

大连电瓷 (002606.SZ) 输配电及控制行业

评级：增持 下调评级

业绩点评

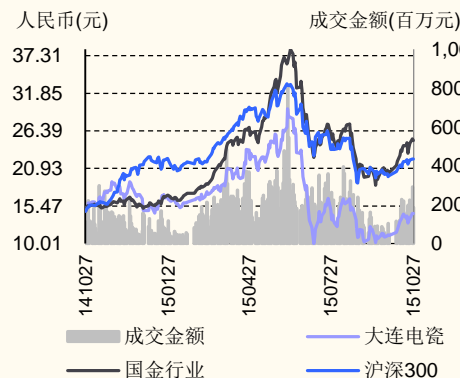
市场价格 (人民币): 14.40 元

目标价格 (人民币): 15.20 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	150.31
总市值(百万元)	2,880.00
年内股价最高最低(元)	29.59/9.20
沪深 300 指数	3592.88
深证成指	11758.41



相关报告

1. 《在手订单充足，下半年收入确认将加速-大连电瓷业绩点评》，2015.8.28
2. 《悬瓷绝缘子龙头，特高压弹性最大标的-大连电瓷公司研究》，2015.7.21

业绩增长兑现，特高压中标量阶段性低于预期

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.153	0.129	0.217	0.263	0.377
每股净资产(元)	3.62	3.65	3.78	3.96	4.26
每股经营性现金流(元)	0.24	0.14	0.20	0.51	0.63
市盈率(倍)	77.39	115.43	66.24	54.78	38.23
行业优化市盈率(倍)	43.14	56.84	95.74	95.74	95.74
净利润增长率(%)	-21.00%	-15.71%	68.88%	20.91%	43.31%
净资产收益率(%)	4.22%	3.53%	5.75%	6.64%	8.85%
总股本(百万股)	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2015 年 1-9 月份，公司主营业务收入 4.12 亿元，同比下滑 3.08%；归属于上市公司股东的净利润 1725.9 万元，EPS 0.09 元/股，同比增长 12.5%。其中，3 季度主营业务收入 2.3 亿元，同比增长 50.42%；归属于上市公司股东的净利润 2992.6 万元，同比增长 400.14%

经营分析

- **3 季度交货提速，业绩由亏转增符合预期：**2015 年中报，公司归母净利润为亏损 1343.83 万元，主要原因为“淮南--上海”交流特高压和“宁东-绍兴”直流输电线路部分标段施工进度调整，大量产品无法交货。3 季度交货提速，公司业绩恢复正常，除收入确认增长外，伴随着特高压产品的占比提升，毛利率由中报的 26.42%恢复至 31.52%，与去年持平。我们判断，随着 4 季度“锡盟-山东”等线路交货，毛利率有进一步提升空间。
- **10 月直流特高压中标量低于预期：**10 月 24 日，公司公告在国网酒泉-湖南、晋北-南京±800 千伏特高压直流输电线路工程盘形绝缘子集中招标活动中，中标包 4，预中标瓷绝缘子 68,550 只，金额 4000 万元。按照我们的分析，公司本次中标市占率约为 17%，低于预期（宁东-绍兴线为 36.4%）。主要原因为公司本次投标报价策略出现失误。我们认为公司在后续招标中，通过改进报价策略，市场份额将回升，但基于本次招标结果，我们下调了公司 2016 年盈利预测。
- **特高压景气度维持高位，公司业绩弹性大：**我们判断除去在建“四交三直”，国内特高压待核准线路为“四交十二直”。此外，在建设“全球能源互联网”的大背景下，国家电网公司已与巴基斯坦、蒙古、哈萨克斯坦、埃塞俄比亚、肯尼亚、俄罗斯、印尼等国家的电力公司进行特高压前期探讨，部分国家已开展前期工作，未来直流特高压数量将持续增长。

盈利调整与投资建议

- 根据公司近期特高压中标情况，我们下调了 2016 年盈利预测，2015-2017 年 EPS 为 0.217, 0.263, 0.377，目标价 15.2 元，对应 2015 年 70x PE。

风险提示

- 特高压新建线路数量低于预期
- 市占率波动
- 瓷绝缘子占比下降

苏广宁

联系人
(8621)61620766
suguangning@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

图表 1：近年特高压公司中标情况

确认收入 时间	线路名	电压等级	长度 (km)	中标数量-瓷 片	中标金额-瓷 (万元)	毛利 (万元)	占比	中标时间
2013	*溪洛渡-浙西	±800kV	1669	460549	18458	7936.94	59.58%	2013 年 1 月
2014	浙北-福州	1000kV	2*603	223075	9202.61	3773.07	40.51%	2013 年 12 月
2015	淮南-上海	1000kV	2*780	253734	10784.94	4421.83	48.70%	2014 年 10 月
	宁东-绍兴	±800kV	1720	95690	5985.46	2573.75	36.38%	2014 年 12 月
	锡盟-山东	1000kV	2*730	203784	9370	3841.70	52.00%	2015 年 3 月
2016	蒙西-天津南	1000kV	2*608	125231	6119	2569.98	40.46%	2015 年 8 月
	酒泉-湖南	±800kV	2383	0	0	0	17%	2015 年 10 月
	晋北-南京	±800kV	1119	68550	4000	2250		
2017	横榆-潍坊	1000kV	2*1049					
	锡盟-泰州	±800kV	1619.7					
	上海庙-临沂	±800kV	1150					
	滇西北-广东	±800kV	2000					

