

公司研究

传统主业稳中有升，硅料量价齐升致业绩高增

——特变电工（600089.SH）2021年半年报点评

要点

事件：公司发布 2021 年半年报，2021H1 实现营业收入 225.31 亿元，同比增长 25.16%；实现归母净利润 31.06 亿元，同比增长 237.64%；实现扣非归母净利润 19.50 亿元，同比增长 143.47%（非经常性损益主要系投资南网能源股票带来的公允价值变动损益 12.72 亿元）。

硅料量价齐升致新能源业务业绩高增，投运风光电站规模稳步提升。

(1) 2021H1 公司实现多晶硅销量 3.54 万吨，同比增长 36%，价格的大幅提升带动毛利率提升 36.65 个 pct 至 44.99%。公司一方面正对现有多晶硅产线实施技改，预计 2022Q1 新增产能 3.4 万吨/年，带动总产能提升至 10 万吨/年；另一方面正稳步推进包头 10 万吨/年项目建设，预计 2022H2 建成投产，带动公司总产能提升至 20 万吨/年。

(2) 2021H1 公司投运新能源电站规模达 1855MW，新能源电站实现发电量 15.94 亿千瓦时，毛利率同比提升 4.93 个 pct 至 71.36%。公司正加快推进内蒙古锡盟及新疆准东特高压外送通道大基地风电项目的收尾工作，预计 2021 年底实现发电收入的新能源电站装机规模将超过 2GW。

输变电业务市场开拓力度加大，传统能源业务稳中有升。

(1) 2021H1 公司变压器产品营业收入同比+10.70%至 53.92 亿元，电线电缆产品营业收入同比+11.71%至 33.65 亿元，毛利率分别下降 1.32 个 pct 和 1.51 个 pct 至 18.07%和 9.23%，主要系会计准则原因将运费由销售费用调整至主营业务成本所致。公司自主研发的±1100kV 特高压换流变压器等产品被列入能源领域首台（套）重大技术装备项目清单，并在特高压直流套管关键技术实现突破，未来在输变电业务的市场开拓力度将在产品的带动下进一步加大。

(2) 2021H1 公司煤炭业务营业收入同比+8.40%至 27.46 亿元，投产的两个煤电电站实现发电量 54.32 亿千瓦时。公司正升级扩产两煤矿项目，建成后煤炭总产能将达 5000 万吨/年；公司煤炭储量大、综合剥采比低，同时具有输煤廊道、铁路专用线、装车站点等配套优势，未来收入规模有望稳步提升。

维持“买入”评级：我们维持原盈利预测，预计公司 2021-23 年归母净利润分别为 50.14/56.49/62.02 亿元，对应 EPS 为 1.35/1.52/1.67 元，当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 15/13/12 倍。考虑到公司两项主业（新能源产业及配套工程，以及输变电业务）在碳中和背景下以新能源发电为主体的能源体系中均处于重要地位，公司在上述业务行业领先，未来将随着行业景气度的提升而维持稳健增长，维持“买入”评级。

风险提示：硅料产能投放及销量不及预期；光伏行业新增装机量不及预期；电网投资不及预期；海外业务经营风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	37,030	44,166	52,666	57,503	62,563
营业收入增长率	-6.62%	19.27%	19.24%	9.19%	8.80%
净利润（百万元）	2,018	2,487	5,014	5,649	6,202
净利润增长率	-1.44%	23.21%	101.61%	12.67%	9.79%
EPS（元）	0.54	0.67	1.35	1.52	1.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.79%	6.61%	11.98%	12.23%	12.17%
P/E	38	31	15	13	12
P/B	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-27

买入（维持）

当前价：20.52 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

联系人：陈无忌

021-52523693

chenwuji@ebsecn.com

联系人：和霖

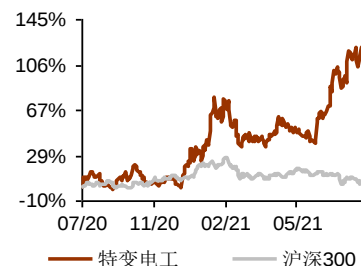
021-52523853

helin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	37.14
总市值(亿元)	762.18
一年最低/最高(元)	7.80/21.36
近 3 月换手率	242.16%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	36.64	81.47	150.94
绝对	36.16	75.30	155.98

资料来源：Wind

相关研报

“碳中和”+“新基建”加码，能源解决方案龙头再起航——特变电工（600089.SH）投资价值分析报告（2021-08-12）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	37,030	44,166	52,666	57,503	62,563
营业成本	29,358	35,007	38,132	42,020	47,236
折旧和摊销	2,010	2,556	3,124	3,531	3,935
税金及附加	528	580	527	575	626
销售费用	2,140	2,200	2,633	2,760	2,753
管理费用	1,707	1,823	2,107	2,185	2,127
研发费用	560	870	1,038	1,133	1,233
财务费用	704	1,253	1,288	1,382	1,415
投资收益	402	921	400	600	800
营业利润	2,856	3,759	7,587	8,203	8,149
利润总额	2,811	3,662	7,487	8,103	8,049
所得税	421	465	973	1,053	1,046
净利润	2,390	3,196	6,514	7,049	7,002
少数股东损益	372	710	1,500	1,400	800
归属母公司净利润	2,018	2,487	5,014	5,649	6,202
EPS(元)	0.54	0.67	1.35	1.52	1.67

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,041	5,258	8,925	11,254	11,796
净利润	2,018	2,487	5,014	5,649	6,202
折旧摊销	2,010	2,556	3,124	3,531	3,935
净营运资金增加	-439	-1,753	5,398	2,285	2,033
其他	452	1,968	-4,610	-211	-375
投资活动产生现金流	-9,992	-3,585	-6,686	-7,400	-7,200
净资本支出	-7,893	-6,891	-8,000	-8,000	-8,000
长期投资变化	2,617	2,315	0	0	0
其他资产变化	-4,716	991	1,314	600	800
融资活动现金流	5,561	-1,522	1,037	-1,677	-2,319
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	3,847	1,116	3,105	1,008	505
无息负债变化	1,738	2,585	-440	2,425	3,238
净现金流	-435	19	3,276	2,177	2,277

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	20.7%	20.7%	27.6%	26.9%	24.5%
EBITDA 率	14.2%	15.6%	22.1%	22.1%	20.6%
EBIT 率	8.6%	9.7%	16.2%	15.9%	14.3%
税前净利润率	7.6%	8.3%	14.2%	14.1%	12.9%
归母净利润率	5.5%	5.6%	9.5%	9.8%	9.9%
ROA	2.3%	2.9%	5.5%	5.5%	5.1%
ROE (摊薄)	5.8%	6.6%	12.0%	12.2%	12.2%
经营性 ROIC	4.2%	5.4%	9.4%	9.3%	8.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	58%	57%	56%	54%	53%
流动比率	1.48	1.31	1.31	1.31	1.32
速动比率	1.20	1.15	1.13	1.13	1.13
归母权益/有息债务	1.20	1.25	1.26	1.35	1.46
有形资产/有息债务	3.31	3.41	3.33	3.48	3.69

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	102,225	109,494	117,893	127,073	136,409
货币资金	19,443	20,423	23,699	25,876	28,153
交易性金融资产	1,429	914	0	0	0
应收帐款	12,125	12,616	12,232	13,348	14,515
应收票据	1,036	2,219	1,580	1,725	1,877
其他应收款 (合计)	890	1,415	1,669	1,814	1,966
存货	9,634	6,018	7,349	8,086	9,089
其他流动资产	2,369	2,381	2,381	2,381	2,381
流动资产合计	51,416	51,396	54,918	59,628	64,900
其他权益工具	11	18	18	18	18
长期股权投资	2,617	2,315	2,315	2,315	2,315
固定资产	28,327	33,958	38,182	42,093	45,676
在建工程	8,608	9,746	9,935	10,076	10,182
无形资产	4,370	4,862	5,326	5,743	6,119
商誉	130	130	130	130	130
其他非流动资产	4,005	3,218	3,218	3,218	3,218
非流动资产合计	50,809	58,099	62,975	67,445	71,509
总负债	59,197	62,898	65,563	68,996	72,740
短期借款	4,718	4,299	7,404	8,412	8,918
应付账款	11,205	11,851	11,440	12,606	14,171
应付票据	9,676	10,952	11,440	12,606	14,171
预收账款	5,059	0	0	0	0
其他流动负债	27	1,086	1,086	1,086	1,086
流动负债合计	34,854	39,321	42,014	45,447	49,191
长期借款	21,828	20,754	20,754	20,754	20,754
应付债券	500	500	500	500	500
其他非流动负债	1,065	1,258	1,258	1,258	1,258
非流动负债合计	24,343	23,576	23,549	23,549	23,549
股东权益	43,028	46,597	52,331	58,077	63,669
股本	3,714	3,714	3,714	3,714	3,714
公积金	12,494	12,605	12,984	12,984	12,984
未分配利润	13,687	15,102	18,957	23,303	28,095
归属母公司权益	34,884	37,601	41,835	46,182	50,974
少数股东权益	8,144	8,995	10,495	11,895	12,695

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	5.78%	4.98%	5.00%	4.80%	4.40%
管理费用率	4.61%	4.13%	4.00%	3.80%	3.40%
财务费用率	1.90%	2.84%	2.45%	2.40%	2.26%
研发费用率	1.51%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%
所得税率	15%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.17	0.21	0.35	0.38	0.38
每股经营现金流	1.09	1.42	2.40	3.03	3.18
每股净资产	9.39	10.12	11.26	12.43	13.72
每股销售收入	9.97	11.89	14.18	15.48	16.84

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	38	31	15	13	12
PB	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	22.1	17.7	11.0	10.4	10.4
股息率	0.8%	1.0%	1.7%	1.8%	1.8%

原点资产

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE