

2017年08月25日

# 永贵电器 (300351.SZ)

## 公司快报

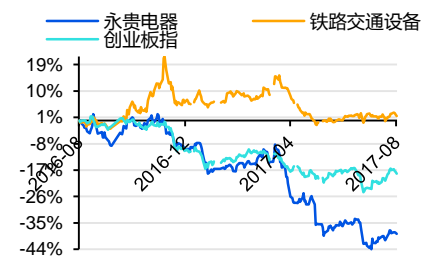
机械 | 铁路交通设备 III

投资评级	增持-A(维持)
6个月目标价	19.5元
股价(2017-08-24)	17.25元

### 交易数据

总市值(百万元)	6,634.46
流通市值(百万元)	4,102.08
总股本(百万股)	384.61
流通股本(百万股)	237.80
12个月价格区间	15.12/29.50元

### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.9	-7.33	-21.79
绝对收益	7.14	-5.2	-39.2

### 分析师

张仲杰  
 SAC 执业证书编号: S0910515050001  
 zhangzhongjie@huajinsec.cn  
 021-20377099

### 报告联系人

范益民  
 fanyimin@huajinsec.cn  
 021-20377169

### 相关报告

永贵电器：业绩符合预期，多元化发展效果显著 2016-08-30

永贵电器：三季度业绩基本符合预期，产业链并购持续推进 2015-10-27

## 通信及电动汽车连接器拉动营收快速增长

### 投资要点

◆ **通信及电动汽车连接器拉动营收快速增长** 2017年上半年公司实现营收5.29亿元，同比增长63.55%；归母净利润6784万元，同比增长16.64%。上半年公司归母净利润和营收增速未同步，一方面由于城轨连接器收入大幅上升，而高毛利的动车组连接器收入大幅下降导致轨交连接器板块综合毛利率下滑；另一方面，公司合并报表范围扩大及募集资金投资项目建成投产导致相应折旧摊销费用增加。分产品看，公司电动汽车连接器实现销售收入1.79亿元，同比增长46.02%，毛利率下滑4.42个百分点至25.87%；通信连接器板块营收快速增长，实现销售收入1.77亿元，同比增长145.48%；轨交连接器实现销售收入1.19亿元，同比增长4.39%，毛利率下滑8.33个百分点至56.98%。

◆ **产品结构变化导致净利与营收增速不匹配**：在近期全国城轨投资加大和动车招标延迟的背景下，公司城轨连接器收入上升，动车组连接器下降，而城轨连接器毛利率低于动车组连接器，因此轨交连接器板块整体毛利率由上年同期的65.31%下降至56.98%。电动汽车连接器毛利率也由于产品结构变化由上年同期的30.29%下降至25.87%。另外唐山永鑫贵、浙江永贵博得、沈阳博得纳入合并报表以及募投项目投产，导致折旧摊销费用增加，对利润有一定影响。随着“标动”招标增加以及新能源和轨交板块持续景气，募投项目产能利用率若处于较高水平，公司产品结构得到优化，利润增速或将加快。

◆ **“标动”招标利好轨交连接器业务**：“十三五”期间，高铁里程将新增1.1万公里，未来几年动车年平均招标量或达到300列。铁总近日与中车集团签署框架协议，拟采购500列时速350km的“标动”，未来“标动”将成为动车采购主力军。我们测算每列动车连接器价值为220万元左右，若年新增300列动车，则对应6.60亿元市场空间。考虑到和谐号寿命约为20年，而连接器寿命约为7年，因此和谐号在营运中通常将更换两次连接器。根据中国铁投网站公告，2013年至今铁总已采购1394列和谐号，因此仅考虑2013年后的动车存量，未来年均更新需求约为4.38亿元。

◆ **投资建议**：我们预测公司2017-2019年营业收入分别为13.00亿元、17.12亿元、21.99亿元，每股收益分别为0.52元、0.69元、0.89元。给予“增持-A”评级，6个月目标价为19.5元，相当于2018年28倍的市盈率。

◆ **风险提示**：行业竞争加剧致毛利率下滑；轨交连接器项目产能利用不足；子公司收入盈利不及预期；军工项目获齐资质时间推迟等。

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	511.1	955.4	1,300.1	1,711.5	2,198.6
同比增长(%)	33.1%	86.9%	36.1%	31.6%	28.5%
营业利润(百万元)	127.9	181.2	227.6	301.3	395.5
同比增长(%)	-1.4%	41.6%	25.6%	32.4%	31.3%
净利润(百万元)	114.8	161.4	200.7	263.6	343.8
同比增长(%)	0.6%	40.6%	24.4%	31.4%	30.4%
每股收益(元)	0.30	0.42	0.52	0.69	0.89
PE	57.8	41.1	33.1	25.2	19.3
PB	6.2	2.5	2.3	2.2	2.0

数据来源：贝格数据华金证券研究所

**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
<b>营业收入</b>	511.1	955.4	1,300.1	1,711.5	2,198.6	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	281.0	562.5	811.5	1,068.3	1,368.2	营业收入增长率	33.1%	86.9%	36.1%	31.6%	28.5%
营业税费	4.3	11.5	12.5	17.1	23.2	营业利润增长率	-1.4%	41.6%	25.6%	32.4%	31.3%
销售费用	35.0	66.1	83.2	107.8	136.3	净利润增长率	0.6%	40.6%	24.4%	31.4%	30.4%
管理费用	62.6	125.7	159.9	208.8	266.0	EBITDA 增长率	3.5%	61.1%	15.8%	29.5%	28.7%
财务费用	-9.8	-9.0	-6.3	-4.8	-4.6	EBIT 增长率	-0.1%	45.8%	28.5%	33.9%	31.9%
资产减值损失	10.1	16.9	11.5	12.8	13.8	NOPLAT 增长率	1.1%	44.5%	28.7%	34.2%	32.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	82.4%	155.2%	6.1%	8.1%	9.7%
投资和汇兑收益	0.0	-0.4	-0.1	-0.2	-0.2	净资产增长率	7.2%	145.5%	5.8%	7.2%	8.9%
<b>营业利润</b>	127.9	181.2	227.6	301.3	395.5	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	3.7	5.6	4.5	4.6	4.9	毛利率	45.0%	41.1%	37.6%	37.6%	37.8%
<b>利润总额</b>	131.6	186.8	232.1	305.9	400.4	营业利润率	25.0%	19.0%	17.5%	17.6%	18.0%
减:所得税	19.3	28.7	35.3	46.1	60.1	净利润率	22.5%	16.9%	15.4%	15.4%	15.6%
<b>净利润</b>	114.8	161.4	200.7	263.6	343.8	EBITDA/营业收入	26.7%	23.0%	19.6%	19.3%	19.3%
						EBIT/营业收入	23.1%	18.0%	17.0%	17.3%	17.8%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	14.2%	13.1%	18.3%	20.3%	22.3%
货币资金	251.5	544.2	721.1	783.8	853.0	负债权益比	16.6%	15.1%	22.4%	25.4%	28.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.10	3.70	3.27	3.22	3.16
应收帐款	226.4	572.8	416.1	906.8	830.2	速动比率	3.21	3.05	2.39	2.62	2.31
应收票据	75.4	89.3	241.0	159.4	324.5	利息保障倍数	-12.09	-19.22	-35.39	-61.79	-85.54
预付帐款	5.4	5.4	13.8	11.0	19.1	<b>营运能力</b>					
存货	155.6	258.2	512.4	426.8	742.6	固定资产周转天数	121	163	169	124	93
其他流动资产	1.6	9.6	3.8	5.0	6.1	流动营业资本周转天数	172	161	179	176	177
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	560	414	469	442	415
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	130	151	137	139	142
长期股权投资	41.9	71.4	71.4	71.4	71.4	存货周转天数	94	78	107	99	96
投资性房地产	-	14.3	14.3	14.3	14.3	总资产周转天数	857	827	914	772	666
固定资产	243.5	619.9	598.1	576.3	554.5	投资资本周转天数	459	563	613	499	423
在建工程	179.7	19.0	19.0	19.0	19.0	<b>费用率</b>					
无形资产	94.1	160.6	149.0	137.5	125.9	销售费用率	6.8%	6.9%	6.4%	6.3%	6.2%
其他非流动资产	6.3	741.7	735.4	730.1	729.0	管理费用率	12.2%	13.2%	12.3%	12.2%	12.1%
<b>资产总额</b>	1,281.5	3,106.2	3,495.3	3,841.3	4,289.7	财务费用率	-1.9%	-0.9%	-0.5%	-0.3%	-0.2%
短期债务	-	29.0	125.0	150.0	175.0	三费/营业收入	17.2%	19.1%	18.2%	18.2%	18.1%
应付帐款	127.8	267.4	361.1	443.9	564.7	<b>投资回报率</b>					
应付票据	16.6	40.4	54.8	67.4	84.5	ROE	10.7%	6.1%	7.1%	8.7%	10.4%
其他流动负债	30.3	63.1	42.8	50.4	54.5	ROA	8.8%	5.1%	5.6%	6.8%	7.9%
长期借款	-	-	50.0	60.0	70.0	ROIC	21.9%	17.3%	8.7%	11.0%	13.5%
其他非流动负债	7.7	7.5	6.1	7.1	6.9	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	182.4	407.3	639.8	778.8	955.6	DPS(元)	0.05	0.07	0.10	0.14	0.18
少数股东权益	27.0	32.0	28.0	24.1	20.7	分红比率	17.6%	15.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	337.2	384.6	384.6	384.6	384.6	股息收益率	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%
留存收益	734.9	2,282.3	2,442.8	2,653.8	2,928.8						
<b>股东权益</b>	1,099.2	2,698.9	2,855.5	3,062.5	3,334.1						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	112.4	158.1	200.7	263.6	343.8	EPS(元)	0.30	0.42	0.52	0.69	0.89
加:折旧和摊销	18.6	50.2	33.3	33.3	33.3	BVPS(元)	2.79	6.93	7.35	7.90	8.61
资产减值准备	10.1	16.9	-	-	-	PE(X)	57.8	41.1	33.1	25.2	19.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.2	2.5	2.3	2.2	2.0
财务费用	-0.1	0.7	-6.3	-4.8	-4.6	P/FCF	-25.0	-5.9	30.9	58.2	47.3
投资损失	-0.0	0.4	0.1	0.2	0.2	P/S	13.0	6.9	5.1	3.9	3.0
少数股东损益	-2.4	-3.3	-3.9	-3.9	-3.4	EV/EBITDA	40.9	27.8	23.9	18.4	14.2
营运资金的变动	-73.3	-166.6	-159.0	-212.7	-270.8	CAGR(%)	32.2%	29.1%	20.3%	32.2%	29.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	55.7	39.2	65.0	75.8	98.6	PEG	1.8	1.4	1.6	0.8	0.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	-307.3	-564.5	-0.1	-0.2	-0.2	ROIC/WACC	2.1	1.7	0.8	1.1	1.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	-38.3	795.5	112.1	-12.9	-29.2						

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

张仲杰声明，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.huajinsec.cn