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	640	623	592	702	786	897
增长率		-2.6%	-5.1%	18.7%	12.0%	14.1%
主营业务成本	-437	-417	-403	-472	-529	-596
%销售收入	68.3%	66.9%	68.1%	67.3%	67.3%	66.4%
毛利	203	206	189	230	257	301
%销售收入	31.7%	33.1%	31.9%	32.7%	32.7%	33.6%
营业税金及附加	-4	-6	-6	-7	-8	-9
%销售收入	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-48	-53	-46	-51	-55	-60
%销售收入	7.5%	8.5%	7.7%	7.3%	7.0%	6.7%
管理费用	-101	-101	-98	-111	-119	-130
%销售收入	15.7%	16.2%	16.6%	15.8%	15.2%	14.5%
息税前利润 (EBIT)	50	46	39	61	74	102
%销售收入	7.8%	7.4%	6.6%	8.6%	9.5%	11.4%
财务费用	-10	-21	-16	-23	-27	-29
%销售收入	1.6%	3.3%	2.7%	3.2%	3.5%	3.2%
资产减值损失	-5	-4	-7	-5	-4	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	-1	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	34	21	15	33	43	69
营业利润率	5.3%	3.3%	2.5%	4.7%	5.5%	7.7%
营业外收支	9	13	13	15	16	17
税前利润	43	34	28	48	59	86
利润率	6.8%	5.4%	4.7%	6.8%	7.5%	9.6%
所得税	-6	-3	-3	-5	-6	-9
所得税率	13.0%	8.4%	10.3%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	38	31	25	43	53	77
少数股东损益	-1	0	-1	-1	1	2
归属于母公司的净利润	39	31	26	43	53	75
净利率	6.0%	4.9%	4.4%	6.2%	6.7%	8.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	38	31	25	43	53	77
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	35	38	50	59	63	68
非经营收益	15	22	16	7	16	17
营运资金变动	-89	-44	-63	-70	-30	-37
经营活动现金净流	-1	47	27	39	102	126
资本开支	-51	-38	-30	-51	-65	-70
投资	0	0	-17	-1	0	0
其他	-2	-4	-3	0	0	0
投资活动现金净流	-54	-42	-50	-52	-65	-70
股权募资	0	0	0	2	3	4
债权募资	24	58	-59	171	43	24
其他	-29	-46	-50	-25	-52	-54
筹资活动现金净流	-5	13	-109	148	-7	-26
现金净流量	-60	18	-132	136	30	30

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	165	169	34	170	200	230
应收款项	369	377	401	451	480	521
存货	253	267	268	336	363	375
其他流动资产	15	11	27	27	29	32
流动资产	802	824	730	985	1,072	1,158
%总资产	59.3%	58.9%	55.1%	61.7%	62.8%	63.8%
长期投资	0	10	8	9	9	9
固定资产	439	456	474	487	509	532
%总资产	32.5%	32.6%	35.8%	30.5%	29.8%	29.3%
无形资产	103	101	101	101	101	102
非流动资产	550	575	596	612	634	657
%总资产	40.7%	41.1%	44.9%	38.3%	37.2%	36.2%
资产总计	1,353	1,399	1,326	1,597	1,706	1,815
短期借款	279	347	304	466	508	532
应付款项	200	202	141	193	222	243
其他流动负债	19	11	12	35	37	39
流动负债	498	560	457	694	767	815
长期贷款	10	0	0	0	0	0
其他长期负债	118	109	111	120	120	120
负债	626	669	568	814	887	935
普通股股东权益	721	725	730	756	792	851
少数股东权益	5	5	27	27	27	29
负债股东权益合计	1,353	1,399	1,326	1,597	1,706	1,815

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.193	0.153	0.129	0.217	0.263	0.377
每股净资产	3.606	3.623	3.652	3.781	3.958	4.256
每股经营现金净流	-0.007	0.236	0.136	0.197	0.508	0.629
每股股利	0.125	0.100	0.075	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	5.36%	4.22%	3.53%	5.75%	6.64%	8.85%
总资产收益率	2.86%	2.18%	1.94%	2.72%	3.08%	4.15%
投入资本收益率	4.25%	3.93%	3.32%	4.36%	5.04%	6.50%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.72%	-2.57%	-5.09%	18.66%	11.96%	14.12%
EBIT 增长率	-22.91%	-7.01%	-14.94%	54.36%	22.69%	37.28%
净利润增长率	-28.38%	-21.00%	-15.71%	68.88%	20.91%	43.31%
总资产增长率	5.40%	3.42%	-5.21%	20.42%	6.87%	6.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	181.6	200.1	221.1	220.0	210.0	200.0
存货周转天数	192.9	227.7	242.3	260.0	250.0	230.0
应付账款周转天数	97.2	113.0	108.1	111.0	109.0	105.0
固定资产周转天数	211.2	263.0	286.2	244.9	224.6	203.8
偿债能力						
净负债/股东权益	17.11%	24.37%	35.58%	37.76%	37.64%	34.35%
EBIT 利息保障倍数	4.8	2.2	2.4	2.7	2.7	3.5
资产负债率	46.30%	47.82%	42.86%	50.96%	52.00%	51.49%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-07-21	买入	14.09	20.00~20.00
2	2015-08-28	买入	10.99	16.00~16.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD