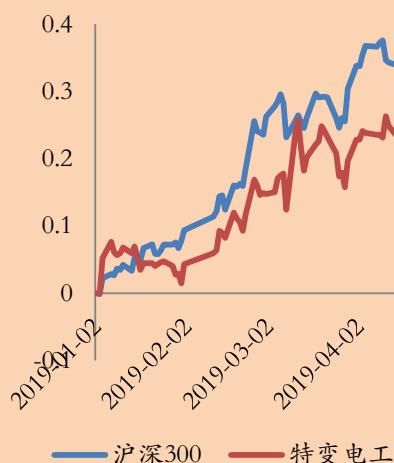




特变电工 (600089)

投资评级: 增持

报告日期: 2019-4-17



徐程晨

0551-65161830

xucc1990@126.com

S0010518070003

变压器、多晶硅下滑 特高压带来增长预期

公司 2018 年实现营业收入 3965552.78 万元, 同比小幅增长 3.59%, 归母净利润 204790.92 万元, 同比下降 6.73%。

□ 电气设备、多晶硅领域下滑明显 电站运营支撑业绩稳定

分业务来看, 变压器营业收入 98.32 亿元, 同比小幅下滑 3.65%, 但毛利率下滑 7.98 个 pct 到 17.77%, 变压器产量较去年略有提升但由于原材料价格上涨和毛利率高的特高压产品占比下降, 业绩下滑明显; 新能源产业及配套工程 104.85 亿元, 与去年持平, 但毛利率由于 531 政策导致多晶硅价格下降下滑了 4.35 个 pct 到 19.04%; 同时, 电费营收 18.50 亿元, 同比增长 157.62%, 主要是昌吉 2*350MW 热电联产机组 2018 年实现全年运行以及 430MW 新能源电站投运带动上网电量同比增长 83%, 毛利率提高 11.96 个 pct 到 49.68%; 煤炭产品营收 33.24 亿元, 同比增长 50.86%, 主要受益于煤炭价格上涨和产销量增加, 但毛利率由于采矿权成本增加下降 2.92 个 pct。整体来看, 毛利率下降 1.78 个 pct 到 19.66%, 期间费用率下降 0.95 个 pct 到 11.7%, 抵消部分毛利率下滑压力。

□ 特高压开工潮+高纯多晶硅产能释放带来增长预期

随着国网在能源互联网智能电网方面的部署和国家能源局对新一批 9 项输变电重点工程 14 条线路建设的推进, 特高压新一轮开工潮也已开启, 公司凭借其在换流变压器和交流变压器有较高的市占率, 有望提升变压器业务业绩。新能源业务方面, 公司在建的 3.6 万吨/年的高纯多晶硅产线已完成 85%, 项目建成后不仅产能增加一倍, 同时多晶硅产品品质将全部达到电子 2 级及以上, 提升产品质量和盈利能力; 此外随着风电回暖、光伏海外超预期增长以及新能源平价上网政策推动, 公司电站建设业务也有望继续回暖。

□ 投资建议

我们预计公司 2019/20/21 归母净利润为 20.85/23.94/25.03 亿元, EPS 为 0.56/0.64/0.67 元, 给予“增持”评级。

□ 风险提示

多晶硅价格波动; 特高压建设和新建多晶硅项目产能释放不及预期

盈利预测:

单位: 百万元

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	39656	42546	45657	48076
收入同比(%)	4%	7%	7%	5%
归属母公司净利润	2048	2085	2394	2503
净利润同比(%)	-7%	2%	15%	5%
毛利率(%)	19.7%	19.6%	19.8%	19.7%
ROE(%)	6.5%	6.4%	7.0%	7.0%
每股收益(元)	0.55	0.56	0.64	0.67
P/E	15.20	14.93	13.00	12.44
P/B	0.95	1.02	0.96	0.91
EV/EBITDA	6	7	6	6

资料来源: 华安证券研究所

敬请阅读末页信息披露及免责声明

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。