

2017年04月05日

# 金杯电工 (002533.SZ)

## 动态分析

### 业绩符合预期，17年动力电池 PACK 值得期待

#### 投资要点

- ◆ **事件**：3月30日公司发布2016年报，实现营业收入31.25亿元，同比降3.42%；归母净利润1.69亿元，同比增长15.68%。基本每股收益0.31元，符合预期。公司拟每10股派现金股利1.5元（含税）。
- **受原材料铜价下降影响，线缆业务营收同比下滑7.91%**：根据wind数据，长江有色市场铜价自15年5月的约4.6万元/吨逐步下降，16年全年铜价均约3.6万元/吨，全年均价较15年同比下降约6.9%。受铜价下降影响，2016年公司电线电缆业务营收29.80亿元，同比下降7.91%，占总营收比例95.36%。其中电气装备用线缆营收较15年有所上涨，特种线缆、电气电缆产品收入小幅下降，电磁线收入降2亿元至5.57亿元。公司积极调整产品结构，其中电气装备用线缆、电线电缆、特种电缆产品产销两旺取得良好效果，销量分别同比增长达16.85%、10.19%、5.26%，部分抵消了由铜价下降对公司业绩的负面影响。
- **BMS+PACK 业绩同比翻番，租赁业务快速推进**：16年公司快速切入新能源车行业，新能源业务实现营收1.45亿元，同比增1倍，16年1月金杯新能源成立后，与陕西通家、河北御捷等车企紧密合作，11月与保定长安客车、亿纬锂能签订三方合作协议，为长安16年客车销售计划提供优质PACK，增厚公司业绩。子公司能翔巴士和能翔优卡，分别开展新能源客车和新能源电动车、物流车租赁业务。能翔巴士已解决路上的新能源车充电方案，规划设计了湖南省第一座预装式新能源汽车充电站，于2016年年底投入运行；此外还开启了衡东公交4个充电站建设，标志着能翔巴士整体解决方案成功获得市场认可。能翔优卡正在加快与北汽、众泰、知豆等厂商合作，租赁业务加上推进，目前在运营车辆900多辆，今年有望翻番。
- **“中止”而非“终止”，10亿定增有望调整之后再推进**：公司10亿元的定增受再融资新政策以及市场环境的影响，已于3月16日公告，拟对本次非公开发行股票方案进行调整，并同时向中国证监会报送了中止原定增方案的申请。我们认为公司并非“终止”方案，而是“中止”，也意味着公司将积极调整定增方案，有望待时机成熟后将重新启动，继续推进公司的新能源车租赁和智慧冷链物流业务。
- ◆ **投资建议**：公司传统线缆主业有望稳定发展；外拓BMS+PACK领域技术领先，能翔巴士和能翔优卡的新能源运营有序开展，冷链业务基础设施正在建设中。鉴于公司定增中止，暂时影响新能源车运营和冷链业务推进速度，对公司业绩增长造成一定影响，我们重新调整了公司业绩预测，预计公司2017-2019年EPS分别为0.49、0.54、0.62元，对应PE分别为19.3、17.5、15.5倍，继续给予“买入-A”评级，维持6个月目标价16元。
- ◆ **风险提示**：电线电缆行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；定增项目尚待调整。

电力设备 | 一次设备 III

投资评级

**买入-A(维持)**

6个月目标价

16元

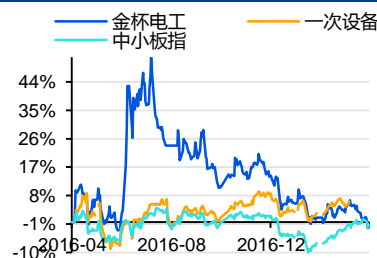
股价(2017-04-04)

9.54元

#### 交易数据

总市值(百万元)	5,276.78
流通市值(百万元)	4,816.29
总股本(百万股)	553.12
流通股本(百万股)	504.85
12个月价格区间	9.19/14.98元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.26	-11.42	8.51
绝对收益	-5.45	-7.2	6.78

