

分析师: 唐俊男

登记编码: S0730519050003

tangjn@ccnew.com 021-50586738

主要业务板块恢复增长, 关注硅料价格上涨带来的利润弹性

——特变电工(600089)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

市场数据(2021-04-15)

发布日期: 2021年04月16日

收盘价(元)	11.17
一年内最高/最低(元)	14.59/6.69
沪深300指数	4948.97
市净率(倍)	1.27
流通市值(亿元)	414.89

基础数据(2020-12-31)

每股净资产(元)	8.80
每股经营现金流(元)	1.42
毛利率(%)	20.61
净资产收益率-摊薄(%)	6.61
资产负债率(%)	57.44
总股本/流通股(万股)	371431.28/371431.28
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

事件:

公司发布2020年年报, 全年公司实现营业总收入440.95亿元, 同比增长19.24%; 归属于上市公司股东的净利润24.87亿元, 同比增长23.21%; 经营活动产生的现金流量净额52.58亿元, 同比增长30.12%; 加权平均净资产收益率6.93%, 同比提升1.08个百分点。

点评:

- **新能源产业及配套工程业务收入同比大增, 预计2021年多晶硅生产量价齐升, 积极贡献利润。**2020年公司新能源产业及配套工程业务实现营业收入121.85亿元, 同比增长60.67%。板块收入增长的主要原因; 公司3.6万吨/年的高纯多晶硅产业升级项目于2020年达产, 多晶硅销量6.63万吨, 同比增长86.91%; 公司出售7个合计440MW的光伏电站和8个合计717MW的风电站带来的转让收入增加。2021年硅料新增产能有限, 硅片扩产提升硅料需求, 价格呈易涨难跌态势。2021年公司8万吨/年的多晶硅产能将会得到充分利用。新增产能较低的吨投资成本和技术、工艺优化对效率的提升拉低平均生产成本。同时, 硅料价格上行有望带来公司多晶硅平均售价的提升。中长期, 公司拟投资12.65亿元用于3万吨多晶硅生产线、3.6万吨多晶硅生产线的技改, 项目建成后有望合计新增高纯晶硅产量3.4万吨/年, 富余38万吨三氯氢硅, 降低现有产线10%生产成本。另外, 公司拟投资87.99亿元用于10万吨高纯多晶硅绿色能源循环经济建设项目, 有望提升公司硅料市场份额。值得关注的是, 公司与晶澳科技、隆基股份、上机数控签订长期销售框架协议, 约定2021-2025年向上述公司销售9.72万吨、27万吨、7.04万吨多晶硅料。销售协议的签订有利于保证公司产能消化, 促进公司产品销售的稳定性。
- **输变电设备销售恢复增长, 工程业务受疫情影响明显, 21年预计改善。**2020年公司变压器产品、电线电缆产品、输变电成套工程分别实现营业收入109.28亿、73.59亿、21.73亿元, 分别同比增长20.14%、9.05%、-43.83%。输变电设备销售受市场开拓力度增强, 同比增速改善明显; 输变电工程受海外疫情影响, 建设进度放缓。据国家电网公司规划, “十四五”期间电网建设投资将比“十三五”扩大13%, 电网及相关产业投资将超过6万亿元。2021年国家电网计划投资4730亿元, 年内核准并开工南阳-荆门-长沙, 白鹤滩-浙江等特高压工程, 建成投运雅中-江西等特高压直流工程, 加快川藏铁路和区域城际铁路建设等。公司有望受益于电网投资增加, 同时, 在疫苗接种人数增加, 经济逐步重启的过程中, 海外市场的输变电工程施工进度有望加快, 相

