

EPC 延迟确认收入拖累中期业绩, 汽车后服务市场转型值得期待

- 业绩总结:** 2015年上半年公司实现营业收入 6.6 亿元, 同比下降 4.5%; 实现归母净利润 7470 万元, 同比下降 31.9%; 而扣非净利润 6560 万元, 实现扭亏为盈(去年同期亏损 223 万元)。
- 营收略有下滑, 但主营业务基本面有所改善。** 2015 年上半年营收小幅下滑, 净利润大幅下滑, 我们认为, 营收微降的主要原因是公司两项主营业务综合作用的结果: 一方面, 通讯光电缆业务营收稳步提升, 而另一方面, 上半年海外工程 EPC 业务因工程还有待验收, 所以收入确认有延迟, 导致上半年收入同期有所下降, 但从项目储备和新项目开拓等因素看基本面良好。同时, 扣除非经常性损益项目, 跟去年同期相比公司实现扭亏为盈。虽然营收略有下滑, 但主营业务基本面有所改善。
- 金亭线束并表为公司业绩带来亮点。** 今年公司收购金亭线束 100% 股权的收购, 7 月 27 日完成工商变更登记, 后续实现并表。根据收购协议, 永鼎集团、东昌集团承诺, 金亭线束 2015 年、2016 年、2017 年实现的实际净利润数不低于 6300 万元、7900 万元和 9100 万元, 对应金亭线束 2015-2017 年的销售收入分别不低于 62605 万元, 69706 万元, 78458 万元。金亭线束具有较好的投资价值, 将为公司业绩带来亮点。
- 公司锐意转型, 汽车后服务市场具有想象空间。** 公司夯实了主营业务的收入的同时, 以收购金亭线束为切入点, 向汽车后服务市场的转型打开局面。收购完成后, 东昌集团将成为公司第二大股东, 旗下东昌汽车拥有 80 余家合作 4S 店, 与汽车整件、配件厂家合作密切。收购给公司带来汽车电子产品资源、汽车销售服务资源, 加上传统业务积累的运营商资源, 三驾马车助力公司向汽车后服务市场转型, 未来外延并购预期强烈, 想象空间巨大。
- 盈利预测及评级:** 我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.39 元、0.64 元和 1.04 元, 对应 PE 分别为 41 倍、25 倍、15 倍。我们认为: 通信光电缆行业趋势向好以及“一带一路”战略为公司带来的诸多机遇, 汽车后服务市场转型值得期待, 公司具备长期增长的潜力。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示:** 外延并购效果未达预期风险、海外工程未能按期实施和坏账风险

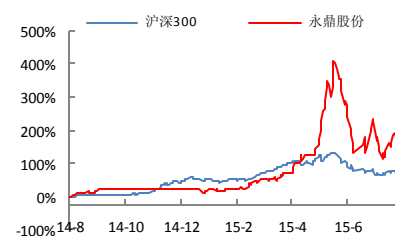
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1928.87	2754.81	4276.69	6511.99
增长率	69.41%	42.82%	55.24%	52.27%
归属母公司净利润(百万元)	143.44	183.32	301.77	491.22
增长率	-20.05%	27.80%	64.62%	62.78%
每股收益 EPS(元)	0.30	0.39	0.64	1.04
净资产收益率 ROE	10.02%	7.82%	11.62%	16.01%
PE	53	41	25	15
PB	4.25	2.91	2.65	2.33

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 田明华
执业证号: S1250515060001
电话: 021-68415819
邮箱: tmhua@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	4.72
流通 A 股(亿股)	3.81
52 周内股价区间(元)	7.84-43.43
总市值(亿元)	76.07
总资产(亿元)	25.10
每股净资产(元)	4.50

相关研究

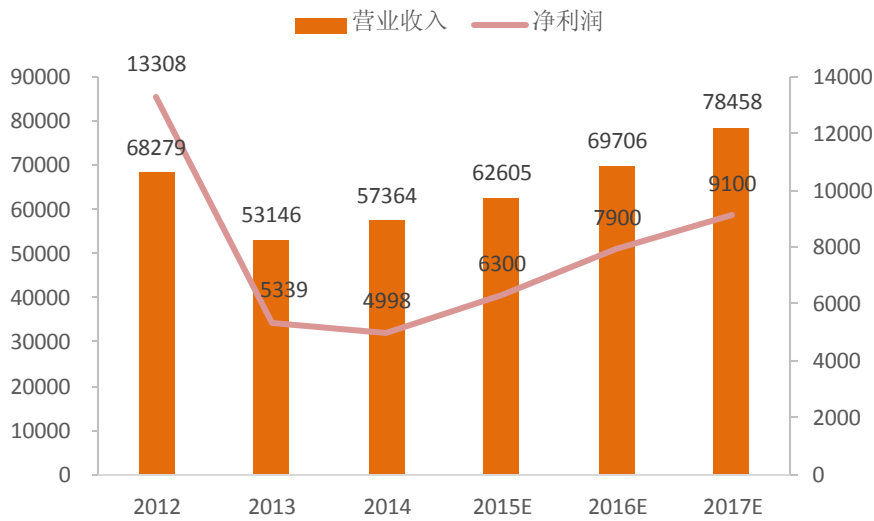
1. 投资要点

1.1 主营业务基本面得到改善

营收略有下滑，但主营业务基本面有所改善。2015 年上半年营收小幅下滑，净利润大幅下滑，我们认为，营收微降的主要原因是公司两项主营业务综合作用的结果：通讯光缆业务营收稳步提升，另一方面上半年海外工程 EPC 业务因工程还有待验收，所以收入确认有延迟，导致上半年收入同期有所下降，但从项目储备和新项目开拓等情况看基本面良好。考虑到公司去年上半年出售苏州永鼎医疗投资管理有限公司获得投资收益 1.1 亿元等非经常性因素，若扣除去年同期非经常性损益项目，跟去年同期相比公司实现扭亏为盈（去年同期扣非净利润为-223 万元）。受益于“提速降费”和 4G 建设加速，通讯光缆业务上半年收入 5.1 亿元，同比增长 35.4%，占总营收的将近 80%。海外工程 EPC 业务方面，孟加拉 KODDA 电厂 1.68 亿美金项目进展顺利并已竣工，由于还需相关方竣工验收，因此没有结算工程收入，2014 年新中标签约的部分项目刚开始执行，导致 EPC 海外电力工程总承包板块收入比上年同期有所下降。同时考虑到 2015 年上半年公司与第三国业主签署无约束力 MOU（谅解备忘录）等积极因素，未来海外工程 EPC 业务仍将保持快速增长。可见，虽然公司营收略有下滑，但主营业务基本面有所改善。

1.2 金亭线束盈利能力良好，将为公司业绩带来新的亮点

新订单周期开始，金亭线束未来业绩预期将恢复稳健增长，极具投资价值。金亭线束 2012-2014 年营收分别为 68279 万元、53146 万元、57364 万元；三年利润分别为 13308 万元、5339 万元、4998 万元。汽车车型的生命周期变化以及是否能够取得新的车型订单是影响金亭线束销售收入的主要因素。2013 年金亭线束营业收入较 2012 年下降幅度较大，主要原因系对上海大众的销售收入大幅减少所致。2013 年以来，金亭线束通过加强研发力量，不断拓展市场，其客户群体已扩展到上海大众、上海通用、康明斯、沃尔沃等汽车厂商和零部件厂商，获得多个新车型的汽车线束定点供应项目。一款车型的生命周期一般为 4-6 年，这就意味着一旦获得某个车型项目的订单，它可以在未来 4-6 年内为金亭线束带来持续稳定的销售收入。预计未来金亭线束的业绩持续稳定增长。永鼎集团、东昌集团承诺金亭线束 2015 年、2016 年和 2017 年实现归属于母公司股东的净利润不低于人民币 6300 万元、7900 万元和 9100 万元。我们认为，金亭线束具有较好的投资价值，同时将增厚公司业绩。

图 1：2013-2017 年金亭线束营收和净利润情况（万元）


数据来源：公司公告，西南证券

表 1：金亭线束签订的线束定点供应商项目列表（截至 2015 年 7 月 3 日）

序号	客户名称	项目	签订时间	量产时间	有效期限
1	上海大众	昕锐	2013 年	2014 年	协议的有效期限与汽车车型的寿命周期一致，一般自新车型面市起 4 到 6 年。
2	上海大众	凌渡	2013 年	2015 年	
3	上海大众	朗逸家族	2014 年	2015 年	
4	上海大众	明锐	2013 年	2014 年	
5	上海大众	波罗	2013 年	2014 年	
6	上海大众	野帝	2013 年	2014 年	
7	上海大众	帕萨特	2014 年	2016 年	
8	上海大众	晶锐	2014 年	2015 年	
9	上海大众	桑塔纳	2014 年	2015 年	
10	上海大众	速派	2014 年	2015 年	
11	上海大众	途安	2014 年	2016 年	
12	上海通用	迈瑞宝	2013 年	2015 年	
13	上海通用	凯越	2013 年	2015 年	
14	延锋江森	汽车座椅线束	2013 年	2014 年	
15	沃尔沃	XC60	2013 年	2014 年	
16	上海佛吉亚汽车座椅有限公司	Omega 座椅线束	2014 年	2016 年	

数据来源：公司公告，西南证券

1.3 公司转型打开局面、汽车后服务市场具有想象空间

公司以收购金亭线束为切入点，正式进军汽车后服务市场。公司以收购金亭线束为切入点，向汽车后服务市场转型打开局面。收购完成后，东昌集团将成为公司第二大股东

东，旗下东昌汽车拥有 80 余家合作 4S 店，与汽车整件、配件厂家合作密切。收购给公司带来汽车电子产品资源、汽车销售服务资源，以及传统业务积累的运营商资源，三驾马车助力公司向汽车后服务市场转型，未来公司外延并购预期十分强烈，想象空间巨大。

2. 盈利预测

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.39 元、0.64 元和 1.04 元，对应 PE 分别为 41 倍、25 倍、15 倍。**我们认为：**通信光电缆行业趋势向好以及“一带一路”战略为公司带来的诸多机遇，汽车后服务市场转型值得期待，公司具备长期增长的潜力。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

- (1) 海外工程项目实施顺利；
- (2) “提速降费”、4G 建设等项目顺利推进。

表 1: 分业务业绩预测

	2014A	2015E	2016E	2017E
通信光电缆				
收入(百万元)	1050	1470	2131	3410
成本(百万元)	910	1227	1775	2318
毛利率(%)	13.3%	16.5%	16.7%	17.0%
海外工程 EPC				
收入(百万元)	828	1035	1449	2318
成本(百万元)	751	900	1246	1982
毛利率(%)	9.3%	13%	14%	14.5%
汽车线束				
收入(百万元)	-	250	697	785
成本(百万元)	-	205	568	636
毛利率(%)	-	18%	18.5%	19%
营业收入(百万元)	1929	2755	4277	6512
营业成本(百万元)	1697	2333	3590	5447
毛利率	12%	15.3%	16.1%	16.4%
归属净利润(百万元)	143	183	302	491
EPS (元)	0.30	0.39	0.64	1.04

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1928.87	2754.81	4276.69	6511.99	净利润	179.08	204.70	333.85	523.29
营业成本	1697.43	2332.72	3589.05	5447.20	折旧与摊销	27.32	67.38	67.38	67.38
营业税金及附加	4.37	6.24	9.69	14.75	财务费用	10.35	11.52	15.73	25.61
销售费用	57.64	82.32	127.80	190.71	资产减值损失	12.07	12.07	12.07	12.07
管理费用	84.59	114.76	178.17	263.15	经营营运资本变动	304.85	-270.10	-226.92	-278.29
财务费用	10.35	11.52	15.73	25.61	其他	-354.10	-10.00	-12.37	-12.26
资产减值损失	12.07	12.07	12.07	12.07	经营活动现金流净额	179.57	15.56	189.74	337.80
投资收益	101.40	0.00	0.00	0.00	资本支出	-140.43	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	494.20	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	353.77	0.00	0.00	0.00
营业利润	163.83	195.17	344.19	558.50	短期借款	-320.00	-50.00	0.00	0.00
其他非经营损益	43.81	41.43	41.68	41.95	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	207.64	236.59	385.86	600.45	股权融资	73.30	686.00	0.00	0.00
所得税	28.56	31.89	52.01	77.15	支付股利	-76.19	-60.91	-77.85	-128.15
净利润	179.08	204.70	333.85	523.29	其他	-109.63	-11.52	-15.73	-25.61
少数股东损益	35.64	21.38	32.08	32.08	筹资活动现金流净额	-432.53	563.56	-93.58	-153.77
归属母公司股东净利润	143.44	183.32	301.77	491.22	现金流量净额	95.42	579.12	96.16	184.04
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	546.28	1125.40	1221.56	1405.60	成长能力				
应收和预付款项	654.03	1383.65	2085.55	3048.56	销售收入增长率	69.41%	42.82%	55.24%	52.27%
存货	202.35	276.02	426.09	647.79	营业利润增长率	-12.05%	19.13%	76.35%	62.27%
其他流动资产	27.19	38.83	60.28	91.78	净利润增长率	22.91%	14.31%	63.09%	56.74%
长期股权投资	701.28	701.28	701.28	701.28	EBITDA 增长率	56.05%	36.02%	55.91%	52.47%
投资性房地产	4.77	4.77	4.77	4.77	获利能力				
固定资产和在建工程	408.33	348.43	288.53	228.63	毛利率	12.00%	15.32%	16.08%	16.35%
无形资产和开发支出	53.22	46.31	39.39	32.48	三费率	7.91%	7.57%	7.52%	7.36%
其他非流动资产	18.83	18.26	17.69	17.13	净利率	9.28%	7.43%	7.81%	8.04%
资产总计	2616.27	3942.95	4845.15	6178.02	ROE	10.02%	7.82%	11.62%	16.01%
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.84%	5.19%	6.89%	8.47%
应付和预收款项	676.81	1201.36	1803.37	2675.76	ROIC	18.61%	19.72%	25.84%	32.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.45%	9.95%	9.99%	10.00%
其他负债	101.77	124.11	168.29	233.64	营运能力				
负债合计	828.58	1325.47	1971.66	2909.40	总资产周转率	0.72	0.84	0.97	1.18
股本	380.95	472.45	472.45	472.45	固定资产周转率	6.51	7.32	13.51	25.38
资本公积	535.22	1129.72	1129.72	1129.72	应收账款周转率	3.51	3.53	3.34	3.41
留存收益	780.15	902.56	1126.48	1489.55	存货周转率	6.88	9.71	10.17	10.11
归属母公司股东权益	1696.33	2504.74	2728.66	3091.73	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	109.88%	—	—	—
少数股东权益	91.36	112.75	144.82	176.90	资本结构				
股东权益合计	1787.69	2617.48	2873.48	3268.62	资产负债率	31.67%	33.62%	40.69%	47.09%
负债和股东权益合计	2616.27	3942.95	4845.15	6178.02	带息债务/总负债	6.03%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.82	2.20	1.97	1.81
					速动比率	1.56	1.99	1.75	1.59
					股利支付率	53.12%	33.23%	25.80%	26.09%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	201.50	274.07	427.30	651.49	每股收益	0.30	0.39	0.64	1.04
PE	53.03	41.49	25.21	15.49	每股净资产	3.78	5.54	6.08	6.92
PB	4.25	2.91	2.65	2.33	每股经营现金	0.38	0.03	0.40	0.71
PS	3.94	2.76	1.78	1.17	每股股利	0.16	0.13	0.16	0.27
EV/EBITDA	27.84	23.55	14.88	9.48					
股息率	1.00%	0.80%	1.02%	1.68%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编: 100033

重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编: 518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳 (地区销售负责人)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn