

输变电、多晶硅拖累业绩，19 年将稳中有进 买入（维持）

2019 年 04 月 15 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 曹越

执业证号：S0600519020001
021-60199793

caoy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	39,656	42,994	47,429	57,222
同比（%）	3.6%	8.4%	10.3%	20.6%
归母净利润（百万元）	2048	2136	2633	3213
同比（%）	-6.7%	4.3%	23.3%	22.0%
每股收益（元/股）	0.55	0.58	0.71	0.87
P/E（倍）	15.47	14.83	12.03	9.86

投资要点

- **业绩下滑 6.73%：**公司发布 2018 年年报，报告期内公司实现营业收入 396.56 亿元，同增 3.59%；实现归母净利润 20.48 亿元，同降 6.73%。对应 EPS 为 0.55 元。其中 2018Q4，实现营业收入 114.32 亿元，同增 12.58%，环增 18.87%；实现归属母公司净利润 1.09 亿元，同降 67.86%，环降 78.74%。2018Q4 对应 EPS 为 0.03 元。
- **多晶硅价格下滑拖累业绩，3.6 万吨新产能 19Q2 将释放：**公司新能源产业及配套工程营收 104.85 亿元，同增 0.35%，毛利率 19.04%，同减 4.35%，主要系多晶硅产品售价大幅下降所致。具体来看：(1)截至 2018 年底，多晶硅产能已提升至 3 万吨，全年产量 3.4 万吨，同增 15.6%；收入 33.52 亿元，同比略有下滑，全年硅料销售均价同降 16.30%，多晶硅毛利率 31%，同降近 10%。在建 3.6 万吨多晶硅项目有望于 2019Q2 投产，产能将达 7 万吨左右，产品品质将全部达到电子 2 级以上，公司多晶硅技术、质量行业领先，拥有 2x350MW 的自备电厂，电力成本较低。(2)确认销售收入的光伏、风能电站 EPC、PC、BT 等项目装机 1.36GW，贡献收入 74.87 亿元，同增 9.1%；报告期已完工未转让及在建 BT 项目 368.45MW；2018 年子公司新特能源贡献利润合计 11.11 亿元（含新能源发电），同增 3.41%。
- **输变电、成套板块下滑：**1) 公司变压器产品实现产量 2.42 亿 kVA，同增 1.68%，实现收入 98.32 亿元，同降 3.65%；毛利率 17.77%，同降 7.98%，主要是变压器价格下降，以及原材料价格上涨所致。2) 公司输变电成套工程营收 43.16 亿元，同降 14.14%，主要系公司签订的输变电成套项目新开工较少，确认收入较少所致；毛利率同增 1.26%。3) 电线电缆收入 68.68 亿元，同增 6.52%，毛利率同增 1.28%。2018 年输变电国内市场签约近 200 亿元；截至 12 月，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。
- **发电、煤炭业务快速增长：**1) 公司电费营业收入 18.51 亿元，同增 157.62%，主要系公司新能源电站发电量增加及昌吉 2x350MW 热电联产项目发电量增加所致，毛利率同增 11.96%。报告期内，公司新增装机容量 230MW，管理装机容量 2149.5 MW。其中，火电煤机约占 65.13%；风电自发电站约占 16.26%；光伏发电自发电站约占 18.61%。利用小时数方面：火电 4882.60 小时，同增 1259.39 小时；风电 1587.95 小时，同减 380.20 小时；光伏 1416.89 小时，同增 498.83 小时。2) 公司煤炭产品营业收入、营业成本同增 50.86%、56.40%，主要系国家煤炭产业结构调整，公司积极开拓市场，煤炭价格上涨及产销量增加所致；毛利率同减 2.82%，主要系本期分摊的采矿权成本增加所致。
- **2019 年力争营业收入 420 亿，营业成本控制在 350 亿以内：**2019 年公司将紧抓国家“一带一路”重大战略、特高压建设加速及配网、农网建设投资加大、能源结构调整等重大市场机遇，积极开拓、挖潜国内外市场。2019 年公司力争实现营业收入 420 亿元，同增 5.9%以上；营业成本控制在 350 亿元以内，同增 9.86%以内。
- **财务费用大幅下降，预收、存货下降：**2018 年期间费用同降 4.16%至 46.41 亿元，期间费用率下降 0.95%至 11.70%。其中，销售、管理+研发、财务费用分别同比上升 0.30%、上升 2.75%、下降 31.77%至 19.84 亿元、20.92 亿元、5.66 亿元；费用率分别下降 0.16、下降 0.26、下降 0.74 个百分点至 5.00%、5.28%、1.43%。财务费用下滑，主要系美元升值汇率波动导致汇兑收益增加冲减财务费用所致。2018 年经营活动现金流量净流入 25.81 亿元，同增 44.34%；销售商品取得现金 447.31 亿元，同增 3.36%。期末预收款项+合同负债 31.55 亿元，同降 35.49%。期末应收账款 112.89 亿元，同降 1.45%，应收账款周转天数上升 10.58 天至 103.23 天。期末存货+合同资产 103.04 亿元，同降 6.15%；存货周转天数下降 14.21 天至 120.26 天。
- **盈利预测：**我们预计公司 2019-2021 年归属母公司净利润 21.36、26.33、32.1 亿元，同比增长 4.3%、23.3%、22.0%，对应 PE 为 14.8、12.0、9.9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济增速下滑，政策调整，汇率波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.53
一年最低/最高价	6.29/9.22
市净率(倍)	0.97
流通 A 股市值(百万元)	31683.09

基础数据

每股净资产(元)	8.80
资产负债率(%)	57.90
总股本(百万股)	3714.50
流通 A 股(百万股)	3714.31

相关研究

1、《市净率历史底部，风光板块储备丰富》2018-04-21

特变电工三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	49868.4	53199.5	57054.8	64831.8	营业收入	39655.5	42994.1	47429.2	57221.9
现金	21591.0	22670.5	23804.0	24994.2	减:营业成本	31857.3	34685.1	37533.9	45105.9
应收账款	13302.5	14134.0	15280.1	18066.3	营业税金及附加	476.5	429.9	426.9	515.0
存货	10304.3	11331.1	12384.4	15031.6	营业费用	1983.6	2020.7	2371.5	2975.5
其他流动资产	4670.6	5063.9	5586.2	6739.6	管理费用	1801.1	2074.4	2511.1	3115.2
非流动资产	42726.2	45965.2	48353.1	50191.2	财务费用	565.8	729.5	855.9	938.3
长期股权投资	1435.5	1531.5	1622.8	1709.5	资产减值损失				
固定资产	0.0	3282.6	5718.8	7609.9	加:投资净收益	-135.1	-141.9	-149.0	-156.4
在建工程					其他收益	-64.5	-34.2	-30.7	-27.3
无形资产	4189.0	4049.3	3909.7	3770.1	营业利润	2771.6	2878.4	3550.2	4388.2
其他非流动资产	37101.7	37101.7	37101.7	37101.7	加:营业外净收支	15.5	16.3	17.9	19.7
资产总计	92594.6	99164.8	105407.8	115023.0	利润总额	2787.1	2894.7	3568.1	4407.9
流动负债	37619.3	44197.6	50398.1	59899.3	减:所得税费用	252.9	289.5	356.8	440.8
短期借款	11024.6	14557.6	17320.3	19152.8	少数股东损益	486.3	468.9	578.0	753.8
应付账款	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	2047.9	2136.3	2633.3	3213.4
其他流动负债	26594.7	29640.0	33077.9	40746.6	EBIT	3815.1	3923.6	4725.5	5649.9
非流动负债	15992.6	15992.6	15992.6	15992.6	EBITDA	5605.2	4151.9	5105.7	6163.4
长期借款	14192.5	14192.5	14192.5	14192.5					
其他非流动负债	1800.1	1800.1	1800.1	1800.1					
负债合计	53611.9	60190.3	66390.8	75892.0	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	6293.5	6284.1	6272.7	6257.7	每股收益(元)	0.55	0.58	0.71	0.87
					每股净资产(元)	8.80	8.80	8.82	8.85
归属母公司股东权益	32689.2	32690.4	32744.4	32873.3	发行在外股份(百万股)	3714.5	3714.5	3714.5	3714.5
负债和股东权益	92594.6	99164.8	105407.8	115023.0	ROIC(%)	5.9%	5.5%	6.3%	7.3%
					ROE(%)	6.3%	6.5%	8.0%	9.8%
					毛利率(%)	19.7%	19.3%	20.9%	21.2%
					销售净利率(%)	5.2%	5.0%	5.6%	5.6%
					资产负债率(%)	57.9%	60.7%	63.0%	66.0%
					收入增长率(%)	3.6%	8.4%	10.3%	20.6%
					净利润增长率(%)	-6.7%	4.3%	23.3%	22.0%
					P/E	15.47	14.83	12.03	9.86
					P/B	0.97	0.97	0.97	0.96
					EV/EBITDA	15.22	22.13	19.21	17.45
现金流量表 (百万元)									
	2018	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	2580.7	3150.7	3888.4	4960.7					
投资活动现金流	-3883.7	-3469.0	-2938.3	-2518.6					
筹资活动现金流	4803.9	1397.9	183.5	-1252.0					
现金净增加额	3449.5	1079.5	1133.5	1190.2					
折旧和摊销	1790.0	228.3	380.2	513.5					
资本开支	27036.1	-3373.0	-2847.1	-2431.9					
营运资本变动	-31401.3	621.6	716.1	1081.9					

数据来源: 贝格数据, 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>

