

公司研究/动态点评

2017年02月15日

电力设备与新能源/电力设备 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 10.35
合理价格区间(元): 14.40~15.84

何昕 执业证书编号: S0570515050001
研究员 010-56793937
hexin6573@htsc.com

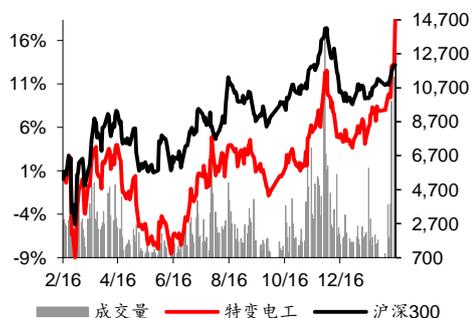
李轶奇 执业证书编号: S0570516080002
研究员 021-28972087
liyiqi@htsc.com

丁宁 010-56793941
联系人 dingning2@htsc.com

相关研究

- 1 《特变电工(600089): 新能源业务将分拆赴H股上市》 2015.04
- 2 《特变电工(600089): 业绩保持快速增长, 海外制造取得突破》 2014.08
- 3 《特变电工(600089): 光伏亏损明显收窄, 上调全年盈利预测》 2013.07

股价走势图



资料来源: Wind

一带一路领跑者, 电力出海再起航

特变电工(600089)

高压电力设备龙头, 一带一路受益显著

公司是全球产量最大、电压等级最高的变压器生产商, 在输变电海外 EPC 领域具备绝对的龙头地位。16 年 12 月政治局会议重申扎实推进一带一路, 17 年 5 月一带一路国际合作高峰论坛即将举行, 沿途地区的基础建设投资量速同增, 国内电力设备行业的过剩产能将在海外市场加速释放。公司变压器、新能源产品在区位、技术、产能上均具备较强的竞争力, 海外产能建设进入收获期, 有望成为获益最丰的电力装备企业之一。

输变电海外业务多年耕耘, 转型国际化能源综合供应商有望加速

公司产品进入了包括美日印俄在内的超过 60 个国家, 在塔吉克斯坦、菲律宾、坦桑尼亚等国开展过电网电源成套建设项目, 是国内最具备海外项目经验的企业之一。2013-2015 年, 公司海外业务的收入占比从 13.75% 上升至 22.16%, 是国内电力设备行业中海外业务占比最高的企业之一。2015 年结转海外订单 33 亿美元, 2016 年公司先后中标孟加拉达卡配电改造 16.58 亿美元项目, 在手海外订单有望超过 50 亿美元。随着一带一路战略的持续推进, 以及公司海外成套项目在收入中的占比逐步提升, 公司海外收入占比有望扩大至 30% 甚至更高。

特高压变压器绝对龙头, 收入稳定利润有望获得提升

公司在特高压变压器领域具有绝对龙头地位, 在国内已开工建设的特高压项目中, 公司交流变压器和直流换流变的市场份额分别超过 30%、25%, 部分项目的份额甚至超过 50%, 在已开工的变电和导线项目中中标率排名第一, 电抗器市场份额达到 20%。公司技术实力显著, 是目前国内 800kV 变压器的主供应商, 并首次成功研发 1000kV 等级特高压变压器, 在后续更高电压等级输变电项目中具备较强的竞争优势, 随着高利润的特高压项目的逐步落地, 公司变压器产品的利润结构有望得到进一步改善。

打造能源综合供应体系, 稳定应对市场波动

公司以变压器、线缆、开关等产品为基础, 全面布局电力能源产业。新能源资产主体新特能源已于 2015 年底完成在香港上市, 多晶硅产能排名第二, 光伏 EPC 市场份额排名第一, 完工及在建项目全球第二。16 年上半年建成项目 700MW, 储备项目超过 3GW。同时, 公司布局“煤电硅”一体化体系, 在国内外探矿权达到 12 处, 天池公司 3000 万吨项目第一期 1000 万吨已投产, 有效降低了多晶硅生产成本, 对坑口电站的建设也有积极影响, 有效降低了上游价格波动的影响。

海外业务提供超额增量业绩, 维持“增持”评级

预测公司 2016-2018 年收入分别为 381、430、487 亿元, 归属于上市公司股东的净利润为 20.89、23.26、26.47 亿元, EPS 分别为 0.64、0.72 和 0.81 元, 对应动态 PE 为 15、14、12 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 海外项目实施进度不达预期, 汇率波动风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	3,238
流通 A 股 (百万股)	3,200
52 周内股价区间 (元)	8.12-10.35
总市值 (百万元)	33,517
总资产 (百万元)	77,011
每股净资产 (元)	7.00

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	36,075	37,452	38,110	43,017	48,716
+/-%	23.65	3.82	1.76	12.88	13.25
净利润 (百万元)	1,649	1,888	2,089	2,326	2,647
+/-%	24.11	14.49	10.65	11.38	13.79
EPS (元)	0.51	0.58	0.64	0.72	0.81
PE (倍)	19.53	17.06	15.42	13.84	12.16

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	35,127	43,645	47,881	56,327	65,557
现金	11,184	15,017	21,357	25,995	31,236
应收账款	7,947	8,804	8,453	9,722	11,016
其他应收账款	474.48	701.72	606.25	706.41	810.97
预付账款	2,936	3,018	3,274	3,572	4,093
存货	8,641	10,213	9,334	10,846	12,391
其他流动资产	3,945	5,891	4,857	5,485	6,010
非流动资产	24,165	26,614	25,794	25,063	24,246
长期投资	1,101	1,155	1,173	1,155	1,161
固定资产投资	17,934	17,459	18,003	17,694	16,994
无形资产	3,609	3,360	3,585	3,759	3,862
其他非流动资产	1,521	4,641	3,033	2,455	2,229
资产总计	59,292	70,259	73,675	81,389	89,803
流动负债	28,547	35,499	33,596	36,645	40,358
短期借款	5,343	6,193	6,300	6,200	6,100
应付账款	7,459	8,882	8,654	9,726	11,174
其他流动负债	15,745	20,425	18,642	20,719	23,083
非流动负债	9,724	10,091	13,325	16,112	18,675
长期借款	6,277	7,247	10,247	13,047	15,647
其他非流动负债	3,448	2,844	3,078	3,065	3,028
负债合计	38,271	45,590	46,921	52,757	59,033
少数股东权益	1,473	3,771	3,932	4,119	4,325
股本	3,240	3,249	3,249	3,249	3,249
资本公积	8,064	8,198	8,198	8,198	8,198
留存公积	8,581	9,948	11,375	13,067	14,998
归属母公司股	19,547	20,898	22,822	24,513	26,445
负债和股东权益	59,292	70,259	73,675	81,389	89,803

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	(1,382)	2,058	4,801	3,514	4,306
净利润	1,811	2,025	2,250	2,512	2,853
折旧摊销	1,177	1,233	1,081	1,141	1,170
财务费用	642.10	636.80	691.72	691.82	691.26
投资损失	127.16	(56.54)	3.54	4.11	(6.19)
营运资金变动	(5,622)	(2,383)	768.49	(850.38)	(402.05)
其他经营现金	482.43	602.34	6.41	15.37	(0.51)
投资活动现金	(2,163)	(3,711)	(347.70)	(267.10)	(210.12)
资本支出	1,631	2,783	0.00	0.00	0.00
长期投资	675.90	1,302	12.96	(17.04)	6.36
其他投资现金	143.60	374.35	(334.74)	(284.15)	(203.76)
筹资活动现金	4,227	4,183	1,887	1,391	1,145
短期借款	2,924	849.78	107.19	(100.00)	(100.00)
长期借款	(1,061)	970.51	3,000	2,800	2,600
普通股增加	604.57	8.92	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3,448	133.64	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,687)	2,221	(1,220)	(1,309)	(1,355)
现金净增加额	701.34	2,564	6,340	4,638	5,241

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	36,075	37,452	38,110	43,017	48,716
营业成本	29,934	30,706	30,737	34,894	39,706
营业税金及附加	173.44	198.61	188.04	216.63	245.85
营业费用	1,688	1,784	1,867	2,065	2,290
管理费用	1,473	1,810	1,982	2,194	2,436
财务费用	642.10	636.80	691.72	691.82	691.26
资产减值损失	343.53	466.80	387.60	406.66	410.33
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(127.16)	56.54	(3.54)	(4.11)	6.19
营业利润	1,693	1,907	2,253	2,545	2,943
营业外收入	400.34	522.39	450.41	466.06	470.23
营业外支出	42.58	60.40	56.52	55.49	56.65
利润总额	2,051	2,369	2,647	2,956	3,357
所得税	239.50	343.63	397.00	443.38	503.54
净利润	1,811	2,025	2,250	2,512	2,853
少数股东损益	162.82	137.58	161.10	186.29	206.39
归属母公司净利润	1,649	1,888	2,089	2,326	2,647
EBITDA (倍)	3,512	3,776	4,026	4,378	4,805
EPS (元)	0.51	0.58	0.64	0.72	0.81

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	23.65	3.82	1.76	12.88	13.25
营业利润	31.07	12.62	18.15	12.98	15.64
归属母公司净利润	24.11	14.49	10.65	11.38	13.79
获利能力 (%)					
毛利率	17.02	18.01	19.35	18.88	18.50
净利率	4.57	5.04	5.48	5.41	5.43
ROE	8.43	9.03	9.15	9.49	10.01
ROIC	8.40	8.30	10.03	11.07	12.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.55	64.89	63.69	64.82	65.74
净负债比率 (%)	34.97	37.69	41.40	42.13	42.05
流动比率	1.23	1.23	1.43	1.54	1.62
速动比率	0.93	0.94	1.15	1.24	1.32
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.58	0.53	0.55	0.57
应收账款周转率	5.17	4.22	4.16	4.47	4.43
应付账款周转率	3.90	3.76	3.51	3.80	3.80
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.58	0.64	0.72	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.43)	0.63	1.48	1.08	1.33
每股净资产(最新摊薄)	6.02	6.43	7.02	7.54	8.14
估值比率					
PE (倍)	19.53	17.06	15.42	13.84	12.16
PB (倍)	1.65	1.54	1.41	1.31	1.22
EV_EBITDA (倍)	10.42	9.69	9.09	8.36	7.62

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com