

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 唐俊男

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

电缆连接件平稳发展, 延伸产业链有望打开市场空间

——安靠智电(300617)调研简报

证券研究报告-调研简报

增持(首次)

市场数据(2019-03-12)

发布日期: 2019年03月13日

收盘价(元)	29.40
一年内最高/最低(元)	50.68/16.86
沪深300指数	3755.35
市净率(倍)	3.44
流通市值(亿元)	10.79

基础数据(2018-12-31)

每股净资产(元)	8.55
每股经营现金流(元)	0.58
毛利率(%)	50.48
净资产收益率-摊薄(%)	8.81
资产负债率(%)	19.25
总股本/流通股(万股)	10000.5/3670.5
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- **18年公司营收规模有所下降, 营业利润平稳增长。**公司主营业务涵盖高压及超高压电缆连接件、GIL及相关产品的研发、生产和销售, 并逐步延伸产业链, 为下游客户提供电力工程勘察设计和工程承包业务。18年公司实现营业总收入3.20亿元, 同比下滑11.01%; 营业利润0.89亿元, 同比增长0.6%; 归属于上市公司股东的净利润0.75亿元, 同比下降5.67%。公司收入规模有所下降主要原因为330kV-500kV产品、电力工程承包以及其他业务收入的降低; 受营业外收入减少影响, 归属于上市公司股东的净利润小幅下滑。
- **传统电缆连接件市场较为领先。**公司在电缆连接件市场具备丰富的技术储备和先发优势。公司参与制定500kV电缆连接件的国家标准, 与汉缆股份、特变电工和国际知名电缆系统制造商展开竞争。18年公司的110(66)kV产品和220kV产品分别实现营业收入1.21亿元、0.69亿元, 分别同比增长19.60%、48.01%。值得关注的是, 17年公司IPO募投项目包括电力电缆连接件扩建项目, 全部投产后预计新增66kV及以上电压标准件产能4890套、新增中低压电缆连接件15600套, 对公司目前产能提升幅度较为明显。截至18年底, 公司电缆连接件扩建部分仍在规划当中, 全部扩建项目建设进度为47.66%。目前公司的产品结构中110kV(66kV)高压电缆附件产品、尤其是220kV-500kV电缆附件技术含量相对较高, 市场集中度高, 价格较为稳定。预计随着产能投放, 公司市场规模有望逐步扩大。
- **架空线入地和改迁电力工程有望带来新的利润增长点。**传统电缆连接件市场需求平稳, 竞争格局相对稳定。公司于13年11月收购河南安靠85%的股权, 向电力工程勘察设计和电力工程总包方向发展, 从而拓展业务边界。公司的电力工程勘察设计及工程业务的市场潜力来自于输电线路的架空线入地和改迁。架空线入地或改迁能够盘活土地资源、提升城市形象和增加土地价值, 对地方政府形成吸引力。公司掌握220-1100kV GIL输电相关技术, 并承接华能济宁电厂220kV GIL工程、江苏中关村220kV GIL工程、南京航空航天大学天目湖校区附属杆线工程, 从而形成示范效应。18年公司的GIL产品、电力工程承包、电力工程勘察业务实现营收311.41万元、5111.92万元、3389.81万元, 工程项目拓展及订单落地有望对公司收入规模形成弹性。
- **盈利能力有所提升。**18年公司销售毛利率50.48%, 同比提升6.14个百分点。其中110kV产品毛利率49.77%, 同比回落5.52个百分点; 220kV产品毛利率63.76%, 同比提升10.28个百分点; 电力工程承包业务毛利率47.05%, 同比提升28.5个百分点。电缆连接件系列产品的主要竞

争来自于 35kV 及以下电缆连接件产品，而公司主要系列产品均保持近 50%的毛利率，充分体现其产品质量和技术含量。

- **应收账款偏高，客户资质较好。**公司电缆连接件客户为国家电网、南方电网以及五大发电集团。受下游客户强势、议价能力强以及电缆连接件质保金影响，公司应收账款占资产比例偏高。截至 18 年底，公司应收票据和应收账款余额 2.58 亿元，而 2 年以内的应收账款占比 87.31%。公司计提坏账准备金额 4449.36 万元，计提比例 15.07%。由于下游客户为国企背景且现金流充裕，电缆连接件占电网建设投资比例较低，尽管回款周期长，但发生坏账损失的情形少。
- **核心高管薪酬调整以及回购股份用于股权激励，有利于激发企业活力。**18 年公司对核心高管的薪酬结构进行了较大幅度的调整，并拟将回购股份的 60%用于员工持股激励。截至到 19 年 2 月 28 日，公司已经累计回购股份 220.97 万股，累计金额 0.50 亿元。后续激励计划的实施有望增强员工工作积极性，提升业务开拓能力。
- **首次给予公司“增持”投资评级。**预计公司 19、20 年全面摊薄 EPS 分别为 0.94、1.14 元，按 2019 年 3 月 12 日收盘价 29.40 元/股计算，对应 19、20 年 PE 分别为 31.4 倍、25.7 倍。考虑到公司市值较低，传统电缆连接件业务平稳发展，IPO 项目投运以及电力工程业务项目逐步落地有望带来新的利润增长点，首次给予公司“增持”投资评级。

风险提示：行业竞争加剧，毛利率下降风险；电力工程项目建设进度不及预期；电力工程总包对资金需求较大，可能对公司资金形成压力；短期受市场情绪影响公司股价涨幅较大，回调风险。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	359.7	320.1	404.3	524.2	628.3
增长比率	11.1%	-11.0%	26.3%	29.7%	19.9%
净利润(百万元)	79.8	75.3	93.7	114.5	132.9
增长比率	9.9%	-5.7%	24.4%	22.2%	16.0%
每股收益(元)	0.80	0.75	0.94	1.14	1.33
市盈率(倍)	36.8	39.1	31.4	25.7	22.1

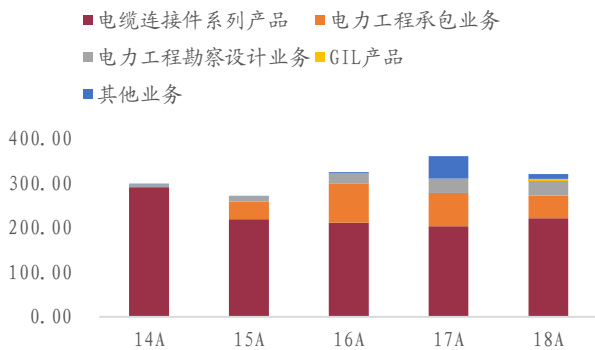
资料来源：贝格数据，中原证券

表 1: 公司 IPO 项目预计达产后产能变化情况

产品系列	产品	募投前设计产能 (套/米)	募投项目设计产能 (套/米)	募投项目达产后设计产能 (套/米)
电缆连接件系列产品	中低电压电缆连接件	20000	15600	35600
	110(66)kV 电缆连接件	5500	4890	10390
	220kV 电缆连接件			
	500kV 电缆连接件			
GIL 系列产品	500kV GIL		1000	1000
	750kV 及以上 GIL		500	500
	500kV 套管		12	12
	750kV 及以上套管		6	6

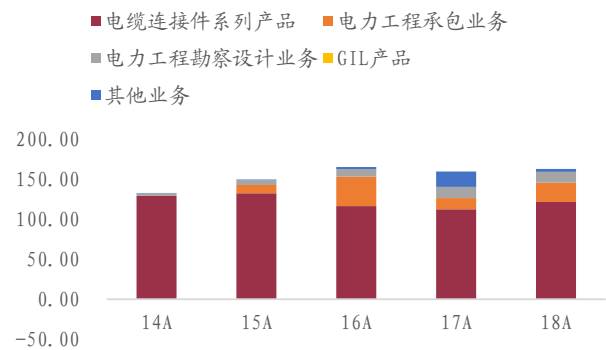
资料来源: 公司招股书, 中原证券

图 1: 14—18 年公司主要业务收入构成情况 (百万元)



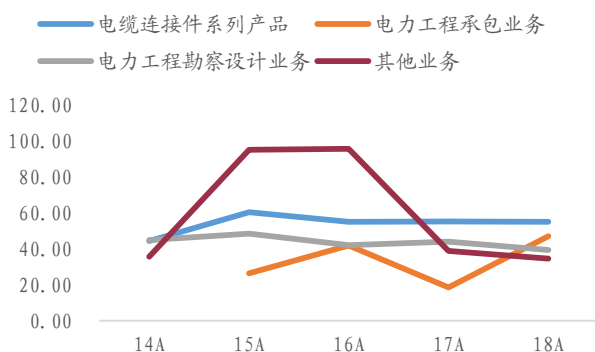
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 14—18 年公司主要业务毛利构成情况 (百万元)



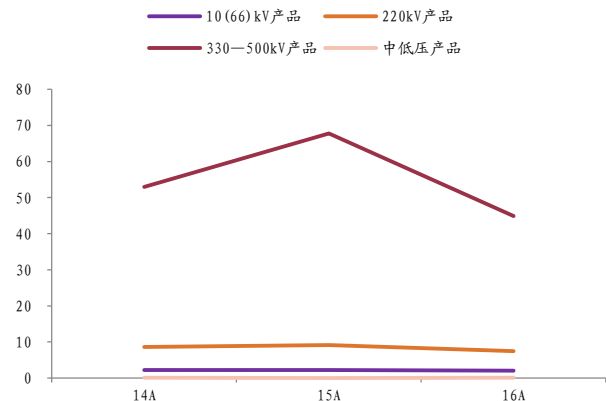
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 14—18 年公司主要业务毛利率变化情况 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 14—16 年公司主要产品价格变化 (万元/套)



