

远程电缆(002692)

新远程，新启程

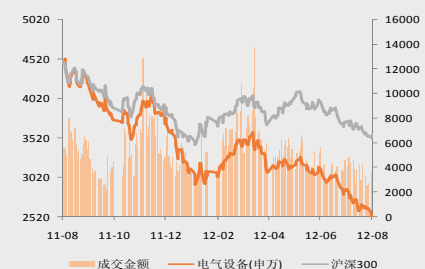
中性（首次）

现价：15.50元

主要数据

所属行业	电力设备
公司网址	www.yccable.cn
大股东/持股	杨小明/28.7% 余国平/21.3% 徐福荣/16.3%
总股本(百万股)	181.35
发行量(百万股)	45.35
筹资额(亿元)	6.8
每股净资产(元)	6.4元
每股收益(元)	0.80元/股

行情走势图



证券分析师

张 海

投资咨询资格编号S1060511100001
电话0755-22621123
邮箱Zhanghai376@pingan.com.cn

周紫光

投资咨询资格编号S1060511100003
电话0755-22621372
邮箱zhouziguang157@pingan.com.cn

研究助理

乔 敏

一般资格编号S1060111030070
电话021-33903991
邮箱QIAOMIN157@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

公司是国内外知名电线电缆企业，营收和净利润维持稳定增长。公司采取“采购现货铜”和“原材料成本+加工费+目标毛利”定价模式来保证产品的盈利能力。募投项目为超高压环保智能型交联电缆技术改造和矿物绝缘特种电缆两个项目，属高端产品，进入壁垒较高；项目规模增速在“十二五”期间有望维持20%左右；并且，随着行业集中度的提升，募投项目具有较大的增长潜力。

■ 营收和净利润增速稳定

公司是技术领先、注重服务的国内外知名电线电缆企业。2009~2011年的营业收入分别为9.71亿元、15.09亿元和20.64亿元，复合增长率达45.77%。2009~2011年公司的净利润分别为0.49亿元、0.88亿元和1.19亿元，复合增长率达56.05%。

■ 定价模式保盈利能力，结构优化提盈利水平

公司采取“采购现货铜”和“原材料成本+加工费+目标毛利”定价模式，保证产品盈利能力。以矿物绝缘电缆为主的特种电缆、募投项目高压电缆的销售比例持续提高，结构优化将提升产品综合毛利率。

■ 技术领先+广阔市场，未来可期

电线电缆制造业是国民经济中最大的配套行业之一，市场规模超过万亿。公司是国内除日资古河电缆外，唯一获得国家电网超高压智能环保型电缆资质认证企业，是国内十一家具备向核电站提供安全级电缆设备资格供应商之一，是国内高端防火电缆矿物绝缘电缆主要供应商。公司中低压电力电缆区域市场占有率位居前三。

■ 估值与盈利预测

预计公司2012~2014年的每股收益分别为0.80元、1.08元、1.30元。对应2012年动态PE估值15~20倍，给予“中性”评级。

风险提示：原材料波动和募投项目不及预期的风险。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	1,509	2,064	2,337	2,791	3,292
YoY (%)	55%	37%	13%	19%	18%
净利润(百万元)	88	119	144	196	236
YoY (%)	80%	35%	21%	36%	21%
毛利率(%)	13.6%	14.3%	14.5%	14.6%	14.8%
净利率(%)	5.8	5.8	6.2	7.0	7.2
ROE(%)	35.5%	32.1%	12.4%	14.4%	14.8%
EPS(摊薄/元)	0.49	0.66	0.80	1.08	1.30

正文目录

一、盈利预测与估值分析	4
1.1 盈利预测	4
1.2 相对估值分析	5
1.3 DCF 绝对估值分析	5
1.4 估值结论	6
二、公司概况	6
2.1 公司主营业务和主要产品	6
2.2 公司近年业绩持续增长	7
2.3 发行前后股权结构	8
三、行业分析	8
3.1 行业概况	8
3.2 行业发展趋势	10
四、财务指标分析	10
4.1 盈利能力：综合毛利率稳定	10
4.2 偿债能力：资产负债水平合理，偿债能力强	11
4.3 运营能力：经营效率提升	11
4.4 现金流量分析：经营活动现金流良好	12
五、募投项目分析	12
5.1 高压电缆市场分析	13
5.2 矿物绝缘电缆市场分析	13
六、风险提示	13

图表目录

图表 1	公司收入、成本预测表	4
图表 2	公司业绩预测表	5
图表 3	主要参照、公司估值水平	5
图表 4	估值参数设定 (WACC 与永续增长率)	6
图表 5	公司估值敏感性分析	6
图表 6	产品系列介绍	6
图表 7	公司主要产品所占比例 (按产能比例划分)	7
图表 8	公司历年营业收入及增长预测	7
图表 9	公司历年净利润及增长预测	7
图表 10	近三年公司主营收入构成情况	8
图表 11	近三年公司主营毛利构成情况	8
图表 12	发行前后公司股本变化	8
图表 13	我国的电线电缆产品及其用途	8
图表 14	2005 年~2010 年电线电缆行业总产值占 GDP 的比重	9
图表 15	电线电缆行业主要企业及其产品	9
图表 16	2005 年至 2010 年电线电缆行业销售收入增长情况 (亿元)	10
图表 17	公司毛利率稳步提升	10
图表 18	公司定价模式保障毛利率	10
图表 19	2011 年上市电缆公司毛利率 (%) 对比	11
图表 20	2011 年上市电缆公司净利率 (%) 对比	11
图表 21	公司资产负债率合理	11
图表 22	公司流动性较好	11
图表 23	应收账款周转率逐年提升	12
图表 24	存货周转率逐年提升	12
图表 25	公司现金流情况	12
图表 26	募投项目介绍	12
图表 27	高压、超高压交联电缆的用量及需求量预测趋势图	13

