

## 电气设备

2019年04月17日

## 特变电工 (600089)

——输变电板块承压，新能源业务加速推进

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2019年04月16日

收盘价(元)	8.38
一年内最高/最低(元)	9.22/6.29
市净率	1.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	31126
上证指数/深证成指	3253.60/10287.64

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2018年12月31日

每股净资产(元)	8.8
资产负债率%	57.90
总股本/流通A股(百万)	3715/3714
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

韩启明 A0230516080005  
hanqm@swsresearch.com  
刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
郑嘉伟 A0230518010002  
zhengjw@swsresearch.com

## 研究支持

张雷 A0230117040007  
zhanglei@swsresearch.com

## 联系人

张雷  
(8621)23297818×7712  
zhanglei@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 事件：

- 公司于2019年4月15日发布2018年年度报告。报告期内公司实现营业收入396.56亿元，同比增加3.59%；实现归母净利润为20.48亿元，同比下降6.73%。

## 投资要点：

- 业绩低于申万宏源预期，新能源业务扩张。**报告期内，公司实现营业收入396.56亿元，同比增长3.59%；公司实现营业利润27.72亿元，同比下降5.87%；公司实现归属于上市公司股东的净利润20.48亿元，同比下滑6.73%。报告期内变压器毛利率下滑及多晶硅产品售价下降是业绩下滑的主要原因。报告期内公司新能源电站发电量增加带动电费营业收入和毛利率提升。
- 新能源发电规模扩张，电费收入增长明显。**报告期，公司电费营业收入、营业成本较上年同期增长157.62%、108.14%，主要系公司新能源电站发电量增加及昌吉2×350MW热电联产项目发电量增加所致；毛利率较上年同期增加11.96个百分点，主要系本期毛利率较高的新能源电站电费收入占比增加所致。2018年公司火电发电量683564万千瓦时，同比上升34.76%，收入6.62亿元，同比增加103.51%；风电发电量55499万千瓦时，同比上升88.62%，收入1.93亿元，同比增加75.8%；光伏发电56675万千瓦时，同比上升95.84%，收入3.43亿元，同比增加72.32%。2018年公司新增装机容量230MW，累计装机2149.5MW。
- 产品结构变化叠加原材料上涨带动变压器毛利率下滑。**报告期内，变压器产品实现产量2.42亿kVA，营收98.32亿元，同比下降3.65%，毛利率同比下降7.98%，主要系市场竞争加剧、原材料价格上涨及本期毛利率水平较高的特高压产品销售占比下降所致。
- 多晶硅产能实现超产，光伏电站开发同比增长。**2018年公司多晶硅业务通过产能挖潜超产13.4%，产量达3.4万吨。3.6万吨/年高纯多晶硅产业升级项目正在建设中，预计完全投产后多晶硅总产量达7万吨/年左右，确认销售收入的光伏、风能电站EPC、PC、BT等项目装机1.36GW，新能源产业及配套工程营收104.85亿元、同比增长0.35%，毛利率同比下降4.35%，主要系18年多晶硅产品售价大幅下降所致。
- 下调盈利预测，维持“买入”评级：**我们下调盈利预测，预计19-20年公司归母净利润23.60和27.15亿元（下调前分别为31.99和36.03亿元），对应EPS分别为0.64和0.73元/股，新增2021年盈利预测，预计2021年公司归母净利润为31.29亿元，对应EPS分别为0.84元/股，当前股价对应19-21年的PE分别为13、11和10倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**硅料价格大幅降低，海外工程开工不及预期。

## 财务数据及盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	38,281	39,656	42,425	46,116	50,340
同比增长率(%)	-4.58	3.59	7.00	8.70	9.20
净利润(百万元)	2,196	2,048	2,360	2,715	3,129
同比增长率(%)	0.25	-6.73	15.30	15.00	15.30
每股收益(元/股)	0.59	0.55	0.64	0.73	0.84
毛利率(%)	21.4	19.7	21.6	22.1	22.2
ROE(%)	7.5	6.3	6.8	7.2	7.7
市盈率	14	15	13	11	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

表：利润表（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业总收入	40,117	38,281	39,656	42,425	46,116	50,340
其中：营业收入	40,117	38,281	39,656	42,425	46,116	50,340
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0
二、营业总成本	37,557	35,680	37,148	39,233	42,324	45,951
其中：营业成本	32,818	30,074	31,857	33,243	35,906	39,178
其他类金融业务成本	-0	0	0	0	0	0
税金及附加	311	409	477	509	553	604
销售费用	1,916	1,978	1,984	2,121	2,306	2,467
管理费用	1,890	2,036	2,092	2,238	2,433	2,656
财务费用	399	829	566	878	973	1,010
资产减值损失	222	353	172	243	153	36
加：公允价值变动收益	0	76	-5	0	0	0
投资收益	80	80	-135	60	60	60
汇兑收益	0	0	0	0	0	0
资产处置收益	10	11	24	20	20	20
其他收益	0	176	381	100	10	10
三、营业利润	2,652	2,944	2,772	3,372	3,882	4,479
加：营业外收入	376	159	90	90	90	90
减：营业外支出	37	43	75	75	75	75
四、利润总额	2,990	3,060	2,787	3,387	3,897	4,494
减：所得税	484	418	253	466	537	621
五、净利润	2,506	2,642	2,534	2,921	3,360	3,873
持续经营净利润	2,506	2,642	2,534	2,921	3,360	3,873
终止经营净利润	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	316	446	486	561	645	744
归属于母公司所有者的净利润	2,190	2,196	2,048	2,360	2,715	3,129
六、其他综合收益的税后净额	7	-150	-134	-130	-130	-130
七、综合收益总额	2,513	2,492	2,401	2,791	3,230	3,743
归属于母公司所有者的综合收益总额	2,211	2,096	1,922	2,233	2,584	2,994
八、基本每股收益	0.68	0.61	0.49	0.64	0.73	0.84
全面摊薄每股收益	0.59	0.59	0.55	0.64	0.73	0.84

资料来源：wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。