资料来源: 公司招股书, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	359.7	320.1	404.3	524.2	628.3	成长性					
减: 营业成本	200.2	158.5	208.0	269.3	322.2	营业收入增长率	11.1%	-11.0%	26.3%	29.7%	19.9%
营业税费	5.3	5.3	6.7	8.7	10.4	营业利润增长率	5.3%	0.6%	24.9%	22.2%	16.0%
销售费用	21.9	25.8	32.3	41.9	50.3	净利润增长率	9.9%	-5.7%	24.4%	22.2%	16.0%
管理费用	45.1	37.1	44.5	57.7	69.1	EBITDA 增长率	6.2%	19.4%	10.6%	28.2%	18.9%
财务费用	-0.5	1.9	1.7	10.9	18.9	EBIT 增长率	-0.1%	22.9%	8.7%	30.0%	20.3%
资产减值损失	7.9	-1.6	-	-	-	NOPLAT 增长率	2.3%	5.8%	24.1%	30.0%	20.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	133.1%	12.2%	0.3%	33.8%	0.6%
投资和汇兑收益	5.2	8.8	-	-	-	净资产增长率	107.0%	5.2%	5.5%	6.4%	7.0%
营业利润	88.4	88.9	111.0	135.7	157.5	利润率					
加: 营业外净收支	8.0	0.2	-	-	-	毛利率	44.3%	50.5%	48.6%	48.6%	48.7%
利润总额	96.3	89.1	111.0	135.7	157.5	营业利润率	24.6%	27.8%	27.5%	25.9%	25.1%
减: 所得税	16.3	13.3	16.7	20.4	23.6	净利润率	22.2%	23.5%	23.2%	21.8%	21.1%
净利润	79.8	75.3	93.7	114.5	132.9	EBITDA/营业收入	28.4%	38.1%	33.4%	33.0%	32.7%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	23.5%	32.4%	27.9%	28.0%	28.1%
货币资金	70.1	63.2	80.9	104.8	125.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	188	210	172	145	128
应收帐款	272.4	261.1	367.9	418.4	506.6	流动营业资本周转天数	318	647	546	498	483
应收票据	2.5	7.0	4.9	10.5	8.0	流动资产周转天数	574	893	802	731	706
预付帐款	5.2	6.0	9.0	10.5	12.8	应收帐款周转天数	219	300	280	270	265
存货	99.4	119.8	146.0	198.1	213.5	存货周转天数	99	123	118	118	118
其他流动资产	316.9	364.9	370.0	407.0	447.7	总资产周转天数	817	1,169	1,024	919	876
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	519	866	726	656	628
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	9.8%	8.8%	10.4%	11.9%	13.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.9%	7.2%	7.6%	8.0%	8.3%
固定资产	189.5	184.0	201.5	221.9	223.7	ROIC	23.4%	10.6%	11.8%	15.3%	13.7%
在建工程	6.1	2.9	11.1	21.1	35.8	费用率					
无形资产	28.3	27.5	26.6	25.7	24.8	销售费用率	6.1%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%
其他非流动资产	28.2	24.1	21.7	20.0	20.0	管理费用率	12.5%	11.6%	11.0%	11.0%	11.0%
资产总额	1,018.6	1,060.5	1,239.5	1,438.1	1,618.7	财务费用率	-0.1%	0.6%	0.4%	2.1%	3.0%
短期债务	10.0	45.0	15.2	83.3	168.6	三费/营业收入	18.5%	20.3%	19.4%	21.1%	22.0%
应付帐款	82.1	6.8	116.9	43.2	148.3	偿债能力					
应付票据	24.8	-	34.7	10.2	43.5	资产负债率	20.1%	19.2%	27.1%	33.1%	36.4%
其他流动负债	63.1	128.5	144.4	142.6	157.7	负债权益比	25.1%	23.8%	37.1%	49.5%	57.2%
长期借款	-	-	-	172.3	46.7	流动比率	4.26	4.56	3.15	4.12	2.54
其他非流动负债	24.7	23.8	24.5	24.5	24.5	速动比率	3.71	3.89	2.68	3.41	2.12
负债总额	204.6	204.1	335.6	476.1	589.2	利息保障倍数	-160.30	54.57	64.68	13.48	9.33
少数股东权益	1.1	1.7	2.4	3.2	4.2	分红指标					
股本	66.7	100.0	100.0	100.0	100.0	DPS(元)	0.33	0.50	0.47	0.57	0.66
留存收益	746.1	754.7	801.6	858.8	925.2	分红比率	41.8%	66.4%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	813.9	856.4	904.0	962.0	1,029.5	股息收益率	1.1%	1.7%	1.6%	1.9%	2.3%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	80.0	75.8	93.7	114.5	132.9	EPS(元)	0.80	0.75	0.94	1.14	1.33
加: 折旧和摊销	19.6	21.5	22.2	26.5	29.4	BVPS(元)	8.13	8.55	9.02	9.59	10.25
资产减值准备	7.9	-1.6	-	-	-	PE(X)	36.8	39.1	31.4	25.7	22.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	3.4	3.3	3.1	2.9
财务费用	0.3	2.5	1.7	10.9	18.9	P/FCF	-8.5	135.6	47.9	37.3	34.1
投资收益	-5.2	-8.8	-	-	-	P/S	8.2	9.2	7.3	5.6	4.7
少数股东损益	0.2	0.6	0.7	0.8	1.0	EV/EBITDA	18.3	23.8	21.2	17.8	14.7
营运资金的变动	-400.4	-7.6	24.8	-245.0	9.3	CAGR(%)	13.0%	20.9%	9.1%	13.0%	20.9%
经营活动产生现金流量	-21.0	58.3	143.1	-92.3	191.5	PEG	2.8	1.9	3.4	2.0	1.1
投资活动产生现金流量	-324.0	-52.7	-47.0	-56.0	-45.0	ROIC/WACC	2.2	1.0	1.1	1.5	1.3
融资活动产生现金流量	333.9	-0.8	-78.4	172.3	-125.6	REP	1.2	3.5	3.1	1.9	2.1

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

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

特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。