

智慧能源 (600869)

强烈推荐

行业：线缆部件及其他

## 战略转型确立，打开成长空间

公司是电缆制造行业龙头，为适应现代产业变迁和企业竞争的新形势，在明确将主业聚焦于电缆产业的同时积极谋求转型，努力将自身打造为“智慧能源专家”，2015年公司将通过收购兼并加快其转型步伐。就现有业务而言，凭借电缆电商平台和新能源工程总承包业务，公司有望打开估值空间。

### 投资要点：

◇ **公司重新打造业务线并转换经营理念，全面布局转型。**围绕“智慧能源专家即智慧能源系统服务商”的定位，公司重新打造业务线，设立五大业务板块，管理理念也从产品经营向资本经营转变、从业务管理向市值管理转变。对艾能电力和永木源华的收购，不仅完善了公司的转型布局，也验证了其转型的决心。

◇ **2015年公司将加快实施战略主业并购与新业务拓展。**并购或新业务拓展的方向可能包括风电光伏运营与维护、智能储能、充电桩、节能减排、智能电网控制技术、信息系统设计与集成以及特种电缆等。其中，对新能源业务的并购或拓展大概率将率先完成，以完善公司的战略布局。

◇ **电缆电商巨头雏形初现，公司估值有望提升。**两平台面临的都是千亿规模待开发的市场空间，发展前景可期。同时，“一网两平台”是一个整体布局，公司借此有望构建电缆产业链双闭环，为后续涉入供应链金融埋下伏笔。

◇ **艾能电力业绩增长有望超出对赌承诺。**新能源行业在大趋势上仍维持较高的景气程度，EPC总承包作为主要的商业模式将显著受益。公司与新能源运营商有着长期良好合作，艾能在公司资源和奖励机制的支持下将实现跨越式发展。

◇ **2015年，电缆业务收入有望恢复高增长。**公司2014年营业收入增速下滑主要受到铜铝等原材料价格持续下行以及电网投资不达预期的影响，展望2015，预计铜价仍将呈现底部震荡态势，但得益于特高压建设高峰期的到来，电网投资增速将大幅上行，公司传统业务有望步入上行通道。

◇ **首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。**预测公司2014~2016年EPS分别为0.32、0.55、0.65元，对应PE分别为29、17、14倍，考虑到公司未来可能发生的并购以及“一网两平台”和工程总承包对公司估值的提升，给予2015年25倍PE，目标价13.8元，“强烈推荐”评级。

◇ **风险提示：**电商平台发展低于预期，新能源发展低于预期，特高压建设步伐可能低于预期

### 主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	11673	11552	13533	15737
收入同比(%)	17%	-1%	17%	16%
归属母公司净利润	335	316	540	639
净利润同比(%)		-6%	71%	18%
毛利率(%)	16.96%	17.22%	17.52%	17.65%
ROE(%)	9.41%	8.31%	12.7%	12.65%
每股收益(元)	0.34	0.32	0.55	0.65
P/E	27.48	29.16	17.05	14.41
P/B	2.68	2.51	2.24	2.00
EV/EBITDA	25	17	13	10

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

### 作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：王雪峰

S0960114080007

0755-82026924

wangxuefeng@china-invs.cn

6-12个月目标价：13.8

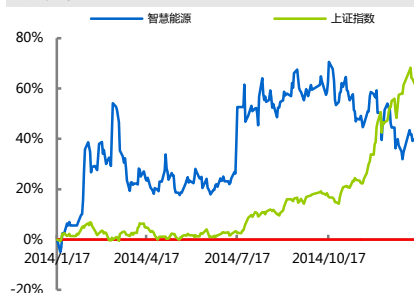
当前股价：9.64

评级调整：首次

### 基本资料

总股本(百万股)	990
流通股本(百万股)	990
总市值(亿元)	92
流通市值(亿元)	92
成交量(百万股)	4.32
成交额(百万元)	39.78

### 股价表现



### 相关报告

## 核心观点

### 有别于市场的观点

我们认为二级市场对公司的认识至少存在以下几点偏差。

其一、市场怀疑一家传统制造企业能否成功实现转型,并对其转型方向不是很理解。为适应现代产业变迁和企业竞争的新形势,公司从 2013 末就开始着手研究业务转型,最终确立要做“智慧能源专家”。围绕“智慧能源”战略定位,已经基本构建完成五大业务板块,可以为客户提供系统、安全、绿色、高效、经济的能源利用一体化解决方案。公司对艾能电力和水木源华的收购行为表明公司的转型目标是明确的,转型步伐是坚定的。我们判断 2015 年公司将通过一系列并购完善其战略布局。

其二、市场未充分理解“一网两平台”业务。互联网不断挑战传统制造业游戏规则,电缆行业也在所难免。无论是交易所还是电缆买卖宝,面对的都是千亿级尚未开发的市场,公司作为先行者,有可能一败涂地,也有可能一飞冲天,结果尚未可知,但从目前的发展态势来看,后一种的可能性要大得多。另外,我们强调要将“一网两平台”看作公司积极转型的整体布局,打造了从上游电缆材料供应商到中游电缆生产商再到下游电缆用户的电缆行业电子商务全产业链,这是其他后来者不可企及的。公司借助“一网两平台”有望构建电缆产业链双闭环,为后续涉入供应链金融埋下伏笔。

其三、市场质疑公司在电缆买卖宝上充当的第三方角色是否真正中立。我们认为无论是从电缆供应商角度,还是从客户角度都不应对此予以过分重视,重点要关注卖方能否获得低成本的销售渠道以及卖方能否获得良好的购物体验。另外,从长远来看,公司的转型动力十分强烈,电缆买卖宝可以通过一定的调整消除这一担忧。

### 首次覆盖,给予“强烈推荐”评级

我们预测公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.32、0.55、0.65 元,公司目前股价相当于 2015 年 EPS 的 17 倍,考虑到公司未来可能发生的并购以及“一网两平台”和工程总承包对公司估值的提升,给予公司“强烈推荐”评级,未来 6 - 12 个月目标价 13.8 元。

## 目 录

<b>一、 公司简介：转型布局元年，明确定位智慧能源专家</b> .....	5
<b>二 电缆电商巨头雏形初现，公司估值有望提升</b> .....	7
1. 电缆网——“两平台”流量入口.....	8
2. 中国电缆材料交易所——打造电缆产业链交易闭环.....	10
3. 电缆买卖宝——千亿市场等待开发.....	14
4. 下一步——畅想供应链金融.....	21
<b>三 工程总承包业务成长空间可期</b> .....	22
5. EPC 工程总承包新贵.....	23
6. 新能源发展持续景气，EPC 总承包商显著受益.....	24
7. 业绩增长有望超预期.....	25
<b>四 行业底部回暖，龙头充分受益</b> .....	26
<b>五 投资建议与盈利预测</b> .....	29

## 图目录

图 1 公司股权结构和业务板块一览.....	5
图 2 公司并购标的业务发生转变.....	6
图 3 “一网两平台”是整体布局.....	7
图 4 电缆网四大职能.....	8
图 5 电气问题是火灾的主要原因.....	9

图 6 铜杆采购价与长江现货铜价 .....	11
图 7 从交易所采购铜材成本更低 .....	11
图 8 电缆材料交易所优势 .....	12
图 9 电缆材料交易所铜杆销售量 .....	12
图 10 我国电线电缆铜消费量 .....	13
图 11 交易所打造线上、线下一体化的电缆材料电商平台 .....	14
图 12 用户在电缆买卖宝采购流程 .....	15
图 13 电缆买卖宝业绩增长迅速 .....	16
图 14 可开发的电缆线上交易市场空间估算 .....	17
图 15 电缆行业毛利率很低 .....	18
图 16 严格的供应商管理体系 .....	19
图 17 电缆买卖宝点击数据远高于竞争对手 .....	21
图 18 电缆买卖宝点击数据六倍于第二名 .....	21
图 19 基于电缆产业链双闭环的供应链金融 .....	22
图 20 艾能电力股权结构变化 .....	22
图 21 艾能电力和智慧能源销售净利率对比 .....	23
图 22 艾能电力业务板块及典型工程 .....	24
图 23 2013 年底非化石能源消费比重为 9.8% .....	25
图 24 艾能电力净利润增长率预计将超出业绩承诺水平 .....	26
图 25 2014 前三季度铜价水平较 2013 前三季度降 7.67% .....	27
图 26 2014 年前三季度电网投资增速大幅下行 .....	27
图 27 电网是公司电缆产品第一大需求方 .....	28
图 28 电网用户需求减少是收入减少主因 .....	28
图 29 2014 年 3 季度营业收入增长率步入上行通道 .....	28

## 表目录

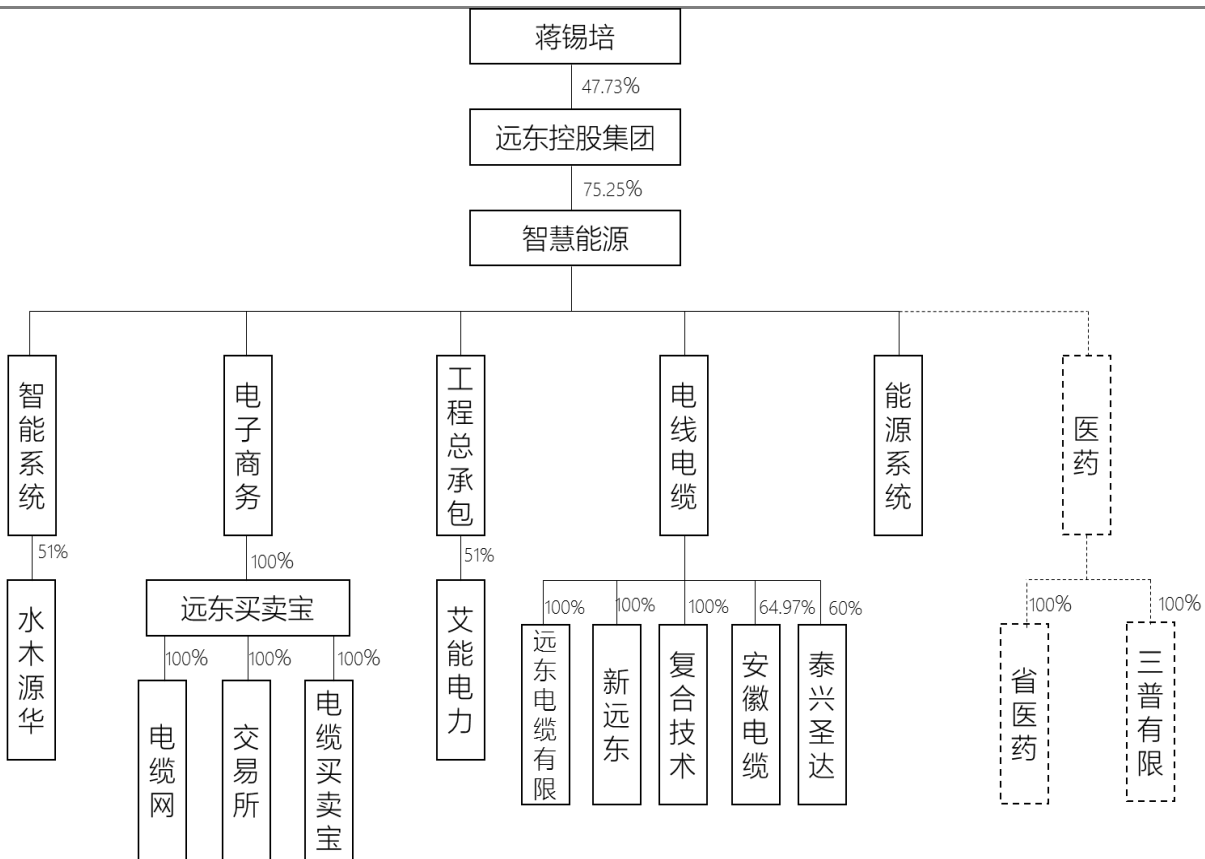
表 1 公司业务板块介绍 .....	6
表 2 新旧标准交收手续费对比 .....	13
表 3 会员会费 .....	16
表 4 监督生产保障电缆产品质量 .....	18
表 5 公司风机质量遥遥领先其他厂商 .....	20
表 6 《可再生能源电力配额考核办法》对新能源的发展规划 .....	25
表 7 智慧能源各业务板块业绩预测 .....	29

## 一、公司简介：转型布局元年，明确定位智慧能源专家

公司是远东控股集团有限公司的控股子公司，销售收入连续十七年居全国电线电缆行业第一，已成为国内智能线缆品种最全、销量最大的供应商，综合实力全球领先。其传统业务为电力电缆、电气装备用电线电缆、架空导线以及特种电缆四大类线缆产品的研发、制造、营销与服务，电线电缆产品广泛服务于电力传输、交通、能源、石化、工业自动化以及城市建设等各领域。

**1) 重新打造业务线。**为适应现代产业变迁和企业竞争的新形势，加速企业成长发展，公司对未来发展做了全新布局。在明确将主业聚焦于电缆产业的同时积极谋求转型，努力将自身打造为“智慧能源专家”——为客户提供设计、制造、施工安装、咨询、能源管理的系统集成服务，提供绿色、高效的电力和能源整体解决方案。公司设立系统规划部和国际业务二部，统筹促进各部门的业务。公司重新打造业务线，目前已拓展至能源系统、电子商务、电线电缆、工程总承包和智能系统五大领域。在新的发展规划中，医药板块严重边缘化，我们判断公司将逐步剥离该部分业务。

图 1 公司股权结构和业务板块一览



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

**公司收购标的业务类型的不同反映了公司发展战略的转变。**2010 年公司完成借壳上市，之后公司共进行了四次较大的收购股权行为，2012 年的两次收购行为表明公司当时更多关注电缆产品的高端化。今年公司的收购目的的业务范围已经发生转变，更多围绕“智慧能源管理”布局，着重发展“轻资产”类业务，业务类型愈发多元化，初步

验证公司转型的决心。

**图 2 公司并购标的业务发生转变**



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

**2) 转变经营理念。**为顺利实现转型，做大做强，公司管理层已经转变经营理念，坚持“从产品经营到资本经营的转变、从业务管理到市值管理的转变”。资本经营和市值管理思想确立，公司将更加注重利用资本市场促进公司业务发展，更加注重股东利益实现。我们认为公司将更多的借助资本市场，通过企业兼并与并购、参股控股、风险投资和融资等手段，改善资本结构，增加可控制的资源，提高资产运作效率，实现资产的保值增值。

**3) 未来可能的并购方向。**根据公司的规划目标，我们判断 2015 年公司将加快实施战略主业并购或新业务拓展，并购或发展的方向可能包括风电光伏运营与维护、智能储能、充电桩、节能减排、智能电网控制技术、信息系统设计与集成以及特种电缆等。其中，风电光伏运营与维护等新能源业务的并购或拓展大概率将率先完成。

公司以系统规划为中心设立智能系统、能源系统、工程总承包的事业群，目前智能系统和工程总承包事业群已经通过收购艾能电力和水木源华实现初步布局，而能源系统业务板块仍未打开局面，根据公司规划，“能源系统业务包括天然气、光伏、风力、水力、核电等清洁能源供应、运营维护系统及优化能源应用”，我们认为公司在 2015 年将通过并购风电、光伏以及天然气等相关标的初步构建起能源系统业务。智能系统方面，公司并购的方向可能包括分布式发电与储能；工程总承包方面，并购的方向可能为具备智慧城市工程设计经验的信息系统设计及集成商；电缆业务方面，并购的方向为实力较强的特种电缆生产商。

**表 1 公司业务板块介绍**

业务板块	业务范围
能源系统	天然气、光伏、风力、水力、核电等清洁能源供应、运营维护系统及优化能源应用
智能系统	电力监控通讯装置与自动化系统软硬件产品、分布式发电/储能与微电网接入与协调系统的开发、制作等
工程总承包	智慧能源和智慧城市工程规划设计、安装施工、运营维护等

电线电缆业务	架空输电导线、电力电缆、电气装备用电线电缆、特种电线电缆等四大类线缆产品
电子商务	一网两平台包括电缆网、电缆买卖宝、电缆材料交易所

资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

公司 2014 年 12 月 2 号发布《债券发行公告》，将发布规模不超过 13 亿人民币债券，募集资金拟用于偿还公司银行贷款、调整债务结构和补充流动资金等。新的债务融资将缓解公司的资金需求，有助于公司开展收购兼并。

**公司的转型路径已经明确，即使不考虑未来的收购与兼并行为，我们认为凭借电商平台、工程总承包以及特种电缆业务，公司的成长空间已经不制约于传统电缆市场，应享受更高的估值水平。**

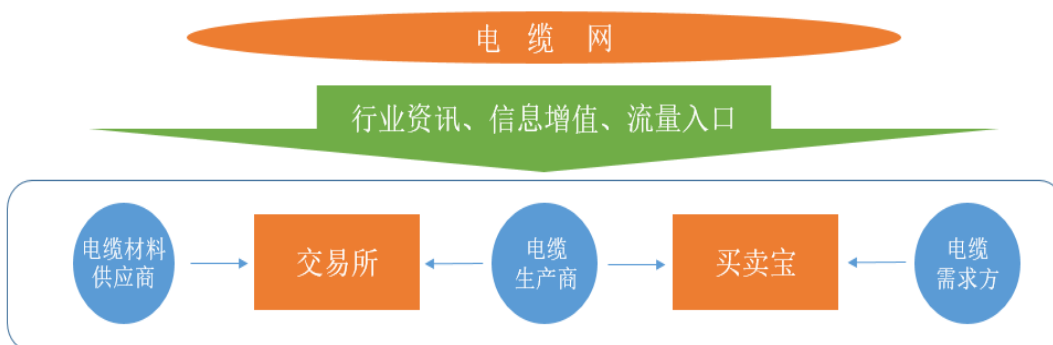
## 二、电缆电商巨头雏形初现，公司估值有望提升

互联网不断冲击传统制造行业，对公司造成了严重的危机感，公司高层认识到传统的制造企业不与互联网、物联网结合是没有未来的，与其被行业外的人颠覆，不如自发创新改造。基于此种考虑，公司于 2011 年成功创建远东买卖宝网络科技有限公司，打造“一网两平台”，将电缆行业传统的线下交易转移到线上进行，提高交易效率，降低交易成本，开创电缆行业电子商务之历史先河。

“一网两平台”由三个相对独立的主体构成：一是全球电缆行业门户网站—电缆网，为用户提供业内最全面、最及时、最专业的行业资讯信息；二是全球首个电缆交易平台—电缆买卖宝，为电缆买卖双方提供专业的电子商务服务平台；三是全球首个电缆材料交易平台—中国电缆材料交易所，打造铜、铝、塑料、橡胶等电缆材料商品连续现货交易平台。

**我们强调要将“一网两平台”看作公司积极转型的整体布局，它们互为依托、互为补充，是一个有机整体，这三者合力打造了从上游电缆材料商到中游电缆生产商再到下游电缆用户的电缆行业电子商务全产业链，同时还可重塑行业竞争环境、建立公司在电缆业的话语权以促进传统业务的发展。**

图 3 “一网两平台”是整体布局



资料来源：中国中投证券研究总部

## 1. 电缆网——“两平台”流量入口

电缆网致力于打造全球最权威的电缆行业门户网站，主要充当四种职能：定位资讯平台，履行质量监督职责，充当“两平台”流量入口，提供信息增值服务。

图 4 电缆网四大职能



资料来源：中国中投证券研究总部

### 1) 资讯平台

电缆网为用户提供业内最全面、最及时、最专业的信息资讯，作为垂直于电缆行业的网络媒体，电缆网拥有精准的目标受众群体。网站通过打造专业的团队，并与众多行业协会、科研院所、专家学者、新闻媒体以及电缆企业等建立长期战略合作伙伴关系，及时发布国内外电缆行业的政策法规、产业动态、新产品、新技术、财经股市、招标信息、项目信息、会议展览等相关资讯，第一时间更新铜、铝、橡胶、塑料、PVC 等原材料动态信息和 LME、上期所即时价格行情，目前资讯信息已经涵盖电力、石化、交通、能源、通信、建筑等众多电缆应用领域。目前电缆网已成为电缆行业最权威的资讯信息发布平台。

经过几年的精心运营，电缆网已经成为电线电缆行业最权威的信息资讯平台，是电缆从业人员了解行业动态和技术进展的首选门户网站。根据 Alexa 统计，电缆网的日均 IP 数为 45000，日均 PV 数已经达到百万级。

### 2) 质量监督

在电线电缆行业，存在“国标线”与“非标线”两种说法。“国标线”指的是符合国家标准的电线电缆。而“非标线”则是行业内对于达不到国家标准要求的伪劣电线电缆产品的一种统称。为压低成本，“非标线”通常选用低质、低价的材料以及以小截面冒充称导体截面。“非标线”是低价恶性竞争的必然结果。

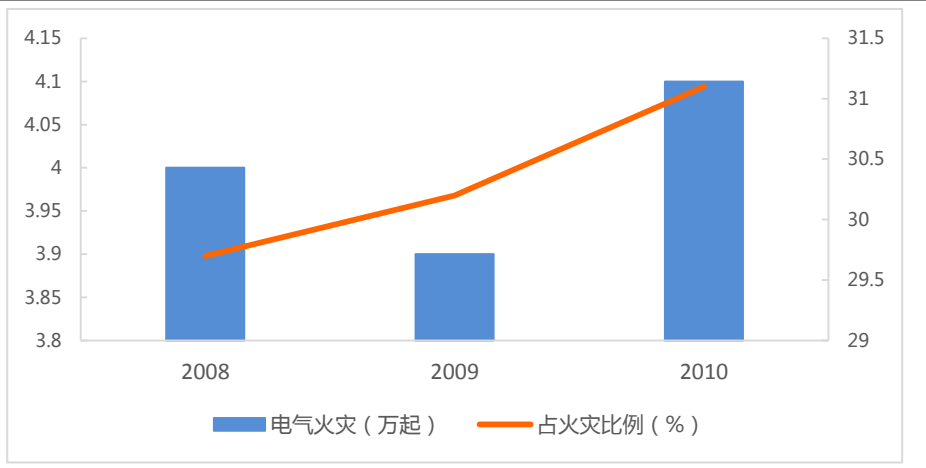
“非标线”的产品质量存在严重安全隐患，“非标线”的导线截面偏小，电阻较大，在规定的电压下，产生的热量也更大，长期的温度过高，会加速绝缘皮老化，甚至引起



短路，容易诱发火灾等事故。

《中国消防年鉴》显示：2008 到 2010 年，每年发生因电气问题引起的火灾在四万起左右，占全国火灾的比例约为 30%。

**图 5 电气问题是火灾的主要原因**



资料来源：中国消防年鉴、中国中投证券研究总部

由于火灾容易毁灭证据，无法对火灾原因清晰定位，在电气火灾中，因电线电缆质量问题引发的火灾所占比重，目前还没有权威统计数据，但从现实情况看，此类火灾并不在少数。

在一个工程项目中，电缆的采购成本往往只占到工程总体采购额度的 1%~2%，但电缆质量却直接关系到整个工程项目的安全。2011 年、2012 年两年国家监督抽查，以及 2012 年度国家监督联动抽查结果显示，全国电线电缆产品合格率平均水平从以前的 60%左右提升到了 88%以上，产品质量有所提高，但仍存在很大的上升空间。

线缆质量提升信息平台是电线电缆产品质量提升联合工作组(成员为国家质检总局、工业和信息化部、中国机械工业联合会、中国电力企业联合会、国家电网、南方电网组成)指定的独家官方工作平台和信息发布平台，该平台由电缆网承办、技术支持和运营管理。基于“六部委”的认可，**电缆网已经确立为电缆质量监督和招投标公允价格监督的权威网站。**

为重塑行业竞争环境，打造独立、公正的定位，电缆网对招投标中的暗箱操作行为毫不掩饰的进行曝光，即使这样的行为会触犯远东电缆自身的客户(2013 年，电缆网曝光了 XX 集团电缆招标中存在的“超低价”行为，XX 集团是公司的客户)。

### 3) 流量入口

电缆网作为电缆行业最权威的资讯网站，每天吸引大量的电缆买家、卖家以及上下游企业从业人员查看行业相关资讯信息，这些用户大多是“两平台”的目标客户，通过醒目的广告与链接可以低廉的成本导入“两平台”中。较之其他独立第三方电缆电商平台，这为电缆买卖宝带来巨大的竞争优势。

### 4) 信息增值

请务必阅读正文之后的免责条款部分

电缆网受众群体为电缆及上下游行业的从业人员，企业可以实现精准营销，享受电缆网的企业推广服务，同时，电缆网还可为客户带来个性化的定制服务以及数据分析服务等。

**5) 电缆网盈利模式。**电缆网的收入来源于由两部分构成：广告费和会员费。目前，电缆网的收入并不高，而且我们也强调，电缆网的作用更多体现在重塑行业环境促进公司传统业务发展以及作为公司“两平台”的流量入口。

## 2. 中国电缆材料交易所——打造电缆产业链交易闭环

中国电缆材料交易所是全球首个电缆材料交易平台，也是江苏省唯一一家被予以保留的电缆材料类交易场所。交易所的设立优化了电缆行业资源的配置、改善电缆行业一直存在的材料质量问题，有利于促进行业规范竞争。

交易所对铜、铝、塑料、橡胶等电缆材料商品进行连续现货交易，合约实现标准化，买家可以在需要时随时下单订购所需数量的铜杆（丝），卖家则可以方便地拓展客户，快速回笼资金，减轻资金压力。交易所的主要交易品种为8mm铜杆、3mm铜丝、9.5mm铝杆、PVC、橡胶等产品，其中8mm铜杆、3mm铜丝的交易额占交易所交易总额的九成左右。

### 1) 交易所改变电缆材料采购传统模式

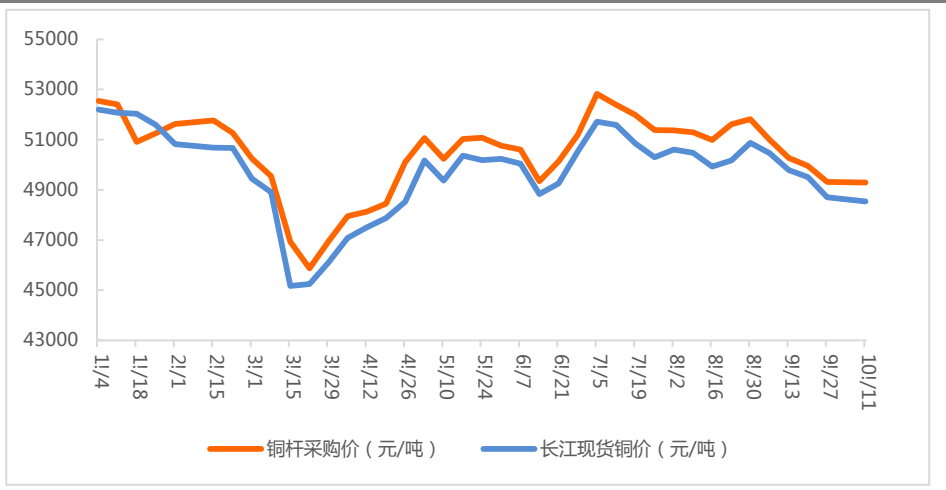
基于经济效益、物流便利等方面的因素考虑，电缆制造商有动力通过交易所平台采购铜杆等电缆材料，交易所正改变传统的电缆材料采购模式。

**经济效益明显。**以铜杆（丝）为例，在传统模式下，电缆制造商直接向铜企采购铜杆（丝）的采购价格构成一般为现货铜价+加工费，对于大型电缆企业而言，加工费约为800元/吨，而对于中小电缆企业，由于采购量较小且不稳定，付款周期也较长，采购费用将达到1100元/吨左右。

在交易所平台，由于实行现货交易，铜杆卖家之间的相互竞价可以有效降低电缆制造商的整体采购成本。从年初到10月第2周，在电缆材料交易所采购铜杆周价格均值为50435.4元/吨，同期长江现货铜均价为49703.9元/吨，铜杆和铜的差价约为731.5元/吨，低于800-1100元/吨的加工费用。因此，通过交易所平台采购铜杆对于电缆制造企业而言，通过电缆材料交易所采购铜杆可以有效降低电缆制造商的制造成本。

较低的采购价格一部分是得益于交易所优化了交易的支付模式——从账期销售改为现款现货交易。这加快了铜材供应商的回款速度，减轻了其资金压力，铜材生产商则将自身财务成本的降低转化为更加优惠的铜材价格。

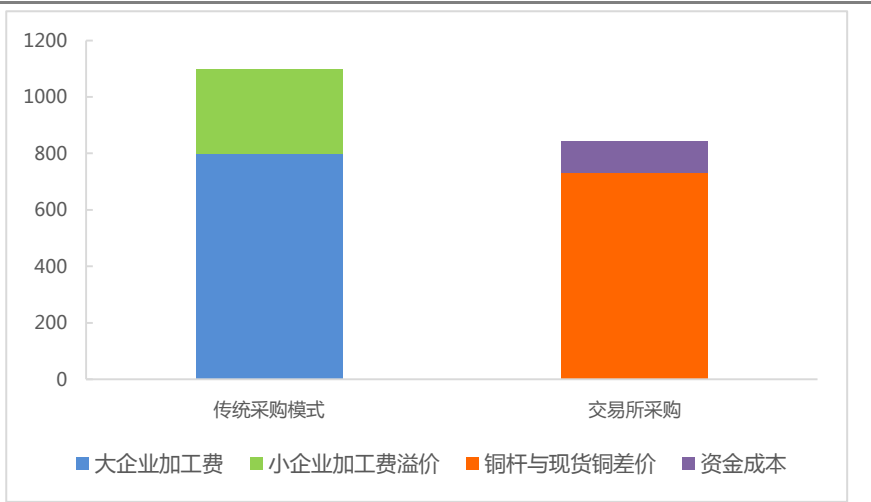
**图 6 铜杆采购价与长江现货铜价**



资料来源：WIND、电缆材料交易所、中国中投证券研究总部

对于买家而言，现款现货模式在一定程度上增加了其资金成本压力，但即使考虑电缆制造企业的这一成本，在交易所采购铜杆（丝）仍具备明显的价格优势。传统账期采购模式下，电缆制造企业向铜杆加工企业采购铜杆（丝）有 7—15 天的账期，假设电缆制造商短期融资成本为年利率 8%，账期平均为 10 天，铜价按 50000 元/吨计算，其利息支出约为 111 元/吨。铜杆和铜采购差价及利息支出为 842 元/吨，仍远低于中小电缆企业的直接采购成本。

**图 7 从交易所采购铜材成本更低**



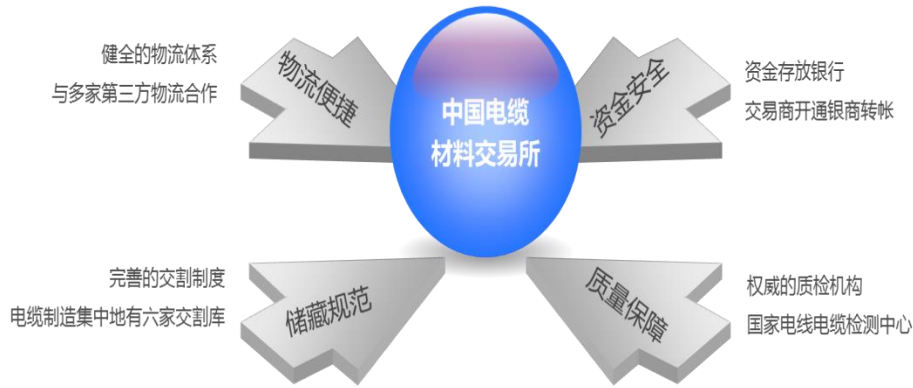
资料来源：中国中投证券研究总部

**高效的交收模式。**交易所在江苏、安徽、河北、河南等电缆制造商集中地设立六家交收库，方便买卖双方实现商品的交收。卖方需于交收后第一个工作日 17:00 之前将货物送达交易所指定交收仓库，办理入库手续。买方可于交收后第二个工作日起至交易所指定交收仓库办理提货手续或委托交易所代为送货。便捷、高效的交易安排可以方便买家随时采购所需的电缆材料，避免了传统模式下与卖方的反复沟通。

**权威的铜杆供应商。**基于公司二十余年的采购经验，联合权威质检机构，交易所对

入驻的铜企进行严格筛选。目前，江铜集团、铜陵有色等国内知名的铜企都已是交易所的铜杆供应商，电缆材料的质量得到有效保障。

**图 8 电缆材料交易所优势**

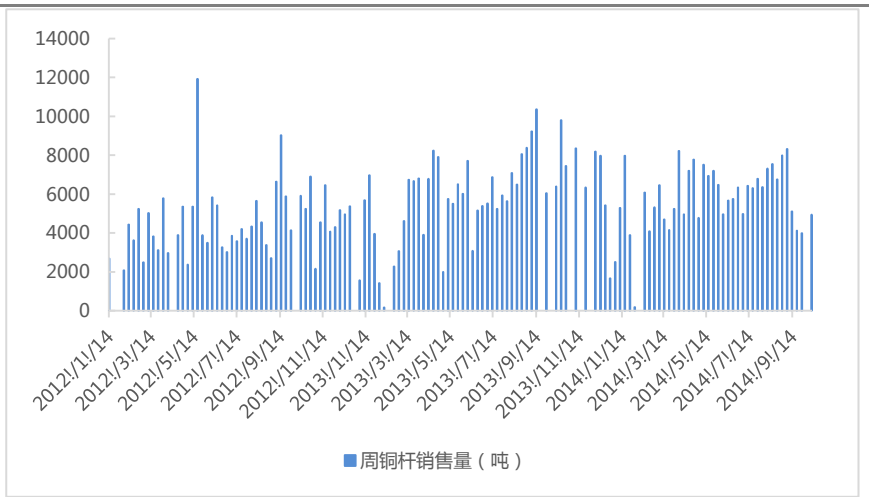


资料来源：中国中投证券研究总部

**2) 交易规模初成、交易品种不断丰富**

**交易规模初成。**2012 年，电缆材料交易所周平均销售铜杆（丝）4600 吨，2013 年，交易所周平均销售铜杆（丝）达到 5800 吨，2014 年前十月的周平均销售数据与去年基本持平。交易所的交易规模未能在 2014 年继续爆发，我们判断这与交易所高层变动有比较密切的联系。根据公司 2014 年的中报，负责交易所业务的高管刘龙离任，这对交易所的业务开展带来一定困难。公司对交易所负责人的任命比较谨慎，但随着人事安排的尘埃落定，交易所有望在 2015 年再次迎来高速发展期。

**图 9 电缆材料交易所铜杆销售量**



资料来源：中国中投证券研究总部

**交易品种不断丰富。**交易所自 2014 年 4 月以来，添加了钢带、铁木盘、钢绞线、交联料等 8 个交易品种，其中包含 97 个合约。后续还将推出 PP 网带、扇形填充、云母带、铝硼合金、PE 粒子等 50 余个新品种。交易品种的不断丰富将帮助公司更好把握

上下游企业的生产经营等情况，建立起电缆产业链的大数据，这可以为行业信息数据需求者提供了专业化的数据服务，同时也为公司涉入供应链金融打下基础。

**盈利模式。**目前，电缆材料交易所的盈利方式主要是手续费收入——每吨铜交易，买卖双方需各付一定手续费。2014年7月，为了降低优质交易商的交易成本，吸引更多客户通过交易所平台进行线上交易，根据交收数量的不同，交易所对交收手续费标准作出下调。

**表 2 新旧标准交收手续费对比**

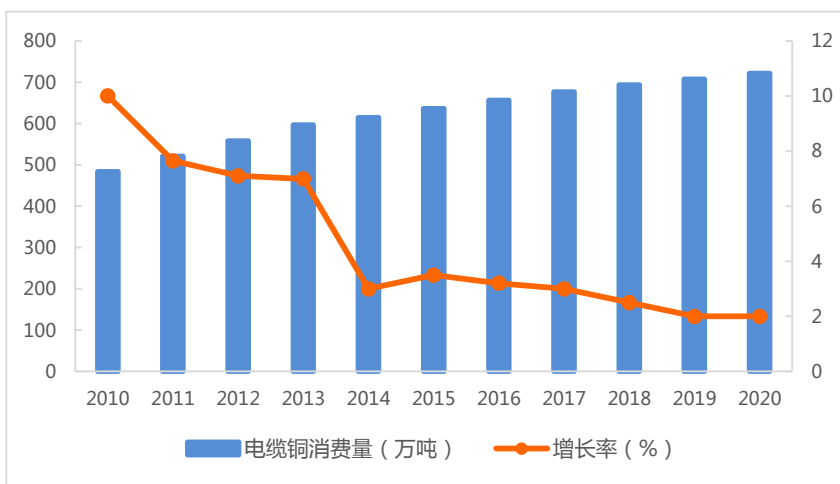
交收数量	8mm 铜杆	
	旧标准	新标准
2000 吨以上/月	10 元/吨	9 元/吨
3000 吨以上/月	10 元/吨	8 元/吨
4000 吨以上/月	10 元/吨	6 元/吨
5000 吨以上/月	10 元/吨	4 元/吨

资料来源：中国中投证券研究总部

**3) 下一步：做大交易规模、积累行业数据、打造电缆产业生态链交易闭环。**

**培养用户习惯、做大交易规模。**电线电缆行业的用铜量约占全国铜消费量的60%-70%左右，根据相关统计，2010、2011年电线电缆行业的铜使用总量分别为484万吨和521万吨，我们估计2012-2014年电线电缆行业的铜使用总量约为558万吨、597万吨和614万吨，到2020年电线电缆行业的铜使用量将达到800万吨左右，铜杆的使用量与铜的使用量基本相当。

**图 10 我国电线电缆铜消费量**



资料来源：中国中投证券研究总部

2013年，通过交易所交易的铜杆（丝）总量为27万吨，仅占电缆行业铜杆（丝）消费量的4.4%左右。大型的电缆制造商通常采购量比较大，采购价格相对较低，可以通过与电缆材料供应商签订供货协议满足自己的需求。而对于中小电缆制造商，通过交易所平台采购电缆材料是更优的选择。但用户的习惯还需要进一步培育，从传统的采购

模式转向交易所平台是比较大的转变，交易所应加大对客户的开发力度，改变其传统交易模式，增加用户的粘性。

目前，交易所买方客户主要集中在江苏、安徽、河南、河北等地区，交收库也分布在这些省份，我们判断公司未来将在广东东莞、佛山等电缆制造商集中地增加布局。根据相关报告，东莞及周边地区有 3000 多家电线电缆生产企业，线缆相关企业 2000 多家，企业规模较小，是交易所平台的目标客户。

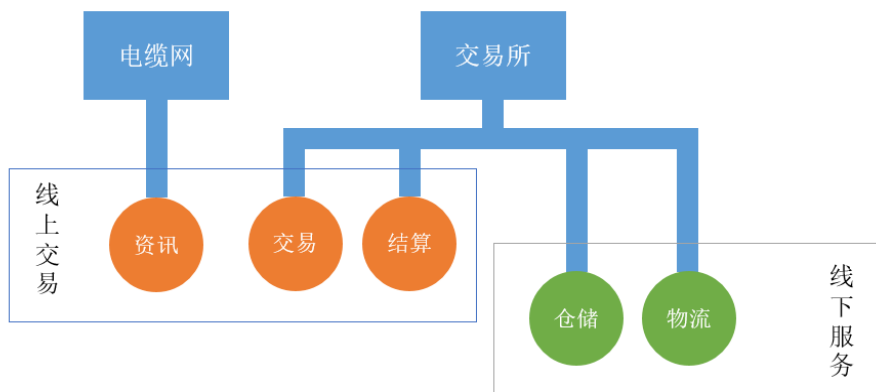
我们判断，随着公司对交易所的人事做出新的安排，客户开发力度的加大，凭借交易所一系列优秀的制度安排，交易所产品的交易规模有望在 2015 年进入爆发期，平台年铜杆(丝)交易总量有望达到 60 万吨。随着交易规模的放大，平台效应将逐步显现，在交易所交易的产品价格将更加优惠。

**全面整合信息流、资金流和物流，打造电缆材料交易全流程闭环。**

交易所系统平台已经趋于完善，网络信息发布系统、交易系统、结算管理平台等线上模块已经基本建设完成，线下仓储系统、物流系统也已经有很好的布局，目前已初步实现信息流、资金流、物流的整合，围绕电缆材料产业链的雏形已经基本形成，整个产业链初步实现闭环运作。

以交易所为核心的电缆产业链几乎不涉及贸易商和分销商，其链条较短，更有利于交易所全面把握买卖双方客户的真实需求和现金流等情况。未来交易所需加大力度开发买卖双方会员，做大交易规模，积累相关交易数据，为未来进行交易数据挖掘与分析以及供应链金融积累基础。

**图 11 交易所打造线上、线下一体化的电缆材料电商平台**



资料来源：中国中投证券研究总部

**3. 电缆买卖宝——千亿市场等待开发**

**1) 电缆买卖宝改变短段电缆和零头电缆采购模式**

电缆买卖宝定位是解决短段电缆和零头电缆的供需不平衡。短段电缆是指长度小于 300 米的电缆；而零头电缆是指长度小于 1000 米的电缆。

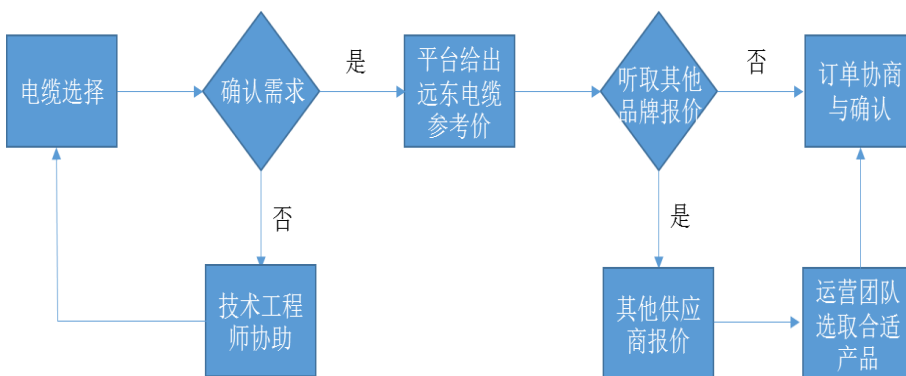
请务必阅读正文之后的免责条款部分

对于厂商而言，短段电缆和零头电缆是电缆生产和销售过程中出现的普遍现象，厂商为客户生产定制的电缆时总会有一部分多余出来，这些电缆会形成厂商的库存。这部分电缆只能通过线下的商店或公司的销售人员来销售，其消化的进度取决于销售人员的配置与努力程度以及电缆分销店的布局，这种销售方式必然带来高昂的销售成本（占销售价格的 6%左右）。

对于电缆用户而言，其采购短段电缆和零头电缆主要用于小型的建筑施工等项目，采购金额多在 1 万元到几十万元之间，不可能通过招投标方式进行采购。传统模式下，电缆需求方可以通过电缆分销店购买或者直接向某一电缆生产商定制。电缆产品有几万个规格，电缆分销店的品类通常十分有限，很难找到合适的产品，加之电缆行业的质量监督一直不到位，即使在电缆分销店买到相应的产品，也很难有质量保证。如果直接向电缆厂商定制，不仅价格通常会高出百分之二十以上，且耗时耗力。

在传统线下交易模式下，买卖双方的交易耗时、耗力、效率低下。而电缆买卖宝平台目前汇聚了 200 余家电缆生产商和数千电缆用户，需要短段电缆和零头电缆的买家只要在电缆买卖宝填写所需电缆的型号规格型号、长度、价格意向、交货地点和交货时间等简单的条款，各大供应商就会对买方要求的产品给出自己的报价，通过价格与质量的对比，电缆买卖宝选出符合客户要求且相对便宜的产品。在此种模式下，买家能以较低的价格方便地获得需要的电缆产品，卖家则能也可获得低成本的销售渠道。

**图 12 用户在电缆买卖宝采购流程**



资料来源：中国中投证券研究总部

**现货销售业务与定制生产销售业务齐头并进；长段电缆交易也在蓬勃发展。**经过三年的探索与实践，目前买卖宝交易的电缆产品已经不局限于帮助厂商消化短段电缆和零头电缆的库存，定制生产业务以及长段电缆交易规模也在持续膨胀。另外，买卖宝也日益成为供应商之间的信息交流以及撮合交易平台——对于某些有相应的电缆订单却无生产能力的厂商可以在买卖宝平台寻求其他厂商代工生产。

**2) 收费模式**，电缆买卖宝收费包括两个方面，一是对供应商会员收取会员费，二是对每笔交易按供应商提供的价格收取约 5% 的交易差价。按照目前的收费模式，电缆买卖宝平台的毛利率在 5% 左右，净利率约为 2.5%。预计公司未来几年将加大对力度吸引客户到电缆买卖宝平台交易，我们判断 2015 年开始电缆买卖宝将降低交易差价水

平，更多地让利于买卖双方会员，后期需更关注平台会员的交易额的增长速度。但从长期来看，5%的毛利率水平和 2.5%的净利润水平可以作为电缆买卖宝盈利能力的参考。

**表 3 会员会费**

会员等级	普通	银牌	金牌	钻石
会费 (万/年)	免费	1	3	5
诚信保证金 (万/年)	3	免	免	免

资料来源：中国中投证券研究总部

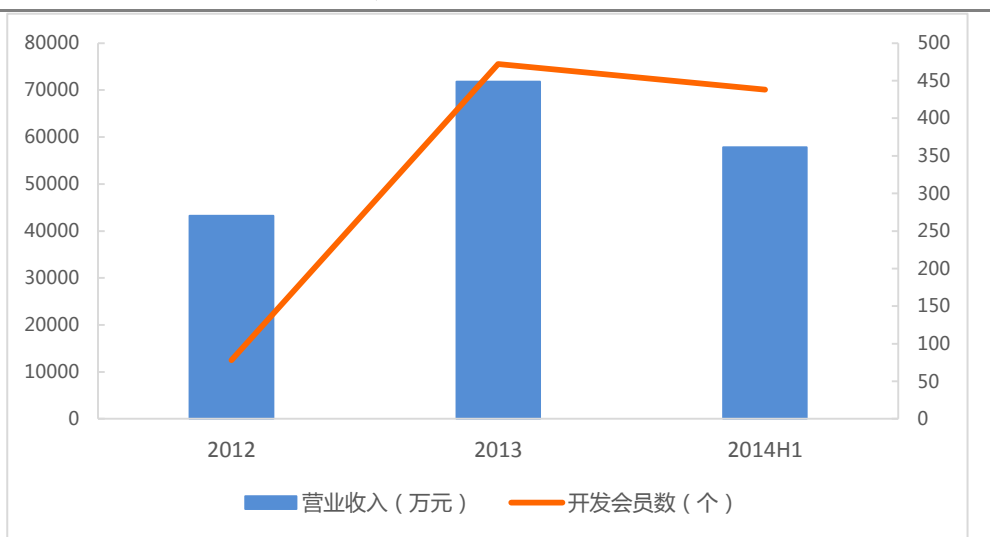
### 3) 推广：线上+线下相结合

为吸引更多客户通过电缆买卖宝平台进行交易，公司通过线上与线下相结合的模式加大对电缆用户与供应商的宣传。

**线下方面，效仿阿里，创建“地面部队”。**为更好的将中小企业引入阿里巴巴平台，2000年，阿里巴巴成立直销团队，他们是阿里巴巴唯一的地面部队，也是创业初期攻城拔寨的主力。公司虚心学习阿里巴巴成功经验，努力打造适合电缆电商平台的直销团队。同时，买卖宝每月均会主办或联办一次展会，对电商平台进行品牌推广。线上方面，一方面是借助电缆网的引流作用；另一方面通过搜索营销，提高电缆买卖宝的搜索排名，进行客户吸引。

电缆买卖宝成长迅速。2013年电缆买卖宝全年开发交易会员 472 个，同比增长 505.13%，实现营业收入 71806.98 万元，同比增长 66.06%。2014年上半年电缆买卖宝开发交易会员 438 个，同比上升 137%；实现营业收入 5.78 亿元，同比增长 102%。

**图 13 电缆买卖宝业绩增长迅速**



资料来源：中国中投证券研究总部

### 4) 1500 亿市场空间等待开发，电缆买卖宝先行一步

根据某咨询机构对公司内部销售数据的挖掘，2010 年公司短段电缆和零头电缆的

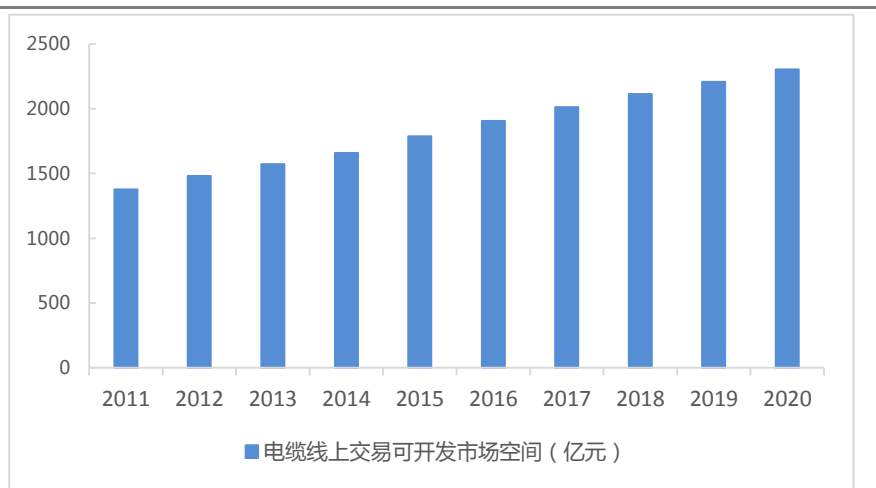


销售收入占电缆总销售收入的比例为 12%，我们估计市场的短段电缆和零头电缆的需求情况与此基本一致。公司的数据可以作为我们估测整个短段电缆和零头电缆市场空间的基础。

我们估计 2014 年短段电缆和零头电缆的市场交易额在 1550 亿元左右，到 2020 年，短段电缆和零头电缆市场可以达到 1800 亿元左右，这部分电缆需求均可以转至线上进行，而且更有效率。如果考虑由于用户习惯的改变，部分长段电缆也将逐步转至线上进行交易，则 2020 年通过线上电缆交易的市场空间可以达到 2300 亿元。

目前，买卖宝是电缆电商领域的绝对龙头，我们预计 2014 年买卖宝平台的交易额较之 2013 年将增长约 100%，达到 14 亿元左右，2015 年买卖宝平台的交易额保守估计为 25 亿左右，可开发的市场空间十分巨大，未来其交易规模的增长幅度，更多取决于买卖宝会员开发的力度。

**图 14 可开发的电缆线上交易市场空间估算**



资料来源：中国中投证券研究总部

经过四年的发展，电缆买卖宝已经初步完成业务模式打造、人员配置、信息系统构建等方面的布局，对供应商以及客户的挖掘速度也在不断加快。企业已经基本确立在电缆电商领域的行业龙头地位，为后来者设置了更高的行业壁垒。

### 5) 理性看待电缆买卖宝的发展

目前市场对于电缆买卖宝比较担心两个方面：一、电缆买卖宝是否能够扮演独立的第三方角色，而不对公司产品有明显的偏爱；二、在众多电缆电商中，电缆买卖宝能否脱颖而出。对此，我们给出以下分析。

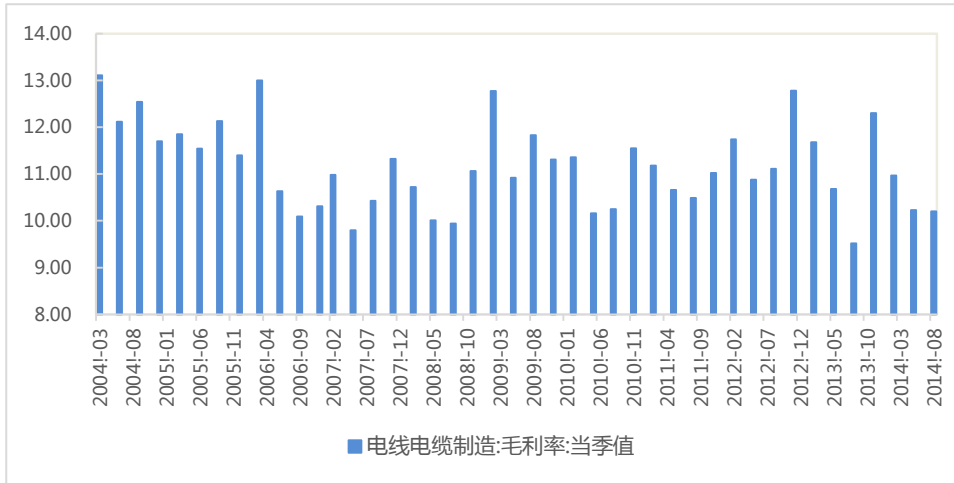
#### 一、是否能够担当独立的第三方角色不会制约电缆买卖宝的初期发展

对于第一种担忧，我们认为无论是从电缆供应商角度，还是从客户角度都不应予以过分关注，另外，公司的转型动力十分强烈，从长远来看，电缆买卖宝可以通过一定的调整消除这一担忧。

(1) 目前电缆行业产能严重过剩，电缆厂商的整体产能利用率只有三成，毛利率

水平只有十个点左右，净利率水平约为三个点，生存压力很大，十分渴求能够拓展更多低成本的销售渠道，电缆买卖宝平台恰好迎合了此种需求。电缆厂商在进行平台选择时首先需要考量的是该平台能否很好的促进自身的产品销售，至于该平台能否保持独立的第三方角色则是次要因素。

**图 15 电缆行业毛利率很低**



资料来源：中国中投证券研究总部

(2) 对于电商平台而言，客户体验是第一位的，这包括产品质量是否能够得到保证，交货效率如何以及产品价格是否合理等。为了确保产品质量，电缆买卖宝一方面会对入驻的厂商进行事前资格审查，派专人到会员企业现场验厂、检查其用工用料及质量管理等；另一方面会电缆买卖宝会根据会员的交易记录以及对买卖宝电商平台的参与支持度来对供应商信用进行星级管理，并对满足一定条件的订单实行专人驻厂监督制造。目前电缆买卖宝与行业内 6 个国家级质检中心签订战略合作协议，厂商售出的产品需要有质检中心出具的认证报告。

同时，远东电缆有着二十余年的电缆行业经营经验，基于远东电缆的买卖宝平台也更加了解各大电缆生产商的综合实力，能够对客户不同的电缆需求选取最合适的卖家，这有利于增加客户的满意度，增加客户的黏性。因此，较之所谓的独立第三方，买卖宝在初期的客户开发上相反有着更多的优势。

多厂商报价机制，严格的质量监督体系，平均两周的交货期，加上先行赔付的理念，客户可以在电缆买卖宝平台获得最好的购物体验，买方不会对其是否为独立的第三方予以很多关注。

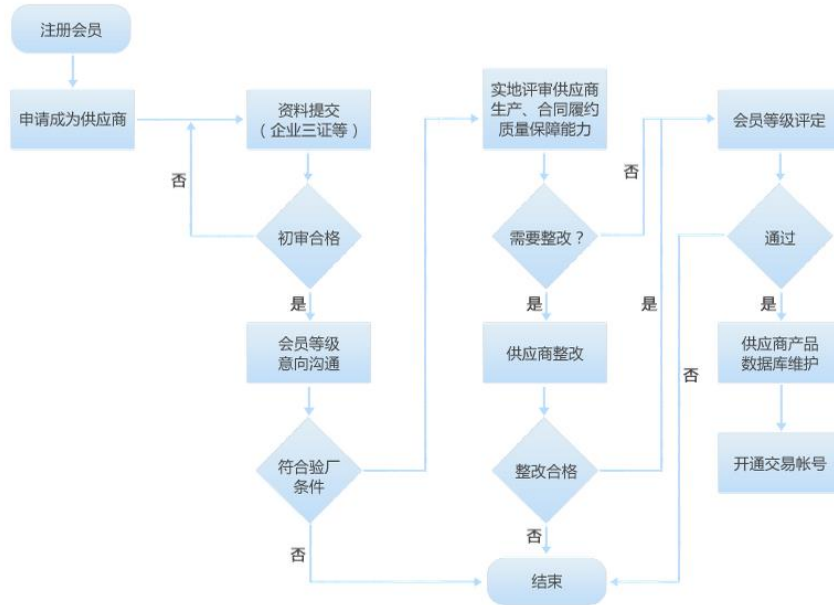
**表 4 监督生产保障电缆产品质量**

监造生产需满足的条件	
1	OEM 定制生产、货款在 5 万以上、直接从异地发货的，原则上要进行监造。如上述三个条件均满足，则必须安排监造。
2	通信电缆和光缆在 30kM 以上；电缆（除通信电缆和光缆外）数量在 30 盘以上；电缆（除通信电缆和光缆外）数量在 15kM；货款在 50 万元以上。

- 3 首次交易且货款在 3 万以上、产品数量在 5 盘以上的非常规电缆。
- 4 会员资格被停用恢复后的供应商会员，第一批单在 30 万元或数量在 15 盘以上或 10km 以上。
- 5 特殊情况下指定监造的，采购方需向买卖宝提出书面申请，买卖宝可适当收取费用。

资料来源：中国中投证券研究总部

**图 16 严格的供应商管理体系**



资料来源：中国中投证券研究总部

(3) 要考量公司是否有足够的转型动力。基于电缆制造行业竞争压力在短期内难以出现较大转变的考量，公司一直致力于发展“轻资产”类业务，公司高层将电缆买卖宝视为远东控股集团最核心的战略平台。目前公司对电缆买卖宝的人、财、物的投入是没有任何限制的，电缆买卖宝前期从阿里巴巴等企业招募了一批具有电商和互联网思维的人才来打造该平台，对于其人员业绩的考核以及薪酬待遇都是基于互联网企业标准。**公司具备强烈的转型动力，我们判断电缆买卖宝会在后期通过股权结构以及管理机制的调整来完善自身的第三方角色定位，可能的方向包括引入战略投资者、打造更透明的报价机制等。**

基于以上考虑，我们认为在电缆买卖宝发展的初期，我们不应对其独立的第三方角色提出苛刻的要求，更应关注其营业收入的增长、客户开发的进度以及客户的满意度等内容。当业务量发展到一定规模，电缆买卖宝必然会对其业务模式进行优化。经过四年发展，电缆买卖宝在电缆供应商与用户的开发、产品质量的把控以及系统与人员的建设方面都取得长足进展，已经初步验证公司可以实现从传统电缆制造企业向互联网服务商的转型，我们看好公司在电缆电商平台方面的发展潜力。

**二、基于电缆行业和互联网行业属性，电缆买卖宝成功几率很大**

对于第二种担忧，我们从电缆行业和互联网行业的属性出发进行分析，认为公司是

最有可能成长为电缆电商领域龙头的企业。

目前电缆电商主要存在两种模式：一是依托阿里巴巴、京东上次等综合类平台开设的线上电缆交易业务。二是专业从事电缆销售的垂直电商平台，如电缆买卖宝、中缆在线、一缆天下等。

(1) 首先，我们认为垂直电商平台较之综合类平台更适合电缆行业。

**质量原因。**线缆产品合格率低的一个重要原因是行业的进入门槛比较低，很多电缆企业在专业人才、产品研发能力和企业管理经验等方面都严重缺失。为了更好把控产品质量，公司会选取部分较好的供应商向其输出技术和管理经验等，监督其生产过程，以提高产品质量。对于综合类电商平台而言，即使开展电缆电商交易，这也是其营销管理团队繁多商品名目中的一种，不可能因此而成立专业的质量监督队伍或者投入大量的精力与专业质检机构进行合作，这就导致在综合类电商平台上销售的电缆，其质量仍难有保障。

**专业服务。**电缆行业的规格多大几万种，对于电缆买方来说，有时候也很难确定自身的电缆需求情况，这就需要专业的工程师对买方的需求情况进行分析、确定。另外，许多电缆需要根据实际情况向厂商定制生产，电缆制造商有数千家，买家如何选择合适的供应商也需要专业人员予以协助。基于公司在电缆行业浸淫二十余年的经验，电缆买卖宝有着专业的团队来协助客户进行电缆选择。

综合类电商平台缺乏专业的电缆相关知识，很难想象此类平台投入巨大的精力去打 造专业化的团队去解决上述问题。而电缆垂直电商平台能够提供比综合类平台更加专业和精细的信息，我们认为垂直电商平台较之综合类平台更适合电缆行业。

(2) 其次，基于马太效应，电缆买卖宝有很大的几率成功。

互联网具有明显的注意力经济特征，网站的知名度、点击率和类似行业网站的竞争力等将直接影响到平台客户的数量和交易的效率以及效益，电缆电商垂直平台将“强者恒强”。目前，电缆买卖宝在电缆电商领域已经取得了领先的市场地位，注册会员数量和网页访问量均处于高速增长阶段。基于互联网的行业特征，电缆买卖宝由很大的几率成功。

目前，电缆买卖宝的主要竞争对手为中缆在线和一缆天下公司。

**表 5 公司风机质量遥遥领先其他厂商**

电商平台	上线时间	运营方
电缆买卖宝	2011 年 3 月	远东买卖宝网络科技有限公司
中缆在线	2012 年 3 月	北京佰策邦信息科技有限公司
一缆天下	2014 年 5 月	山西一缆天下科技有限公司

资料来源：中国中投证券研究总部

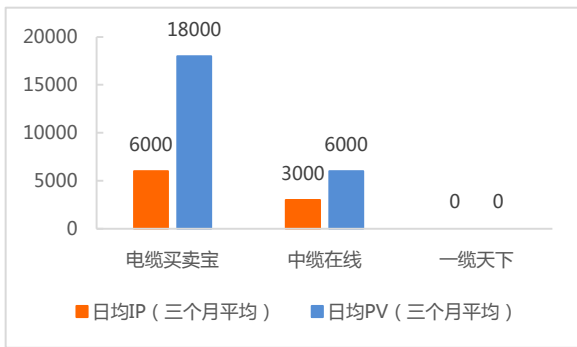
中缆在线和一缆天下没有公开的交易数据，但从三家电商平台的访问量上，我们可以初步进行衡量。

从 Alexa 网站排名数据来看，电缆买卖宝最近三个月的日均 IP 数已经达到 6000，两倍于中缆在线的日均 IP 数；电缆买卖宝的日均 PV 数达到 18000，三倍于中缆在线的日均 PV 数；一缆天下这两项数据均不存在。

从中国网站排名网的查询数据来看，电缆买卖宝三个月每百万人的独立访问者为 67 人，六倍于中缆在线网站，同样，一缆天下此项数据也不存在。

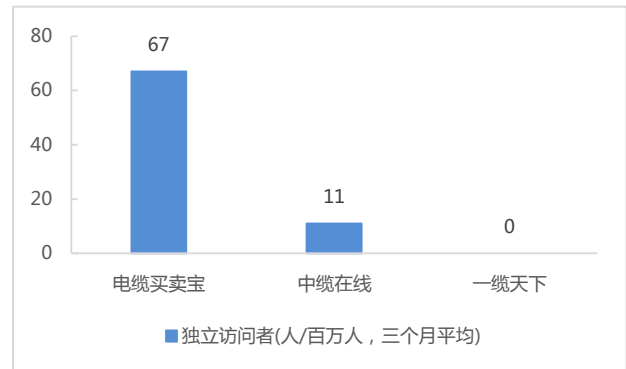
从访问量数据来看，我们认为作为全球首家电缆 B2B/B2C 交易平台的电缆买卖宝已经在竞争中处于遥遥领先的地位。

**图 17 电缆买卖宝点击数据远高于竞争对手**



资料来源：Alexa、中国中投证券研究总部

**图 18 电缆买卖宝点击数据六倍于第二名**



资料来源：中国网站排名、中国中投证券研究总部

电子商务存在马太效应——所谓强者越强，弱者愈弱。目前我国电线电缆行业仍然处于“触网”的起步阶段，但电缆行业与互联网的结合将成为行业未来发展趋势，谁能先行一步，谁便掌握了主动权。经过四年的发展，电缆买卖宝打造了完整的产品质量保障体系，培育了一批符合平台要求的电缆厂商，双方之间已经建立良好的合作关系，为其他电缆电商平台制造了更高的进入壁垒。

**较之其他电商平台，电缆买卖宝有两大竞争优势。**

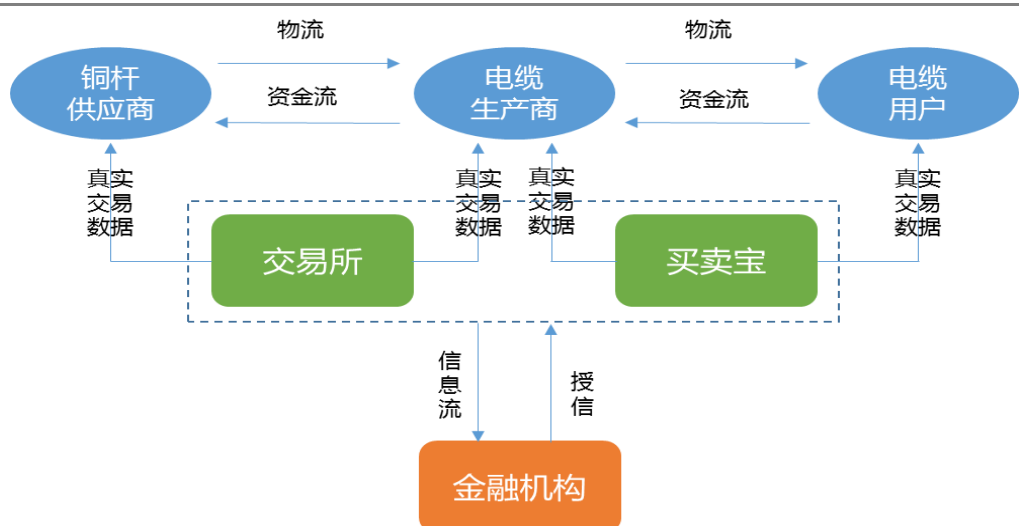
一是电缆网的引流作用不容忽视，这是电缆买卖宝较之其他电商平台的巨大优势，目前看来，竞争对手对此几乎束手无策。

二是电缆买卖宝的专业服务能力也不是所有的第三方平台可以媲美的。

**4. 下一步——畅想供应链金融**

**打造电缆产业链双闭环。**通过电缆材料交易所，公司初步实现对电缆产业链中上游的物流、资金流和信息流的整合；而电缆买卖宝平台已经对电缆产业链中下游信息流和资金流的监控完成布局，一旦打通物流环节，公司有望打造电缆产业链双闭环，基于此，“两平台”可以通过与金融机构的合作涉入供应链金融。通过对交易所和电缆买卖宝交易数据的分析，“两平台”能够掌握电缆制造商的实际经营情况，对于某些既通过交易所采购铜杆，又在电缆买卖宝有着良好的销售记录的电缆制造商，可以获得银行的信贷支持。

图 19 基于电缆产业链双闭环的供应链金融

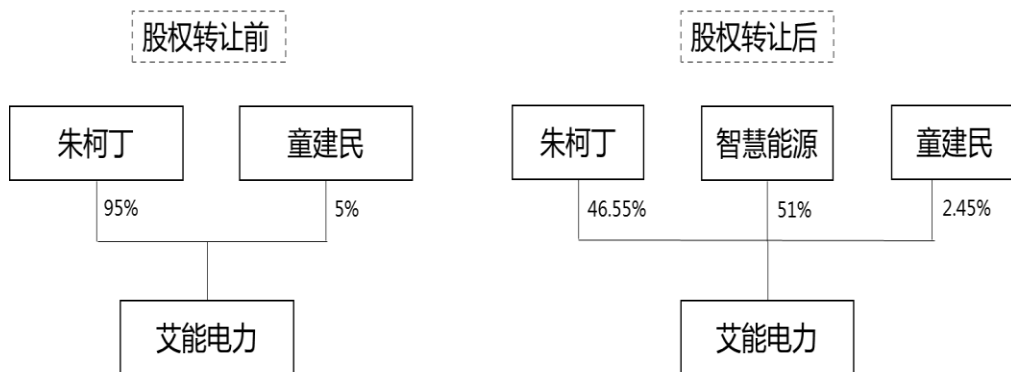


资料来源：中国中投证券研究总部

### 三、工程总承包业务成长空间可期

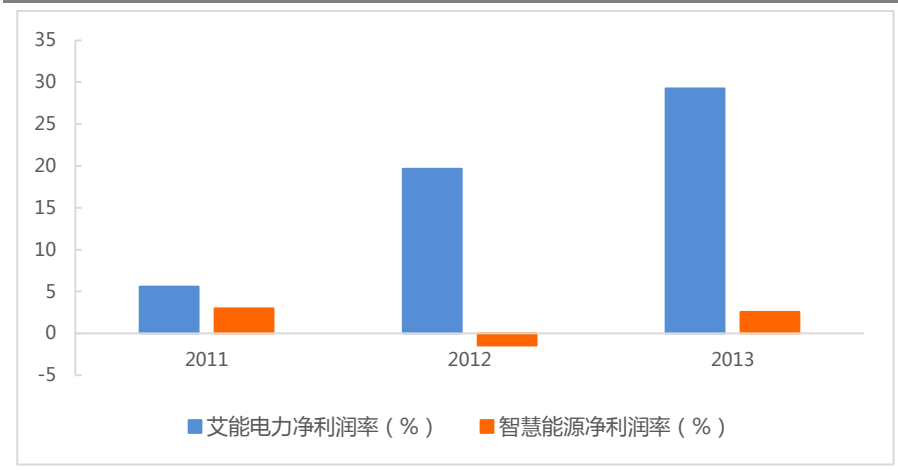
2014 年 6 月，公司斥资 17985 万元收购上海艾能电力工程有限公司 51% 股权，借助艾能电力在客户资源渠道、资质和行业经验、研发和人才等方面优势，公司快速切入电力工程设计及电力工程总承包领域，向转型为“智慧能源专家”战略目标迈出坚定一步。

图 20 艾能电力股权结构变化



资料来源：中国中投证券研究总部

收购艾能电力可以改善公司的收益质量，2013 年艾能电力的净利率达到 29%，而公司传统业务的净利率水平只有 2.55%。目前艾能电力占公司收入比例仍很小，但由于电力设计类业务毛利率和销售净利率较高，经过几年发展，将显著提高上市公司的毛利率和每股收益水平。

**图 21 艾能电力和智慧能源销售净利率对比**


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

## 5. EPC 工程总承包新贵

上海艾能电力工程有限公司成立于 2007 年 5 月，是一家专业从事新能源发电、风力发电、火力发电、送电、变电和配/农网工程的勘测设计、总承包、项目管理和工程技术咨询的企业。2010 年底，公司被上海市政府授予“上海市高新技术企业”称号，是上海市唯一一家电力设计类的民营高新技术企业。

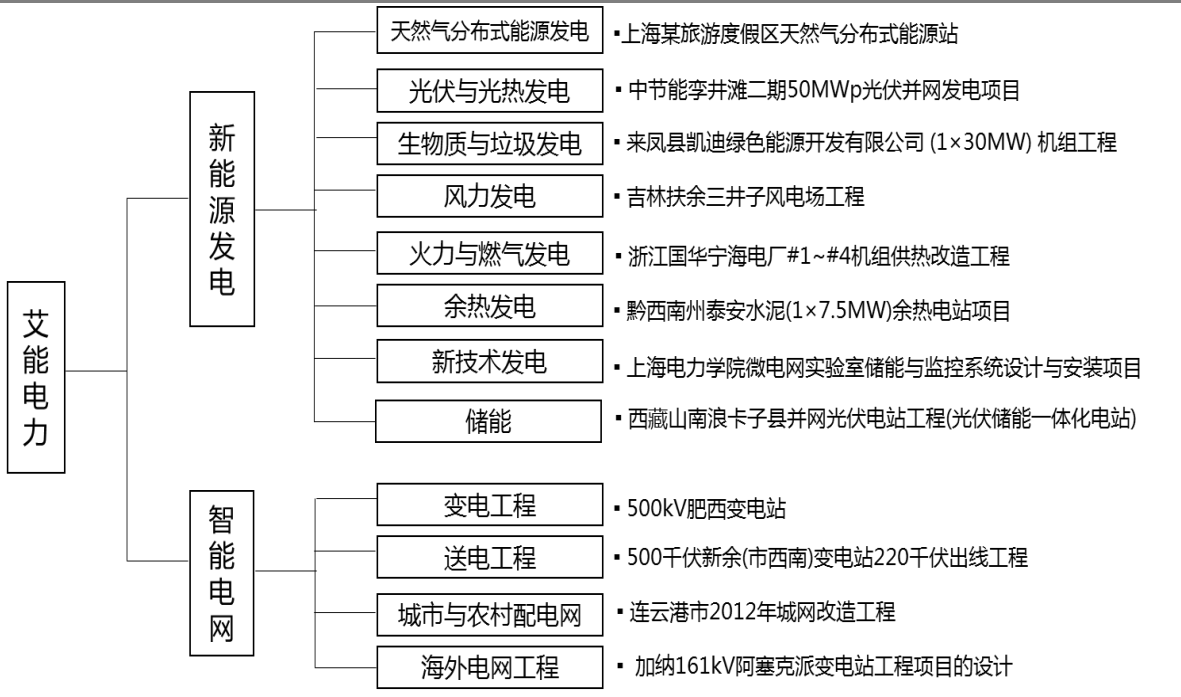
**技术团队实力强大。**艾能电力现有设计人员 270 余人，大学学历及以上占全部员工 95%以上，高、中级专业技术人员占全部工程技术人员 30%以上，各类注册师占全部工程技术人员 15%以上。主要技术骨干为原国内大区/省市电力设计院的设计领头人，在各种新能源发电工程和中小型火力发电工程、220kV 及以下的输变电工程、城农网配电工程的设计上具有核心竞争力，并有能力设计大型火力发电工程与 500kV 及以上的输变电工程。

**技术专利积累丰厚。**艾能电力坚持以技术为先导，注重科技创新，截止 2012 年底，已累计被国家专利局授予 47 项实用新型专利和 1 项发明专利，并有数十项专利在审批中。艾能电力还参与编制《分布式功能系统设计技术规范》、《风光储输配合发电站设计规范》、《电力供配电工程设计手册》等多项国家级设计规程规范。

**甲级资质稀缺，业务范围扩大。**2008 年 3 月艾能电力首批获得了由上海市城乡建设和交通委员会颁发的电力工程设计专业乙级资质证书；2013 年 10 月，取得电力工程设计行业乙级资质，扩大了业务范围，同年 11 月，在住房和城乡建设部核准的 2013 年第六批建设工程企业资质资格中，艾能电力申请的专业甲级（送电专业、变电专业）也顺利通过。公司这意味着艾能电力今后在电网工程的承揽上不再受任何电压等级的限制，为其跨越式发展创造了更为有利的条件和更加广阔的空间。

**项目经验丰富。**截至 2012 年底，公司已累计完成 110kV 及以上变电工程 328 项，其中 500kV 新改扩建 16 项；110kV 及以上线路工程 210 项，其中 500kV 新改扩建 14 项；各类新能源发电工程 70 余项。

图 22 艾能电力业务板块及典型工程



资料来源：中国中投证券研究总部

## 6. 新能源发展持续景气，EPC 总承包商显著受益

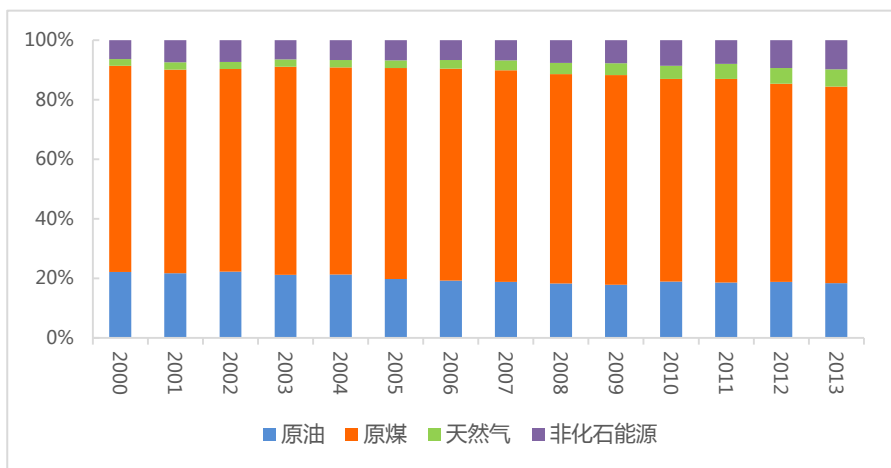
展望未来,在环境和资源压力下,新能源行业在大趋势上仍将维持较高的景气程度,能源结构的调整和能源战略转型将推动新能源行业持续发展,EPC 总承包作为主要的商业模式将显著受益于该趋势。公司收购艾能电力股权是看重其在天然气分布式发电、光伏与光热发电、生物质与垃圾发电、风力发电等领域的技术力量。

2013 年末,水电、风电、核电等非化石能源占一次能源消费比重为 9.8%;《能源发展“十二五”规划》提出 2015 将非化石能源消费比重提高到 11.4%。

近期,国家又密集出台一系列关于节能减排、发展可再生能源的文件,对非化石能源的消费情况作了中长期部署。《国家应对气候变化规划(2014-2020 年)》规划到 2020 年将非化石能源消费比重提高到 15%左右《能源发展战略行动计划(2014-2020 年)》再次确认了这一目标;而《中美气候变化联合声明》则提出中国“2030 年非化石能源占一次能源消费比重提高到 20%左右”。



图 23 2013 年底非化石能源消费比重为 9.8%



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

《可再生能源电力配额考核办法》出台在即，新能源发展迎来制度保障。发改委能源研究所可再生能源发展中心主任任东明于 2014 年 9 月末表示《可再生能源电力配额考核办法》讨论稿已经通过发改委主任会议，最后修改稿已经由国家能源局新能源司完成提交。这标志着从 2006 年开始酝酿的可再生能源配额制有望于明年出台，国家将为各省(自治区、直辖市)及电网公司制定可再生能源电力配额指标，制约新能源发展的上网和消纳等问题即将通过制度安排得到有效解决。

未来六年风力、光伏和生物质发电的年复合增长率有望分别有望达到 20%、35% 和 19%。预计 2014 年风力、光伏以及生物质的发电量分别为 1501 亿千瓦时、210 亿千瓦时和 420 亿千瓦时，合计 2301 亿千瓦时。根据披露的文件，2020 年风力、光伏以及生物质的发电量分别为 4466 亿千瓦时、1272 亿千瓦时和 1201 亿千瓦时，合计 6939 亿千瓦时。未来六年，风力、光伏以及生物质发电量的年复合增长率分别为 20%、35%和 19%，新能源 EPC 业务将迎来高速增长期（我们详细估算了风电市场情况，参见我们关于金风科技的深度报告。）

表 6 《可再生能源电力配额考核办法》对新能源的发展规划

	风电 (亿千瓦时)	光伏发电 (亿千瓦时)	生物质能发电 (亿千瓦时)	合计 (亿千瓦时)
2014E	1501	210	420	2131
2015 规划	2843	527	494	3864
2020 规划	4466	1272	1201	6939
CAGR(2014-2020)	20%	35%	19%	22%

资料来源：新闻整理、WIND、中国中投证券研究总部

## 7. 业绩增长有望超预期

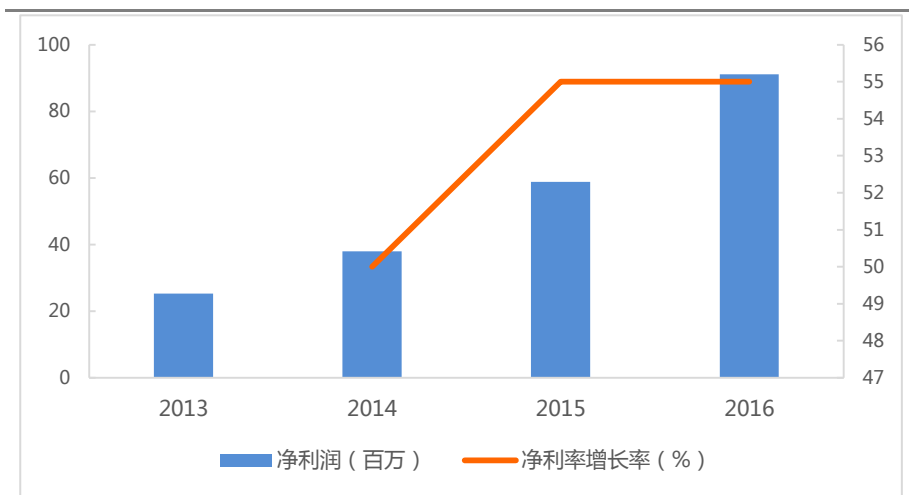
公司作为电缆行业的龙头，提供智慧风电电缆、智慧光伏电缆等产品，与各大新能源运营商有着长期良好合作，积累了丰厚的客户资源。同时公司在全国各地有近 1200 名销售人员，也可协助艾能电力在全国范围内拓展 EPC 业务。公司承诺将“艾能电力

从事的相关业务作为战略转型的优先发展板块予以确定，同时在资源对接，奖励激励等方面予以大力支持，在行业发展的机遇中，同心协力，尽快扩大市场占有率，迅速做大做强”。我们认为艾能电力有望借助公司在客户资源和营销人员方面的优势实现跨越式发展。

根据协议，艾能电力承诺“2014 年度至 2016 年度，每年度净利润的增长幅度不得低于 20% 即 2014 年度、2015 年度和 2016 年度分别实现净利润不低于人民币 3000 万元、3600 万元、4320 万元”；艾能电力“通过远东电缆（包括但不限于其自身及其控制下的企业）资源实现的净利润，应按照双方另行约定的内部结算政策进行核算，双方需按市场价格标准确定比例。支付后，通过远东电缆（包括但不限于其自身及其控制下的企业）资源实现的净利润，不在承诺业绩中进行扣减”。

我们认为不考虑内部结算的影响，根据艾能电力 2010-2013 年的发展情况以及公司为其带来的客户资源等积极影响，我们预计艾能电力 2014 到 2016 年的净利润增长幅度将不低于 50%，55%，55%，实现净利润 3790 万元，5900 万元、9100 万元，将增厚公司当前股本下 EPS 0.0195 元、0.03 元，0.047 元。

**图 24 艾能电力净利润增长率预计将超出业绩承诺水平**



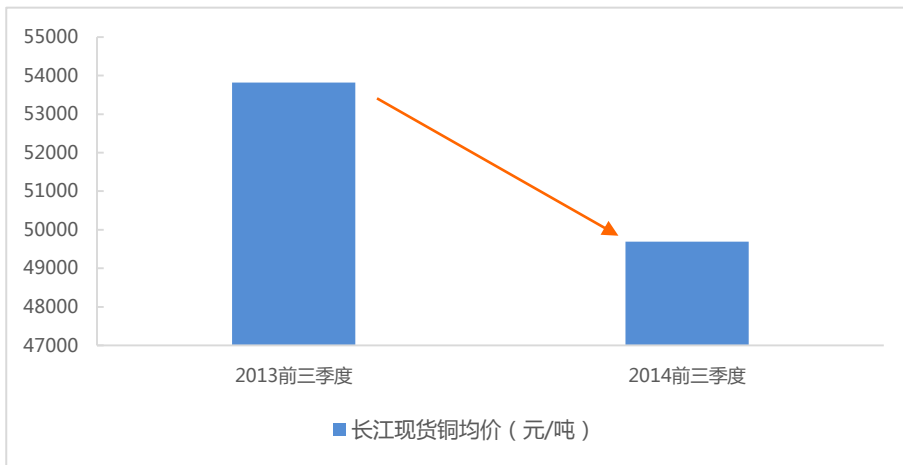
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 四、行业底部回暖，龙头充分受益

公司 2014 年营业收入增速下滑主要受到两方面因素的影响：其一是铜铝等原材料价格持续下行；其二是电网投资的不达预期。

电线电缆生产中，铜导体的成本大约占整根电缆成本的 70%左右，在电线电缆毛利率相对稳定的情况下，铜价的走势成为电线电缆行业收入增长的决定性因素。近年铜价持续走低，2014 前三季度的长江现货铜价较之 2013 前三季度下降了 7.67%，电缆行业的收入增长受到较大冲击。

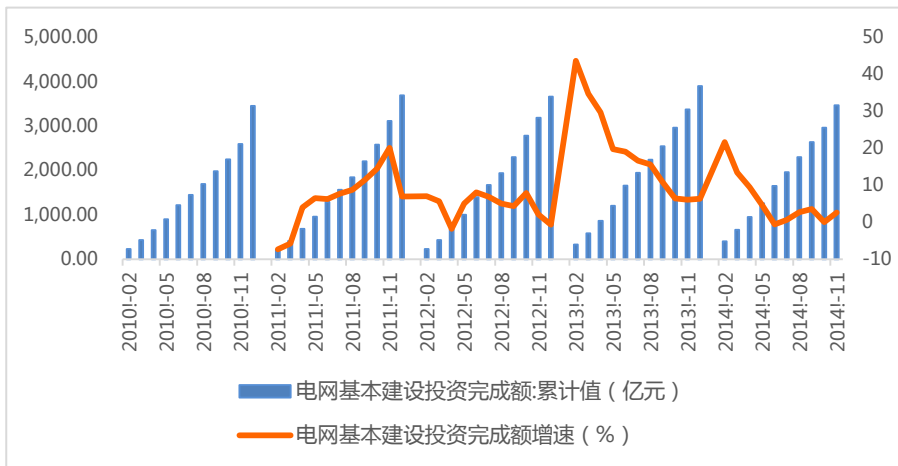
**图 25 2014 前三季度铜价水平较 2013 前三季度降 7.67%**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2014 年电网投资不达预期是导致公司电缆销售收入下滑的另一个原因。国家电网 2014 年的计划投资额为 4035 亿，同比增长 19%。但受到国网审计、电力体制改革以及宏观经济下行导致的用电需求增长放缓等因素的影响，电网投资增速远远低于预期，1-9 月电网基本建设投资完成额为 2634 亿，同比仅增长 3.5%，远低于去年同期 10% 的同比增长率。我们判断 2015 年，电网基本建设投资增速有望达到 15% 以上，公司电缆业务将显著受益。

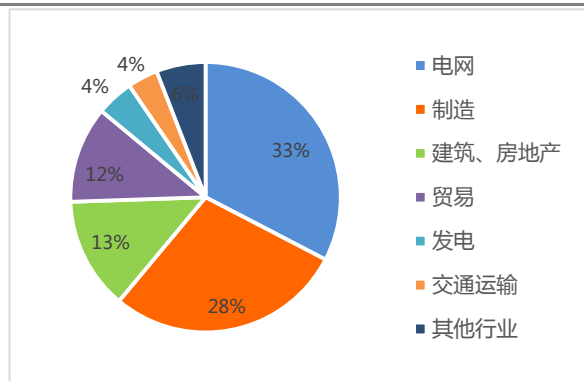
**图 26 2014 年前三季度电网投资增速大幅下行**



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

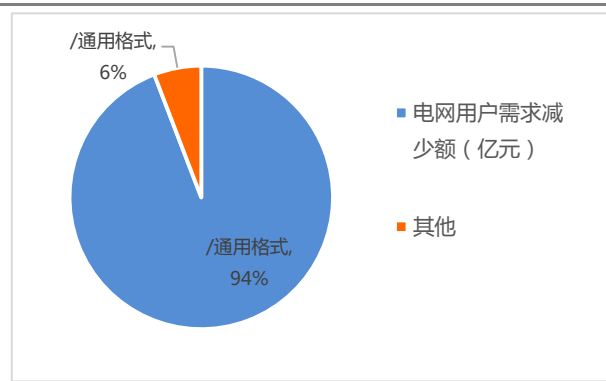
从公司 2014 年上半年电缆销售的下游行业需求构成来看，与电网相关的销售收入占总销售收入的比重达到 33%，是公司电缆产品的第一大需求方。2014 年上半年公司销售收入较 2013 年上半年下滑 4.47 亿元，其中与电网相关的销售收入下滑 4.2 亿元，贡献率为 94%。

图 27 电网是公司电缆产品第一大需求方



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

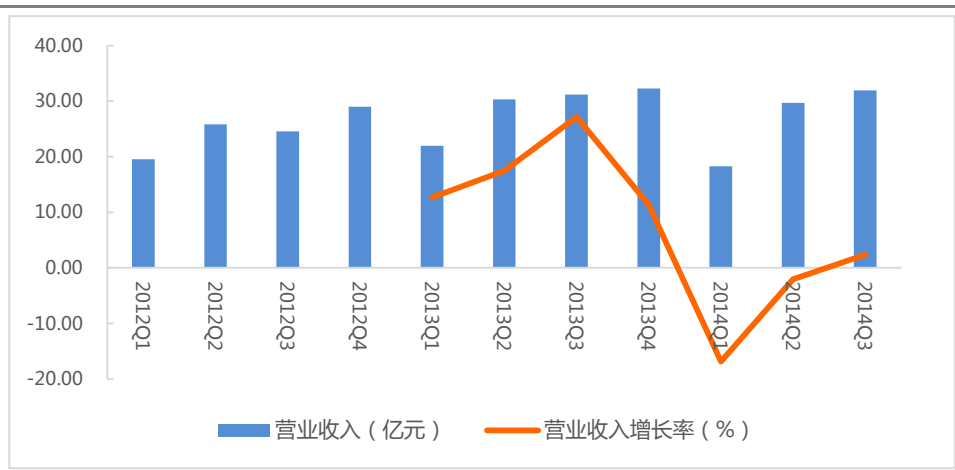
图 28 电网用户需求减少是收入减少主因



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

受到全球经济增长不振的影响，预计 2015 年铜价仍将呈现底部震荡态势，但电网投资增速有望大幅上行。今年淮南至上海、锡盟至山东、宁东至浙江“两交一直”项目相继获批并正式开工建设，我们判断国家能源局规划建设“四交四直”中剩余的“两交三直”在明年都将会相继获批并开工，公司迎来重大利好。三季度开始，公司业绩已经同比实现正增长，随着电网投资力度的加大，公司电缆业务业绩有望持续改善。

图 29 2014 年 3 季度营业收入增长率步入上行通道



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

## 五、投资建议与盈利预测

### 投资建议：“强烈推荐”

从公司前期各项布局来看,我们判断公司的转型决心十分坚定,转型方向基本确定,2015 年公司将通过收购兼并等方式加快其转型步伐。仅从目前各大业务板块来看,“一网两平台”发展态势良好,尤其是电缆买卖宝平台,客户的导入和在线交易等进展顺利,后续将保持高增长态势。2015 年新能源投资有望迎来新一轮政策蜜月期,工程总承包业务显著受益,艾能电力经营业绩大概率将超预期。特高压步入新一轮投资高峰期,公司作为电缆制造行业龙头,受益最大。

我们预测公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.32、0.55、0.65 元,对应 PE 分别为 29、17、14 倍,考虑到公司未来可能发生的并购以及“一网两平台”和工程总承包对公司估值的提升,我们按照公司 2015 业绩给予 25 倍 PE,保守估计公司未来 6 - 12 个月目标价为 13.8 元,有 40%的上涨空间,给予“强烈推荐”评级。

### 盈利预测关键假设：

- 1) 2015 年特高压建设步入高峰期,公司电缆业务收入加快;
- 2) 新能源获得政策支持,艾能电力业绩保持高速增长;
- 3) 公司期间费用水平有所降低。

**表 7 智慧能源各业务板块业绩预测**

	2013	2014E	2015E	2016E
<b>电缆产业</b>				
收入(百万)	11,163.00	10995.56	12864.80	14923.17
收入增长率(%)	17.13	-1.50	17.00	16.00
成本(百万)	9,331.40	9181.29	10716.38	12431.00
毛利(百万)	1831.60	1814.27	2148.42	2492.17
<b>药品产业</b>				
收入(百万)	375.00	393.75	452.81	520.73
收入增长率(%)	11.07	5.00	15.00	15.00
成本(百万)	294.60	303.19	344.14	395.76
毛利(百万)	80.40	90.56	108.68	124.98
<b>艾能电力</b>				
收入(百万)	86.50	121.10	181.65	272.48
收入增长率(%)	39.58	40.00	50.00	50.00
净利润(百万)	25.29	37.94	58.80	91.14
净利率增长率(%)		50.00	55.00	55.00
<b>水木源华</b>				
收入(百万)	106.47	128.40	154.00	185.00
收入增长率(%)	13.97	20.60	21.00	22.00
净利润(百万)	37.83	45.62	55.20	67.35

净利率增长率 (%)	19.04	20.60	21.00	22.00
------------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部预测

**风险因素：**

- 1) 电商平台发展低于预期，
- 2) 新能源发展低于预期，
- 3) 特高压建设步伐可能低于预期。

**附：财务预测表（未对艾能电力和水木源华并表）**
**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	7225	7781	8158	9199
现金	2100	2746	2322	2389
应收账款	2928	2963	3382	3969
其它应收款	481	409	515	596
预付账款	56	55	64	75
存货	968	953	1112	1290
其他	691	654	764	880
<b>非流动资产</b>	2731	3202	3803	4579
长期投资	74	81	89	103
固定资产	1382	1740	2131	2576
无形资产	261	379	530	756
其他	1014	1002	1053	1144
<b>资产总计</b>	9956	10983	11961	13778
<b>流动负债</b>	6563	7465	7200	8052
短期借款	4235	4956	4458	5061
应付账款	579	570	665	771
其他	1750	1938	2077	2220
<b>非流动负债</b>	289	241	1057	1560
长期借款	0	0	800	1300
其他	289	241	257	260
<b>负债合计</b>	6853	7706	8257	9611
少数股东权益	73	73	73	73
股本	990	990	990	990
资本公积	1507	1507	1507	1507
留存收益	533	707	1135	1596
归属母公司股东权益	3030	3205	3632	4094
<b>负债和股东权益</b>	9956	10983	11961	13778

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	512	865	351	379
净利润	295	273	482	558
折旧摊销	140	162	217	278
财务费用	163	199	207	259
投资损失	-20	0	0	0
营运资金变动	-62	292	-679	-821
其它	-4	-62	124	104
<b>投资活动现金流</b>	-683	-638	-824	-1063
资本支出	843	500	647	800
长期投资	-25	7	8	14
其他	135	-131	-169	-249
<b>筹资活动现金流</b>	-44	420	48	752
短期借款	562	721	-498	603
长期借款	-4	0	800	500
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-602	-302	-254	-350
<b>现金净增加额</b>	-215	646	-425	68

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	11574	11425	13362	15504
营业成本	9651	9509	11089	12860
营业税金及附加	36	35	41	47
营业费用	1152	988	1136	1318
管理费用	331	297	334	372
财务费用	163	199	207	259
资产减值损失	140	140	140	140
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资净收益	20	0	0	0
<b>营业利润</b>	119	257	415	508
营业外收入	244	80	180	180
营业外支出	8	8	8	8
<b>利润总额</b>	356	329	587	680
所得税	61	56	105	122
<b>净利润</b>	295	273	482	558
少数股东损益	-8	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	303	273	482	558
EBITDA	422	619	839	1045
EPS (元)	0.31	0.28	0.49	0.56

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	17.1%	-1.3%	17.0%	16.0%
营业利润	-31.8%	115.7%	61.3%	22.3%
归属于母公司净利润	113.1%	-9.8%	76.4%	15.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	16.6%	16.8%	17.0%	17.1%
净利率	2.6%	2.4%	3.6%	3.6%
ROE	10.0%	8.5%	13.3%	13.6%
ROIC	5.1%	7.8%	8.5%	8.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	68.8%	70.2%	69.0%	69.8%
净负债比率	61.86%	64.32%	63.68%	66.18%
流动比率	1.10	1.04	1.13	1.14
速动比率	0.95	0.91	0.98	0.98
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.21	1.09	1.16	1.20
应收账款周转率	4	3	4	4
应付账款周转率	17.94	16.55	17.95	17.90
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.28	0.49	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.87	0.35	0.38
每股净资产(最新摊薄)	3.06	3.24	3.67	4.13
<b>估值比率</b>				
P/E	29.19	32.37	18.34	15.84
P/B	2.92	2.76	2.43	2.16
EV/EBITDA	25	17	13	10

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张轶,中国中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

王雪峰,中国中投证券研究所电力设备行业分析师,清华大学金融学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：(021) 62171434