



中以博胜 小求精当

中航入驻，打开产品与外延空间

——宝胜股份（600973）调研报告

2014 年 11 月 11 日

推荐/维持

宝胜股份

调研报告

首席分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051 010-66554025 gongyf@dxzq.net.cn

分析师：何昕

中小市值团队：弓永峰 何昕 罗柏言 高坤 宋凯 孙玉姣 汤杰

事件：

近日，我调研了公司并与高管就公司经营情况、未来线缆业务的发展方向以及中航工业集团控股后的企业的发展战略进行了深入沟通。作为国内线缆行业领军企业之一，未来公司将进一步加大特种线缆领域的研发投入和市场开拓力度，围绕航空航天、轨道交通、能源装备等领域丰富自身在高端线缆领域的产品品类和市场份额，实现多系列产品的进口替代；同时，中航工业集团计划未来 5 年内投资 50 亿元，建设以宝胜集团为主体的制造产业基地，而宝胜股份作为集团公司中核心的电线电缆业务生产企业和上市平台，有望直接受益于集团公司的快速发展。

主要观点： 1) 中航工业先后通过股权无偿转让和定向增发入驻公司并提升持股比例，为企业未来发展打开更大空间；2) 此次，定向增发是公司进入快车道后的首次尝试，在降低企业资金成本的同时，为后续横向发展打下基础；3) 公司已将企业发展方向定位为特种线缆领域，并在多领域已有技术和产品基础，后续将围绕新能源、轨道交通、海工领域加快推进；4) 配合中航工业集团大力发展航天、航空以及军舰用电线电缆产品，实现量产后可大幅提升公司业绩；5) 财务成本对线缆企业净利润影响很大，公司通过非公降低负债率和资金成本，提升净利润。预计 2014-2015 年公司可分别实现营业收入 101.85 亿元、113.85 亿元，净利润 1.08 亿元和 1.39 亿元，对应每股盈利分别为 0.26 元和 0.34 元，动态 PE 分别为 43.25X、33.44X，我们给予公司“推荐”的评级。

点评：

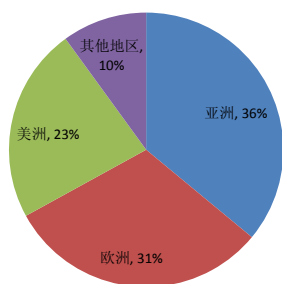
1. 国内企业无需竞争激烈，龙头企业担负进口替代任务

在过去的十五年间，我国电线电缆行业随着国内经济的快速发展持续壮大，一举超越美国已成为全球产值最大的国家，同时，线缆行业也成为我国仅次于汽车行业的第二大行业。然而，从整个行业的发展均衡和竞争格局来看，我国线缆行业无论在产品技术、市场集中度以及国际市场占有率等方面与海外企业仍有很大的差距。

根据行业协会统计，全球电线电缆市场规模，亚洲约占 36%、欧洲占 31%、美洲占 23%、其他市场占比为 10% 左右。虽然我国电线电缆行业总产值已经超过美国达到 1.1 万亿元，但就仅在亚洲市场中的市场占有率仍不及日本和韩国。导致这一现象的主要原因就在于国内所生产的电线电缆产品，仍属于中低端产品，同质化较强，现阶段我国高端线缆产品对外依赖度还较高。

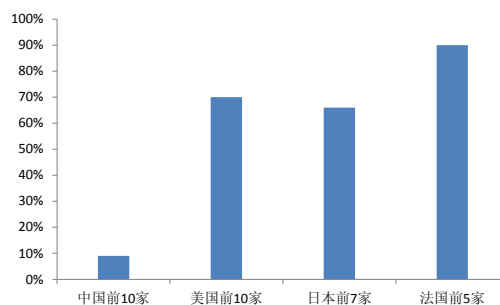
从行业集中度方面来看，现阶段我国主要从事电线电缆产品生产的规模以上企业近 4,000，除此之外仍有数千家小微企业从事生产，企业总数预计在 7,000 家左右。而我国排名前十的线缆企业国内市场占有率仅为 7%-10%。相比之下，包括通用、百通、唐宁等在内的美国前十家线缆生产企业其国内市场占有率高达 70%；在日本其国内的七大线缆企业市场占比也在 66% 的水平。

图 1:全球各地区电线电缆需求占比



资料来源：行业协会，东兴证券研究所

图 2:我国与发达国家线缆行业市场集中度比较



资料来源：行业协会，东兴证券研究所

由此可见，我国线缆企业产品缺乏国际市场竞争能力，急需加大研发投入力度，提升高端产品品类。而在行业中具备资金、人才和技术优势的企业有望冲出重围，引领我国高端线缆产品的进口替代。

2. 国内经济增速回落，迫使加快产品升级转型

近两年，随着我国经济结构的调整，GDP 增速开始回落，以前依靠通信、电力来带动线缆行业需求快速增长的格局已经转变，这也直接导致了公司 2014 年 1-9 月营业收入同比增速仅为 1.82%，是过去 10 年间（除 2008 年经济危机）增速最低的一年。为应对这一局面，公司已经加快了包括光伏核电、轨道交通、航空航天在内的多领域高端线缆产品的研发，2013 年公司推出新产品 30 余种，是过去 10 年间年均新产品投放量的 3 倍。

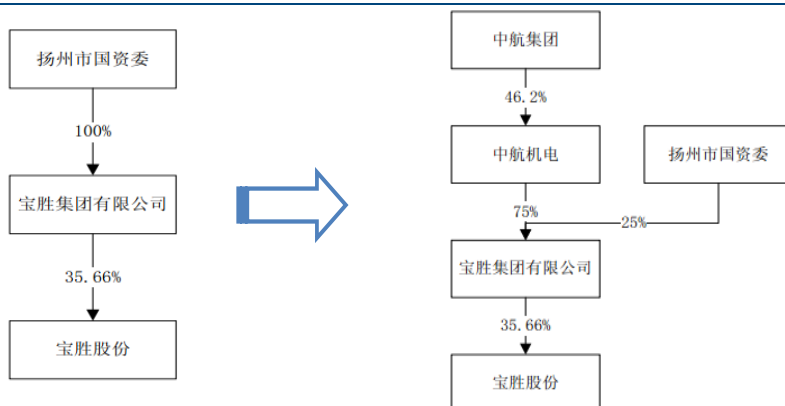
除加快产品研发外，公司通过引入中航工业集团，从一家地方国企，蜕变成一家由军工企业控股的上市公司。一方面，可借助中航工业集团的资本、产品及市场优势，加快新产品的市场占比；另一方面，弥补了中航工业集团缺少优质电线电缆资产的缺口。同时，中航工业集团计划未来 5 年内投资 50 亿元，建设以宝胜集团为主体的制造产业基地，而宝胜股份作为集团公司中核心的电线电缆业务生产企业和上市平台，有望直接受益于集团公司的快速发展。

3. 借助中航工业集团平台，利于做大航空航天线缆产品

公司在新能源、轨道交通等领域用的高端线缆已经有了一定的技术及产品积累，在稳步推进的前提下，公司将积极配合中航工业集团研发航空航天等军工用电线电缆产品，特别是在航空线缆领域，单架飞机所需线缆长度就在 100 公里左右，而产品单价约为 3 万元/公司，实现量产后单架飞机就可为公司贡献 300 万元左右的收入，且毛利率远高于公司现有产品。

同时，公司对于海洋工程线缆、舰船线缆产品也具备技术储备，现阶段部分产品以委托他人的形式生产，后续公司也将逐步推进自产、自销的经营模式。

图 3:宝胜股份控股股东股权变更情况



资料来源：东兴证券研究所

4. 传统线缆业务维持平稳

公司传统电力电缆、电气装备用电缆毛利率仅为 10-13%，裸导体产品毛利率只有 1%左右，这块业务盈利水平的提升主要依靠两个方面，第一，降低资金成本；第二，减少行业内的恶性竞争。从现阶段情况来看，公司控股股东结构转变后，在债权融资方面的资金成本有所下降；另一方面，随着国内反腐风暴的展开，市场中依靠低价销售的劣质产品数量有所减少，有利于公司产品毛利率维持稳定。

值得一提的是，未来中航工业集团投资 50 亿元的航空机电电力电气制造产业基地在建设过程中也具备对于线缆产品的需求。

5. 收购特种线缆业务，提升公司国内外竞争力

9 月底公司发布定向增发预案，计划非公开发行股票 1.49 亿股，募集 12.11 亿元。其中，由中航工业集团控股的中航机电和中航产投分别以现金方式认购 2,469.14 万股，占发行总量的 33.14%，发行价格为 8.10 元。募集资金主要用于 1、1.62 亿元收购日新传导 100%股权；2、10.49 亿元补充流动资金。

表 1. 公司募集资金使用情况

募投项目	拟投入募集资金（亿元）
1 收购日新传导 100%股权	1.62
2 补充流动资金	10.49
合计	12.11

资料来源：东兴证券研究所

从业务分部上来看，日新传导主要从事工业、医疗、能源等电线电缆业务，与宝胜股份现有电力、通信线缆业务形成产品品类互补，且产品盈利能力均好于上市公司，并表后可提升公司的毛利率水平，收购完成后公司将进一步把双方的技术和人才储备整合，提升公司在国内市场中竞争力。

另一方面, 日新传导有多年的电线电缆产品海外市场销售经验以及良好的海外客户基础, 每年有 25%左右的产品是直接出口海外。日新传导还获得了包括美国 UL、德国 VDE、TUV、日本 PSE、加拿大 CSA、欧洲 CE、REACH 和 ROHS、巴西 UC、AWM 电子线认证等多项海外机构认证。截止 2014 年 7 月, 日新传导已实现营业收入 1.26 亿元、净利润 660.44 万元。同时, 原股东承诺 2014-2016 年日新传导可分别实现扣非后净利润 1,500 万元、2,000 万元和 2,600 万元, 年均增长率为 36.67%。

6. 降低财务费用, 提升持股比例

2014 年三季度公司资产负债率已经上升值 73.47%, 较 2013 年增长 3.82 个百分点, 其中短期借款高达 32 亿元, 财务费用 1.58 亿元。此次, 公司计划利用 10.49 亿元补充流动资金, 以降低公司逐步攀升到资产负债率, 减少财务支出, 节约利润, 完成后有望减少公司年利息支出 4,000 万元左右。

完成定向增发完成后, 中航工业集团将分别通过中航产投、中航机电以及宝胜集团持有上市公司股份比例 34.96%, 较前期提升 8.8 个百分点, 进一步提升股东对于上市公司的资本运作空间。

盈利预测:

综合公司发展现状和未来发展方向, 2014-2015 年随着中航工业集团的入驻, 公司将进入高增长阶段, 预计 2014-2015 年公司可分别实现营业收入 101.85 亿元、113.85 亿元, 净利润 1.08 亿元和 1.39 亿元, 对应每股盈利分别为 0.26 元和 0.34 元, 动态 PE 分别为 43.25X、33.44X, 我们给予公司“推荐”的评级。

投资建议:

公司主要亮点: 1) 中航工业先后通过股权无偿转让和定向增发入驻公司并提升持股比例, 为企业未来发展打开更大空间; 2) 此次, 定向增发是公司进入快车道后的首次尝试, 在降低企业资金成本的同时, 为后续横向发展打下基础; 3) 公司已将企业发展方向定位为特种线缆领域, 并在多领域已有技术和产品基础, 后续将围绕新能源、轨道交通、海工领域加快推进; 4) 配合中航工业集团大力发展航天、航空以及军舰用电线电缆产品, 实现量产后可大幅提升公司业绩; 5) 财务成本对线缆企业净利润影响很大, 公司通过非公允低负债率和资金成本, 提升净利润。2014-2015 年公司可分别实现营业收入 101.85 亿元、113.85 亿元, 净利润 1.08 亿元和 1.39 亿元, 对应每股盈利分别为 0.26 元和 0.34 元, 动态 PE 分别为 43.25X、33.44X, 我们给予公司“推荐”的评级。

投资风险:

1. 公司高端产品市场推广进度不达预期
2. 原材料成本大幅波动

盈利预测

项目	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	8,569.47	9,807.86	10,184.74	11,384.85	12,590.32
主营收入增长率	23.57%	14.45%	3.84%	11.78%	10.59%
EBITDA (百万元)	345.45	389.72	524.90	609.77	618.43

EBITDA 增长率	86.98%	12.82%	34.69%	16.17%	1.42%
净利润（百万元）	100.59	99.36	108.24	139.99	193.96
净利润增长率	459.30%	-1.23%	8.95%	29.33%	38.55%
ROE	5.23%	5.01%	8.84%	10.36%	12.72%
EPS（元）	0.330	0.242	0.263	0.340	0.471
P/E	34.48	47.02	43.25	33.44	24.14
P/B	1.80	2.36	3.82	3.47	3.07
EV/EBITDA	11.11	17.52	11.69	9.87	9.13

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华清华大学材料科学与工程系硕士, 韩国 POSTECH 大学工学博士, 电力设备与新能源行业首席研究员, 新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年, 在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表学术论文近 20 余篇, 并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究, 获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届(2012)“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名; 获得第二届(2012)“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域, 专业功底深厚, 擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

东兴证券中小市值团队简介

弓永峰 首席分析师, 组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士, 韩国 POSTECH 大学工学博士, 电力设备与新能源行业首席研究员, 新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究, 获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届(2012)“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名; 获得第二届(2012)“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域, 专业功底深厚, 擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

何昕 研究员

经济学、国际商务管理双硕士, 曾任职于东海证券。2014 年初加盟东兴证券研究所中小市值团队, 现专注于高端装备制造业、节能环保、新能源汽车等领域的研究

高坤 研究员

产业经济学硕士, 2009 年加盟东兴证券研究所, 从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

宋凯 研究员

中小市值研究员, 制药工程专业硕士, 研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

孙玉姣

南开大学理学学士、经济学硕士, 资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究, 2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济

学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

汤杰 研究员

经济学（金融方向）学士，美国金融硕士，曾就职于美国研究机构 JG-Capital，从事中概 TMT 行业研究。2014 年初加盟东兴证券研究所，现专注于 TMT 互联网行业研究。

罗柏言 研究员

经济学硕士，4 年工作经验，对宏观经济和主要行业都有比较深入的了解，擅长自上而下发掘投资机会。2014 年 2 月加盟东兴证券中小市值组，现专注于中小市值策略研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的

相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。