

# 硅料煤炭“丰收年”，传统主业稳健向上

## 买入(首次)

2022年06月22日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

执业证书: S0600121060016

xiezd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	61,371	80,346	87,665	90,438
同比	37%	31%	9%	3%
归属母公司净利润(百万元)	7,255	14,797	15,525	13,583
同比	196%	104%	5%	-13%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	1.91	3.90	4.10	3.58
P/E(现价&最新股本摊薄)	13.61	6.67	6.36	7.27

## 投资要点

- 新能源业务:多晶硅扩产计划渐次落地,BOO电站改善长期盈利性:**新能源业务2021年占公司收入的33%,主要包括多晶硅与风光电站运营。**1)硅料业务**,2022Q2新疆产线技改完成,2022年有效产能预计达到12万吨,同时内蒙古、准东新产能建设加速,其中内蒙10万吨预计2022H2释放,准东一二二期各10万吨产能分别于2023H2/2024H2释放,公司2023/2024年多晶硅总产能预计分别为30/40万吨。受光伏装机量不断增长,硅料供需失衡影响,中短期内多晶硅价格高企,多晶硅业务迎来“量利齐升”。**2)新能源电站业务**,一方面公司在营电站规模快速增长;另一方面盈利能力更优、资产更“轻”的BOO电站成为主力,2021年收入占比超一半,电站业务长期盈利能力不断改善。
- 传统能源业务:煤炭供给偏紧下,迎来量利齐升,利润弹性贡献同样较大:**能源业务主要包括煤炭与发电:**1)煤炭业务**,公司准东矿区煤炭储量为120亿吨,现已开发南露天、将二矿两个露天煤矿,产能共5000万吨。煤炭销量受产能制约,短期弹性较小,2021年受能源保供影响,公司煤炭销量约6000万吨,我们预计中短期年产量也将保持在这个水平。而2021年来煤价持续上涨,21年公司产品均价120元/吨,2022年供需继续偏紧、价格稳定在高位,预计全年均价预计在150-200元/吨之间,为煤炭业务贡献较大收入利润弹性。**2)发电业务**以火电为主,2021年发电量占比达79%。我们预计火电装机稳定在2720MW,发电量也趋稳,发电收入基本由市场化电价决定。
- 输变电装备业务:变压器龙头地位显著,特高压建设为输变电业务带来结构性机遇:**我们预计“十四五”期间,国网年均投资额稳定增长。随着风光资源开发对电力消纳要求增加,特高压投资建设有望迎来结构性机会,公司为我国变压器行业龙头,在国内特高压交流领域份额高达35%,有望充分受益。特高压需求外,随新能源装机提升,变压器在发电侧也有增量;电线电缆基本随发电量增长而保持低个位数增速;海外输变电EPC2020年受疫情冲击、2021年开始恢复,后续年份保持CAGR=10%稳定增长。
- 盈利预测与投资评级:**通过对公司各项业务进行收入拆分与预测,我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为147.97/155.25/135.83亿元,同比分别+104%/+5%/-13%,对应现价(6月22日)PE分别为6.67/6.36/7.27倍。短期内硅价与煤价保持高位,同时公司输变电主业稳中向好,盈利弹性较大,2022年给予公司9倍PE作为估值依据,目标价35.1元,首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:**多晶硅产能落地不及预期的风险;特高压建设不达预期的风险;硅价、煤价波动的风险。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	26.05
一年最低/最高价	11.06/28.83
市净率(倍)	2.27
流通A股市值(百万元)	98,749.05
总市值(百万元)	98,749.05

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	11.46
资产负债率(% ,LF)	54.12
总股本(百万股)	3,790.75
流通A股(百万股)	3,790.75

## 相关研究

《特变电工(600089):输变电、多晶硅拖累业绩,19年将稳中有进》  
2019-04-16

《特变电工(600089):市净率历史底部,风光板块储备丰富》  
2018-04-21

## 内容目录

1. 多业务并进，结构持续优化中 .....	4
1.1. 起家输变电，多业务拓展生机迸发 .....	4
1.2. 业务结构不断优化，抗风险能力提升 .....	5
2. 叠加多行业贝塔，三大业务均值得期待 .....	6
2.1. 新能源业务：硅料受益紧平衡量利齐升，新能源电站进入收获期 .....	6
2.1.1. 多晶硅：扩产计划依次落地，盈利能力触底反弹 .....	7
2.1.2. 新能源电站：BOO 模式有望成为主力 .....	9
2.2. 输变电业务：“基本盘”稳增长，特高压等带来结构性机会 .....	10
2.3. 能源业务：煤价高企带来新机遇，发电收入贡献稳定现金流 .....	13
3. 盈利预测与投资建议 .....	14
4. 风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1: 特变电工主营业务结构 .....	4
图 2: 公司股权结构及主要子公司业务 (截至 2022 年 6 月) .....	5
图 3: 公司近年营业收入与归母净利润变化 .....	5
图 4: 公司近年销售毛利率与销售净利率 .....	5
图 5: 公司不同业务收入占比 .....	6
图 6: 公司不同业务毛利率 .....	6
图 7: 子公司新特能源近年营业收入与归母净利润变化 .....	6
图 8: 子公司新特能源近年销售毛利率与销售净利率 .....	6
图 9: 多晶硅产品历年营收情况 .....	7
图 10: 多晶硅产品历年毛利率情况 .....	7
图 11: 2021 年来硅料价格一路攀升 .....	7
图 12: 新特能源长单签订情况 .....	8
图 13: 新特能源多晶硅料产能变化 .....	8
图 14: 2021 年底硅料竞争格局预测值 (按产能) .....	9
图 15: 2022 年底硅料竞争格局预测值 (按产能) .....	9
图 16: 龙头硅料企业经营数据对比 .....	9
图 17: 公司持有与出售风光电站容量 (MW) .....	10
图 18: 公司新能源发电量 (亿千瓦时) .....	10
图 19: 我国电网基本建设投资完成额 (亿元) .....	11
图 20: 我国特高压累计建成线路长度 (公里) .....	11
图 21: 新型电力系统建设背景下, 电网结构性投资方向一览 .....	11
图 22: 我国“十四五”风光大基地建设规划 .....	12
图 23: 国家电网在建在运特高压工程示意图 .....	12
图 24: 2020 年我国交流特高压变压器市场竞争格局 .....	12
图 25: 2022 国网第十四批采购公司中标金额与占比 .....	12
图 26: 可比公司变压器业务收入 (亿元) .....	13
图 27: 可比公司变压器业务毛利率 .....	13
图 28: 动力煤期货结算价变动 .....	14
图 29: 公司近年发电量变化 (亿千瓦时) .....	14
图 30: 公司近年发电收入变化 .....	14
图 31: 特变电工盈利预测拆分 .....	15
图 32: 可比公司估值 (截至 2022 年 6 月 22 日) .....	16

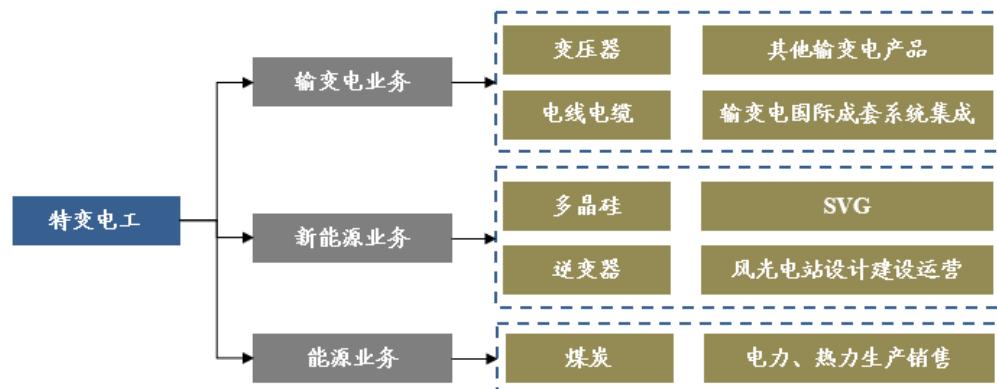
## 1. 多业务并进，结构持续优化中

### 1.1. 起家输变电，多业务拓展生机迸发

特变电工成立于 1993 年，是我国电气与能源设备老兵。公司起家于电线电缆与变压器业务，是我国变压器行业首家上市公司。在 1997 年登陆上交所上市后，公司多年内先后并购重组了德阳电缆厂、天津变压器厂、衡阳现代电器设备集团、鲁能泰山电缆、沈阳变压器等多家公司，奠定了公司在输变电领域的龙头地位。之后，公司业务先后拓展多晶硅、煤矿、电站 EPC/BT 及电站运营等多种业务，综合实力不断提升。

公司主要业务包括输变电、新能源、传统能源业务三大板块。其中：1) 输变电业务主要包括变压器、电线电缆及其他输变电产品，输变电国际成套 EPC 业务；2) 新能源业务主要包括多晶硅、逆变器、SVG 等产品的生产与销售，为光伏、风能电站提供设计、建设、调试及运维等全面的能源解决方案，风能、光伏电站的运营；3) 能源业务主要包括煤炭的开采与销售、电力及热力的生产和销售等。

图 1：特变电工主营业务结构

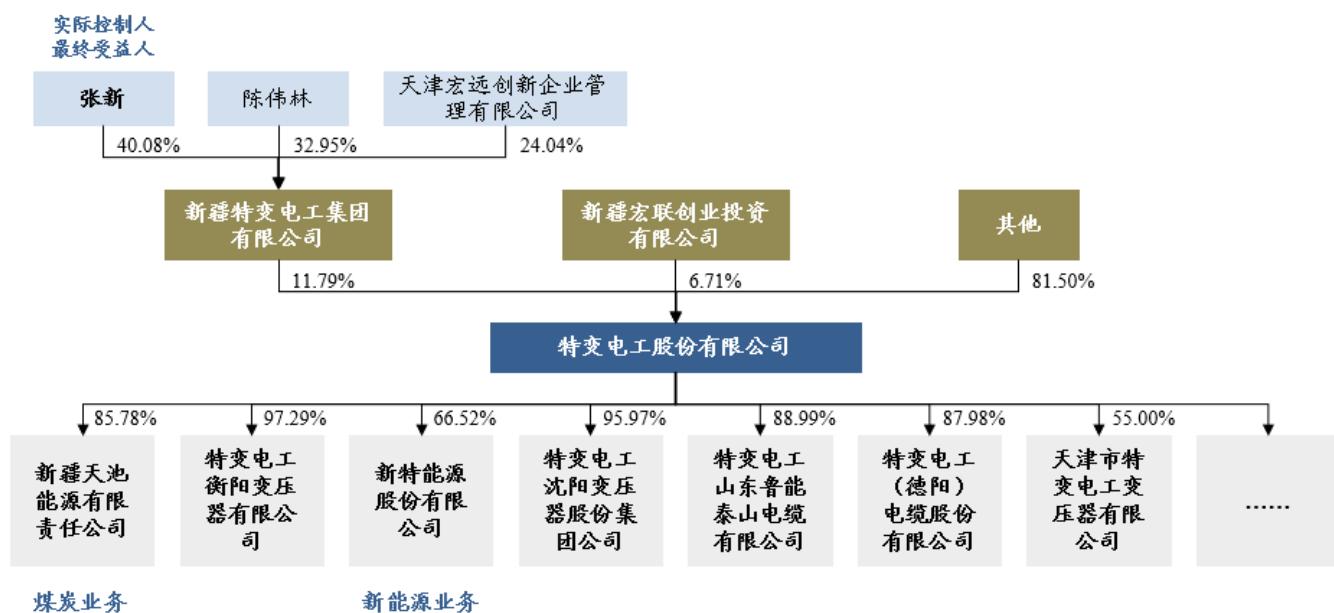


数据来源：特变电工公司年报，东吴证券研究所

体系庞大，股权较为分散，母子公司配合良好。公司股权结构较为分散，截至 2021 年 6 月，前两大股东新疆特变电工集团有限公司、新疆宏联创业投资有限公司分别持有 11.79% 和 6.71% 股权，此外其他独立法人股东持有股权多在 2% 以下。公司实际控制人为张新，直接持有第一大股东新疆特变电工集团 40.08% 股权，并通过全资控股天津宏远间接持有新疆特变电工集团 24.04% 股权。此外，公司其他管理层也均有持股，起到了较好激励作用。

公司子公司众多，其中核心控股子公司新疆天池能源（截至 2021 年 6 月，公司持股 85.78%）主要负责公司的煤炭业务，控股子公司新特能源（截至 2021 年 6 月，公司持股 66.52%）主要负责新能源业务，为 H 股上市公司。母子公司配合良好，在公司各业务中起到了较好的协同作用。

图 2：公司股权结构及主要子公司业务（截至 2022 年 6 月）

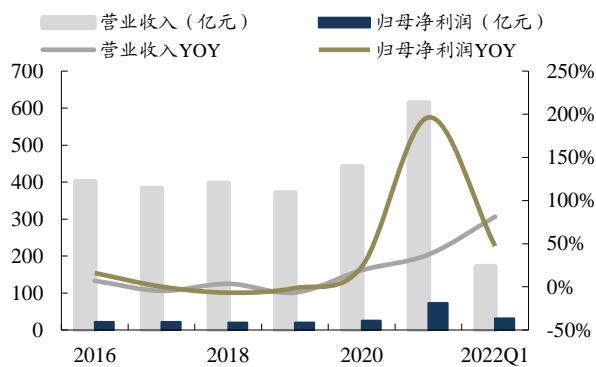


数据来源：Wind, 特变电工公司年报, 东吴证券研究所

## 1.2. 业务结构不断优化，抗风险能力提升

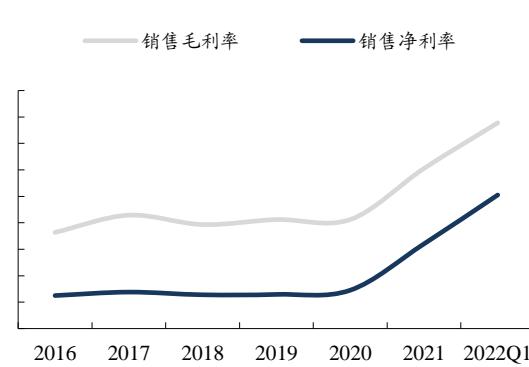
公司收入增速较快，毛利率净利率水平较高。在多元业务的贡献下，公司多年保持较为稳定的增速，2016-2021 年公司收入 CAGR 为 8.87%，归母净利润 CAGR 为 27.07%。2021 年受晶硅价格上涨及销量增加、新能源自营电站发电量增加、煤炭价格上涨及销量增加、公司公允价值变动损益增加等原因所致，公司收入、利润取得较大突破，当年公司营业收入 614 亿元，同比增长 37.39%，归母净利润 73 亿元，同比增长 196.34%。2022 年公司继续保持高增长态势，2022Q1 收入 171 亿元，同比增长 81.28%，归母净利润 31.22 亿元，同比增长 47.28%，主要系硅料、煤炭等能源相关原材料价格维持高位、出货量快速增长所致。此外，公司毛利率与净利率水平较高，2022Q1 公司销售毛利率、销售净利率分别为 38.89% 和 25.26%。

图 3：公司近年营业收入与归母净利润变化



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

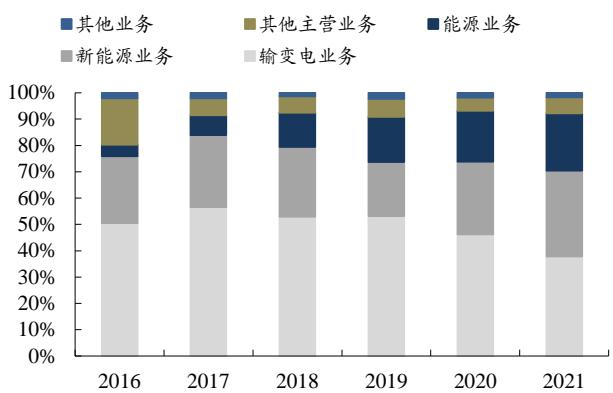
图 4：公司近年销售毛利率与销售净利率



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

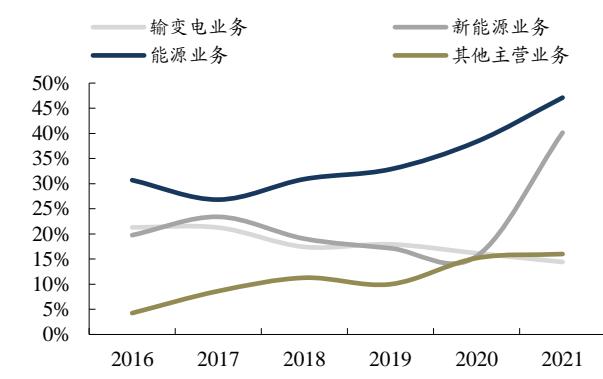
业务结构持续优化，毛利率更高的新能源、能源业务占比有所提升。目前，输变电仍是公司重要业务，但作为成熟赛道的成熟业务，其毛利率水平较低、整体稳定。为此，公司积极发展新能源、能源业务，加强业务多元性及协同性。2021 年公司输变电/新能源/能源业务收入分别为 232.47/199.69/134.05 亿元，分别占当期收入的 37.88%/32.54%/21.84%，新能源、能源业务收入占比相较于 2016 年分别增长了 7.08/17.46pct。此外，新能源、能源业务毛利率水平更高，2021 年公司输变电/新能源/能源业务毛利率分别为 14.41%/40.14%/47.11%。

图 5：公司不同业务收入占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：公司不同业务毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 叠加多行业贝塔，三大业务均值得期待

### 2.1. 新能源业务：硅料受益紧平衡量利齐升，新能源电站进入收获期

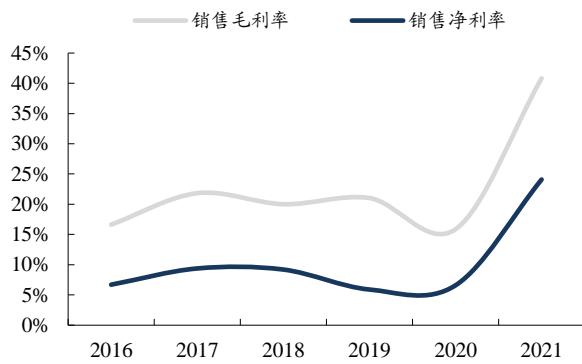
公司新能源业务主要由控股子公司新特能源承担，2021 年新特能源营收实现较快增长，同时利润扭亏为盈，为母公司整体经营产生了较大贡献。2021 年新特能源营业收入与归母净利润分别为 223.55/48.49 亿元，分别同比增长 58.71%/804.44%；同时，在硅料价格不断上涨的影响下，公司销售毛利率与销售净利率均有较大提升，分别为 40.81%/24.08%，分别同比增长 24.95pct/17.49pct。

图 7：子公司新特能源近年营业收入与归母净利润变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：子公司新特能源近年销售毛利率与销售净利率

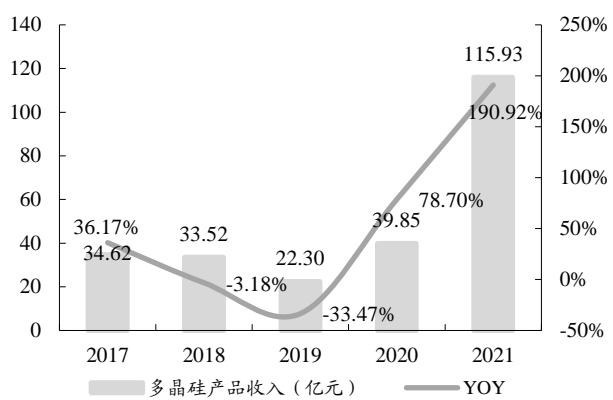


数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 2.1.1. 多晶硅：扩产计划依次落地，盈利能力触底反弹

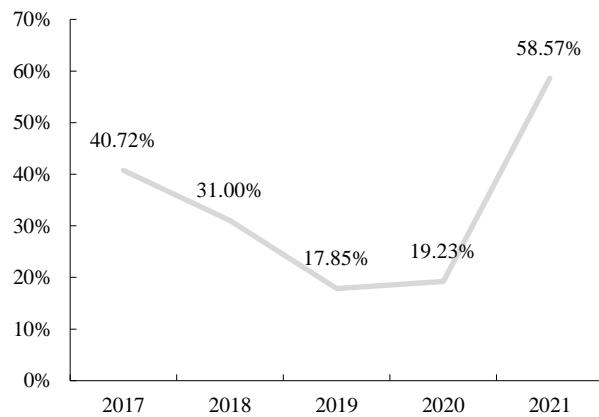
多晶硅业务底部反转，迎来“量利齐升”。受光伏装机量不断增长，硅料供需失衡影响，中短期内多晶硅价格高企，多晶硅业务迎来大幅增长。2021年公司多晶硅出货7.82万吨，同比增长17.9%，实现115.93亿元营业收入，同比增长190.92%。2021年公司多晶硅平均销售价格约为14.82万元/吨，相较2020年同期均价6.01万元/吨上涨了246.6%。毛利率触底反弹，2021年多晶硅毛利率为58.57%，相较于2020年的19.23%提升了39.34pct，盈利能力大幅上升。进入2022年以来，国内多晶硅产能释放不及预期，整体供应仍偏紧，我们预计2022年硅料均价20万+，多晶硅业务2022年盈利依然强劲。

图 9：多晶硅产品历年营收情况



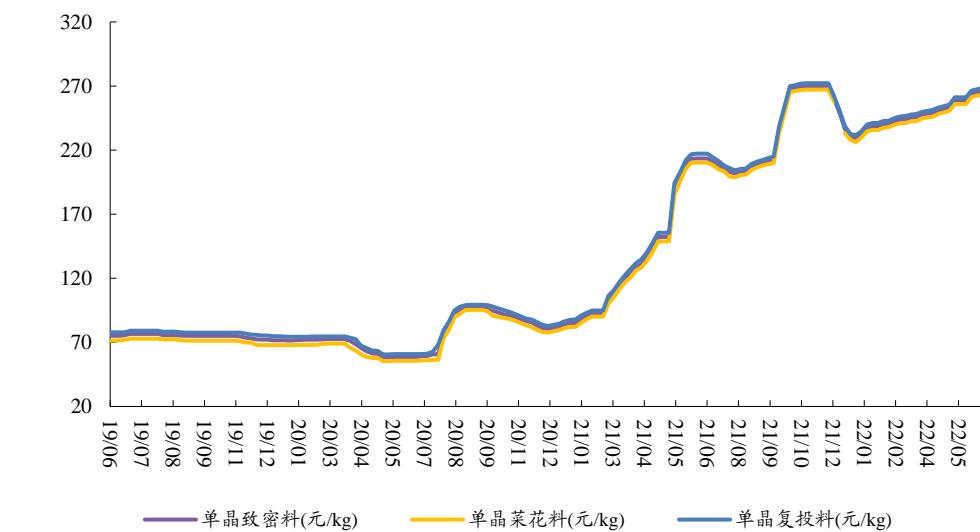
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：多晶硅产品历年毛利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：2021年来硅料价格一路攀升



数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

硅片厂商长单锁量，公司扩产依次落地。公司2020年和2021年与晶澳科技、隆基

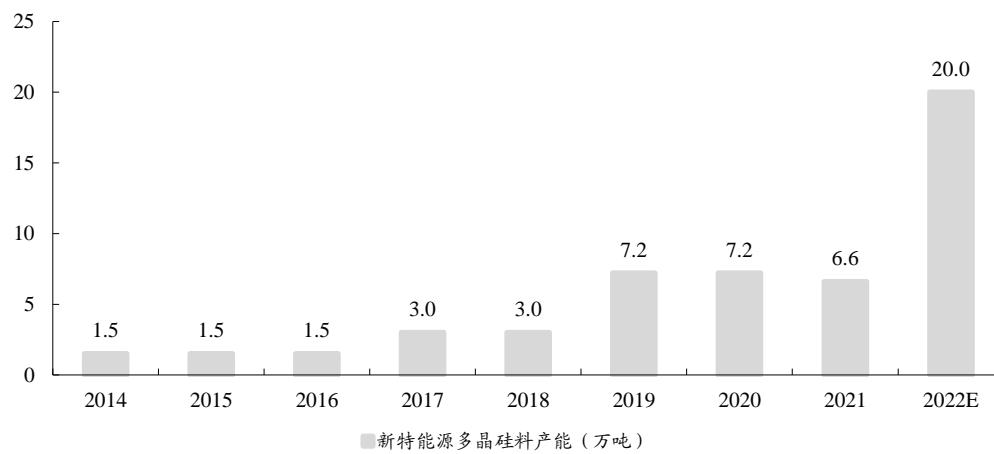
绿能、上机数控、高景太阳能、双良节能签订长单累计 85.32GW，合同期限自 2020 年 10 月至 2026 年 12 月，平均每年公司需交付多晶硅 14.22 万吨。截至 2021 年底，由于新疆产线技改，公司有效产能 6.6 万吨。22Q2 新疆产线技改完成，产能提升至 10 万吨/年，同时 2022 年下半年，内蒙古包头一期项目将投产，Q4 可实现满产，我们预计 2022 年底多晶硅产能可达 20 万吨/年。另外内蒙古包头二期、准东一期、二期产能建设加速，我们预计公司 2023、2024 年均有产能释放，扩产节奏有条不紊。随扩产落地，加之长单锁量，公司 22 年出货继续高增。

图 12：新特能源长单签订情况

签单对象	公告时间	合同商品	数量 (万吨)	合同期限
晶澳科技	2020.9	多晶硅料	9.72	2020 年 10 月至 2025 年 12 月
隆基绿能	2020.12	多晶硅料	27	2021 年至 2025 年
上机数控	2021.1	多晶硅料	7.04	2021 年至 2025 年
高景太阳能	2021.3	多晶硅料	15.24	2021 年 7 月至 2025 年 12 月
晶澳科技	2021.4	多晶硅料	18.1	2022 年 4 月至 2025 年 12 月
双良节能	2021.9	多晶硅料	8.22	2022 年至 2026 年
合计			85.32	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

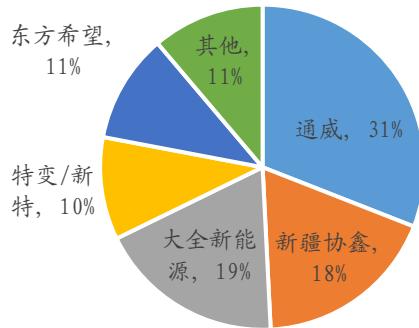
图 13：新特能源多晶硅料产能变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

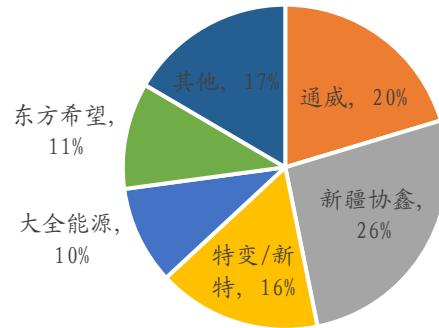
五寡头格局稳固，市占率更进一步跃居行业前三。2020 年疫情影响下，硅料价格持续下跌，小厂商亏损严重逐渐退出竞争，行业形成保利协鑫、通威、新特、大全新能源、东方希望五家寡头垄断格局。按 2021 年多晶硅产能测算，公司市占率仅有 13%，处于五寡头中较弱地位。2022 年若公司扩产计划正常落地，公司市占率将提升 9 个百分点达到 22%，挤占同业市场份额，与通威、协鑫并列第一梯队。

图 14: 2021 年底硅料竞争格局预测值 (按产能)



数据来源: CPIA, 东吴证券研究所

图 15: 2022 年底硅料竞争格局预测值 (按产能)



数据来源: CPIA, 东吴证券研究所

**多晶硅成本位列行业第一梯队, 硅料能源一体化成本潜力大。**公司与大全新能源、通威股份、保利协鑫等同属国内第一梯队多晶硅企业, 公司是煤炭—电厂—硅料一体化企业, 成本优势明显 (电力成本占比一般在 35-40%)。且公司主要产能均在新疆、内蒙古等低电价地区。未来公司新产能投放, 有望进一步挖掘一体化潜力, 成本下降空间大。

图 16: 龙头硅料企业经营数据对比

销量(万吨)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
新特	2.3	3.0	3.4	3.5	6.6	7.8
通威	1.2	1.6	1.9	6.4	8.7	10.8
大全新能源	1.3	1.8	2.3	3.8	7.5	7.5
吨收入(万元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
新特	10.96	11.52	9.80	6.30	6.01	14.83
通威	10.94	11.07	8.36	6.37	7.55	17.42
大全新能源	8.87	10.68	10.68	5.52	6.19	14.31
吨成本(万元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
新特	7.24	6.83	6.76	5.17	4.85	6.14
通威	5.96	5.88	5.53	4.70	4.93	5.80
大全新能源	7.89	7.60	6.22	4.94	4.14	4.93
毛利率	2016	2017	2018	2019	2020	2021
新特	34%	41%	31%	18%	19%	59%
通威	46%	47%	34%	26%	35%	67%
大全新能源	11%	29%	42%	10%	33%	66%

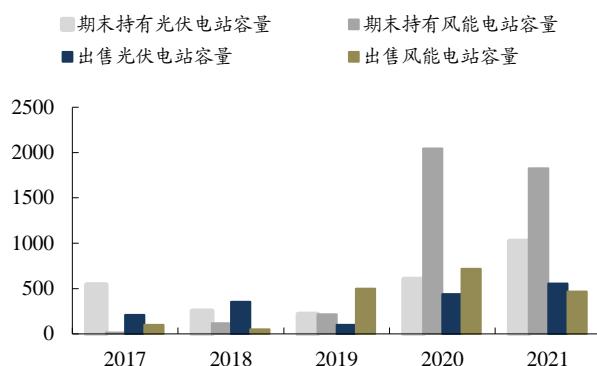
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 2.1.2. 新能源电站: BOO 模式有望成为主力

**电站经营规模持续增长, 带动卖电收入增长。**公司新能源电站主要有 EPC、BOO (自持电站)、BT (建设-转让) 三种经营模式, 收入来源主要为自持电站的发电售电、建设电站收入、出售自持电站三种模式。根据公司年报, 公司近年持有与出售电站容量

实现较大增长，截至 2021 年末共持有光伏/风能电站 1022.09/1826MW，2021 年公司分别出售光伏/风能电站 555/468MW。体现在发电量上，2021 年公司光伏/风能发电量分别为 8.40/31.59 亿千瓦时，分别同比增长 0.71%/31.59%。

图 17：公司持有与出售风光电站容量 (MW)



数据来源：特变电工公司年报，东吴证券研究所

图 18：公司新能源发电量 (亿千瓦时)



数据来源：特变电工公司年报，东吴证券研究所

**BOO 模式长期盈利更佳，将成为公司未来主要方向。**在三种电站运营模式中，EPC 模式下公司主要承担设计、施工，不承担后期电站运营，毛利率较低，我们预计约 5-8%。近年来公司不断探索 BT 模式，即由公司自己进行风光资源开发、建设、转让，毛利率水平相对 EPC 更高。截至 2021 年末公司持有已完工未转让及在建 BT 项目 593.09MW。但 BT 模式比较依赖于公司自身获取资源的能力，且过程中需要大量的资金投入(垫资)，营运风险较高。相比之下，BOO 模式无需公司进行项目投资，又允许公司通过电站经营获得更高毛利，未来有望成为公司主要运营模式，2021 年 BOO 模式在公司电站运营板块中的收入占比已过半。

## 2.2. 输变电业务：“基本盘” 稳增长，特高压等带来结构性机会

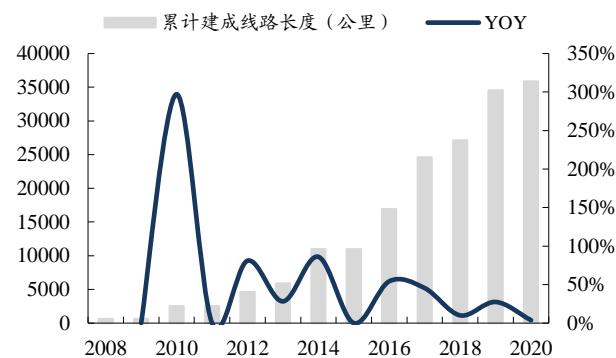
“十四五” 我国电网投资维持稳步增长的态势，电网投资结构性方向会偏向新能源相关的网架升级改造。2021 年我国电网基本建设投资完成额共 4951 亿元，同比增长 5.36%，2008-2021 年 CAGR 为 4.21%。我们预计“十四五”期间，国网年均投资额高位稳定在 4700-5000 亿元左右，其中 2022 年国网计划投资额达 5012 亿(全口径)、同比+6%。结构上，随波动性&随机性较强的新能源大比例接入，终端负荷结构变化，电网增量投资方向将聚焦于网架建设(特高压直流为主，特变电工具有相关业务)、配网智能化(针对分布式电源及新型负荷接入)、数字化(调度系统等)、抽水蓄能等方向。

