



Research and
Development Center

专注输变电事业，从小部件到大制造

—安靠智电(300617)公司深度报告

2021年11月16日

王舫朝 首席分析师

S1500519120002

010-83326877

wangfangzhao@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
安靠智电(300617)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	68.80
52周内股价波动区间(元)	70.99-38.28
最近一月涨跌幅(%)	-31.20
总股本(亿股)	1.68
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	115.58

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

专注输变电事业，从小部件到大制造

2021年11月17日

本期内容提要：

- ◆**技术实力强，产品不断延伸到更大的市场。**公司做电缆连接件起家，2007年500kV电缆连接件通过型式试验，打破国外垄断。电缆连接件在电网投资总占比约1%，市场空间在50亿左右。2015年公司研制出GIL输电产品，从电缆附件切入到输电系统市场。GIL在城市高压架空线入地、重视安全生产的化工园区、特高压部分线段、新能源发电用电端有广泛应用，目前处于渗透率快速提升期。2020年公司成立安靠智能电站开展智慧模块化变电站业务，从输电领域切入变电领域，随产能释放有望成为公司长期增长点。
- ◆**GIL空间广阔，公司未来2-3年增长确定性高。**GIL是一种输电方式，相较地下电缆，GIL能承受更高电压等级（1100kV vs 电缆最高500kV），输电容量大、损耗低、更安全；相较架空线，GIL不受环境影响，能够盘活土地资源，改善城市面貌。过去价格高昂制约GIL的应用推广，公司首创三相共箱技术，设备造价降低20-40%，隧道土建成本降低30-50%，运维费用降低50%，加速了GIL的应用。自2018年以来公司陆续承接城市架空线入地、化工园区输电等工程，单个合同最高金额已达5.7亿元。目前GIL在应用端仍处新兴阶段，未来随高压架空线入地推进、化工钢铁园区电力系统改造、新型电力网络建设等，GIL空间广阔。
- ◆**智慧模块化变电站千亿市场，公司产能有望于22年落地。**模块化变电站是预制与装配式概念，在工厂中完成各模块的生产制造，运送到现场后仅需组装调试，缩减成本与建设工期。此外公司突破了“开变一体机”技术，大幅缩小变电站体积。国网持续推广变电站设备整站招标，根据其此前规划，2011-2015、2016-2020分别新建8000座、7700座智能变电站，前瞻研究院预计十四五期间将新增7400座智能变电站，市场规模或超1500亿元。公司投资5.65亿建设模块化变电站产能，达产后将新增年产能14站（主要用于城市变电站和数据中心变电站），有利于公司从输电领域向变电领域拓展，获得新的增长动力。
- ◆**携手中国绿发，共同推进电力架空线入地与城市变电站迁改。**2021年11月公司同中国绿发达成战略合作，此前双方曾合作南京燕子矶新城项目。中国绿发以“推进绿色发展，建设美丽中国”为使命，产业涉及绿色能源、绿色地产、低碳城市等，双方将以公司先锋输变电技术为基础，共同推进GIL与智慧模块化变电站在城市架空线入地、工业园区、产业新城、居民社区、城市新基建（充电桩、数据中心）等场景的应用，共同开拓市场。
- ◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司21-23年可实现归母净利润2.01亿元、3.21亿元、4.72亿元，同比分别+52.1%、+59.3%、+47.0%。21-23年归母净利润2Y-CAGR为53%，当前股价对应22年PE36x，对应PEG 0.68。看好公司GIL业务近3年高增长的确定性，智慧模块化变电站产能释放后将带来新的增长点。纵观公司业务发展历程，从电缆连接件到输电系统，再从输电领域到变电领域，公司以技术实力探索出更大的市场空间，看好公司长期内生增长能力，给予“买入”评级。
- ◆**股价催化剂：**大额订单签订、同中国绿发战略合作的推进、电网建设投资边际改善
- ◆**风险因素：**GIL输电系统推广不及预期、城市地下综合管廊建设进度不及预期、定增产能建设不及预期等

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入, 百万元	318	529	840	1,282	1,906
同比(%)	-0.6%	66.3%	58.9%	52.6%	48.7%
归属母公司净利润, 百万元	64	132	201	321	472
同比(%)	-15.5%	108.1%	52.1%	59.3%	47.0%
毛利率(%)	50.4%	52.9%	49.2%	48.6%	47.4%
ROE(%)	7.7%	14.3%	7.7%	11.0%	13.9%
EPS (摊薄)(元)	0.50	1.04	1.20	1.91	2.81
P/E	49.86	47.82	57.81	36.30	24.69
P/B	5.07	9.04	4.47	3.98	3.42

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 11 月 16 日收盘价

目录

一、与市场不同的认识.....	6
二、安靠智电：锐意进取，以技术实力探索市场.....	6
2.1 发展历程：电缆连接件起家，拓展至 GIL 与变电站.....	6
2.2 股权结构：三兄弟为实控人，业务分工明确.....	7
2.3 业务结构：GIL 快速放量，变电站未来可期.....	7
2.4 财务指标：2020 年业绩出现拐点，高增长具备可持续性.....	8
三、电缆连接件是公司起家业务，平稳增长.....	10
四、GIL 输电系统兴起，成为业绩主要驱动力.....	12
4.1 容量大、损耗低、更安全，盘活土地资源.....	12
4.2 GIL 在输电应用上处于新兴阶段，应用广阔，渗透率有望快速提升.....	14
4.2.1 高电压架空线入地.....	14
4.2.2 化工产业园输电.....	17
4.2.3 电网发展.....	19
4.3 公司在技术、成本、项目经验上具备优势.....	20
五、智慧模块化变电站千亿市场，公司产能 22 年有望落地.....	21
5.1 模块化变电站占用空间少、建设工期短.....	21
5.2 国网推广变电站整站招标，“十四五”或存 1500 亿市场空间.....	22
5.3 智慧模块化变电站产能注入新的增长动力.....	22
六、盈利预测及估值分析.....	23
风险提示.....	24

表目录

表 1: 管理层业务分工明确.....	7
表 2: 产能布局情况.....	8
表 3: 不同电压等级电缆连接件的应用情况.....	10
表 4: 预计十四五期间电缆连接件投资额约 300 亿元.....	12
表 5: 新能源汽车用电占全社会电力消费比例快速提升.....	15
表 6: 根据公司测算，华东电网 220kV 架空线迁改入地或存 230 亿元市场空间.....	17
表 7: 化工园区改造或存在百亿 GIL 市场空间.....	19
表 8: 十四五期间 500kV 及以上输电线路建设带来的 GIL 市场空间.....	19
表 9: 公司具备丰富的 GIL 工程经验.....	21
表 10: 公司智慧模块化变电站推广顺利.....	23
表 11: 分业务盈利预测.....	23
表 12: 可比公司估值情况.....	24

图目录

图 1: 业务发展历程.....	6
图 2: 电力系统典型构成示意图.....	7
图 3: 股权结构稳定，三兄弟为公司实控人.....	7
图 4: 分业务收入情况.....	8
图 5: 2021H1 分业务营收占比.....	8
图 6: 分业务毛利率情况.....	8
图 7: 2020 年收入重回高增长.....	9
图 8: 2020 年业绩增速迎来拐点.....	9
图 9: 公司注重研发投入.....	9
图 10: 毛利率、净利率水平较高.....	9
图 11: 募资摊薄 ROE，随业绩高速增长，ROE 改善.....	10
图 12: 高压、超高压电缆连接件产品.....	10
图 13: 公司电缆连接件业务稳定增长.....	11
图 14: 目前高压、超高压产品在电缆连接件中占比超过 95%.....	11
图 15: 电缆连接件毛利率较高.....	11
图 16: 高电压等级电缆连接件毛利率更高.....	11
图 17: 国家电网历年电网建设投资.....	12
图 18: 国网 110（66）kV 及以上输电线路逐年稳定增长.....	12
图 19: 南方电网历年电网建设投资情况.....	12
图 20: 南网 110kV 及以上输电线路长度情况.....	12
图 21: GIL 内部结构示意图.....	13
图 22: 三种输电方式：架空线、地下电缆、GIL.....	13

图 23: GIL 输送容量大, 功率损耗低	13
图 24: GIL 电磁辐射小	14
图 25: 公司已有多个 GIL 工程案例	14
图 26: 架空线综合整治实施前后对比图 (徐汇区武康大楼周边)	15
图 27: 全社会用电量持续增长	16
图 28: 21 年新能源销量渗透率快速提升, 单 9 月已达 16%	16
图 29: 21 年 9 月新能源车保有量渗透率为 2.28%	16
图 30: 充电桩保有量高速增长	16
图 31: 2020 年数据中心用电量占全社会用电量的 2.7%	16
图 32: 数据中心投资规模高速扩张	16
图 33: 地下综合管廊建设有助于促进 GIL 替代架空线	17
图 34: 城市地下综合管廊长度快速增长	17
图 35: 分地区地下综合管廊建设情况	17
图 36: 鲁西化工 GIL 输电系统	18
图 37: 鲁西化工园区面积约 7 平方公里, 年产值 300 亿	18
图 38: 截止 2020 年底, 全国化工园区数量为 616 家	18
图 39: 不同产值规模化工园区数量, 2020 年	18
图 40: 国家电网在建在运特高压工程示意图	19
图 41: “十四五”大型清洁能源基地布局示意图	19
图 42: GIL 收入占比快速提升	21
图 43: 业务推广顺畅, 毛利率提升至较高水平	21
图 44: 基于南京燕子矶 GIL 工程项目, 公司同中国绿发签订战略合作协议	21
图 45: 传统变电站建设手续复杂, 工期长	22
图 46: 模块化变电站	22
图 47: 国网 2011-2020 年智能变电站建设规划, 单位 (座)	22
图 48: 预计“十四五”智能变电站市场容量约 1581 亿	22

一、与市场不同的认识

市场尚未充分认知公司开拓 GIL 市场的能力。2015 年公司在国内率先突破 220kV-1100kV GIL 产品，2018 年 GIL 业务开始贡献收入，2019 年开始贡献利润，2020 年收入占比达到 30%，2021 年签订曹山旅游度假区地下管廊 GIL 项目，合同金额达到 5.7 亿元。国外 GIL 技术始于 20 世纪 60 年代，但因造价高昂推广有限，公司首创三相共箱技术节省原材料、空间，大幅降低设备和土建成本。未来随高压架空线入地推进、化工钢铁园区电力系统改造、新型电力网络建设等，GIL 空间广阔。目前国内竞争对手均为前国网子公司，后剥离至中国电气装备集团，国网剥离设备制造业，竞争将更加市场化。公司在技术、成本、项目经验上具备优势。此外，公司客户粘性强，基于鲁西化工项目，公司同中化集团二次合作；基于南京燕子矶项目，公司同中国绿发达成战略合作，体现了客户对公司技术硬实力与服务软实力的认可。

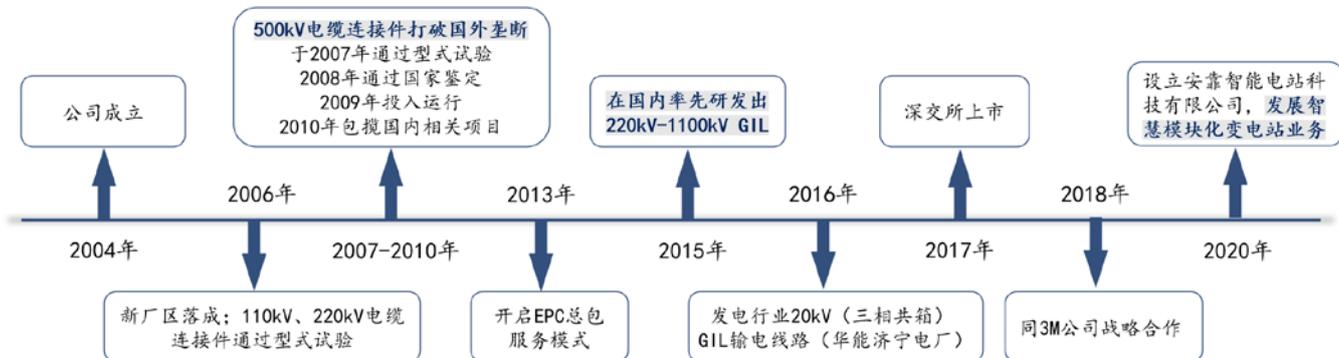
市场尚未充分认知公司内生增长能力。公司做电缆连接件起家，率先研制出 500kV 电缆连接件产品，打破国外垄断；2015 年研制出 GIL 产品，市场从电缆附件拓展至输电系统；2020 年公司开展智慧模块化变电站业务，目前已突破“开变一体”技术，横向拓展市场至变电领域。公司以技术实力探索出更大的市场空间，我们看好公司长期内生增长能力。

二、安靠智电：锐意进取，以技术实力探索市场

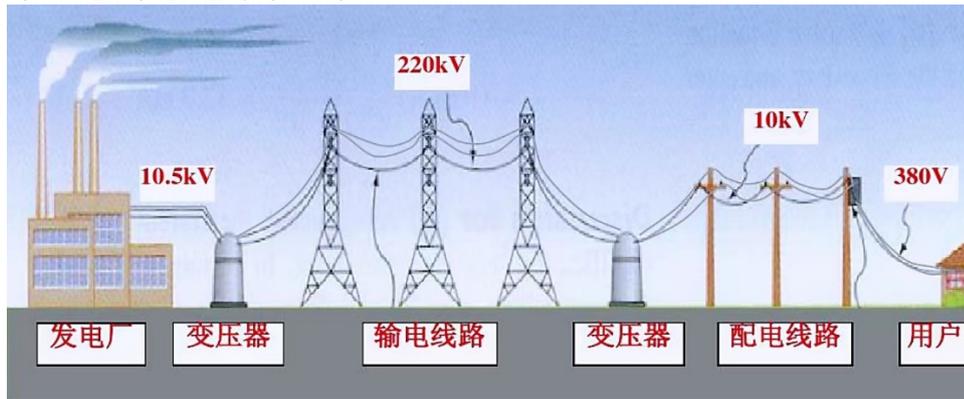
2.1 发展历程：电缆连接件起家，拓展至 GIL 与变电站

公司生产制造电缆连接件起家，凭借出色的技术实力与刻苦的研发精神探索高电压等级产品，较短时间内研发出 500kV 电缆连接件，并顺利通过型式试验与国家鉴定，打破超高压电缆连接件依赖进口的困局。公司不断开拓业务模式与产品技术，于 2013 年获得电力设计勘察总包资质，开启 EPC 总包服务模式；于 2015 年在国内率先推出 220kV-1100kV 气体绝缘金属封闭输电系统（GIL），成为同时掌握两种地下输电方式的企业（地下电缆和 GIL）；于 2020 年设立子公司开展智慧模块化变电站业务，从输电拓展至变电领域，迈向一个千亿市场。

图 1：业务发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

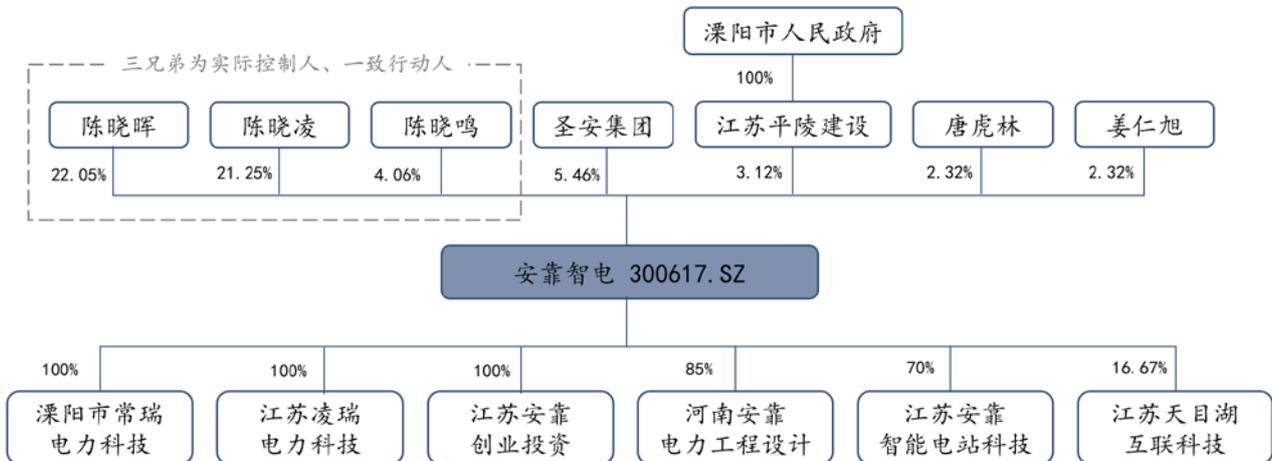
图 2：电力系统典型构成示意图


资料来源：信达证券研发中心整理

2.2 股权结构：三兄弟为实控人，业务分工明确

公司实际控制人为陈晓晖、陈晓凌、陈晓鸣三兄弟，合计持有公司 47.36% 的股份，三人为公司的创办人，股权结构较为稳定。2020 年公司定增募资扩建 GIL 和变电站产能，溧阳市人民政府控股的江苏平陵建设参与定增，体现地方政府对公司发展的信心。此次定增共发行 3880 万股，占总股本 23.1%，将于 2022 年 1 月 17 日解禁。

管理层分工明确，公司技术迭代与业务拓展效率高。陈晓晖为公司董事长，全面负责公司整体运营管理；陈晓凌为总经理，负责公司日常经营管理；陈晓鸣为副总经理，负责技术研发工作。

图 3：股权结构稳定，三兄弟为公司实控人


资料来源：wind，信达证券研发中心

表 1：管理层业务分工明确

核心成员	职务	职责	简历
陈晓晖	董事长	全面负责公司整体运营管理	1972 年出生，焊接与钢结构专业，大专学历，高级经济师。
陈晓凌	总经理	主要负责公司日常经营管理	1974 年出生，机电一体化专业，本科学历，高级经济师。
陈晓鸣	副总经理	主要负责公司技术研发工作	1969 年出生，建材机械专业，大专学历，工程师，高级经济师。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.3 业务结构：GIL 快速放量，变电站未来可期

公司可为输变电工程提供产品及相关设计和服务，三大业务为电缆连接件、GIL 和智慧
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

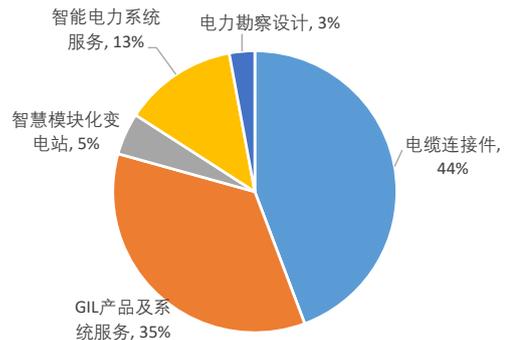
模块化变电站。电缆连接件是公司的起家业务，同电网建设投资规模密切相关，2017年以前该业务收入占比在70%左右，近年平稳增长，但随公司业务拓展其收入占比逐渐下降，2020年实现收入2.55亿元，同比+11%，收入占比降至48%。GIL于2015年成功研制，18年开始贡献收入，19年开始贡献利润，20年收入占比提升至30%。18/19/20年收入分别为0.03亿元/0.31亿元/1.59亿元，19/20年毛利率分别为37.7%/55.6%，快速提升，有望成为公司未来3年的增长驱动力。鉴于对电网各环节日益集成融合趋势的判断与开变一体机的技术突破，公司2020年拓展了智慧模块化变电站业务，目前受限于产能，主要以外协代工生产，随定增产能投放，业务开拓将加速。

图 4: 分业务收入情况, 亿元



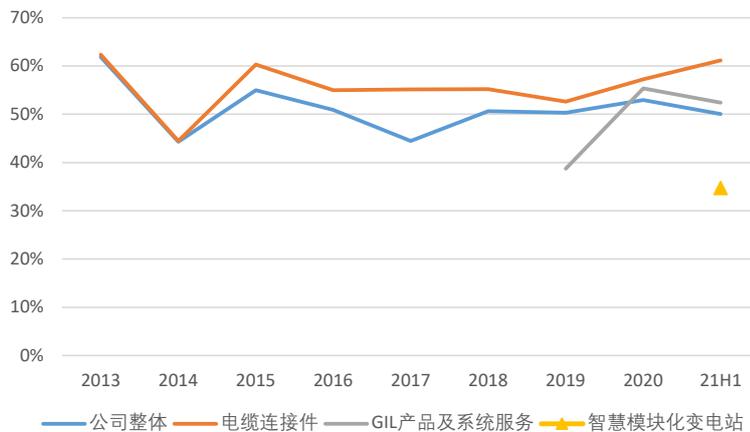
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 5: 2021H1 分业务营收占比



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 6: 分业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 2: 产能布局情况

项目	当前产能	2020年产量	募投项目达产后预计总产能	募投项目	
				IPO: 电力电缆连接件和 GIL	定增: 城市智慧输变电系统建设项目
电缆连接件		1.2 万套	--	产线规划已经完成, 正在购置招标设备	--
GIL	50km	16.5km	170km	已经建成: 初始计划 20km, 后根据市场情况调整至 50km	在建产能 120km, 预计 22 年 6 月投运
智慧模块化变电站	--	--	20 亿产值	--	--

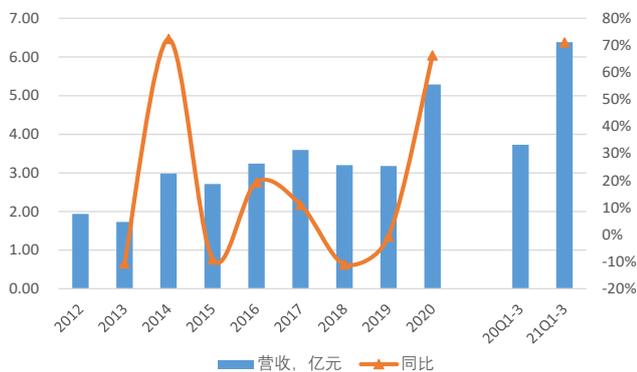
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.4 财务指标: 2020 年业绩出现拐点, 高增长具备可持续性

2018 年之前，公司收入主要来自电缆连接件，经营业绩同国家电力网络建设投资规模关系密切。2016-19 年间，国网投资增速放缓，公司收入、利润增速亦逐年降低。公司注重研发投入储备技术，在输电领域率先研制出 GIL，在变电领域突破“开变一体”技术。2020 年公司实现收入 5.29 亿元，同比+66.3%，主要由 GIL 业务贡献（GIL 同比+419.8%，电缆连接件同比+10.9%）。目前 GIL 处于渗透率提升初期，公司承接的单个订单金额不断增大，曹山项目合同金额达到 5.7 亿元，超过 2020 年公司整体营收。此外，智慧模块化变电站业务 2021H1 开始贡献收入，目前在手订单约 2 元，随着定增产能释放，公司将迎来持续高增。

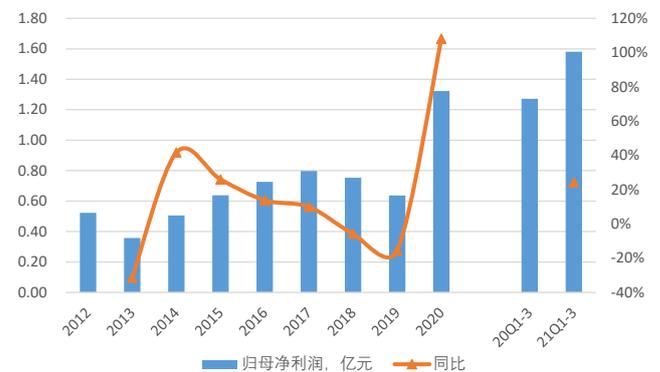
公司盈利能力强，利润率保持较高水平，2020 年毛利率为 52.9%，净利率为 25.5%。2017 年 IPO 募资摊薄了公司 ROE，随业绩拐点出现，ROE 修复，2020 年达到 15%。此外公司资本结构稳定，2020 年资产负债率仅 21%。

图 7：2020 年收入重回高增长



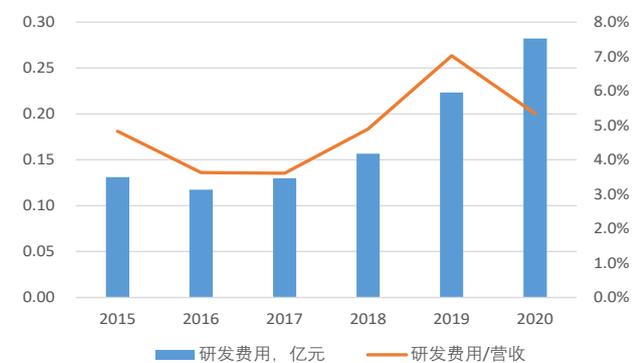
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：2020 年业绩增速迎来拐点



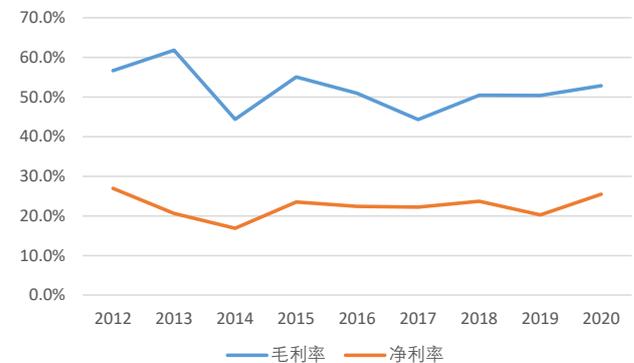
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：公司注重研发投入

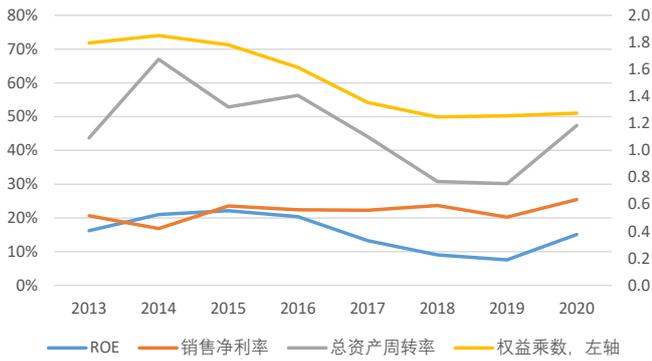


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：毛利率、净利率水平较高



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11: 募资摊薄 ROE, 随业绩高速增长, ROE 改善


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

三、电缆连接件是公司起家业务, 平稳增长

电缆连接件是连接电缆与电缆、架空线、开关、变压器等设备的专用连接装置, 起恢复电缆结构、延长电缆长度、实现电缆与终端设备连接的作用。电缆连接件的制造难度随电压等级的提升而提升, 中低压产品门槛低, 国内有数百家生产厂商, 行业分散, 竞争激烈; 高压、超高压领域, 技术门槛高, 公司竞争对手包括专注电缆附件的长缆科技、生产电缆和电缆连接件的汉缆股份、长园集团、特变电工等少数企业, 以住友电工、普瑞斯曼等国外厂商。过去 500kV 电缆连接件依赖进口, 国外公司将电缆连接件和电缆进行捆绑销售, 价格高昂, 公司研发的 500kV 电缆连接件打破了国外的长期垄断, 价格是国外的 1/3, 大幅缩短交货周期, 推动了中国电缆工业由高压到超高压的跨越。

图 12: 高压、超高压电缆连接件产品


资料来源: 安靠智电网网, 信达证券研发中心

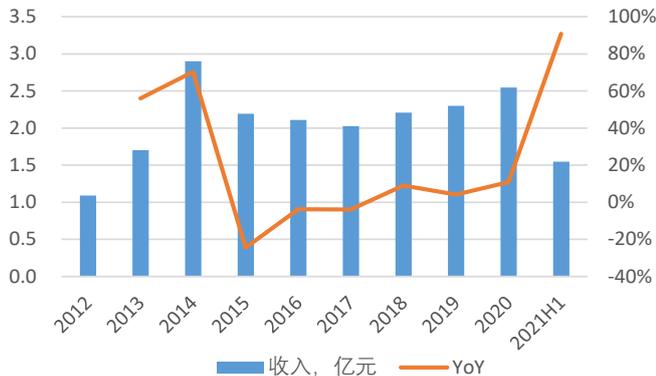
表 3: 不同电压等级电缆连接件的应用情况

类别	主要电压等级	主要应用领域
中低压产品	1kV-35kV 产品	主要用于电力系统的配电网络, 将电力从高压变电站送到城市和偏远地区; 用于轨道交通、建筑、机械、冶金及化工等企业
高压产品	110 (66) kV 产品、220kV 产品	大部分用于城市高压输电线路 (如北京市电力公司温泉 220kV 输变电工程), 部分用于钢铁、石化等大型企业内部供电) 主要用于大型电站的引出线路 (如三峡集团公司金沙江向家坝水电站引出线路), 上海、北京等超大型城市也将超高压电缆连接件用于城市输电网络 (如北京电力公司 500 千伏海淀输变电线路)
超高压	330kV-500kV	

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

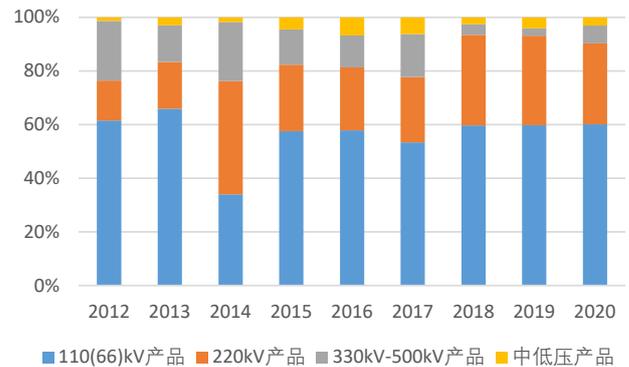
电缆连接件是公司的起家业务，近年来收入平稳增长，2018-20 年分别实现收入 2.21 亿元、2.30 亿元、2.55 亿元，同比分别+9%、+4%、+11%。公司能生产 1kV-500kV 全系列电缆连接件，核心产品是 110（66）kV、220kV、330kV-500kV，2020 年收入占比近 97%。**电缆连接件行业毛利率较高，且毛利率随电压等级升高而提升**，主要原因是其投资占比小但安全要求高，连接处是输电系统中最易出现问题的环节，电缆连接件在电力投资中占比 1%，但承担着近 95%的安全责任，因此其质量要求很高，电网投资对电缆连接件产品价格不敏感。公司 2020 年相关产品毛利率达到 57%，高于可比公司水平。

图 13: 公司电缆连接件业务稳定增长



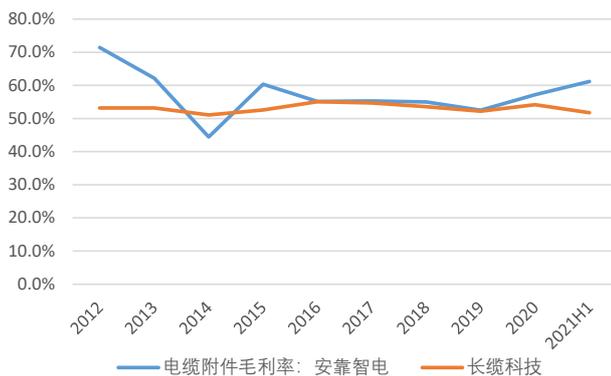
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 14: 目前高压、超高压产品在电缆连接件中占比超过 95%



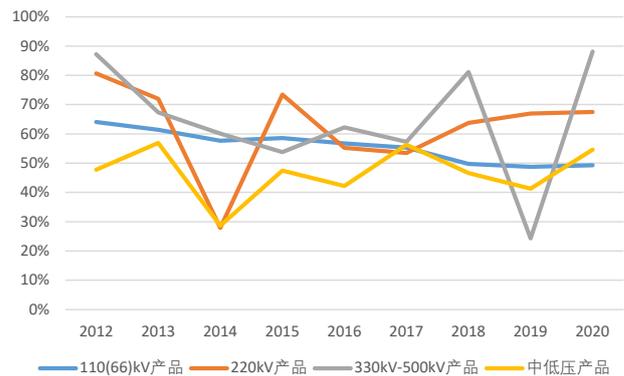
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 15: 电缆连接件毛利率较高



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 高电压等级电缆连接件毛利率更高



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

电网投资边际改善，公司电缆连接件业务有望平稳增长。南网十四五期间规划电网建设投资约 6700 亿元（十三五期间投资总额为 4433 亿元），以 2020 年投资额为基数测算年均复合增速约 13%。国网十四五规划尚未发布，根据其董事长在 2021 能源电力转型国际论坛上的讲话，未来五年计划投入 3500 亿美元，推进电网转型升级。十四五期间全国电网投资合计约 3 万亿元，电缆连接件投资占比 1%，我们预计十四五期间电缆连接件投资额约 300 亿元。电缆连接件对保障电力系统安全稳定运行至关重要，进入市场前需要通过试验检测，客户一般不会轻易改变已使用且质量稳定可靠的产品，市场壁垒高。公司凭借技术实力与专业服务能力同国家电网、南方电网、五大发电集团建立了良好的合作关系，预计电缆连接件业务将保持平稳增长。

表 4: 预计十四五期间电缆连接件投资额约 300 亿元

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	十四五规划投资
南网建设投资, 亿元	907	1025	1158	1309	1479	1671	6700
预计增速		13%	13%	13%	13%	13%	
国网电网投资, 亿元	4605	4835	5077	5331	5597	5877	3500 亿美元
预计增速		1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	
合计	5512	5860	6235	6640	7076	7548	约 3 万亿元
电缆连接件投资占比		1%	1%	1%	1%	1%	
预测电缆连接件投资, 亿元		57	59	61	64	66	

资料来源: 信达证券研发中心

图 17: 国家电网历年电网建设投资


资料来源: 国家电网官网, 信达证券研发中心

图 19: 南方电网历年电网建设投资情况


资料来源: 南方电网官网, 信达证券研发中心

图 18: 国网 110 (66) kv 及以上输电线路逐年稳定增长


资料来源: 国家电网官网, 信达证券研发中心

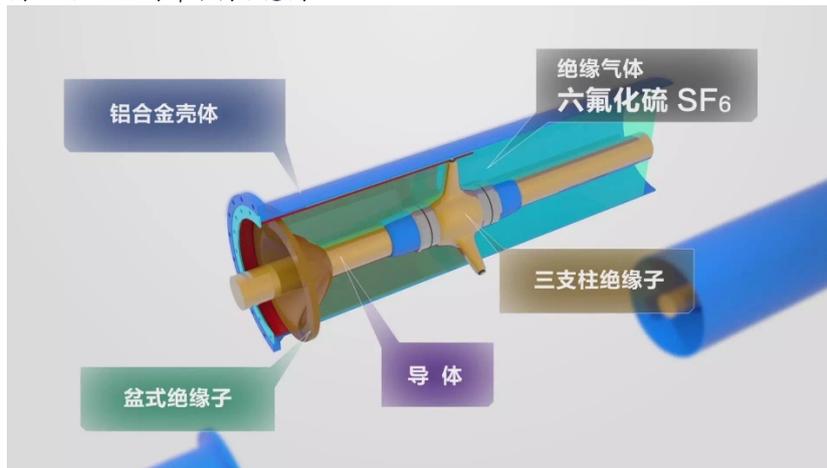
图 20: 南网 110kv 及以上输电线路长度情况


资料来源: 南方电网官网, 信达证券研发中心

四、GIL 输电系统兴起, 成为业绩主要驱动力

4.1 容量大、损耗低、更安全, 盘活土地资源

GIL 是一种输电方式, 即气体绝缘输电线路, 将金属导体封闭于充满六氟化硫绝缘气体的铝合金壳体中, 绝缘子起支撑与固定金属导体的作用。

图 21: GIL 内部结构示意图


资料来源: 国家电网报, 信达证券研发中心

目前主要的输电方式是架空线和地下电缆, 相较于地下电缆, GIL 具备输电容量大、损耗低、安全性高的特点, 相较于架空线, GIL 不受环境影响, 能够盘活土地资源, 改善城市面貌, 创造社会价值。GIL 的具体优势如下:

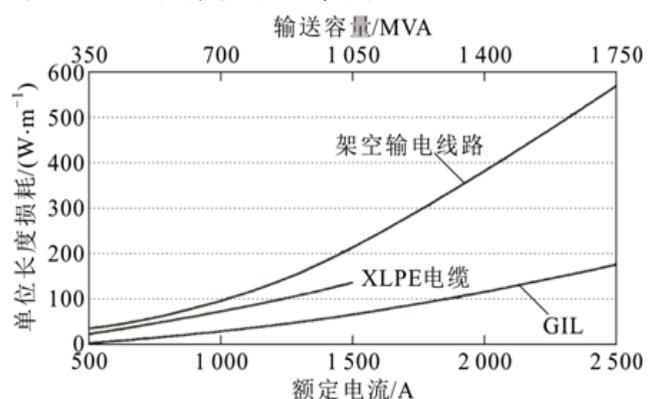
1) 输送容量大: 电缆的最高电压等级是 500kV, 公司 GIL 最高电压等级是 1000 kV, 输送容量是电缆的 3-5 倍。此外, 在其他条件相同的情况下, 电压等级越高, 输送损耗越低, 输送距离越远。

2) 安全性高: 电缆的绝缘材料是交联聚乙烯 (XLPE), 在特殊事故中具有燃烧的风险, GIL 采用气体绝缘, SF₆ 是人造惰性气体, 具备优良的灭弧性能、绝缘性能以及化学稳定性, 且运行不受气象条件和外界环境影响。此外, GIL 输电系统电磁辐射小, 基本不会对其他设备和人员产生影响。

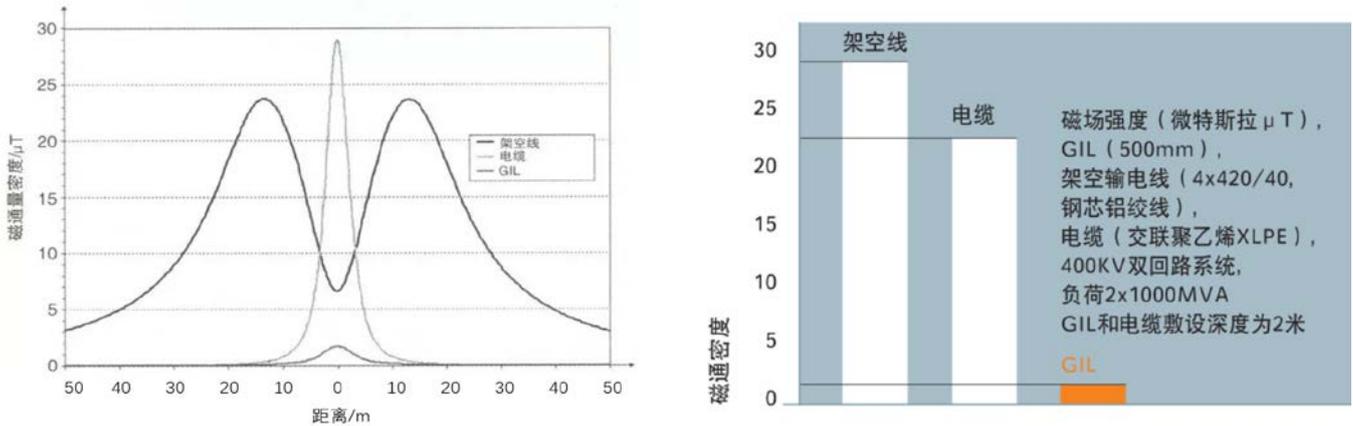
3) 全生命周期成本更低: 地下电缆和 GIL 的建设成本包括设备成本和隧道土建成本, 以 220kV 的电缆和 GIL 为例, GIL 设备成本约为电缆的 1.3 倍, 土建成本几乎相同, 但 GIL 输送效率保守估计约为电缆 2 倍, 使用寿命约为电缆 1.6 倍 (电缆 30 年, GIL 50 年), 运维费用是约为电缆的 1/2, 测算综合成本仅为电缆的 40%。

图 22: 三种输电方式: 架空线、地下电缆、GIL


资料来源: 信达证券研发中心整理

图 23: GIL 输送容量大, 功率损耗低


资料来源: 《气体绝缘输电线路 (GIL) 的应用及发展》, 信达证券研发中心

图 24: GIL 电磁辐射小


过去造价制约 GIL 推广，公司首创三相共箱技术大幅降低成本。GIL 技术始于 20 世纪 60 年代，1975 年投运的德国 Schluchsee Wehr 抽水蓄能电站应用了 GIL 输电，全长 700 米。国外 GIL 制造商包括 ABB、AZZ、西门子，因建设价格高昂，多年来 GIL 主要应用于核电、水电发电端。公司于 2015 年在国内率先研发 220kV-1100kV GIL 输电系统，首创三相共箱技术，将三根导体布置在一个壳体里，设备造价降低 20-40%，后期运维费用降低 50%，因占用空间减少，隧道土建成本降低 30-50%，整体看综合成本降低 50% 以上。近年来 GIL 在国内已经有了一定推广，2019 年投运的苏通 GIL 综合管廊工程是世界上电压等级最高（1000kV）、输送容量最大（6980 万千瓦）的 GIL 工程。未来随高压架空线入地推进、化工钢铁园区电力系统改造、特高压建设等，GIL 空间广阔。

图 25: 公司已有多个 GIL 工程案例


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

4.2 GIL 在输电应用上处于新兴阶段，应用广阔，渗透率有望快速提升

4.2.1 高电压架空线入地

架空线入地是城市输电的发展方向。1) 随经济发展，城市现代化水平不断提高，居民对城市景观、市容市貌的要求提升，“空中蜘蛛网”影响空间环境与城市品质。2) 架空线易受外部环境影响，造成供电不稳定。根据国网北京电力运维检修部数据，外力破坏是威胁电网安全运行的主要原因，2017 年因吊车等大型机械碰触电力杆塔、导线造成 110kV 及以上输电线路停电事故占比超过 70%。

目前，北京、上海等城市已陆续开展多轮架空线入地改造，主要涉及 10kV 电路，采用地下电缆形式，GIL 在应用端仍属于新兴事物。

图 26: 架空线综合整治实施前后对比图 (徐汇区武康大楼周边)



资料来源: 上海城市规划, 信达证券研发中心

GIL 的突出优势在于长距离大容量输电, 因此现有产品多为高电压等级 (110kV-1000kV), 随全社会用电总量的持续增长与城市综合管廊的建设, 高电压等级架空线入地进程有望推进, GIL 渗透率有望快速提升。

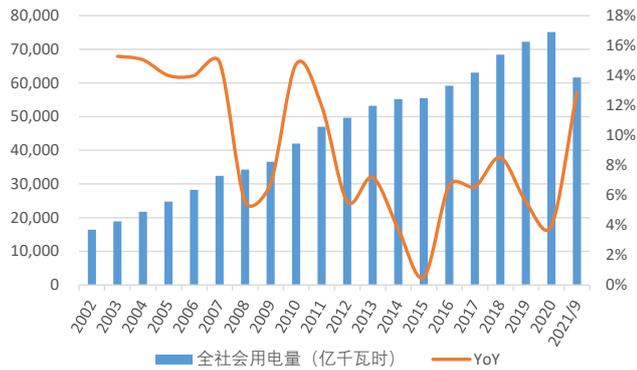
1) 全社会用电总量持续增长, 2018-20 年国内全社会用电总量分别为 6.84、7.23、7.51 万亿千瓦时, 同比分别+8.5%、+5.6%、+4.0%, 20 年增速放缓主要原因是疫情影响开工率, 21 年前 9 个月全社会用电量 6.17 万亿千瓦时, 同比+12.9%。随经济发展、新能源车保有量增长、数据中心投资等, 未来全社会用电总量将持续增长。

新能源车渗透率快速提升, 用电需求大、峰值负荷压力大。21 年 9 月新能源汽车销量 33.4 万辆, 渗透率从 20 年 4 月的 2.7% 提升至 21 年 9 月的 16.1%。根据中国充电联盟数据, 21 年 8 月全国公共充电桩充电总量约 9.89 亿 kWh, 估算私人充电桩用电规模 5 亿 kWh, 合计占电力消费总量的 0.2%, 对应当前新能源汽车保有量 645 万辆。根据中汽协预测, 2030 年我国电动汽车保有量将达到 8000 万辆, 线性外推全年电车用用电量将超过 2200 亿 kWh, 占全社会电力消费比例将达到 2%。此外, 一项北京地区的调研显示, 汽车充电时间集中在 18 时至次日 11 时, 高峰在 20 时至 22 时, 与现有居民用电负荷重合率高达 85%, 将导致电力系统的峰值负荷大幅增加, 对电网规划带来挑战。

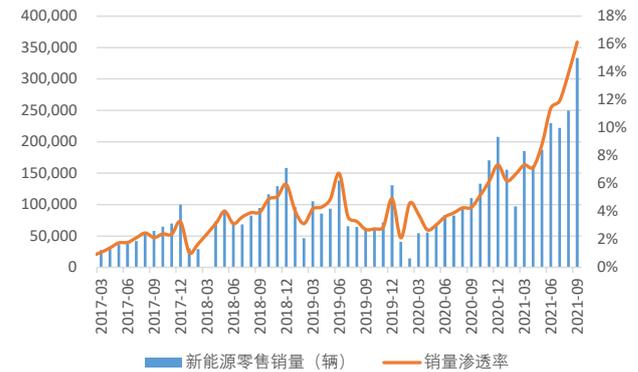
表 5: 新能源汽车用电占全社会电力消费比例快速提升

	新能源汽车保有量 (万辆)	占汽车保有量 比例	电车用用电量 (亿 kWh, 公用+私人充电桩)	占全社会电力 消费比例
2021 年 8 月 (月度数据)	645	2%	15	0.2%
预测 2030 年 (年度数据)	8,000	17%	2,217	2%

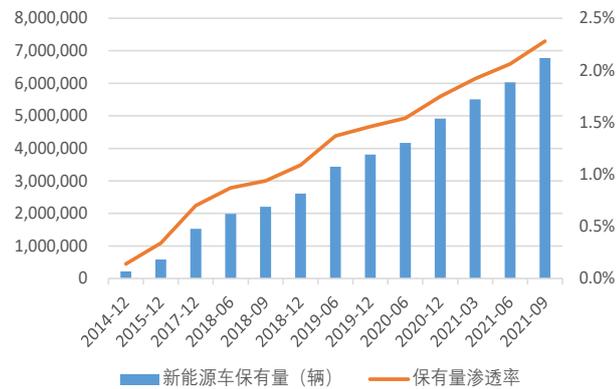
资料来源: 信达证券研发中心整理

图 27: 全社会用电量持续增长


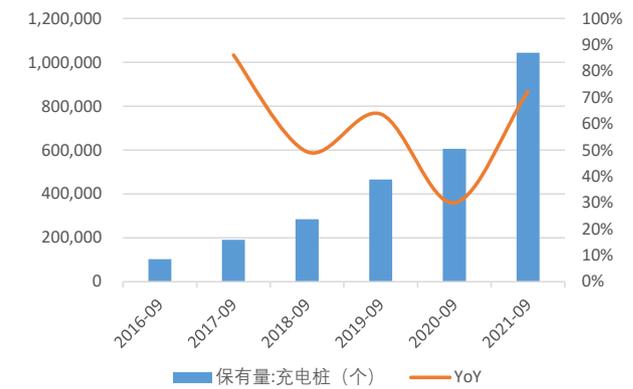
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28: 21 年新能源销量渗透率快速提升, 单 9 月已达 16%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29: 21 年 9 月新能源车保有量渗透率为 2.28%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

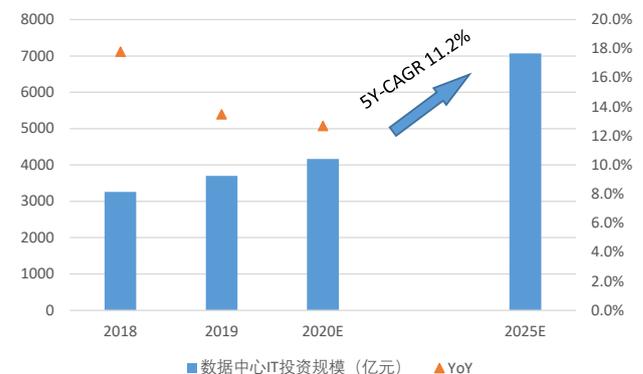
图 30: 充电桩保有量高速增长


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

数据中心高能耗且投资规模持续扩张。数据中心是新基建，24 小时不间断工作，其设备运行与制冷系统耗能大。2018 年全国数据中心用电约 1600 亿 kWh，2020 年突破 2000 亿 kWh，两年复合增速近 13%，占全社会用电量的 2.7%。数据中心投资规模仍处高速增长阶段，2019 年投资规模达到 3698 亿元，赛迪顾问预计到 2025 年投资规模将超过 7000 亿元，用电量持续增长。

图 31: 2020 年数据中心用电量占全社会用电量的 2.7%


资料来源: 国家电网报, 中国数字碳中和高峰论坛, 信达证券研发中心

图 32: 数据中心投资规模高速扩张


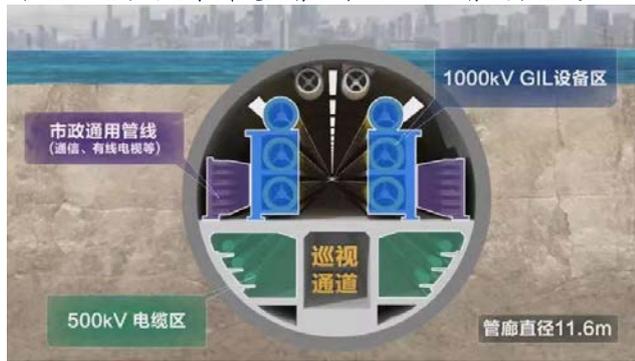
资料来源: 赛迪顾问, 信达证券研发中心

2) 城市地下综合管廊的建设将促进高压架空线入地。居民生活必需品电力、通信、燃气、供热等都由管道从生产端输送到千家万户，地下综合管廊是一个隧道空间，将各种工程管线集于一体，统一规划管理，方便后续维护检修，提高城市综合承载能力。自 2015 年国

务院印发《关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》以来，地下综合管廊建设进入有序推进阶段，2019年我国城市地下管廊总长度达到4680公里。

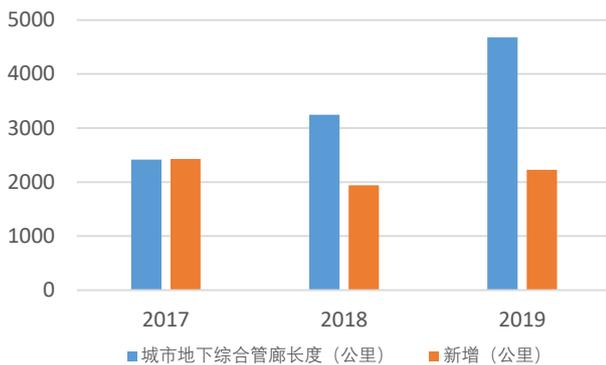
地下综合管廊的建设将摊低 GIL 的土建成本。GIL 成本包括设备成本和隧道土建成本，土建成本价格高昂，约为设备的 3-5 倍左右，是制约架空线入地的主要因素。地下综合管廊功能多，利用率高，将摊薄 GIL 承担的土建成本。地下综合管廊的规划与建设将促进高压架空线入地。

图 33：地下综合管廊建设有助于促进 GIL 替代架空线



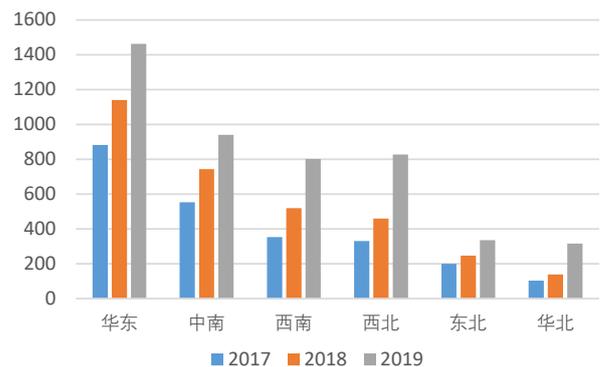
资料来源：国家电网报，信达证券研发中心

图 34：城市地下综合管廊长度快速增长



资料来源：城市建设统计年鉴，智研咨询，信达证券研发中心

图 35：分地区地下综合管廊建设情况



资料来源：城市建设统计年鉴，智研咨询，信达证券研发中心

根据公司公告，2016年华东电网 220kV 架空线回路总长 7.2 万公里，假设 5% 迁改入地，其中 50% 采用 GIL，设备造价 1300 万元/公里，此部分 GIL 市场规模约 230 亿元。公司技术硬成本低，220kV 三相共箱 GIL 产品领先全球 6 年，至今尚无同行研发出同类产品，具备丰富城市电网迁改工程经验，先后为江苏中关村 220kV GIL 工程、无锡荣巷街道 220kV 惠梁线迁改入地工程、常州武进瓶武线 500kV GIL 输电项目、南京燕子矶变西侧杆线迁改 (GIL) 工程提供设备和服务，未来有望引领 GIL 产品推广与渗透率提升。

表 6：根据公司测算，华东电网 220kV 架空线迁改入地或存 230 亿元市场空间

华东电网 220kV 架空线回路总长	假设迁改入地比例	假设其中 GIL 占比	GIL 设备造价	GIL 市场规模
7.17 万公里	5%	50%	1300 万元/公里	230 亿元

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.2.2 化工产业园输电

化工行业用电量巨大且对供电要求高。2021 年 1-9 月化工行业用电量 3740 亿千瓦时，占

全社会用电量的 6.1%。安全稳定的电力供应对化工园区至关重要，GIL 输电 1) 具有不会燃烧、不会爆炸的优势，护航化工企业安全生产，2) 输电效率高且不受环境影响，保障生产的连续性与稳定性，降低突发断电对成材率的影响与对设备的折耗。

化工园区规范化水平提升，GIL 打开市场。2019 年 3 月江苏响水化工企业发生特别重大爆炸事故，造成 78 人死亡、76 人重伤、640 人住院治疗，直接经济损失近 20 亿元，引发对化工园区安全的高度重视，各地政府出台政策控制化工园区数量，推进化工园区整治。以化工大省山东为例，2019 年 6 月省政府发布《全省化工行业和化工园区安全生产专项整治行动实施方案》，全面排查风险、整治问题；十四五期间力争实现五个突破，其中之一是园区优化提升工程，加快推进园区基础设施建设，大幅提升园区承载能力。

公司于 2020 年顺利完成鲁西化工 220kV 气体绝缘金属封闭输电线路 EPC 工程，线路总长 11.41 千米，合同金额 1.76 亿元，是 GIL 首次在国内化工园区投入使用，实现了产业园由 35kV 等级向 220kV 电网的跨越，打开了 GIL 在高危行业的市场。截止 2020 年底，全国重点化工园区或以石油和化工为主导产业的工业园区共有 616 家，其中产值超过千亿/500-1000 亿/100-500 亿/100 亿以下的分别为 17 家/35 家/219 家/345 家，假设未来分别有 30%/20%/15%/10%使用 GIL 输电系统，造价分别为 2.5 亿/2.0 亿/1.5 亿/1 亿，存在百亿市场空间。

图 36: 鲁西化工 GIL 输电系统



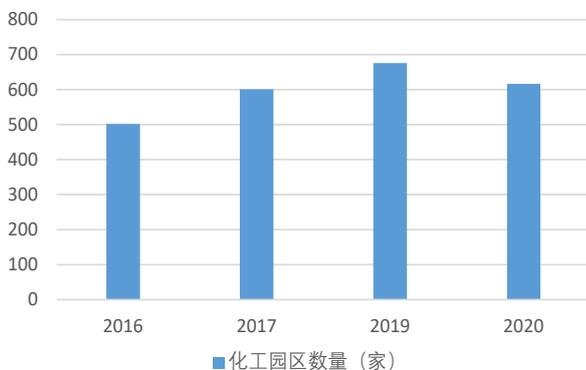
资料来源: 安靠智电官网, 信达证券研发中心

图 37: 鲁西化工园区面积约 7 平方公里, 年产值 300 亿



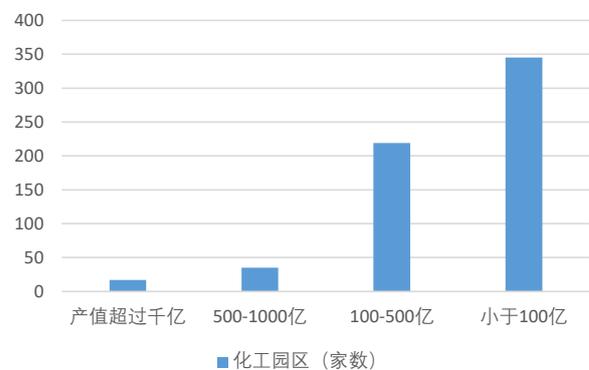
资料来源: 鲁西化工官网, 信达证券研发中心

图 38: 截止 2020 年底, 全国化工园区数量为 616 家



资料来源: 中商情报网, 信达证券研发中心

图 39: 不同产值规模化工园区数量, 2020 年



资料来源: 中国石油和化学工业联合会, 信达证券研发中心

表 7: 化工园区改造或存在百亿 GIL 市场空间

	化工园区家数	GIL 渗透率	造价/亿元	市场空间/亿元
产值超过千亿	17	30%	2.5	12.8
500-1000 亿	35	20%	2	14.0
100-500 亿	219	15%	1.5	49.3
小于 100 亿	345	10%	1	34.5
合计	616			110.5

资料来源: 信达证券研发中心

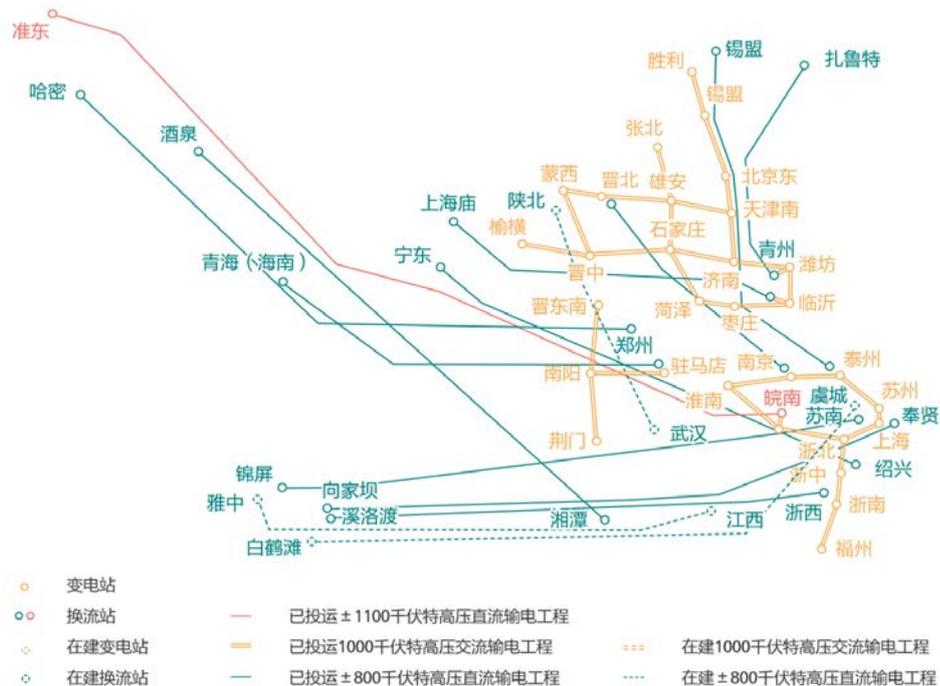
4.2.3 电网发展

根据中电联发布的《电力行业“十四五”发展规划研究》，预计到 2025 年，跨区跨省电力流规模提高到 3.7 亿千瓦，全国新增 500 千伏及以上交流线路 9 万公里，变电容量 9 亿千伏安。GIL 输电系统不受环境影响，在气象恶劣地区、架空线难以穿越的江河湖海冻土层等可参与高压、超高压、特高压建设。假设 GIL 渗透率分别为 1%、3%、5%，设备造价每公里 1500 万元，十四五期间高电压等级输电线路建设中或存 GIL 市场空间 135 亿元、405 亿元、675 亿元。

表 8: 十四五期间 500kV 及以上输电线路建设带来的 GIL 市场空间

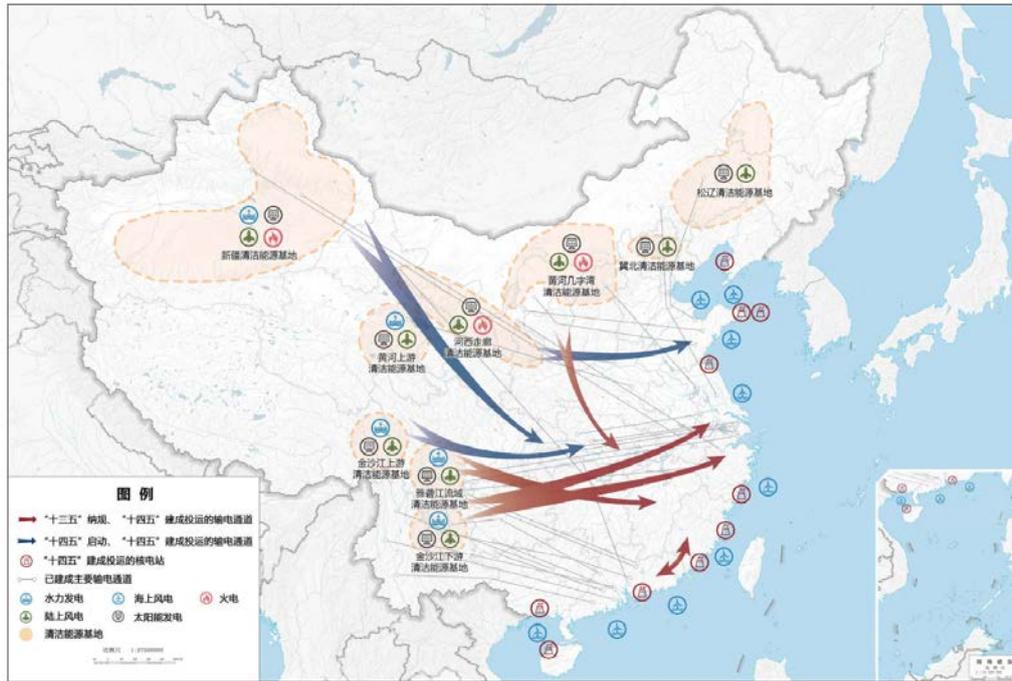
“十四五”规划: 到 2025 年, 全国新增 500 千伏及以上交流线路 9 万公里			
假设 GIL 渗透率	GIL 线路长度	假设设备造价	GIL 市场空间
1%	900 公里	1500 万元/公里	135 亿元
3%	2700 公里	1500 万元/公里	405 亿元
5%	4500 公里	1500 万元/公里	675 亿元

资料来源: 信达证券研发中心

图 40: 国家电网在建在运特高压工程示意图


资料来源: 国家电网, 信达证券研发中心

图 41：“十四五”大型清洁能源基地布局示意图



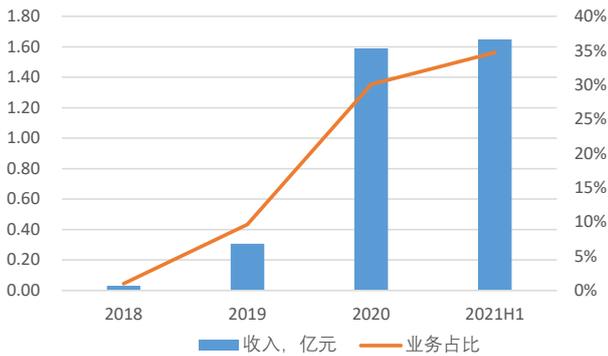
资料来源：新华社，信达证券研发中心

4.3 公司在技术、成本、项目经验上具备优势

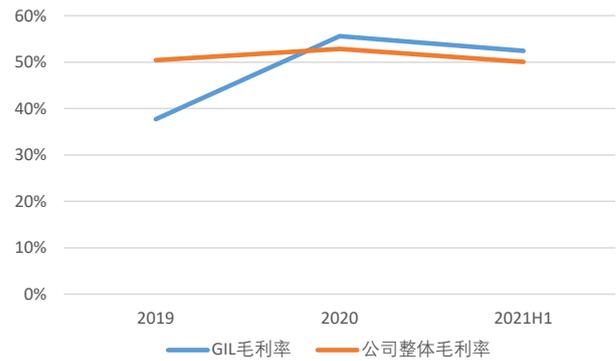
竞争格局：国网剥离设备制造业，竞争更加市场化。目前国内具备 GIL 生产制造能力的公司有平高集团、山东电工、南瑞集团、西电集团等，此前均为国网子公司。2021 年 9 月中国电气装备集团成立，重组整合中国西电集团、许继集团、平高集团、山东电工集团以及南瑞集团的 3 家设备制造公司。国家电网在本次重组中进一步剥离非电网资产，是电力体制改革“主辅分离”的重要进展，有利于电力装备制造的市场化竞争。

公司在技术、成本、项目经验上具备优势。公司于 2015 年在国内率先研制成 220kV-1100kV GIL，首创三相共箱技术，大幅节约设备成本和占用空间；于 2017 年在国内率先通过“搅拌摩擦焊 GIS/GIL 壳体”、1100kV GIL 等四个新产品的技术鉴定；于 2020 年通过三个型号 GIL 新产品鉴定，目前公司 GIL 制造水平已达国际国内先进水平。2018 年公司 GIL 业务开始贡献收入，2019 年开始贡献利润，随着规模的提升，2020 年 GIL 业务毛利率达到 55%。此外，公司具备丰富工程经验，GIL 累计订单金额超过 10 亿元。

客户忠诚度高，携手中国绿发。公司多年为国家电网、南方电网、五大发电集团供应电缆连接件，客户关系紧密，有望实现从供应附件到供应输电系统的迁移。2018 年以来公司已在江苏、山东等国网区域内开展了多例 GIL 工程，2020 年 11 月公司通过南网审查，成为其 220kV、500kV GIL 供应商。2021 年 11 月，公司同中国绿发签订战略合作协议，重点开展“电力架空线和城市变电站迁改入地置换土地”业务，在合适区域实现示范项目合作，成功后向全国推广。本次合作基于双方先期在南京燕子矶新城项目的良好合作，体现了公司产品技术硬实力与服务留客软实力均被认可。

图 42: GIL 收入占比快速提升


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

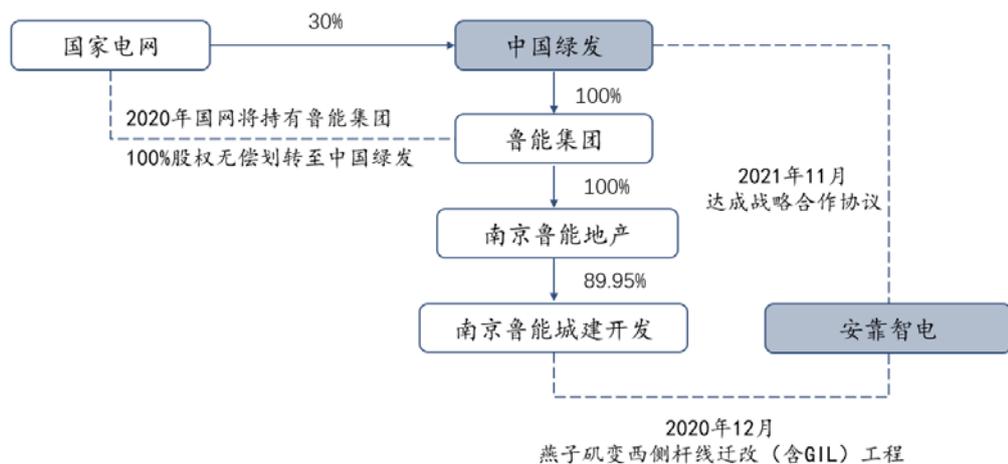
图 43: 业务推广顺畅, 毛利率提升至较高水平


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 9: 公司具备丰富的 GIL 工程经验

时间	项目	简介	状态
2017 年	江苏中关村城市电网 220kV 三相共箱 GIL 输电线路	提供全线路产品和 EPC 总承包, 长度约 2.1 公里	建成
2018 年	华能济宁电厂 220kV 三相共箱 GIL 输电线路	全线路由安靠提供产品和 EPC 总承包服务	建成
2019 年 6 月	无锡荣巷城市电网 220kV 单相 GIL 输电线路	该线路为国网首条 220kV GIL 地下输电线路, 公司供货 GIL 设备 2X34 线, 合同金额 1324 万元。	建成
2019 年	常州武进城市电网 500kV GIL 输电线路	国网最先投运的(2019 年 11 月)500kV GIL 输电线路	建成
2020 年 1 月	鲁西化工 220kV GIL 输电线路工程	总长 11.41 公里, 多回路高空布置 GIL 输电线路, 规模 1.72 亿, 是 GIL 技术在化工行业的首次应用, 工期 3 个月。	建成
2020 年 12 月	南京燕子矶变西侧杆线迁改 (含 GIL) 项目	合同金额 1.79 亿元, 分两期, 总公里数约 4km, 一期已完成。	在建
2021 年 6 月	曹山旅游度假区地下管廊项目	总承包, 敷设 2 回 220kV 三相共箱 GIL, 总长约 5.25km (2 回路 10.5km), 采用明挖隧道敷设, 合同总价 5.71 亿元, 预计工期 240 天。	在建

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 44: 基于南京燕子矶 GIL 工程项目, 公司同中国绿发签订战略合作协议


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

五、智慧模块化变电站千亿市场, 公司产能 22 年有望落地

5.1 模块化变电站占用空间少、建设工期短

变电站是电力系统中对电压电流进行变换、集中和分配的场所。在发电端，通过升压变电站将发电机产生的电能升压后馈送到高压电网中，在配电端，通过降压变电站提供安全、稳定、可靠的供电。传统方式建造变电站流程复杂，涉及规划、环评、审查、土建、设备、调试、消缺等，工期较长；模块化变电站是预制与装配式概念，在工厂中完成各模块的生产制造，运送到场地后仅需组装调试。此外公司突破了“开变一体机”技术，大幅缩小变电站体积。根据公司披露，智慧模块化变电站投资成本较传统变电站下降约 30%，建设周期缩短约 80%，减少土地占用约 50-70%。

图 45: 传统变电站建设手续复杂，工期长



资料来源: 安靠智电, 信达证券研发中心

图 46: 模块化变电站

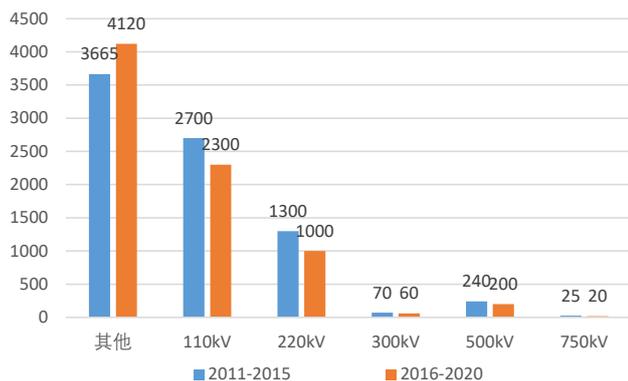


资料来源: 北极星输配电网, 信达证券研发中心

5.2 国网推广变电站整站招标，“十四五”或存 1500 亿市场空间

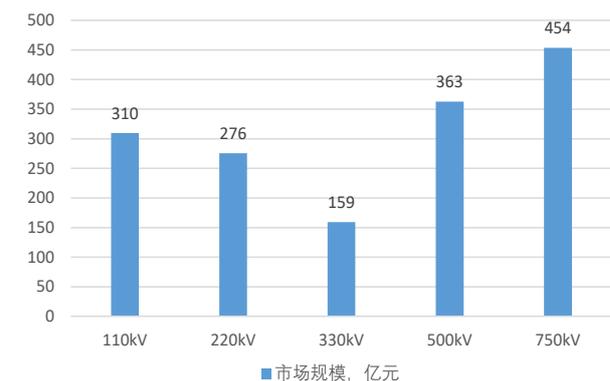
根据《国家电网公司发展战略纲要》，为提高经营效率，国网将推进标准化设计、规范化选型、模块化建设、机械化施工，推广变电站设备整站招标。此前，国网规划 2011-2015、2016-2020 分别新建 8000 座、7700 座智能变电站，前瞻研究院预计十四五期间将新增 7400 座智能变电站，市场规模或超 1500 亿元。

图 47: 国网 2011-2020 年智能变电站建设规划，单位（座）



资料来源: 《国家电网智能化规划总报告》，前瞻研究院, 信达证券研发中心

图 48: 预计“十四五”智能变电站市场容量约 1581 亿



资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

5.3 智慧模块化变电站产能注入新的增长动力

公司于 2020 年投资设立江苏安靠智能电站科技有限公司，布局模块化变电站，已为风电、光伏、产业园、数据中心等提供相关服务。未来充电桩、IDC 等用户端变电站的发展方向仍是小型化，公司突破“开变一体机”技术，有望在更小的空间内做到更大的容量。

目前公司暂无智慧模块化变电站产能，采用外协加工模式生产。2021 年公司实施定增，拟使用募集资金 5.65 亿建设模块化变电站产能，达产后将新增年产能 14 站（主要用于城市变电站和数据中心变电站），有利于公司从输电领域向变电领域拓展，获得新的增长动力。

表 10: 公司智慧模块化变电站推广顺利

时间	项目	中标金额
2020 年	江都协鑫武坚 110kV 风电项目	1129 万元
2020 年	常州（国云）大数据信息产业园 220kV IDC 智慧模块化变电站 EPC 总承包工程项目	1.1 亿元
2020 年	常州时创能源太阳能电池制造项目智慧模块化变电站（35kV）工程	1800 万元
2021 年 6 月	江苏金峰水泥集团 220kV/110kV 智慧模块化变电站及输电项目	1.29 亿元
2021 年 6 月	溧阳环球融创文化旅游会展中心智慧模块化变电站	1330 万元
2021 年 4 月	泰州靖江过江隧道中铁 35kV 变电站租赁及维护服务合同	1278 万元

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

六、盈利预测及估值分析

公司三大业务板块为电缆连接件、GIL 输电系统和智慧模块化变电站。

1) 电缆连接件业务未来 3-5 年有望随电网建设投资边际改善而平稳增长，考虑其为电缆输电系统中的关键安全部件，毛利率有望稳定高位。预计 21-23 年分别实现营收 3 亿元、3.24 亿元、3.4 亿元。

2) GIL 业务是未来 3 年的主要增长驱动力，预计 21 年收入占比有望超过电缆连接件成为公司最大的业务板块。目前大额在手订单有 20 年 12 月签订的南京燕子矶变西侧杆线迁改工程（1.79 亿元）、21 年 6 月签订的曹山旅游度假区地下管廊项目（5.7 亿元），21、22 年 GIL 业绩具有较高确定性。公司同中国绿发战略合作共同开发架空线入地市场，有望加速 GIL 与智慧模块化变电站的推广。预计 21-23 年 GIL 业务分别实现收入 3.2 亿元、6 亿元、9 亿元。

3) 智慧模块化变电站方面，公司在“开变一体机”技术上有重大突破，21 年定增募集中 5.65 亿用于建设相关产能，达产后每年可生产 14 座智慧模块化变电站，有望于 22 年下半年投产。预计 21-23 年可实现收入 0.5 亿元、1.5 亿元、4 亿元。

表 11: 分业务盈利预测

		2020	2021E	2022E	2023E
电缆连接件	收入, 亿元	2.55	3.00	3.24	3.50
	增速	10.9%	17.7%	8.0%	8.0%
	占比	48.2%	35.7%	25.3%	18.4%
	毛利率	57.2%	55.0%	56.0%	56.0%
GIL	收入, 亿元	1.59	3.20	6.00	9.00
	增速	419.8%	101.2%	87.5%	50.0%
	占比	30.1%	38.1%	46.8%	47.2%
	毛利率	55.6%	54.0%	54.0%	54.0%
智慧模块化变电站	收入, 亿元		0.50	1.50	4.00
	增速			200.0%	166.7%
	占比		6.0%	11.7%	21.0%
	毛利率		30.0%	33.0%	35.0%

其它	收入, 亿元	1.15	1.70	2.08	2.57
	增速		48.0%	22.1%	23.5%
	占比	21.7%	20.2%	16.2%	13.5%
	毛利率	39.7%	35.7%	32.6%	32.2%
合计	收入, 亿元	5.29	8.40	12.82	19.06
	增速	66.3%	58.9%	52.6%	48.7%
	毛利率	52.9%	49.2%	48.6%	47.4%

资料来源: 信达证券研发中心

我们预计公司 21-23 年可实现营收 8.40 亿元、12.82 亿元、19.06 亿元, 同比分别+58.9%、+52.6%、+48.7%; 实现归母净利润 2.01 亿元、3.21 亿元、4.72 亿元, 同比分别+52.1%、+59.3%、+47.0%。21-23 年归母净利润 2Y-CAGR 为 53%, 当前股价对应 22 年 PE36x, 对应 PEG 0.68。公司不断横向拓展业务, 涉及输变电领域, 业务重心发生变化。综合参考生产制造电缆连接件的长缆科技、具备 GIL 生产能力的国电南瑞、布局模块化变电站的特锐德三家公司的估值, 安靠智电 22 年 PE 低于可比公司平均水平, 给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值情况

股票代码	公司名称	股价 (元)	EPS				PE			
			2020	21E	22E	23E	2020	21E	22E	23E
002879.SZ	长缆科技	22.9	0.84	0.98	1.28	1.66	27.2	23.3	17.9	13.8
600406.SH	国电南瑞	38.1	1.05	1.07	1.26	1.46	36.3	35.6	30.3	26.1
300001.SZ	特锐德	30.4	0.17	0.17	0.43	0.72	178.6	178.6	70.6	42.2
	平均						80.7	79.2	39.6	27.4
300617.SZ	安靠智电	69.3	1.04	1.20	1.91	2.81	66.6	57.8	36.3	24.7

资料来源: Wind 一致预测, 信达证券研发中心 (注: 股价为 2021-11-16 收盘价)

风险提示

GIL 输电系统推广不及预期、城市地下综合管廊建设进度不及预期、定增产能建设不及预期等

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	811	919	2,433	2,317	2,713	
货币资金	74	142	141	276	475	
应收票据	3	1	5	5	9	
应收账款	205	281	506	737	1,071	
预付账款	15	15	34	46	75	
存货	128	223	339	506	659	
其他	385	256	1,408	747	424	
非流动资产	240	262	623	1,256	1,618	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	180	173	535	1,169	1,531	
无形资产	28	50	50	50	50	
其他	32	38	37	37	37	
资产总计	1,051	1,181	3,056	3,574	4,331	
流动负债	200	231	362	555	835	
短期借款	75	5	5	5	5	
应付票据	17	23	42	62	97	
应付账款	58	79	146	218	337	
其他	50	124	168	269	395	
非流动负债	23	21	79	79	79	
长期借款	0	0	50	50	50	
其他	23	21	29	29	29	
负债合计	222	252	441	634	914	
少数股东权益	3	5	8	12	17	
归属母公司股东权益	826	925	2,607	2,928	3,400	
负债和股东权益	1,051	1,181	3,056	3,574	4,331	

重要财务指标		单位:百万				
主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	318	529	840	1,282	1,906	
同比(%)	-0.6%	66.3%	58.9%	52.6%	48.7%	
归属母公司净利润	64	132	201	321	472	
同比(%)	-15.5%	108.1%	52.1%	59.3%	47.0%	
毛利率(%)	50.4%	52.9%	49.2%	48.6%	47.4%	
ROE(%)	7.7%	14.3%	7.7%	11.0%	13.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.50	1.04	1.20	1.91	2.81	
P/E	49.86	47.82	57.81	36.30	24.69	
P/B	5.07	9.04	4.47	3.98	3.42	
EV/EBITDA	30.04	35.88	41.38	25.59	18.92	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	318	529	840	1,282	1,906	
营业成本	158	249	427	659	1,002	
营业税金及附加	5	7	11	17	25	
销售费用	36	35	55	90	133	
管理费用	40	52	55	83	124	
研发费用	22	28	38	58	86	
财务费用	4	4	1	3	3	
减值损失合计	0	1	0	0	0	
投资净收益	21	12	8	13	19	
其他	2	-3	4	6	10	
营业利润	76	163	267	392	563	
营业外收支	0	-1	0	0	0	
利润总额	75	162	267	392	563	
所得税	11	27	39	57	82	
净利润	64	135	228	335	481	
少数股东损益	1	2	3	4	6	
归属母公司净利润	64	132	201	321	472	
EBITDA	83	175	279	447	594	
EPS(当年)(元)	0.50	1.04	1.20	1.91	2.81	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	36	31	-49	125	182	
净利润	64	135	204	325	477	
折旧摊销	23	24	38	67	38	
财务费用	5	5	1	3	3	
投资损失	-20	-12	-8	-13	-19	
营运资金变动	-35	-131	-284	-256	-317	
其它	0	11	0	0	0	
投资活动现金流	-4	134	-1,490	13	19	
资本支出	-24	-43	-400	-700	-400	
长期投资	0	0	-1,100	700	400	
其他	20	177	10	13	19	
筹资活动现金流	-24	-94	1,538	-3	-3	
吸收投资	0	0	1,481	0	0	
借款	145	253	50	0	0	
支付利息或股息	-54	-54	-1	-3	-3	
现金净增加额	9	72	-1	135	199	

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。