

证券研究报告/ 公司调研报告

增持

上次评级: 首次覆盖

电缆连接件龙头, 转型地下输电整体方案供应商

报告摘要:

- **聚焦地下输电, 主营业务稳定:** 公司主要产品为电缆连接件及 GIL, 在销售产品的基础上, 可为客户提供地下智能输电系统整体解决方案和电力工程勘察设计及施工服务。公司电缆连接件毛利率长期维持在 50% 以上, 主要原因在于竞争格局稳定、技术含量高、质量要求高, 产品售价包含售后, 在电缆输电系统成本中连接件成本占比低。在电网投资维持稳定增长的情况下, 电缆连接件的营收有望维持稳定增长, 盈利能力维持稳定。
- **持续研发创新, GIL 取得先发优势:** 2018 年公司研发投入 1567 万元, 在收入中占比达 4.9%, 占比稳定提升。近年来公司研发主要投入于 500kv 电缆和 GIL 输电项目, 均为目前正在国产替代阶段的产品。在 GIL 领域, 公司承接的华能济宁电厂 220kV GIL 工程、江苏中关村 220kV GIL 工程相关订单顺利投运, 树立了 GIL 产品先发优势。2018 年, 公司 GIL 产品实现营收 311 万元, 随着产品认可度的提升和订单的持续落地, GIL 的收入占比有望不断提高。
- **一体两翼拓展业务领域, 切入架空线入地蓝海市场:** 公司在具备地下智能输电产品的产品研发和制造优势的基础上, 一是利用地下输电核心技术和工程业绩优势开展架空线入地等新业务, 盘活城市土地资源。二是电力工程勘察设计及承包业务向电力客户需求侧的深度拓展。随着城市规划的变化和土地价值的提升, 架空线入地未来将成为更多地方政府的自发需求。架空线入地需求。公司已经从小型项目入手, 构建地下输电系统的项目业绩和竞争优势, 抢占架空线入地的蓝海市场的先发优势。
- **盈利预测:** 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.01、1.24 和 1.45 元, 给予增持评级。
- **风险提示:** 连接件毛利率下滑, 架空线入地拓展低于预期

股票数据

2019/3/11

6 个月目标价 (元)	31.00
收盘价 (元)	26.73
12 个月股价区间 (元)	16.86 ~ 50.68
总市值 (百万元)	2,673
总股本 (百万股)	100
A 股 (百万股)	100
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	3

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	16%	32%	-12%
相对收益	3%	14%	-2%

相关报告

- 《盈峰环境 (000967): 强势进军环卫, 订单充裕保障业绩增长》-20180822
- 《露笑科技 (002617): 新能源车及光伏业务将迎来收获期》-20180503
- 《露笑科技 (002617): 业绩高增长, 新业务迎来收获》-20180425

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	360	320	392	543	726
(+/-)%	11.06%	-11.01%	22.41%	38.69%	33.52%
归属母公司净利润	80	75	101	124	145
(+/-)%	9.95%	-5.67%	33.73%	23.58%	16.39%
每股收益 (元)	1.20	0.75	1.01	1.24	1.45
市盈率	22.33	35.51	26.55	21.49	18.46
市净率	2.19	3.12	2.79	2.47	2.18
净资产收益率 (%)	9.82%	8.81%	10.54%	11.52%	11.82%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	67	100	100	100	100

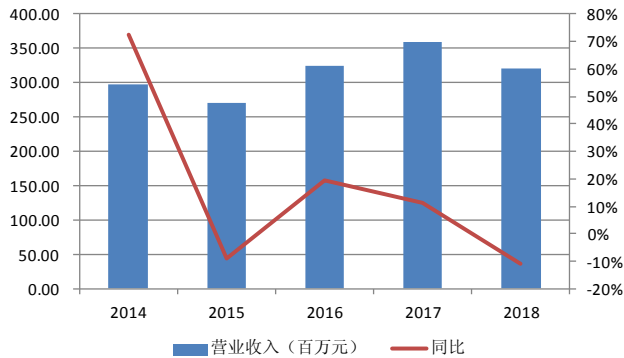
证券分析师: 顾一弘

执业证书编号: S0550517100002
(021)20361163 (021)20361163

1. 聚焦地下输电，主营业务稳定

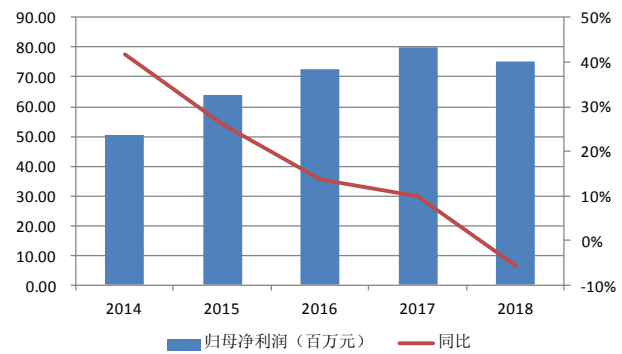
公司主要产品为电缆连接件及 GIL，在销售产品的基础上，可为客户提供地下智能输电系统整体解决方案和电力工程勘察设计及施工服务。公司产品主要客户为国网、南网和五大发电集团等企业，需求较为稳定，客户主要通过招投标确定供应商，在产品认可度较高的情况下，公司的市场份额维持稳定。

图 1: 公司历年营业收入 (百万元)



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 2: 公司历年归母净利润 (百万元)



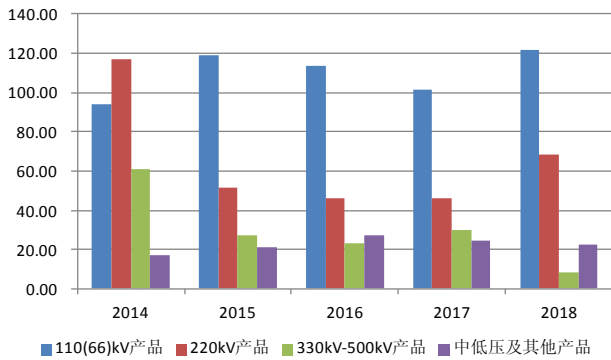
数据来源: 东北证券, 公司公告

公司是国内少数能生产 1kv-500kv 全系列电缆连接件的企业,是少数实现 500kv 电缆连接件商业化运行的企业之一。目前 110kv 及以下电压等级电缆连接件技术成熟, 220kv 电缆连接件仍处于国产产品和进口产品竞争的状态, 500kv 电缆国内仅有安靠、汉缆、特变等少数企业能够生产。

公司各电压等级的电缆连接件收入与毛利率维持在较为稳定的水平, 110kv 与 220kv 在收入中占比较高。在国网招标市场中, 公司 110kv 产品的市场份额较高, 国网对 220kv 的产品采用与配套电缆捆绑招标的方式参与投标, 部分大型电缆生产商也能够自行生产电缆连接件投标, 因此市场份额相对较低。330kv 及以上电压等级电缆输电系统在电网体系内目前还较少, 且各年项目分布不均匀, 因此公司该电压等级的产品收入波动较大。2011 年 6 月起国网电子商务平台开展 330kv 及以上电压等级电缆输电系统招标以来, 一共集中招标了 7 次, 合计 186 套, 其中公司中标 74 套, 中标占比为 40%, 显示公司在高电压等级电缆连接件领域的优势。

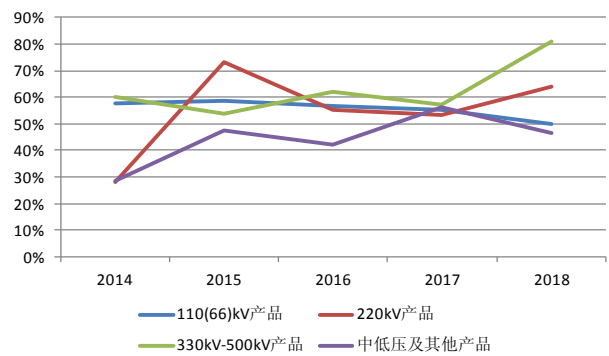
公司电缆连接件毛利率长期维持在高位, 主要原因包括一是竞争格局稳定, 目前高电压等级电缆连接件产品国内能生产的企业较少; 二是技术含量高, 电缆连接件的生产, 涉及的学科范围涵盖电学、材料学、热学、动力学等, 专业人才要求也比较高; 三是电缆连接件是最容易出问题的环节, 质量要求高, 运维也都是公司直接负责, 产品售价实际包含了售后这块; 四是在输电线路系统建设总成本中电缆连接件成本占比低, 但是质量要求高, 所以更看中产品质量, 而不是成本。

图 3: 各电压等级连接件收入 (百万元)



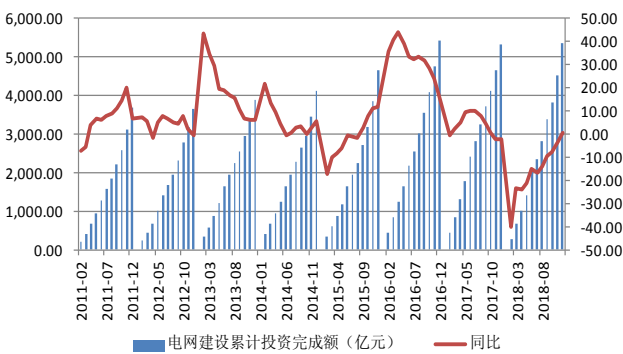
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 4: 各电压等级连接件毛利率



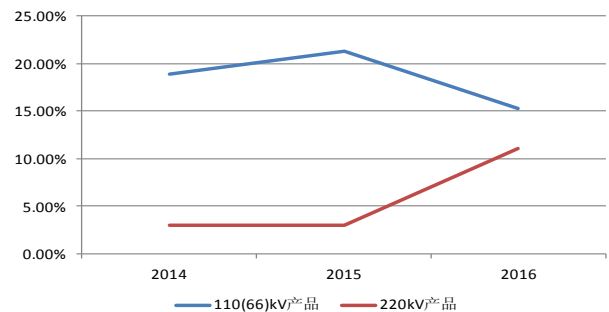
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 5: 历年电网投资完成额 (亿元)



数据来源: 东北证券, 中电联

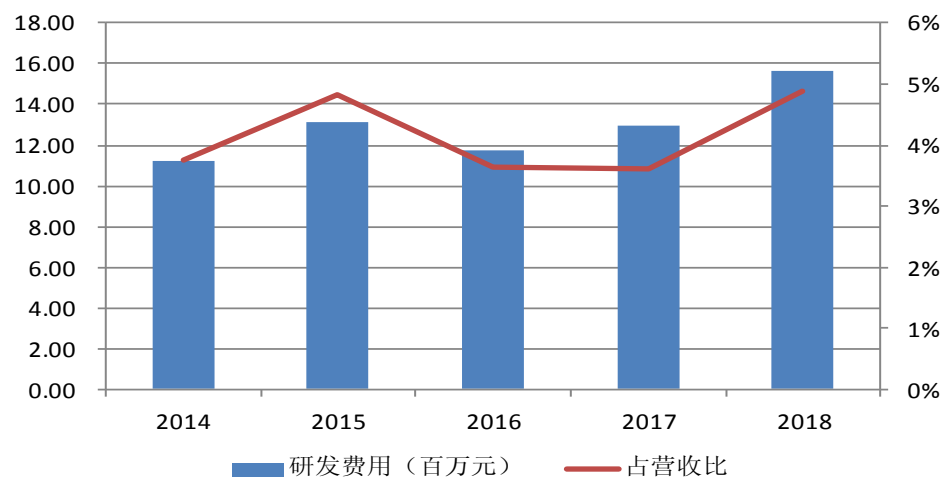
图 6: 公司电缆连接件在国网中标份额



数据来源: 东北证券, 公司公告

2018 年公司研发人员 61 人, 占员工总数 10.7%, 研发投入 1567 万元, 在收入中占比达 4.9%, 占比稳定提升。近年来公司研发主要投入于 500kV 电缆和 GIL 输电项目, 均为目前正在国产替代阶段的产品。通过加大研发投入, 有助于公司扩大产品市场份额, 增强核心竞争力, 完善地下输电产品结构。

图 7: 公司研发投入与占比 (百万元)



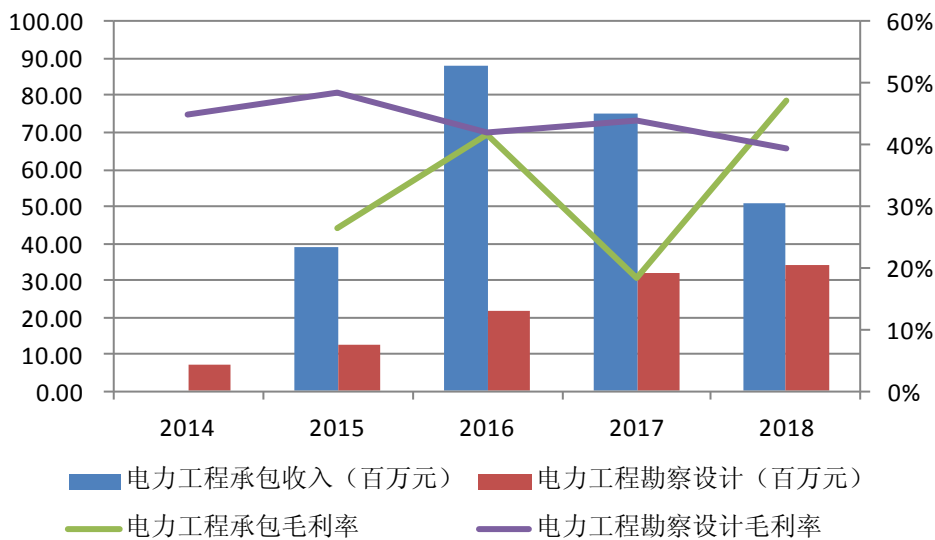
数据来源: 东北证券, Wind

公司在巩固电缆连接件领域优势的同时，积极拓展 GIL 市场。在 2015 年在国内率先研发出 220kv-1100kv 金属气体绝缘母线 (GIL)，弥补了电缆系统不能大容量输电的缺陷。在 GIL 领域，公司承接的华能济宁电厂 220kV GIL 工程、江苏中关村 220kV GIL 工程相关订单顺利投运，树立了 GIL 产品先发优势。2018 年，公司 GIL 产品实现营收 311 万元，随着产品认可度的提升和订单的持续落地，GIL 的收入占比有望不断提高。为保持 GIL 技术研发持续领先地位，保障后续 GIL 工程顺利建设，公司大量引进行业顶尖人才，构建了一支一流 GIL 人才队伍。

