

外延转型电力综合服务商，钴价上涨助推业绩增长

——合纵科技（300477）深度报告

2017 年 09 月 22 日

强烈推荐/首次

合纵科技

深度报告

报告摘要：

配电龙头稳定增长，外延收购拓展产业布局。公司在国网配电招投标份额为 2% 左右，常年位列网内前两名，业绩保持稳定增长。公司通过发行股份和支付现金方式，收购江苏鹏创和湖南雅城 100% 的股权，双向拓展业务布局，转型配电综合服务商及运营商，开拓新的增长点。

锂电正极材料前驱体龙头，受益钴价上涨业绩有望超预期。公司拟收购标的湖南雅城主营锂电池正极材料前驱体，深度绑定三星 SDI、北大先行（CATL 供应商）等客户，积极拓展产能缓解订单压力，并筹划三元前驱体产线，营收规模快速增长。受益于上游原材料钴价格持续上涨，雅城钴产品价格传导顺畅，目前单吨价格翻倍至 36 万元，单吨利润空间上升 3-4 万元。以全年钴产品销量 3000 吨，磷酸铁销量 8000 吨计算，预计其全年利润有望达 1.5 亿元以上，大超承诺业绩。

完善电力上游领域布局，逐利配售电增长空间。公司拟收购标的江苏鹏创主要面向电力设计院、电力公司从事电力工程勘察设计业务。公司通过收购江苏鹏创取得电力工程丙级资质，逐步纵向打通设计咨询、工程总包、设备制造、运维服务的产业生态链。同时，公司抓住增量配电网发展机遇，参股中能电投产业基金，切入园区配电网建设及运营领域，目前已布局中山亭亭及贵州万峰等项目，未来有望继续布局多个园区项目，并参与电力设备销售、工程总包、配电网运营等多个环节，带动业绩进一步增长。

盈利预测及投资评级：考虑四季度收购标的并表贡献业绩，我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 18.9 亿元、37.2 亿元 40.0 亿元，归母净利润分别为 1.8 亿元、3.3 亿元和 4.2 亿元，EPS 分别为 0.54 元、1.00 元和 1.28 元，对应 PE 分别为 53.5、28.8 和 22.5 倍，6 个月目标价为 35 元，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示：配电行业投资不达预期，锂电正极材料前驱体需求不足，电改进展不及预期。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,117.45	1,261.97	1,891.96	3,717.05	4,600.11
增长率（%）	22.60%	12.93%	49.92%	96.47%	23.76%
净利润（百万元）	87.21	88.51	176.55	327.52	420.08
增长率（%）	16.26%	1.49%	99.46%	85.52%	28.26%
净资产收益率（%）	11.94%	9.99%	16.44%	25.14%	26.31%
每股收益（元）	0.92	0.32	0.54	1.00	1.28
PE	31.33	90.06	53.50	28.84	22.48
PB	4.25	9.17	9.42	7.76	6.33

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

y angrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

交易数据

52 周股价区间（元）	25.53-24.84
总市值（亿元）	77.8
流通市值（亿元）	30.89
总股本/流通 A 股（万股）	30474/12099
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.14

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1. 配网龙头低位稳固，外延布局加码业务转型	4
1.1 配网领域头，业绩保持稳定增长	4
1.2 收购雅城、鹏创，双向拓展产业链	6
2. 外延锂电材料，打造正极前驱体龙头	6
2.1 收购湖南雅城，进军锂电材料	6
2.2 雅城钴产品量价齐升，钴产品产能释放，业绩迎来高增长	8
2.3 收益钴价上涨传导，雅城或大超承诺业绩	11
3. 纵向延伸电力产业链，打造配网综合服务商	14
3.1 受益投资提升，配电领域加速增长	14
3.2 收购江苏鹏创，延伸电力上游产业链	17
3.3 增量配电网迎发展机遇，投资基金布局园区配电网	19
4. 盈利预测及投资评级	21
5. 风险提示	22

表格目录

表 1: 湖南雅城产品线	7
表 2: 雅城主要产品及应用	7
表 5: 国内外钴价脱钩	12
表 3: 钴酸锂正极材料各加工环节产品及原料耗量	13
表 4: 江苏鹏创主要业务及项目	17
表 5: 配售电一体化收益率预测	20
表 6: 公司盈利预测表	23

插图目录

图 1: 公司股权结构及参控股公司	4
图 2: 公司近年来营收情况	5
图 3: 公司近年来归母净利润情况	5
图 4: 公司分业务毛利率及净利率	5
图 5: 公司期间费用率情况	5

图 6: 公司各业务营收占比	6
图 7: 公司 2017 上半年各项业务营收占比	6
图 8: 收购前雅城股权结构	8
图 9: 雅城营业收入情况（百万元）	9
图 10: 雅城净利润情况（百万元）	9
图 11: 雅城分业务毛利率	9
图 12: 雅城分产品销量（吨）及产销率	9
图 13: 雅城前五大客户结构	10
图 14: 雅城产品产能及利用率（1）	11
图 15: 雅城产品产能及利用率（2）	11
图 16: 正极材料各环节产品价格（元/吨）	11
图 17: 国内外钴环节价格出现倒挂（元/吨）	12
图 18: 钴酸锂正极材料生产流程	13
图 19: 钴价变动引起的正极材料各加工环节“收入变化-成本变化”（元/吨）	14
图 20: 我国电力系统投资额	15
图 21: 我国电网投资结构	15
图 22: 城乡年户均停电时间（小时）与能源局 2020 年目标	15
图 23: 城乡供电可靠率情况与能源局 2020 年目标	15
图 24: 国家电网的农网投资额	16
图 25: 近年来国网变压器招标规模（万台）	16
图 26: 电力工程勘察设计行业新签合同	17
图 27: 电力工程勘察设计行业收入	17
图 28: 收购前鹏创股权结构	17
图 29: 鹏创营业收入情况（百万元）	18
图 30: 鹏创净利润情况（百万元）	18
图 31: 鹏创毛利率保持行业领先	18
图 32: 鹏创分业务毛利率	18
图 33: 鹏创近年来订单情况（万元）	19
图 34: 鹏创 2017 年 1-4 月订单情况（万元）	19
图 35: 增量配电网建设模式	20

1. 配网龙头低位稳固，外延布局加码业务转型

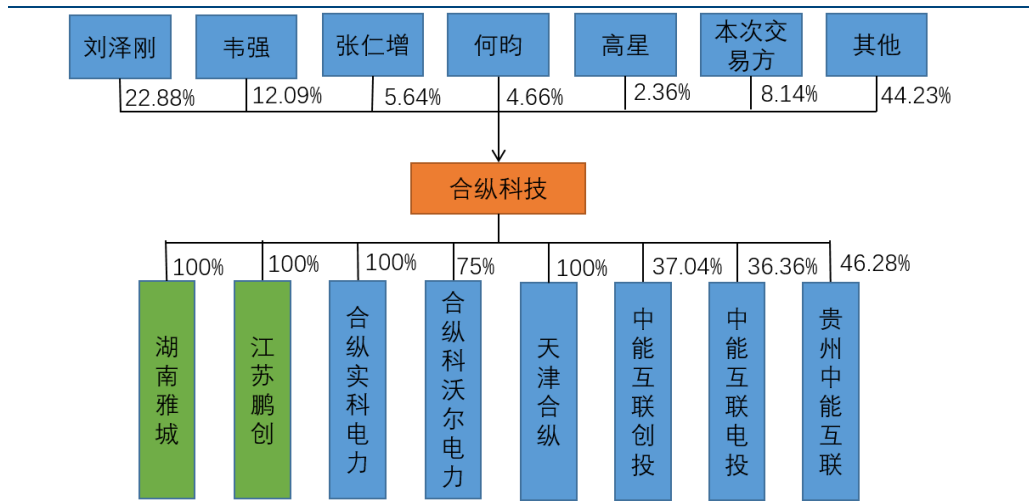
1.1 配网领域头，业绩保持稳定增长

公司成立于 1997 年，最早由环网柜制造起家，于 2015 年 6 月在创业板成功上市，目前已成长为从事配电及控制设备制造和相关技术服务的高科技企业，面向国内电力网络、市政建设、铁路、城市轨道交通等诸多领域。公司长期专注于户外中高压配电和控制设备的生产与销售，在北京密云和天津滨海建设两大生产基地，产品主要包括环网柜、箱式变电站、柱上开关、变压器、电缆附件和其他开挂等。其中，在环网柜领域，公司市场份额长期位列行业前三，变压器、箱式变电站等也逐步迈进行业领先地位。

公司股权结构稳定，高管持股比例较高，第一大股东刘泽刚先生持有公司股份 6968.5 万股，持股比例为 22.87%，是公司的实际控制人，并与韦强、张仁增、何昀、高星等为一行动人，合计持股比例达 47.63%，对公司形成强有力的控制。

目前公司共参控股 8 家子公司和合营企业。其中，湖南雅城和江苏鹏创是公司于 2017 年 8 月通过发行股份和支付现金方式新收购的全资子公司，前者专注于锂电池正极材料的研发生产，后者主要从事配网项目的咨询、设计和施工服务。

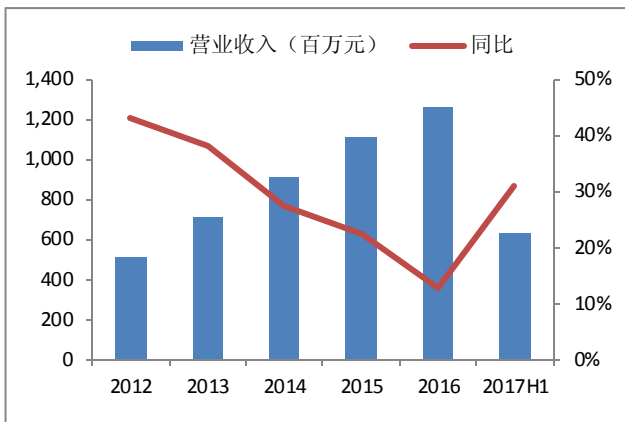
图 1：公司股权结构及参控股公司



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

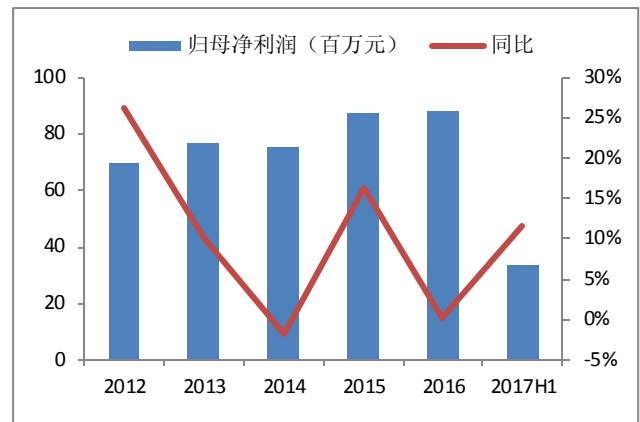
多年以来，公司营收规模保持稳定增长，近 5 年来复合增长率约 25%；相比之下，公司归母净利润近 5 年来的复合增速仅约 6%，处于相对低速增长状态，这主要是因为市场竞争加剧，公司产品价格承压导致利润空间萎缩，同时高毛利产品占比出现阶段性下降导致。针对于此，公司进一步加大对电网市场及网外用户侧市场的开拓力度，不断提升产品品质，降低制造成本，巩固并扩大既有优势地位。2017 上半年公司实现营业收入 6.31 亿元，同比增长 30.95%；实现归母净利润 3357 万元，同比增长 11.66%，业务出现回暖势头。

图 2：公司近年来营收情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

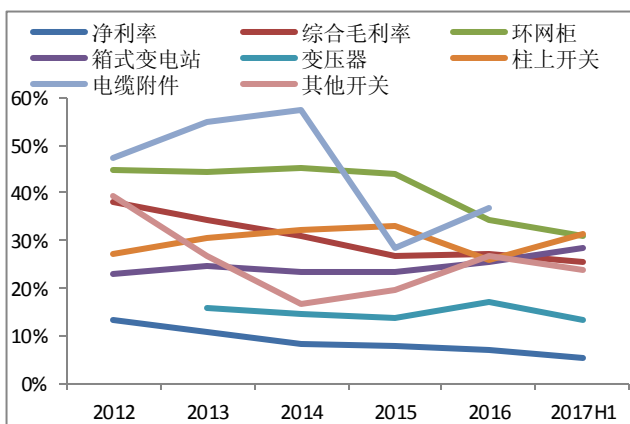
图 3：公司近年来归母净利润情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

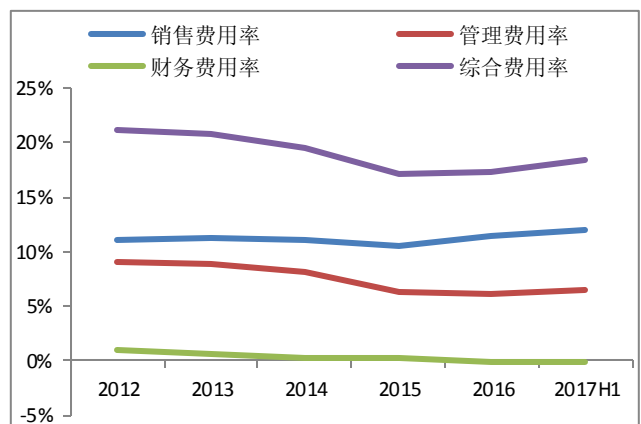
公司期间费用率整体控制得当，其中管理费用总体降幅较为明显，主要是公司在改进管理方法同时，由于残保金、车船税等费用核算到税金中所致；财务费用近年来保持逐年下降，主要是由于公司上市后贷款担保费减少，且借款减少导致利息支出减少。而销售费用率近几年稳中有升，主要是由于市场竞争环境恶化，公司加强客户和渠道拓展相应费用提升所致。

图 4：公司分业务毛利率及净利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

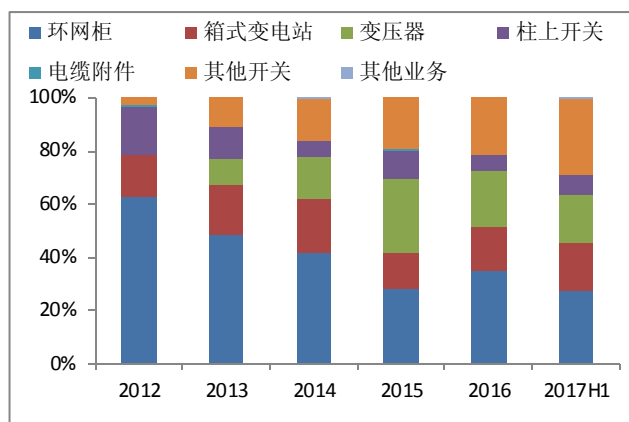
图 5：公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

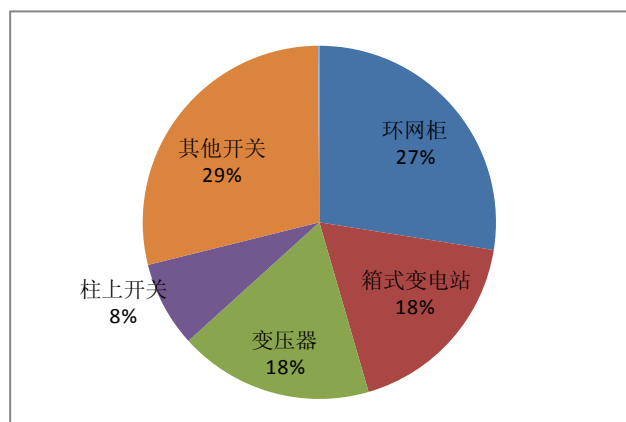
环网柜、箱式变电站和变压器是公司目前的三大主营业务，但由于市场变化较大，公司有意在产品结构上正进行调整。其中，环网柜是公司长期以来的主打产品，近年来公司环网柜业务占比由最初的 70% 左右逐步下降到 2016 年的 35%，2017 年上半年更是不到 30%。而自公司 2013 年开拓变压器业务以来迅速发展，目前已成长为公司的第二大主营业务。

图 6：公司各业务营收占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7：公司 2017 上半年各项业务营收占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 收购雅城、鹏创，双向拓展产业链

面对传统行业激烈的市场竞争，公司继续专注于电力配电领域，打造行业产业链，由电力设备提供商转型配电领域综合服务商及运营商，同时积极通过并购或战略合作等形式拓宽产业布局，开拓新的增长点。

2017 年 6 月初，公司定增方案或证监会通过。公司拟以发行股份和支付现金方式，作价 5.32 亿元收购湖南雅城 100% 股权，作价 1.88 亿元收购江苏鹏创 100% 股权，其中发行股份支付对价为 5.06 亿元。同时，公司拟向刘泽刚、合纵投资等不超过 5 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金 4.68 亿元，用于湖南雅城在建项目、支付本次交易的现金对价以及相关交易税费。

- ◆ **湖南雅城**主要从事锂电池正极材料前驱体的研发、制造和销售，主要产品包括四氧化三钴、氢氧化亚钴和磷酸铁，在锂电池正极材料市场形成较强的竞争优势，是我国锂电池正极材料专业供应商之一。湖南雅城 2016 年度、2017 年度、2018 年度实现的扣非净利润分别不低于 3814 万元、5152 万元和 6629 万元。
- ◆ **江苏鹏创**主营电力工程设计业务，拥有江苏省建设厅颁发的电力行业（送电、变电）工程丙级设计资质证书，多年来在业内积累了良好的口碑，有助于公司在市场化竞标中顺利承接业务。江苏鹏创承诺 2016-2019 年度实现扣非净利润合计不低于 6715 万元，即年均约 1679 万元。

通过本次收购，将使公司从传统能源配电领域的产业生态链延伸至电力行业送、变电工程设计领域，并在未来发展前景更为广阔的新能源储能领域中的锂电池正极材料制造业进行了战略布局，契合公司的未来发展规划。

2. 外延锂电材料，打造正极前驱体龙头

2.1 收购湖南雅城，进军锂电材料

公司拟以发行股份和支付现金的方式，作价 5.32 亿元从实际控制人李智军以及科恒股份、臻太新能源等 31 名交易对手方手中收购湖南雅城 100%股权，其中 70.44%的对价以发行股份方式支付，29.56%的对价以现金方式支付。同时非公开发行股份募集配套资金 4.68 亿元，用于湖南雅城在建项目、支付交易现金对价以及相关交易税费。

湖南雅城主要从事锂电池正极材料前驱体的研发、制造和销售，国内市占率约 7%，其主要产品包括四氧化三钴、氢氧化亚钴、磷酸铁，其中：

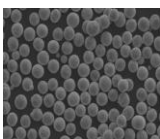
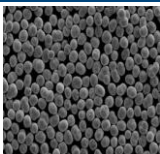
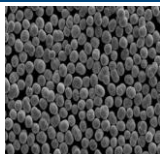
- ◆ 湖南雅城四氧化三钴主要用于消费电子产品中锂电池正极材料的制备，在球形大颗粒的高电压产品领域长期成为三星 SDI 的独家供应商（今年以来由于产能原因又开拓了格林美作为供应商），从侧面反映了雅城四氧化三钴产品的质量水平和技术优势。
- ◆ 氢氧化亚钴为 4.45-4.5V 的高电压锂电池正极材料的添加剂，可增加锂电池正极材料的振实密度，提高锂电池的电容量，主要客户有科恒股份、湖南杉杉等。
- ◆ 磷酸铁是正极材料磷酸铁锂的主要原材料，在新能源汽车中应用广泛。湖南雅城磷酸铁产品自 2015 年正式投放市场以来，快速成为了北大先行旗下泰丰先行等国内外知名正极材料厂商的主要供应商，产品在晶粒尺寸、分散性和低温性能等方面具备优势，电容高出市场同类产品 5-10%。

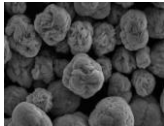
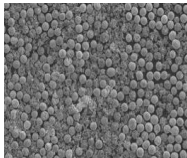
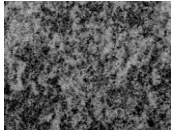
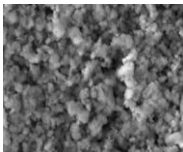
表 1: 湖南雅城产品线

产品	应用	客户
四氧化三钴	消费电子锂电池	三星 SDI 等
氢氧化亚钴	锂电池正极材料添加剂	科恒股份、湖南杉杉等
磷酸铁	新能源汽车动力电池	泰丰先行、贝特瑞等

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2: 雅城主要产品及应用

主要产品	产品规格	产品细分	产品电镜图	性能及优点	主要用途
四氧化三钴	18-20μm	球形大颗粒		形貌优异，粒度集中	用于制备 4.2-4.5V 高电压、高容量钴酸锂，容量提升 7%
	15-17μm	类球形大颗粒		振实比重高，颗粒形貌均一，粒度集中，大幅降低钴酸锂制造成本	用于 4.2-4.5V 高电压、高容量钴酸锂的制备，使容量提升 7%
	7-8μm	常规		工艺技术成熟，生产成本低，品质稳定	用于制造锂电池钴酸锂正极材料，也可用于色釉料及磁性材料

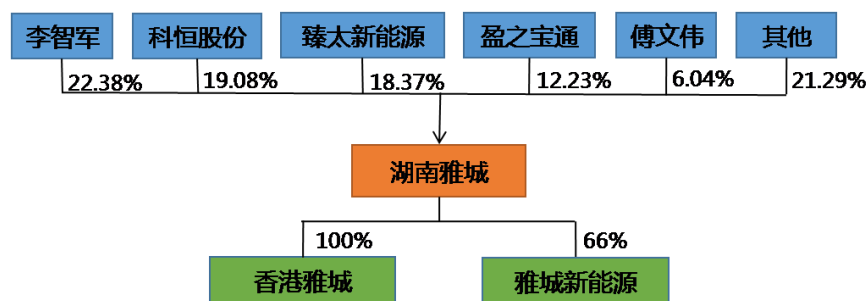
4-6μm	常规		适用性广，可作为多种型号钴酸锂生产原料	用于常规钴酸锂制备
6-15μm	陶瓷级		钴含量高，杂质含量小	用于制造搪瓷色釉料、玻璃着色剂、磁性材料、电子元件材料、钴催化剂等
氢氧化亚钴	0.5-1.5μm	无定形氢氧化亚钴 	能增加锂电池正极材料的振实密度，提高锂电池的电容量	用于消费锂电池生产
磷酸铁	1-3μm	无水磷酸铁 	单晶粒度小、分散均匀、加工性能优异、低温充放电性能好	用于磷酸铁锂电池正极材料制备，也可用作催化剂及制造陶瓷

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

湖南雅城下设香港雅城和雅城新能源两个子公司：

- ◆ 香港雅城主要从事对三星 SDI 香港进行钴酸锂前驱体的销售，目前公司正在调整向三星 SDI 销售方式，该有湖南雅城直接销售，并启动香港雅城注销程序。
- ◆ 雅城新能源月，由湖南雅城和泰丰先行共同出资设立，湖南雅城股权占比 66%，泰丰先行股权占比 34%，专注经营磷酸铁产品。

图 8：收购前雅城股权结构

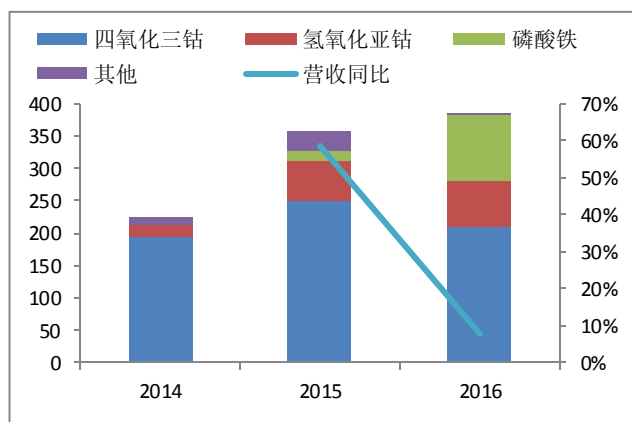


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 雅城钴产品量价齐升，钴产品产能释放，业绩迎来高增长

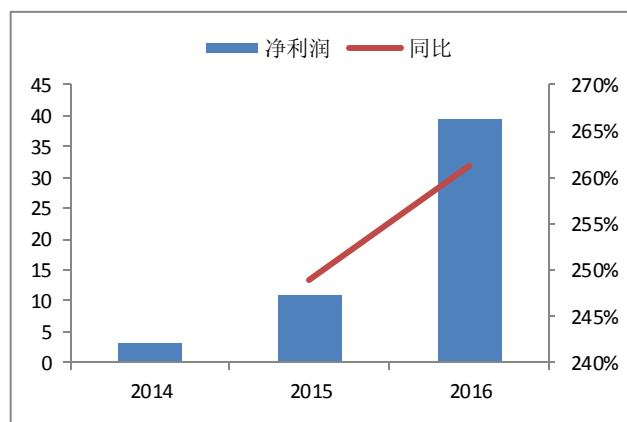
湖南雅城 2016 年共实现营业收入 3.85 亿元，同比增长 7.66%；实现净利润 3945 万元，同比增长 261.26%。在营收规模较为稳定的情况下，公司业绩实现大幅提升的主要原因是在公司钴产品盈利能力企稳回升的情况下，高毛利率的磷酸铁规模化投产后，销量增长近 5 倍，在公司整体业务占比中迅速扩大到 26%，同时毛利率上升 23%，带动公司综合毛利率大幅提升 90%。

图 9：雅城营业收入情况（百万元）



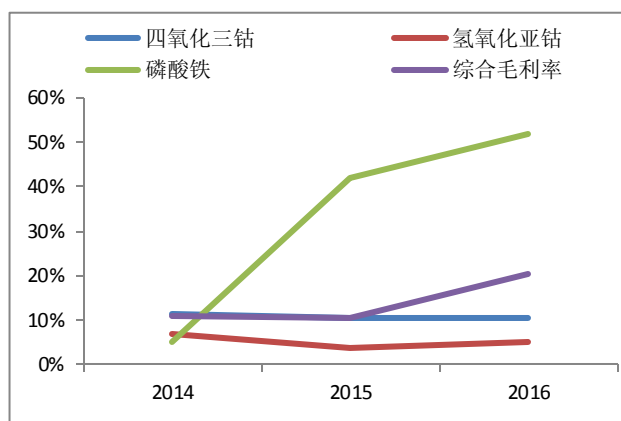
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 10：雅城净利润情况（百万元）



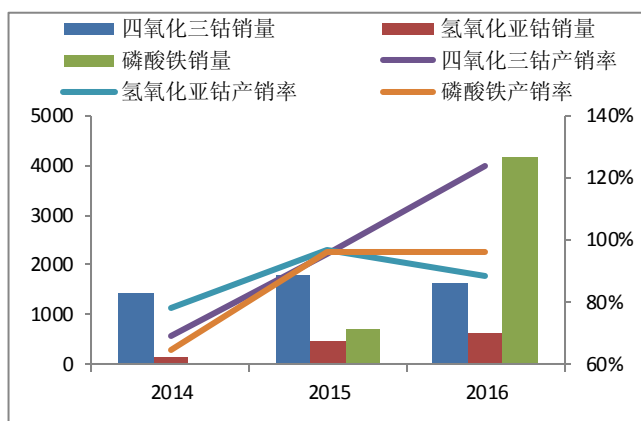
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 11：雅城分业务毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 12：雅城分产品销量（吨）及产销率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

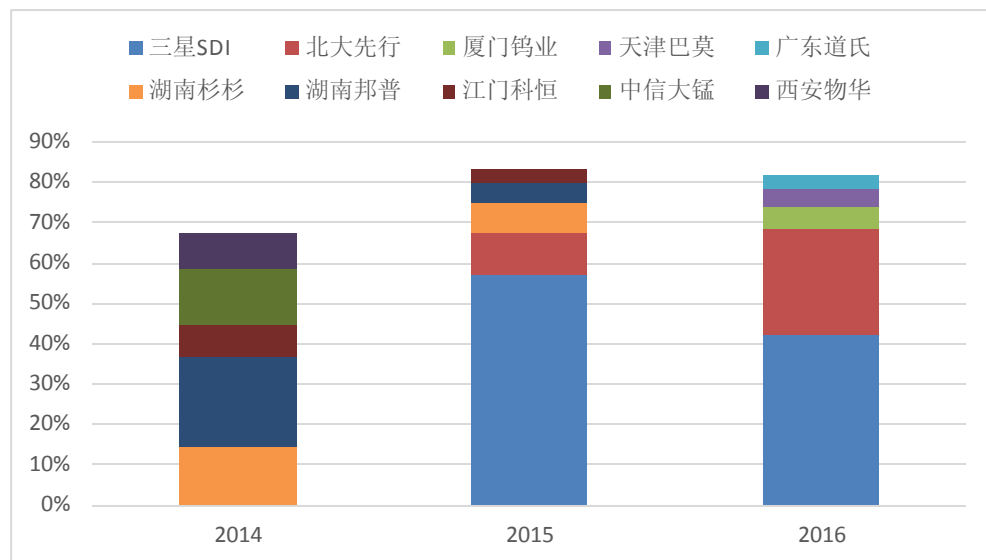
雅城下游客户分布较为集中，前五大客户占比常年稳定在 60%以上，近两年来达到了 80%以上，在一定程度上有利于控制销售费用，提高销售效率。同时，雅城的客户结构也跟随着产品结构而调整，2016 年雅城前两大客户为三星 SDI 和北大先行：

- 三星 SDI 方面，湖南雅城 2014 年通过认证进入供应链后，主动匹配其采购需求，主要销售四氧化三钴和氢氧化钴产品，并长期独家供应高电压球形钴酸锂，形成了良好的合作关系（随着高端钴酸锂电池需求日益上升，雅城产能逐渐难以满足三星 SDI 需求，因此三星 SDI 开拓了另一优质供应商格林美）。
- 北大先行旗下泰丰先行是湖南雅城磷酸铁业务第一大客户，也是 CATL 磷酸铁锂的主要供应商，随着雅城磷酸铁销售比重快速增加，对泰丰先行的销售占比随之提升。2017 年 1 月，泰丰先行与雅城签署了磷酸铁采购年度框架协议，约定 2017 年泰丰先行向湖南雅城采购 5000 吨磷酸铁，双方的合作关系日益深化。

湖南雅城通过与三星 SDI、泰丰先行在钴产品和铁产品上的紧密合作，保持优势产品在全球的领先地位，并努力扩大市场份额。除此之外，湖南雅城还通过加大其他客户

销售量、拓展新客户等方式降低对三星 SDI 香港和泰丰先行的依赖,客户数量由 2015 年的 36 户增加至 2016 年的 41 户,注重对大客户销售占比的控制,对单一客户的依赖程度持续下降。

图 13: 雅城前五大客户结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

随着消费电子稳定发展和新能源汽车行业爆发，雅城在产能方面逐渐趋于紧张。随着公司配套融资的支持，近两年雅城将着力进行产能扩张以满足订单需求，并有望将目前的市占率从 7% 提升到 15% 左右。

1、钴产品方面：

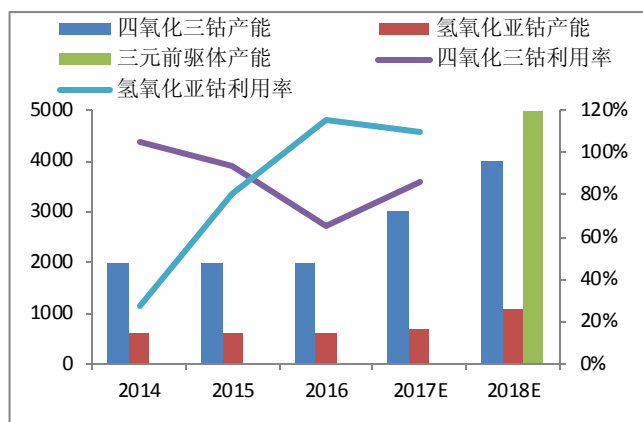
- ◆ **四氧化三钴**：现有产能 2000 吨，预计年底达到 3000 吨，明年扩产到 4000 吨。目前三星 SDI 订单保持稳定增长，雅城跟随其步伐扩产，具备强大的安全边际。
- ◆ **氢氧化亚钴**：现有产能 600 吨，预计年底达到 700 吨，明年扩产到 1100 吨。
- ◆ **三元前驱体**：产能正在筹建，计划明年建成 5000 吨产能。雅城长期具备三元前驱体技术储备，但由于前期毛利率较低未有产能布局。目前公司正

2、铁产品方面：

雅城现有磷酸铁产能近 1 万吨，预计年底达到 1.5 万吨，明年扩产到 3.5 万吨。随着磷酸铁加速替代低比容量的草酸亚铁作为磷酸铁锂的前驱体，以及磷酸铁锰锂对铁系锂电池能量密度的提升，磷酸铁未来市场空间有望进一步扩大。雅城磷酸铁扩产步伐较快，将有助于公司缓解磷酸铁供给紧张局面，进一步抢占市场份额。

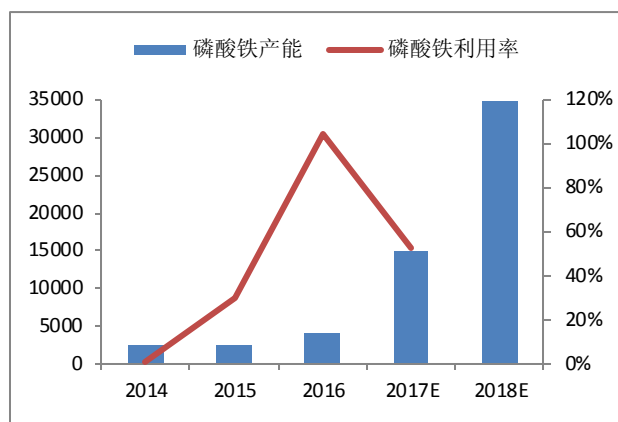
同时，相比于磷酸铁锂，磷酸铁位于新能源汽车产业链更上游，国内目前规模生产企业仅有湖南雅城、安达科技、湖北万润等少数厂商，其产能瓶颈对下游影响更大，生产商的溢价能力更强。

图 14: 雅城产品产能及利用率（1）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 15: 雅城产品产能及利用率（2）

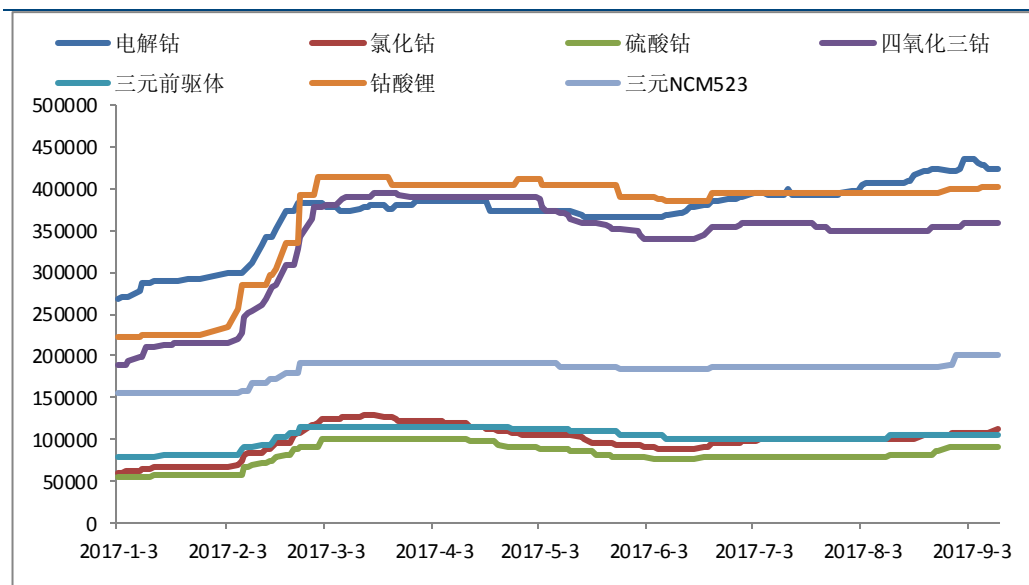


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.3 收益钴价上涨传导，雅城或大超承诺业绩

受供需格局显著改善及乐观预期影响，从去年下半年的钴价历史低点以来，国内电解钴价格已上涨 120%，而今年年初至今的涨幅也有 58%。其中，以今年一季度的涨幅最为明显。钴的价格暴涨直接推高了雅城的钴系前驱体产品价格。

图 16: 正极材料各环节产品价格（元/吨）



资料来源：亚洲金属网，CIAPS，东兴证券研究所

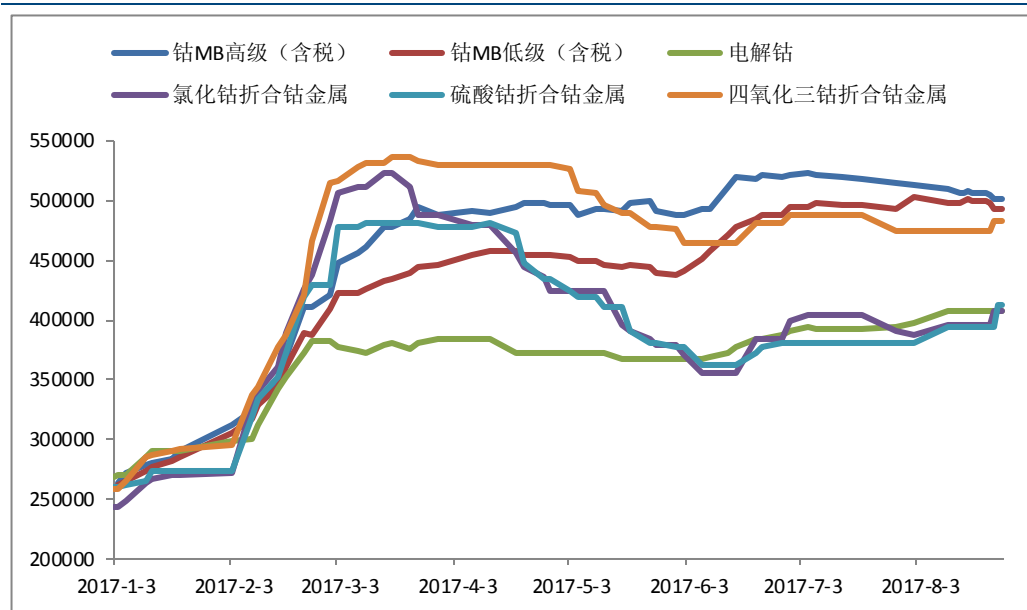
对于未来钴价趋势，从国内外钴价分化来看，我们认为国内钴价仍存在预期差。按折合钴金属量统计价格，除了四氧化三钴外，国内电解钴、钴盐产品与钴 MB 低级价差已扩大到 10 万元/吨，而目前钴 MB 价格仍保持坚挺，国内外钴价出现了严重的价格倒挂。在这样的背景下，近两日钴盐价格也出现了明显上涨。随着动力电池需求加速放量，国内厂家低价原料库存正逐渐消耗殆尽，未来将不得不转向进口，面临更大的成本压力，电解钴、钴盐等产品价格有望再次迎来上调。

表 3: 国内外钴价脱钩

品种	单价（美元/磅）	不含税价（万元/吨）	含税价（万元/吨）
钴 MB 高级	29.60	43.51	50.90
钴 MB 低级	29.00	42.62	49.87
品种	单价（万元/吨）	折合钴金属价（万元/吨）	与 MB 低级价差(万元/吨)
电解钴	40.7	40.70	9.17
氯化钴	9.8	39.56	10.31
硫酸钴	8.25	39.36	10.51
四氧化三钴	34.9	47.53	2.34

资料来源：东兴证券研究所

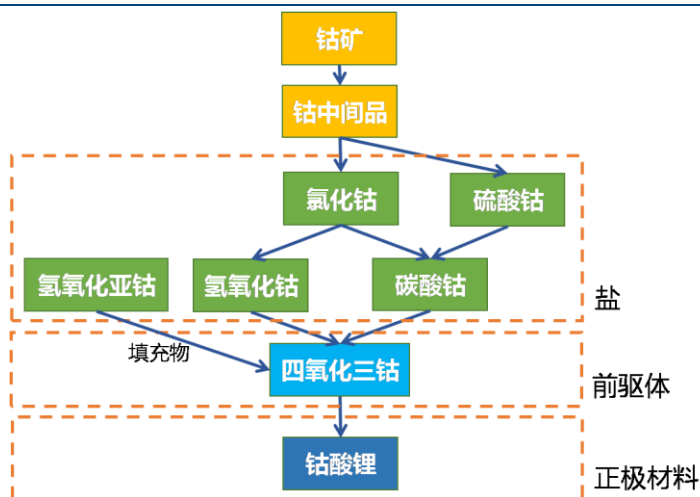
图 17: 国内外钴环节价格出现倒挂（元/吨）



资料来源：Wind，亚洲金属网，东兴证券研究所

正极材料通常采用“原材料成本+加工成本+毛利”的定价模式，供需双方协商定价，其中料工费占成本比重高达 80%左右。在原材料钴价格暴涨的背景下，除了最上游钴生产企业能显著直接获得超额利润外，对于正极材料各加工环节的企业而言，能否从中获利取决于涨价向下游传导是否顺畅。

图 18: 钴酸锂正极材料生产流程



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

由于钴在材料加工环节占据很高的成本比重，因此我们通过换算金属当量，简单地从钴的角度分析其涨价对于正极材料各加工环节的影响（未考虑其他原材料成本及材料加工损失）。

表 4: 钴酸锂正极材料各加工环节产品及原料耗量

钴盐		前驱体		正极材料	
原料耗量	单吨产品	原料耗量	单吨产品	原料耗量	单吨产品
钴：0.25 吨	氯化钴	氯化钴：2.96 吨	四氧化三钴	四氧化三钴：0.82 吨	钴酸锂

资料来源：东兴证券研究所

注：氯化钴按六水氯化钴计量。

通过测算我们发现，在价格暴涨的过程中，由于产品调价滞后等原因，前期后端的四氧化三钴和钴酸锂对钴涨价的影响未能稳定消化，盈利能力波动较大。从二季度开始，随着涨价趋缓，不同产品盈利能力出现了明显的分化：

- ◆ **钴盐（氯化钴）**：氯化钴由于自身技术壁垒较低，行业分散，议价能力较弱，原材料成本和产品价格涨幅趋于一致，在本轮涨价中获益较小；
- ◆ **前驱体（四氧化三钴）**：四氧化三钴中钴的比重较大，涨价弹性大，且下游厂商成本消化能力较强，价格传导顺畅，尤其是实力较强的企业，从涨价中显著获益；
- ◆ **正极材料（钴酸锂）**：钴酸锂电池下游多用于消费电子产品，其中锂电池成本占比低仅 5% 左右，且更注重产品性能，对于正极材料涨价不敏感，成本可向下游有效转嫁，自身利润空间得到扩大。

图 19：钴价变动引起的正极材料各加工环节“收入变化-成本变化”（元/吨）



资料来源：百川资讯，CIAPS，东兴证券研究所

由于前期雅城备有 2 个月左右的库存，预计享受库存重估收益约 3000 万元。目前雅城钴产品价格已突破 36 万元/吨，较年初上涨 80% 以上。在现在的时间点上：

- ◆ 钴产品方面，雅城四氧化三钴毛利率由 10% 显著提升到 20%，对应单吨利润增加 3-4 万元左右，较原来的 1-1.5 万元提升 3 倍左右；氢氧化钴毛利率从不到 10% 提升到 40%，对应单吨利润增加约 9 万元，较原来的 0.5-1 万元提升十倍有余。
- ◆ 磷酸铁销售规模快速增长，毛利率虽有下滑但仍维持在 35% 左右。

因此，若简单按照雅城钴产品全年出货量 3000 吨，平均价格 35 万元/吨，毛利率 20%，磷酸铁产品全年出货量 8000 吨，平均价格 2.5 万元/吨，毛利率 35% 计算，雅城全年营收将达 12.5 亿元，毛利润将达 2.8 亿元，保守预计净利润 1.5 亿元以上，轻松完成 3814 万元的承诺业绩。

3. 纵向延伸电力产业链，打造配网综合服务商

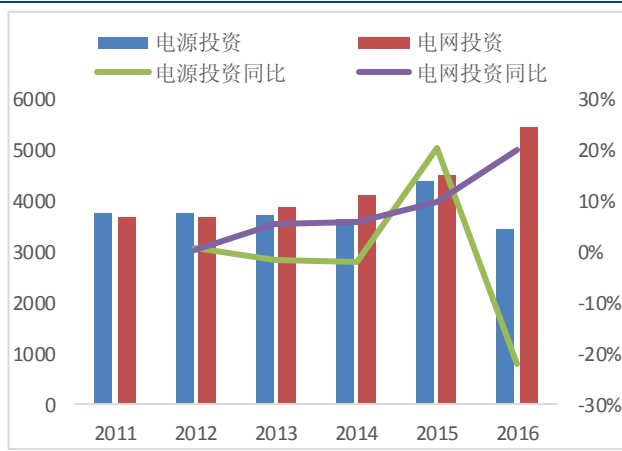
3.1 受益投资提升，配电领域加速增长

目前配网领域市场仍较为分散，集中度有望提升。网内方面，公司常年位列国网中标额前两名，但中标占比仅 2% 左右，行业竞争激烈程度可见一斑。网外方面，由于之前网外毛利率较低，用户侧配网市场更为分散，以区域性企业居多，真正全国性的大企业较少。电网侧与用户侧市场盈利空间趋于一致，企业正加快对网外用户侧的布局，未来可能有龙头企业脱颖而出。

配电网根据用户的不同主要分为城市配电网、农村配电网和工业用户配电网三类，其中工业配电网主要是工业企业自建自用，而城市和农村配电网多为电网公司投资兴建。在发达国家中，电网投资平均为电源投资的 1.2 倍，而电网投资中配网投资明显大于主网投资。在我国早期电力投资中，相对忽略了配电领域投资，因此配电网发展水平严重落后于主干网络发展水平，难以保障供电可靠性。与国外相比，我国年均停电时

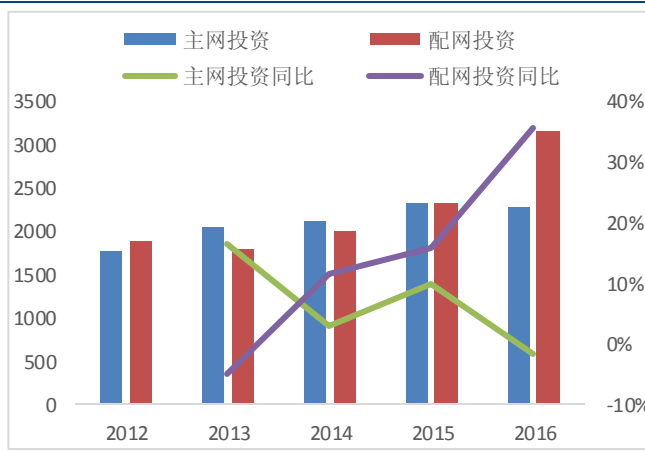
间远高于发达国家，其中原因 8 成以上是由配电网故障导致。

图 20: 我国电力系统投资额



资料来源：中电联，东兴证券研究所

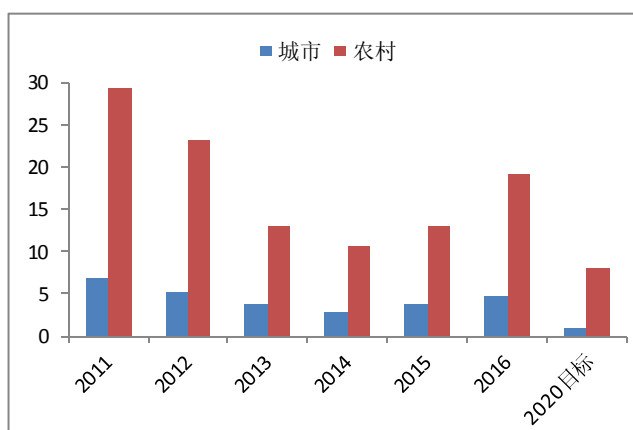
图 21: 我国电网投资结构



资料来源：中电联，东兴证券研究所

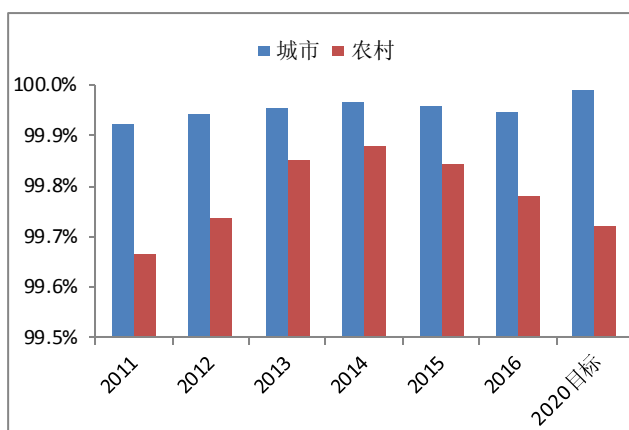
近年来，国家逐渐认识到加快发展配电网的紧迫性，针对配电网，开启了新一轮电网投资热潮。根据国家能源局发布的《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》，在 2015-2020 年间，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。2016 年，电网投资已占到电力总投资的 61%，而配网投资占电网投资 58%，达到 3147 亿元，投资占比明显上升。根据国家能源局规划，2020 年后中心城市（区）供电可靠率将达 99.99%，乡村供电可靠率不低于 99.72%。目前在三类配网中农网低压问题尤为严重，亟需大力投入改造，因此近两年投资规模将持续显著提升。

图 22: 城乡年户均停电时间（小时）与能源局 2020 年目标



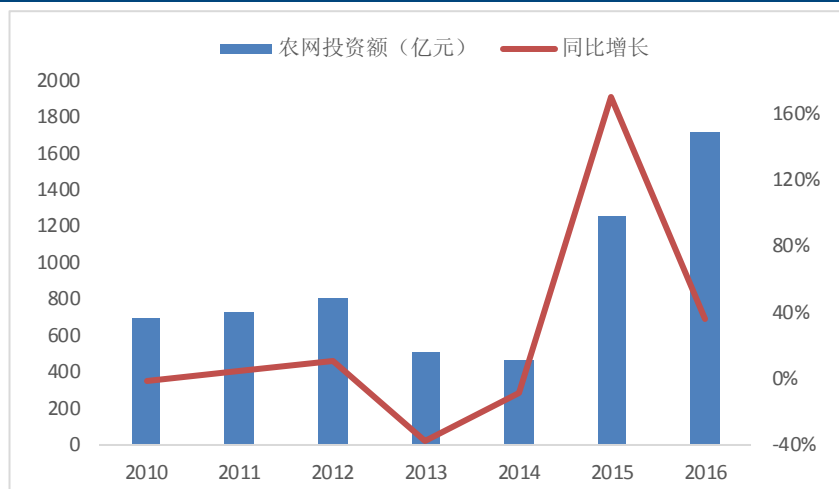
资料来源：国家电网，国家能源局，东兴证券研究所

图 23: 城乡供电可靠率情况与能源局 2020 年目标



资料来源：国家电网，国家能源局，东兴证券研究所

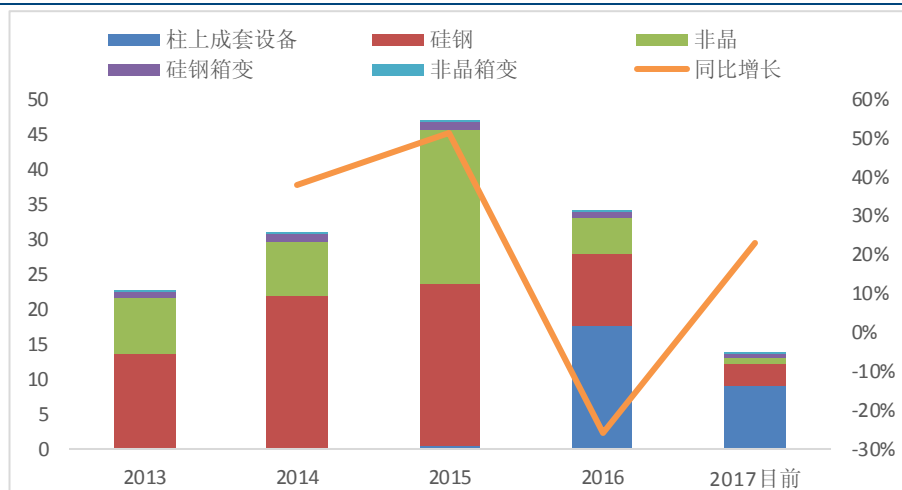
图 24：国家电网的农网投资额



资料来源：国家电网，东兴证券研究所

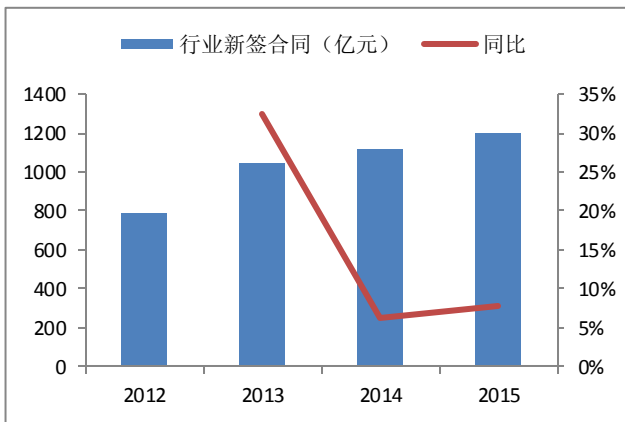
随着配电网投资的兴起，配电设备以及相关电力工程勘察设计行业在“十三五”期间将保持高速增长。其中，配电变压器是配电网的核心设备之一，在2015年国网招标规模迎来高峰，达到47万台。2016年，由于国网人事调整等原因，变压器招标规模下降到35万台以下，但从2017年第一批配电网招标来看，规模较去年同比上升约23%，行业出现了显著回暖迹象，预计未来几年有望保持稳定增长，尤其是农网领域的改造升级。

图 25：近年来国网变压器招标规模（万台）

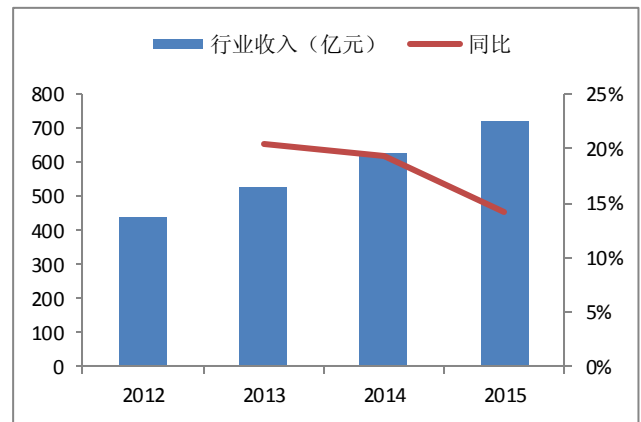


资料来源：国家电网，东兴证券研究所

受到我国新型工业化、城镇化加速推进带动，未来电力等能源需求将持续增长。2016年我国发电装机规模约1650GW，全社会用电量约5.9万亿kWh，据国网预测，2020年、2030年我国发电装机规模将达2000GW和2700GW，全社会用电量将达8.4万亿kWh和11.5万亿kWh，将直接拉动发、送、变、配电工程投资，并进一步促进电力工程勘察设计行业的发展。2012-2015年，电力工程勘察设计行业新签合同总额达4160.87亿元，营业总收入2313.62亿元，年均增速分别为14.88%和17.97%。

图 26: 电力工程勘察设计行业新签合同


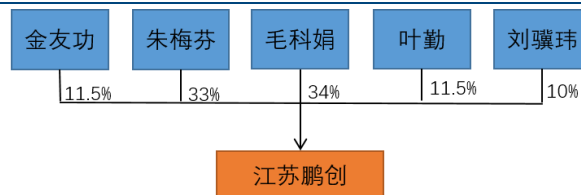
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 27: 电力工程勘察设计行业收入


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 收购江苏鹏创，延伸电力上游产业链

公司拟以发行股份和支付现金的方式，作价 1.88 亿元从实际控制人毛科娟等人手中收购江苏鹏创 100%股权，其中 70%的对价以发行股份方式支付，30%的对价以现金方式支付。

图 28: 收购前鹏创股权结构


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

江苏鹏创主营业务为电力工程设计咨询服务，主要为电力设计院、国家电网和南方电网下属的电力公司，房地产商提供设计服务。江苏鹏创目前主要设计项目类型包括农配网及配网自动化工程设计、变电工程设计、送电线路工程设计、居住区和工矿企业配电工程设计等，提供的服务主要为可行性研究报告文件和图纸、初步设计文件和图纸、施工图设计文件和图纸以及其他形式的技术咨询服务等。通过收购江苏鹏创，公司逐步纵向打通了从设计咨询、工程总包、设备制造、运维服务的产业生态链。

表 5: 江苏鹏创主要业务及项目

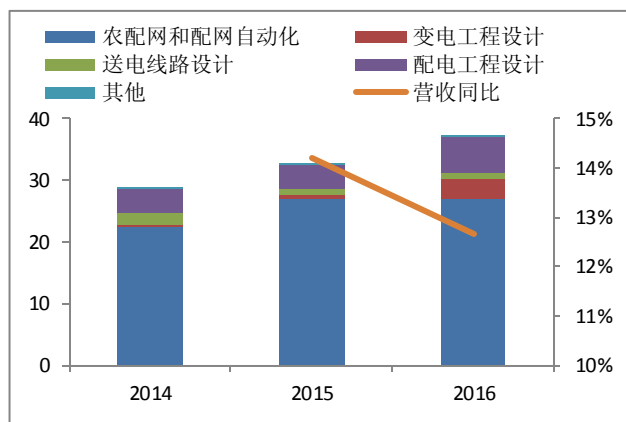
业务	承担工作	项目
农配网和配网自动化	农配网升级改造、农配网与配网自动化工程设计	苏州、无锡、连云港、盐城、徐州等江苏省 11 个地区，云南、安徽、西藏等地的农配网升级改造，云南 2014 抗震救灾、阜宁 2016 年特大龙卷风抢险救灾、西藏拉萨地区等农配网和配网自动化工程设计
变电工程设计	供配电、土建施工图设计，相应设计技术交底，解决施工中的设计技术问题等服务	110kV 青湖变电站 2#主变增容工程设计，连云港 110kV 新康、金山变电站主变对调工程设计

送电线路设计	送电工程电气、结构、土建施工图设计，相应设计技术交底，解决施工中设计技术问题和竣工验收等服务	连云港申城-金山 110kV 线路工程设计，220kV 东桥变电站 110kV 线路工程设计
居住区和工矿企业配电工程设计	居民配电项目设计，业扩项目设计	盱眙大剧院配电工程、保利梧桐语专变工程、保利罗兰春天专变工程、盐城世纪新城居配工程、句容雨润专变工程、溧水金龙客车配电工程

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

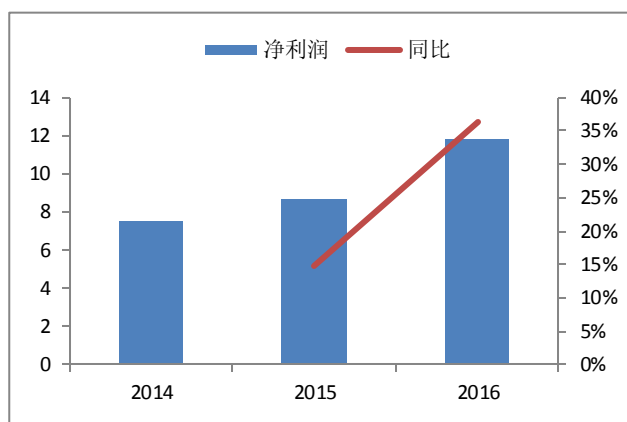
2016 年江苏鹏创共实现营业收入 3696 万元，同比增长 12.68%；实现净利润 1183 万元，同比增长 36.45%。农配网和配网自动化业务在鹏创的营收占比中长期保持 70% 左右，且毛利率稳定在 60% 以上，为鹏创贡献稳定的业绩支撑。同时，鹏创毛利率长期保持行业领先地位，稳定在 60% 以上，且近年来大力拓展变电和配电工程设计业务，两业务毛利率由 2015 年来显著回升，2016 年达到 70% 左右，成为鹏创新的业绩增长极。

图 29：鹏创营业收入情况（百万元）



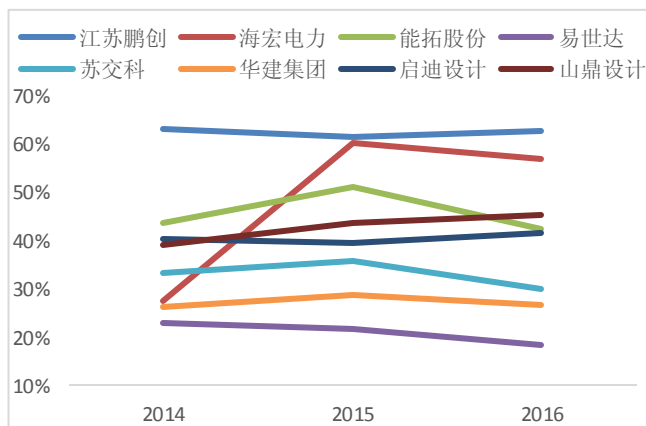
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 30：鹏创净利润情况（百万元）



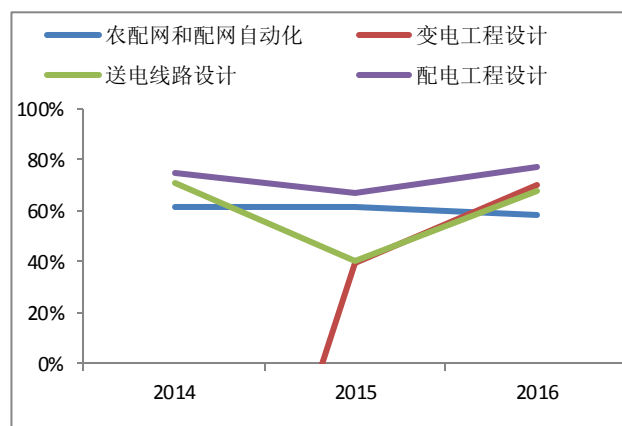
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 31：鹏创毛利率保持行业领先



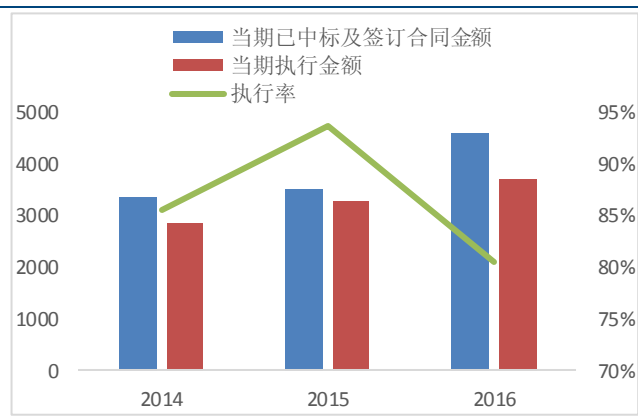
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 32：鹏创分业务毛利率

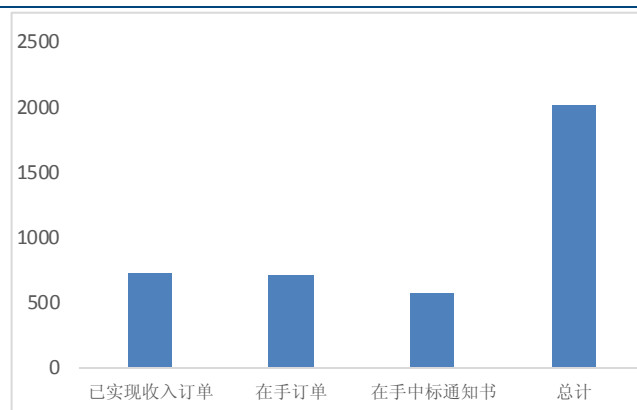


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

目前江苏鹏创主要业务布局于江苏省内，且在安徽、云南、西藏等省也有一定的业务覆盖，具备较强的区域优势。近几年来订单保持稳定增长。受益于配电领域投资加大，江苏鹏创订单丰富，仅2017年1-4月完成订单721万元，已执行及待签订单约1300万元，占鹏创全年预期规模将近50%，且连云港、徐州、盐城等传统业务区域储备项目将按计划转化为正式项目，预计全年业绩仍将保持稳定增长。

图 33：鹏创近年来订单情况（万元）


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 34：鹏创 2017 年 1-4 月订单情况（万元）


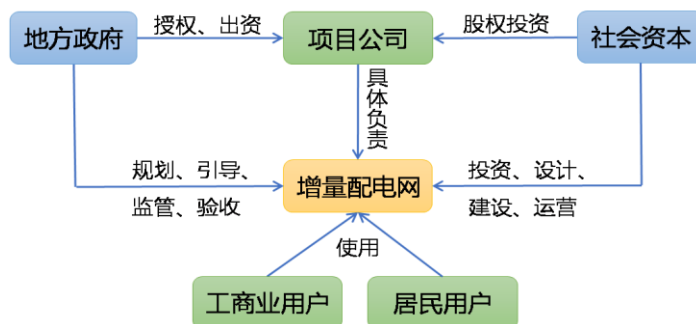
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

通过收购江苏鹏创，公司凭借其丙级电力施工资质（10 万 kW 以下发电、110kV 以下送电工程施工），可将产业链延伸至电力工程勘察设计等前端服务，介入前期电力工程项目，绑定牢固的客户基础，提升公司的市场开拓能力。同时，公司可利用自身在两网业务资源加码鹏创的业务扩展，加快省外拓展脚步，向新能源、配网自动化等新兴领域积极拓展，进军用户和居配设计总承包业务，实现公司与鹏创业务的协同互补。

3.3 增量配电网迎发展机遇，投资基金布局园区配电网

自电改 9 号文后，随着《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》两大主体政策的落地，增量配电网市场化机制基本确立，网外企业被准许进入增量配网工程总包及运营领域。其中，园区配电网作为优质的资产，平均负荷率较高，能够产生稳定的投资回报，面临着广阔的用户需求。尤其是在网内配网招标规模增速企稳，网外用户侧市场面临进一步洗牌的情况下，园区增量配电网成为了社会资本追逐的热点。

图 35: 增量配电网建设模式



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

2016年8月，国家发改委紧急下发《关于报送增量配电试点项目的通知》，要求各地上报100个左右增量配电网试点项目，并于12月初公布105个项目名单，加速推进配电网市场向社会资本放开，积极引导社会资本参与到增量配电网项目投资中。保守估计每个增量配电网项目投资规模约5亿元左右，首批增量配电试点项目投资总额至少在500元以上。

通过配售电一体化，项目公司可通过收取输配电价差费、收电费获得稳定收益，具备客户综合服务能力的企业还可通过增值服务扩大收益渠道。我们以年供电20亿千瓦时的配电网项目为例，其总投资约为10亿元，配电价格约为0.08元/kWh，并考虑杠杆资金的年利率为7%，结果显示增量配网PPP项目的IRR约为10%-20%之间，且随着售电比例的增加，IRR稳步升高。

表 6: 配售电一体化收益率预测

项目		估测值			
总投资金额（亿元）		10			
年供电量（亿 kWh）		20			
配电价格（元/kWh）		0.08			
配电年收入（亿元）		1.6			
年运营费用（亿元）		0.4			
售电利润（元/kWh）		0.02			
资金杠杆		0%	20%	50%	70%
IRR	无售电	10.3%	11.3%	14.1%	18.8%
	10%售电量	10.6%	11.6%	14.5%	19.5%
	20%售电量	10.8%	11.9%	15.0%	20.2%
	30%售电量	11.1%	12.2%	15.5%	20.9%
	40%售电量	11.3%	12.5%	15.9%	21.6%

资料来源：东兴证券研究所

公司把握电力体制改革、售电侧市场放开的良好机遇，于2016年9月作为有限合伙人以自有资金2000万元参与设立北京中能互联创业投资中心，12月又增资至2.15亿元左右，重点投资开放股权的工业园区配电网领域，促进电力产业资本和金融资本的融合。公司投资中已落地项目包括中山翠亨项目（2亿元，股权占比20%）和贵州

中能投资合伙企业（1457 万元）。

根据深圳输配电试点改革方案，2017 年深圳输配电价为每度 0.1428 元。考虑到新建配电网资产核定成本可能较高，估计配网过网费在 0.15 元/kWh 左右。中山火炬开发区（含翠亨新区）拥有丰富的电力用户资源，预计今年工业用电超 20 亿 kWh，按售电利润空间 0.02 元/kWh 测算，预计翠亨能源配售电市场空间超 3.4 亿元，公司按 20% 股权比例每年利润 0.68 亿元。根据规划，中山翠亨项目预计 2019 年正式开工，未来园区年用电量将达 70-100 亿 kWh 以上，对应公司配售电利润空间约 3 亿元。

同时，中山翠亨正迎来增量配电网集中建设期，以未来用电规划 100 亿 kWh，0.6 元/kWh 的配网投资额计算，总配网投资额达 50 亿元，其中设备投资约 10-15 亿元。作为参股方中唯一专注于配电设备生产制造企业，公司未来有望在项目设备订单中收获较大份额，并进一步向总包环节拓展。

贵州中能投资项目中，公司直接参与较少，资金全部投向贵州万峰电力定向增发。万峰电力在兴义市拥有独立的地方电网及特定的供电区域，是国内为数不多的涵盖发电、输电、配电、售电和调度一体化的地方电力公司。公司依托万峰电力的地方电力资源优势 and 公司的售电侧改革的一体化服务能力，实现优势互补，共同推进万峰电力的改革进程，实现双方的战略合作目的；万峰电力作为一家独立运营的地方电力企业，拥有丰富的电力企业运营管理经验，将为公司参与投资的其他配售电公司的人员培训和实训基地的建设提供重要的实例支撑；同时，在保证公司主营业务领先优势的前提下，增强公司在售电侧及配网领域的服务能力。

随着中能电投投资进度的加速，未来公司有望继续布局 5-6 个园区售电业务，并优先参与电力设备销售、工程总包、配电网运营等多个环节，带动公司业绩进一步增长。

4. 盈利预测及投资评级

公司以配电为核心，不断拓宽业务分支，纵向打通设计咨询、工程总包、设备制造、运维服务的产业生态链。同时，公司在新增锂电池材料业务后，将在电力业务增长趋缓的情况下收获新的利润增长点。考虑收购标的的业绩贡献（预计四季度并表），我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 18.9 亿元、37.2 亿元 40.0 亿元，归母净利润分别为 1.8 亿元、3.3 亿元和 4.2 亿元，EPS 分别为 0.54 元、1.00 元和 1.28 元，对应 PE 分别为 53.5、28.8 和 22.5 倍。

我们选取了 4 家与公司的经营模式类似的上市公司进行比较，4 家上市公司 2016 年平均 PE 约为 46.7 倍，预计 2018 年平均 PE 约为 37.3 倍。考虑到公司明年起收购公司将大概率并表，我们认为给予公司 2018 年 35 倍估值较为合理，对应公司 6 个月目标价为 35 元，首次覆盖给予公司“**强烈推荐**”评级。

表 6：同类型上市公司市盈率比较表

股票代码	股票名称	当前股价	2016EPS	2017EPS	2018EPS	2019EPS	2016PE	2017PE	2018PE	2019PE
600084	杉杉股份	23.29	0.40	0.65	0.82	1.01	59.29	35.20	27.95	22.84
002340	格林美	8.33	0.09	0.16	0.23	0.30	116.22	50.33	36.48	27.77
300073	当升科技	31.91	0.54	0.64	0.71	1.00	106.39	49.29	44.59	31.66
002350	北京科锐	13.58	0.00	0.26	0.34	0.42	71.90	52.08	40.26	32.44
平均 PE								46.73	37.32	28.68

资料来源：Wind，东兴证券研究所

5. 风险提示

配电行业投资不达预期，锂电正极材料前驱体需求不足，电改进展不及预期。

表 7：公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表		单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产合计	1148	1367	1824	3322	4260	营业收入	1117	1262	1892	3717	4600	
货币资金	371	300	423	982	1359	营业成本	818	920	1381	2769	3442	
应收账款	547	809	1037	1629	2016	营业税金及附加	6	11	15	30	37	
其他应收款	27	28	43	84	104	营业费用	117	144	170	323	386	
预付款项	18	20	25	33	43	管理费用	71	78	112	212	249	
存货	168	182	265	531	660	财务费用	3	-2	-2	-7	-12	
其他流动资产	2	1	1	1	1	资产减值损失	10.94	14.30	15.00	15.00	15.00	
非流动资产合计	417	642	695	757	758	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	0	53	53	53	53	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	76.86	266.55	379.03	469.48	519.87	营业利润	93	98	200	376	483	
无形资产	98	134	120	108	97	营业外收入	6.85	5.89	6.00	6.00	6.00	
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.15	0.62	1.00	1.00	1.00	
资产总计	1564	2009	2519	4079	5018	利润总额	99	103	205	381	488	
流动负债合计	815	1078	1393	2724	3369	所得税	12	14	29	53	68	
短期借款	50	52	0	0	0	净利润	87	89	177	328	420	
应付账款	468	660	946	1896	2357	少数股东损益	0	1	0	0	0	
预收款项	10	24	24	24	24	归属母公司净利润	87	88	177	328	420	
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	202	241	232	407	510	
非流动负债合计	14	50	50	50	50	EPS (元)	0.92	0.32	0.54	1.00	1.28	
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
应付债券	0	0	0	0	0							
负债合计	829	1128	1443	2774	3419	成长能力						
少数股东权益	3	2	2	2	2	营业收入增长	22.60%	12.93%	49.92%	96.47%	23.76%	
实收资本(或股	108	280	351	351	351	营业利润增长	3.69%	5.57%	105.09%	87.65%	28.64%	
资本公积	238	168	168	168	168	归属于母公司净利	101.09%	85.52%	101.09%	85.52%	28.26%	
未分配利润	353	397	450	548	674	获利能力						
归属母公司股东	733	879	1074	1303	1597	毛利率(%)	30.75%	26.81%	27.10%	26.99%	25.51%	
负债和所有者权	1564	2009	2519	4079	5018	净利率(%)	7.80%	7.01%	9.33%	8.81%	9.13%	
现金流量表						单位:百万元	总资产净利润(%)	5.59%	4.37%	7.01%	8.03%	8.37%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		ROE(%)	11.94%	9.99%	16.44%	25.14%	26.31%
经营活动现金流	30	42	256	766	546	偿债能力						
净利润	87	89	177	328	420	资产负债率(%)	53%	56%	57%	68%	68%	
折旧摊销	107.18	145.78	0.00	25.76	27.71	流动比率	1.41	1.27	1.31	1.22	1.26	
财务费用	3	-2	-2	-7	-12	速动比率	1.20	1.10	1.12	1.02	1.07	
应收账款减少	-175	-262	-228	-593	-387	营运能力						
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.87	0.71	0.84	1.13	1.01	
投资活动现金流	-206	-195	-101	-115	-55	应收账款周转率	2	2	2	3	3	
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.95	2.24	2.36	2.62	2.16	
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)						
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.92	0.32	0.54	1.00	1.28	
筹资活动现金流	221	94	-32	-91	-114	每股净现金流(最新	0.42	-0.21	0.35	1.59	1.08	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.77	3.14	3.06	3.71	4.55	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	26	172	71	0	0	P/E	31.33	90.06	53.50	28.84	22.48	
资本公积增加	218	-70	0	0	0	P/B	4.25	9.17	9.42	7.76	6.33	
现金净增加额	46	-58	123	559	377	EV/EBITDA	13.83	32.41	41.83	22.44	17.14	

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。