#### 分析师

谭志勇  
 SAC 执业证书编号：S0910515050002  
 tanzhiyong@huajinsec.cn  
 021-20655640

#### 报告联系人

陈雁冰  
 chenyanbing@huajinsec.cn  
 021-20655676

#### 报告联系人

肖索  
 xiaosuo@huajinsec.cn  
 021-20655796

#### 相关报告

- 金杯电工：业绩增长符合预期，静待锂电PACK放量 2017-02-28
- 金杯电工：能翔巴士中标充电站项目，新能源车运营初现成效 2017-01-20
- 金杯电工：披云雾而睹青天，“新能源车+冷链物流”双驱动 2016-12-06
- 金杯电工：提前绑定保定长安，静待电池组放量开启 2016-11-07
- 金杯电工：归母净利润同比增长22.85%，外

延新能源+冷链物流 2016-10-28

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3,236.1	3,125.3	4,661.9	5,238.9	5,795.8
同比增长(%)	1.9%	-3.4%	49.2%	12.4%	10.6%
营业利润(百万元)	162.7	179.1	303.0	339.0	387.7
同比增长(%)	16.2%	10.1%	69.2%	11.9%	14.4%
净利润(百万元)	146.1	169.0	272.8	301.4	341.3
同比增长(%)	14.2%	15.7%	61.4%	10.5%	13.2%
每股收益(元)	0.26	0.31	0.49	0.54	0.62
PE	36.1	31.2	19.3	17.5	15.5
PB	2.6	2.4	2.2	2.1	1.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、财务数据分析.....	4
(一) 2016 年营收净利同步快速增长 .....	4
(二) 公司第四季度业绩小幅下滑，受铜价影响毛利率有所降低 .....	5
二、经营状况分析.....	5
(一) 受原材料铜价下降影响，线缆业务营收同比下滑 7.91% .....	6
(二) BMS+PACK 业绩同比翻番，租赁业务快速推进.....	7
(三) “中止”而非“终止”，10 亿定增有望调整之后再快速推进.....	7
三、盈利预测及投资建议.....	7
四、风险提示.....	7

## 图表目录

图 1：过往 5 年营业收入及增长率 .....	4
图 2：过往 5 年净利润及增长率.....	4
图 3：过往 5 年毛利率和净比率.....	4
图 4：过往 5 年三费率变动.....	4
图 5：16 年分季度营业收入及增长率.....	5
图 6：16 年分季度归母净利润及增长率.....	5
图 7：过往 8 个季度盈利能力 .....	5
图 8：过往 8 个季度主要费用率.....	5
图 9：公司业务概况.....	6
图 10：长江有色市场铜、铝平均价（万元/吨）.....	6
图 11：过往 8 个季度主要费用率.....	6

## 一、财务数据分析

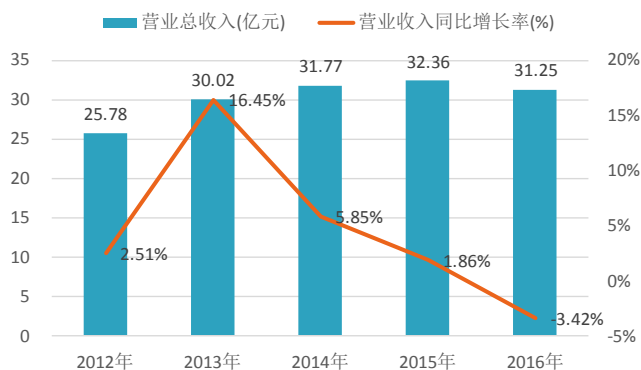
金杯电工是我国电线电缆领域的龙头企业。3月30日公司发布2016年报，实现营业收入31.25亿元，同比降3.42%；归母净利润1.69亿元，同比增长15.68%。基本每股收益0.31元，公司拟每10股派现金股利1.5元（含税）。公司业绩增速符合预期。

