

经纬辉开(300120)/电气设备

特高压规划超预期，电抗器新龙头崛起

评级：增持(首次)

市场价格：7.62

分析师：苏晨

执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

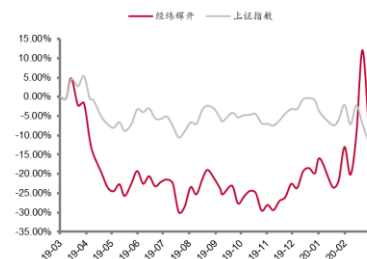
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	888.61	2,062.64	2,342.59	2,845.86	3,375.31
增长率 yoy%	41.03%	132.12%	13.57%	21.48%	18.60%
净利润	55.97	134.61	142.66	209.64	277.23
增长率 yoy%	256.99%	140.49%	5.98%	46.95%	32.24%
每股收益(元)	0.12	0.29	0.31	0.45	0.60
每股现金流量	0.35	0.09	0.07	0.13	0.14
净资产收益率	3.12%	7.03%	6.99%	9.76%	12.04%
P/E	63.3	26.3	24.8	16.9	12.8
PEG	1.16	0.93	0.23	0.31	0.45
P/B	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5

备注：股价取自 2020 年 3 月 20 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	465
流通股本(百万股)	234
市价(元)	7.62
市值(百万元)	3541
流通市值(百万元)	1785

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- **双主业架构驱动增长，多领域龙头初现。**公司深耕电磁线领域超过 20 年，为国内铝芯电磁线领域龙头；2014 年公司成立正能电气布局电抗器业务，产业链延伸至电磁线下游，成为国内极少数高电压&大容量&大型空心电抗器核心供应商之一。2017 年公司并购新辉开，切入触控显示领域，打造“电子信息+电力电气”双主业架构。目前公司在特高压、特种电磁线、高端显示触摸屏、车联网终端等领域全球领先，拥有多个世界 500 强客户及全球销售网络，致力于打造特高压、户外显示、电子车牌等多个细分领域龙头。
- **2020 特高压建设超预期，全年电抗器招标金额预计 9-12 亿元。**2020 年特高压建设节奏与投资额大超市场预期，全年投资额有望达 1811 亿元，预计 2020 年将开展 7 条以上线路招标。历史特高压线路投资中，单条直流/交流线路电抗器招标金额一般为 3/2 亿元左右，结合 2020 年特高压规划、且考虑到当前交流线路投资额相对较小，预计 2020 年电抗器招标金额在 9-12 亿元。
- **正能电气电抗器优势凸显，2020 业绩弹性显著。**公司电抗器业务 2015 年正式投产，已在 2016 年中标锡盟-泰州、上海庙-山东、昌吉-古泉等核心直流工程电抗器招标项目，电抗器产品性能国内领先。2020 年 3 月公司成为“2020 年特高压备品备件招标”唯一中标人，为全年份额表现奠定基础。中性假设情景下，若 2020 年特高压电抗器招标金额 9 亿元，在 40%/30%/20% 中标份额假设下，公司基于 2019 经营数据的业绩弹性分别达 58%/34%/16%。
- **电磁线国内领先，电网投资加码带动需求扩张。**电网承担基建投资、托底经济任务，特高压、电力物联网、配网等多环节投资加码，2020 年整体投资有望稳健增长，从而带动一次设备电磁线需求扩张。公司为国内铝芯电磁线领域龙头，产品聚焦特高压、特种设备等高端领域，将充分受益于行业需求提升。
- **触控显示业务优势凸显，多级产品布局支撑稳健增长。**5G、物联网、智能移动终端等迅猛发展使得触控显示需求维持高景气度，公司液晶显示模组、触控显示模组等核心业务国内领先，并积极布局户外显示、电子车牌等新兴领域，多级动能确保长期增势。公司客户覆盖沃尔玛、霍尼韦尔等多个世界 500 强企业，已打造全球销售网络，有望支撑电子信息业务板块稳健增长。
- **投资建议：**公司打造“电力电气+电子信息”双主业架构，在电磁线、电抗器等领域国内领先。2020 年特高压规划超预期，电抗器招标金额预计高增，公司为 2020 年特高压换流站备品备件招标唯一中标人，全年订单有望爆发，将贡献显著业绩增量；触控显示需求维持高景气度，公司前瞻布局中大尺寸领域，长期增势明确。我们预计 2019-2021 年公司归母净利润将分别达 1.43/2.10/2.77 亿元，EPS 分别为 0.31/0.45/0.60 元，对应 2020 年 3 月 20 日收盘价 PE 分别为 24.8/16.9/12.8，首次覆盖，给与增持评级。
- **风险提示：**电网投资不及预期、特高压建设推进不及预期、原材料价格涨价风险等

## 内容目录

双主业架构布局清晰 多领域龙头初现.....	- 4 -
电磁线&电抗器龙头跨界布局 双主业架构驱动增长.....	- 4 -
营收及业绩稳健增长 电抗器及触控显示销量高增.....	- 6 -
特高压投资超预期 电抗器新龙头增量显著.....	- 8 -
特高压投资大超预期 电抗器与电磁线需求迎来爆发.....	- 8 -
电抗器份额有望超预期 电磁线龙头地位稳固.....	- 10 -
并购新辉开切入触控显示 前瞻布局打造增长新动力.....	- 12 -
投资建议.....	- 14 -
风险提示.....	- 16 -
图表 1: 公司发展沿革.....	- 4 -
图表 2: 公司各业务收入占比 (2019H1) .....	- 5 -
图表 3: 公司各业务毛利占比 (2019H1) .....	- 5 -
图表 4: 公司股权结构 (2019Q3) .....	- 5 -
图表 5: 营收及业绩稳健增长.....	- 6 -
图表 6: 盈利能力持续提升.....	- 6 -
图表 7: 液晶及触控显示占比提升, 电抗器随特高压建设周期波动相对较大....	- 6 -
图表 8: 公司保护屏、电抗器、触控显示一体化业务毛利率相对较高.....	- 6 -
图表 9: 公司电磁线销量稳健 电抗器及触控显示销量高增.....	- 7 -
图表 10: 期间费用管控良好.....	- 7 -
图表 11: 坚持高研发投入 (金额单位: 亿元) .....	- 7 -
图表 12: 公司经营性现金流保持健康.....	- 8 -
图表 13: 公司营运能力稳健.....	- 8 -
图表 14: 我国在建、待核准&待开工线路总览.....	- 8 -
图表 15: 历史特高压线路配套电抗器数量与价值量.....	- 9 -
图表 16: 2017 年国内电磁线需求规模为 160 万吨.....	- 10 -
图表 17: 电磁线主要下游为电力设备、家用电器等.....	- 10 -
图表 18: 正能电气已成功中标多条特高压线路项目.....	- 11 -
图表 19: 公司成为“2020 年特高压备品备件招标”唯一中标人.....	- 11 -
图表 20: 公司 2020 年订单及弹性测算.....	- 12 -
图表 21: 公司电子产品整体解决方案总览.....	- 13 -
图表 22: 新辉开营收及净利润保持稳健增长.....	- 14 -
图表 23: 公司业务预测总览 (金额: 亿元) .....	- 15 -
图表 24: 可比公司估值对比 (除经纬辉开外均采用 wind 一致预期数据, 股价日期为 2020 年 3 月	

20 日) ..... - 15 -

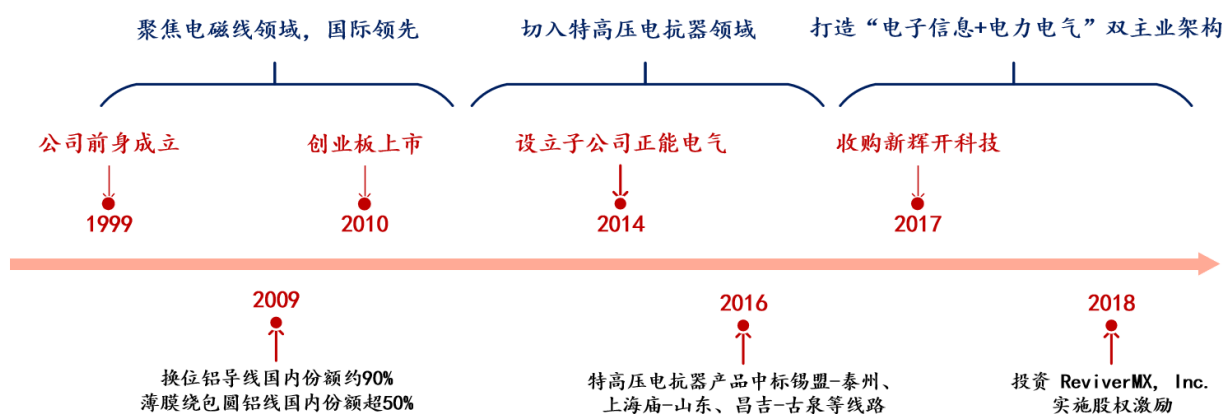
图表 25: 公司财务预测 (百万元) ..... - 17 -

## 双主业架构布局清晰 多领域龙头初现

### 电磁线&电抗器龙头跨界布局 双主业架构驱动增长

- **业务布局持续扩张，双主业架构驱动增长。**公司前身成立于1999年，发展初期聚焦电磁线业务，达到国际领先水平，换位铝导线产品曾在国内占据90%市场份额；2010年公司创业板上市；2014年公司设立子公司正能电气，从电磁线产业链延伸至特高压电抗器领域，并中标多条核心特高压线路，技术与产品实力领先；2017年公司收购新辉开科技，打造“电子信息+电力电气”双主业架构。公司已在北美、欧洲等地设立全球销售网络，客户覆盖沃尔玛、霍尼韦尔、国家电网等多个行业标杆企业，在特高压电抗器、电磁线、高端显示触摸屏等多个细分领域保持领先。

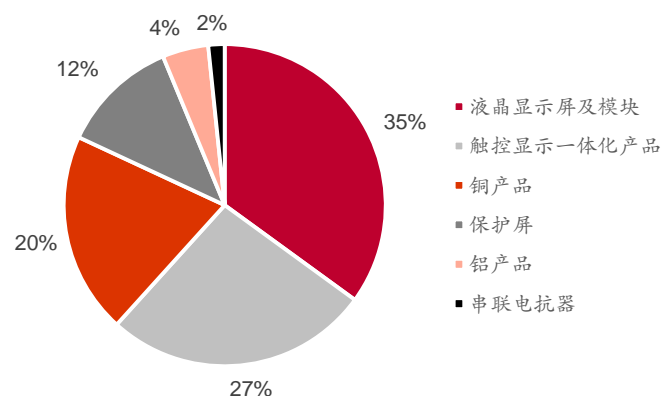
图表 1: 公司发展沿革



来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

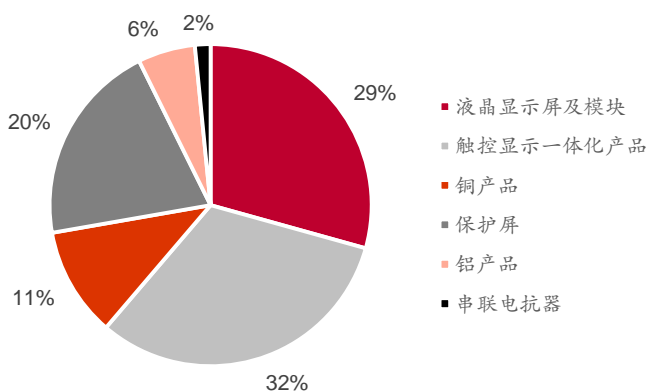
- **公司当前形成电子信息+电力电气两大业务板块：**1) 电子信息版块主要包含液晶显示模组、触控显示模组、3D 防护屏、电子车牌等产品，下游涵盖车载显示、医疗设备、工业控制、消费电子、智慧交通、智能家电等领域；2) 电力电气版块主要包含各类电抗器、电磁线等，下游涵盖特高压、电机电器、电气设备、家用电器、电子、通讯和交通等领域。2019年上半年公司液晶显示屏及模块、触控显示一体化产品、铜产品、保护屏、铝产品、串联电抗器业务营收分别达 3.41/2.60/1.97/1.15/0.45/0.16 亿元，营收占比分别为 34.94%/26.64%/20.18%/11.78%/4.61%/1.64%。

图表 2: 公司各业务收入占比 (2019H1)



来源: wind, 中泰证券研究所

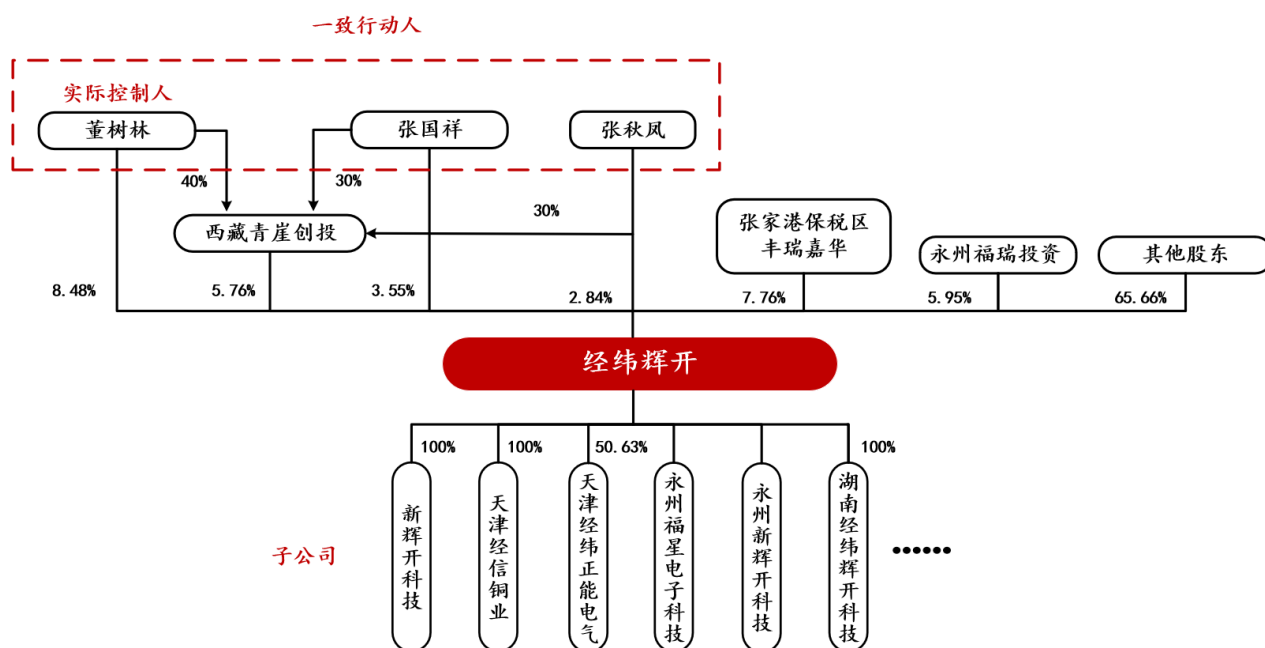
图表 3: 公司各业务毛利占比 (2019H1)



来源: wind, 中泰证券研究所

- **实控人为董树林先生，股权结构稳定。**公司实际控制人为董树林先生，且与张国祥先生、张秋凤女士为一致行动人；且西藏青崖创业投资合伙企业合伙人为董树林、张国祥、张秋凤三人。截至 2019 年三季度末，董树林先生直接持有公司 8.48% 股权；前十大股东合计持有公司 48.00% 股权，股权结构稳定。

图表 4: 公司股权结构 (2019Q3)



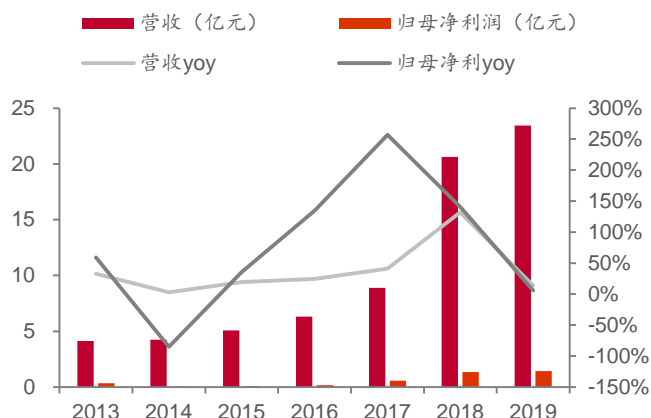
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **董事会换届，新董事长兼具技术优势与市场经验。**2019 年 6 月公司董事会换届，陈建波先生任公司第四届董事长兼公司总经理，同时担任新辉开科技有限公司董事长等；前董事长陈树林先生继续担任公司副董事长及董事。陈建波先生曾任深圳川亿电脑有限公司工程师、深圳新辉开科技有限公司工程师，技术优势与市场经验兼备。

营收及业绩稳健增长 电抗器及触控显示销量高增

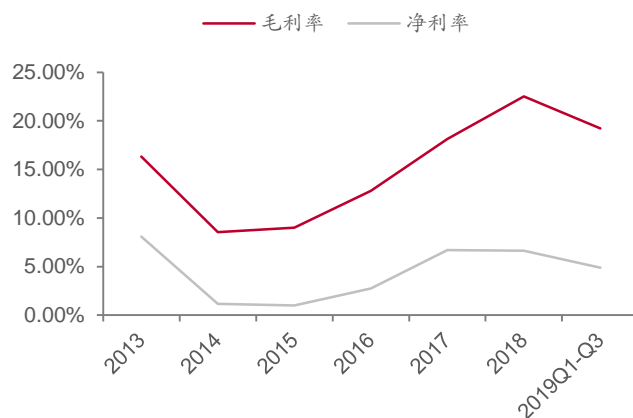
- **并购新辉开致业务规模高增，盈利能力稳健提升。**2018 年公司并购新辉开致营收与归母净利润规模大幅增长，2019 年公司营收为 23.43 亿元，同比增长 13.58%，归母净利润为 1.43 亿元，同比增长 5.91%，经营相对稳健。2019 年前三季度公司毛利率与净利率分别为 19.21%/4.90%，2015 年以来公司盈利能力稳健提升。

图表 5: 营收及业绩稳健增长



来源: wind, 中泰证券研究所

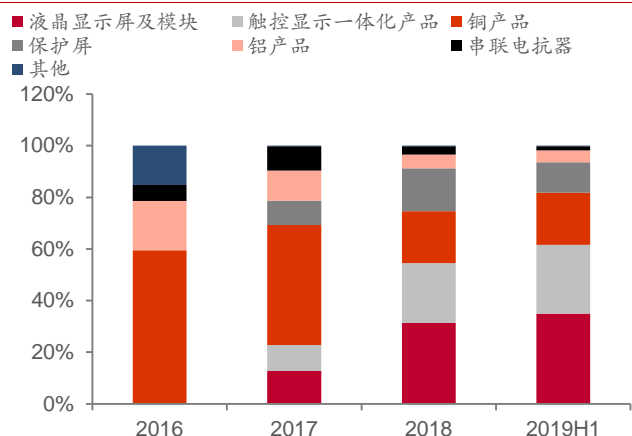
图表 6: 盈利能力持续提升



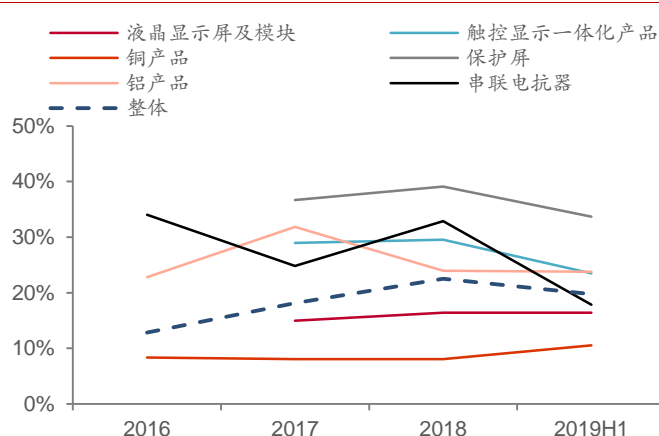
来源: wind, 中泰证券研究所

- **液晶及触控显示占比提升，电抗器随特高压建设周期波动。**2019 年上半年液晶显示屏及模块、触控显示一体化产品、铜产品、保护屏、铝产品、电抗器业务收入占比分别为 34.94%/26.64%/20.18%/11.78%/4.61%/1.64%，近三年液晶显示及触控显示一体化业务占比显著提升，电抗器占比由于特高压建设周期波动相对较大。2019 年上半年液晶显示屏及模块、触控显示一体化产品、铜产品、保护屏、铝产品、电抗器业务毛利率分别为 16.41%/23.51%/10.53%/33.68%/23.80%/17.86%，其中保护屏、电抗器、触控显示一体化业务毛利率相对较高。

图表 7: 液晶及触控显示占比提升，电抗器随特高压建设周期波动相对较大



图表 8: 公司保护屏、电抗器、触控显示一体化业务毛利率相对较高



来源: wind, 中泰证券研究所

来源: wind, 中泰证券研究所

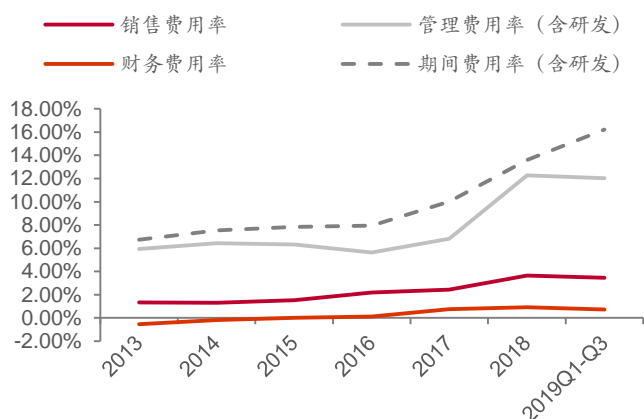
- **电磁线销量稳健, 电抗器及触控显示销量高增。**近三年电磁线行业需求相对稳健, 公司出货量维持在 1.3-1.5 万吨之间; 公司 2017 年电抗器销量实现跨越式发展, 从 2016 年的 273 台大幅增长 453% 至 1509 台, 2018 年继续小幅增长至 1561 台; 2018 年公司触控显示产品销量爆发式增长, 同比增长 470% 至 4682 万个。

**图表 9: 公司电磁线销量稳健 电抗器及触控显示销量高增**

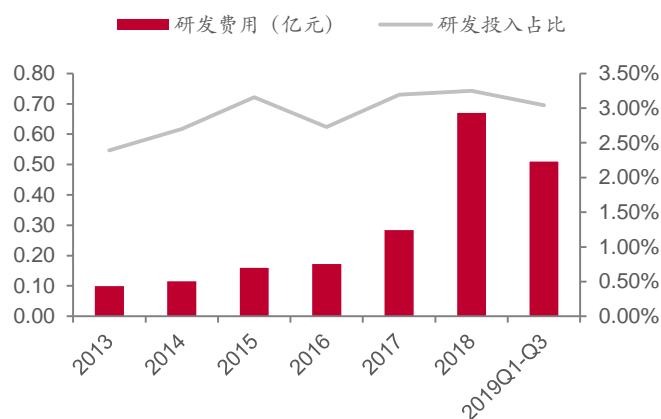
年度	2015	2016	2017	2018
电磁线销量 (万吨)	1.41	1.55	1.38	1.34
电磁线销量 yoy		10%	-11%	-3%
电抗器销量 (台)	0	273	1509	1561
电抗器销量 yoy			453%	3%
触控显示销量 (万个)	-	-	821.78	4682.18
触控显示销量 yoy	-	-		470%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **期间费用率管控得当, 研发投入占比维持在 3%。**2019 年前三季度公司销售/管理 (含研发)/财务费用分别为 0.58/1.50/0.12 亿元, 三费率分别为 3.45%/12.03%/0.73%, 期间费用率 (含研发) 为 16.21%, 同比下滑 0.58pct, 期间费用管控良好; 2018 年以来公司期间费用率大幅提升主要原因为并购新辉开。公司前三季度研发费用投入为 0.51 亿元, 同比增长 3.66%, 近三年研发投入占比维持在 3% 左右。

**图表 10: 期间费用管控良好**


来源: wind, 中泰证券研究所

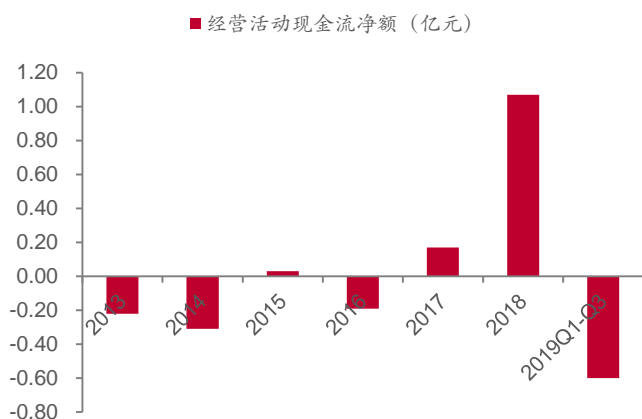
**图表 11: 坚持高研发投入 (金额单位: 亿元)**


来源: wind, 中泰证券研究所

- **经营性现金流具有季节性, 营运能力稳健。**2019 年前三季度公司经营性现金流净额为 -0.60 亿元, 主要由于电力行业回款具备明显的季节性; 2018 年公司经营性现金流净额为 1.07 亿元, 与归母净利润规模接近, 较为健康。2019 年前三季度公司存货周转天数与应收账款周转天数分别

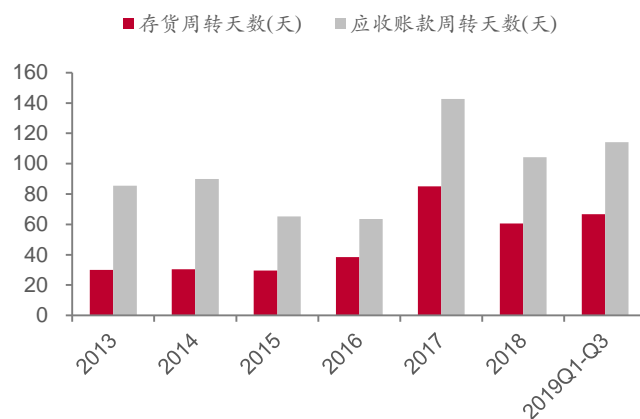
为 66.62/114.26，2017 年以来周转天数有所提升，原因为 2017 年公司并购新辉开，其海外业务占比较高；2017 年以来公司整体营运能力稳健提升。

图表 12: 公司经营性现金流保持健康



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 13: 公司营运能力稳健



来源: wind, 中泰证券研究所

## 特高压投资超预期 电抗器新龙头增量显著

### 特高压投资大超预期 电抗器与电磁线需求迎来爆发

- **特高压为新基建重要环节，2020 投资大超预期。**2020 年 3 月 14 日国家电网官网指出特高压作为“新基建”七大领域之一，表明了经济社会发展和产业提质振兴的主攻方向，具有产业链长、带动力强、经济社会效益显著等优势。公司全年特高压建设项目投资规模 1811 亿元，可带动社会投资 3600 亿元，整体规模 5411 亿元，为经济社会发展注入强劲动力。截至 3 月 11 日，青海-河南、东吴扩建、蒙西-晋中、驻马店-南阳、长治扩建特高压交流工程共 8 项特高压工程已全面开复工，2020 年特高压建设节奏与投资额大超市场预期。

图表 14: 我国在建、待核准&amp;待开工线路总览

分类	编号	项目名称	类型	状态	核准时间	开工时间	建成投运时间	项目投资金额 (亿元)
2018 年重启线路	1	南阳-荆门-长沙	交流	待核准	2020.03	2020 (E)		105
	2	张北-雄安	交流	已核准、已开工	2018.11	2019.03	2020 建成	60
	3	驻马店-南阳	交流	已核准、已开工	2018.12	2019.03	2020 建成	51
	4	驻马店-武汉	交流	待核准	2020.10	2020 (E)		35
	5	南昌-武汉	交流	待核准	2020.12	2020 (E)		69
	6	南昌-长沙	交流	待核准	2020.06	2020 (E)		72
	7	荆门-武汉	交流	待核准	2020.09	2020 (E)		61



	8	青海-河南	直流	已核准、已开工	2018.10	2018.11	2020 建成	226
	9	陕北-湖北	直流	已核准、已开工	2019.01	2020.02	2020 完成里程碑计划	185
	10	雅中-江西	直流	已核准、已开工	2019.08	2019.09	2020 完成里程碑计划	244
	11	白鹤滩-江苏	直流	待核准	2020.06	2020 (E)		307
	12	白鹤滩-浙江	直流	待核准	2020.12	2020 (E)		270
新线路	13	金上水电外送	直流	2020.06 完成预可研				280 (预计)
	14	陇东-山东	直流	2020.06 完成预可研				280 (预计)
	15	哈密-重庆	直流	2020.06 完成预可研				280 (预计)
其他特高压线路及 配套重点 项目	16	蒙西-晋中	交流	已核准、已开工	2018.03	2018.11	2020 建成	50
	17	长治站配套电厂送出工程	交流	已核准、已开工	-	2019.09	2020 建成	16
	18-30	芜湖变电站扩建等 13 项重点特高压配套工程	-	待核准	2020.03 至 2020.12			157
		待核准&开工线路合计						1915
	新线路合计						997	
	整体合计						-	2747

来源：国家电网发展【2020】64号文，能源局，发改委，中泰证券研究所

- 电抗器为特高压核心设备之一，投资占比约为 2%。从历史特高压线路招标数据来看：1) 特高压交流线路的单个站点一般包含 6 个 1000kV 电抗器与 14 个 110kV 电抗器，按照 2 个站点测算，对应单条线路价值量约为 2 亿元，假设单条特高压交流线路投资额 120 亿，对应投资占比约 1.7%；2) 单条特高压直流线路一般包含 22 个平波电抗器、26 个直流 PLC 电抗器、超过 200 个滤波及其他类型电抗器，对应单条线路价值量在 3.2 亿元左右，假设单条特高压直流线路投资额 200 亿，则对应投资占比约 1.6%。

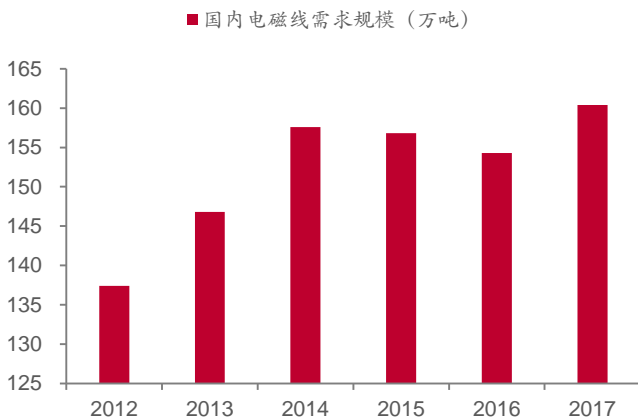
图表 15: 历史特高压线路配套电抗器数量与价值量

交流特高压线路					
电抗器种类	单个站点数量 (个)	设备单价 (万元)	单条线路需求量 (按照 2 个站点测算, 亿元)	投资占比(假设单条交流特高压线路 120 亿)	
1000kV 电抗器	6	1500	1.80	1.5%	
110kV 电抗器	14	100	0.29	0.2%	
合计	20	-	2.1	1.7%	
直流特高压线路					
电抗器种类	单条线路数量 (个)	设备单价 (万元)	单条线路需求量 (亿元)	投资占比(假设单条直流特高压线路 200 亿)	
平波电抗器	22	1000	2.24	1.1%	
直流 PLC 电抗器	26	100	0.26	0.1%	
滤波电抗器及其他	241	30	0.72	0.4%	
合计	289	-	3.2	1.6%	

来源：国网电子商务平台，中泰证券研究所

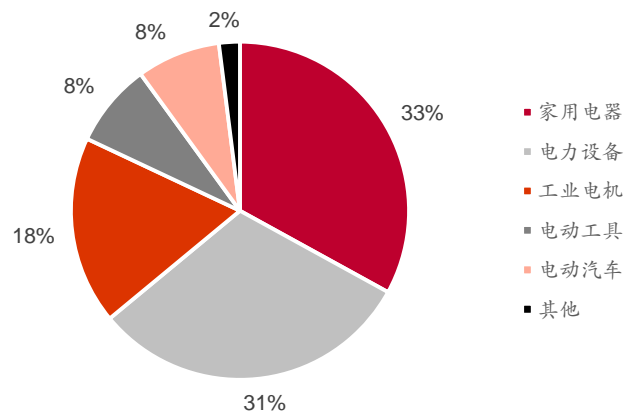
- **2020年预计7条线路招标，电抗器招标金额有望达10亿元。**根据《国家电网2020年重点电网项目前期工作计划》与《国家电网2020年重点工作任务》，保守预计2020年将进行2直5交共7条特高压线路招标。考虑到白鹤滩-江苏(投资额307亿元)、白鹤滩-浙江(投资额270亿元)两条特高压直流线路投资额相对较高，预计对应电抗器投资额在7亿左右；5条交流线路投资额相对较低，平均在60亿元/条左右，预计对应投资在5亿以内。整体来看，2020年特高压线路电抗器招标金额有望落在9-12亿元区间内。
- **电力设备为电磁线重要下游，一次设备高景气有望带动电磁线需求增长。**我国电磁线行业进入成熟期，目前处于供大于求、产品同质化严重的现状，其中高端产品领域由于技术门槛高、研发投入需求大，参与者相对较少，且利润水平较高。我国电磁线需求主要来自电力基础设施、家用电器等领域，行业需求规模与宏观经济、电力投资等密切相关。根据前瞻产业研究数据，2017年国内电磁线需求规模为160万吨，其中占比较高的下游为电力设备、家用电器、工业电机等。2020年特高压投资建设规划超预期，电网整体投资有望稳健增长，一次设备板块需求提升有望带动电力设备电磁线需求显著增长。

图表 16: 2017 年国内电磁线需求规模为 160 万吨



来源：前瞻产业研究，中泰证券研究所

图表 17: 电磁线主要下游为电力设备、家用电器等



来源：前瞻产业研究，中泰证券研究所

### 电抗器份额有望超预期 电磁线龙头地位稳固

- **电抗器业务后来居上，已成为核心供应商之一。**2014年公司通过设立子公司天津经纬正能电气，将业务布局拓展至电磁线下游电抗器领域，主要产品包括特高压及超高压领域的平波电抗器、串联电抗器、并联电抗器等。正能电气成立以来聚焦高电压+大容量的高端空心电抗器研发，2015年建成投产，已掌握国内外最高端空心电抗器技术，成为国内极少

数高电压&大容量&大型空心电抗器核心供应商之一。2016 年正能电气成功中标锡盟-泰州、上海庙-山东±800kV 特高压直流工程、昌吉-古泉±1100kV 特高压直流工程等电抗器招标。

图表 18: 正能电气已成功中标多条特高压线路项目

批次	2015 年锡盟-泰州、上海庙-山东±800kV 特高压直流工程第一批设备招标采购	司 2016 年昌吉-古泉±1100kV 特高压直流工程第一批设备招标
公司中标内容	6 台并联电抗器 (AC35kV)、108 台滤波器组电抗器 (AC1000kV)、135 台滤波器组电抗器 (AC500kV)、	5 台平波电抗器 (DC150kV)、4 台平波电抗器 (DC1100kV)
中标金额	约 6000 万元	约 8000 万元

来源: 国网电子商务平台, 中泰证券研究所

- 公司成为“2020 年特高压备品备件招标”唯一中标人。2020 年 3 月国家电网公布“2020 年特高压换流站备品备件招标采购项目”中标结果, 公司在直流电抗器方面成为唯一中标人, 中标平波电抗器与限流电抗器产品, 中标金额为 450 万元。本次中标验证了公司在特高压领域电抗器的领先优势, 为全年特高压电抗器招标奠定了基础。

图表 19: 公司成为“2020 年特高压备品备件招标”唯一中标人

2020 特高压换流站备品备件中标结果	
招标批次	国家电网有限公司 2020 年特高压换流站备品备件招标采购-直流电抗器
招标编号	0711-20OTL01112004
招标设备	平波电抗器、限流电抗器
中标人及份额	天津经纬正能电气设备有限公司 (份额 100%)
中标金额 (万元)	450.12

来源: 国网电子商务平台, 中泰证券研究所

- 特高压电抗器业务弹性测算——关键假设:
  - 1) 2020 年有望进行 2 直 5 交共 7 条特高压线路招标 (保守预计), 结合历史招标情况, 在不考虑特高压相关配套工程的情况下, 预计电抗器招标金额在 9-12 亿元, 可分别对不同招标金额下的公司弹性进行测算。
  - 2) 考虑到公司在 2020 年特高压换流站备品备件招标项目份额表现超预期, 对公司 2020 年电抗器中标份额按照乐观 (50%份额)、中性 (35%份额)、悲观 (20%份额) 三种情况进行假设;
  - 3) 一般情况下特高压主设备交付节奏与特高压线路实际推进节奏挂钩, 一般当年订单会有一定比例在当年确认, 可对公司当年订单确认比例进行乐观 (当年/次年收入确认 80%/20%)、中性 (当年/次年收入确认 70%/30%)、悲观 (当年/次年收入确认 60%/40%) 三种情况进行假设。
- 特高压电抗器业务弹性测算——测算弹性结果:
  - 1) 假设 2020 年特高压项目电抗器招标金额达 11 亿元, 在 50%/35%/20% 中标份额情境下, 公司基于 2019 经营数据的业绩弹性分别达 74%/43%/20%;
  - 2) 假设 2020 年特高压项目电抗器招标金额达 9 亿元, 在 50%/35%/20%

中标份额情境下，公司基于 2019 经营数据的业绩弹性分别达 58%/34%/16%；

- 3)假设 2020 年特高压项目电抗器招标金额达 7 亿元,在 50%/35%/20% 中标份额情境下，公司基于 2019 经营数据的业绩弹性分别达 43%/25%/12%。

图表 20: 公司 2020 年订单及弹性测算

情景假设	公司份 额	订单金额 (亿元)	2020 年确 认收入比 例	2020 年确认 营收预测(亿 元)	假设净 利率	2020 年对应 业绩预测(亿 元)	2020 收入弹 性(基于 2019)	2020 业绩弹 性(基于 2019)	
假设 2020 年电 抗器招标金额 11 亿元	乐观假设	50%	5.50	80%	4.40	24%	1.06	23%	74%
	中性假设	35%	3.85	70%	2.70	23%	0.62	16%	43%
	悲观假设	20%	2.20	60%	1.32	22%	0.29	9%	20%
假设 2020 年电 抗器招标金额 9 亿元	乐观假设	50%	4.50	80%	3.60	23%	0.83	19%	58%
	中性假设	35%	3.15	70%	2.21	22%	0.49	13%	34%
	悲观假设	20%	1.80	60%	1.08	21%	0.23	8%	16%
假设 2020 年电 抗器招标金额 7 亿元	乐观假设	50%	3.50	80%	2.80	22%	0.62	15%	43%
	中性假设	35%	2.45	70%	1.72	21%	0.36	10%	25%
	悲观假设	20%	1.40	60%	0.84	20%	0.17	6%	12%

来源：中泰证券研究所

- **铝芯电磁线领域龙头，将充分受益于行业需求增长。**电磁线为公司传统业务，业务可划分为铜芯电磁线、铝芯电磁线，具体产品包括换位铝导线、换位铜导线、铜组合线，用于电力变压器、电抗器、工业电机、电工工具、汽车电器、牵引机车等设备作绕组线圈。公司拥有德国进口的换位铜导线生产线，2014 年进入电力设备用铜芯电磁线的中高端市场，2015 年成功进入 500kV、750kV 高端市场领域，随着我国大规模建设特高压线路，公司电磁线产品已广泛应用于特高压输配电电力设备中。目前公司为国内产品种类最多、系列最全、技术水平最高、规模最大（2018 年公司电磁线销量规模达 1.34 万吨）的铝芯电磁线企业之一，为铝芯电磁线领域龙头，产品与技术达到国际先进水平，优势明显。2020 年特高压建设规划大超预期，特高压领域设备电磁线需求有望爆发，公司有望充分受益。

## 并购新辉开切入触控显示 前瞻布局打造增长新动力

- 触控显示为国家支持的战略新兴产业之一，为我国信息产业发展的重要组成部分。近年来物联网、智能移动终端等发展迅猛，5G 建设节奏持续加速，多元化智能终端规模爆发背景下触控显示需求持续扩张。
- **并购新辉开进入电子信息领域。**2017 年公司以 12.41 亿元交易对价并购新辉开科技，成功转型为电子信息、电力电气双主业运营模式，公司盈

利能力和可持续经营能力显著提升。新辉开成立于 1995 年，原为全球 500 强企业伟创力原中国触控显示业务子公司，专注于触摸屏和中小尺寸液晶显示屏及模组等平板显示产业链，产品包括各类液晶显示模组、触控显示模组、3D 防护屏、电子车牌等，下游涵盖车载显示、医疗设备、工业控制、消费电子、智慧交通、智能家电等领域。

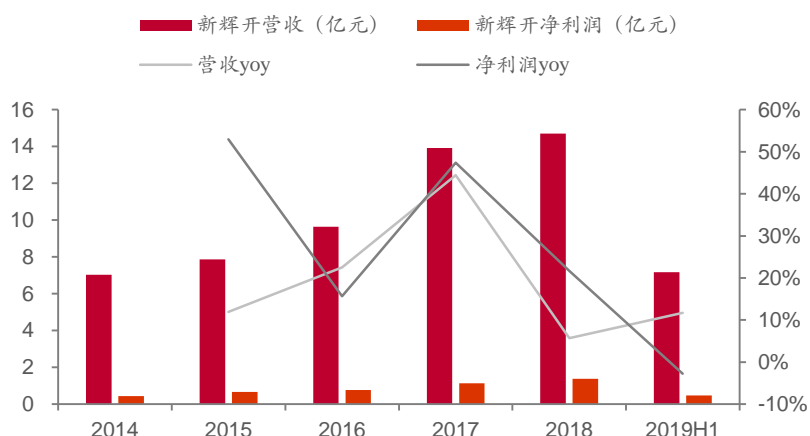
图表 21: 公司电子产品整体解决方案总览

公司产品	应用场景	优势
户外商显	公交站牌、灯杆广告、智慧路牌等	公司与京东方联合推出的业界第一款大尺寸专利产品，国内尚无使用先例
TFT 液晶显示屏	户外、车载、医疗等应用	从事 TFT 显示模组设计生产超 15 年，与国内、台湾、日本等各大 TFT 面板制造商建立了深入广泛的合作关系
黑白液晶显示屏	-	国内液晶显示设计制造行业开创者之一，深耕黑白液晶显示技术 30 年
PRECI-成	先进的触摸功能片和触摸屏集	完整的电容式触摸屏显示解决方案
电子车牌	车辆的数字化管理，智能交通感知及控制	与美国 Reviver 公司深入合作，为美国市场推出了电子车牌产品，在多个州获得许可上路运行
盖板	盖板产品和玻璃加工	公司为授权的康宁大猩猩玻璃盖板生产制造商
钢化玻璃保护片	几乎所有的电子产品	与美国康宁公司建立的良好合作互惠关系
标准产品	独立 TFT 显示屏、装配 PRECI- 触摸功能片、PRECI- 触摸屏	等
OLED 显示屏	-	-

来源：公司官网，中泰证券研究所

- 新辉开营收及净利润保持稳健增长。**2018 年新辉开实现营收 14.70 亿元，同比增长 5.69%，实现净利率 1.38 亿元，同比增长 21.66%；2019 年上半年新辉开实现营收 7.17 亿元，同比增长 11.69%；实现净利润 0.47 亿元，同比小幅下降 2.73%。新辉开积极投入研发力量，布局智能家居、智能汽车、智慧城市（户外显示）、电子车牌等领域的液晶显示和触控模组产品，上半年完成 LCD 新样品 210 个项目、转量产 119 款，为后续市场开拓奠定坚实的基础。

图表 22: 新辉开营收及净利润保持稳健增长



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **国内触控显示领导者，中大尺寸募投项目带来新动力。** 经近 30 年的稳健发展，新辉开已成为国内最具实力的触控显示产品专业制造商之一，并与沃尔玛、贝尔金、迈梭电子、伟创力、捷普集团、德赛西威、霍尼韦尔、怡口净水等世界 500 强企业建立合作关系，竞争实力凸显。2019 年公司拟通过非公开发行股票募资 6 亿元，积极布局中大尺寸智能终端触控显示器件项目（项目总投资 7.49 亿元），从而提升产能、优化业务能力、拓展产业链布局、提升公司综合竞争实力份额。

## 投资建议

- **公司已形成双主业架构，各项细分业务假设与预测结果如下：**

  - **1) 触控显示业务：**假设 2020-2022 年平均增速保持在 15%，考虑到中大尺寸智能终端触控显示器件项目推进下产品价值量有提升趋势，毛利率分别为 26.3%/26.5%/26.8%。
  - **2) 电抗器业务：**假设 2020-2021 年特高压电抗器招标金额均为 10 亿元，在不考虑十四五新规划情况下 2022 年特高压电抗器招标金额预计为 7 亿元，且 2020-2022 年公司份额分别达 35%/40%/50%，根据线路建设周期假设当年订单确认比例为 70%，则 2020-2022 年电抗器业务增速分别为 205%/57%/-5%，考虑到毛利率随着产能利用率提升而增长，假设 2020-2022 年毛利率分别为 36%/38%/36%。
  - **3) 电磁线业务：**考虑到 2020 年特高压规划超预期、电网投资加码显著，一次设备高景气度有望带动电磁线需求增长，假设 2020-2022 年电磁线业务增速分别为 3%/15%/15%，毛利率保持在 12%。

**图表 23: 公司业务预测总览 (金额: 亿元)**

年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
触控显示相关业务	14.68	17.18	19.75	22.71	26.12
yoy	411%	17%	15%	15%	15%
毛利率	25.98%	26%	26.3%	26.5%	26.8%
电抗器业务	0.67	0.80	2.45	3.85	3.65
yoy	-20%	20%	205%	57%	-5%
毛利率	32.87%	33%	36%	38%	36%
电磁线	5.23	5.39	6.19	7.12	7.48
yoy	1%	3%	15%	15%	5%
毛利率	11.35%	11.30%	12%	12%	12%
其他	0.05	0.06	0.07	0.07	0.07
yoy	150%	27%	5%	5%	5%
毛利率	35.16%	35%	35%	35%	35%
<b>合计</b>	<b>20.63</b>	<b>23.43</b>	<b>28.46</b>	<b>33.76</b>	<b>37.33</b>
<b>yoy</b>	<b>132%</b>	<b>14%</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>11%</b>
<b>毛利率</b>	<b>22.52%</b>	<b>22.70%</b>	<b>24.01%</b>	<b>24.77%</b>	<b>24.71%</b>

来源: 中泰证券研究所

**图表 24: 可比公司估值对比 (除经纬辉开外均采用 wind 一致预期数据, 股价日期为 2020 年 3 月 20 日)**

代码	公司	市值(亿元)	股价(元)	EPS				PE			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300120.SZ	经纬辉开	35.41	7.62	0.29	0.31	0.45	0.60	26.31	24.82	16.89	12.77
600577.SH	精达股份	55.14	2.87	0.22	0.21	0.22	0.23	13.05	13.53	13.12	12.22
600089.SH	特变电工	289.72	7.80	0.30	0.57	0.68	0.73	26.00	13.66	11.55	10.69
002456.SZ	欧菲光	418.05	15.41	-0.19	0.19	0.61	0.82	-	81.11	25.31	18.91
000725.SZ	京东方 A	1,461.53	4.20	0.10	0.08	0.15	0.24	42.00	51.22	27.54	17.25
<b>平均值 (不含经纬辉开)</b>		<b>556.11</b>	<b>7.57</b>	-	-	-	-	<b>27.02</b>	<b>39.88</b>	<b>19.38</b>	<b>14.77</b>

来源: wind, 中泰证券研究所

- 公司打造“电力电气+电子信息”双主业架构，在电磁线、电抗器等领域国内领先。2020 年特高压规划超预期，电抗器招标金额预计高增，公司为 2020 年特高压换流站备品备件招标唯一中标人，全年订单有望爆发，将贡献显著业绩增量；触控显示需求维持高景气度，公司前瞻布局中大尺寸领域，长期增势明确。我们预计 2019-2021 年公司归母净利润将分别达 1.43/2.10/2.77 亿元，EPS 分别为 0.31/0.45/0.60 元，对应 2020 年 3 月 19 日收盘价 PE 分别为 23.9/16.2/12.3，首次覆盖，给与增持评级。

## 风险提示

- **电网投资不及预期:**
- 电网投资受国网盈利能力与宏观经济大环境影响，当前国内经济发展形势错综复杂，宏观指标可能出现较大波动；同时，电网售电价格持续下降，面临盈利能力下降的风险，从而导致国家电网投资能力收缩，进一步影响电网信息化投资及主流公司的订单。
  
- **特高压建设推进不及预期:**
- 目前多条线路尚未核准，且十四五特高压规划尚未明确，若后续核准及开工进程推进不及预期，则会影响特高压投资额与供应商订单落地情况。
  
- **原材料价格上涨风险:**
- 电磁线及电抗器等产品原材料如铜、银、钢、铝等成本占比较高，如果大宗原材料价格出现较大波动，公司成本将受较大影响，产品毛利率有下降风险。



图表 25: 公司财务预测 (百万元)

2020年3月21日		2017					2018					2019E					2020E					2021E																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																							
<b>利润表</b>		<b>2017</b>					<b>2018</b>					<b>2019E</b>					<b>2020E</b>					<b>2021E</b>																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																							
营业收入	888.6	2,062.6	2,342.6	2,845.9	3,375.3	营业收入增长率	41.0%	132.1%	13.6%	21.5%	18.6%	营业成本	727.3	1,598.1	1,810.8	2,162.6	2,539.3	营业成本增长率	41.0%	132.1%	13.6%	21.5%	18.6%	营业税金及附加	8.0	14.3	16.7	21.9	24.5	营业税金及附加增长率	281.8%	144.5%	9.1%	45.4%	31.5%	销售费用	21.7	75.1	89.0	108.1	128.3	销售费用增长率	257.0%	140.5%	6.0%	47.0%	32.2%	管理费用	60.5	119.2	222.5	270.4	320.7	管理费用增长率	156.9%	237.7%	-15.1%	35.2%	25.2%	财务费用	6.7	18.9	15.0	15.0	15.0	财务费用增长率	271.6%	258.9%	-20.8%	41.9%	29.8%	资产减值损失	5.2	10.3	10.0	8.0	5.0	资产减值损失增长率	318.6%	134.3%	6.5%	41.9%	29.8%	公允价值变动收益	2.5	-	0.9	1.1	0.7	公允价值变动收益增长率	208.1%	10.2%	14.2%	11.8%	9.5%	投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	投资和汇兑收益增长率	175.5%	6.4%	6.8%	5.4%	7.4%	营业利润	67.3	164.5	179.5	261.0	343.3	营业利润增长率	18.2%	22.5%	22.7%	24.0%	24.8%	加:营业外净收支	-0.1	-1.2	0.5	-0.3	-0.3	营业外净收支增长率	7.6%	8.0%	7.7%	9.2%	10.2%	利润总额	67.2	163.3	180.0	260.7	343.0	利润总额增长率	6.3%	6.5%	6.1%	7.4%	8.2%	减:所得税	7.8	26.8	28.8	41.7	54.9	所得税增长率	9.9%	14.4%	10.7%	12.0%	12.6%	净利润	56.0	134.6	142.7	209.6	277.2	净利润增长率	7.7%	11.9%	8.3%	9.7%	10.6%	资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBITDA/营业收入	9.9%	14.4%	10.7%	12.0%	12.6%	货币资金	248.6	248.3	282.0	342.6	406.3	EBIT/营业收入	7.7%	11.9%	8.3%	9.7%	10.6%	交易性金融资产	-	-	-	-	-	运营效率	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	195	102	89	76	65	应收账款	576.8	641.4	855.3	883.9	1,085.1	流动资产周转天数	148	101	111	107	102	应付票据	46.1	113.0	67.7	151.8	108.6	流动负债周转天数	309	218	223	216	210	预付账款	16.3	30.4	22.5	40.7	33.5	应收账款周转天数	146	106	115	110	105	存货	267.9	270.4	339.6	389.0	466.5	存货周转天数	70	47	47	46	46	其他流动资产	22.5	18.6	16.8	19.3	18.2	总资产周转天数	696	484	470	438	414	可供出售金融资产	3.3	3.4	2.6	3.1	3.0	投资资本周转天数	502	343	339	315	294	持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率	-	-	-	-	-	长期股权投资	-	-	-1.2	-1.7	-2.3	ROE	3.1%	7.0%	7.0%	9.8%	12.0%	投资性房地产	4.6	4.5	4.5	4.5	4.5	ROA	2.2%	4.8%	4.7%	6.0%	7.1%	固定资产	592.8	571.9	585.4	616.6	599.2	ROIC	10.8%	8.2%	7.9%	9.9%	11.4%	在建工程	8.2	5.9	155.9	305.9	455.9	费用率	-	-	-	-	-	无形资产	172.5	194.7	188.8	182.8	176.9	销售费用率	2.4%	3.6%	3.8%	3.8%	3.8%	其他非流动资产	716.3	765.0	729.7	730.5	730.4	管理费用率	6.8%	5.8%	9.5%	9.5%	9.5%	资产总额	2,676.0	2,867.6	3,249.6	3,668.9	4,085.9	财务费用率	0.8%	0.9%	0.6%	0.5%	0.4%	短期债务	233.0	339.6	465.3	636.5	778.3	三费/营业收入	10.0%	10.3%	13.9%	13.8%	13.7%	应付账款	290.9	308.3	370.6	440.3	511.9	偿债能力	-	-	-	-	-	应付票据	76.7	49.0	93.5	76.7	123.1	资产负债率	29.8%	30.3%	34.3%	38.7%	40.9%	其他流动负债	98.6	120.4	80.4	107.2	103.8	负债权益比	42.5%	43.5%	52.3%	63.2%	69.2%	长期借款	-	-	48.5	90.1	94.0	流动比率	1.69	1.62	1.57	1.45	1.40	其他非流动负债	98.3	52.0	57.8	69.4	59.7	速动比率	1.30	1.29	1.23	1.14	1.09	负债总额	797.5	869.4	1,116.1	1,420.2	1,670.8	利息保障倍数	10.17	12.98	12.96	18.40	23.89	少数股东权益	81.8	83.7	92.2	101.6	112.4	分红指标	-	-	-	-	-	股本	294.5	389.9	464.8	464.8	464.8	DPS(元)	0.13	0.08	0.14	0.27	0.27	留存收益	1,506.5	1,549.3	1,576.6	1,682.4	1,838.0	分红比率	105.2%	29.1%	44.8%	59.7%	44.6%	股东权益	1,878.5	1,998.2	2,133.6	2,248.7	2,415.2	股息收益率	1.7%	1.1%	1.8%	3.5%	3.5%	现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E	净利润	59.4	136.5	142.7	209.6	277.2	EPS(元)	0.12	0.29	0.31	0.45	0.60	加:折旧和摊销	20.4	56.3	57.3	64.3	67.7	BVPS(元)	3.87	4.12	4.39	4.62	4.95	资产减值准备	5.2	10.3	-	-	-	PE(X)	63.3	26.3	24.8	16.9	12.8	公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5	财务费用	4.6	21.0	15.0	15.0	15.0	P/FCF	-3.8	56.6	955.4	22.7	20.4	投资收益	-2.5	-	-0.9	-1.1	-0.7	P/S	4.0	1.7	1.5	1.2	1.0	少数股东损益	3.5	1.9	8.5	9.4	10.9	EV/EBITDA	42.0	8.5	15.3	11.8	9.7	营运资金的变动	22.9	-198.3	-97.0	-101.8	-122.3	CAGR(%)	54.5%	28.3%	105.7%	54.5%	28.3%	经营活动产生现金	17.3	107.4	125.5	195.3	247.9	PEG	1.2	0.9	0.2	0.3	0.5	投资活动产生现金	-492.4	-138.1	-213.0	-238.9	-193.7	ROIC/WACC	1.1	0.8	0.8	1.0	1.2	融资活动产生现金	578.4	66.9	121.2	104.1	9.6	REP	1.8	1.5	2.0	1.5	1.2

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。