

特变电工 (600089)

公司研究/点评报告

与隆基签订重大合同，看好多晶硅业务弹性

——特变电工点评报告

点评报告/电力设备与新能源行业

2020 年 12 月 15 日

一、事件概述

12 月 14 日，公司发布公告，子公司新特能源与隆基股份 7 家子公司签订采购协议，隆基子公司 2021 至 2025 年向新特能源采购原生多晶硅料不少于 27 万吨。隆基子公司按月采购，订单价格每月协商确定。按当前单晶致密料成交均价 8.05 万元/吨测算，合同总金额预计 192.35 亿元人民币。

二、分析与判断

➤ 两家下游龙头已基本预订公司大部分多晶硅产能，未来满产满销无虞

新特能源目前年产能约 8 万吨。公司 9 月份公告与晶澳太阳能全资子公司签订战略合作协议，晶澳 2020 年 10 月至 2025 年 12 月向新特能源采购 9.72 万吨多晶硅，平均每年 1.85 万吨。此次公司与隆基签订协议，2021 至 2025 年内采购 27 万吨，平均每年采购 5.4 万吨。仅隆基、晶澳两大客户每年将从公司采购 7.25 万吨以上多晶硅，意味着公司大部分产能已被基本预订完，预计未来满产满销无虞。

➤ 下游锁定产能背后印证硅料供应紧张，多晶硅若涨价有望带来较大业绩弹性

光伏需求持续增长，我们预计 2021 年全球光伏新增装机达到 170GW。同时，硅片环节大幅扩产，2021 年底单晶硅片产能将达到 330GW，同比+54%，多晶硅 2021 年底名义产能仅 68 万吨，同比仅增长 14%，且明年新产能释放集中在 Q4，考虑到产能爬坡，2021 年基本无太多新增多晶硅供应，多晶硅供应紧张可能进一步加剧。目前除签订协议锁定供应外，下游硅片厂已在开始增加多晶硅库存，应对未来可能的价格上涨。我们预计 2021 年全年多晶硅均价 8 万元/吨，乐观情况下有望达到 9 万元/吨以上，多晶硅料含税售价每提升 1 万元/吨，预计将增厚公司 2021 年归母净利润约 4.6 亿元。

➤ 变压器毛利率迎来拐点，输变电成套工程在手订单充足

公司传统输变电业务包括变压器、电线电缆、输配电成套工程。公司是全球变压器龙头，在国网、南网集采中保持前三。变压器业务 2018 年以前毛利率基本保持在 23%-26%，受电网集采、竞争加剧等影响，毛利率有所下滑。2019 年是盈利低点，毛利率仅 15.6%。随着公司加强成本管控、开拓海上风电等新市场，2020H1 变压器业务毛利率已回升至 19.4%。公司国际成套系统集成业务合同额 60 亿美元左右，在手订单充足，随着海外疫情好转，未来有望贡献较高收入增速。

三、投资建议

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 26.38、34.67、37.77 亿元，同比增长 30.7%、31.4%、8.9%，对应 PE 分别为 11、9、8 倍。公司变压器业务迎来盈利拐点，多晶硅业务有望贡献较大业绩弹性，参考 CS 太阳能板块 TTM51 倍估值，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

光伏装机增长低于预期，下游扩产低于预期。

推荐

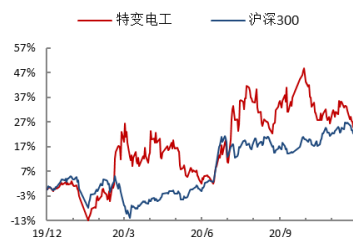
首次评级

当前价格： 7.93

交易数据 2020-12-14

近 12 个月最高/最低(元)	9.55/5.68
总股本(百万股)	3714.31
流通股本(百万股)	3714.31
流通股比例(%)	100%
总市值(亿元)	294.55
流通市值(亿元)	294.55

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号： S0100520080001

电话： 021-60876734

邮箱： yuxiao@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	37,030	43,415	49,418	55,441
增长率 (%)	-6.6%	17.2%	13.8%	12.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,018	2,638	3,467	3,777
增长率 (%)	-1.4%	30.7%	31.4%	8.9%
每股收益 (元)	0.47	0.71	0.93	1.02
PE (现价)	16.9	11.2	8.5	7.8
PB	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	37,030	43,415	49,418	55,441
营业成本	29,359	34,142	38,068	42,986
营业税金及附加	528	485	594	686
销售费用	2,140	2,249	2,610	2,944
管理费用	1,707	2,006	2,272	2,449
研发费用	560	657	747	838
EBIT	2,737	3,877	5,126	5,538
财务费用	704	583	673	673
资产减值损失	-80	-112	-139	-130
投资收益	402	107	113	122
营业利润	2,856	3,787	5,050	5,500
营业外收支	-46	37	40	45
利润总额	2,811	3,824	5,090	5,545
所得税	421	572	762	830
净利润	2,390	3,252	4,329	4,716
归属于母公司净利润	2,018	2,638	3,467	3,777
EBITDA	4,821	6,129	7,675	8,335

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	19443	15499	21539	23607
应收账款及票据	13161	14982	17730	19332
预付款项	4490	3357	4021	4712
存货	9634	13927	12605	16801
其他流动资产	2369	1255	1255	1255
流动资产合计	51416	51325	59803	68325
长期股权投资	2617	2724	2837	2959
固定资产	28327	33992	37299	40894
无形资产	4370	4358	4369	4456
非流动资产合计	50809	56589	58952	61756
资产合计	102225	107914	118755	130081
短期借款	4718	5190	6228	7473
应付账款及票据	20881	22057	25532	28996
其他流动负债	27	27	27	27
流动负债合计	34854	36291	41803	47413
长期借款	21828	22828	23828	24828
其他长期负债	1825	1825	1825	1825
非流动负债合计	24343	25343	26343	27343
负债合计	59197	61634	68146	74756
股本	3714	3714	3714	3714
少数股东权益	8144	8758	9620	10559
股东权益合计	43028	46280	50609	55325
负债和股东权益合计	102225	107914	118755	130081

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-6.6%	17.2%	13.8%	12.2%
EBIT 增长率	-15.7%	41.7%	32.2%	8.0%
净利润增长率	-1.4%	30.7%	31.4%	8.9%
盈利能力				
毛利率	20.7%	21.4%	23.0%	22.5%
净利率	5.5%	6.1%	7.0%	6.8%
总资产收益率 ROA	2.0%	2.4%	2.9%	2.9%
净资产收益率 ROE	5.8%	7.0%	8.5%	8.4%
偿债能力				
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.2	1.0	1.1	1.1
现金比率	0.6	0.5	0.5	0.5
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	113.8	96.6	101.6	103.8
存货周转天数	122.2	124.0	125.2	122.9
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.7	0.9	1.0
每股净资产	9.4	10.1	11.0	12.1
每股经营现金流	1.1	0.6	2.6	1.7
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	16.9	11.2	8.5	7.8
PB	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	7.3	6.6	4.8	4.4
股息收益率	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,390	3,252	4,329	4,716
折旧和摊销	2,130	2,140	2,410	2,667
营运资金变动	-937	-3,886	2,176	-1,959
经营活动现金流	3,971	2,141	9,589	6,146
资本开支	7,893	6,774	4,759	5,434
投资	-2,118	0	0	0
投资活动现金流	-9,992	-5,661	-4,759	-5,434
股权募资	2,319	0	0	0
债务募资	3,917	995	1,000	1,000
筹资活动现金流	5,561	690	1,210	1,357
现金净流量	-461	-2,830	6,041	2,068

分析师简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。