图 19：我国电网基本建设投资完成额（亿元）



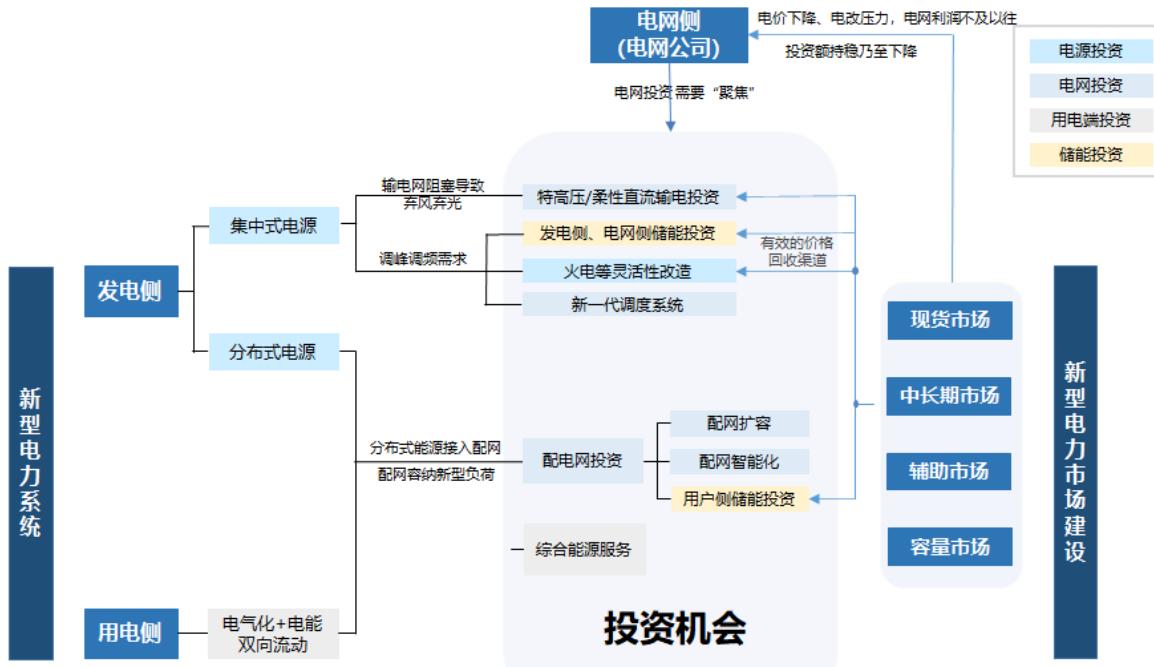
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 20：我国特高压累计建成线路长度（公里）



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

图 21：新型电力系统建设背景下，电网结构性投资方向一览



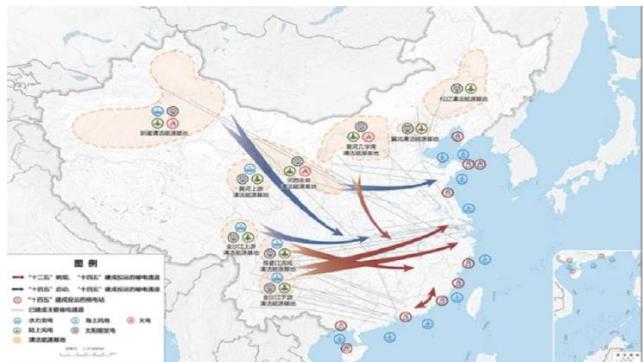
数据来源：国家电网，东吴证券研究所

**能源体系改革需要特高压建设为前提。**在双碳政策指引下，近年来风光新能源建设在全国各地如火如荼展开。不同于传统能源的建设选址，目前我国新能源建设仍主要集中在东北、西北、华北等风光资源优秀的“三北”地区，与电力需求较多的东部沿海地区存在空间上的“错配”。因此，在相当长期内我国一直存在弃风弃光等现象，造成了电力资源的很大浪费。

**特高压线路建设是缓解电力供需空间错配的重要解决方案，“十四五”有望迎来快速发展期。**根据国家电网，截至 2020 年我国已经累计建成特高压输电线路 35868 公里，

2008-2020 年 CAGR 高达 39.87%，累计输送电量超过 2.1 万亿千瓦时。“十四五”期间，针对集中式电源即大电站的加速建设，电网投资重心在于特高压直流外送通道的建设。根据《中国能源报》，‘十四五’期间，国网规划建设特高压线路“24 交 14 直”，涉及线路 3 万余公里，变电换流容量 3.4 亿千伏安，总投资 3800 亿元。其中 2022 年计划开工“10 交 3 直”共 13 条特高压线路。

图 22：我国“十四五”风光大基地建设规划



数据来源：光伏們，东吴证券研究所

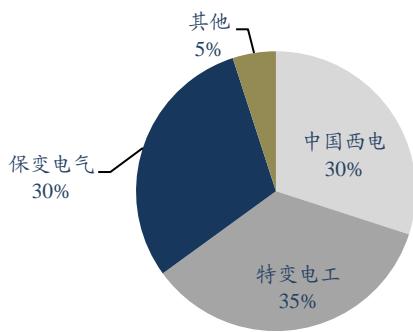
图 23：国家电网在建在运特高压工程示意图



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

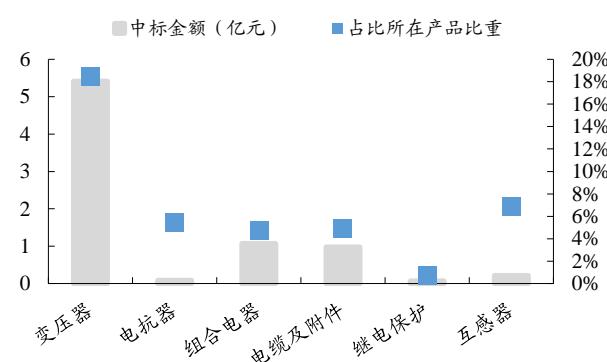
公司为我国变压器龙头，特高压变压器份额高达 35%。公司变压器产业目前在超、特高压交直流输变电，大型水电及核电等关键输变电设备研制方面已达到世界领先水平；线缆产业具备生产 1,000kV 及以下扩径导线、500kV 及以下交联电缆及电缆附件的能力。根据国网采购公告，在 2022 年第十四批电气设备采购中，公司变压器产品共中标 5.41 亿元，占变压器品类中标金额的 18.49%。而在技术要求更高的特高压市场中，公司竞争优势更加显著。以中标金额计算，2020 年我国交流特高压变压器市场 TOP3 企业分别为特变电工、中国西电、保变电气，市场份额分别为 35%/30%/30%。

图 24：2020 年我国交流特高压变压器市场竞争格局



数据来源：国家电网，前瞻产业研究院，东吴证券研究所

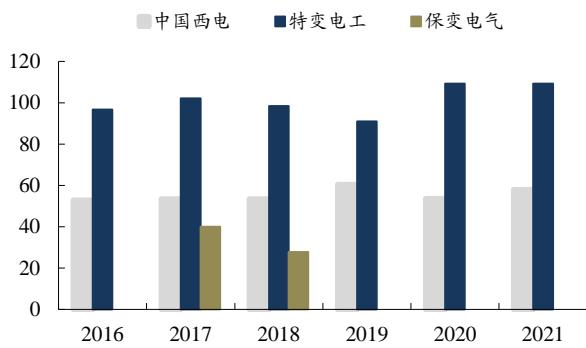
图 25：2022 国网第十四批采购公司中标金额与占比



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

同业对比，公司收入毛利率均处于较高水平。2021 年公司与中国西电变压器业务收入分别为 109.26/58.03 亿元，收入遥遥领先；同年公司与中国西电变压器业务毛利率分别为 18.72%/18.76%，公司处于行业较高水平。

图 26：可比公司变压器业务收入（亿元）



数据来源：Wind, 保变电气定增反馈意见回复, 东吴证券研究所

**其他输变电设备业务：**特高压需求以外，随新能源装机提升，变压器在发电侧也有一定增量；电线电缆基本随发电量增长而保持低个位数增速；海外输变电 EPC 2020 年受疫情冲击、2021 年开始回复，后续年份保持 CAGR=10% 稳定增长。

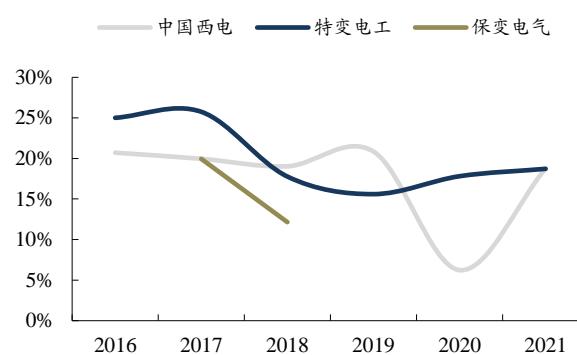
输变电业务整体来看，我们预计 2022-2024 年收入 CAGR 约 10%，利润率保持稳定，净利润 CAGR 约 12%。

### 2.3. 能源业务：煤价高企带来新机遇，发电收入贡献稳定现金流

公司能源业务由控股子公司天池能源主要经营，包括煤炭开采销售、电力热力销售两块业务：

受供给侧改革影响，当前煤炭产能紧俏，煤价高企成为业务主要推动力。公司所在准东矿区煤矿储量约 120 亿吨，目前公司共开发有南露天与将二矿两个煤矿，产能分别为 3000/2000 万吨/年。2021 年受电力短缺影响，且南露天与将二矿作为划定的保供煤矿，公司当年煤炭销量约 6000 万吨。但由于煤矿开采量须与产能匹配，并要求经过严格的审核，因此短期内煤炭开采量与销量增长弹性较小，我们预计维持在 6000 万吨水平。同时，自 2021 年来煤炭价格持续上涨，2021 年公司煤炭销售均价约 120 元/吨，虽在 2021 年四季度有所下降，但我们预计 2022 年总体仍在高位震荡，预计全年均价在 150-200 元/吨之间，为公司煤炭业务带来较大收入增长弹性；同时费用率水平较低，我们预计煤炭业务净利润率可达 30%+。往后来看，“十四五”期间火力发电也是配合新能源装机提升不可或缺的“左膀右臂”，火电需求持续性仍较强，为煤炭价格提供支撑。

图 27：可比公司变压器业务毛利率



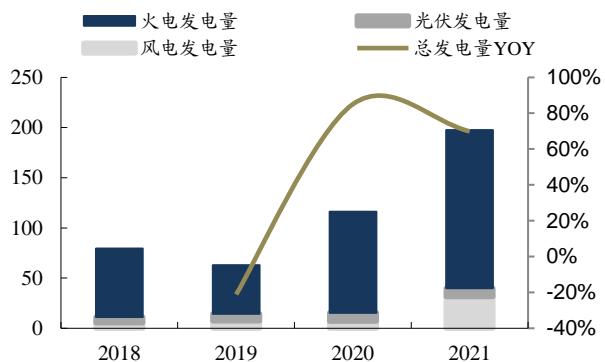
数据来源：Wind, 保变电气定增反馈意见回复, 东吴证券研究所

图 28：动力煤期货结算价变动



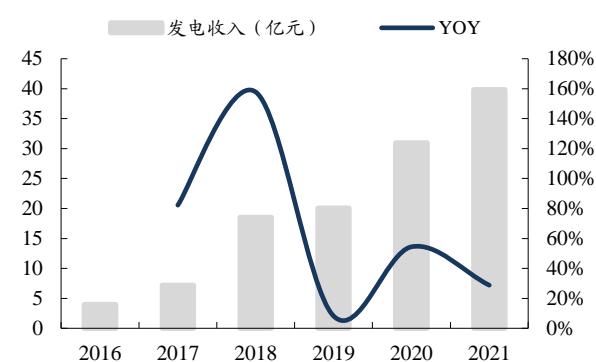
**火电装机持稳, 后续发电量规模同样有望保持稳定。**除前文提到的新能源电站外, 公司还运营有多个火力发电站, 目前火力在公司发电业务中占比也最高。2021 年公司风电/光伏/火电发电量分别为 31.59/8.40/157.48 亿千瓦时, 火电发电量占比高达 79.75%。体现在发电收入上, 2021 年公司发电收入 39.83 亿元, 同比增长 28.77%, 2016-2021 年 CAGR 为 58.83%, 已成为公司增长最快的收入之一。往后看, 火电装机规模我们预计维持在 2720MW, 火电发电小时数持稳, 发电量有望保持稳定, 发电收入基本由火电市场化电价决定。

图 29: 公司近年发电量变化 (亿千瓦时)



数据来源: 特变电工公司年报, 东吴证券研究所

图 30: 公司近年发电收入变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 盈利预测与投资建议

我们预计 2022-2024 年公司整体营收增速分别为 31.72%/9.11%/3.16%。分业务来看, 我们假设:

**(1) 输变电业务:** 1) 变压器业务受益于“十四五”特高压建设、新能源电站需求高景气、海外 EPC 建设发力, 预计 2022-2024 年增速超过 10%; 2) 电线电缆业务保持稳健, 增速约 6%;

**(2) 新能源业务:** 1) 在硅料供需紧平衡的背景下, 硅料价格维持高位, 公司新建产能渐次落地, 有望抓住机遇期获得较大增长; 2) 电站开发运营保持稳健, 装机量持续稳步上涨。

**(3) 能源业务:** 1) 煤炭产量提升空间弹性较小, 煤炭业务有望受益于煤价短期高位; 2) 电站运营规模持续增长, 带动发电量稳步提升。

图 31: 特变电工盈利预测拆分

(单位: 亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>一、输变电业务</b>				
<b>变压器</b>				
收入	109.26	123.79	140.26	158.91
YOY	-0.01%	13.30%	13.30%	13.30%
毛利	20.45	23.27	25.95	29.40
毛利率	18.72%	18.80%	18.50%	18.50%
<b>电线电缆</b>				
收入	89.85	95.24	100.95	107.01
YOY	22.10%	6.00%	6.00%	6.00%
毛利	7.59	8.10	10.10	11.77
毛利率	8.45%	8.50%	10.00%	11.00%
<b>输变电成套工程</b>				
收入	33.36	36.69	40.36	44.40
YOY	53.53%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利	5.45	8.07	9.69	11.10
毛利率	16.35%	22.00%	24.00%	25.00%
<b>二、新能源业务</b>				
<b>新能源产业及配套工程</b>				
收入	199.69	343.26	390.93	394.32
YOY	63.88%	71.90%	13.89%	0.87%
毛利	80.16	186.79	190.74	143.76
毛利率	40.14%	54.42%	48.79%	36.46%
<b>三、能源业务</b>				
<b>煤炭</b>				
收入	94.22	108.35	102.93	92.64
YOY	73.58%	15.00%	-5.00%	-10.00%
毛利	40.45	57.95	54.93	46.44
毛利率	42.94%	53.48%	53.37%	50.13%
<b>电站运营</b>				
收入	39.83	49.13	50.68	52.69
YOY	28.80%	23.33%	3.17%	3.96%
毛利	22.70	28.49	29.90	31.61
毛利率	56.98%	58.00%	59.00%	60.00%

其他业务				
收入	43.79	47.00	50.53	54.41
YOY	45.88%	7.34%	7.50%	7.68%
毛利	7.11	7.55	8.51	9.62
毛利率	16.24%	16.06%	16.84%	17.68%
合计				
收入	613.71	803.46	876.65	904.38
YOY	37.39%	30.92%	9.11%	3.16%
毛利	183.92	320.22	329.81	283.70
毛利率	30.37%	39.86%	37.62%	31.37%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**费用率假设：**公司营收增速高于费用增长，我们假设公司 2022-2024 年研发费用率分别为 1.30%/1.20%/1.10%，管理费用率分别为 3.78%/3.60%/3.50%，销售费用率分别为 2.80%/2.70%/2.65%。

**盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 147.97/155.25/135.83 亿元，同比分别+104%/+5%/-13%，对应现价（6 月 22 日）PE 分别为 6.67/6.36/7.27 倍。可比公司平高电气、许继电气、中国西电均为电气设备行业龙头，2022 年 PE（TTM）均在 10 倍以上，考虑到短期内公司业绩主要受益于硅料和煤价上涨，价格波动具有不确定性，我们 2022 年给予公司 9 倍 PE 作为估值依据，目标价 35.1 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图 32：可比公司估值（截至 2022 年 6 月 22 日）

股票代码	股票简称	股价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		投资评级
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	
600312.SH	平高电气	7.78	13.57	106	0.05	-	-	71 (TTM)	71 (TTM)	未评级
000400.SZ	许继电气	19.57	10.08	197	0.72	0.86	1.05	28	23	19
601179.SH	中国西电	4.80	51.26	246	0.11	-	-	42 (TTM)	42 (TTM)	未评级
<b>平均值</b>								<b>28</b>	<b>23</b>	<b>19</b>
<b>600089.SH</b>	<b>特变电工</b>	<b>26.05</b>	<b>37.91</b>	<b>987</b>	<b>1.91</b>	<b>3.90</b>	<b>4.10</b>	<b>14</b>	<b>7</b>	<b>6</b>
										<b>买入</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所，其中许继电气 2022-2023 年预测来自 Wind 一致预期，平高电气、中国西电均无 Wind 一致预期，故采用 PE（TTM）作为估值参考。

## 4. 风险提示

**1) 多晶硅产能落地不及预期的风险。**多晶硅产能建设属于大化工的范畴，在各个环节需要有经验积淀，也存在较大不确定性。公司在多晶硅领域行业领先，具有一定产业化经验，但若是多晶硅产能不能按计划落地，将无法享受硅价高企的窗口机遇，从而对新能源业务带来不利影响。

**2) 特高压建设不达预期的风险。**2022 年受疫情影响，上半年特高压项目招标较少，

若未来项目建设进展仍不达预期，将对公司输变电业务带来较大不利影响。

**3) 硅价、煤价波动的风险。**多晶硅、煤炭产能建设周期较长，短期产量弹性较小，受益于硅价、煤价上涨，公司两项业务迎来机遇期。若未来硅价、煤价出现较大向下波动，将对两项业务收入与盈利预期造成较大不利影响。

## 特变电工三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
	流动资产	59,144	80,311	91,646	103,211	营业总收入	61,371	80,346	87,665
货币资金及交易性金融资产	20,864	25,973	30,541	36,319	营业成本(含金融类)	42,730	48,324	54,683	62,068
经营性应收款项	24,210	36,542	40,130	43,482	税金及附加	817	1,414	1,595	1,610
存货	8,270	11,071	12,823	15,240	销售费用	2,017	2,250	2,367	2,397
合同资产	3,099	2,668	3,882	3,858	管理费用	2,472	3,037	3,156	3,165
其他流动资产	2,702	4,057	4,270	4,311	研发费用	1,105	1,045	1,052	995
非流动资产	67,214	68,668	74,214	80,575	财务费用	1,036	869	799	694
长期股权投资	2,753	3,193	3,653	4,133	加:其他收益	306	602	621	621
固定资产及使用权资产	42,425	49,505	55,510	61,583	投资净收益	569	391	455	516
在建工程	5,908	3,503	2,501	2,277	公允价值变动	1,042	250	341	432
无形资产	5,721	6,153	6,397	6,475	减值损失	-1,591	-777	-853	-570
商誉	130	130	130	130	资产处置收益	25	80	70	81
长期待摊费用	1,051	1,009	965	919	营业利润	11,547	23,953	24,646	20,591
其他非流动资产	9,226	5,174	5,058	5,059	营业外净收支	-8	18	12	10
资产总计	126,358	148,979	165,860	183,786	利润总额	11,538	23,971	24,658	20,601
流动负债	43,009	47,189	49,396	55,837	减:所得税	1,725	3,548	3,600	3,033
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,546	3,488	3,488	3,488	净利润	9,814	20,424	21,058	17,567
经营性应付款项	25,695	31,465	32,510	36,050	减:少数股东损益	2,559	5,626	5,533	3,984
合同负债	4,730	5,316	5,970	6,825	归属母公司净利润	7,255	14,797	15,525	13,583
其他流动负债	7,038	6,920	7,427	9,473					
非流动负债	26,384	28,904	27,504	26,045	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.91	3.90	4.10	3.58
长期借款	23,724	26,224	24,774	23,245	EBIT	11,612	24,277	24,811	20,203
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	14,935	32,032	34,049	31,117
租赁负债	148	168	218	288					
其他非流动负债	2,512	2,512	2,512	2,512					
负债合计	69,394	76,093	76,900	81,882	毛利率(%)	30.37	39.86	37.62	31.37
归属母公司股东权益	44,189	54,484	65,025	73,986	归母净利率(%)	11.82	18.42	17.71	15.02
少数股东权益	12,775	18,402	23,935	27,919					
所有者权益合计	56,964	72,886	88,960	101,904	收入增长率(%)	37.39	30.92	9.11	3.16
负债和股东权益	126,358	148,979	165,860	183,786	归母净利润增长率(%)	196.34	103.97	4.92	-12.51

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
	经营活动现金流	11,657	19,509	26,395	29,401	每股净资产(元)	10.56	13.28	16.06
投资活动现金流	-11,444	-10,260	-15,662	-18,389	最新发行在外股份 (百万股)	3,791	3,791	3,791	3,791
筹资活动现金流	-1,134	-5,170	-7,485	-7,121	ROIC(%)	12.09	21.87	19.24	13.99
现金净增加额	-951	4,079	3,248	3,890	ROE-摊薄(%)	16.42	27.16	23.88	18.36
折旧和摊销	3,324	7,755	9,238	10,914	资产负债率(%)	54.92	51.08	46.36	44.55
资本开支	-10,918	-13,343	-15,009	-17,014	P/E (现价&最新股本摊薄)	13.61	6.67	6.36	7.27
营运资本变动	-2,293	-8,546	-5,099	-1,656	P/B (现价)	2.47	1.96	1.62	1.41

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

### 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>