关业务收入增速有望改善。

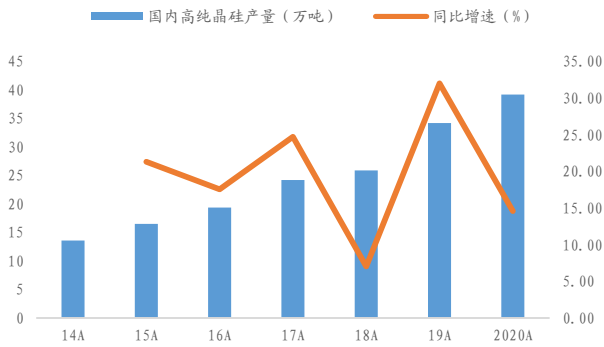
- **能源板块发展稳健，2021年煤炭开采销售有望再度向好。**2020年公司电费收入30.93亿元，同比增长54.43%；煤炭产品营业收入54.28亿元，同比增长23.81%。公司全年发电116.21亿千瓦时，同比增长85.09%，其中，火电和光伏发电同比增长108.24%、17.28%。发电量显著增长的主要原因：新疆准东五彩湾2×660MW北一电厂项目于2019年四季度投运，2020年全年投运；包头石拐区领跑者1号100MW光伏项目、临沧市云县干龙潭30MW光伏电站项目投运。2020年公司实施南露天煤矿及将军戈壁二号露天煤矿扩产升级改造工程项目，进行矿山安全、环保、数字化、智能化及铁路专用线改造及生活基地的建设，提升煤矿生产能力和铁路专线运力。2021年在煤炭价格持续走高，公司能源板块经营主体新疆天池能源效益向好。
- **持续增加研发投入，技术优势突出。**2020年公司研发费用8.7亿元，同比增长55.39%，显著高于收入增速。研发费用用于多项工艺、质量、成本改善项目和科研攻关项目。公司开展重大关键核心技术攻关，其研制的±1100kV特高压换流变压器、特高压桥臂电抗器、±800kV特高压直流换流变压器被列入能源领域首台（套）重大技术装备项目清单。完备的产品体系和深厚的技术积淀，有利于公司的输变电设备在特高压、电网公司集采、核电、水电、火电保持领先地位。
- **经营活动现金流充沛，为公司稳健发展扎下牢固基础。**2020年公司经营活动产生的现金流量净额52.58亿元，同比增长30.12%；销售商品、提供劳务收到的现金472.17亿元，同比增长10.78%。公司强化回款管理，应收账款周转天数降至101天。公司近年来资本开支较大，需要对南露天煤矿及将军戈壁二号露天煤矿扩产升级改造工程项目、多晶硅技改项目、10万吨多晶硅项目以及风电、光伏项目投资。公司现金流充裕、银行授信额度充足、融资渠道多样，有利于解决项目资金问题，加速项目落地。
- **首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。**预计公司2021、2022年全面摊薄EPS分别为1.17元、1.20元，按照4月15日11.17元/股收盘价计算，对应PE分别为9.5和9.3倍。考虑公司在国内输变电设备生产销售领域的领先地位以及硅料价格上涨带来的盈利增长预期，目前，公司估值水平偏低。因此，给予公司“增持”投资评级。

风险提示：电网投资建设进度不及预期；输变电市场竞争趋于激烈风险；海外业务推进不及预期风险。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	36,980	44,095	52,826	56,213	63,508
增长比率(%)	-6.7	19.2	19.8	6.4	13.0
净利润(百万元)	2,018	2,487	4,347	4,440	4,988
增长比率(%)	-1.4	23.2	74.8	2.1	12.3
每股收益(元)	0.54	0.67	1.17	1.20	1.34
市盈率(倍)	20.6	16.7	9.5	9.3	8.3

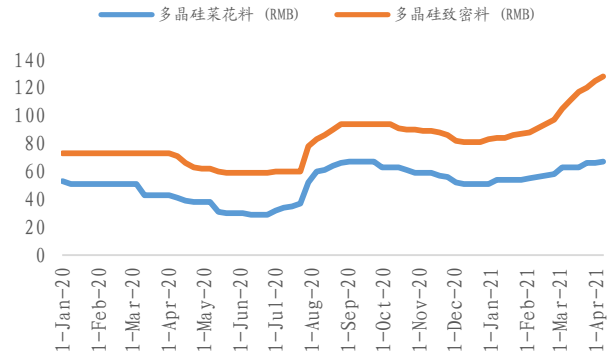
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 国内高纯晶硅产量和同比增速



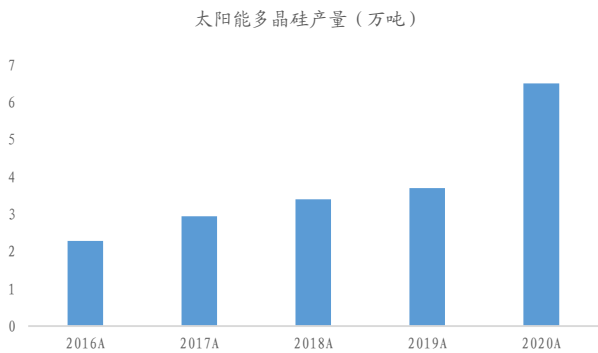
资料来源: 中国光伏行业协会, 中原证券

图 2: 国内硅料价格走势



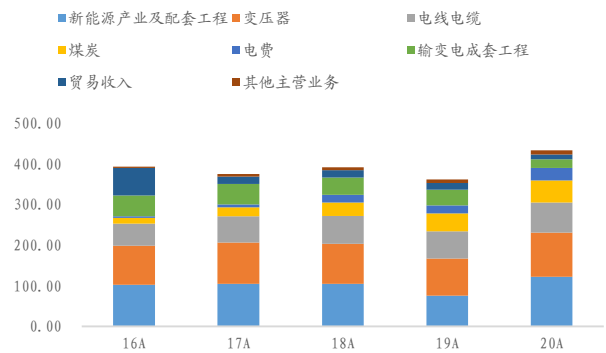
资料来源: PV Infolink, 中原证券

图 3: 公司太阳能多晶硅产量



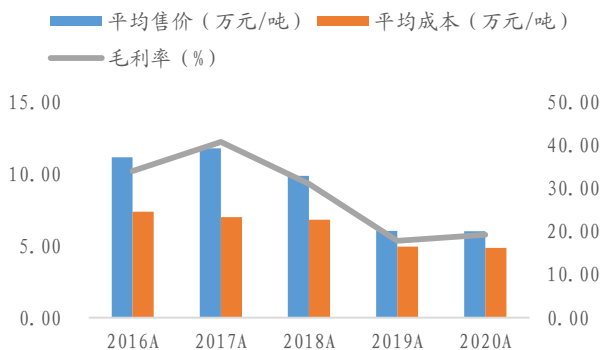
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 公司主营业务收入情况



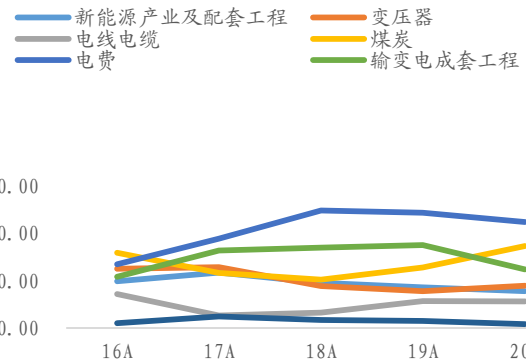
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 子公司多晶硅平均价格、平均成本和毛利率



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 6: 公司各业务板块毛利率



资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	51416	51396	52897	47475	62279
现金	19443	20423	11318	13307	13295
应收票据及应收账款	13161	14835	17181	15886	20404
其他应收款	890	1415	1347	1592	1728
预付账款	4490	3214	6015	3805	7290
存货	9634	6018	11545	7394	14072
其他流动资产	3797	5490	5490	5490	5490
非流动资产	50809	58099	67237	73944	77642
长期投资	2617	2315	2240	2179	2149
固定资产	28327	33958	42252	49743	55573
无形资产	4370	4862	5287	5058	5194
其他非流动资产	15495	16963	17458	16964	14727
资产总计	102225	109494	120134	121419	139921
流动负债	34854	39321	42844	37881	50716
短期借款	4718	4299	4509	4404	4456
应付票据及应付账款	20881	22803	23410	23655	29688
其他流动负债	9255	12219	14925	9822	16573
非流动负债	24343	23576	25886	27123	27117
长期借款	22328	21254	23564	24801	24795
其他非流动负债	2015	2322	2322	2322	2322
负债合计	59197	62898	68730	65004	77834
少数股东权益	8144	8995	10236	11503	12926
股本	3714	3714	3714	3714	3714
资本公积	11092	11127	11127	11127	11127
留存收益	15089	16580	20443	24374	28798
归属母公司股东权益	34884	37601	41169	44912	49162
负债和股东权益	102225	109494	120134	121419	139921

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4041	5258	5862	12847	9711
净利润	2390	3196	5588	5707	6411
折旧摊销	2085	2622	3033	3632	4218
财务费用	704	1253	1733	1873	1911
投资损失	-402	-921	-586	-786	-724
营运资金变动	-937	-694	-3907	2422	-2104
其他经营现金流	200	-198	0	0	0
投资活动现金流	-9992	-3585	-11586	-9552	-7192
资本支出	8144	7364	9214	6768	3728
长期投资	-2467	193	76	301	30
其他投资现金流	-4315	3972	-2296	-2483	-3434
筹资活动现金流	5561	-1522	-3380	-1306	-2531
短期借款	-1638	-419	209	-105	52
长期借款	8136	-1074	2310	1237	-6
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	44	35	0	0	0
其他筹资现金流	-981	-64	-5900	-2439	-2577
现金净增加额	-435	19	-9105	1988	-11

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	36980	44095	52826	56213	63508
营业成本	29358	35007	39281	42359	48009
营业税金及附加	528	580	695	739	835
营业费用	2140	2200	2377	2417	2667
管理费用	1707	1823	2184	2324	2626
研发费用	560	870	1042	1109	1253
财务费用	704	1253	1733	1873	1911
资产减值损失	-80	-133	0	0	0
其他收益	364	449	538	573	647
公允价值变动收益	27	116	0	0	0
投资净收益	402	921	586	786	724
资产处置收益	147	287	0	0	0
营业利润	2856	3759	6637	6751	7578
营业外收入	68	93	0	0	0
营业外支出	114	191	152	172	162
利润总额	2811	3662	6485	6579	7416
所得税	421	465	897	873	1005
净利润	2390	3196	5588	5707	6411
少数股东损益	372	710	1240	1267	1423
归属母公司净利润	2018	2487	4347	4440	4988
EBITDA	6626	7915	11251	12084	13545
EPS (元)	0.54	0.67	1.17	1.20	1.34

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	-6.7	19.2	19.8	6.4	13.0
营业利润 (%)	3.1	31.6	76.5	1.7	12.2
归属母公司净利润 (%)	-1.4	23.2	74.8	2.1	12.3
获利能力					
毛利率 (%)	20.6	20.6	25.6	24.6	24.4
净利率 (%)	5.5	5.6	8.2	7.9	7.9
ROE (%)	5.6	6.9	10.9	10.1	10.3
ROIC	5.9	6.6	9.8	9.5	9.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.9	57.4	57.2	53.5	55.6
净负债比率 (%)	26.4	25.0	38.7	34.0	31.1
流动比率	1.5	1.3	1.2	1.3	1.2
速动比率	1.0	1.0	0.7	0.8	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.8	3.2	3.3	3.4	3.5
应付账款周转率	1.4	1.6	1.7	1.8	1.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.54	0.67	1.17	1.20	1.34
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.06	2.26	1.58	3.46	2.61
每股净资产 (最新摊薄)	8.18	8.80	9.76	10.77	11.92
估值比率					
P/E	20.6	16.7	9.5	9.3	8.3
P/B	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.0	7.7	6.3	5.9	5.4

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。