

评级：买入 维持评级

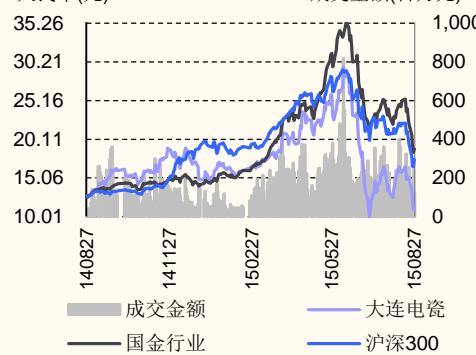
业绩点评

市场价格（人民币）：10.99元
目标价格（人民币）：16.00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)	120.50
总市值(百万元)	2,198.00
年内股价最高最低(元)	29.59/9.20
沪深 300 指数	3205.64
深证成指	10254.35
人民币(元)	成交金额(百万元)

**相关报告**

1.《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

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	0.260	0.355	0.509
每股净资产(元)	3.62	3.65	3.83	4.10	4.54
每股经营性现金流(元)	0.24	0.14	-0.21	0.67	0.64
市盈率(倍)	77.39	115.43	42.29	30.93	21.58
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%	101.89%	36.70%	43.36%
净资产收益率(%)	4.22%	3.53%	6.79%	8.66%	11.22%
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

- 报告期内，公司主营业务收入 1.82 亿元，同比下滑 33.13%；归属于上市公司股东的净利润亏损 1343.83 万元，同比下滑 274.99%；EPS -0.07 元/股，同比下滑 275%

经营分析

- 业绩大幅下滑，主要源于特高压部分线路标段施工进度低于预期：由于国家电网公司对“淮南-南京-上海”交流特高压和“宁夏宁东-浙江绍兴”直流输电线路部分标段的施工进度进行调整，导致公司上半年大量产品无法按原合同期交货，存货同比大幅增长 33%。相比原施工进度，预计“淮上线”减少可确认收入 5171 万元，“宁绍线”减少 2932 万元，合计 8103 万元。由于特高压产品毛利率高，受此影响，上半年毛利率同比减少 4.95 个百分点。此外，毛利率下滑另一重要原因在于国内中低端市场竞争激烈。
- 在手订单充足，下半年收入将加速确认：公司在手订单充足，国内项目在手订单超 3 亿元，国际市场出口项目在手订单超 1 亿元。下半年除了“淮上线”和“宁绍线”两条特高压线路之外，“锡盟-山东”线预计也将于年底前全部交货。按照我们的测算，三条特高压公司共计中标达 2.71 亿元，约占 2014 年全年收入的 46%，全年业绩增长基本确定。公司公告预计三季度实现净利润 1200-2000 万元，同比增长-27.43% - 20.95%，具体数额取决于相关线路的实际建设进度。
- 行业地位稳固，复合绝缘子市占率提升：2015 年 8 月 19 日，公司公告“蒙西-天津南”特高压预中标情况，其中瓷绝缘子保持了 40% 以上的市场份额；复合绝缘子取得突破，中标金额创新高达 1101 万元，预计市占率达到 26.35%。报告期内，复合绝缘子收入快速增长达 31.23%，毛利率提高 2.92 个百分点。
- 受益特高压，行业景气度维持高位，公司弹性最大：2015 年上半年，蒙西-天津、榆横-潍坊、酒泉-湘潭、晋北-江苏四条特高压（两交两直）如期开工，下半年预计锡盟-泰州、上海庙-山东、滇西北-广东三条直流特高压线路也将核准开工。此外，国家电网公司已与巴基斯坦、蒙古、哈萨克斯坦、埃及、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。受益特高压线路进入大规模建设期，行业景气度维持高位。在我们前期的行业报告、公司报告中论述了公司作为悬瓷绝缘子

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

龙头，是特高压弹性最大标的，未来三年业绩增长确定。

盈利预测与投资建议

- 我们判断公司 2015-2017 年 EPS 为 0.26, 0.36, 0.51，对应 8 月 27 日股价为 42x/31x/22x PE。考虑公司市值较小，受益特高压弹性大，维持“买入”评级，6 个月目标价 16 元。

风险提示

- 特高压审批、建设进度低于预期

图表 1：主营业务构成情况

分产品						
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上 年同期增减	营业成本比上 年同期增减	毛利率比上 年同期增减
悬瓷绝缘子	97,240,310.88	62,036,093.62	36.20%	-51.90%	-50.96%	降低了 1.22 个百分点
电站电瓷	12,138,513.25	11,214,004.98	7.62%	-27.22%	-22.64%	降低了 5.46 个百分点
复合绝缘子	45,637,533.27	35,988,847.10	21.14%	31.23%	26.55%	提高了 2.92 个百分点
其他产品	23,131,514.03	21,852,628.08	5.53%	26.87%	27.59%	降低了 0.53 个百分点
分地区						
国内	131,921,037.73	94,949,576.31	28.03%	-38.25%	-27.75%	降低了 10.46 个百分点
国外	46,226,833.70	36,141,997.47	21.82%	-20.60%	-34.46%	提高了 16.54 个百分点

来源：国金证券研究所

图表 2：近年特高压公司中标情况和预测

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
	淮南-上海	1000kV	2*780	253734	10784.94	4421.83	48.70%	2014 年 10 月
2015	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
	蒙西-天津南	1000kV	2*608	125231	6119	2569.98	40.46%	2015 年 8 月
2016	酒泉-湖南	±800kV	2383		9000			2015 年 9 月
	晋北-南京	±800kV	1119		5000			2015 年 10 月
	横榆-潍坊	1000kV	2*1049		13000			2015 年 11 月
	锡盟-泰州	±800kV	1619.7					
2017	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）							资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	640	623	592	725	859	986							
增长率	-2.6%	-5.1%	22.5%	18.6%	14.7%		货币资金	165	169	34	170	200	230
主营业务成本	-437	-417	-403	-480	-565	-639	应收账款	369	377	401	505	525	572
%销售收入	68.3%	66.9%	68.1%	66.3%	65.7%	64.8%	存货	253	267	268	368	387	403
毛利	203	206	189	245	295	347	其他流动资产	15	11	27	28	31	33
%销售收入	31.7%	33.1%	31.9%	33.7%	34.3%	35.2%	流动资产	802	824	730	1,071	1,143	1,238
营业税金及附加	-4	-6	-6	-7	-9	-10	%总资产	59.3%	58.9%	55.1%	64.8%	66.5%	68.7%
%销售收入	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	长期投资	0	10	8	9	9	9
营业费用	-48	-53	-46	-53	-60	-66	固定资产	439	456	474	457	452	439
%销售收入	7.5%	8.5%	7.7%	7.3%	7.0%	6.7%	%总资产	32.5%	32.6%	35.8%	27.6%	26.3%	24.4%
管理费用	-101	-101	-98	-112	-129	-138	无形资产	103	101	101	101	101	102
%销售收入	15.7%	16.2%	16.6%	15.5%	15.0%	14.0%	非流动资产	550	575	596	582	577	565
息税前利润（EBIT）	50	46	39	72	97	133	%总资产	40.7%	41.1%	44.9%	35.2%	33.5%	31.3%
%销售收入	7.8%	7.4%	6.6%	9.9%	11.3%	13.5%	资产总计	1,353	1,399	1,326	1,653	1,719	1,803
财务费用	-10	-21	-16	-24	-28	-25	短期借款	279	347	304	507	478	446
%销售收入	1.6%	3.3%	2.7%	3.3%	3.2%	2.5%	应付款项	200	202	141	199	237	261
资产减值损失	-5	-4	-7	-6	-4	-5	其他流动负债	19	11	12	36	38	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	498	560	457	742	753	747
投资收益	0	-1	0	0	0	0	长期贷款	10	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	118	109	111	120	120	120
营业利润	34	21	15	42	65	103	负债总计	626	669	568	862	873	867
营业利润率	5.3%	3.3%	2.5%	5.8%	7.6%	10.5%	普通股股东权益	721	725	730	765	820	908
营业外收支	9	13	13	15	15	15	少数股东权益	5	5	27	26	26	28
税前利润	43	34	28	57	80	118	负债股东权益合计	1,353	1,399	1,326	1,653	1,719	1,803
利润率	6.8%	5.4%	4.7%	7.9%	9.3%	12.0%							
所得税	-6	-3	-3	-6	-9	-14							
所得税率	13.0%	8.4%	10.3%	11.0%	11.5%	12.0%							
净利润	38	31	25	51	71	104							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
非现金支出	35	38	50	50	50	53							
非经营收益	15	22	16	9	17	15							
营运资金变动	-89	-44	-63	-150	-4	-44							
经营活动现金净流	-1	47	27	-41	134	129							
资本开支	-51	-38	-30	-11	-26	-22							
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	-12	-26	-22							
股权募资	0	0	0	3	4	6							
债权募资	24	58	-59	212	-30	-32							
其他	-29	-46	-50	-27	-52	-50							
筹资活动现金净流	-5	13	-109	188	-78	-77							
现金净流量	-60	18	-132	136	30	30							

现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	38	31	25	51	71	104							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
非现金支出	35	38	50	50	50	53							
非经营收益	15	22	16	9	17	15							
营运资金变动	-89	-44	-63	-150	-4	-44							
经营活动现金净流	-1	47	27	-41	134	129							
资本开支	-51	-38	-30	-11	-26	-22							
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	-12	-26	-22							
股权募资	0	0	0	3	4	6							
债权募资	24	58	-59	212	-30	-32							
其他	-29	-46	-50	-27	-52	-50							
筹资活动现金净流	-5	13	-109	188	-78	-77							
现金净流量	-60	18	-132	136	30	30							

来源：公司年报、国金证券研究所

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

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