

大连电瓷 (002606)

推荐
行业：电力设备与新能源

电瓷龙头业绩创新高，控制权变更带来想象空间

大连电瓷专注电瓷产业，位列国内具备特高压用瓷绝缘子供货资质的四家公司之首，是国内最大的盘型悬式瓷绝缘子制作基地。特高压建设热度的持续以及海外市场的拓展，保障公司未来三年业绩稳健增长。

投资要点：

- ✧ **受益特高压建设热度持续，今明两年是特高压招标高峰期，明后两年为特高压建设高峰期。**特高压‘十三五规划’第一批建设‘五交八直’工程正按计划进行，国网规划‘十三五’末建成‘五纵五横’27条特高压及4条国际线路。今明两年将为特高压招标高峰期，2017-2019年为特高压建设高峰期。未来五年，特高压绝缘子市场空间约140亿（按照每条特高压绝缘子投资占比约2%，瓷绝缘子占比55%，玻璃绝缘子占比30%，复合绝缘子占比15%，特高压投资7000亿计算）。按照公司30%的市占率，特高压绝缘子平均每年为公司贡献4-5亿营收。特高压工程三种绝缘子三足鼎立，不能完全替代。悬瓷绝缘子是我国传统的高压输电绝缘设备，技术最为成熟，运行数量最多。而之前几年特高压悬瓷绝缘子每年只对公司贡献2-3亿营收，公司特高压用绝缘子营收增长率有望超过50%。
- ✧ **行业地位：公司特高压瓷绝缘子市占率30%左右，竞争格局稳定，行业地位稳固。**目前国内特高压交直流输电线路绝缘子供货商主要有四家，大连电瓷，NGK唐山电瓷，苏州电瓷，内蒙精诚。公司在特高压输电工程用悬瓷绝缘子中具有极强的竞争优势，历次中标额度占比基本超过30%，中标数量和金额行业第一。公司输电线路用瓷绝缘子产能、产量均位居行业第一，约占30%的比例。公司悬瓷绝缘子营收占总营收比重超过70%，特高压瓷绝缘子占悬瓷绝缘子营收比重超过50%，成为影响公司业绩的最重要业务板块。公司注重研发投入，新研发产品复合棒形产品的铁路CRCC认证大约今年十月完成，公司自主研发的840KN高强度等级悬瓷绝缘子产品已经试运行。未来三年，公司有望继续保持电瓷行业龙头地位，并受益于特高压的加速建设，业绩稳健增长。
- ✧ **出口状况：公司2016年出口营收有望超过2亿元，彻底摆脱反倾销和特保影响，恢复到历史高峰期。**受益于‘一带一路’，公司海外市场拓展顺利，海外营收大幅增长。公司自主开发海外市场，加强产品推广及市场拓展。其绝缘子产品已经进入了巴基斯坦，伊朗，厄瓜多尔，西班牙，俄罗斯等50个国家和地区，尤其在印度市场业绩良好。今年，公司在印度尼西亚与当地KSI公司合资建立了PT.KSI-DALIAN INSULATOR，公司占股30%，布局开拓东南亚市场。
- ✧ **股权变更：公司控股权发生实质变更。**公司原实际控制人刘桂雪已于今年

作者
署名人：张雷

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：王雪峰

S0960114080007

0755-82026924

wangxuefeng@china-invs.cn

参与人：宋丽凌

S0960116080081

0755-88320855

songliling@china-invs.cn

6 - 12个月目标价：30.66
当前股价：27.20
评级调整：首次
基本资料

总股本(百万股)	204
流通股本(百万股)	142
总市值(亿元)	55
流通市值(亿元)	39
成交量(百万股)	7.03
成交额(百万元)	187.52

股价表现

相关报告

3月退休离任，公司转变成为职业经理人管理模式。2016年9月19日，公司发生重大控股股东变更，阜宁稀土意隆磁材以11.2亿元，受让刘桂雪先生持有的公司4,000万股股票，最终控股公司19.61%的股权，成为公司实际控制方。意隆磁材主要经营磁性材料生产、销售，稀土产品、化工产品的销售等，公司实际控制人的核心资产也多为稀土产业。公司未来有望在绝缘子业务之外开辟新的业绩增长点，打开市场空间。

- ◆ **订单情况：**公司目前特高压在手订单超2亿元，2016上半年的净利率已经超过了2015全年净利润20%左右。公司2016上半年营收3.75亿，其中超过2亿元由特高压悬瓷绝缘子业务贡献，超过了总营收的一半份额。公司目前特高压在手订单约2.23亿元，其中0.9亿左右有望在今年下半年确认收入，公司海外市场业务乐观估计能贡献约2亿元，达到公司海外业务历史巅峰水平。公司2016年业绩有望实现大跨越。
- ◆ **投资建议：**不考虑业务结构重大调整的情况下，预测16-18年公司的EPS为0.52/0.61/0.77，对应PE为45.56/38.81/30.95，目前公司海外市场拓展顺利，特高压建设进入招标高峰期，加之公司发生重大股权结构调整带来市场想象空间，给予公司明年50倍PE，对应目标价30.66元。
- ◆ **风险提示：**特高压项目进展不达预期，海外拓展不达预期

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	609	761	875	1007
收入同比(%)	3%	25%	15%	15%
归属母公司净利润	37	107	125	157
净利润同比(%)	43%	189%	17%	25%
毛利率(%)	32.8%	39.6%	39.4%	40.4%
ROE(%)	4.9%	12.3%	13.2%	14.9%
每股收益(元)	0.18	0.52	0.61	0.77
P/E	131.48	45.56	38.81	30.95
P/B	6.45	5.60	5.12	4.61
EV/EBITDA	61	32	28	24

资料来源：中国中投证券研究总部

附录：公司历年中标特高压项目统计表

日期	中标项目	金额	金额占比	状态
2007	向家坝—上海”特高压直流项目	1.26亿	49%	已收入确认
2009	为国家电网提供±500kV及以上直流绝缘子	1.2亿	100%	已收入确认
2010	“宁东—山东”±660kV超高压直流项目	0.6亿	70%	已收入确认
2011	“锦屏—苏南”特高压直流项目	2.01亿	67%	已收入确认
2012	“淮南—上海”特高压交流项目	0.73亿	44%	已收入确认
2013	“洛溪—浙西”特高压直流项目	1.92亿	63%	已收入确认
2013	“浙北—福州”特高压交流项目	0.92亿	45%	已收入确认
2014	“淮南—南京—上海”特高压交流项目	1.17亿	45.07%	已收入确认
2014	“宁东—绍兴”特高压直流项目	0.6亿	36.38%	已收入确认
2015	“锡盟—山东”特高压交流项目	0.94亿	52.25%	2016上半年确认收入
2015	“蒙西—天津南”特高压交流项目	0.61亿	48.58%	2016上半年确认收入
2015	“晋北—南京”特高压直流项目	0.41亿	17.25%	2016上半年确认收入
2016	“锡盟—泰州”、“上海庙—山东”特高压项目	1.35亿	14.47%	还未确认收入
2016	“榆横—潍坊”特高压交流项目	0.88亿	34.34%	还未确认收入

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	利润表	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	782	927	1077	1253	营业收入	609	761	875	1007	
现金	102	134	212	309	营业成本	409	460	530	600	
应收账款	331	436	502	573	营业税金及附加	7	8	10	11	
其它应收款	8	10	11	13	营业费用	48	59	68	78	
预付账款	11	14	17	18	管理费用	98	107	123	141	
存货	296	297	296	297	财务费用	10	15	13	9	
其他	34	37	38	43	资产减值损失	7	7	7	7	
非流动资产	585	544	504	464	公允价值变动收益	0	0	0	0	
长期投资	6	6	6	6	投资净收益	-2	-1	-1	-1	
固定资产	445	409	373	336	营业利润	29	104	124	159	
无形资产	97	95	92	89	营业外收入	11	12	12	12	
其他	37	34	33	32	营业外支出	0	0	0	0	
资产总计	1367	1471	1580	1716	利润总额	40	116	136	171	
流动负债	439	435	467	500	所得税	4	12	14	18	
短期借款	235	235	235	235	净利润	36	104	122	153	
应付账款	112	126	143	163	少数股东损益	-1	-2	-3	-3	
其他	92	74	89	102	归属母公司净利润	37	107	125	157	
非流动负债	148	145	144	145	EBITDA	83	159	177	208	
长期借款	30	30	30	30	EPS (元)	0.18	0.52	0.61	0.77	
其他	118	115	114	115						
负债合计	587	580	611	645						
少数股东权益	27	24	21	18						
股本	204	204	204	204						
资本公积	324	324	324	324						
留存收益	250	339	420	525						
归属母公司股东权益	753	867	948	1053						
负债和股东权益	1367	1471	1580	1716						

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	主要财务比率	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	120	40	137	159	成长能力					
净利润	36	104	122	153	营业收入	2.9%	25.0%	15.0%	15.0%	
折旧摊销	43	40	40	40	营业利润	97.1%	260.2%	19.3%	28.1%	
财务费用	10	15	13	9	归属于母公司净利润	43.4%	188.6%	17.4%	25.4%	
投资损失	2	1	1	1	获利能力					
营运资金变动	18	-130	-51	-56	毛利率	32.8%	39.6%	39.4%	40.4%	
其它	11	9	11	11	净利率	6.1%	14.0%	14.3%	15.6%	
投资活动现金流	-20	-1	-1	-2	ROE	4.9%	12.3%	13.2%	14.9%	
资本支出	28	0	0	0	ROIC	3.5%	9.7%	11.2%	13.7%	
长期投资	-6	0	0	0	偿债能力					
其他	2	-1	-1	-2	资产负债率	43.0%	39.4%	38.7%	37.6%	
筹资活动现金流	-37	-7	-57	-61	净负债比率	45.12%	45.70%	43.38%	41.06%	
短期借款	-69	0	0	0	流动比率	1.78	2.13	2.31	2.50	
长期借款	30	0	0	0	速动比率	1.10	1.45	1.67	1.91	
普通股增加	4	0	0	0	营运能力					
资本公积增加	20	0	0	0	总资产周转率	0.45	0.54	0.57	0.61	
其他	-23	-7	-57	-61	应收账款周转率	2	2	2	2	
现金净增加额	64	32	78	97	应付账款周转率	3.88	3.87	3.94	3.92	
					每股指标(元)					
					每股收益(最新摊薄)	0.18	0.52	0.61	0.77	
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.20	0.67	0.78	
					每股净资产(最新摊薄)	3.69	4.25	4.65	5.16	
					估值比率					
					P/E	131.48	45.56	38.81	30.95	
					P/B	6.45	5.60	5.12	4.61	
					EV/EBITDA	61	32	28	24	

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期 报告标题

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

王雪峰,中国中投证券研究所电力设备行业分析师,清华大学金融学硕士。

宋丽凌,中投证券研究总部电力设备与新能源行业助理分析师,北京大学金融硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434