



2016 年 10 月 15 日

增持(首次评级)

当前价: 32.09 元
目标价: 35.93 -38.32 元

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
电话: 010-64408937
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

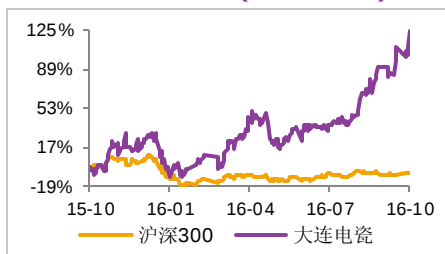
分析师: 郭佳楠

执业编号: S0300515080001
电话: 010-64814022
邮箱: guojianan@lxsec.com

研究助理: 樊志斌

电话: 010-64408919
邮箱: fanzhibin@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

相关研究

《电力设备行业中报点评: 营收净利润双增长, 重点关注业绩弹性大的细分子行业》 2016.09

大连电瓷(002606.SZ)

瓷绝缘子龙头, 实控人变更, 外延转型预期加强

投资要点

✧ 高压输电线路绝缘子龙头企业

公司是国内最早从事线路绝缘子生产制造的企业, 在大吨位、高电压等级市场中占有绝对优势, 曾获国务院颁发的国家科学技术进步奖特等奖和一等奖等多个荣誉称号。公司输电线路用瓷绝缘子产能、产量位居行业第一, 约占 30% 的比例。公司在国网历次招标中, 瓷绝缘子中标数量和金额行业排第一, 中标额度占比基本超过 30%。今年公司推出了电气化铁路用产品, 预计 10 月份完成 CRCC 认证, 为公司进入电气化铁路打下了坚实的基础。公司上半年归母净利润同比增加 4.3 倍, 嘉实基金、中央汇金、博时基金等均为公司投资者。

✧ 上半年营收\净利润暴增, 盈利能力显著提高

上半年, 公司营收 3.75 亿元, 同比增加 106.28%, 归母净利润 0.44 亿元, 同比增加 426.88%。产品方面, 悬瓷绝缘子和电站电瓷收入均出现大幅增长, 市场开拓方面, 产品已进入巴基斯坦、伊朗等近 50 个国家和地区。盈利能力方面, 由于钢材等原材料和燃气价格下降, 公司毛利率较去年同期提高近 10 个百分点。上半年经营活动产生现金流 4769 万元, 比去年同期增加 6.67%。

✧ 可比上市公司分析, 业绩增速和毛利率领先, 但估值相对较低

与行业内上市公司相比, 公司上半年营收和归母净利润增速远超其他公司, 毛利率和净利率也处于行业领先, 远超板块均值, 但公司目前估值较低, 甚至低于板块均值。

✧ 特高压建设迎来高峰期, 红利持续释放, 公司业绩弹性大

根据国网规划, “十三五”期间将至少投资 7000 亿元用于特高压建设。根据以往经验, 绝缘子在特高压投资中占比约为 2%, 以此来算, “十三五”期间绝缘子市场规模为 140 亿元, 市场空间足够大。公司作为绝缘子细分行业的龙头公司, 业绩具有高度弹性。

✧ 控制人变更, 外延转型预期加强

今年, 公司实际控制人发生变更, 新控制人旗下拥有多项稀土储备、分离、加工和磁性材料生产的资产, 未来公司主营业务结构调整的预期加强。

✧ 股权激励进一步提升盈利能力

去年公司进行了首次限制性股权激励, 向 32 名管理层和核心技术人员以 5.67 元/股的价格授予了 400 万股限制性股票, 解锁条件为 2015、2016、2017 年净利润较 2014 年增长 60%、70%、80%。根据上半年业绩, 今年达成解锁条件是大概率事件。



✧ 盈利预测与投资评级

公司所处的 SW 三级子板块线缆部件平均市盈率为 64.81 倍，考虑到公司业绩快速成长和特高压建设超预期，我们认为公司的合理估值 75-80 倍 PE 估值，根据 16 年业绩 EPS 预测，对应的合理股价为 35.93-38.32 元/股，给予公司“增持”的投资评级。

单位:百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	608.87	820.82	1059.75	1350.66
增长率(%)	2.92%	34.81%	29.11%	27.45%
归属母公司股东净利润	36.93	97.46	116.35	149.29
增长率(%)	43.43%	163.93%	19.37%	28.32%
每股收益(EPS)	0.181	0.478	0.570	0.732
每股股利(DPS)	0.074	0.319	0.380	0.488
每股经营现金流	0.566	0.202	0.221	0.194
销售毛利率	32.83%	35.02%	35.50%	35.80%
销售净利率	5.93%	12.03%	11.10%	11.15%
净资产收益率(ROE)	4.90%	12.41%	14.11%	17.08%
投入资本回报率(ROIC)	3.74%	10.73%	11.73%	13.77%
市盈率(P/E)	177.27	67.17	56.27	43.85
市净率(P/B)	8.69	8.33	7.94	7.49
股息率(分红/股价)	0.002	0.010	0.012	0.015

✧ 风险提示

特高压建设进展低于预期；公司海外业务进展低于预期



目 录

1. 高压输电线路绝缘子龙头企业	5
1.1 主营业务以悬瓷绝缘子为主，上半年业绩暴增 4.3 倍	5
1.2 沉淀百年，技术与品牌优势明显，代表国际先进水平	6
1.3 行业地位稳固，市占率 30% 左右，国网特高压中标大户	7
1.4 推出新产品，拓展电气化铁路市场，未来业绩增长点	8
1.5 主要竞争对手情况介绍	9
1.6 机构投资者较多	10
2. 上半年营收\净利润暴增，盈利能力显著提高	10
3. 可比上市公司分析，业绩增速和毛利率领先，但估值相对较低	13
4. 特高压建设迎来高峰期，红利持续释放，公司业绩弹性大	14
5. 控制人变更，外延转型预期加强	15
6. 股权激励进一步提升盈利能力	15
7. 盈利预测与投资评级	16
8. 风险提示	16

图表目录

图表 1： 大连电瓷的三种绝缘子产品	5
图表 2： 大连电瓷 2016 上半年主营业务构成（%）	6
图表 3： 大连电瓷 2016 上半年主营业务毛利率（%）	6
图表 4： 公司近年来获得的部分荣誉	6
图表 5： 公司近年中标特高压项目统计表	7
图表 6： 大连电瓷推出的电气化铁路用复合棒型绝缘子	8
图表 7： 大连电瓷主要的竞争对手情况简介	9
图表 8： 公司前十大股东持股统计（截至 10 月 11 日）	10
图表 9： 前十大持股机构（截至 10 月 11 日）	10
图表 10： 营收/净利润及同比增速（亿元，%）	11
图表 11： 分产品营收及同比增速（亿元，%）	11
图表 12： 分地区收入组成（亿元，%）	11
图表 13： 销售毛利率与净利率（%）	11
图表 14： 分产品毛利率（%）	11
图表 15： 重庆钢铁钢材平均售价（元/吨）	12
图表 16： 国内 LNG 市场价（元/吨）	12
图表 17： 经营活动产生的净现金流量（亿元）	12
图表 18： 净资产收益率（加权，%）	12
图表 19： 营收同比增速对比分析	13



图表 20: 归母净利润同比增速对比分析.....	13
图表 21: 毛利率对比分析.....	13
图表 22: 净利率对比分析.....	13
图表 23: PE (TTM, 股价参考 10 月 13 日)	14
图表 24: 近年来获发改委批准的特高压建设项目.....	15
图表 25: 盈利预测表.....	16
附录: 公司财务预测表 (百万元)	17



1. 高压输电线路绝缘子龙头企业

公司是国内最早从事线路绝缘子生产制造的企业，在大吨位、高电压等级市场中占有绝对优势，曾获国务院颁发的国家科学技术进步奖特等奖和一等奖等多个荣誉称号。公司输电线路用瓷绝缘子产能、产量位居行业第一，约占 30% 的比例。公司在国网历次招标中，瓷绝缘子中标数量和金额行业排第一，中标额度占比基本超过 30%。今年公司推出了电气化铁路用产品，预计 10 月份完成 CRCC 认证，为公司进入电气化铁路打下了坚实的基础。公司上半年归母净利润同比增加 4.3 倍，嘉实基金、中央汇金、博时基金等均为公司投资者。

公司于 2011 年 8 月 5 日在深交所上市，截止 10 月 11 日，公司总股本 2.04 亿股，总市值 59.98 亿元。

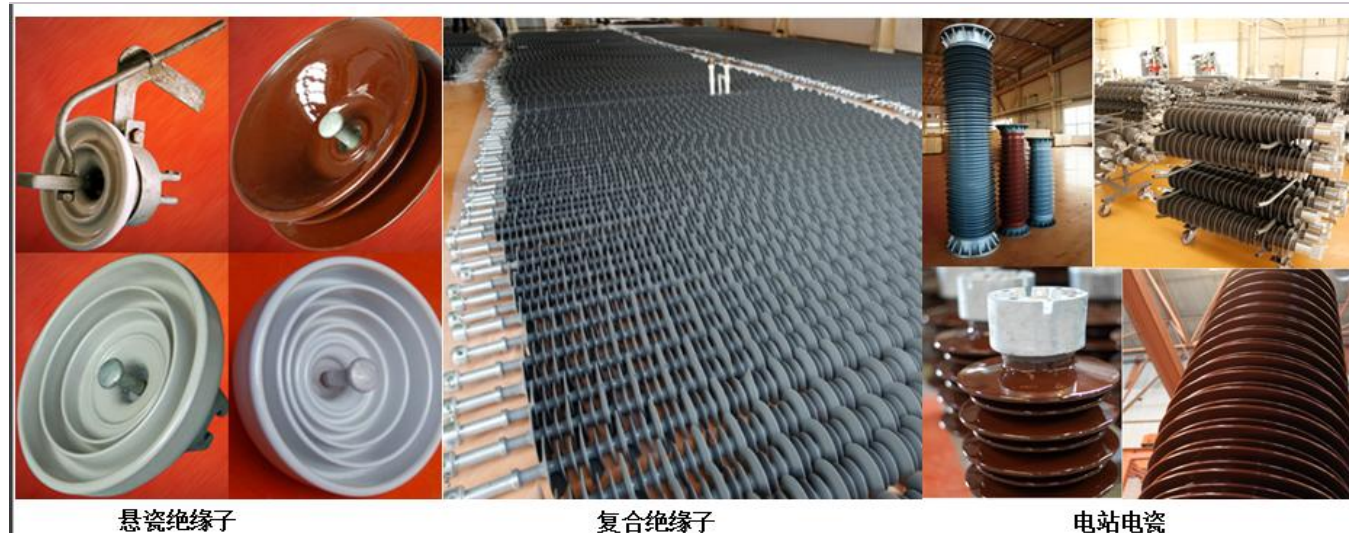
1.1 主营业务以悬瓷绝缘子为主，上半年业绩暴增 4.3 倍

公司是国内最大的悬瓷绝缘子生产商，在大吨位、高电压等级市场中占有绝对优势，上半年归母净利润同比增加 4.3 倍。

公司是绝缘子避雷器行业的高新技术企业公司，主要从事高压输电线路绝缘子和瓷金具产品的研发、生产及销售。用户主要为国内外的电网公司，部分产品（主要为电站电瓷）也向主机厂供货，为大型一次设备（如变压器，断路器开关等）配套。

公司目前是国内最大的盘形悬式瓷绝缘子制造基地。绝缘子按材料分类，主要分为瓷绝缘子、玻璃绝缘子和复合绝缘子等三种，公司主要生产瓷绝缘子和复合绝缘子，目前以瓷绝缘子为主，复合绝缘子为辅，但公司正在加快复合绝缘子的发展，主要是因为在中低电压等级市场中，复合绝缘子由于自身一些优点，有逐渐替代其他绝缘子的趋势。不过在超高压和特高压领域，三种悬式绝缘子的市场份额基本稳定。公司目前的竞争优势及主导产品在于大吨位、高电压等级的悬式瓷绝缘子。

图表1： 大连电瓷的三种绝缘子产品



资料来源:公司网站，联讯证券

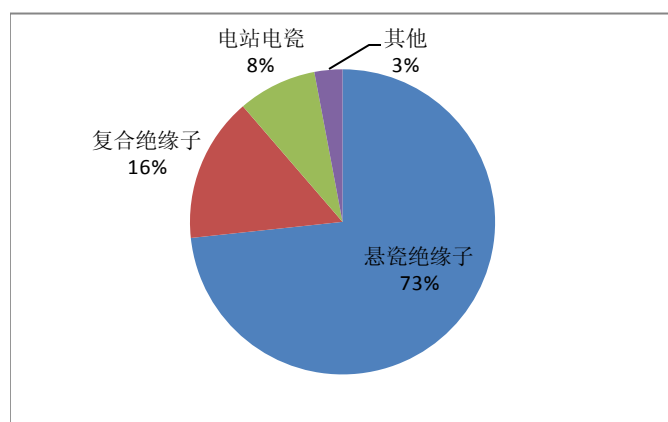
公司主要的竞争优势及主导产品在于大吨位、高电压等级的悬式瓷绝缘子，市场竞争者少，毛利率也相对要高。

今年上半年，公司实现营收 3.75 亿元，同比增加 106.28%，归母净利润 0.44 亿元，



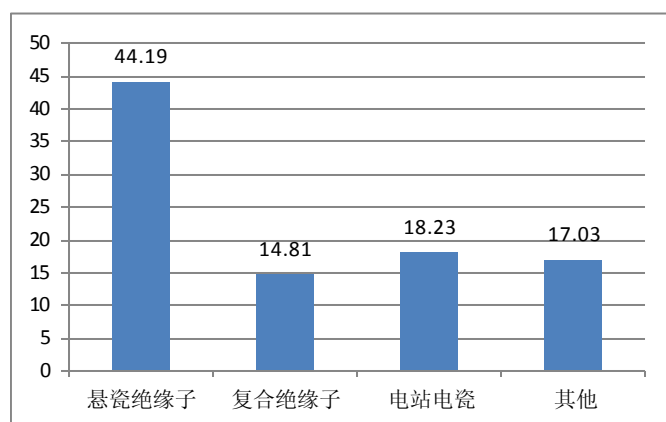
同比增加 426.88%。其中大陆地区实现营收 2.83 亿元，同比增加 114.40%，海外实现营收 0.87 亿元，同比增加 89.13%。

图表2： 大连电瓷 2016 上半年主营业务构成（%）



资料来源:wind, 联讯证券

图表3： 大连电瓷 2016 上半年主营业务毛利率（%）



资料来源:wind, 联讯证券

1.2 沉淀百年，技术与品牌优势明显，代表国际先进水平

公司是国内最早从事线路绝缘子生产制造的企业，技术国际领先，公司“三箭”商标国内驰名，曾获国务院颁发的国家科学技术进步奖特等奖和一等奖等多个荣誉称号。

公司为百年企业，历史悠久。公司前身为成立于 1915 年的大连株式会社，是中国第一家专业生产制造线路绝缘子的企业，1953 年更名为大连电瓷厂，当时主管单位为第一机械工业部电器工业管理局。2003 年根据大连市政府关于深化企业改革和建立现代化企业制度的要求，大连电瓷厂启动改制，由刘桂雪为代表的 23 名成员购买原大连电瓷厂全部资产，承担相应的负债，并承继业务，此后转让给新组建的大连电瓷集团有限公司，2009 年公司整体变更为股份有限公司，并于 2011 年登录深交所上市。

公司技术沉淀近百年，人才储备也充足，多次参与国家标准、行业标准的制定工作，公司拥有瓷、釉配方、粘合剂、结构设计等方面的持续研发创新能力，生产中有成熟的工艺控制模式，能够将科研成果有效转化，公司研发并量产的高等级悬式瓷绝缘子代表了国际先进水平，部分产品填补国内外空白。

公司近年来持续加大研发投入力度并不断引进人才，形成了技术精湛、创新力强的人才梯队，所有产品均为自主研发，拥有全部知识产权。参与的项目多次获得国务院、中国电机工程学会、中国机械工业联合会、机械工程学会、国家电网和地方省市政府等颁发的奖项。

图表4： 公司近年来获得的部分荣誉

序号	获奖时间	名称	获奖内容	评奖单位
1	2013.1.18	国家科学技术进步奖特等奖	特高压交流输电关键技术、成套设备及工程应用	中华人民共和国国务院
2	2009.12.23	国家科学技术进步奖一等奖	超高压直流输电重大成套技术装备开发及产业化	中华人民共和国国务院



序号	获奖时间	名称	获奖内容	评奖单位
3	2016.7.12	2015 年度中国电力科学技术进步一等奖	电网大面积污闪事故防治关键技术及工程应用	中国电机工程学会中国电力科学技术奖励工作办公室
4	2016.4	中国电器工业最具影响力品牌		中国电器工业协会
5	2011.3.31	辽宁省省长质量奖		辽宁省人民政府
6	2009.12.30	机械工业科学技术奖特等奖	1000kV 交流输变电关键技术研究、设备研制及工程应用	中国机械工业联合会、中国机械工程学会
7	2008.12.30	高压直流输电重大技术装备研制特等奖		中国机械工业联合会、中国机械工程学会
8	2011.2	全国机械工业明星企业家		中国机械工业企业管理协会
9	2010.8	重要贡献专家	在国家电网特高压直流输电示范工程中贡献突出,被评为重要贡献专家	国家电网公司
10	2010.12	中国机械工业优秀企业家		中国机械工业联合会

资料来源：公司年报、官网新闻、联讯证券

品牌方面，公司“三箭”商标为国家驰名商标并入选“中国电器工业最具影响力品牌”。公司已形成了一整套、完善稳定的全系列产品设计、制造、检测模式，产品获得国内外客户的全面信赖，先后为我国的第一条 1000kV 特高压交流输电工程、世界首条±800kV 特高压直流输电工程、世界上首个±600kV 电压等级直流输电工程、我国第一条“疆电外送”的特高压直流线路、三峡工程等国家重点工程项目供货。同时公司在三十余个国家和地区建立了稳定的销售服务网络。公司产品交付及时，且在线路上长期稳定运行，口碑在客户群体中较好，客户较为稳定。

1.3 行业地位稳固，市占率 30%左右，国网特高压中标大户

公司在特高压输电工程用悬瓷绝缘子领域具有较强的竞争优势，在国网历次招标中，中标数量和金额行业排第一，中标额度占比基本超过 30%。公司输电线路用瓷绝缘子产能、产量位居行业第一，约占 30%的比例。

图表5： 公司近年中标特高压项目统计表

日期	中标项目	金额（亿元）
2016	“扎鲁特—青州”±800kV 特高压直流项目	0.96
2016	“榆横—潍坊”特高压交流项目	0.88
2016	国家电网公司 2016 年输电线路材料瓷绝缘子第一批集中招标活动中包 3 和包 6	0.13
2016	国家电网公司 2016 年输电线路材料复合绝缘子第一批集中招标活动中包 1	0.02
2016	“锡盟—泰州”、“上海庙—山东”特高压项目	1.35
2016	国家电网公司 2016 年输电线路材料绝缘子第二次集中招标活动中包 9、包 24	0.36
2015	“酒泉—湖南”、“晋北—南京”±800 千伏特高压项目	0.4
2015	“锡盟—山东”特高压交流项目	0.94
2015	“蒙西—天津南”特高压交流项目	0.72
2015	国家电网公司 2015 年输电线路材料瓷绝缘子第四批集中招标活动中包 2、包 3、包 5	0.54
2015	国家电网公司 2015 年输电线路材料瓷绝缘子第三批集中招标活动中包 1、包 9、包 11	0.37
2015	“晋北—南京”特高压直流项目	0.41
2014	“淮南—南京—上海”特高压交流项目	1.17



日期	中标项目	金额（亿元）
2014	西藏昌都电网与四川电网联网工程	0.33
2014	国家电网 2013 年第六批瓷绝缘子招标活动包 2、包 3、包 4、包 5 及包 9	0.5
2014	国家电网 2013 年第六批复合绝缘子招标活动包 10 和包 22	0.05
2014	“宁东—绍兴”特高压直流项目	0.6
2013	“洛溪度—浙西”特高压直流项目和“天马—高岭三回”500 千伏线路工程	1.92
2013	国家电网 2013 年第三批瓷绝缘子招标活动包 4、包 7、包 8、包 10、包 12、包 15、包 18、包 22 及包 27	0.45
2013	国家电网 2013 年第三批复合绝缘子招标活动包 3、包 11 及包 17	0.05
2013	国家电网 2013 年第二批瓷绝缘子招标活动包 1、包 7、包 31、包 32、包 33、及包 34	0.35
2013	国家电网 2013 年第二批复合绝缘子招标活动包 19 及包 20	0.05
2013	“浙北—福州”特高压交流项目	0.92
2012	国家电网公司输变电项目 2012 年第六批瓷绝缘子招标活动包 1、包 2、包 4、包 7、包 9、包 16 及包 23	0.56
2012	国家电网公司输变电项目 2012 年第六批复合绝缘子招标活动包 1 及包 33	0.12
2012	“哈密南—郑州”±800 千伏特高压直流项目	0.51
2012	印度订单系印度国家电网公司第一条±800 千伏直流输电工程	0.21
2012	国家电网公司输变电项目瓷绝缘子 2012 年第四批招标活动包 1、包 2、包 4、包 5、包 6、包 14 和包 29	0.41
2012	“淮南—上海”特高压交流项目	0.78
2012	国家电网公司输变电项目 110（66）kV 及以上绝缘子 2012 年第三批招标活动	0.17
2012	国家电网公司输变电项目 110（66）kV 及以上绝缘子 2012 年第二批招标活动	0.31
2012	洛渡右岸电站送电广东双回±500 千伏直流输电工程、两渡工程电力电缆、站内盘形悬式绝缘子和从化换流站配套交流线路二期工程	0.73

资料来源：公司公告，联讯证券

1.4 推出新产品，拓展电气化铁路市场，未来业绩增长点

今年公司推出了电气化铁路用产品，预计 10 月份完成 CRCC 认证，为公司进入电气化铁路打下了坚实的基础。短期内虽难以贡献业绩，但我们看好该产品在 2、3 年后给成为公司新的业绩增长点。

随着国家以高铁为代表的电气化铁路的高速发展，铁路用绝缘子市场空间很大。为拓展该市场，公司研发出了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了坚实的基础。该产品目前正在进行中铁检验认证中心（CRCC）的认证，预计 10 月份完成，通过验证后公司将取得参与铁路时速 160 公里以下市场建设的入场券。此后再积累一定的铁路线路运营经验及更高等级的认证，公司将有机会参与高铁项目建设。不过我们认为，短期内铁路绝缘子难以贡献业绩，但我们看好 2、3 年后铁路绝缘子成为公司新的业绩增长点。

图表6： 大连电瓷推出的电气化铁路用复合棒型绝缘子



资料来源:公司网站, 联讯证券

1.5 主要竞争对手情况介绍

公司主要从事瓷绝缘子和复合绝缘子, 不生产玻璃绝缘子, 国内主要的竞争对手如下所示:

图表7: 大连电瓷主要的竞争对手情况简介

细分市场	公司名称	基本情况
瓷绝缘子	NGK 唐山电瓷有限公司	是日本碍子株式会社 (NGK) 下属全资子公司, 主要产品为悬式瓷绝缘子。NGK 创立于 1946 年, 长期致力于高性能绝缘子的生产、研发和销售, 从 2010 年开始 11 月开始, 为西北电网有限公司 750KV 特高压线路施工提供专用安全工具, 2012 年 1 月起, 为国家电网新疆联网工程、西藏联网工程提供专用安全工具。NGK 是大连电瓷在特高压绝缘子领域的主要竞争对手。
	苏州电瓷厂股份有限公司	是上市公司创元科技 (000551) 旗下的控股子公司, 江苏省高新技术企业, 2003 年由原苏州电瓷厂改制而成, 自 1936 年创立至今已有七十多年历史, 主要生产高压电瓷、避雷器、高压隔离开关等高低压电器产品及用于电气化铁路与城市轨道交通的电器产品。2015 年公司实现营收 4.37 亿元, 净利润 2146 万元。
复合绝缘子	长园高能电气股份有限公司	原东莞市高能电气有限公司, 是长园集团(600525)的控股子公司, 专业开发和生产高电压线路及电气化铁路用复合绝缘子及其系列产品的高新技术企业, 成功地研发了 800kV 及 1,000kV 交直流特高压复合绝缘子系列产品, 市场占有率居全国同行业前列。注册资本 1.10 亿元, 占地面积 5 万多平方米。
	山东泰光电气有限公司	是 35kV~750kV 复合绝缘子的专业生产厂家, 是清华大学紫光集团高电压绝缘技术的中试基地, 清华大学电气工程领域工程硕士实践基地、拥有进出口经营自主权, 企业先后获得“山东省名牌产品”、“省级守合同重信用企业”、“中国优秀民营科技企业”、“中国民营十大名优创新企业”等称号, 是国家级重点高新技术企业、山东省特高压与绝缘工程技术研究中心
	襄樊国网合成绝缘子股份有限公司	是中国最早研制、开发、生产复合绝缘子的大型企业, 中国国家和电力行业绝缘子标准化技术委员会委员单位, 国家电网特高压复合绝缘子重要供应商, 具备年产 100 万只合成绝缘子及其系列产品的生产能力, 拥有整体注射成型工艺和芯棒护套挤包伞裙套装两种生产工艺。
	广州市迈克林电力有限公司	2003 年由美国迈克林电力集团与广州 MPC 国际电工有限公司合资建立的国际性电力高新技术企业, 主要开发和生产高压复合绝缘子。



资料来源：联讯证券

1.6 机构投资者较多

公司机构投资者较多。公司主要的机构投资者包括嘉实基金、中央汇金、安信基金、博时基金等，合计持股 1052 万股，占流通股本的 7.41%、总股本的 5.16%。

公司前十大股东如下表：

图表8： 公司前十大股东持股统计（截至 10 月 11 日）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	阜宁稀土意隆磁材有限公司	40,000,000	19.6078
2	刘桂雪	16,311,877	7.9960
3	中国工商银行股份有限公司-嘉实事件驱动股票型证券投资基金	5,181,792	2.5400
4	彭璐	4,631,741	2.2700
5	中央汇金资产管理有限责任公司	2,721,600	1.3300
6	曾红涛	1,907,048	0.9300
7	屠文斌	1,866,600	0.9200
8	姜雪	1,849,500	0.9100
9	王远洋	1,677,700	0.8200
10	刘长翠	1,650,750	0.8100
	合计	77,798,608	38

资料来源：wind，联讯证券

图表9： 前十大持股机构（截至 10 月 11 日）

序号	机构名称	持股数量(股)
1	嘉实基金管理有限公司	5,431,892
2	中央汇金资产管理有限责任公司	2,721,600
3	深圳市天策创业投资管理企业(有限合伙)	1,493,500
4	华宝兴业基金管理有限公司	253,911
5	安信基金管理有限责任公司	110,857
6	博时基金管理有限公司	109,400
7	鹏华基金管理有限公司	96,300
8	中融基金管理有限公司	77,594
9	诺安基金管理有限公司	57,200
10	南方基金管理有限公司	46,400

资料来源：wind，联讯证券

2. 上半年营收\净利润暴增，盈利能力显著提高

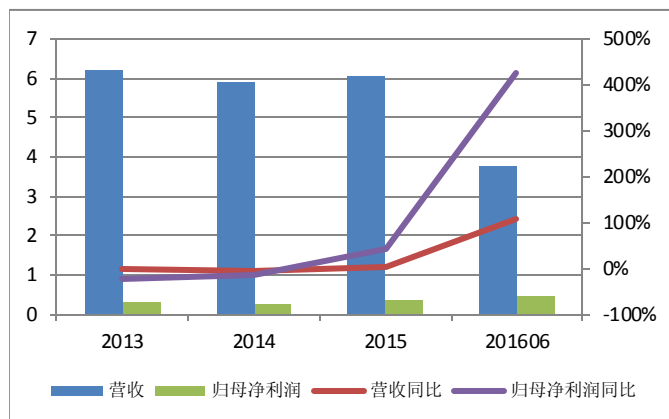
上半年，公司营收 3.75 亿元，同比增加 10628%，归母净利润 0.44 亿元，同比增加 426.88%。产品方面，悬瓷绝缘子和电站电瓷收入均出现大幅增长，市场开拓方面，产品已进入巴基斯坦、伊朗等近 50 个国家和地区。盈利能力方面，由于钢材等原材料和燃气价格下降，公司毛利率较去年同期提高近 10 个百分点。上半年经营活动产生现金流 4769



万元，比去年同期增加 6.67%。

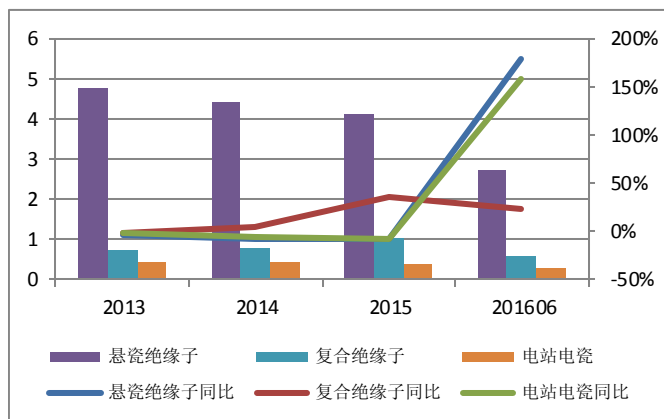
近年来，受益于特高压及配电网建设的高速发展，高端线路绝缘子领域的景气度稳中有升，公司业绩也是“芝麻开花节节高”，盈利能力快速提高。

图表10： 营收/净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源:wind, 联讯证券

图表11： 分产品营收及同比增速（亿元，%）

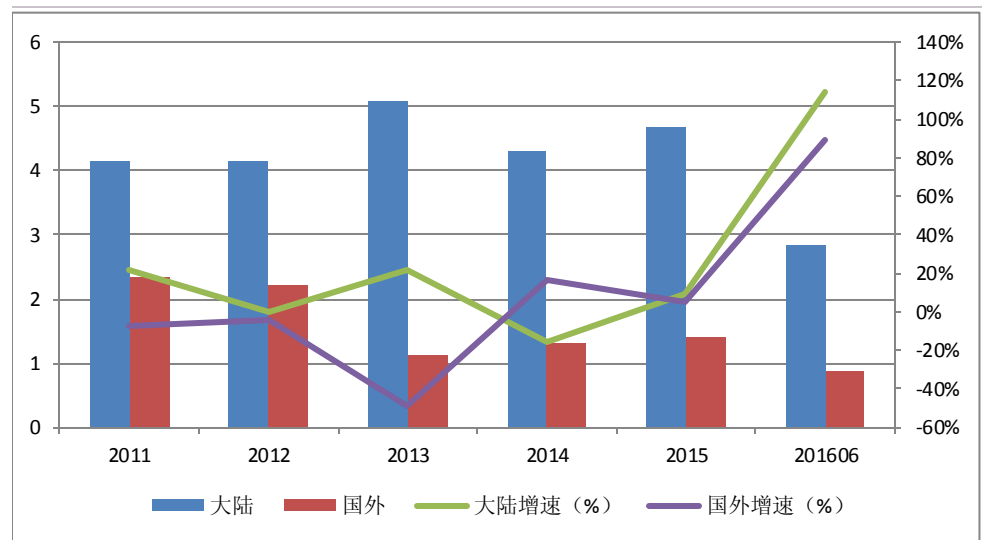


资料来源:wind, 联讯证券

地区收入组成方面，上半年国内外同比增速均出现大幅增长，其中国内增速高达 114%，国外同比增速为 89%。

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，2016 年海外收入有望超过 2 亿元。目前公司的绝缘子产品进入了巴基斯坦、伊朗、厄瓜多尔、西班牙和俄罗斯等近 50 个国家和地区。印度市场方面也表现出色，彻底摆脱了前几年的反倾销。

图表12： 分地区收入组成（亿元，%）

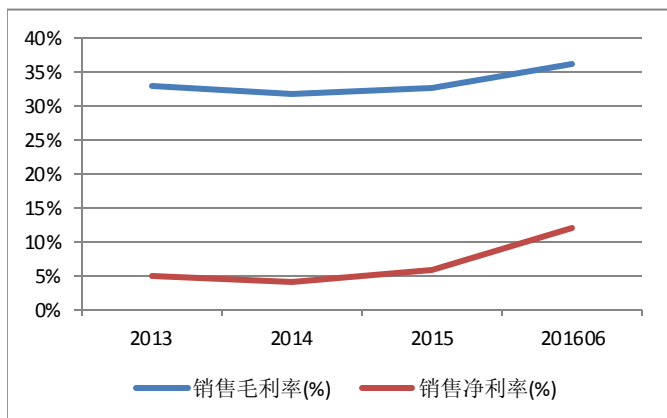


资料来源:wind, 联讯证券

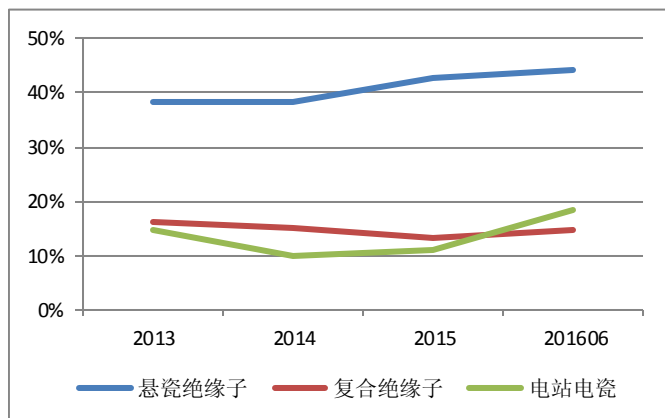
今年，公司盈利能力提升较快，上半年毛利率提高 3.5 个百分点，净利率提高 6.1 个百分点，主要是电站电瓷和悬瓷绝缘子毛利提高较多。

图表13： 销售毛利率与净利率（%）

图表14： 分产品毛利率（%）



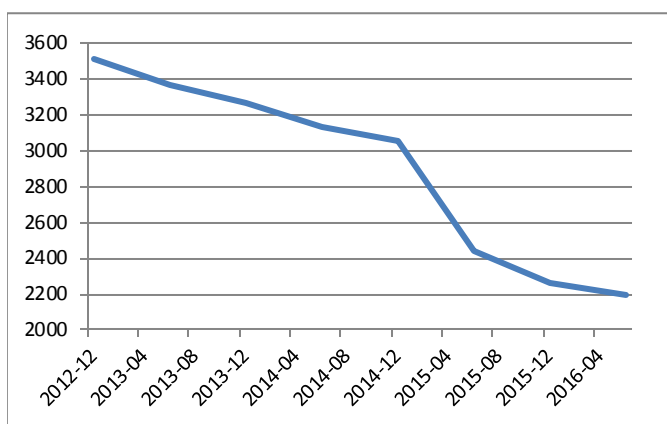
资料来源:wind, 联讯证券



资料来源:wind, 联讯证券

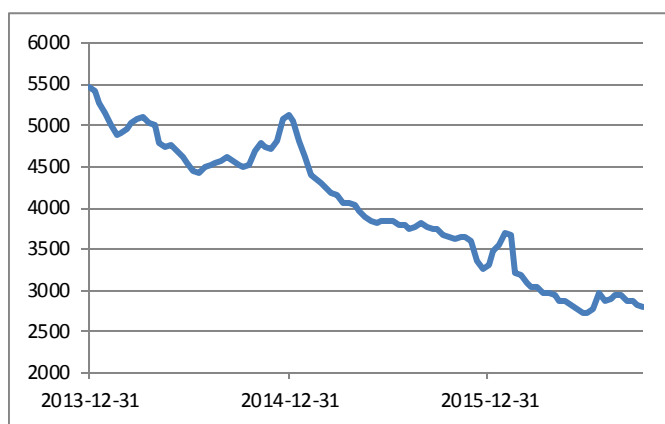
毛利率提高的重要原因是原材料和燃料价格下跌。公司生产瓷绝缘子主要原材料为矿物原料、金属附件、钢材等，生产过程中使用的燃料为天然气，近年来由于产能过剩的影响，钢材和天然气价格均出现了断崖式的下跌。

图表15: 重庆钢铁钢材平均售价 (元/吨)



资料来源:上市公司公告, 联讯证券

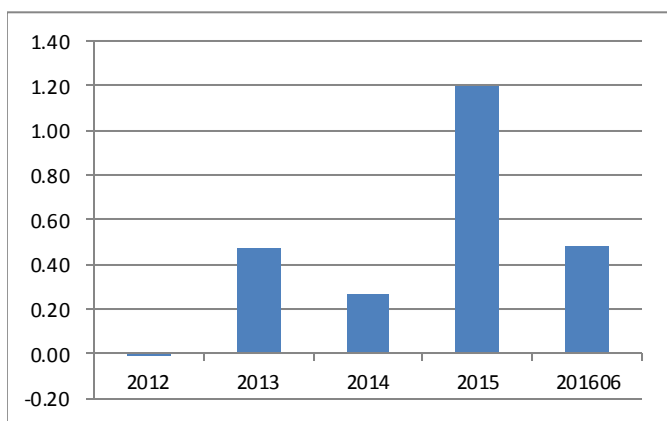
图表16: 国内 LNG 市场价 (元/吨)



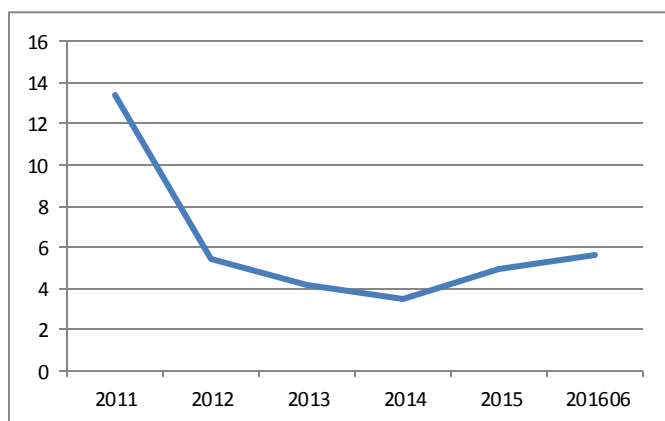
资料来源:国家统计局, 联讯证券

公司现金流充沛。上半年经营活动产生净现金流量 4769 万元，比去年同期增加 6.67%。净资产收益率自 2014 年触底后开始反弹，上半年达到 5.67%。

图表17: 经营活动产生的净现金流量 (亿元)



图表18: 净资产收益率 (加权, %)





资料来源:wind, 联讯证券

资料来源:wind, 联讯证券

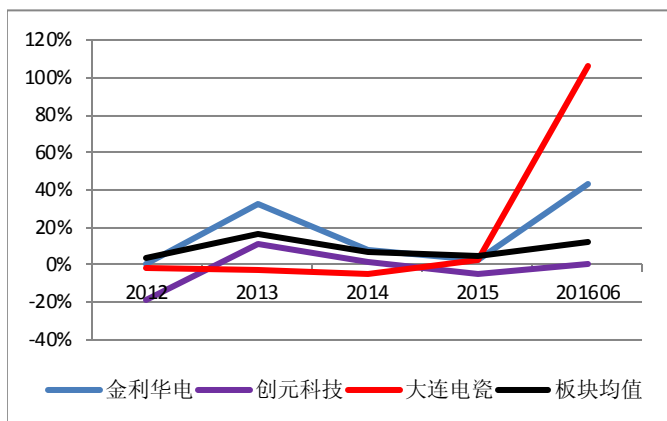
3. 可比上市公司分析, 业绩增速和毛利率领先, 但估值相对较低

与行业内上市公司相比, 公司上半年营收和归母净利润增速远超其他公司, 毛利率和净利率也处于行业领先, 远超板块均值, 但公司目前估值较低, 甚至低于板块均值。

作为对比, 我们选择了创元科技(000551)、金利华电(300069)和大连电瓷所处的 SW 三级子板块线缆部件。前文中我们提过, 创元科技旗下的苏州电瓷厂生产瓷绝缘子, 是公司的主要竞争对手, 今年上半年瓷绝缘子营收 2.98 亿元, 占创元科技总营收的 26.63%。金利华电主要从事玻璃绝缘子的生产, 与大连电瓷虽然不直接产生竞争, 但也有较大的参考性。另外, 我们没有选择长园集团做对比, 主要是因为绝缘子收入占比较小。

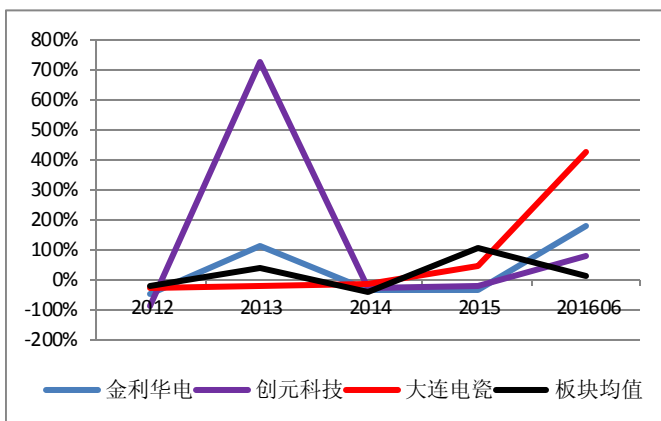
营收和归母净利润增速方面, 大连电瓷今年增速远高于其他上市公司。

图表19: 营收同比增速对比分析



资料来源:wind, 联讯证券

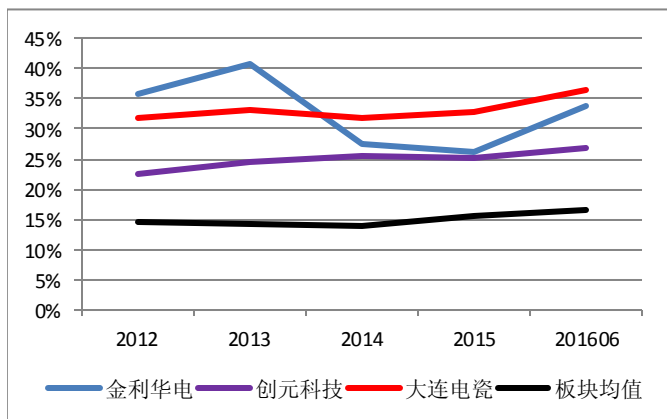
图表20: 归母净利润同比增速对比分析



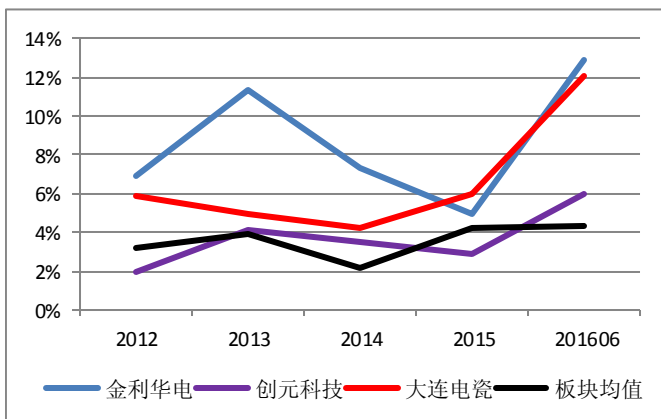
资料来源:wind, 联讯证券

大连电瓷销售毛利率高于其他两家公司和板块均值, 净利率比金利华电稍低, 但远高于创元科技和板块均值。

图表21: 毛利率对比分析



图表22: 净利率对比分析



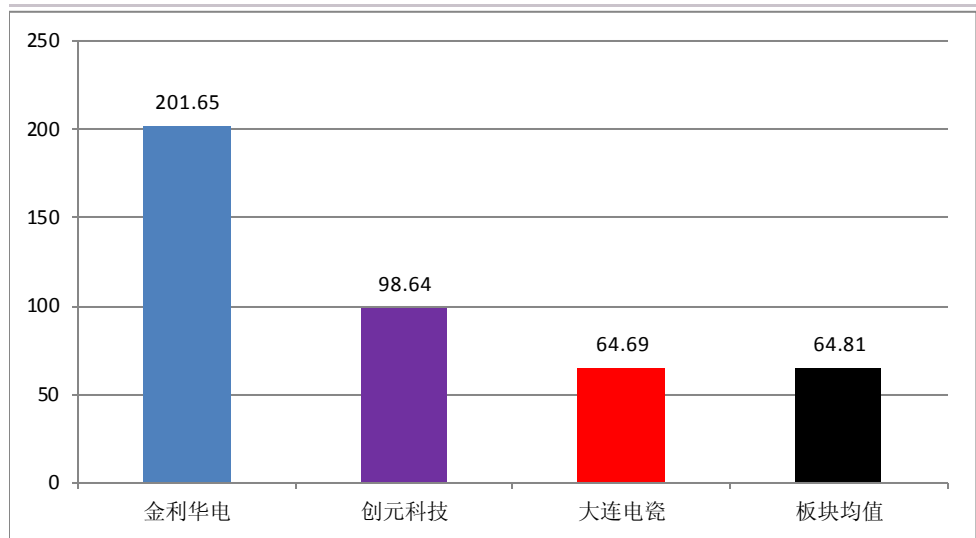


资料来源:wind, 联讯证券

资料来源:wind, 联讯证券

估值方面,以 10 月 13 日收盘价来算,大连电瓷 PE(TTM)为 65 倍,远低于金利华电 202 倍和创元科技 99 倍。

图表23: PE (TTM, 股价参考 10 月 13 日)



资料来源:wind, 联讯证券

4. 特高压建设迎来高峰期, 红利持续释放, 公司业绩弹性大

根据国网规划,“十三五”期间将至少投资 7000 亿元用于特高压建设。根据以往经验,绝缘子在特高压投资中占比约为 2%,以此来算,“十三五”期间绝缘子市场规模为 140 亿元,市场空间足够大。公司作为绝缘子细分行业的龙头公司,业绩具有高度弹性。

国家电网预计,到 2020 年,我国用电需求将达到 7.7 万亿千瓦时,发电装机将达到 17 亿千瓦左右,均为现有水平的 2 倍以上。而以 500 千伏交流和±500 千伏直流构成的主网架已经不能满足未来远距离、大容量输电以及电网安全性和经济性的需要,必须加快建设特高压电网。同时,西北地区愈来愈严重的弃风弃光问题,也倒逼特高压建设发展。

2014 年 5 月,国家能源局为落实《大气污染防治行动计划》,发布了 12 条重点跨区输电通道方案,11 条由国网公司建设,包括 4 条特高压直流线路、4 条特高压交流线路和 3 条 500 千伏高压线路。特高压自此开始迎来建设高潮。

据了解,“十三五”期间特高压工程规划分三批建设。

第一批“五交八直”工程。为治理东中部地区严重雾霾,满足西部北部能源基地和西南水电基地电力外送需要,提高电网安全稳定水平,加快建设“五交八直”特高压工程。今年开工建设,2018~2019 年建成投产。目前,±1100 千伏准东—皖南特高压直流工程已开工建设,预计 2018 年建成投运。

第二批“四交两直”工程。为加快形成东部、西部同步电网,建设东北特高压环网,东北与华北、西北与西南、华北—华中与华东特高压交流联络通道,以及金上—赣州、俄罗斯—霸州直流等特高压工程,2018 年前开工,2019~2020 年建成投产。



第三批“三交一直”工程。2020 年以前开工建设东部电网内部网架加强工程、内蒙古特高压主网架、西部电网向新疆和西藏特高压延伸工程，以及伊犁—巴基斯坦直流等工程。

根据我们的统计，国家电网获得发改委核准特高压工程共 18 个，其中在建工程 10 个，包括交流工程 3 个和直流工程 7 个，投资金额共 2439.38 亿元。

图表24：近年来获发改委批准的特高压建设项目

项目名称	投资金额（亿元）	线路长度（公里）	获发改委批复时间	开工时间
淮南-南京-上海特高压 1000 千伏特高压交流工程	268	2×780	2014.04	2014.11
宁东-浙江±800 千伏特高压直流输电工程	237	1720	2014.08	2014.11
蒙西-天津南 1000 千伏特高压交流工程	175	2×608	2015.01	2015.03
榆横-潍坊 1000 千伏特高压交流输变电工程	241.8	2×1048.5	2015.05	2015.05
酒泉-湖南±800 千伏特高压直流工程	261.86	2383	2015.05	2015.06
山西晋北-江苏南京±800 千伏特高压直流输电工程	162	1119	2015.06	2015.06
锡盟-江苏±800 千伏特高压直流工程	244.72	1619.7	2015.11	2015.12
上海庙-山东±800 千伏特高压直流工程	221	1238	2015.12	2015.12
±1100 千伏准东-皖南特高压直流工程	407	3324	2015.12	2016.01
内蒙古扎鲁特-山东青州±800 千伏特高压直流工程项目	221	1234	2016.08	2016.08

资料来源：国家电网，联讯证券

5. 控制人变更，外延转型预期加强

今年，公司实际控制人发生变更，新控制人旗下拥有多项稀土储备、分离、加工和磁性材料生产的资产，未来公司主营业务结构调整的预期加强。

今年 3 月份，公司原实际控制人刘桂雪先生因为个人原因辞去公司董事职务。9 月 19 日，公司发布公告，刘桂雪以 28 元/股就爱个转让持有的 4000 万股，交易对价共计 11.2 亿元，受让方为意隆磁材。

意隆磁材的实际控制人为朱冠成、邱素珍夫妇，该夫妇旗下最核心的资产是阜宁稀土实业有限公司，注册资本为 4 亿元，主要从事稀有稀土金属生产、销售等。根据媒体报道，2011 年，包括阜宁稀土在内的江苏省内 5 家获得指令性生产计划指标的稀土分离企业及一家贸易公司与中铝公司合资建成中铝稀土（江苏）有限公司。朱冠成、邱素珍夫妇通过阜宁稀土持有中铝稀土（江苏）有限公司 2.92%股权、中国稀有稀土股份有限公司 2.23%股权。

朱冠成、邱素珍夫妇表示，未来 12 个月内，不会转让本次受让的大连电瓷股份，未来将通过优化公司管理及资源配置等方式，全面提升上市公司的持续经营能力。

6. 股权激励进一步提升盈利能力

2015 年 9 月，公司进行了首次限制性股权激励，向 32 名管理层和核心技术人员以 5.67 元/股的价格授予了 400 万股限制性股票，解锁条件为 2015、2016、2017 年净利润较 2014 年增长 60%、70%、80%。根据上半年业绩，今年达成解锁条件是大概率事件。



7. 盈利预测与投资评级

对未来业绩的预测，主要有以下几个假设：

- 1) 国网特高压按照计划建设开展；
- 2) 公司的电站电瓷和复合绝缘子进展顺利；
- 3) 国际环境不出现重大变化，“一带一路”出口按计划开展。

我们认为，假设 1 是确定性事件，假设 2 中的电站电瓷和复合绝缘子业务进展，目前来看符合预期，假设 3 中的国际环境也在逐步好转，特别是公司已经进入的国家，比如巴基斯坦、伊朗、俄罗斯等，以及其他“一带一路”沿线国家，基本都属于跟中国关系不错的国家，风险要小很多。

我们对公司的业绩预测如下表所示，公司所处的 SW 三级子板块线缆部件平均市盈率为 64.81 倍，考虑到公司业绩快速增长和特高压建设超预期，我们认为公司的合理估值区间为 75-80 倍 PE 估值，根据 16 年业绩 EPS 预测，对应的合理股价为 35.93-38.32 元/股，给予公司“增持”的投资评级。

图表25： 盈利预测表

单位:百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	623.32	591.60	608.87	820.82	1059.75	1350.66
增长率(%)	-2.57%	-5.09%	2.92%	34.81%	29.11%	27.45%
归属母公司股东净利润	30.54	25.75	36.93	97.46	116.35	149.29
增长率(%)	-21.00%	-15.71%	43.43%	163.93%	19.37%	28.32%
每股收益(EPS)	0.150	0.126	0.181	0.478	0.570	0.732
每股股利(DPS)	0.123	0.098	0.074	0.319	0.380	0.488
每股经营现金流	0.249	0.136	0.566	0.202	0.221	0.194
销售毛利率	33.10%	31.94%	32.83%	35.02%	35.50%	35.80%
销售净利率	4.94%	4.20%	5.93%	12.03%	11.10%	11.15%
净资产收益率(ROE)	4.22%	3.53%	4.90%	12.41%	14.11%	17.08%
投入资本回报率(ROIC)	3.99%	2.97%	3.74%	10.73%	11.73%	13.77%
市盈率(P/E)	214.32	254.26	177.27	67.17	56.27	43.85
市净率(P/B)	9.04	8.96	8.69	8.33	7.94	7.49
股息率(分红/股价)	0.004	0.003	0.002	0.010	0.012	0.015

资料来源：联讯证券

8. 风险提示

- 1) 特高压建设进展低于预期
- 2) 公司海外业务进展低于预期



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	-10.26	8.21	10.60	13.51	税后经营利润	37.66	98.71	117.60	150.54
应收和预付款项	367.28	696.08	675.61	1071.42	折旧与摊销	43.35	86.39	86.39	86.39
存货	296.20	391.43	471.41	603.76	资产减值损失	6.80	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	6.00	6.00	6.00	6.00	利息费用	14.44	15.77	18.50	22.11
长期股权投资	6.21	6.21	6.21	6.21	存货的减少(增加以“-”填列)	-29.81	-109.38	-88.22	-153.33
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	经营性应收项目的减少(增加以“-”填列)	46.39	-122.76	-121.46	-161.83
固定资产和在建工程	448.01	373.29	298.58	223.86	经营性应付项目的增加(减少以“-”填列)	1.58	72.48	32.27	95.76
无形资产和开发支出	98.26	86.58	74.91	63.23	其他经营活动有关的现金流量	0.08	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	18.72	18.72	18.72	18.72	经营活动产生的现金流量净额	115.38	41.22	45.07	39.64
资产总计	1230.42	1586.52	1562.04	2006.71	投资活动产生的现金流量	-19.96	0	0	0
短期借款	235.00	495.31	406.61	721.53	筹资活动产生的现金流量	-37.49	-22.75	-42.68	-36.73
应付和预收款项	194.98	260.33	288.44	373.62					
长期借款	30.00	30.00	30.00	30.00					
其他负债	1.68	1.68	1.68	1.68					
负债合计	461.66	787.32	726.73	1126.82	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
股本	204.00	204.00	204.00	204.00	毛利率	32.83%	36.33%	38.12%	39.50%
资本公积	301.30	301.30	301.30	301.30	三费/销售收入	25.57%	21.70%	24.51%	26.19%
留存收益	247.85	280.40	319.00	366.67	EBIT/销售收入	9.17%	16.29%	15.00%	14.53%
归属母公司股东权益	753.16	785.71	824.31	871.97	EBITDA/销售收入	16.29%	26.81%	23.15%	20.93%
少数股东权益	26.54	24.43	21.93	18.85	销售净利率	5.93%	11.66%	10.71%	10.37%
股东权益合计	779.70	810.14	846.24	890.82	ROE	4.90%	12.45%	14.07%	16.42%
负债和股东权益合计	1241.36	1597.46	1572.98	2017.64	ROA	4.54%	8.43%	10.18%	9.78%
利润表	2015	2016E	2017E	2018E	ROIC	3.74%	10.88%	10.12%	13.00%
营业收入	608.87	820.82	1059.75	1350.66	销售收入增长率	2.92%	34.81%	29.11%	27.45%
减:营业成本	409.01	533.37	683.54	867.12	EBIT 增长率	29.19%	139.40%	18.89%	23.46%
营业税金及附加	6.76	7.88	11.13	14.86	EBITDA 增长率	15.17%	121.88%	11.47%	15.20%
营业费用	47.54	40.96	56.70	73.61	净利润增长率	45.27%	164.82%	18.59%	23.48%
管理费用	97.73	106.71	151.54	195.85	总资产增长率	3.15%	28.94%	-1.54%	28.47%
财务费用	10.44	15.77	18.50	22.11	股东权益增长率	3.13%	4.32%	4.91%	5.78%
资产减值损失	6.80	0.00	0.00	0.00	经营营运资本增长率	-12.50%	75.07%	4.02%	50.95%
加:投资收益	-1.71	0.00	0.00	0.00	资产负债率	37.52%	49.63%	46.52%	56.15%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	84.91%	84.17%	82.13%	81.84%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	57.40%	66.72%	60.08%	66.69%
营业利润	28.89	116.13	138.35	177.11	流动比率	1.53	1.46	1.67	1.55
加:其他非经营损益	11.41	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.83	0.93	0.99	0.99
利润总额	40.30	116.13	138.35	177.11	股利支付率	40.62%	66.72%	66.72%	66.72%
减:所得税	4.17	17.42	20.75	26.57	收益留存率	59.38%	33.28%	33.28%	33.28%
净利润	36.13	98.71	117.60	150.54	总资产周转率	0.49	0.52	0.68	0.67
减:少数股东损益	-0.80	1.25	1.25	1.25	固定资产周转率	1.37	2.20	3.55	6.03
归属母公司股东净利润	36.93	97.46	116.35	149.29	应收账款周转率	1.75	1.24	1.65	1.33
					存货周转率	1.38	1.34	1.39	1.35

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

郭佳楠：联讯证券基金研究员，具备 6 年公募基金产品及重点行业研究经验，目前是研究院报告质控岗。从事公募基金定性、产品评价及策略研究，持续跟踪基金行业发展动态，对公募产品运作特征有着较为深入的理解。曾为多家机构客户提供基金行业及产品深度专题研究服务；具备银行、证券公司基金池推介及维护经验。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，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。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯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。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com