

信义山证汇通天下

证券研究报告

输变电设备

特变电工（600089.SH）

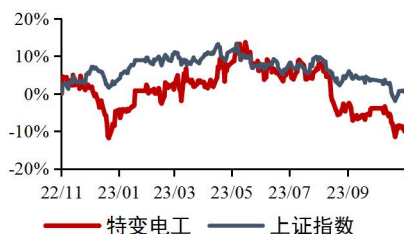
增持-A(首次)

产品价格回落影响 Q3 业绩，煤炭、新能源成长空间仍存

2023 年 11 月 3 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 11 月 2 日

收盘价（元）：	13.87
年内最高/最低（元）：	24.45/13.52
流通 A 股/总股本（亿）：	50.53/50.53
流通 A 股市值（亿）：	700.81
总市值（亿）：	700.81

基础数据：2023 年 9 月 30 日

基本每股收益：	2.28
摊薄每股收益：	2.28
每股净资产（元）：	17.12
净资产收益率：	14.67

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2023 年三季度报告：2023 年 1-9 月，公司实现营业总收入 735.95 亿元，同比变化+4.79%；实现归母净利润 93.76 亿元，同比变化-15.37%；扣非后归母净利润 90.45 亿元，同比变化-19.78%；基本每股收益 2.2754 元/股，同比变化-20.48%；加权平均资产收益率为 15.24%，同比减少 6.92 个百分点；截止 9 月底，经营活动产生的现金流净额 160.75 亿元，同比变化-10.13%；资产负债率 55.94%，同比变化+1.93 个百分点。三季度单季实现营业总收入 238.17 亿元，同比变化-13.84%；实现归母净利润 19.10 亿元，同比变化-54.27%；扣非后归母净利润 19.68 亿元，同比变化-53.33%。

事件点评

➢ Q3 煤炭、多晶硅价格下行，公司整体业绩有所下滑。截止中报公司的新能源产业及配套工厂产品、煤炭、变压器及电线电缆产品收入分别占比 32.08%、19.98%、15.62%和 11.74%；毛利分别占比 44.51%、27.36%、7.64%和 3.35%，毛利率分别为 44.61%、44.04%、15.73%和 9.16%，新能源和煤炭板块对公司业绩影响日益重要。根据 WIND 数据，Q3 国产多晶硅（一级料）均价 10.48 美元/千克，同比-76.24%，环比 Q2 变化-49.76%；煤炭方面，疆内外煤价均有所回调，乌鲁木齐长焰煤 Q3 均价 400 元/吨，同比变化-17.16%，环比 Q2 变化-15.03%；靖远电煤 Q3 均价 706 元/吨，同比变化-17.75%，环比 Q2 变化-9.56%，价格的回调导致新能源及煤炭板块毛利下降影响业绩，公司 Q3 整体毛利率 23.31%，同比下滑 13.18pct，环比下滑 2.20pct。公司费用率稳定，总期间费用率 8.16%，同比+0.61pct。随着四季度以来煤炭、多晶硅等价格回升，预计公司四季度业绩有所改善。

➢ 受益于资源禀赋，煤炭，新能源板块成长空间较大。将一矿投产后公司煤炭核定产能达到 7400 万吨，煤炭产能、产量已超过中煤能源。公司煤炭子公司煤炭资源探明储量达 120 亿吨，居煤炭上市公司前列。将一矿目前核准产能 400 万吨/年，规划产能 2000 万吨/年，且公司地处新疆准东矿区，具备疆煤外运和自用双重地域优势，未来仍有增长空间。新能源方面，公司多晶硅扩产顺利，预计年内产能将达到 30 万吨，且新疆风光资源丰富，新能源板块也具备成长潜力。另外，2023 年以来特高压建设明显加速，已核准特高压直流 4 条，后续线路仍在增加，公司作为我国特高压变压器和换流变主要供应商，2023 年累计中标额近 30 亿元，未来传统变压器板块也有望持续较高增长。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 2.24\2.63\2.92 元，对应公司 11 月 2 日收盘价 13.87 元，2023-2025 年 PE 分别为 6.2\5.3\4.7 倍，考虑到公司主营板块成长性较强，兼具低估值属性，首次覆盖，给予“增持-A”投资评级。

风险提示

➤ 宏观经济增速不及预期风险：公司产品主要为大宗商品，其价格受宏观经济影响较大，后期若我国宏观经济增速不及预期，公司业绩或承压；煤炭、多晶硅及其他产品价格超预期下行风险：除宏观经济影响外，公司煤炭、多晶硅等产品价格受我国产能扩张、进口等因素影响，若上述方面超预期增加，公司产品销售量及价格可能下降；电网投资不及预期风险：公司变压器板块受新增电网投资影响，后期若规划的电网投资落地不及预期，则变压器销售量价或下行；安全生产风险：煤炭、多晶硅及变压器等生产工艺过程有较多的危险因素，若发生超预期安全事故，可能影响公司产品产销量。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	61,371	96,003	103,387	111,351	117,374
YoY(%)	39.0	56.4	7.7	7.7	5.4
净利润(百万元)	7,255	15,883	11,313	13,305	14,770
YoY(%)	191.7	118.9	-28.8	17.6	11.0
毛利率(%)	30.4	38.7	29.9	31.4	32.0
EPS(摊薄/元)	1.44	3.14	2.24	2.63	2.92
ROE(%)	17.2	28.5	16.3	16.9	16.3
P/E(倍)	9.7	4.4	6.2	5.3	4.7
P/B(倍)	1.8	1.3	1.1	1.0	0.8
净利率(%)	11.8	16.5	10.9	11.9	12.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	59144	68760	88067	85332	106773
现金	19561	16244	26006	22817	35108
应收票据及应收账款	15336	15925	17740	18518	19702
预付账款	4247	5519	5933	5877	6842
存货	8270	14011	17023	12916	17418
其他流动资产	11731	17060	21365	25204	27704
非流动资产	67214	101574	111437	117675	121356
长期投资	2753	1161	1161	1371	1585
固定资产	42277	57761	59682	62826	66417
无形资产	5721	11832	11583	12367	12986
其他非流动资产	16462	30821	39012	41111	40368
资产总计	126358	170334	199504	203007	228129
流动负债	43009	57050	69711	64497	78433
短期借款	2058	2366	4683	5232	6300
应付票据及应付账款	25695	34721	43400	36903	48014
其他流动负债	15256	19963	21629	22362	24119
非流动负债	26384	33123	38951	32408	26585
长期借款	23724	24963	28770	23178	17185
其他非流动负债	2660	8161	10181	9231	9400
负债合计	69394	90174	108662	96906	105018
少数股东权益	12775	22464	25955	30530	35838
股本	3789	3885	5053	5053	5053
资本公积	11559	11993	11055	11055	11055
留存收益	22680	36159	46543	59109	73300
归属母公司股东权益	44189	57697	64658	75342	87044
负债和股东权益	126358	170334	199504	203007	228129

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	11657	21752	18635	16760	28857
净利润	9814	22853	14804	17881	20078
折旧摊销	3315	4396	4443	4939	5501
财务费用	1036	875	1246	1123	658
投资损失	-569	-153	-511	-538	-443
营运资金变动	-2293	-9624	-1161	-6418	3318
其他经营现金流	354	3405	-187	-227	-255
投资活动现金流	-11444	-22780	-12729	-10612	-8485
筹资活动现金流	-1134	-4197	3856	-9337	-8081
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.44	3.14	2.24	2.63	2.92
每股经营现金流(最新摊薄)	2.31	4.30	3.69	3.32	5.71
每股净资产(最新摊薄)	7.92	10.75	12.12	14.24	16.55

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	61371	96003	103387	111351	117374
营业成本	42729	58883	72483	76386	79782
营业税金及附加	817	1404	1512	1629	1717
营业费用	2017	2292	4247	4109	3953
管理费用	2472	3117	4139	4289	4439
研发费用	1105	1277	1709	1880	1899
财务费用	1036	875	1246	1123	658
资产减值损失	-1591	-1616	-1446	-1860	-2155
公允价值变动收益	1042	-437	187	227	255
投资净收益	569	153	511	538	443
营业利润	11547	26647	17303	20841	23468
营业外收入	79	138	95	101	103
营业外支出	87	239	158	169	163
利润总额	11538	26545	17240	20773	23408
所得税	1725	3692	2436	2892	3330
税后利润	9814	22853	14804	17881	20078
少数股东损益	2559	6970	3491	4575	5308
归属母公司净利润	7255	15883	11313	13305	14770
EBITDA	16630	32877	23350	27367	30185

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	39.0	56.4	7.7	7.7	5.4
营业利润(%)	207.1	130.8	-35.1	20.4	12.6
归属于母公司净利润(%)	191.7	118.9	-28.8	17.6	11.0
获利能力					
毛利率(%)	30.4	38.7	29.9	31.4	32.0
净利率(%)	11.8	16.5	10.9	11.9	12.6
ROE(%)	17.2	28.5	16.3	16.9	16.3
ROIC(%)	15.0	24.9	14.2	16.1	16.7
偿债能力					
资产负债率(%)	54.9	52.9	54.5	47.7	46.0
流动比率	1.4	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.6	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	4.1	6.1	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9
估值比率					
P/E	9.7	4.4	6.2	5.3	4.7
P/B	1.8	1.3	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	5.6	3.5	5.1	4.4	3.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

