

日期: 2015年2月11日

行业: 电力设备制造业



朱立民

021-53519888-1907



zhulimin@shzq.com

执业证书编号: S0870510120002

IPO 发行价 RMB 11.65 元
上市合理定价 RMB 22.00~26.40 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (万股) 5335
发行后总股本 (万股) 21335
发行数量占发行后总股本 25.0%
发行方式 网上定价发行
网下询价配售
保荐机构 华林证券

主要股东 (IPO 前)

永通控股 45.0%
富春江通信集团 30.0%
新疆德赛金 4.4%
天津安兴 2.5%

收入结构 (14)

电力电缆 77.7%
导线 15.8%
民用线 6.5%

报告编号: ZLM15-NSP02

首次报告日期: 2015年2月11日

加大轨道交通和风电特种电缆建设力度

■ 投资要点:

公司专业从事电线电缆的研发、生产、销售和服务

主要产品包括 110kV、220kV 高压超高压交联电力电缆及以下中低压交联电力电缆。超高压电力电缆、轨道交通电缆及新能源电缆等特种电缆、耐热及高强度铝合金导线等特种导线为业务发展重点。

募投项目增加产品的产能, 优化产品结构

募投项目将形成生产规模为年产 2,500km 城市轨道交通用特种电缆、年产 1,000km 风力发电用特种电缆的生产能力。

募投项目经济效益

城市轨道交通用特种电缆建设项目达产后正常年份可实现新增销售收入(不含税)45,390 万元。新增销售税金及附加 2,351 万元, 利润总额 6,200 万元。

风力发电用特种电缆建设项目达产后正常年份可实现新增销售收入(不含税)22,435 万元。新增增值税及销售税金附加 1,134 万元, 利润总额 3,086 万元。

盈利预测

预计募投项目的建设进度, 初步预计 2015-2017 年归属于母公司的净利润将实现变化-1%、5%和 16%, 相应的稀释后每股收益为 0.54、0.57 和 0.66 元。

定价结论

综合考虑可比同行业公司的估值情况, 我们认为给予杭电股份合理的定价为 22.00 元-26.40 元, 对应 2014 年每股收益的 40~48 倍市盈率。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	240,778	266,807	246,415	264,530	298,443
年增长率 (%)	16%	11%	-8%	7%	13%
归属于母公司的净利润	9,662	11,702	11,550	12,105	14,053
年增长率 (%)	-8%	21%	-1%	5%	16%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.45	0.55	0.54	0.57	0.66

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 发行人的行业分类及简况

公司专业从事电线电缆的研发、生产、销售和服务，主要产品包括110kV、220kV 高压超高压交联电力电缆，66kV、35kV 及以下中低压交联电力电缆，轨道交通电缆、风电电缆、矿用电缆等特种电缆，以及钢芯铝绞线、铝合金导线、铝包钢导线等导线产品。其中，以超高压电力电缆、轨道交通电缆及新能源电缆等特种电缆、耐热及高强度铝合金导线等特种导线为业务发展重点。

公司属于“电力设备制造业”中的“电线电缆制造业”。

● 行业前景

2005 年以来，随着我国经济的快速发展，电线电缆行业实现利润总额保持稳定增长，2005 年至 2012 年复合增长率达到 27.06%。但是随着行业内部竞争加剧，中低压产品的价格竞争逐步扩散至高端产品，近年来行业总体毛利率水平总体保持在较低的水平。2011 年以来，随着国内经济逐步复苏和原材料价格下降，电线电缆行业毛利率水平开始逐步恢复。

● 行业竞争结构及公司的地位

受到中国电线电缆市场持续发展的吸引，世界排名前 20 的电线电缆企业包括 Pirelli（比瑞利）、Sumitomo（住友）、Furukawa（古河）等纷纷在我国建立合资、独资企业。目前，外资企业在国内高压以上电力电缆领域占有较多的市场份额。国际线缆制造巨头进军中国市场增加了本土线缆制造商进入高压以上电线电缆市场的难度，加剧了本土厂商在中低压领域的竞争。

在我国电线电缆行业竞争格局中，参与竞争的企业形成了三个层级明显的梯队。第一梯队为外资巨头及其在国内的合资企业，它们拥有先进的生产技术和设备，研发实力雄厚，长期占据高端产品市场。第二梯队为具有国家电网招标资质和供货记录的企业以及部分特种电缆优势企业，它们是内资企业中的龙头企业，通过自主研发、设备引进等方式迅速提高技术实力，成为电力系统最主要的供应商。第一、第二梯队以外的企业被划分到第三梯队，这类企业数量众多，主要集中在民用产品、中低压产品领域，以价格竞争为主要竞争方式。

公司前身杭州电缆厂是国内较早成立的电缆企业之一，是原机电部线缆行业重点骨干企业。公司为中国电器工业协会电线电缆分会理事单位和浙江省电线电缆行业协会理事长单位。公司产品商标“永通”牌为中国驰名商标。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司是由杭州电缆有限公司于 2011 年 3 月 16 日整体变更设立的股份有限公司。

公司控股股东为永通控股集团有限公司，持有 7,200 万股股份，占本次发行前总股本的 45%。

公司实际控制人为包括孙庆炎先生及其子女孙翀先生、孙驰先生、孙臻女士在内的孙庆炎家族。孙庆炎先生直接持有公司 2.25% 的股份，孙庆炎家族通过永通控股和富春江通信集团间接控制公司发行前 75% 的股份，合计控制本公司发行前总股本的 77.25%。

表 1：公司的股东及实际控制人情况（单位：万股、%）

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	永通控股	7,200	45.0	7,200	33.8
2	富春江通信集团	4,800	30.0	4,800	22.5
3	新疆德赛金	700	4.4	700	3.3
4	天津安兴	400	2.5	400	1.9
5	平安智	400	2.5	400	1.9
6	孙庆炎	360	2.3	360	1.7
7	华建飞	345	2.2	345	1.6
8	郑秀花	225	1.4	225	1.1
9	章勤英	225	1.4	225	1.1
10	吴斌	225	1.4	225	1.1
11	其他	1,120	7.0	1120.0	5.3
12	A 股	—	—	5,335	25.0
	合计	16,000	100.0	21,335	100.0

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

表 2：公司报告期内主营业务收入按产品划分

产品	2014		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
电力电缆	206,771	77.7%	177,038	73.7%	151,263	73.2%	158,245	77.9%
导线	42,029	15.8%	45,118	18.8%	38,117	18.5%	28,258	13.9%
民用线	17,429	6.5%	18,065	7.5%	17,170	8.3%	16,681	8.2%
合计	266,228	100.0%	240,221	100.0%	206,550	100.0%	203,184	100.0%

资料来源：公司招股意向书

表 3：公司主要财务指标增长情况（单位：万元）

2015 年 2 月 11 日

项目	2014		2013年		2012年		2011年
	金额	变动率	金额	变动率	金额	变动率	金额
营业收入	266,807	10.8%	240,778	16.3%	207,046	1.7%	203,591
营业利润	13,482	13.7%	11,860	-2.6%	12,174	239.7%	3,584
利润总额	14,123	16.1%	12,160	-12.0%	13,811	258.7%	3,850
归属于母公司股东的净利润	11,702	21.1%	9,662	-8.0%	10,498	430.5%	1,979

资料来源：公司招股意向书等；

表 4：公司主要产品产能、产量、销量及产销率

产品	2014年	2013年	2012年
产能			
电力电缆（km）	48,000	28,000	16,000
导线（吨）	29,000	29,000	25,000
民用线（km）	140,000	140,000	130,000
产量			
电力电缆（km）	47,632	27,248	15,407
导线（吨）	26,498	28,856	22,970
民用线（km）	137,764	138,006	120,364
销量			
电力电缆（km）	41,661	29,012	15,686
导线（吨）	28,742	29,871	23,335
民用线（km）	137,203	138,684	115,868
产销率			
电力电缆	87.46%	106.47%	101.81%
导线	108.47%	103.52%	101.59%
民用线	99.59%	100.49%	96.27%

资料来源：公司招股意向书等；

表 5：公司分产品的毛利构成情况（单位：万元）

产品	2014		2013年度		2012年	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
电力电缆	36,182	77.92%	30,529	73.39%	25,253	70.54%
导线	5,944	12.80%	6,249	15.02%	4,908	13.71%
民用线	4,307	9.28%	4,820	11.59%	5,639	15.75%
合计	46,433	100.00%	41,598	100%	35,800	100%

资料来源：公司招股意向书

● 募投项目

表 6：公司 IPO 募集资金项目概况

序号	项目名称	项目投资总额(万元)	拟投入募集资金额
----	------	------------	----------

2015年2月11日

1	城市轨道交通用特种电缆建设项目	20,020	20,020
2	风力发电用特种电缆建设项目	9,750	9,750
3	电线电缆高新技术研发中心建设项目	2,588	2,588
4	补充 2.5 亿元流动资金项目	25,000	25,000
	合计	57,358	57,358

资料来源：公司招股意向书

1) 城市轨道交通用特种电缆建设项目

本项目的生产规模为年产 2,500km 城市轨道交通用特种电缆。

项目实施期：本项目实施期为 1.5 年（18 个月），第 19 个月投产，当年产量达纲领的 20%，项目计算期（含建设期）第三年达纲领的 70%，第四年全部达产。固定资产投资在 18 个月内投入，流动资金根据生产负荷逐年投入。

项目效益评价：项目达产后正常年份可实现新增销售收入（不含税）45,390 万元。新增销售税金及附加 2,351 万元，利润总额 6,200 万元。项目的投资利润率为 23.23%，投资利税率为 30.97%，内部收益率为 20.03%，投资回收期（含建设期，税后）为 6.60 年，盈亏平衡点为 58.26%。

2) 风力发电用特种电缆建设项目

本项目建设目标为，根据企业实际情况引进国际先进的风力发电用特种电缆专用电缆生产设备，新增国产先进设备和配套设施，形成年产 1,000km 风力发电用特种电缆的生产能力。

项目实施期：本项目实施期为 1.5 年（18 个月），第 19 个月投产，当年产量达纲领的 20%，项目计算期（含建设期）第三年达刚领的 70%，第四年达产。

项目效益评价：项目达产后正常年份可实现新增销售收入（不含税）22,435 万元。新增增值税及销售税金附加 1,134 万元，利润总额 3,086 万元。项目的投资利润率为 23.74%，投资利税率为 31.65%，内部收益率（全部投资所得税后）为 21.14%，投资回收期（含建设期，税后）为 6.24 年，盈亏平衡点为 54.35%。

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

预计募投项目的建设进度，初步预计 2015-2017 年归母公司的净利润将实现变化-1%、5%和 16%，相应的稀释后每股收益为 0.54、0.57 和 0.66 元。

表 7 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	240,778	266,807	246,415	264,530	298,443
营业总成本	227,906	253,333	232,662	250,116	279,062
营业成本	198,672	219,895	203,329	217,916	242,501
营业税金及附加	641	694	641	1,355	3,112
销售费用	11,000	12,036	11,089	11,904	13,050
管理费用	12,024	13,462	12,444	13,352	14,098
财务费用	4,052	5,277	3,928	4,291	4,969
资产减值损失	1,516	1,968	1,232	1,299	1,332
其他经营收益	-1,011	8	0	0	0
投资净收益	-246	38	30	30	30
营业利润	11,860	13,482	13,783	14,444	19,411
加：营业外收入	795	1,229	800	800	800
减：营业外支出	496	589	500	500	500
利润总额	12,160	14,123	14,083	14,744	19,711
减：所得税	1,490	1,567	1,690	1,782	4,928
净利润	10,670	12,555	12,393	12,962	14,783
减：少数股东损益	1,009	853	843	857	730
归属于母公司所有者的净利润	9,662	11,702	11,550	12,105	14,053
发行后总股本（万股）	21,335	21,335	21,335	21,335	21,335
摊薄 EPS	0.45	0.55	0.54	0.57	0.66

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

四、风险因素

原材料价格大幅波动带来的经营风险

公司电线电缆的最主要原材料为铜材、铝材，2012 年度、2013 年度、2014 年度，公司铜采购成本占同期主营业务成本的比重分别为 67.23%、66.50%、62.98%，铝采购成本占同期主营业务成本的比重分别为 16.21%、16.35%、14.06%。公司与客户签订的销售合同通常为闭口合同，即在签订合同时便锁定销货价格，铜、铝价格波动会直接影响到公司经营业绩。

电力产业投资政策变化风险

公司主营的电线电缆产品是电力产业重要的配套产品，其市场需求与我国电力行业的发展紧密相关，因此，公司经营业绩受我国电网建设投资规模及相关电力产业投资的影响较大。若未来国内外宏观经济环境恶化，国家电力建设投资政策发生改变，相关电力产业需求下降，公司产品的市场需求将会受到影响，公司将面临因宏观经济环境变化而导致的行业需求萎缩风险。

税收优惠政策变化的风险

1、根据浙科发高〔2011〕263 号文，公司通过高新技术企业复审，自

2011年起3年内减按15%的税率计缴企业所得税。截至本财务报表批准报出日,公司已通过高新技术企业复审的报备环节,2014年的企业所得税暂按15%预缴。

2、根据浙科高〔2010〕258号文,子公司杭州千岛湖永通电缆有限公司被认定为高新技术企业,自2010年起3年内减按15%的税率计缴企业所得税。根据浙科发高〔2013〕294号文,该公司通过高新技术企业复审,自2013年起3年内减按15%的税率计缴企业所得税。

根据科技部、财政部、国家税务总局出具的《高新技术企业认定管理办法》的规定:高新技术企业资格自颁发证书之日起有效期为三年,企业应在期满前提出复审申请,通过复审的高新技术企业资格有效期为三年。如果公司未来没能持续通过高新技术企业复审,则将无法继续享受所得税优惠政策,以后年度的净利润将受到影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于已公布的2013年业绩和2014、2015年预测业绩的均值,同行业重点上市公司2013年平均动态市盈率为**83.3**倍,2014年平均动态市盈率为**40.2**倍;最近上市的主板股票中,2013年平均动态市盈率为**54.0**倍、2014年平均动态市盈率为**49.4**倍。

表 8: 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
600973.SH	宝胜股份	11.38	0.24	0.26	0.40	47.1	43.3	28.4	2.3
002498.SZ	汉缆股份	9.51	0.40			23.5			2.4
002212.SZ	南洋股份	6.82	0.10			69.8			2.0
002300.SZ	太阳电缆	7.74	0.31			25.3			3.1
002560.SZ	通达股份	19.38	0.43			45.5			2.0
002276.SZ	万马股份	8.90	0.23	0.26	0.34	38.0	34.1	26.4	3.2
002471.SZ	中超电缆	13.60	0.33			41.8			4.3
603333.SH	明星电缆	5.81	0.01			468.5			2.0
002692.SZ	远程电缆	12.39	0.40			30.9			3.2
600869.SH	智慧能源	12.93	0.31	0.30	0.60	42.3	43.1	21.6	4.1
国内同行业整体平均						83.3	40.2	25.4	2.9

数据来源: Wind (2月10日最新价)

表 9: 最近上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
601069.SH	西部黄金	15.02	0.19	0.14	0.15	0.16	78.6	108.3	102.1	92.9
603601.SH	再升科技	33.22	0.38	0.62	0.75	0.96	88.3	53.8	44.3	34.6
603600.SH	永艺股份	26.75	0.59	0.60	0.72	0.82	45.2	44.7	37.2	32.4
603686.SH	龙马环卫	34.81	0.72	0.95	1.20	1.53	48.3	36.6	29.0	22.8
603678.SH	火炬电子	33.93	0.73	0.88	1.07	1.31	46.7	38.6	31.6	25.8
603558.SH	健盛集团	35.57	0.94	1.06	1.25	1.48	37.7	33.7	28.6	24.0
603899.SH	晨光文具	28.12	0.61	0.74	0.92	1.13	46.1	38.0	30.5	24.8
603698.SH	航天工程	28.69	0.55	0.62	0.77	0.93	51.8	45.9	37.2	30.8
603611.SH	诺力股份	35.54	1.07	1.17	1.30	1.46	33.1	30.4	27.3	24.4
603799.SH	华友钴业	14.75	0.23	0.23	0.34	0.42	64.4	64.0	43.1	35.3
平均值							54.0	49.4	41.1	34.8

资料来源: Wind; 股价以 2 月 10 日收盘价计

● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况, 我们认为给予杭电股份合理的定价为 **22.00 元-26.40 元**, 对应 2014 年每股收益的 **40~48** 倍市盈率。

分析师承诺

分析师 朱立民

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。