系公司签订的输变电成套项目新开工较少以及部分已开工项目开工时间较短, 确认收入减少所致; 毛利率较上年同期增加 2.49 个百分点, 主要系公司继续加强工程管理所致。

✧ 新特能源与隆基股份签署多晶硅料大单

本次协议总金额预计 80.24 亿元 (含税), 占公司 2017 年度营收 20.96%。目前新特能源多晶硅产能近 3.5 万吨/年, 位列全国第二、全球第四; 同时持续推进 3.6 万吨扩产计划, 有望于 2019 年中建成投产, 届时总产能将增至 7 万吨左右, 成本与质量优势将进一步扩大。大单签订将支撑公司扩产需求, 促进公司业绩稳定增长, 确保公司顺利度过平价前的阵痛期。

✧ 海外业务持续突破

海外实现收入 30.71 亿元, 同比增长 8.67%。毛利率 29.45%, 同比增加 5.62 个百分点。公司输变电业务具有较强的研发、设计能力, 形成了较为完整的输变电设备体系, 为公司进一步发展国际成套系统集成业务, 实现从产品提供到系统集成解决方案服务的转型升级奠定了坚实的基础。国际成套系统集成业务的发展同时带动了公司输变电产品的出口, 二者形成了较为良好的协同效应。截至 2018 年 6 月末, 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。

✧ 投资建议

预计 2018-2020 年营收分别为 388.86 亿元、422.42 亿元和 461.96 亿元;



归母净利润分别为 20.89 亿元、24.50 亿元和 29.85 亿元，EPS 分别为 0.56 元、0.66 元和 0.80 元，对应 PE 为 12.04X、10.26X 和 8.43X，给予目标价 7.28 元，对应 2018 年动态市盈率 13X，维持“买入”评级。

✧ 风险提示

标杆电价下调风险，原材料价格波动风险，行业政策变化风险



图表1: 特变电工 PE-Band



资料来源: wind, 联讯证券

图表2: 特变电工 PB-Band



资料来源: wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	47,148	48,091	49,053	50,034	经营活动现金流	1,788	3,542	2,657	2,863
货币资金	16,662	19,954	22,309	24,969	净利润	2,455	2,535	2,896	3,431
应收账款	11,454	11,798	12,270	12,761	折旧摊销	1,499	1,514	1,529	1,545
其它应收款	829	854	888	924	财务费用	829	894	1,056	1,155
预付账款	2,697	2,778	2,889	3,004	投资损失	-80	-84	-88	-89
存货	10,980	11,309	11,762	12,232	营运资金变动	4,397	-132	-515	-555
其他	4,526	1,398	-1,065	-3,856	其它	-7,313	-1,185	-2,222	-2,624
非流动资产	36,450	39,001	41,732	44,653	投资活动现金流	-3,673	-2,813	-1,583	-1,741
长期股权投资	1,334	1,468	1,615	1,776	资本支出	3,845	4,422	5,085	5,848
固定资产	22,409	23,529	24,706	25,941	长期投资	1,334	1,468	1,615	1,776
无形资产	3,276	3,309	3,342	3,375	其他	-8,853	-8,703	-8,283	-9,365
其他	9,431	10,696	12,069	13,560	筹资活动现金流	2,773	2,563	1,282	1,538
资产总计	83,598	87,092	90,784	94,686	短期借款	6,753	6,956	7,234	7,523
流动负债	35,838	36,913	38,390	39,925	长期借款	11,705	14,046	16,856	20,227
短期借款	6,753	6,956	7,234	7,523	其他	-15,685	-18,439	-22,808	-26,212
应付账款	10,532	10,848	11,282	11,733	现金净增加额	888	3,292	2,356	2,660
其他	18,553	19,110	19,874	20,669					
非流动负债	13,740	13,877	14,016	14,156	主要财务比率	2017A	2018E	2019E	2020E
长期借款	11,705	14,046	16,856	20,227	成长能力				
其他	2,035	-169	-2,840	-6,071	营业收入	-4.58%	1.58%	8.63%	9.36%
负债合计	49,578	50,791	52,406	54,082	营业利润	4.41%	8.60%	13.47%	17.23%
少数股东权益	4,612	4,658	4,704	4,751	归属母公司净利润	-8.27%	3.96%	17.29%	21.82%
归属母公司股东权益	29,408	31,644	33,674	35,853	获利能力				
负债和股东权益	83,598	87,092	90,784	94,686	毛利率	21.44%	21.91%	22.87%	23.37%
					净利率	5.25%	5.37%	5.80%	6.46%
利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE	7.99%	7.21%	7.76%	8.69%
营业收入	38,281	38,886	42,242	46,196					
营业成本	30,074	30,366	32,580	35,401	偿债能力				
营业税金及附加	409	429	451	473	资产负债率	59.31%	58.32%	57.73%	57.12%
销售费用	1,978	1,944	2,239	2,448	流动比率	1.32	1.30	1.28	1.25
管理费用	2,036	2,061	2,323	2,541	速动比率	1.01	1.00	0.97	0.95
财务费用	829	894	1,056	1,155					
资产减值损失	353	357	361	364	营运能力				
公允价值变动收益	76	77	78	79	总资产周转率	0.48	0.46	0.47	0.50
投资净收益	80	84	88	93	应收账款周转率	3.89	3.34	3.51	3.69
营业利润	2,758	2,995	3,399	3,984	应付账款周转率	3.03	2.84	2.94	3.08
营业外收入	159	166	175	184	每股指标(元)				
营业外支出	43	43	44	44	每股收益	0.54	0.56	0.66	0.80
利润总额	2,874	3,118	3,530	4,124	每股经营现金	0.48	0.95	0.72	0.77
所得税	418	583	634	693	每股净资产	9.15	9.77	10.33	10.93
净利润	2,455	2,535	2,896	3,431	估值比率				
少数股东损益	446	446	446	446	P/E	18.34	12.04	10.26	8.43
归属母公司净利润	2,009	2,089	2,450	2,985	P/B	1.08	0.69	0.66	0.62
EBITDA	5,003	4,509	4,928	5,529	EV/EBITDA	13.94	12.42	11.21	9.81

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

韩晨：2018 年 6 月加入联讯证券，现任电力设备与新能源行业首席分析师，证书编号：S0300518070003。

夏春秋：2016 年 8 月加入联讯证券，现任电力设备与新能源行业分析师，证书编号：S0300517050001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，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。

本报告基于联讯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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯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。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com