### （一）2016年营收净利同步快速增长

公司2016年全年销售收入31.25亿元，同比下降3.42%。主要是由于线缆定价是基于铜价成本进行加成，2016年公司主要原材料铜材价格同比下降6.93%。近几年，国内经济增速放缓，传统行业处于结构调整和转型的关键时期，国家电力建设投资额增势放缓，公司整体的营收趋于稳定。

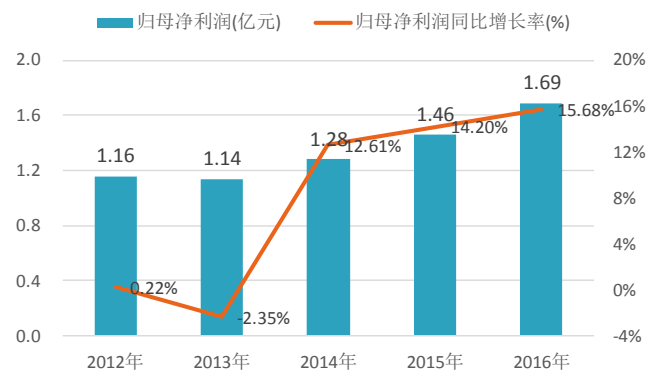
2016年公司归母净利润为1.69亿元，同比上升15.68%。16年上游铜价下降，但线缆产品的成本降幅高于售价降幅，使得公司电线电缆业务毛利率较15年提升了2.64个百分点，主要产品电力线缆和电气装备线缆出货量分别增长10.19%和16.85%，公司的净收益取得较快增长。

图1：过往5年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

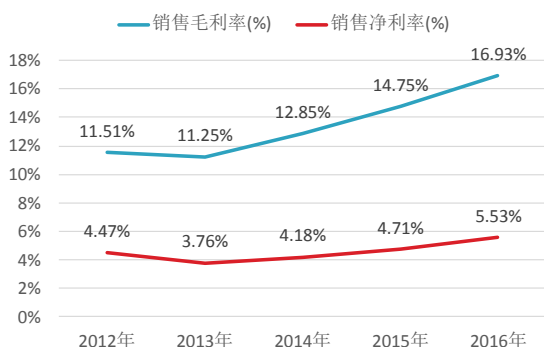
图2：过往5年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

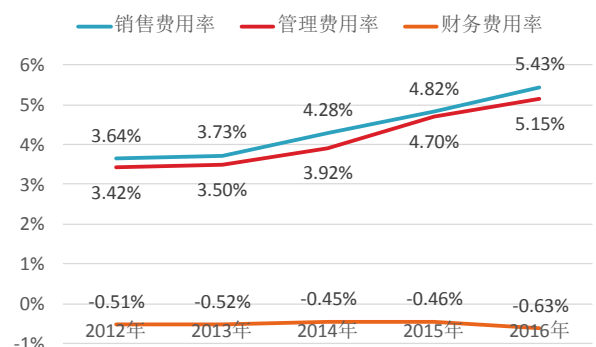
公司近四年销售毛利率和净利率稳步提升，2016年综合毛利率为16.93%，同比上升2.18个百分点。公司销售费用率小幅提升0.61个百分点，管理费用率同比小幅上升0.45个百分点为5.15%，财务费用率下降0.17个百分点为-0.63%。

图3：过往5年毛利率和净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图4：过往5年三费率变动

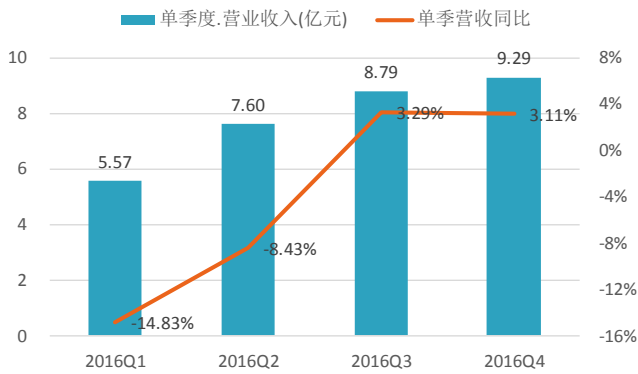


资料来源：Wind，华金证券研究所

## (二) 公司第四季度业绩小幅下滑，受铜价影响毛利率有所降低

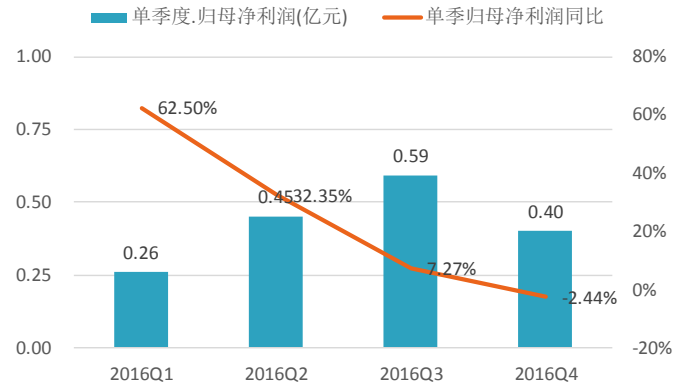
分季度看，16年 Q1-Q4，公司营收逐步增加，16Q4 营收为 9.29 亿元，同比增长 3.11%。下半年因出货量增加，营收明显强于上半年。16Q3 归母净利润最高，达到 0.59 亿元，16Q4 归母净利润为 0.40 亿元，同比降 2.44%，主要受第四季度铜价走高影响。

图 5：16 年分季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

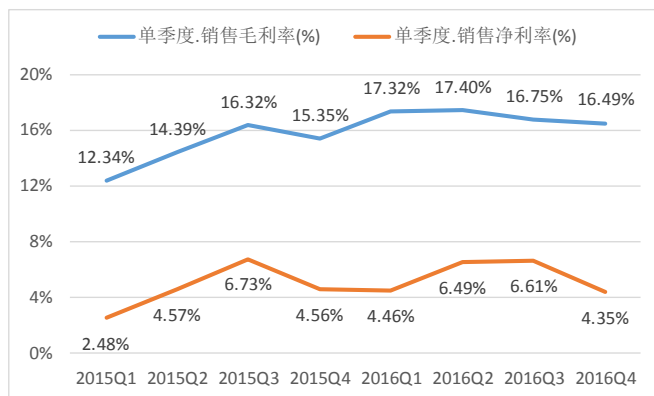
图 6：16 年分季度归母净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

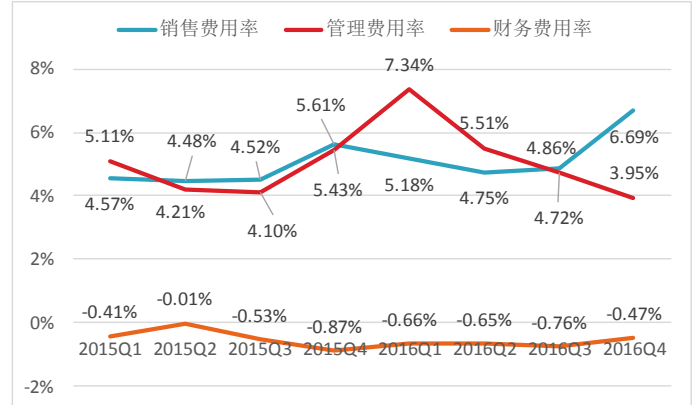
16年 Q1-Q4，公司毛利率水平平均维持在 16.5% 以上，因 Q4 销售费用率提升较大，公司 Q4 的净利率在 Q3 基础上下降 2.36 个百分点。公司通过改善经营管理效率，有效降低了管理费用率，从 Q1 的 7.34% 下降 3.39 个百分点至 Q4 的 3.95%。

图 7：过往 8 个季度盈利能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：过往 8 个季度主要费用率

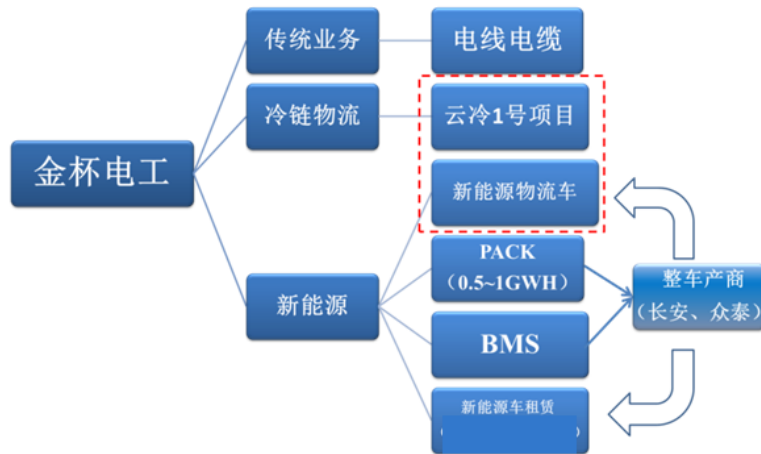


资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、经营状况分析

公司目前主业仍然是电线电缆业务。15 年年底进入冷链物流行业，16 年先后设立子公司金杯新能源、能翔巴士、能翔优卡和能翔瑞弘快速切入新能源汽车行业，目前已形成以“线缆智造”为核心，“新能源汽车”和“冷链物流”产业为两翼的发展格局。

图 9：公司业务概况



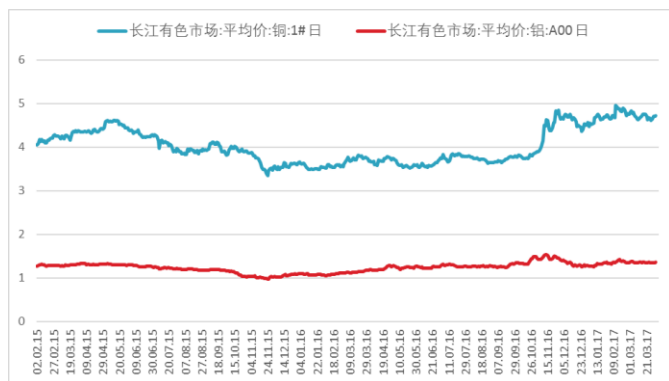
资料来源：公司年报，华金证券研究所整理

### （一）受原材料铜价下降影响，线缆业务营收同比下滑 7.91%

根据 wind 数据，长江有色市场铜价自 15 年 5 月的 4.585 万元/吨逐步下降，16 年全年铜价均在 3.65 万元/吨左右徘徊，较 15 年均价同比下降 6.93%。受铜价下降影响，2016 年公司电线电缆业务营收 29.80 亿元，同比下降 7.91%，占总营收比例 95.36%。

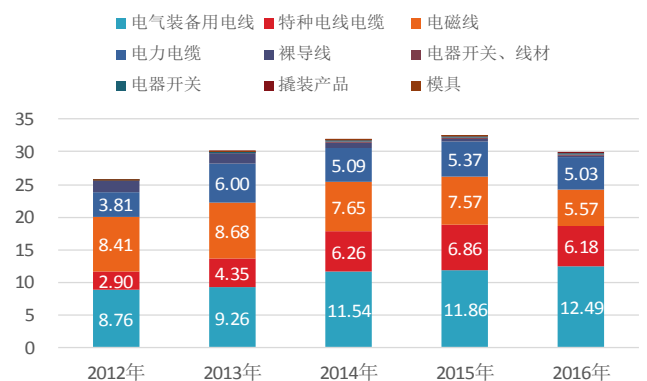
其中电气装备用电线营收较 15 年有所上涨，特种线缆、电气电缆产品收入小幅下降，电磁线收入降 2 亿元至 5.57 亿元。公司的电气装备用电线、电线电缆、特种电缆产品产销两旺，销量分别同比增长达 16.85%、10.19%、5.26%，部分抵消了由铜价下降对公司业绩的负面影响。

图 10：长江有色市场铜、铝平均价（万元/吨）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：过往 8 个季度主要费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

公司是中部地区最大的电线电缆龙头企业，16 年先后开发宁夏电力、山东电力、天津电力等重要项目，客户群进一步扩大，增加了绿地集团、省建工集团、深圳华强集团、万科集团等大客户和集团企业。预计未来公司电线电缆业务有望保持稳定增长。

## （二）BMS+PACK 业绩同比翻番，租赁业务快速推进

16 年 1 月公司设立子公司金杯新能源，生产 BMS+PACK，目前电池 PACK 产能 1GWh，16 年销售动力电池包 253 台，实现营收 1.45 亿元，同比增 1 倍；金杯新能源先后与陕西通家、河北御捷等车企紧密合作，11 月与保定长安客车、亿纬锂能签订三方合作协议，为保定长安 16 年客车销售计划提供优质 PACK，有效贡献了公司业绩。

子公司能翔巴士和能翔优卡，分别开展新能源客车和新能源电动车、物流车租赁业务。能翔巴士已解决路上的新能源车充电方案，规划设计了湖南省第一座预装式新能源汽车充电站，于 2016 年年底投入运行；此外衡东公交 4 个充电站场启动建设，标志着能翔巴士整体解决方案成功获得市场认可。

能翔优卡已与北汽新能源、众泰、知豆等国内新能源车厂商建立长期合作关系，共同推广新能源乘用车、专用车租赁业务，目前能翔优卡在运营车辆 900 多辆，今年有望翻番。今年 1 月，能翔优卡与能翔巴士双双入围湖南省第一批电动汽车充电设施运营企业名单，保证了自用充电设施设备的基本需求。

## （三）“中止”而非“终止”，10 亿定增有望调整之后再快速推进

16 年 5 月公司发布拟定增预案，计划募资 10 亿元，其中 5 亿元将用于能翔优卡新能源汽车租赁项目，另外 5 亿元计划用于投入云冷智慧链物流综合服务项目。但受再融资新政策以及市场环境的影响，金杯电工已于 3 月 16 日公告，拟对本次非公开发行股票方案进行调整，并同时向中国证监会报送了中止原定增方案的申请。

公司将积极调整定增方案，待相关调整事项经公司股东大会审议通过后，将会尽快向中国证监会申请恢复审核，继续推进公司的新能源车租赁和智慧冷链物流业务。

## 三、盈利预测及投资建议

今年年初开始，长江有色市场铜均价逐步回升，目前价格 4.7 万元/吨高于 15 年均价，公司传统线缆主业有望稳定发展；外拓 BMS+PACK 领域技术领先，能翔巴士和能翔优卡的新能源车运营有序开展，冷链业务基础设施正在建设中。鉴于公司定增中止，暂时影响新能源车运营和冷链业务推进速度，对公司业绩增长造成一定影响，我们重新调整了公司业绩预测，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.49、0.54、0.62 元，对应 PE 分别为 19.3、17.5、15.5 倍，继续给予“买入-A”评级，维持 6 个月目标价 16 元。

## 四、风险提示

- 1、电线电缆行业竞争加剧
- 2、原材料价格大幅波动
- 3、定增项目尚待调整

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,236.1	3,125.3	4,661.9	5,238.9	5,795.8	年增长率					
减:营业成本	2,758.7	2,596.1	3,851.7	4,331.0	4,763.0	营业收入增长率	1.9%	-3.4%	49.2%	12.4%	10.6%
营业税费	12.2	22.8	21.7	27.5	33.2	营业利润增长率	16.2%	10.1%	69.2%	11.9%	14.4%
销售费用	156.1	169.8	237.8	268.2	302.4	净利润增长率	14.2%	15.7%	61.4%	10.5%	13.2%
管理费用	152.2	160.9	237.8	261.1	294.3	EBITDA 增长率	17.6%	11.6%	64.1%	9.9%	12.2%
财务费用	-15.0	-19.6	-	-	-	EBIT 增长率	17.4%	8.0%	90.0%	11.9%	14.4%
资产减值损失	8.6	15.7	10.8	11.7	12.8	NOPLAT 增长率	17.8%	9.9%	90.3%	11.9%	15.7%
加:公允价值变动收益	-	-	2.8	0.6	-1.3	投资资本增长率	-3.0%	0.5%	49.2%	-23.2%	34.8%
投资和汇兑收益	-0.8	-0.4	-2.0	-1.1	-1.1	净资产增长率	4.2%	9.2%	6.5%	7.0%	7.3%
营业利润	162.7	179.1	303.0	339.0	387.7	盈利能力					
加:营业外净收支	16.3	20.0	17.6	17.9	18.5	毛利率	14.8%	16.9%	17.4%	17.3%	17.8%
利润总额	179.0	199.1	320.6	356.9	406.2	营业利润率	5.0%	5.7%	6.5%	6.5%	6.7%
减:所得税	26.4	26.4	42.0	46.8	49.1	净利润率	4.5%	5.4%	5.9%	5.8%	5.9%
净利润	146.1	169.0	272.8	301.4	341.3	EBITDA/营业收入	6.2%	7.1%	7.8%	7.6%	7.8%
						EBIT/营业收入	4.6%	5.1%	6.5%	6.5%	6.7%
						偿债能力					
						资产负债率	21.3%	22.2%	32.2%	21.3%	32.4%
						负债权益比	27.0%	28.5%	47.5%	27.1%	47.9%
						流动比率	3.64	3.38	2.49	3.88	2.65
						速动比率	3.08	2.76	1.95	3.14	2.09
						利息保障倍数	-9.81	-8.13			
						营运能力					
						固定资产周转天数	61	70	46	37	30
						流动营业资本周转天数	75	66	69	73	72
						流动资产周转天数	225	238	196	192	196
						应收帐款周转天数	74	71	74	73	73
						存货周转天数	39	40	40	39	40
						总资产周转天数	317	343	268	252	246
						投资资本周转天数	155	159	133	125	116
						费用率					
						销售费用率	4.8%	5.4%	5.1%	5.1%	5.2%
						管理费用率	4.7%	5.1%	5.1%	5.0%	5.1%
						财务费用率	-0.5%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	9.1%	10.0%	10.2%	10.1%	10.3%
						投资回报率					
						ROE	7.2%	7.6%	11.5%	11.8%	12.5%
						ROA	5.4%	5.5%	7.3%	8.8%	8.1%
						ROIC	8.9%	10.1%	19.0%	14.3%	21.5%
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	0.15	0.21	0.24	0.28
						分红比率	37.9%	49.1%	43.4%	43.5%	45.3%
						股息收益率	1.0%	1.6%	2.2%	2.5%	2.9%
						现金流量表					
						净利润	152.5	172.7	272.8	301.4	341.3
						加:折旧和摊销	52.4	65.2	61.7	61.7	61.7
						资产减值准备	8.6	15.7	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	2.8	0.6	-1.3
						财务费用	0.9	0.1	-	-	-
						投资损失	0.8	0.4	2.0	1.1	1.1
						少数股东损益	6.5	3.7	5.9	8.8	15.7
						营运资金的变动	25.2	54.7	-735.4	418.4	-614.2
						经营活动产生现金流量	206.8	371.7	-390.4	791.8	-195.7
						投资活动产生现金流量	-52.3	-193.2	-1.9	-3.2	0.2
						融资活动产生现金流量	-74.2	2.3	-122.4	-129.7	-153.4
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.26	0.31	0.49	0.54	0.62
						BVPS(元)	3.68	4.03	4.30	4.61	4.95
						PE(X)	36.1	31.2	19.3	17.5	15.5
						PB(X)	2.6	2.4	2.2	2.1	1.9
						P/FCF	33.4	32.7	-13.0	6.8	-25.1
						P/S	1.6	1.7	1.1	1.0	0.9
						EV/EBITDA	23.2	19.9	13.6	10.8	10.4
						CAGR(%)	26.7%	27.4%	28.0%	26.7%	27.4%
						PEG	1.4	1.1	0.7	0.7	0.6
						ROIC/WACC					

资料来源: 贝格数据华金证券研究所



## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn