

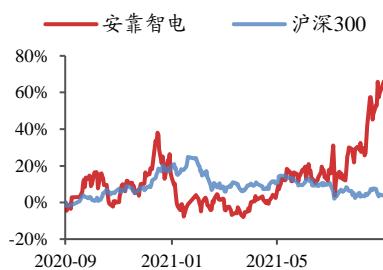
# 安靠智电 (300617.SZ) GIL 龙头，技术创新驱动二次腾飞

2021 年 09 月 24 日

——公司首次覆盖报告

**投资评级：买入（首次）**

| 日期           | 2021/9/23   |
|--------------|-------------|
| 当前股价(元)      | 63.95       |
| 一年最高最低(元)    | 70.94/37.32 |
| 总市值(亿元)      | 107.53      |
| 流通市值(亿元)     | 41.40       |
| 总股本(亿股)      | 1.68        |
| 流通股本(亿股)     | 0.65        |
| 近 3 个月换手率(%) | 217.6       |

**股价走势图**


数据来源：聚源

**任浪（分析师）**

renlang@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

**● GIL 龙头，技术创新驱动二次腾飞**

安靠智电是国内 GIL 的龙头企业，公司独有的三相共箱技术使得 GIL 成本显著下降，在高功率城市地下输电领域实现了相对传统电缆输电更优的经济性。用地成本持续攀升、城市大型化和新能源汽车的快速发展驱动城市高功率输电系统的入地化。同时，在技术进步、成本下降的驱动下，高功率的地下输电 GIL 市场需求打开。公司凭借过硬的技术实力和丰富的运营经验，先发优势显著，将充分受益于国内 GIL 市场渗透率的提升。此外，公司通过技术创新拓展的智慧模块化变电站业务同样处于快速发展中，在手订单充裕。GIL 和模块化变电站双轮驱动公司进入高速增长期，实现二次腾飞。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.35/3.70/5.06 亿元，对应 EPS 分别为 1.40/2.20/3.01 元/股，当前股价对应 PE 分别 45.7/29.1/21.3 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**● 电网扩容与用地成本矛盾加剧，GIL 市场需求打开**

2021 年 8 月，国内新能源乘用车批发销售 30.4 万辆，渗透率已达 20%，在“双碳”政策的推动下，我国新能源汽车的渗透率将加速提升。伴随着存量新能源车数量的增加以及快充、超冲等技术的进步，对电网的充电需求快速提升。同时，土地使用成本的不断攀升，城市美观化推动城市输电系统的入地化。城市输电的高功率、入地化叠加技术进步后 GIL 成本大幅下降，城市地下的高功率输电 GIL 市场需求打开。公司作为 GIL 先发龙头，将充分受益于国内 GIL 渗透率的提升。

**● 电缆连接件稳健增长，GIL 和智慧模块化变电站带来业绩腾飞**

公司电缆连接件技术相继突破多项国外垄断，高端产品不断进口替代带来稳健增长。GIL 业务实现“0→1”的突破之后正进入“1→N”的快速复制阶段，订单规模持续扩张。智慧模块化变电站通过节约建设时间和土地空间以及成本优势，相继打开在充电桩、数据中心、风能、光伏、储能等新兴领域的需求，迎来快速发展。公司通过技术创新切入的 GIL 和智慧模块化变电站两大业务正逐步进入收获期，定增扩产也保障了订单的有效落地，助力公司实现二次腾飞。

**● 风险提示：**市场需求不及预期、市场竞争加剧、订单获取和落地不及预期等。

**财务摘要和估值指标**

| 指标         | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 318   | 529   | 1,050 | 2,041 | 2,846 |
| YOY(%)     | -0.6  | 66.3  | 98.6  | 94.4  | 39.4  |
| 归母净利润(百万元) | 64    | 132   | 235   | 370   | 506   |
| YOY(%)     | -15.5 | 108.1 | 77.9  | 57.0  | 36.9  |
| 毛利率(%)     | 50.4  | 52.9  | 46.7  | 40.9  | 39.7  |
| 净利率(%)     | 20.0  | 25.0  | 22.4  | 18.1  | 17.8  |
| ROE(%)     | 7.8   | 14.5  | 21.6  | 26.9  | 28.2  |
| EPS(摊薄/元)  | 0.38  | 0.79  | 1.40  | 2.20  | 3.01  |
| P/E(倍)     | 169.0 | 81.2  | 45.7  | 29.1  | 21.3  |
| P/B(倍)     | 13.0  | 11.6  | 9.8   | 7.8   | 6.0   |

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1、 GIL 龙头，技术创新引领二次腾飞.....              | 4  |
| 1.1、“专精特新”小巨人，股权激励绑定长期发展利益.....        | 4  |
| 1.2、GIL 业务和智慧模块化变电站发力，营收业绩进入高速增长期..... | 4  |
| 1.3、首创多项技术彰显实力，技术领先优势显著.....           | 6  |
| 2、 GIL 市场需求打开，公司先发优势显著.....            | 7  |
| 2.1、电网扩容与用地成本矛盾加剧，GIL 市场需求打开.....      | 7  |
| 2.2、技术实力过硬运营经验丰富，公司 GIL 业务先发优势明显.....  | 11 |
| 3、 电缆连接件稳健增长，GIL 和模块化变电站驱动快速增长.....    | 13 |
| 3.1、电缆连接件高端进口替代保持稳健增长.....             | 13 |
| 3.2、智慧模块化变电站快速灵活，成为公司新的增长点.....        | 14 |
| 3.3、定增加码 GIL 和智慧模块化变电站扩产，驱动加速发展.....   | 15 |
| 4、 盈利预测与估值.....                        | 15 |
| 5、 风险提示.....                           | 16 |
| 附：财务预测摘要.....                          | 17 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：公司专注特高压传输技术，技术创新不断实现突破.....                     | 4  |
| 图 2：公司创始人分工明确，股权激励绑定核心团队成员.....                     | 5  |
| 图 3：公司 GIL 业务迎来快速增长（亿元）.....                        | 6  |
| 图 4：公司 2021H1 年 GIL 收入占比已达 35% .....                | 6  |
| 图 5：公司营收自 2020 年进入增长快车道 .....                       | 6  |
| 图 6：公司净利润 2020 年开始进入高速增长期 .....                     | 6  |
| 图 7：无锡荣巷 220kVGIL 项目 .....                          | 7  |
| 图 8：南通滨江 220kV GIL 项目 .....                         | 7  |
| 图 9：广汽埃安的超倍速充电技术峰值功率达 480KW .....                   | 8  |
| 图 10：2021 年我国新能源汽车保有量放量在即 .....                     | 8  |
| 图 11：2021 年我国新能源汽车用电量大幅增加 .....                     | 8  |
| 图 12：GIL 输电电流极限是电缆的 4-5 倍，高功率输电 GIL 具备明显经济性 .....   | 9  |
| 图 13：“十三五”国网投资超 2.5 万亿，未来 5 年将继续计划投资 2.26 万亿元 ..... | 10 |
| 图 14：苏通 GIL 工程由苏州通向南通 .....                         | 11 |
| 图 15：苏通 GIL 的隧道工程示意图 .....                          | 11 |
| 图 16：三相共箱技术实现了三根导管集成至一根管内 .....                     | 11 |
| 表 1：公司技术实力处于行业领先水平 .....                            | 6  |
| 表 2：利用 GIL 输电技术将架空线入地优势显著 .....                     | 9  |
| 表 3：政策持续支持特高压等电网建设升级方向 .....                        | 10 |
| 表 4：三相共箱 GIL 较单项 GIL 成本更低、空间占用更小 .....              | 12 |
| 表 5：公司已承接多个行业重点项目 .....                             | 12 |
| 表 6：曹山旅游度假区地下管廊工程项目主要条款 .....                       | 13 |
| 表 7：电缆连接件占电缆输电系统成本较小但易发生故障 .....                    | 13 |
| 表 8：公司已承接多个国际第一或国内第一的重点项目 .....                     | 14 |

|   |    |
|---|----|
| 表 9: 公司 2021 年智慧模块化变电站合同金额总计 1.55 亿元.....   | 15 |
| 表 10: 定增募资 14.82 亿元主要用于模块化变电站和 GIL 扩产 ..... | 15 |
| 表 11: 可比公司估值参考（亿元、元/股） .....                | 16 |

## 1、GIL 龙头，技术创新引领二次腾飞

公司创建于 2006 年，是一直致力于输变电技术重要变革的国家级高新技术企业，传统主业为特高压电缆连接件。2018 年公司凭借其原有技术优势和进一步在三相共箱等技术上的创新切入 GIL 领域，2020 年公司继续凭借技术创新切入了智慧模块化变电站领域，技术创新驱动了公司的再次腾飞。公司在特高压电缆连接件、GIL 和智慧模块化变电站三大领域共创造了 12 项（产品和工程服务）中国第一、7 项（产品和工程服务）世界第一、7 项（产品）世界唯一的成绩，先后两次入选央视“大国重器”节目。

### 1.1、“专精特新”小巨人，股权激励绑定长期发展利益

**专注特高压传输技术变革，入选专精特新“小巨人”名单。**公司自 2006 年成立以来，基于传统电缆连接业务在特高压传输领域不断研发投入。2015 年 220KV、500KV、1000KV 的 GIL 成功通过型式试验。2017 年“搅拌摩擦焊”和“1000KV GIL”成功通过中机联鉴定，并总承包国产第一条 220KV GIL 城市输电线路，2019 年该项目送电成功。2021 年公司首创智慧模块化变电站租赁商业模式。2021 年以来“专精特新”被政策多次提及。2021 年 1 月 23 日，财政部、工信部联合印发《关于支持“专精特新”中小企业高质量发展的通知》：2021-2025 年，中央财政累计安排 100 亿元以上奖补资金，引导地方完善扶持政策和公共服务体系，分三批（每批不超过三年）重点支持 1000 余家国家级专精特新“小巨人”企业高质量发展。2021 年 3 月 11 日，十三届全国人大四次会议，提出“推动中小企业提升专业化优势，培育专精特新‘小巨人’企业和制造业单项冠军企业”。2021 年 3 月 12 日，银保监会发布《关于 2021 年进一步推动小微企业金融服务高质量发展的通知》，提出“对掌握产业‘专精特新’技术的小微企业，要量身定做金融服务方案，及时给予资金支持”。2021 年 4 月 25 日，十四五规划提出“推动中小企业提升专业优势，培育专精特新‘小巨人’企业和制造业单项冠军企业”。2021 年 7 月 27 日，中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤在出席全国“专精特新”中小企业高峰论坛时表示，充满活力的中小企业，多样性、差异化的经济生态，是我国经济韧性最重要的保障，“专精特新”的灵魂是创新。2021 年 730 政治局会议更是首次将发展“专精特新”中小企业上升至国家层面。2021 年 9 月 2 日，北交所宣布成立，致力于培育出一批“专精特新”企业。公司凭借持续深耕的技术创新实力，2020 年成功入选工信部第二批专精特新“小巨人”企业名单。

图1：公司专注特高压传输技术，技术创新不断实现突破

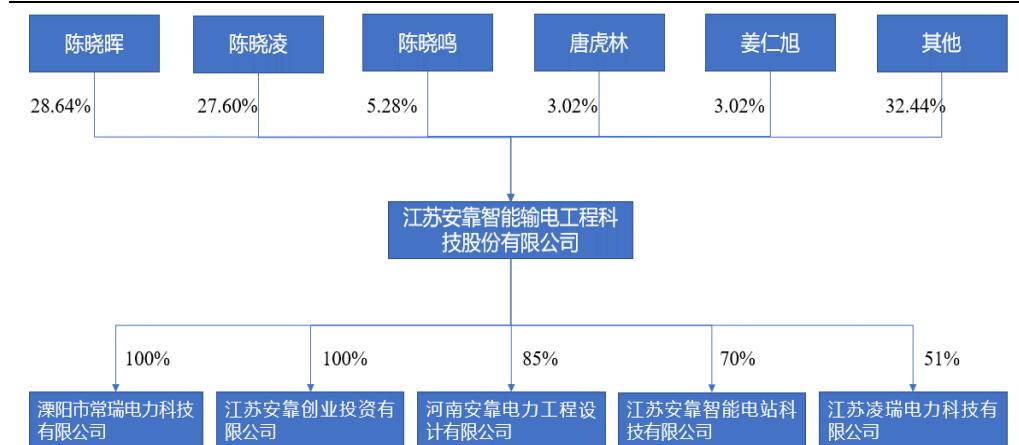


资料来源：公司公告、开源证券研究所

**创始人分工明确，股权激励绑定核心团队。**公司为输变电行业民营企业，公司整体体制机制灵活，服务高效。公司创始人和高管分工明确，其中大股东兼董事长陈晓晖负责把握公司整体战略方向，二股东兼总经理陈晓凌负责公司整体的运营和销售，三

股东兼副总经理陈晓鸣负责公司整体的技术研发。三位创始人为兄弟关系且分工明确，共同带动了公司的持续发展。同时，公司通过股权激励与公司高管团队和核心员工进行了深度绑定，助力长期发展。公司于2020年8月21日审议通过了《关于公司向2020年限制性股票激励计划激励对象授予限制性股票的议案》，当日以11.41元/股的价格授予68名激励对象183.10万股限制性股票；于2020年12月8日以11.41元/股的价格向7名激励对象授予37.86万股预留部分限制性股票。

**图2：公司创始人分工明确，股权激励绑定核心团队成员**

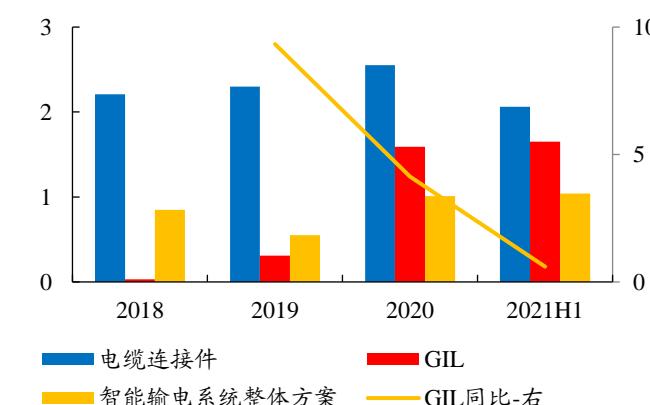


资料来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、GIL业务和智慧模块化变电站发力，营收业绩进入高速增长期

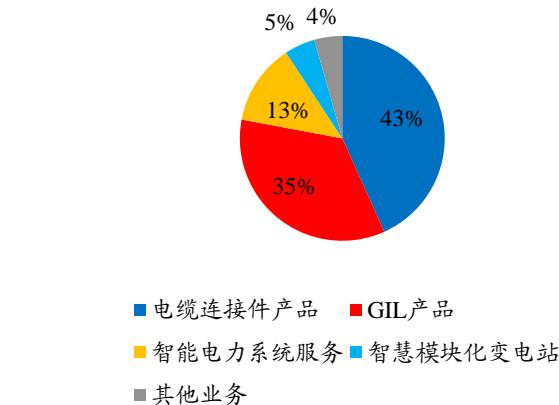
**GIL业务和智慧模块化变电站发力，公司再入快速增长期。**公司传统电缆连接件业绩基本保持稳定，2020年开始公司布局的GIL业务和智慧模块化变电站开始放量，推动公司收入进入高速增长期。公司GIL业务2018年开始贡献收入，仅311.41万元，2019年即达到3059万元，2020年公司GIL业务开始迎来快速增长，贡献收入1.59亿元，占总体收入的30%。2021年上半年，公司GIL业绩继续保持高速增长，贡献收入1.65亿元，同比增长60%。同时，公司新布局的智慧模块化变电站2021年开始贡献收入，2021H1即贡献收入2264万元。在GIL和智慧模块化变电站新业务的推动下，公司收入快速增长，2020年实现收入5.29亿元，同比增长66.27%，创历史新高，2021H1实现收入4.75亿元，同比增长139%，再次刷新半年度收入和增速的新高。同时，公司各业务均为国内首创或技术领先，毛利率持续稳定在较高水平，同时公司费用控制能力优秀，推动公司业绩同样进入高速增长期。2020年公司实现归母净利润1.32亿元，同比增长108.1%，创历史新高，2021H1实现归母净利润1.20亿元，同比增长83.18%，再次刷新半年度历史新高。

图3：公司 GIL 业务迎来快速增长（亿元）



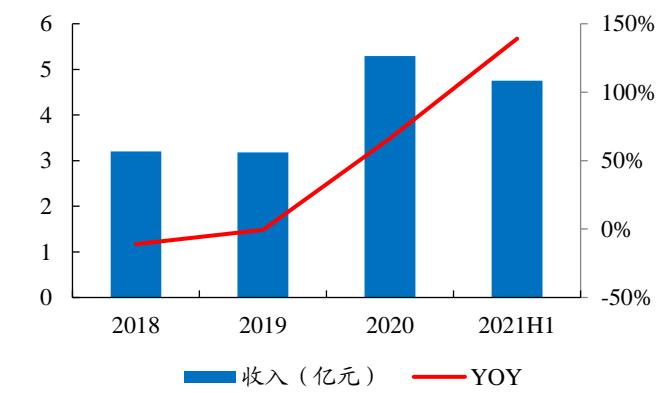
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司 2021H1 年 GIL 收入占比已达 35%



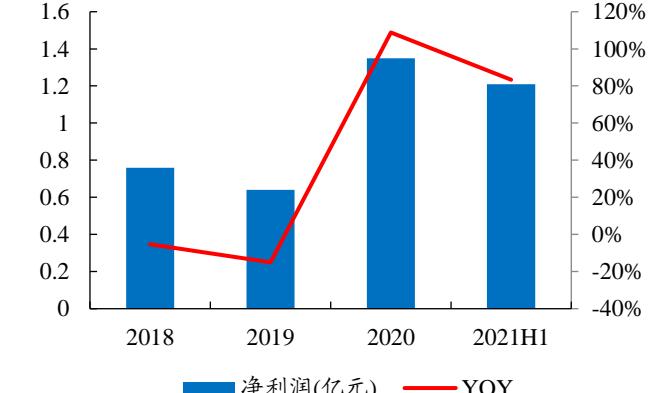
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司营收自 2020 年进入增长快车道



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司净利润 2020 年开始进入高速增长期



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、首创多项技术彰显实力，技术领先优势显著

技术实力行业领先，荣获多项中国第一、世界第一和世界唯一。公司通过在地下输电行业不断研发投入，共有 44 项产品被评为省级和国家重点新产品，取得了 65 项专利，其中发明专利 20 项。在超高压关键电缆连接件、超特高压地下输电系统、智慧模块化变电站领域取得了 12 项中国第一、7 项世界第一、7 项世界唯一的成绩。公司通过在特高压输电领域持续研发深耕，在行业内已经具备了明显技术领先优势。

表1：公司技术实力处于行业领先水平

|    | 中国第一                             | 世界第一                    | 世界唯一                    |
|----|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|
| 产品 | 220kV 2500 mm <sup>2</sup> 电缆连接件 | 1000kV 气体绝缘输电线路 (GIL)   | 10kV 气体绝缘输电线路 (GIL)     |
|    | 330kV 全系列电缆连接件                   | 220kV 三相共箱气体绝缘输电线 (GIL) | 110kV 气体绝缘输电线路 (GIL)    |
|    | 500kV 全系列电缆连接件                   |                         | 220kV 三相共箱气体绝缘输电线 (GIL) |
|    | 220kV 单相气体绝缘输电线 (GIL)            |                         | 搅拌摩擦焊 GIL 壳体            |
|    | 110kV 开变一体机                      |                         | 110kV-220kV 四防”电缆中间接头   |
|    | 220kV 开变一体机                      |                         | 110kV 开变一体机             |

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

| 中国第一                           | 世界第一                             | 世界唯一 |
|--------------------------------|----------------------------------|------|
| 220kV 开变一体机                    |                                  |      |
| 工程服务 国产第一条 330kV 电缆线路          | 世界首台最大 800MW 水电机组 500kV 电<br>缆工程 |      |
| 国产第一条 500kV 电缆线路               | 世界单根最长 (1050 米) 500kV 电缆工程       |      |
| 国产第一条海上 500kV 变电站电<br>缆线路      | 世界最大落差 445 米竖井 220kV 电缆工程        |      |
| 国产第一条 220kV 气体绝缘输电<br>线路 (GIL) | 世界首条 220kV 三相共箱 GIL 输电线路         |      |
| 国产第一条 500kV 气体绝缘输电<br>线路 (GIL) | 世界首条架空多回路高空布置 220kV GIL<br>输电线路  |      |
| 首创智慧模块化变电站租赁商业模<br>式           |                                  |      |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、GIL 市场需求打开，公司先发优势显著

### 2.1、电网扩容与用地成本矛盾加剧，GIL 市场需求打开

GIL 是一种地下输电方式，具备安全可靠、高效、集约、智能等优势。GIL 指气体绝缘金属封闭输电线路，是由接地合金铝外壳和内置管状合金铝导体组成并采用六氟化硫等绝缘气体为绝缘介质的电力传输设备，GIL 具有传输容量大、单位损耗低、布置灵活、运行可靠性高、寿命长、以及不受外界环境因素影响等优点，适用于恶劣气候环境或者廊道选择受限制的电力输送场合。

图7：无锡荣巷 220kVGIL 项目



资料来源：公司官网

图8：南通滨江 220kV GIL 项目



资料来源：公司官网

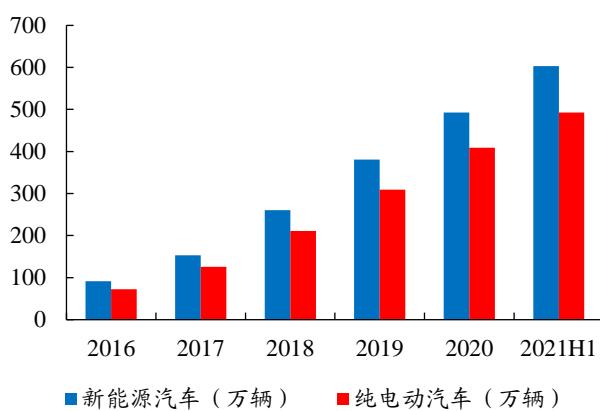
新能源汽车数量快速增长，电网扩容需求迫切。随着中国经济的不断发展和城市化进程的持续推进，城市中心半径不断扩大，城区用电量不断增加。同时，在“双碳”政策的推动下，我国新能源汽车渗透率迎来加速增长。根据《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，到 2025 年新能源汽车新车销售量将达到汽车新车销售总量的 20% 左右。2021 年 8 月，我国新能源乘用车销售 30.4 万辆，渗透率即已达到了 20%，中国电动汽车百人会秘书长张永伟预计 20% 渗透率的目标有望在 2022-2023 年提前达成。截至 2021 年中我国汽车保有量 2.92 亿辆，未来新能源汽车的替代空间广阔。真锂研究数据显示，2021 年上半年我国新能源汽车用电量同比大幅增长。同时，未来随着快充和超充技术的进步，新能源汽车充电的功率需求将大幅提升。目前新能源汽车充电桩的最高功率为 180KW，但以广汽埃安为代表的超倍速充电技术的充电

功率最高可达 480KW。考虑到新能源汽车数量快速增加等因素影响，城区用电量将不断增加，必须通过高电压等级的输电线路输送到城市中心的变电站，再通过周边的下级变电站输送到需要用电的企业、单位以及居民家中，电网扩容需求迫切。

图9：广汽埃安的超倍速充电技术峰值功率达 480KW

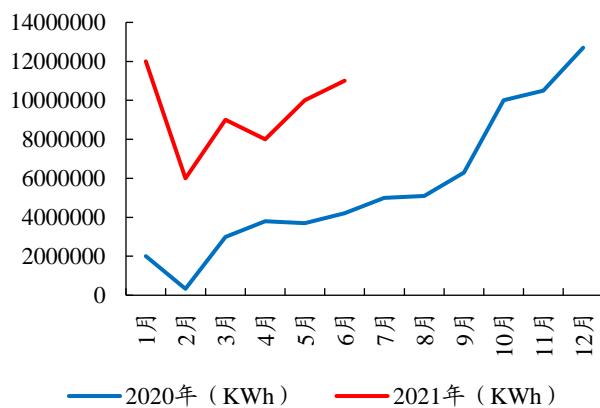


图10：2021年我国新能源汽车保有量放量在即



数据来源：中汽协、开源证券研究所

图11：2021年我国新能源汽车用电量大幅增加

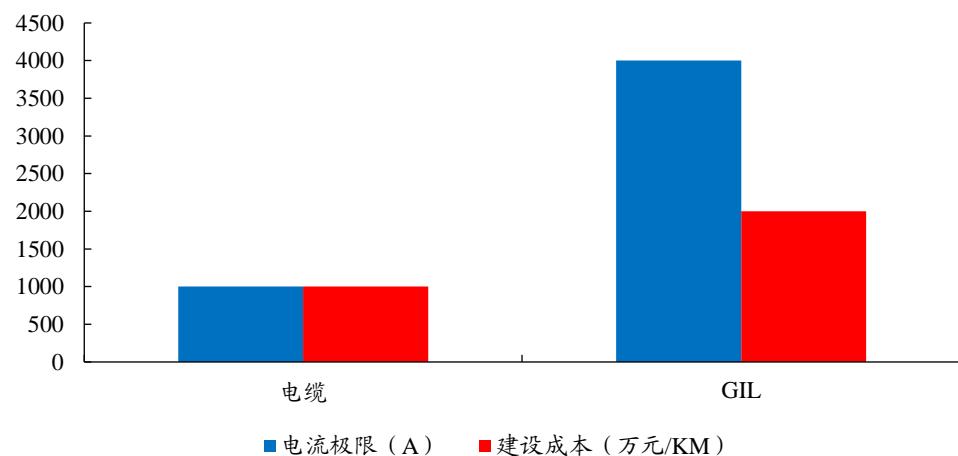


数据来源：真锂研究、开源证券研究所

架空线仍为目前主流输电方式，高功率城市输电打开 GIL 市场需求。由于我国一次能源分布及用电负荷中心分布的不均衡，决定了远距离、大容量输电是能源调配的最主要手段，而特高压输电能够支撑全国范围内大能源基地的建设。由于敷设简单且成本较低，国内外主要均采用架空线作为目前输送电能的主要方式。架空线由线路杆塔、导线、绝缘子等构成，架设在地面上，需要占用较大的土地资源。近年来随着土地成本的不断攀升，架空线建设对土地空间占用的成本快速提升，经济性开始下降，城市输电的入地需求开始提升。以上海为例，2020 年 3 月，上海市普陀区长寿路电力、信息等架空线入地工程正式开工，标志着上海市 2020 年架空线入地和合杆整治工程全面启动，上海将确保当年完成 100 公里道路架空线入地及合杆整治任务。截至 2020 年底，上海累计完成 470 公里道路相关整治，内环内架空线入地率从 29% 提升至 62%，道路立杆减量不低于 50%。未来随着各大城市陆续开始推进城区架空线改造工作，公司预计我国城市电力架空线迁改与入地市场需求将达到数千亿元。地下输电同样有电缆和 GIL 两种形式，美国、欧洲和日本等地区的超高压 GIL

应用较早，最长运行时间已超过 35 年，国内 GIL 行业起步较晚，在城市输电的应用还较少。随着电网扩容需求，高功率城市输电 GIL 的优势将逐步显现，电缆输电的电流极限为 1000A，而 GIL 输电的电流极限为 4000-5000A。成本端来看，单回路电缆的建设成本为 1000 万每千米左右，而 GIL 建设成本约为 2000 万每千米左右，低功率的输电上电缆成本占优，但高功率输电上电缆需要增加多回路，GIL 的成本优势开始显现。同时 GIL 的使用寿命为 50 年，显著高于电缆的 30 年，且 GIL 本身的维护成本较低。因此，在高功率的城市输电中，GIL 相对电缆而言已经具备明显的经济性。

**图12：GIL 输电电流极限是电缆的 4-5 倍，高功率输电 GIL 具备明显经济性**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**表2：利用 GIL 输电技术将架空线入地优势显著**

| 分类     | 电力架空线入地优势        |
|--------|------------------|
| 释放土地资源 | 每公里盘活 150-200 亩  |
| 提升土地价值 | 周边没有高压线的商业土地价值更高 |
| 改善城市形象 | 清除线路蛛网，明亮城市天际线   |
| 促进社会和谐 | 更加环保，消除市民辐射担心    |

资料来源：公司官网、开源证券研究所

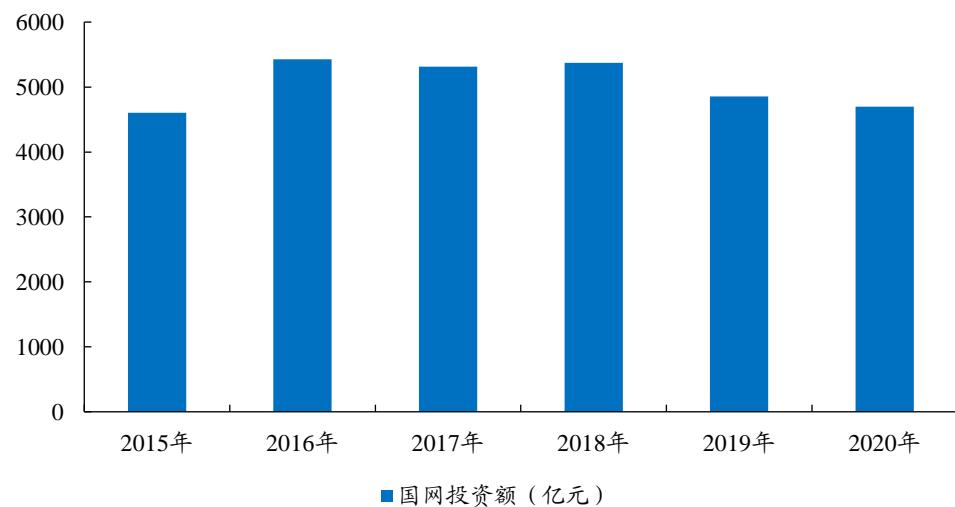
**政策支持、产业推动、技术突破，三轮驱动 GIL 行业发展。**2011 年至今，我国出台了多项关于智能电网、特高压输电等领域的支持性政策，经过上一轮的智能电网投资，目前智能电网建设已形成一定规模，政策导向逐步切换至特高压输电方向。2021 年《2021 年能源工作指导意见》中明确提出“要加快多项特高压工程，提升新能源输送能力”。根据国家能源局 2015 年发布的《配电网建设改造行动计划(2015-2020)》，“十三五”期间电网工程累计投资额不少于 1.7 万亿元，将继续释放大量输配电设备需求。“十三五”期间国家电网实际投入超 2.5 万亿，年均投资额在 5000 亿元左右。在 2021 能源电力转型国际论坛上，国家电网公司董事长辛保安表示，未来五年计划投入 3500 亿美元，约折合人民币 2.26 万亿元，其中将投入 500 多亿元，用于关键核心技术研发，大幅提振市场对电网建设的信心。技术上，苏通 GIL 工程的成功投运，也意味着我国 GIL 技术水平已达世界前列。2019 年 9 月 26 日，世界上电压等级最高、输送容量最大、技术水平最高、最长距离的 GIL 创新工程，华东特高压交流环网合环运行的控制性工程——苏通 GIL 综合管廊工程在江苏正式投运。苏通 GIL 综

合管廊是淮南—南京—上海特高压输变电工程的‘咽喉’项目。苏通 GIL 综合管廊首次采用江底隧道输送特高压 GIL 形式，埋深最深处有 -74.83 米，这个深度的水土压力超过 0.8 兆帕，是中国国内江河埋深最深、水压最高的隧道。苏通 GIL 综合管廊工程于 2016 年 8 月开工建设，2017 年 6 月盾构机顺利始发，2018 年 8 月隧道成功贯通，2019 年 8 月 GIL 设备安装收口，2019 年 9 月工程调试投运。工程开工以来，多项建设指标创造了国内外同类工程施工新纪录：隧道掘进历时 14 个月，掘进速度世界第一；盾构机拆解用时 33 天，拆解速度行业第一；GIL 总长相当于 20 个变电站母线长度，气室超过 400 个，SF<sub>6</sub> 气体用量超过 780 吨，施工安装历时 5 个月，日安装量业界第一。电网持续大规模的投入、政策的持续支持以及 GIL 在高压、特高压输配电领域技术的突破和经济性的逐步显现，推动了 GIL 行业的快速发展。

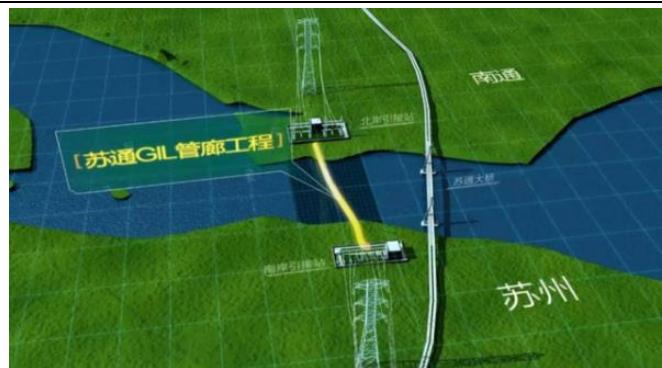
**表3：政策持续支持特高压等电网建设升级方向**

| 时间          | 政策名称                                      | 主要内容  |
|-------------|---|---|
| 2021 年 4 月  | 《2021 年能源工作指导意见》                          | 要加快多项特高压工程，提升新能源输送能力。在送端，完善西北、东北主网架结构，加快构建川渝特高压交流主网架，支撑跨区直流安全高效运行 |
| 2019 年 8 月  | 《产业结构调整指导目录(2019 年本)》                     | 鼓励发展 500 千伏 (kV) 及以上超高压、特高压交直流输电设备及关键部件                           |
| 2016 年 3 月  | 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年（2016-2020 年）规划纲要》 | 优化建设电网主网架和跨区域输电通道，优化电力需求侧管理，加快智能电网建设，提高电网与发电侧、需求侧交互响应能力           |
| 2015 年 7 月  | 《关于促进智能电网发展的指导意见》                         | 探索新型材料在输变电设备中的应用，推广建设智能变电站，合理部署灵活交流、柔性直流输电等设施，提高动态输电能力和系统运行灵活性    |
| 2015 年 5 月  | 《关于推进国际产能和装备制造合作的指导意见》                    | 大力开发和实施境外电力项目，提升国际市场竞争力。积极开展境外电网项目投资、建设和运营，带动输变电设备出口              |
| 2011 年 12 月 | 《国家能源科技“十二五”规划》                           | 输配电方面，通过采用新技术对已有电网进行完善和技术升级，利用先进的新型输电和智能化技术，提高能源利用效率和电网安全稳定水平     |

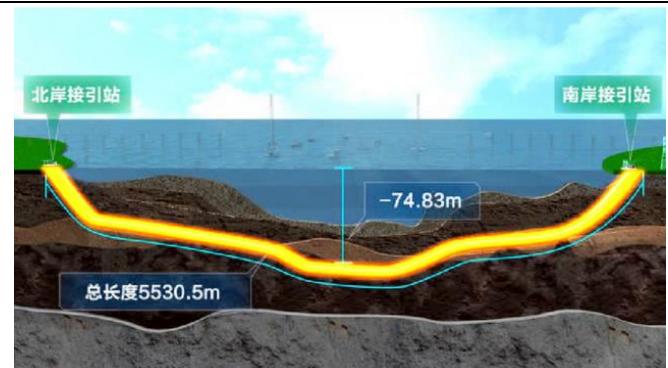
资料来源：国家发改委、国务院、能源局、开源证券研究所

**图13：“十三五”国网投资超 2.5 万亿，未来 5 年将继续预计投资 2.26 万亿元**


数据来源：国家电网、开源证券研究所

**图14：苏通 GIL 工程由苏州通向南通**


资料来源：名城新闻网

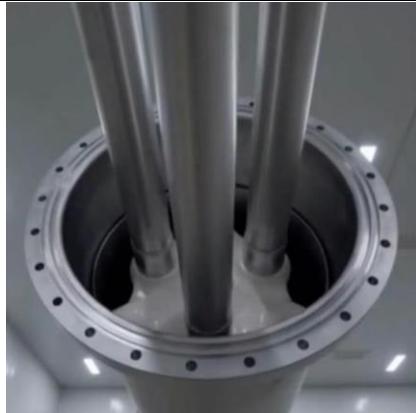
**图15：苏通 GIL 的隧道工程示意图**


资料来源：名城新闻网

## 2.2、技术实力过硬运营经验丰富，公司 GIL 业务先发优势明显

**绝缘是 GIL 生产核心难点，技术要求高。** GIL 是输电线的一部分，但由于地下输电线路没有足够空间架设高压线，浓缩后的高压线输电设备对绝缘要求就会更高。通过特殊气体（六氟化硫）创造绝缘环境是很好的解决方案，但这同时对管道内气体的纯净度要求极高，一旦出现导电的离子就可能会引发线路放电，导致输电线短路。为了便于在室内安装输电设备，GIL 是一节节管道连接起来的，设备制造、安装过程中环境洁净度不够、清扫不干净，造成管道内灰尘残留，是设备运行中放电故障的主要原因。另外，外部环境造成 GIL 震动也可能会在导体接头处产生摩擦出现导电颗粒。其次，为了保证导体母线处于管道中央，设备采用支撑绝缘子固定，如果绝缘子的质量稍有瑕疵（例如裂痕或气泡），就很有可能降低其绝缘性能，引发放电。

**三相共箱技术可降低生产成本，提高生产效率和质量：**公司在完善超高压电缆输电技术的基础上，进一步研发出三相共箱技术，SF6 气站和封闭式耐压设备及相关耐压试验工装已调试完毕并应用到生产过程中。2020 年 12 月，中国机械工业联合会在江苏省溧阳市组织召开了新产品鉴定会，鉴定会上，委员会审查鉴定资料并进行现场抽测后认为：252kV 三相共体式 GIL 为国际首创，产品的综合性能指标达到国际领先水平；252kV 单相及 550kV 单相产品的综合性能指标达到国际先进水平。目前公司研发出的 220kV 三相共箱 GIL、1100kV GIL 产品获得了全球第一个型式试验报告，填补了国际空白，弥补了电缆不能大容量输电的缺陷。同时，三相共箱技术是将三根导体集成至一根管内，大幅降低整体生产成本和空间占用，经济性较单项大幅提升。

**图16：三相共箱技术实现了三根导管集成至一根管内**


资料来源：央视财经新闻

**表4：三相共箱 GIL 较单项 GIL 成本更低、空间占用更小**

| 电压等级<br>KV     | 导体直径<br>(mm) | 壳体<br>直径<br>(mm) | 频率<br>(HZ) | 额定工<br>作压力<br>(MPa) | 额定电流<br>(A) | 工频耐压<br>(KV,<br>1min) | 雷电冲击<br>电压<br>(KV) | 操作冲击<br>电压<br>(KV) | 短路电流<br>(KA,<br>3s) | 无气体母<br>线重量<br>(kg/m) | 气体重<br>量<br>(kg/m) |
|----------------|--------------|------------------|------------|---------------------|-------------|-----------------------|--------------------|--------------------|---------------------|-----------------------|--------------------|
| 220 (单相)       | 90           | 326              | 50/60      | 0.42                | 3150        | 460                   | 1050               | -                  | 50                  | 33.5                  | 3.27               |
| 220 (三相<br>共箱) | 102          | 626              | 50/60      | 0.48                | 3150        | 460                   | 1050               | -                  | 50                  | 69.5                  | 11.56              |

数据来源：公司官网、开源证券研究所

公司 GIL 产品成功运用于各种工况环境，技术领先叠加丰富项目经验打造先发优势。公司 2015 年在国内率先研发出 220kV-1100kV 金属气体绝缘母线（GIL），弥补了电缆系统不能大容量输电的缺陷，2017 年在国内率先通过“AK-GD1-1100 1100kV 刚性气体绝缘输电线路（GIL）”等四个新产品新技术鉴定，2020 年通过了“GXL7-252/3150-50（AK-GS1-252）型刚性气体绝缘输电线路、GXL6-252/3150-50（GXL-252）型刚性气体绝缘输电线路及 GXL6-550/5000-63（AK-GD2-550）型刚性气体绝缘输电线路”三个新产品鉴定，标志着 GIL 制造水平达到国际或国内先进水平。截至 2021 年中，公司先后承接了华能济宁电厂 220kV GIL 工程、江苏中关村 220kV GIL 工程、无锡荣巷街道 220kV 惠梁线迁改入地项目、常州武进瓶武线 500kV GIL 输电项目、鲁西化工 220kV GIL 输电项目、内蒙古高新 220kV GIL 输电项目、南京燕子矶变西侧杆线迁改（含 GIL）工程等多个项目。其中鲁西化工项目首次实现 GIL 长距离高空敷设，内蒙古项目实现了 220kV 三相共箱 GIL 输电线路在低温极端环境下的首次运用，丰富的项目经验支撑公司品牌市场认可度不断提高。目前从事 GIL 系列产品研发和生产的国外企业主要包括美国 AZZ 公司、ABB（中国）有限公司、德国西门子股份公司等少数企业，国内企业主要包括西安西电开关电气有限公司、河南平高电气股份有限公司、国电南瑞科技股份有限公司等少数企业。与国外企业相比，公司产品具备显著的性价比优势，与国内企业相比，公司产品性能和项目经验优势显著。

**表5：公司已承接多个行业重点项目**

| 分类  | 合同金额     |
|---|----------|
| 2019 年 无锡荣巷街道 220kV 惠梁线迁改入地工程 GIL 设备 2X34 线供货合同 | 1324 万元  |
| 2020 年 鲁西化工 220kV GIL 输电项目                      | 17600 万元 |
| 2020 年 南京燕子矶变西侧杆线迁改（含 GIL）工程                    | 17863 万元 |
| 2021 年 曹山旅游度假区地下管廊工程项目工程总承包                     | 57063 万元 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**下游客户需求旺盛，GIL 签订 5.71 亿元大订单。**公司 GIL 下游客户中地方政府端与化工、钢铁行业等企业需求端因对输电容量、输电安全等要求在逐渐提升，使得公司地下智能输电系统整体解决方案、城市电力架空线迁改与入地业务的需求增大。公司 2021 年 6 月签订与江苏中兴产业投资发展集团有限公司签订曹山旅游度假区地下管廊工程项目总承包，合同金额合计 5.71 亿元，为公司历史上合同金额最大的 GIL 相关业务项目，超过了 2020 年公司 GIL 业务合同总金额。该项目的承接，体现了公司作为整体 GIL 系统解决方案商拿下工程总包的能力，也标志着安靠智电在地下输电行业已处于业内领先水平，为公司未来业务可持续增长奠定基础。此外，公司还有江苏、浙江、广东、重庆、武汉、内蒙等多地的跟踪项目等待落地。

**表6: 曹山旅游度假区地下管廊工程项目主要条款**

| 工程名称    | 曹山旅游度假区地下管廊工程项目工程总承包                                 |
|---------|--|
| 交易对手方   | 江苏中兴产业投资发展集团有限公司                                     |
| 工程内容    | 为加强曹山园区基础设施建设，实施曹山 220kV 回淦（2Y67/2Y68）线高压架空线路迁改入地工程。 |
| 合同金额    | 570,633,582 元  |
| 合同工期    | 240 日历天  |
| 支付条件及时间 | 合同签定一周内，预付合同金额的 10%；每完成项目土建工程量的 20%，则经发包方、跟踪审计、监理    |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、电缆连接件稳健增长，GIL 和模块化变电站驱动快速增长

#### 3.1、电缆连接件高端进口替代保持稳健增长

电缆连接件是电缆输电系统的核心组件。电缆连接件是决定电缆输电系统可靠性的关键设备。超高压电缆连接件集绝缘材料、导电材料、高分子材料、精密橡胶注射成型、合金模具制造、超高压电力产品试验等技术于一体，技术难度高、工艺要求复杂，研发和生产需要的专用工艺、设备等均需要自主研发，使得超高压电缆连接件成为电缆输电系统的技术瓶颈。电缆连接件是电缆输电系统中较易发生故障的部分，但在输电系统的成本占比仅 1-2%，产品品质和发生故障后的及时抢修售后服务是客户非常重视的环节。公司技术和产品品质领先以及快速响应的售后服务获得了众多客户的认可。

**表7: 电缆连接件占电缆输电系统成本较小但易发生故障**

| 变压器(GIS)连接件   | 户外连接件   | 中间接头连接件  | 智能防爆型电缆连接件  |
|---|---|--|---|
|  |  |  |  |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司深耕电缆连接件业务，技术水平行业领先。多年来电缆连接器只能依靠进口，生产技术和设备被住友、耐克森等国际巨头严密封锁，国内没有相关的技术研究人员，也没有用于应力锥制造的绝缘材料。应力锥的制造难点就在于半导体材料与绝缘橡胶的复合工艺，需要在高分子材料、高压绝缘材料、工程设计等领域的综合实力。公司经过数百次的摸索才找到的工艺生产参数，填补了中国超高压电缆连接件关键件自主生产的最后一个空白。公司参与制定了 500kV（目前商业化运行电缆系统的最高电压等级）电缆连接件国家标准。公司研发的 500kV 电缆连接件打破了国外的长期垄断，使得国际市场同类产品的价格下降 65%，节约电力建设资金 30 亿元，实现电网关键瓶颈技术国产化，推动了中国电缆工业由高压到超高压的跨越。

公司已承接多项电缆连接件重点项目，客户资源稳定。公司的客户包括国家电网、南方电网、中国大唐集团、中国华能集团、中国华电集团、中国国电集团等电力行业龙头企业，均为我国电力行业重点企业。公司在电缆连接件方面已承接山西同华电力有限公司轩岗电厂项目、三峡集团公司向家坝水电站项目、国家电网北京海淀500kV城市电网项目等10余个重点项目。其中包括3个国际第一：国家电网福建仙游抽水蓄能电站项目、世界最长单根500kV电缆线路（仙游抽水蓄能电站）、全球最大落差462米竖井超高压电缆线路（厄瓜多尔美纳斯水电站）和2个国内第一：国产第一条500kV电缆线路（山西同华电厂）和国产第一条500kV电缆线路（山西同华电厂）。

表8：公司已承接多个国际第一或国内第一的重点项目

| 时间    | 电缆连接件项目                          |
|-------|----------------------------------|
| 2009年 | 总承包国产第一条500KV电缆线路在山西同华电厂投运       |
| 2010年 | 为三峡世界首台800MW水电机组提供500KV电缆线路交钥匙服务 |
| 2012年 | 总包的国产第一条330KV电缆系统工程酒钢投运          |
| 2013年 | 总包的世界上最长单根500KV电缆线路在仙游抽水蓄能电站投运   |
| 2014年 | 为国产第一条500KV城市电网电缆线路（北京海淀变）提供电缆附件 |
| 2017年 | 总承包国产第一条220KV GIL城市输电线路（江苏中关村）   |
| 2019年 | 常州500kV瓶式线线路迁改工程送电成功             |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**高端产品进口替代推动电缆连接件稳健增长。**高电压等级电缆连接件的技术含量较高，专业生产厂商较少。110kV及以下电压等级电缆连接件生产技术已经比较成熟，国产产品已基本替代进口产品。220kV电缆连接件仍处于国产产品和进口产品相互竞争的状态，国产产品正在逐步替代进口产品。500kV电缆连接件在2009年以前完全被进口产品垄断，目前主要是安靠智电、长缆科技、长园集团、青岛汉缆、特变电工等少数国内专业厂商和国际知名的电缆系统制造企业进行竞争。在高端产品进口替代的推动下，公司电缆连接件业务将保持稳健增长。2021年6月，公司公告承接南方电网公司2020年主网线路材料第二批招标项目，合同金额3395万元，以及110kV架空线迁改电缆系统服务，合同金额2400万元。2021H1公司电缆连接件业务实现收入1.55亿元，同比增长90.88%。

### 3.2、智慧模块化变电站快速灵活，成为公司新的增长点

**智慧模块化变电站需求涌现，可节约施工时间和土地空间。**随着新基建的推进及新能源行业的快速发展，特别是“碳中和、碳达峰”的提出，电源建设的快速性和灵活性日益受到重视。越来越多的客户倾向于用整体“交钥匙”的智慧模块化变电站建设模式来替代传统分散管理的电站基建模式。模块化变电站解决方案，以一、二次融合的智能设备为模块，通过工厂化生产预制、现场模块化装配建设变电站。一方面可以减少现场的施工及调试的工作量，缩短建设周期，另一方面可以节约城市宝贵土地资源。模块化变电站建成投运后将释放被传统变电站占用的大量宝贵土地资源，减少敷设，将原有设计、土建、一、二次设备、安装、试验、运维，多项环节产业，多种设备，整合一体。智慧变电系统有助于持续优化区域营商环境，助力充电桩、数据中心等新基建建设。此外，模块化变电站还广泛运用于光伏、风电、储能等领域，市场需求广阔，有望成为公司业绩新的增长点。

**公司新开拓智慧变电站业务，在手订单已初具规模。**公司智能变电站整体采用标准

化设计的模块化变电站结构，各模块内设备生产、组装及模块间联接在工厂预制并完成联调后，拔下航空插头整体运至现场。现场安装只需将钢构平台就位于预制基础上，插上航空插头恢复模块间联接即可完成绝大部分的现场安装工作，真正做到“标准化设计、工厂化加工、装配式建设”。公司智慧模块化变电站的下游客户主要为地方政府、新能源行业用户等。截至 2021 年中，公司与南京星源合作设立合资公司安靠电站，布局模块化变电站和储能电站，并已为江都协鑫武坚 110kV 风电项目、常州(国云)大数据信息产业园 220kV IDC 智慧模块化变电站 EPC 总承包工程、常州时创能源股份有限公司年产 2GW 硅片(切片)和 2GW 晶硅太阳能电池制造项目智慧模块化变电站(35kV)工程提供相关服务。国内从事相关业务的公司主要包括特锐德、金智科技和国电南瑞等少数企业公司，市场竞争者还不多，公司具备先发优势。同时，公司还提供长期租领和以租代售的销售模式，为客户提供更多差异化选择，以快速抢占市场。公司 2021H1 新签的智慧模块化变电站的订单金额合计已达 1.55 亿元。

**表9：公司 2021 年智慧模块化变电站合同金额总计 1.55 亿元**

| 公告时间   | 项目名称                             | 合同金额(万元) |
|--------|----------------------------------|----------|
| 2021H1 | 泰州靖江过江隧道 35kV 智慧模块化变电站租赁项目       | 1278     |
| 2021H1 | 江苏金峰水泥 110kV/220kV 智慧模块化变电站项目    | 12880    |
| 2021H1 | 融创溧阳环球融创文化旅游有限公司项目会展中心智慧模块化变电站项目 | 1330     |
| 合计     |                                  | 15488    |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.3、定增加码 GIL 和智慧模块化变电站扩产，驱动加速发展

**定增加码 GIL 和模块化变电站扩产，驱动加速发展。**公司 2021 年 7 月 7 日公告定增募集资金 14.82 亿元，主要用于模块化变电站及 GIL 的扩建。公司目前 GIL 的年产能为 20km，目前公司在手订单中曹山旅游度假区的项目金额达 5.71 亿元，项目周期为 8 个月，公司产能已经不足。本次募投资金中 5.91 亿元用于 GIL 的扩建，完全达产后将新增 120km 的 GIL 产能。目前公司跟踪的主要项目和意向订单设计的 GIL 产品建设的总长度已达 220km 左右。截至 2020 年 12 月 31 日，公司 GIL 扩产募投项目累计已投入资金 23,677.81 万元。募投项目中 5.65 亿元用于智慧模块化变电站项目建设，进行智慧模块化变电站的全流程自产，完全达产后将新增模块化变电站年产能 14 站(主要用于城市变电站和数据中心变电站)。经公司测算，模块化变电站和 GIL 扩建项目全部达产后将贡献 24.1 亿元收入、4.79 亿元净利润。伴随着公司 GIL 和智慧模块化变电站产能的投产，以及 GIL 和智慧模块化变电站订单的逐步落地转化，将驱动公司进入加速发展期。

**表10：定增募资 14.82 亿元主要用于模块化变电站和 GIL 扩产**

| 序号 | 项目名称          | 项目内容              | 项目建设期 | 计划募投资金金额(万元) |
|----|---------------|-------------------|-------|--------------|
| 1  | 城市智慧输变电系统建设项目 | 模块化变电站及 GIL 的扩建   | 24 个月 | 115,597.39   |
| 2  | 智能输变电设备研发中心   | 智能输变电设备研发中心及配套实验室 | 24 个月 | 15,090.72    |
| 3  | 补充流动资金        | -                 | -     | 28,500.00    |
| 合计 |               |                   |       | 159,188.11   |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、盈利预测与估值

关键假设：

公司传统电缆在高端产品进口替代的趋势下预计保持稳健增长；GIL 燕子矶项目继续落地，曹山旅游度假区项目也将逐步落地，收入预计保持快速增长；智能模块化变电站在手订单充足，同样将预计保持快速增长。

安靠智电是国内 GIL 的龙头企业，公司独有的三相共箱技术使得 GIL 成本显著下降，在高功率城市地下输电领域实现了相对传统电缆输电更优的经济性。用地成本的持续攀升和城市建设的美观化推动了城市输电系统的入地化，而城市大型化和新能源汽车的快速发展驱动城市用电快速增长，电网扩容需求迫切。同时，在技术进步、成本下降的驱动下，高功率的地下输电 GIL 市场需求打开。公司凭借过硬的技术实力和丰富的运营经验，先发优势显著，将充分受益于国内 GIL 市场渗透率的提升。同时，智慧模块化变电站凭借节约建设时间和土地空间以及成本优势，被广泛应用于充电桩、数据中心、风电、光伏、储能等多个新兴领域。公司凭借技术创新拓展的 GIL 和智慧模块化变电站在手订单充裕，目前正处于快速发展阶段，推动公司迎来二次腾飞。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.35/3.70/5.06 亿元，对应 EPS 分别为 1.40/2.20/3.01 元/股，当前股价对应 PE 分别 45.7/29.1/21.3 倍，估值略高于可比公司，考虑公司处于收入和业绩高增长期，首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：可比公司估值参考（亿元、元/股）

| 股票代码      | 公司简称 | 最新收盘价 | 总市值   | EPS   |       |       | P/E   |       |       |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |       |       | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E |
| 600312.SH | 平高电气 | 9.74  | 132   | 0.22  | 0.22  | -     | 44.95 | 43.62 | -     |
| 600406.SH | 国电南瑞 | 35.34 | 1,960 | 1.07  | 1.25  | 1.44  | 32.99 | 28.16 | 24.51 |
| 600089.SH | 特变电工 | 26.40 | 981   | 1.37  | 1.51  | 1.64  | 19.25 | 17.52 | 16.12 |
| 平均        |      |       |       |       |       | 32.40 | 29.77 | 20.32 |       |
| 300617.SZ | 安靠智电 | 63.95 | 108   | 1.4   | 2.2   | 3.01  | 45.67 | 29.09 | 21.25 |

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预测，收盘日期 2021 年 9 月 23 日）

## 5、风险提示

市场需求不及预期、市场竞争加剧风险，订单获取和落地不及预期等

## 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 利润表(百万元)       | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 811   | 919   | 2387  | 4265  | 5302  | <b>营业收入</b>    | 318   | 529   | 1050  | 2041  | 2846  |
| 现金               | 74    | 142   | 802   | 1559  | 2173  | 营业成本           | 158   | 249   | 560   | 1207  | 1716  |
| 应收票据及应收账款        | 208   | 282   | 691   | 1201  | 1437  | 营业税金及附加        | 5     | 7     | 16    | 29    | 40    |
| 其他应收款            | 13    | 9     | 35    | 50    | 68    | 营业费用           | 36    | 35    | 69    | 122   | 157   |
| 预付账款             | 15    | 15    | 46    | 73    | 92    | 管理费用           | 40    | 52    | 84    | 153   | 199   |
| 存货               | 128   | 223   | 566   | 1135  | 1284  | 研发费用           | 22    | 28    | 52    | 92    | 114   |
| 其他流动资产           | 372   | 247   | 247   | 247   | 247   | 财务费用           | 4     | 4     | 5     | 16    | 35    |
| <b>非流动资产</b>     | 240   | 262   | 521   | 993   | 1325  | 资产减值损失         | 0     | 1     | -1    | 0     | 1     |
| 长期投资             | 0     | 0     | -0    | -0    | -0    | 其他收益           | 4     | 11    | 6     | 7     | 8     |
| 固定资产             | 180   | 173   | 421   | 870   | 1189  | 公允价值变动收益       | -5    | -0    | -3    | -2    | -2    |
| 无形资产             | 28    | 50    | 60    | 75    | 86    | 投资净收益          | 21    | 12    | 14    | 15    | 14    |
| 其他非流动资产          | 32    | 38    | 40    | 48    | 51    | 资产处置收益         | -0    | 0     | -0    | -0    | -0    |
| <b>资产总计</b>      | 1051  | 1181  | 2907  | 5257  | 6627  | <b>营业利润</b>    | 76    | 163   | 281   | 442   | 605   |
| <b>流动负债</b>      | 200   | 231   | 1744  | 3803  | 4744  | 营业外收入          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 短期借款             | 75    | 5     | 1267  | 2976  | 3793  | 营业外支出          | 0     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 应付票据及应付账款        | 75    | 102   | 295   | 560   | 656   | <b>利润总额</b>    | 75    | 162   | 280   | 441   | 604   |
| 其他流动负债           | 50    | 124   | 182   | 266   | 294   | 所得税            | 11    | 27    | 42    | 66    | 91    |
| <b>非流动负债</b>     | 23    | 21    | 21    | 21    | 21    | <b>净利润</b>     | 64    | 135   | 238   | 375   | 513   |
| 长期借款             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东损益         | 1     | 2     | 3     | 5     | 7     |
| 其他非流动负债          | 23    | 21    | 21    | 21    | 21    | <b>归母净利润</b>   | 64    | 132   | 235   | 370   | 506   |
| <b>负债合计</b>      | 222   | 252   | 1765  | 3825  | 4765  | EBITDA         | 99    | 182   | 323   | 554   | 786   |
| 少数股东权益           | 3     | 5     | 8     | 13    | 20    | EPS(元)         | 0.38  | 0.79  | 1.40  | 2.20  | 3.01  |
| 股本               | 100   | 129   | 168   | 168   | 168   | <b>主要财务比率</b>  | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 资本公积             | 403   | 389   | 389   | 389   | 389   | <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 留存收益             | 373   | 457   | 579   | 771   | 1033  | 营业收入(%)        | -0.6  | 66.3  | 98.6  | 94.4  | 39.4  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 826   | 925   | 1134  | 1420  | 1842  | 营业利润(%)        | -15.0 | 116.0 | 72.4  | 57.2  | 36.8  |
| 负债和股东权益          | 1051  | 1181  | 2907  | 5257  | 6627  | 归属于母公司净利润(%)   | -15.5 | 108.1 | 77.9  | 57.0  | 36.9  |
|                  |       |       |       |       |       | <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
|                  |       |       |       |       |       | 毛利率(%)         | 50.4  | 52.9  | 46.7  | 40.9  | 39.7  |
|                  |       |       |       |       |       | 净利率(%)         | 20.0  | 25.0  | 22.4  | 18.1  | 17.8  |
|                  |       |       |       |       |       | ROE(%)         | 7.8   | 14.5  | 21.6  | 26.9  | 28.2  |
|                  |       |       |       |       |       | ROIC(%)        | 7.1   | 13.9  | 10.5  | 9.7   | 10.5  |
|                  |       |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
|                  |       |       |       |       |       | 资产负债率(%)       | 21.1  | 21.3  | 60.7  | 72.7  | 71.9  |
|                  |       |       |       |       |       | 净负债比率(%)       | 2.5   | -12.8 | 43.8  | 103.0 | 89.9  |
|                  |       |       |       |       |       | 流动比率           | 4.1   | 4.0   | 1.4   | 1.1   | 1.1   |
|                  |       |       |       |       |       | 速动比率           | 2.5   | 2.7   | 1.0   | 0.8   | 0.8   |
|                  |       |       |       |       |       | <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
|                  |       |       |       |       |       | 总资产周转率         | 0.3   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
|                  |       |       |       |       |       | 应收账款周转率        | 1.4   | 2.2   | 2.2   | 2.2   | 2.2   |
|                  |       |       |       |       |       | 应付账款周转率        | 2.0   | 2.8   | 2.8   | 2.8   | 2.8   |
|                  |       |       |       |       |       | <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
|                  |       |       |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)     | 0.38  | 0.79  | 1.40  | 2.20  | 3.01  |
|                  |       |       |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.22  | 0.18  | -1.75 | -2.01 | 1.95  |
|                  |       |       |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)    | 4.91  | 5.50  | 6.51  | 8.21  | 10.72 |
|                  |       |       |       |       |       | <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
|                  |       |       |       |       |       | P/E            | 169.0 | 81.2  | 45.7  | 29.1  | 21.3  |
|                  |       |       |       |       |       | P/B            | 13.0  | 11.6  | 9.8   | 7.8   | 6.0   |
|                  |       |       |       |       |       | EV/EBITDA      | 106.8 | 57.5  | 34.2  | 21.7  | 15.5  |

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

17 / 19

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|      | 评级              | 说明                       |
|------|-----------------|--------------------------|
| 证券评级 | 买入 (Buy)        | 预计相对强于市场表现 20%以上;        |
|      | 增持 (outperform) | 预计相对强于市场表现 5% ~ 20%;     |
|      | 中性 (Neutral)    | 预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动; |
|      | 减持              | 预计相对弱于市场表现 5%以下。         |
| 行业评级 | 看好 (overweight) | 预计行业超越整体市场表现;            |
|      | 中性 (Neutral)    | 预计行业与整体市场表现基本持平;         |
|      | 看淡              | 预计行业弱于整体市场表现。            |

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号  
楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号  
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn