

评级：增持 维持评级

公司点评

市场价格（人民币）：22.95 元
目标价格（人民币）：25.00 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) | 141.96 |
| 总市值(百万元) | 4,681.80 |
| 年内股价最高最低(元) | 22.95/10.15 |
| 沪深 300 指数 | 3364.49 |
| 深证成指 | 10879.20 |



相关报告

- 1.《业绩增长兑现，特高压中标量阶段性低于预期-大连电瓷业绩点评》，2015.10.28
- 2.《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
- 3.《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

业绩创历史新高，特高压弹性最大标的终获证明

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.129 | 0.181 | 0.465 | 0.529 | 0.560 |
| 每股净资产(元) | 3.65 | 3.69 | 4.08 | 4.54 | 5.03 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.14 | 0.59 | 0.58 | 0.52 | 0.58 |
| 市盈率(倍) | 115.43 | 99.44 | 49.35 | 43.39 | 40.95 |
| 行业优化市盈率(倍) | 56.84 | 109.50 | 99.84 | 99.84 | 99.84 |
| 净利润增长率(%) | -15.71% | 43.43% | 156.88% | 13.74% | 5.97% |
| 净资产收益率(%) | 3.53% | 4.90% | 11.39% | 11.65% | 11.14% |
| 总股本(百万股) | 200.00 | 204.00 | 204.00 | 204.00 | 204.00 |

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月18日，公司发布2016年中报。报告期内，公司主营业务收入3.75亿元，同比增长106.28%；实现归母净利润4392.68万元，扭亏为盈；EPS 0.22元/股。

经营分析

- **业绩巨幅增长，创历史最高：**公司上半年获得归母净利润4392.68万元，超越2015年全年业绩(3693万元)，我们预期2016年全年将同比增长150%以上，净利润有望达到1亿元，历史最高。此外，由于特高压产品比例的提升，以及原材料价格处于低位、公司降本增效等影响，公司上半年悬瓷绝缘子毛利率达到44.19%，远超去年同期36.2%的水平。
- **特高压弹性最大标的终获证明：**我们在2015年7月份的公司深度报告以及之前的行业报告中曾指出，综合交、直流特高压结构特性，以及公司市场地位，我们认为公司是特高压弹性最大标的。随着“蒙西-天津南1000kV”，“横榆-潍坊1000kV”，“晋北-南京±800kV”等多条特高压同时进入交货期，公司终于在2016年迎来大丰收。同时，2016年上半年，公司在“横榆-潍坊1000kV”，“锡盟-泰州±800kV”，“上海庙-临沂±800kV”等招标活动中取得良好成绩，合计获得订单超过2.2亿元。2016年下半年，公司有望继续在“昌吉-谷泉±1100kV”，“扎鲁特-青州±800kV”以及后续新开项目中取得大量订单。
- **受益一带一路，海外订单高速增长：**上半年，公司出口业务实现收入8673万元，同比增长87.6%，毛利率提升5.64%。
- **受益配网建设加速，提前完成扩产：**随着2015年福建子公司扩产的完成，公司在中低端产品的市场竞争实力得到加强，毛利率有所提升。不过由于复合绝缘子市场竞争愈发激烈，毛利率下滑明显。此外，公司已研发出电气化铁路用复合棒型产品，为公司进入电气化铁路市场打下坚实基础
- **特高压景气度维持高位：**按照我们的判断行业景气度在2016年迎来高点，并将持续3年左右，后续能否持续，取决于全球能源互联网的突破。

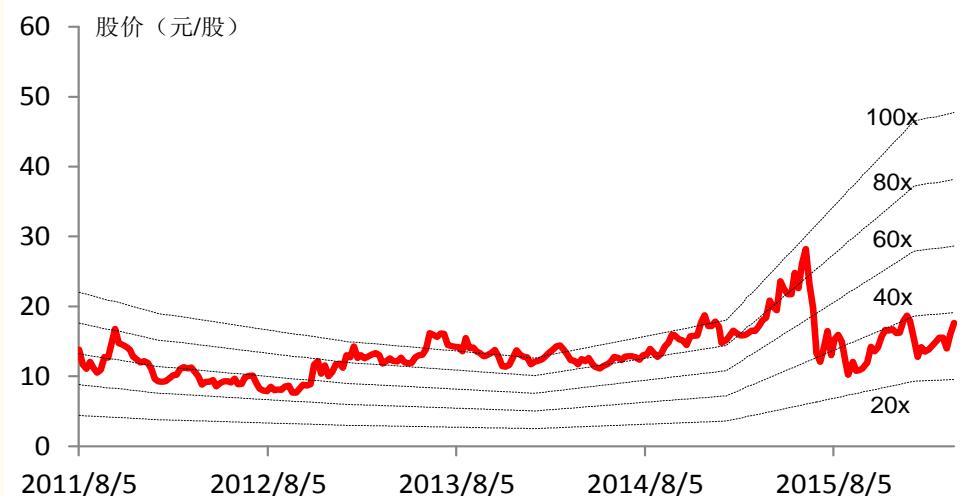
盈利预测与投资建议

- 我们判断公司2016-2018年EPS为0.47, 0.53, 0.56，对应8月18日股价为49x/43x/41x PE，维持“增持”评级。

苏广宁 分析师 SAC 执业编号：S1130516080001
(8621)61620766
suguangning@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号：S1130512080001
(8621)60230214
yaoy@gjzq.com.cn

图表 1：历史估值图



来源：国金证券研究所

图表 2：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 | 271,791,501.41 | 151,676,567.62 | 44.19% | 179.50% | 144.50% | 增长 7.99 个百分点 |
| 复合绝缘子 | 56,940,772.85 | 48,506,965.93 | 14.81% | 24.76% | 34.79% | 减少 6.34 个百分点 |
| 电站电瓷 | 30,740,164.29 | 25,137,681.61 | 18.23% | 153.21% | 124.26% | 增长 10.56 个百分点 |
| 分地区 | | | | | | |
| 国内 | 283,343,407.27 | 171,201,248.29 | 39.58% | 114.78% | 80.31% | 增长 11.55 个百分点 |
| 出口 | 86,732,059.17 | 62,917,803.22 | 27.46% | 87.62% | 74.09% | 增长 5.64 个百分点 |

来源：国金证券研究所

图表 3：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 | | 中标时间 |
|--------|---------|--------|---------|--------|----------|-------------|
| | | | | (片) | (万元) | |
| 2013 | *溪洛渡-浙西 | ±800kV | 1669 | 460549 | 18458 | 2013 年 1 月 |
| 2014 | 浙北-福州 | 1000kV | 2*603 | 223075 | 9202.61 | 2013 年 12 月 |
| | 淮南-上海 | 1000kV | 2*780 | 253734 | 10784.94 | 2014 年 10 月 |
| 2015 | 宁东-绍兴 | ±800kV | 1720 | 95690 | 5985.46 | 2014 年 12 月 |
| | 锡盟-山东 | 1000kV | 2*730 | 203784 | 9370 | 2015 年 3 月 |
| 2016 | 蒙西-天津南 | 1000kV | 2*608 | 125231 | 6119 | 2015 年 8 月 |
| | 晋北-南京 | ±800kV | 1119 | 68550 | 4000 | 2015 年 10 月 |
| | 横榆-潍坊 | 1000kV | 2*1049 | 183913 | 8800 | 2016 年 1 月 |
| | 锡盟-泰州 | ±800kV | 1619.7 | | | |
| | 上海庙-临沂 | ±800kV | 1150 | 246969 | 13500 | 2016 年 1 月 |

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） | | | | | | |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 主营业务收入 | 623 | 592 | 609 | 831 | 928 | 1,005 | | | | | | | |
| 增长率 | -5.1% | 2.9% | 36.5% | 11.6% | 8.3% | | | | | | | | |
| 主营业务成本 | -417 | -403 | -409 | -534 | -600 | -666 | | | | | | | |
| %销售收入 | 66.9% | 68.1% | 67.2% | 64.2% | 64.7% | 66.2% | | | | | | | |
| 毛利 | 206 | 189 | 200 | 298 | 328 | 339 | | | | | | | |
| %销售收入 | 33.1% | 31.9% | 32.8% | 35.8% | 35.3% | 33.8% | | | | | | | |
| 营业税金及附加 | -6 | -6 | -7 | -9 | -10 | -11 | | | | | | | |
| %销售收入 | 1.0% | 1.0% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | | | | | | | |
| 营业费用 | -53 | -46 | -48 | -57 | -61 | -63 | | | | | | | |
| %销售收入 | 8.5% | 7.7% | 7.8% | 6.8% | 6.6% | 6.3% | | | | | | | |
| 管理费用 | -101 | -98 | -98 | -108 | -121 | -126 | | | | | | | |
| %销售收入 | 16.2% | 16.6% | 16.1% | 13.0% | 13.0% | 12.5% | | | | | | | |
| 息税前利润（EBIT） | 46 | 39 | 48 | 124 | 136 | 139 | | | | | | | |
| %销售收入 | 7.4% | 6.6% | 7.9% | 14.9% | 14.6% | 13.9% | | | | | | | |
| 财务费用 | -21 | -16 | -10 | -14 | -12 | -8 | | | | | | | |
| %销售收入 | 3.3% | 2.7% | 1.7% | 1.7% | 1.2% | 0.8% | | | | | | | |
| 资产减值损失 | -4 | -7 | -7 | -7 | -7 | -8 | | | | | | | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | |
| 投资收益 | -1 | -1 | -2 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | |
| %税前利润 | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | | | | | | | |
| 息税前利润（EBIT） | 46 | 39 | 48 | 124 | 136 | 139 | | | | | | | |
| %销售收入 | 7.4% | 6.6% | 7.9% | 14.9% | 14.6% | 13.9% | | | | | | | |
| 营业费用 | -21 | -16 | -10 | -14 | -12 | -8 | | | | | | | |
| %销售收入 | 3.3% | 2.7% | 1.7% | 1.7% | 1.2% | 0.8% | | | | | | | |
| 资产减值损失 | -4 | -7 | -7 | -7 | -7 | -8 | | | | | | | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | |
| 投资收益 | -1 | -1 | -2 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | |
| %税前利润 | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | | | | | | | |
| 营业利润 | 21 | 15 | 29 | 103 | 117 | 124 | | | | | | | |
| 营业利润率 | 3.3% | 2.5% | 4.7% | 12.4% | 12.6% | 12.3% | | | | | | | |
| 营业外收支 | 13 | 13 | 11 | 11 | 12 | 13 | | | | | | | |
| 税前利润 | 34 | 28 | 40 | 114 | 129 | 137 | | | | | | | |
| 利润率 | 5.4% | 4.7% | 6.6% | 13.7% | 13.9% | 13.6% | | | | | | | |
| 所得税 | -3 | -3 | -4 | -17 | -19 | -21 | | | | | | | |
| 所得税率 | 8.4% | 10.3% | 10.3% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | | | | | | | |
| 净利润 | 31 | 25 | 36 | 97 | 110 | 116 | | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | |
| 归属于母公司的净利润 | 31 | 26 | 37 | 95 | 108 | 114 | | | | | | | |
| 净利率 | 4.9% | 4.4% | 6.1% | 11.4% | 11.6% | 11.4% | | | | | | | |
| 现金流量表（人民币百万元） | | | | | | | 比率分析 | | | | | | |
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 净利润 | 31 | 25 | 36 | 97 | 110 | 116 | | | | | | | |
| 非现金支出 | 38 | 50 | 50 | 50 | 51 | 54 | | | | | | | |
| 经营活动现金流量 | 22 | 16 | 15 | 5 | 5 | 0 | | | | | | | |
| 营运资金变动 | -44 | -63 | 20 | -34 | -60 | -51 | | | | | | | |
| 经营活动现金净流 | 47 | 27 | 120 | 118 | 106 | 119 | | | | | | | |
| 资本开支 | -38 | -30 | -27 | -11 | -25 | -26 | | | | | | | |
| 投资 | 0 | -17 | 0 | -3 | 0 | 0 | | | | | | | |
| 其他 | -4 | -3 | 13 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | |
| 投资活动现金净流 | -42 | -50 | -14 | -14 | -25 | -26 | | | | | | | |
| 股权筹资 | 0 | 0 | 23 | 5 | 6 | 6 | | | | | | | |
| 债权筹资 | 58 | -59 | -29 | 6 | -30 | -86 | | | | | | | |
| 其他 | -46 | -50 | -30 | -18 | -37 | -33 | | | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | 13 | -109 | -36 | -6 | -61 | -113 | | | | | | | |
| 现金净流量 | 18 | -132 | 70 | 98 | 20 | -20 | | | | | | | |
| 经营活动现金流量 | 31 | 25 | 36 | 97 | 110 | 116 | | | | | | | |
| 投资活动现金流量 | -42 | -50 | -14 | -14 | -25 | -26 | | | | | | | |
| 筹资活动现金流量 | 13 | -109 | -36 | -6 | -61 | -113 | | | | | | | |
| 现金净流量 | 18 | -132 | 70 | 98 | 20 | -20 | | | | | | | |
| 损益表（人民币百万元） | | | | | | | 资产负债表（人民币百万元） | | | | | | |
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 主营业务收入 | 623 | 592 | 609 | 831 | 928 | 1,005 | | | | | | | |
| 增长率 | -5.1% | 2.9% | 36.5% | 11.6% | 8.3% | | | | | | | | |
| 主营业务成本 | -417 | -403 | -409 | -534 | -600 | -666 | | | | | | | |
| %销售收入 | 66.9% | 68.1% | 67.2% | 64.2% | 64.7% | 66.2% | | | | | | | |
| 毛利 | 206 | 189 | 200 | 298 | 328 | 339 | | | | | | | |
| %销售收入 | 33.1% | 31.9% | 32.8% | 35.8% | 35.3% | 33.8% | | | | | | | |
| 营业税金及附加 | -6 | -6 | -7 | -9 | -10 | -11 | | | | | | | |
| %销售收入 | 1.0% | 1.0% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | | | | | | | |
| 营业费用 | -53 | -46 | -48 | -57 | -61 | -63 | | | | | | | |
| %销售收入 | 8.5% | 7.7% | 7.8% | 6.8% | 6.6% | 6.3% | | | | | | | |
| 管理费用 | -101 | -98 | -98 | -108 | -121 | -126 | | | | | | | |
| %销售收入 | 16.2% | 16.6% | 16.1% | 13.0% | 13.0% | 12.5% | | | | | | | |
| 息税前利润（EBIT） | 46 | 39 | 48 | 124 | 136 | 139 | | | | | | | |
| %销售收入 | 7.4% | 6.6% | 7.9% | 14.9% | 14.6% | 13.9% | | | | | | | |
| 财务费用 | -21 | -16 | -10 | -14 | -12 | -8 | | | | | | | |
| %销售收入 | 3.3% | 2.7% | 1.7% | 1.7% | 1.2% | 0.8% | | | | | | | |
| 资产减值损失 | -4 | -7 | -7 | -7 | -7 | -8 | | | | | | | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | |
| 投资收益 | -1 | -1 | -2 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | |
| %税前利润 | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | | | | | | | |
| 营业利润 | 21 | 15 | 29 | 103 | 117 | 124 | | | | | | | |
| %销售收入 | 3.3% | 2.5% | 4.7% | 12.4% | 12.6% | 12.3% | | | | | | | |
| 营业外收支 | 13 | 13 | 11 | 11 | 12 | 13 | | | | | | | |
| 税前利润 | 34 | 28 | 40 | 114 | 129 | 137 | | | | | | | |
| 利润率 | 5.4% | 4.7% | 6.6% | 13.7% | 13.9% | 13.6% | | | | | | | |
| 所得税 | -3 | -3 | -4 | -17 | -19 | -21 | | | | | | | |
| 所得税率 | 8.4% | 10.3% | 10.3% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | | | | | | | |
| 净利润 | 31 | 25 | 36 | 97 | 110 | 116 | | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | |
| 非现金支出 | 38 | 50 | 50 | 50 | 51 | 54 | | | | | | | |
| 经营活动现金流量 | 22 | 16 | 15 | 5 | 5 | 0 | | | | | | | |
| 营运资金变动 | -44 | -63 | 20 | -34 | -60 | -51 | | | | | | | |
| 经营活动现金净流 | 47 | 27 | 120 | 118 | 106 | 119 | | | | | | | |
| 资本开支 | -38 | -30 | -27 | -11 | -25 | -26 | | | | | | | |
| 投资 | 0 | -17 | 0 | -3 | 0 | 0 | | | | | | | |
| 其他 | -4 | -3 | 13 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | |
| 投资活动现金净流 | -42 | -50 | -14 | -14 | -25 | -26 | | | | | | | |
| 股权筹资 | 0 | 0 | 23 </ | | | | | | | | | | |

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 |
| 3 | 2015-10-28 | 增持 | 14.40 | 15.00~15.00 |

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 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。

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