

# 特变电工 (600089)

## 硅料业务承压，输变电业务维持高景气

行业：电力设备/电网设备  
 投资评级：买入（维持）  
 当前价格：14.51元  
 目标价格：18.63元

### 事件：

公司发布2023年年报，2023年实现营业收入981.23亿元，同比+1.79%；实现归母净利润107.03亿元，同比-32.75%。其中23Q4公司实现营业收入242.32亿元，同比-6.74%，环比+1.74%；实现归母净利润13.06亿元，同比-72.95%，环比-31.63%。

#### ➤ 硅料板块量增价减，煤炭收入保持增长

2023年公司多晶硅产能加快释放，实现多晶硅销量20.29万吨，同比+90.16%，但国内多晶硅价格持续下跌，单晶致密料从2023年1月初的17.62万元/吨（含税）下跌至12月底的人民币5.83万元/吨（含税），硅料板块业绩仍承压。煤炭板块收入保持增长，2023年实现收入182.30亿元，同比+4.47%，毛利率受煤价影响小幅下滑至46.41%，仍处于高位。

#### ➤ 输变电板块订单充沛，有望维持高景气

2023年公司变压器、线缆、输变电成套工程业务分别实现收入184.85、135.50、49.19亿元，同比+32.39%、+32.56%、+17.69%，主要系公司产能增加、输变电国际成套项目工程确收增加。我们认为国内外均处于电网建设加速期，公司2023年输变电产业国内签约404.50亿元，国际成套项目截至2023年底正在执行未确认收入合同及待履行合同金额约53亿美元，输变电板块订单充沛，有望维持高景气。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为1099.04/1245.08/1354.63亿元，同比增速分别为12.01%/13.29%/8.80%，归母净利润分别为94.11/110.04/125.85亿元，同比增速分别为-12.07%/16.92%/14.37%，EPS分别为1.86/2.18/2.49元/股，3年CAGR为5.55%。鉴于公司输变电板块具有较大成长潜力，参照可比公司估值，我们给予公司2024年10倍PE，目标价18.63元，维持“买入”评级。

**风险提示：**硅料价格波动；电网建设不及预期；海外政策风险

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	5,052.79/5,052.79
流通A股市值(百万元)	73,316.02
每股净资产(元)	11.99
资产负债率(%)	54.28
一年内最高/最低(元)	24.45/12.78

### 股价相对走势



### 作者

分析师：贺朝晖  
 执业证书编号：S0590521100002  
 邮箱：hezha@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	95887	98123	109904	124508	135463
增长率(%)	56.48%	2.33%	12.01%	13.29%	8.80%
EBITDA(百万元)	31842	23182	29065	33186	36637
归母净利润(百万元)	15883	10703	9411	11004	12585
增长率(%)	118.93%	-32.62%	-12.07%	16.92%	14.37%
EPS(元/股)	3.14	2.12	1.86	2.18	2.49
市盈率(P/E)	4.6	6.9	7.8	6.7	5.8
市净率(P/B)	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.6	4.8	3.6	2.8	2.2

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年04月09日收盘价

### 相关报告

**财务预测摘要**
**资产负债表**

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	16244	25371	29427	39381	51282
应收账款+票据	27884	27847	30556	33593	35806
预付账款	5519	2640	3011	3411	3711
存货	14011	14424	15815	17392	18261
其他	5101	6476	7180	8052	8706
<b>流动资产合计</b>	<b>68760</b>	<b>76758</b>	<b>85988</b>	<b>101829</b>	<b>117767</b>
长期股权投资	1161	790	905	1019	1133
固定资产	58098	73208	76656	85092	85017
在建工程	15126	14362	14181	7000	7000
无形资产	11832	11578	10076	8614	7143
其他非流动资产	15358	15202	14771	14290	13809
<b>非流动资产合计</b>	<b>101574</b>	<b>115140</b>	<b>116589</b>	<b>116015</b>	<b>114101</b>
<b>资产总计</b>	<b>170334</b>	<b>191898</b>	<b>202577</b>	<b>217844</b>	<b>231868</b>
短期借款	2366	3181	0	0	0
应付账款+票据	34721	41003	46158	50976	53761
其他	19963	19192	21828	24764	26795
<b>流动负债合计</b>	<b>57050</b>	<b>63375</b>	<b>67986</b>	<b>75741</b>	<b>80557</b>
长期带息负债	25206	33359	27034	20058	12694
长期应付款	5029	4355	4355	4355	4355
其他	2888	3077	3077	3077	3077
<b>非流动负债合计</b>	<b>33123</b>	<b>40791</b>	<b>34466</b>	<b>27490</b>	<b>20126</b>
<b>负债合计</b>	<b>90174</b>	<b>104166</b>	<b>102453</b>	<b>103231</b>	<b>100683</b>
少数股东权益	22464	25169	28150	31636	35623
股本	3885	5053	5053	5053	5053
资本公积	11993	10833	10833	10833	10833
留存收益	41818	46677	56088	67092	79677
<b>股东权益合计</b>	<b>80160</b>	<b>87732</b>	<b>100124</b>	<b>114613</b>	<b>131185</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>170334</b>	<b>191898</b>	<b>202577</b>	<b>217844</b>	<b>231868</b>

**现金流量表**

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	22853	14093	12392	14489	16572
折旧摊销	4421	5041	12765	14788	16128
财务费用	875	1240	1438	1022	636
存货减少(增加为“-”)	-5742	-413	-1391	-1577	-869
营运资金变动	-9624	4325	2618	1867	779
其它	8968	1526	1478	1665	956
<b>经营活动现金流</b>	<b>21752</b>	<b>25812</b>	<b>29301</b>	<b>32253</b>	<b>34202</b>
资本支出	-14058	-19388	-14100	-14100	-14100
长期投资	-3865	588	0	0	0
其他	-4857	1080	-201	-201	-201
<b>投资活动现金流</b>	<b>-22780</b>	<b>-17720</b>	<b>-14301</b>	<b>-14301</b>	<b>-14301</b>
债权融资	1641	8968	-9506	-6976	-7364
股权融资	97	1167	0	0	0
其他	-5935	-9086	-1438	-1022	-636
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-4197</b>	<b>1049</b>	<b>-10944</b>	<b>-7998</b>	<b>-7999</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-5132</b>	<b>9142</b>	<b>4056</b>	<b>9954</b>	<b>11901</b>

**利润表**

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>95887</b>	<b>98123</b>	<b>109904</b>	<b>124508</b>	<b>135463</b>
营业成本	58883	71108	82462	93354	100988
营业税金及附加	1404	1323	1481	1678	1826
营业费用	2292	2812	3154	3573	3888
管理费用	4394	4754	5715	6474	7044
财务费用	875	1240	1438	1022	636
资产减值损失	-649	-1601	-1793	-2031	-2210
公允价值变动收益	-437	-22	-50	-50	-50
投资净收益	153	161	161	161	161
其他	-458	1483	898	898	898
<b>营业利润</b>	<b>26647</b>	<b>16909</b>	<b>14870</b>	<b>17385</b>	<b>19882</b>
营业外净收益	-101	-8	-8	-8	-8
<b>利润总额</b>	<b>26545</b>	<b>16901</b>	<b>14861</b>	<b>17376</b>	<b>19873</b>
所得税	3692	2808	2469	2887	3302
<b>净利润</b>	<b>22853</b>	<b>14093</b>	<b>12392</b>	<b>14489</b>	<b>16572</b>
少数股东损益	6970	3390	2981	3486	3987
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>15883</b>	<b>10703</b>	<b>9411</b>	<b>11004</b>	<b>12585</b>

**财务比率**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	56.48%	2.33%	12.01%	13.29%	8.80%
EBIT	118.07%	-33.84%	-10.15%	12.88%	11.47%
EBITDA	100.29%	-27.20%	25.38%	14.18%	10.40%
归属于母公司净利润	118.93%	-32.62%	-12.07%	16.92%	14.37%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.59%	27.53%	24.97%	25.02%	25.45%
净利率	23.83%	14.36%	11.28%	11.64%	12.23%
ROE	27.53%	17.11%	13.08%	13.26%	13.17%
ROIC	37.17%	15.53%	13.20%	14.88%	16.74%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.94%	54.28%	50.57%	47.39%	43.42%
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.5
速动比率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.9	3.8	3.8	4.0	4.1
存货周转率	4.2	4.9	5.2	5.4	5.5
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	3.1	2.1	1.9	2.2	2.5
每股经营现金流	4.3	5.1	5.8	6.4	6.8
每股净资产	10.7	12.0	13.8	16.0	18.5
<b>估值比率</b>					
市盈率	4.6	6.9	7.8	6.7	5.8
市净率	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.6	4.8	3.6	2.8	2.2
EV/EBIT	4.2	6.1	6.4	5.1	3.8

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 09 日收盘价

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