一、盈利预测与估值分析

1.1 盈利预测

关键假设：

- (1) 募投项目按照计划顺利进行，1年后按期投产，并在投资回收期内实现预定销售收入和税后净利润；
- (2) 公司定价模式保持不变，产品结构进一步优化；
- (3) 2012~2014年，原材料价格稳定；
- (4) 经济形势未发生大的变化，产出增量能够顺利消化；
- (5) 2012~2014年享有15%的高薪技术企业所得税优惠税率。

图表1 公司收入、成本预测表

系列	项目	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
中低压电力电缆	营业收入(百万)	906	1,239	1,360	1,590	1,818	2,079
	用铜增长率(%)		36.8%	18.0%	13.0%	12.0%	12.0%
	营业成本(百万)	795	1,080	1,186	1,387	1,586	1,813
	增长率(%)		36.0%	9.7%	17.0%	14.4%	14.4%
	毛利率(%)	12.3%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%
	毛利润(百万)		159	174	204	233	266
特种电缆	营业收入(百万)	470	662	745	887	1,041	1,169
	用铜增长率(%)		40.9%	21.0%	15.0%	15.0%	10.0%
	营业成本(百万)	386	539	606	723	848	953
	增长率(%)		39.5%	12.5%	19.2%	17.4%	12.3%
	毛利率(%)	17.8%	18.6%	18.6%	18.5%	18.5%	18.5%
	毛利润(百万)		123	139	164	193	216
电气装备用电线电缆	营业收入(百万)	87	105	112	128	144	161
	用铜增长率(%)	33.2%	20.6%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	营业成本(百万)	78	93	99	113	126	142
	增长率(%)		18.1%	6.6%	13.9%	12.3%	12.6%
	毛利率(%)	9.8%	11.7%	12.0%	12.0%	12.0%	11.8%
	毛利润(百万)		12	13	15	17	19
裸电线	营业收入(百万)	45	57	66	72	79	87
	用铜增长率(%)	-33.1%	26.2%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	营业成本(百万)	44	55	63	69	76	84
	增长率(%)		24.0%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率(%)	1.9%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
	毛利润(百万)		2	3	3	3	3
高压、特高压电缆 (110KV)	单价(百万/公里)			0.55	0.50	0.50	0.50
	销量(公里)			100	200	360	360
	营业收入(百万)		0	55	114	209	214
	增长率(%)				100%	80%	0%
	营业成本(百万)			44	91	167	171
	增长率(%)				107%	83.8%	2.1%
	毛利率(%)			20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利润(百万)			11	23	42	43
主营业务收入合计		1,509.2	2,063.7	2,337.5	2,790.7	3,291.7	3,710.8

系列	项目	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
主营业务成本合计		1,305	1,768	1,998	2,382	2,804	3,163
综合毛利率(%)		13.5%	14.3%	14.5%	14.6%	14.8%	14.8%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 公司业绩预测表

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,509	2,064	2,337	2,791	3,292
YoY(%)	55%	37%	13%	19%	18%
净利润(百万元)	88	119	144	196	236
YoY(%)	80%	35%	21%	36%	21%
毛利率(%)	13.6%	14.3%	14.5%	14.6%	14.8%
净利率(%)	5.8%	5.8%	6.2%	7.0%	7.2%
ROE(%)	35.5%	32.1%	12.4%	14.4%	14.8%
EPS(摊薄/元)	0.49	0.66	0.80	1.08	1.30

资料来源: 平安证券研究所

基于以上假设与分析, 我们预测公司 2012~2014 年 EPS 为 0.80 元、1.08 元、1.30 元。

1.2 相对估值分析

■ 参照标的选取

目前电线电缆行业内与公司业务相近的上市公司有南洋股份、万马电缆、太阳电缆、中超电缆、汉缆股份、宝胜股份、金杯电工, 其中汉缆股份产品结构以高压超高压电缆为主, 金杯电工则以绕组线和中低压电线电缆为主, 其余上市公司产品结构基本与公司相近。

■ 市盈率区间确定及估值

按 2012 年 8 月 8 日收盘价, 可比公司 2011 年动态 PE 平均为 29.61 倍, 2012 年动态平均 PE 为 17.15 倍。按照稳健的原则, 给予公司对应 2012 年动态估值 15-20 倍, 则每股合理估值区间为 13.2~17.6 元。

图表3 主要参照、公司估值水平

公司名称	股价	EPS (元/股)				PE (倍)			
	(元/股)	2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E	2014E
南洋股份	4.72	0.26	0.40	0.55	0.38	23.65	17.08	8.45	12.32
万马电缆	5.99	0.25	0.21	0.29		35.6	21.17	19.92	
太阳电缆	8.66	0.41	0.45			24.31	00.0		
中超电缆	14.85	0.39	0.47			32.84	34.08		
汉缆股份	9.8	0.41	0.55	0.74		40.45	19.5	12.82	
宝胜股份	7.77	0.09	0.40	0.57	0.95	76.17	18.58	12.46	7.56
金杯电工	5.85	0.41	0.60			20.8	9.61		
平均						29.61	17.15		

资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 DCF 绝对估值分析

根据参数条件和业绩预测结果, 运用 DCF 估值模型得到公司的合理估值为 14.3 元/股, 位于相对估

值区间内。

图表4 估值参数设定 (WACC与永续增长率)

贝塔值 (β)	1.0	股权资本成本 (Ke)	10.0%
无风险利率 (%)	3.65	债务成本Kd (%)	5.10
市场收益率 (%)	10.0	目标负债率	16.02%
WACC	9.21%	第二阶段增长率/永续增长率(%)	2.0%/2.0%

资料来源: 平安证券研究所

图表5 公司估值敏感性分析

		永续增长率 (g)				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	4.21%	35.83	42.01	50.98	65.18	91.07
	5.21%	26.83	30.15	34.49	40.44	49.08
	6.21%	21.29	23.32	25.84	29.03	33.22
	7.21%	17.54	18.89	20.51	22.47	24.89
	8.21%	14.83	15.79	16.90	18.21	19.77
	9.21%	12.79	13.50	14.30	15.22	16.29
	10.21%	11.20	11.73	12.34	13.02	13.79
	11.21%	9.92	10.34	10.80	11.32	11.90
	12.21%	8.87	9.20	9.57	9.97	10.42
	13.21%	7.99	8.26	8.56		9.24
	14.21%	7.25	7.48	7.72	7.98	8.26

资料来源: 平安证券研究所

1.4 估值结论

结合相对和绝对估值的结果,我们认为公司每股合理估值区间为 13.2~17.6 元,对应 2012 年的动态 PE 为 15~20 倍,给予中性评级。

二、公司概况

2.1 公司主营业务和主要产品

公司专注于电线电缆的设计、研发、制造、销售、服务,产品包括电力电缆、特种电缆、裸电线、电气装备用电线电缆。产品系列介绍及各种产品占比如下表所示:

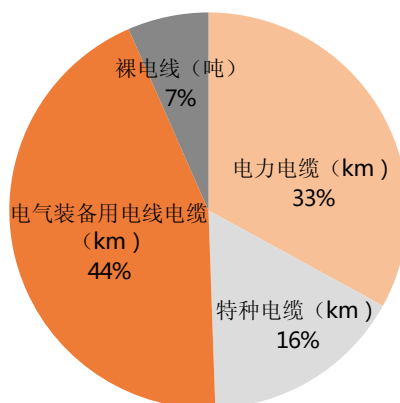
图表6 产品系列介绍

系列名称	简要介绍
中低压电力电缆	额定电压 3.6/6kv—26/35kv 交联聚乙烯绝缘电力电缆
	额定电压 0.6/1kv 交联聚乙烯绝缘电力电缆
	0.6/1kv 聚氯乙烯绝缘电力电缆
特种电缆	额定电压 1kv(Um=12kv)到 35kv (Um=40.5kv) 挤包绝缘电力电缆等
	矿物绝缘电缆
	核级电缆
	0.6/1kv 聚氯乙烯、交联聚乙烯绝缘耐火电力电缆
	分支电缆

光电复合电缆	计算机用屏蔽电缆
电气装备用电线电缆	聚氯乙烯绝缘和护套控制电缆
裸电线	铜绞线、各类铝绞线
高压、超高压电缆（试生产）	110kv、220kv 高压环保智能型交联电缆

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司主要产品所占比例（按产能比例划分）

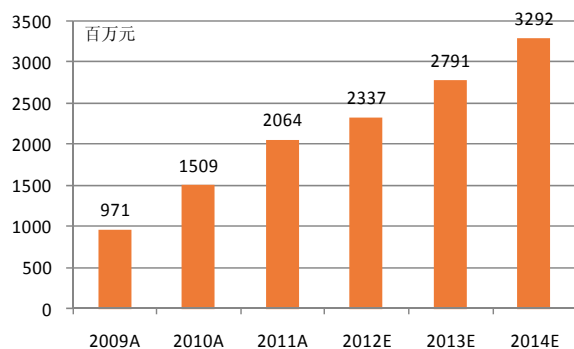


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 公司近年业绩持续增长

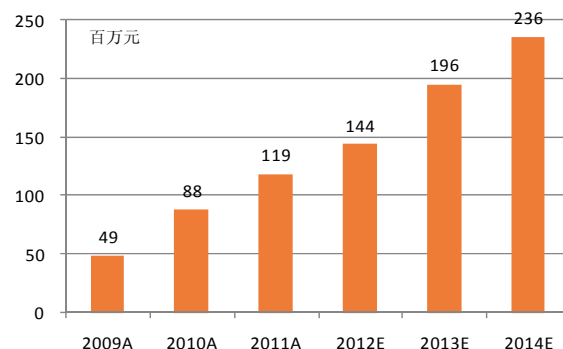
近年来，公司凭借较强的研发、创新、质量控制、管理及营销等综合能力，秉承差异化竞争策略，在经营业绩上取得稳健快速发展。2009~2011 年营业收入分别为 9.71 亿元、15.09 亿元和 20.64 亿元，复合增长率达 45.77%。2009~2011 年公司的净利润分别为 0.49 亿元、0.88 亿元和 1.19 亿元，复合增长率达 56.05%。

图表8 公司历年营业收入及增长预测



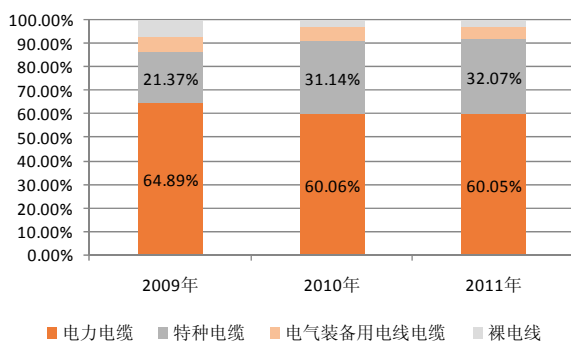
资料来源：wind，平安证券研究所

图表9 公司历年净利润及增长预测



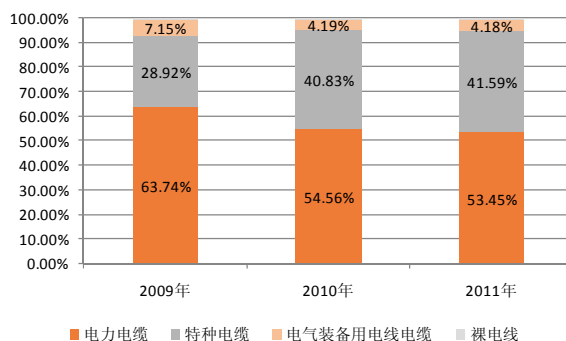
资料来源：wind，平安证券研究所

图表10 近三年公司主营收入构成情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表11 近三年公司主营毛利构成情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 发行前后股权结构

本次IPO发行前,公司注册资本1.36亿元,本次发行4,535万股,占发行后总股本的比例为25.01%。

图表12 发行前后公司股本变化

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	股份数(万股)	股份比例(%)	股份数(万股)	股份比例(%)
杨小明	5,213.00	38.33	5,213.00	28.75
余国平	3,854.00	28.34	3,854.00	21.25
徐福荣	2,947.00	21.67	2,947.00	16.25
朱菁	700.00	5.15	700.00	3.86
王福才	660.00	4.85	660.00	3.64
薛元洪	133.00	0.98	133.00	0.73
李志强	93.00	0.68	93.00	0.51
本次发行流通股			4,535.00	25.01
合计	13,600.00	100	18,135.00	100

资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、行业分析

随着中国经济的快速增长以及工业化、城镇化进程的进一步加快,我国电线电缆行业将得到快速发展。电线电缆业在我国是仅次于汽车行业的第二大行业,产品品种满足率和市场占有率均超过90%。在世界范围内,中国电线电缆总产值已超过美国,成为世界上第一大电线电缆生产国。

3.1 行业概况

3.1.1 基本情况

目前,我国的电线电缆产品按其用途可分成以下五大类:

图表13 我国的电线电缆产品及其用途

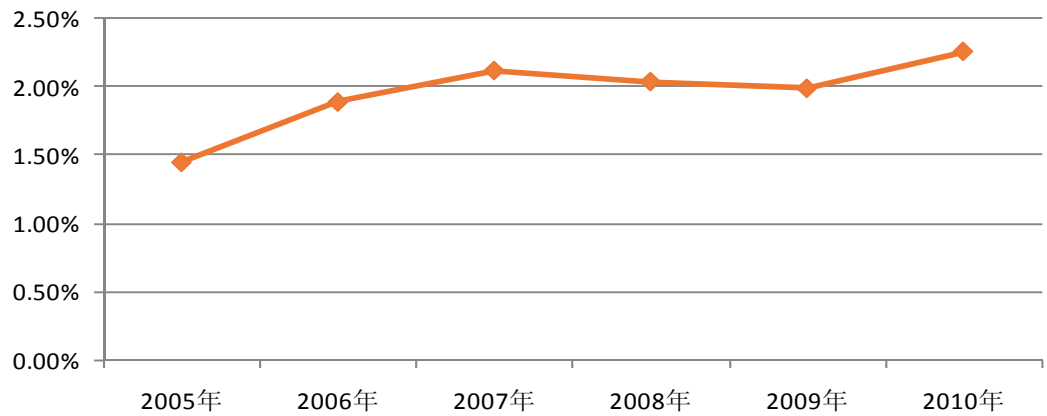
产品类别	特点及应用范围	
电力电缆	低压电力电缆(1kv及以下)	用于电力、冶金、机械、建筑等行业;
	中压电力电缆(1-35kv)	约50%用于电力系统的配电网络将电力从高压变电站送到城市和偏远地区;其余用于建筑行业,机械、冶金及化工等企业;
	高压电力电缆(66-110kv)	绝大部分应用与城市高压配电网络;部分用于钢

		铁、石化等大型企业内部供电； 主要运用于大型电站的引出线路；上海、北京等大城市也将超高压电缆用于城市输配电网
电气装备用电线电缆	超高压电力电缆（220kv 以上）	该类产品是从电力系统的配电点将电能直接传送到各种用电设备、器具的电源连接线路用电线电缆。主要包括用电线路（如照明线、动力线）用的橡塑绝缘电线、软线、控制电缆、布电线等。
裸电线		本类产品主要用于电网主干线、铁路电气化、轨道交通接触网线。纯的导体金属，无绝缘及护套层，如钢芯铝绞线、铜绞线、铝绞线等。
通信电缆及通信光缆		传输电话、电报、电视、广播、传真、数据、和其他电信信息的数据缆，如话缆、同轴缆、光缆、数据电缆、组合通讯电缆等。
绕组线		用于各种电机、电器、仪表、变电器以及电极磁场发生器中的绕组线圈用。产品品种按绝缘构成，分为漆包线和绕包线两个小类。

资料来源：平安证券研究所

2003~2009 年，我国电线电缆制造业工业总产值占 GDP 的比重先逐年上升，2007 年超过了 2%，2008~2010 年基本稳定在 2%左右的水平，在国民经济中的地位越来越重要，具体情况如下图所示：

图表14 2005年~2010年电线电缆行业总产值占GDP的比重



资料来源：平安证券研究所

3.1.2 竞争状况

- 1) 市场集中度很低，比较分散，电线电缆企业数量众多，行业属于典型的竞争性行业；
- 2) 同质化发展导致行业内出现无序竞争，且集中于中低层次的竞争；
- 3) 产能总量过剩但高端产品有效供给不足；
- 4) 随着外资陆续进入中国电线电缆行业，加剧了行业竞争。

行业内主要企业如下表：

图表15 电线电缆行业主要企业及其产品

公司名称	主要产品
远东控股集团有限公司	裸电线、电气装备用电线电缆、电力电缆、控制电缆、通信电缆
宝胜科技创新股份有限公司	裸导体、电力电缆、电气装备用电线电缆、通信电缆
江苏上上电缆集团有限公司	电力电缆、辐照交联架空电缆、控制电缆
青岛汉缆股份有限公司	裸电线、装备用线、电力电缆、船缆、矿缆、光缆、数据缆以及超高压电缆检测装置和配电类空气加强绝缘型母线槽
兴乐集团有限公司	电力电缆、控制电缆、架空绝缘电缆、铜芯铝绞线、通用橡套软电缆
天津塑力线缆集团有限公司	电力电缆、塑料绝缘控制电缆、架空绝缘电缆、低烟无卤阻燃电缆、特种电缆、耐火电缆、计算机电缆、汽车集束线等
江苏新远程电缆股份有限公司	中低压电力电缆、核电站用电缆、矿物绝缘电缆、分支电缆、光电复

	合电缆、裸导线、电气装备用电缆等
浙江万马电缆股份有限公司	交联电缆、塑力电缆、架空线及其他电缆
广东南洋电缆集团股份有限公司	广东南洋电缆集团股份有限公司
福建南平太阳电缆股份有限公司	电力电缆、全塑力缆、钢芯铝绞线、1kv-35kv 架空绝缘电缆、控制电缆、特种电缆、辐照交联电缆、船用电缆等
江苏亨通集团有限公司	通信电缆、光纤光缆、电力电缆、电力光缆、宽带传输接入设备及光器件等

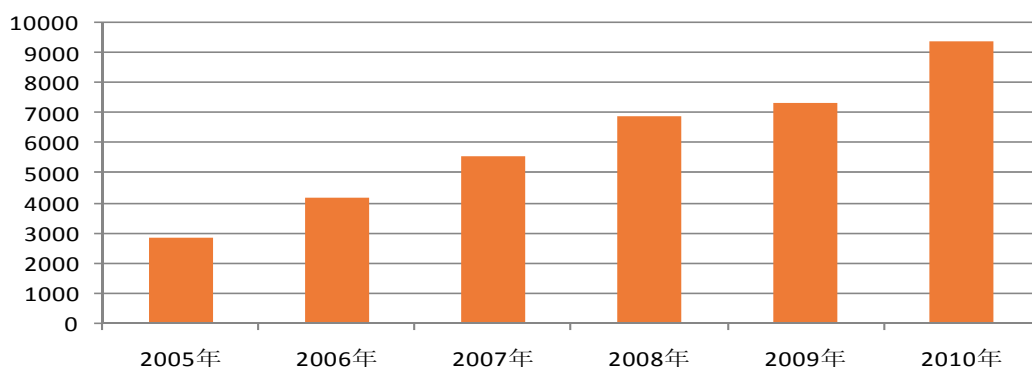
资料来源：各公司网站，平安证券研究所

3.1.3 市场容量

1、总体市场容量

近几年来，我国电线电缆制造业的市场容量在不断扩大，销售收入也一路看涨，“十一五”期间的销售收入增长情况如下图所示：

图表16 2005年至2010年电线电缆行业销售收入增长情况（亿元）



资料来源：平安证券研究所

从宏观方面看，观察期内电线电缆行业的发展增速高于国家经济增长速度，整个中国电线电缆行业正处于快速发展增长期。中国经济高速发展的实践证明，中国 GDP 每增加 7%，则带动电线电缆行业 15~16%左右的增长。电线电缆是未来电气化、信息化社会中必要的基础产品，“十二五”期间将再次迎来新的发展阶段。

3.2 行业发展趋势

- 1) 近年来，我国加大对电网建设的投资力度，将带动电线电缆行业持续增长；
- 2) 智能电网建设将成为未来投资的重点方向，特高压电网将为骨干网架；
- 3) 环保低碳的理念日益深入人心，产品发展符合环保理念；
- 4) 行业内部企业将着力培养自主研发、自主创新能力，注重产品的升级换代和结构调整。

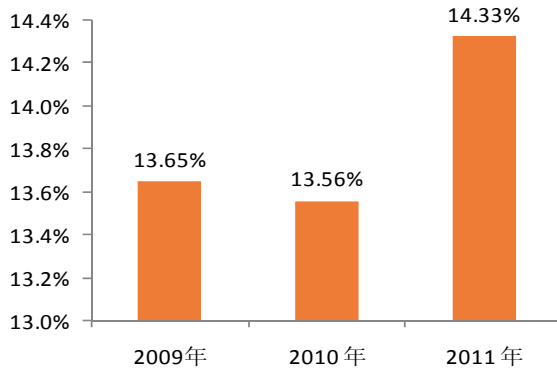
四、财务指标分析

4.1 盈利能力：综合毛利率稳定

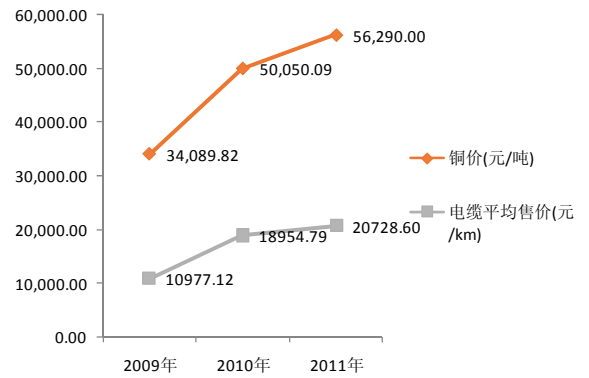
相比2009年，公司综合毛利率稳中有升。这主要是因为随着主要原材料（铜）价格的波动，采取的“采购现货铜”和“原材料成本+加工费+目标毛利”定价模式保障了毛利率的稳步提升。

图表17 公司毛利率稳步提升

图表18 公司定价模式保障毛利率

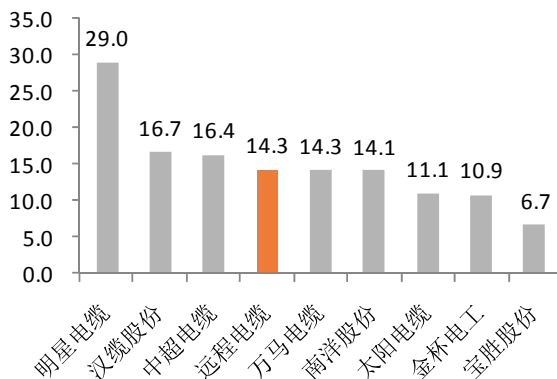


资料来源: wind, 平安证券研究所



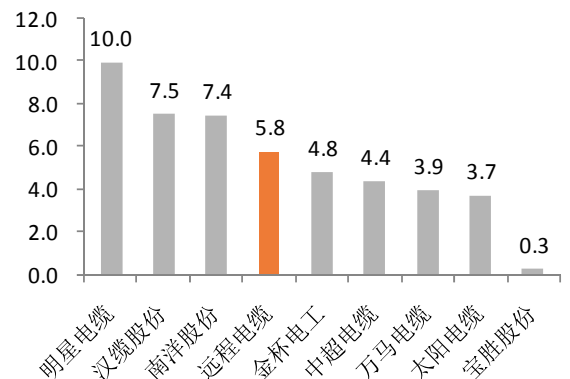
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表19 2011年上市电缆公司毛利率(%)对比



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表20 2011年上市电缆公司净利率(%)对比

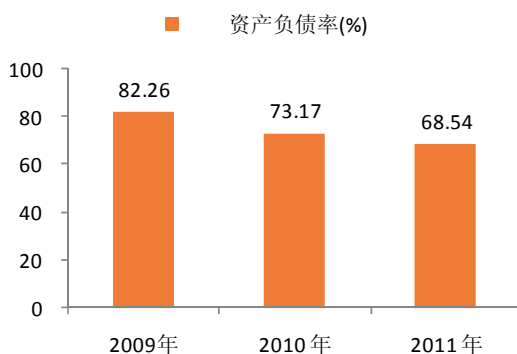


资料来源: wind, 平安证券研究所

4.2 偿债能力：资产负债水平合理，偿债能力强

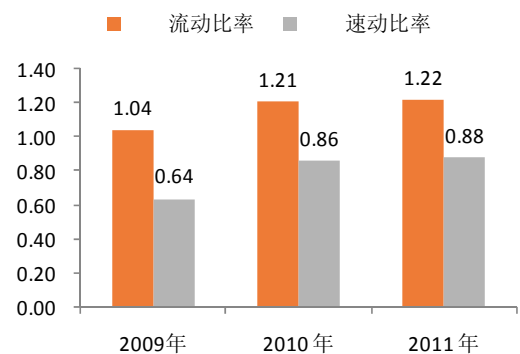
报告期内，公司法负债率基本维持在68%~83%之间，较为稳健，与经营情况较为匹配。并且，流动比率与速动比率指标情况良好，说明资金流动性情况良好。

图表21 公司资产负债率合理



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表22 公司流动性较好



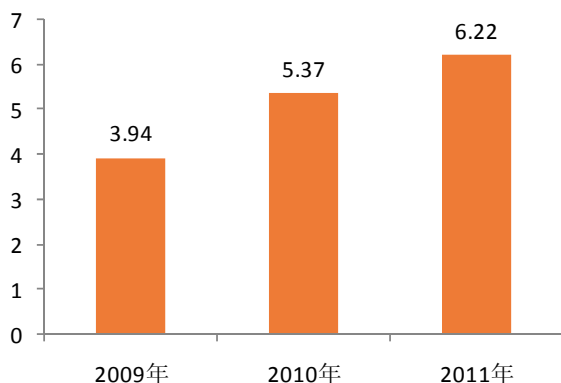
资料来源: wind, 平安证券研究所

4.3 运营能力：经营效率提升

报告期内，公司的应收账款周转率逐年提升，反映出作为行业优质产品的市场认可度，货款回收良

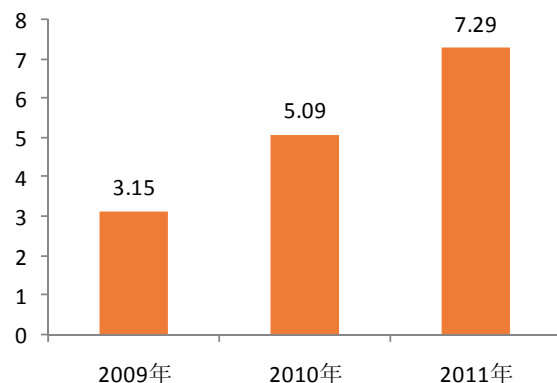
好。存货周转率稳步上升，经营效率日渐提升。

图表23 应收账款周转率逐年提升



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表24 存货周转率逐年提升



资料来源: wind, 平安证券研究所

4.4 现金流量分析：经营活动现金流良好

目前，公司经营活动现金流情况良好，占净利润比例在80%以上，反映了良好的收现能力；随着公司规模不断扩大，投资活动现金流呈现出净流出情况；筹资活动现金流则反映出良好的银行信用状况。

图表25 公司现金流情况

	2009 年度	2010 年度	2011 年度
净利润	48,787,442.08	87,955,450.88	118,812,332.12
经营活动产生的现金流量净	28,527,889.70	141,829,812.39	138,898,845.35
投资活动产生的现金流量净	-42,542,047.62	-43,587,845.48	-73,965,486.28
筹资活动产生的现金流量净	36,275,530.65	-68,846,982.51	82,812,229.85
现金及现金等价物净增加额	22,261,372.73	29,394,984.40	147,745,588.92

资料来源: wind, 平安证券研究所

五、募投项目分析

本次拟募集资金将用于超高压环保智能型交联电缆技术改造和4800km矿物绝缘特种电缆两个项目，预计投资3.54亿元。超高压环保智能型交联电缆技术改造项目总投资2.45亿元，其中建设投资为1.95亿元，铺底流动资金5,000万元，项目建成后可实现销售收入6.7亿元，全部投资回收期5.56年。矿物绝缘特种电缆总投资为1.09亿元，其中建设投资0.84亿元，流动资金投资0.25亿元，项目建成后可实现销售收入3.18亿元，全部投资回收期5.22年。

图表26 募投项目介绍

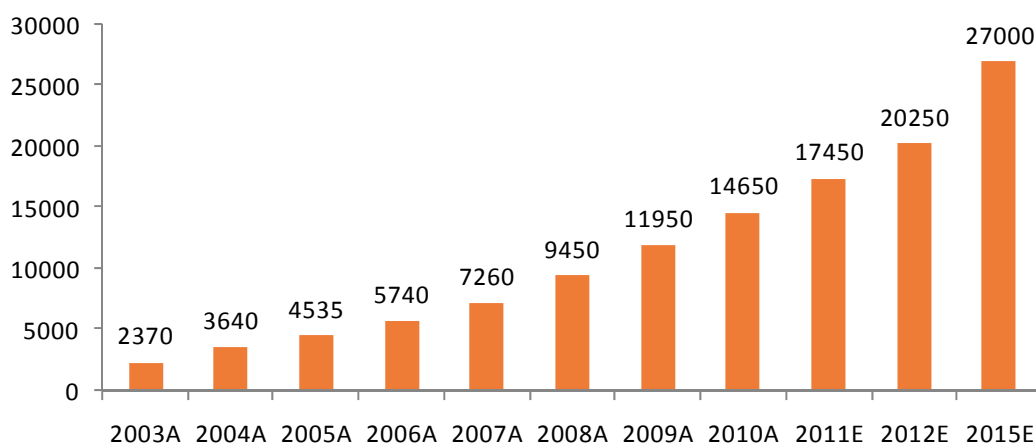
项目名称	总投资额 (万元)	计划使用募集资金额 (万元)	建设期
超高压环保智能型交联电缆技术改造 项目	24,521.02	24,521.02	1 年
矿物绝缘特种电缆项目	10,898.50	10,898.50	1 年
合计	35,419.52	35,419.52	-

资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

5.1 高压电缆市场分析

高压、超高压交联电缆主要用于大容量高压电能的输送。随着国民经济与电力事业的迅猛发展，除了大型发电项目需采用高压交联电缆以外，大规模的城市电网改造对高压交联电缆的需求也更为迫切，特别是110~220kv级的高压交联电缆的需求量愈来愈大。“十一五”以来，我国高压交联电缆的用量猛增，每年的增长率都在26.5%以上，年均增长率在27.4%以上。预计2015年的需求量在27,000km左右。

图表27 高压、超高压交联电缆的用量及需求量预测趋势图



资料来源：国家统计局，中国电器工业协会电线电缆分会，平安证券研究所

5.2 矿物绝缘电缆市场分析

矿物绝缘电缆具有良好的耐火性、防水性、耐高温、耐腐蚀、耐辐射、防爆、过载流量大、机械强度高以及良好的接地性能，因此矿物绝缘电缆有着很多其他电缆无法相比的优点，是一种“安全型”电缆。

近年来，国家对各类项目的安全性要求越来越高，矿物绝缘电缆被列为国家重点推广的产品，市场前景十分广阔。从2006年开始，上海、北京、大连等大型城市的高层建筑和娱乐场所试点推广使用防火电缆，国内的防火电缆市场需求将保持快速增长。2008年北京奥运会、2010年上海世博会等大型场馆以及各大机场扩建、大型建筑的开工，都对矿物绝缘电缆产生大量的需求。2009年全国需求总量近40亿元，根据专家预测，该产品的国内市场需求量以每年15~20%的速度递增。按照15%计算，到2015年，矿物绝缘电缆的市场将达到77亿元左右。

六、风险提示

■ 原材料铜价格波动风险

原材料价格剧烈波动加大了公司成本管理的难度，若风险控制能力不强，将对经营带来一定风险。为应对铜价波动带来的风险，公司将积极研究分析铜价的走势，以最大限度地降低铜价波动的风险。

■ 市场风险

公司所处电线电缆生产行业集中度不高，生产企业众多，竞争十分激烈；并且公司将可能面临电线电缆产品销售市场集中风险。

■ 募投项目不达预期的风险

超高压环保智能型交联电缆产品不能通过预鉴定试验的风险，或超高压环保智能型交联电缆的市场营销风险。

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	758	957	1396	1686	2076
现金	199	287	514	711	904
应收账款	322	342	423	491	585
其他应收款	12	14	17	20	24
预付账款	3	19	13	17	21
存货	218	267	379	412	490
其他流动资产	4	28	49	34	51
非流动资产	165	220	280	309	293
长期投资	0	0	3	3	3
固定资产	94	127	193	296	281
无形资产	8	8	8	8	8
其他非流动资产	63	85	76	2	2
资产总计	923	1177	1675	1995	2369
流动负债	626	781	519	668	831
短期借款	274	387	0	0	0
应付账款	78	214	218	250	305
其他流动负债	274	181	301	418	525
非流动负债	50	25	-4	-29	-54
长期借款	47	20	-5	-30	-55
其他非流动负债	3	5	1	1	1
负债合计	676	806	515	639	777
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	136	136	181	181	181
资本公积	90	94	695	695	695
留存收益	22	140	285	480	716
归属母公司股东	248	370	1161	1356	1592
负债和股东权益	923	1177	1675	1995	2369

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	142	139	100	263	214
净利润	88	119	144	196	236
折旧摊销	0	0	8	13	16
财务费用	19	36	12	-2	-4
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	-67	54	-37
其他经营现金流	35	-16	2	2	3
投资活动现金流	-44	-74	-69	-42	0
资本支出	63	75	66	42	0
长期投资	11	0	3	0	0
其他投资现金流	30	1	0	0	0
筹资活动现金流	-69	83	195	-23	-21
短期借款	-24	114	-387	0	0
长期借款	47	-27	-25	-25	-25
普通股增加	0	0	45	0	0
资本公积增加	90	4	601	0	0
其他筹资现金流	-182	-8	-39	2	4
现金净增加额	29	148	226	198	193

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1509	2064	2337	2791	3292
营业成本	1305	1768	1998	2382	2804
营业税金及附加	4	5	6	7	8
营业费用	48	70	86	95	115
管理费用	30	45	65	78	92
财务费用	19	36	12	-2	-4
资产减值损失	-0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	103	139	169	229	276
营业外收入	5	1	2	2	2
营业外支出	6	1	2	2	2
利润总额	103	139	169	229	276
所得税	15	20	25	34	40
净利润	88	119	144	196	236
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	88	119	144	196	236
EBITDA	122	176	190	241	288
EPS (元)	0.65	0.87	0.80	1.08	1.30

主要财务比率

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力					
营业收入	55.4%	36.7%	13.3%	19.4%	18.0%
营业利润	75.9%	34.9%	21.8%	35.3%	20.3%
归属于母公司净利润	80.3%	35.1%	21.4%	35.5%	20.5%
获利能力					
毛利率(%)	13.6%	14.3%	14.5%	14.6%	14.8%
净利率(%)	5.8%	5.8%	6.2%	7.0%	7.2%
ROE(%)	35.5%	32.1%	12.4%	14.4%	14.8%
ROIC(%)	28.4%	29.0%	24.3%	31.8%	36.9%
偿债能力					
资产负债率(%)	73.2%	68.5%	30.7%	32.0%	32.8%
净负债比率(%)	47.39	53.55%	-0.97%	-4.69%	-7.08%
流动比率	1.21	1.22	2.69	2.52	2.50
速动比率	0.86	0.88	1.96	1.91	1.91
营运能力					
总资产周转率	1.65	1.97	1.64	1.52	1.51
应收账款周转率	5	6	6	6	6
应付账款周转率	11.71	12.12	9.26	10.18	10.10
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.66	0.80	1.08	1.30
每股经营现金流	0.78	0.77	0.55	1.45	1.18
每股净资产	1.37	2.04	6.40	7.48	8.78
估值比率					
P/E	34.45	25.51	21.00	15.50	12.86
P/B	12.23	8.19	2.61	2.23	1.90
EV/EBITDA	26	18	17	13	11

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257