

特变电工 (600089.SH)

强烈推荐 (维持)

煤炭和多晶硅业务基本筑底，输变电产业订单高增

公司 25 年营收 972.27 亿元，同减 0.61%；归母净利润 59.54 亿元，同增 43.69%；扣非净利润 45.54 亿元，同增 15.64%。26Q1 营收 249.46 亿元，同增 6.80%；归母净利润 18.15 亿元，同增 13.40%；扣非净利润 14.61 亿元，同减 3.77%。

- Q1 扣非利润同比下滑、毛利率整体维稳。公司 26Q1 煤炭业务继续承压，收入、毛利率预计同比下滑。26Q1 毛利率 21.12%，同比+0.53pct，整体稳健，期间费用率 10.29%，同比+0.40pct。Q1 非经损益中金融资产公允价值变动贡献 3.79 亿元，来自南网能源股票收益及期货平仓损益。
- 输变电产业收入增长、盈利提升。1) 电气设备：收入保持高增、毛利率提升。25 年收入 267.60 亿元，同比+19.66%。毛利率 19.81%，同比+2.23pct，主要系市场结构调整、加强成本管控。公司输变电产品齐全，产能领先，将持续受益全球电力基建。2) 电线电缆：完成 2 笔收购，有望发挥协同效应。25 年收入 155.69 亿元，同比-0.78%，毛利率 8.34%，同比+0.72pct。公司 12 月完成对赛杰爱迪（江苏）、扬州曙光电缆的并购，补全 GIL、核电、轨道交通通用等高端电缆等产品，26Q1 收入同比增长明显；3) 输变电成套工程业务：25 年收入 49.25 亿元，同比基本持平，毛利率 15.90%，同比+0.63pct。
- 煤炭和多晶硅业务基本筑底。煤炭业务 25 年收入 169.66 亿元，同比-11.93%，毛利率 22.39%，同比-10.03pct，主要系煤价同比下降较多。公司在新疆准东地区拥有 7400 万吨核准煤炭产能，处于满产状态。一期 20 亿方煤制气项目国家示范工程预计 27 年初调试投用，有望改善煤炭阶段性过剩局面。新能源产品及工程 25 年收入 135.55 亿元，同比-26.85%，毛利率 0.59%，主要系多晶硅产品销量和售价大幅下降。策略上降低开工率减亏，等待行业出清。
- 输变电在手订单充足，海外收入占比持续提升中。25 年输变电国内签约 562 亿元，同比+14.47%；国际市场产品签约 20 亿美元，同比+68%；国际成套正在执行未确认收入及待履行合同金额超 50 亿美元。25 年海外收入 126.62 亿元，同比+5.74%，占整体收入 13.01%，毛利率 15.64%，同比-2.51pct。
- 投资建议：公司在能源领域资本投入巨大，公司长期优势比较稀缺且难以复制。主业考虑输变电装备行业长周期景气&公司龙头地位&出海加速、发电业务稳定、新能源和煤炭业务基本筑底，黄金、铝电子新材料等新业务及在投资产未来几年有望持续贡献。维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：煤炭价格波动、电网投资不及预期、新项目建设进度不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	97867	97318	109676	130461	155635
同比增长	-0%	-1%	13%	19%	19%
营业利润(百万元)	4874	8159	10352	13312	17695
同比增长	-71%	67%	27%	29%	33%
归母净利润(百万元)	4135	5954	7690	9829	11900
同比增长	-61%	44%	29%	28%	21%
每股收益(元)	0.82	1.18	1.52	1.95	2.36
PE	32.8	22.8	17.6	13.8	11.4
PB	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4

资料来源：公司数据、招商证券

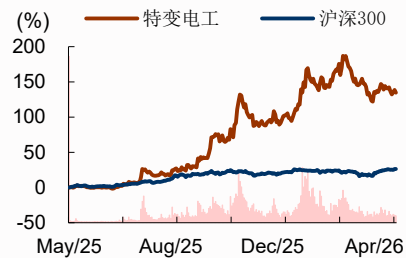
中游制造/电力设备及新能源  
目标估值：NA  
当前股价：26.82 元

基础数据

总股本(百万股)	5053
已上市流通股(百万股)	5053
总市值(十亿元)	135.5
流通市值(十亿元)	135.5
每股净资产(MRQ)	15.2
ROE(TTM)	8.0
资产负债率	56.6%
主要股东	新疆特变电工集团有限公司
主要股东持股比例	11.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	29	138
相对表现	-11	26	110

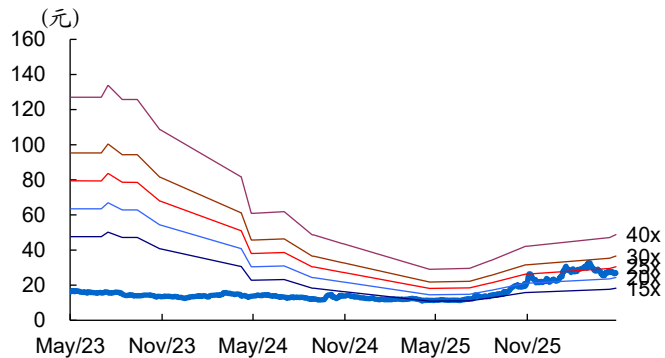


资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

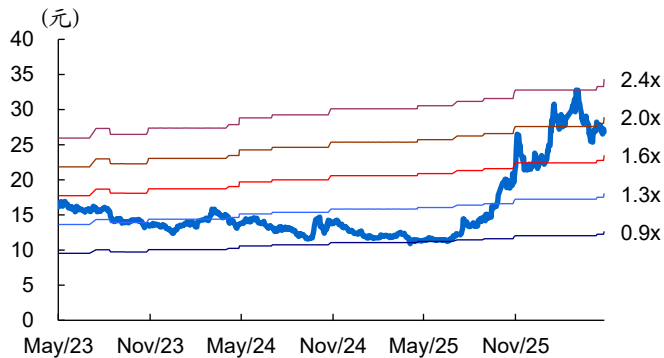
胡佳怡 S1090525080002  
hujiayi1@cmschina.com.cn

图 1: 特变电工历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 特变电工历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告

- 特变电工: Q2 业绩拐点, 输变电海外订单持续高增 2025-09-22
- 特变电工: 积极扩展能源业务, 输变电装备持续增长 2025-5-13
- 特变电工: 硅料业务调整, 输变电设备持续增长 2024-09-20
- 特变电工: 硅料降价影响当期业绩, 输变电业务快速增长 2024-04-15
- 特变电工: 硅料业务调整, 电力装备及能源业务向好 2023-11-06
- 特变电工: 业绩符合预期, 发挥资源优势扩大业务布局 2023-05-18
- 特变电工: 业绩符合预期, 硅料、煤炭贡献加大 2022-09-05
- 特变电工: 业绩表现超预期, 硅料及能源业务贡献加大 2022-7-11
- 特变电工: 新特能源回 A 获受理, 新能源业务贡献有望进一步加大 2022-6-29
- 特变电工: 硅料新产能即将投运, 能源与电网装备业务也向好 2022-06-12
- 特变电工: 业绩高增, 加快硅料扩张和一体化延伸 2022-04-12
- 特变电工: 1-2 月表现超预期, 硅料业绩饱满 2022-3-15
- 特变电工: 硅料拉动公司业绩大超预期, 有望保持高增长 2021-11-01
- 特变电工: 硅料业务贡献加大, 新能源领域投入加大 2021-8-31
- 特变电工: 2020 业绩符合预期, 迎接 2021 年高增长 2021-4-18
- 特变电工: 子公司再拿长单, 硅料业务将贡献较大的利润弹性 2021-1-23
- 特变电工: 新特能源拟回归 A 股, 光伏业务贡献有望进一步加大 2021-1-14
- 特变电工: 隆基长单锁定近 7 成产能, 硅料业务将加大业绩贡献 2020-12-16
- 特变电工: 投资价值分析, 2020-9-20

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	83854	87937	89256	105916	125588
现金	28136	25688	19649	23214	27373
交易性投资	764	271	271	271	271
应收票据	1821	1651	1861	2213	2640
应收款项	16920	19515	21993	26161	31209
其它应收款	1184	1121	1264	1503	1793
存货	16220	21388	23668	28116	33207
其他	18808	18303	20550	24438	29095
<b>非流动资产</b>	123769	139213	143426	147469	151335
长期股权投资	926	1096	1096	1096	1096
固定资产	82223	88950	95209	101036	106460
无形资产商誉	13362	14565	13108	11798	10618
其他	27258	34602	34012	33539	33161
<b>资产总计</b>	<b>207623</b>	<b>227150</b>	<b>232682</b>	<b>253386</b>	<b>276923</b>
<b>流动负债</b>	73133	76761	75815	88162	101333
短期借款	2144	3625	3550	3492	2462
应付账款	49912	50980	56414	67014	79150
预收账款	7427	7528	8330	9895	11687
其他	13650	14628	7521	7760	8034
<b>长期负债</b>	44447	49536	49536	49536	49536
长期借款	32986	37212	37212	37212	37212
其他	11462	12324	12324	12324	12324
<b>负债合计</b>	<b>117580</b>	<b>126296</b>	<b>125351</b>	<b>137698</b>	<b>150868</b>
股本	5053	5053	5053	5053	5053
资本公积金	14258	15024	15024	15024	15024
留存收益	48129	54315	60186	67708	76659
少数股东权益	22603	26462	27068	27903	29319
归属于母公司所有者权益	67440	74392	80263	87785	96736
<b>负债及权益合计</b>	<b>207623</b>	<b>227150</b>	<b>232682</b>	<b>253386</b>	<b>276923</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	12949	5286	14922	17939	20374
净利润	3598	6001	8296	10664	13315
折旧摊销	5903	5690	8202	8372	8549
财务费用	1327	1564	1720	1892	2120
投资收益	(748)	(3084)	(2300)	(2300)	(2300)
营运资金变动	3470	(5265)	(1001)	(696)	(1319)
其它	(601)	379	5	7	8
<b>投资活动现金流</b>	(15403)	(12586)	(10116)	(10116)	(10116)
资本支出	(16957)	(16460)	(12416)	(12416)	(12416)
其他投资	1555	3874	2300	2300	2300
<b>筹资活动现金流</b>	2692	4276	(10269)	(4257)	(6099)
借款变动	693	4613	(6729)	(58)	(1031)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2025	767	0	0	0
股利分配	(1011)	0	(1819)	(2307)	(2949)
其他	985	(1103)	(1720)	(1892)	(2120)
<b>现金净增加额</b>	<b>238</b>	<b>(3024)</b>	<b>(5463)</b>	<b>3565</b>	<b>4158</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	97867	97318	109676	130461	155635
营业成本	80060	78946	87361	103776	122568
营业税金及附加	1541	1861	2194	2348	2801
营业费用	3106	3325	3924	4512	5189
管理费用	3633	3746	3933	4130	4543
研发费用	1354	1732	1992	2291	2520
财务费用	1431	1564	1720	1892	2120
资产减值损失	(3416)	(1068)	(500)	(500)	(500)
公允价值变动收益	(188)	1576	1000	1000	1000
其他收益	989	868	800	800	800
投资收益	748	641	500	500	500
<b>营业利润</b>	4874	8159	10352	13312	17695
营业外收入	335	146	146	146	146
营业外支出	188	253	253	253	253
<b>利润总额</b>	5022	8052	10245	13204	17587
所得税	1424	2051	1949	2541	4272
少数股东损益	(537)	47	606	834	1416
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4135</b>	<b>5954</b>	<b>7690</b>	<b>9829</b>	<b>11900</b>

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-0%	-1%	13%	19%	19%
营业利润	-71%	67%	27%	29%	33%
归母净利润	-61%	44%	29%	28%	21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.2%	18.9%	20.3%	20.5%	21.2%
净利率	4.2%	6.1%	7.0%	7.5%	7.6%
ROE	6.4%	8.4%	9.9%	11.7%	12.9%
ROIC	3.2%	5.0%	6.5%	8.0%	9.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.6%	55.6%	53.9%	54.3%	54.5%
净负债比率	20.2%	21.2%	17.5%	16.1%	14.3%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转率	5.2	4.2	3.9	4.0	4.0
应收账款周转率	5.8	4.9	4.9	5.0	5.0
应付账款周转率	1.8	1.6	1.6	1.7	1.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.82	1.18	1.52	1.95	2.36
每股经营净现金	2.56	1.05	2.95	3.55	4.03
每股净资产	13.35	14.72	15.88	17.37	19.15
每股股利	0.25	0.36	0.46	0.58	0.71
<b>估值比率</b>					
PE	32.8	22.8	17.6	13.8	11.4
PB	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	23.1	17.0	13.0	11.1	9.3

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。