2. 一体两翼拓展业务领域，切入架空线入地蓝海市场

公司在具备地下智能输电产品的产品研发和制造优势的基础上，一是利用地下输电核心技术和工程业绩优势开展架空线入地等新业务，盘活城市土地资源。二是电力工程勘察设计承包业务向电力客户需求侧的深度拓展。

图 8: 工程业务快速拓展



数据来源：东北证券，公司公告

2013 年公司收购河南安靠，拓展电力工程勘察设计、电力工程承包业务，目前工程业务在营收中的占比已经达到 20% 以上。与同行相比，很多电缆企业只能提供产品，而公司具备系统解决方案，有领先的技术实力，也有过往诸多工程项目业绩，更有利于获取订单。

随着城市的快速扩张，原有高压架空输电线路影响着城市的科学规划，占用了大量宝贵土地资源。公司将利用地下输电领域核心技术、产品及业绩优势展开和政府、企业等各方面电力用户的合作，利用架空线入地、迁改来盘活土地资源，提升城市形象，开发潜在市场。

2018 年公司分别为南京市、常州市、溧阳市等规划了架空线入地方案，技术手段皆是 GIL。与公司传统电缆连接件以国网招标为主的商业模式不同，架空线入地未来将成为更多地方政府的自发需求。随着城市规划的变化和土地价值的提升，三线以

上城市都会有架空线入地需求。公司已经从小型项目入手，构建地下输电系统的项目业绩和竞争优势，在架空线入地的蓝海市场打开过程中抢占先发优势。

3. 盈利预测

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.01、1.24 和 1.45 元，给予增持评级。

风险提示：

连接件毛利率下滑，架空线入地拓展低于预期

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	63	463	450	477	净利润	76	101	124	145
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	-2	0	0	0
应收款项	251	268	372	497	折旧及摊销	21	19	23	26
存货	120	145	215	299	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	365	0	0	0	财务费用	2	1	0	0
流动资产合计	822	899	1,072	1,323	投资损失	-9	-5	-5	-5
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-32	380	-111	-124
长期投资净额	0	0	0	0	其他	0	365	0	0
固定资产	184	234	284	304	经营活动净现金流量	58	514	32	42
无形资产	27	27	27	27	投资活动净现金流量	-53	-44	-45	-15
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-1	-70	0	0
非流动资产合计	239	250	276	270	企业自由现金流	30	74	-31	16
资产总计	1,061	1,149	1,348	1,593					
短期借款	45	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	69	87	129	180		2018A	2019E	2020E	2021E
预收款项	17	23	32	41	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.75	1.01	1.24	1.45
流动负债合计	180	192	267	367	每股净资产 (元)	8.56	9.57	10.81	12.26
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	0.58	5.14	0.32	0.42
其他长期负债	24	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	24	0	0	0	营业收入增长率	-11.01%	22.41%	38.69%	33.52%
负债合计	204	192	267	367	净利润增长率	-5.67%	33.73%	23.58%	16.39%
归属于母公司股东权益合计	855	955	1,080	1,225	盈利能力指标				
少数股东权益	2	2	2	2	毛利率	50.48%	45.81%	42.12%	39.77%
负债和股东权益总计	1,061	1,149	1,348	1,593	净利率	23.52%	25.69%	22.89%	19.96%
					运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	290.25	250.00	250.00	250.00
					存货周转率 (次)	252.36	250.00	250.00	250.00
					偿债能力指标				
					资产负债率	19.25%	16.71%	19.80%	23.01%
					流动比率	4.56	4.68	4.02	3.61
					速动比率	3.89	3.93	3.21	2.79
					费用率指标				
					销售费用率	8.07%	8.00%	8.00%	7.50%
					管理费用率	11.59%	9.50%	9.50%	9.00%
					财务费用率	0.59%	-2.13%	-2.94%	-1.09%
					分红指标				
					分红比例				
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	35.51	26.55	21.49	18.46
					P/B (倍)	3.12	2.79	2.47	2.18
					P/S (倍)	8.35	6.82	4.92	3.68
					净资产收益率	8.81%	10.54%	11.52%	11.82%

资料来源：东北证券

分析师简介:

顾一弘: 复旦大学经济学硕士, 2015年加入东北证券, 任电力设备新能源研究员, 主要负责研究新能源、能源互联网等方向。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn