

## 证券研究报告·公司深度报告

# 远东股份：坚定新能源发展，玉汝于成

分析师：马天一

matianyibj@csc.com.cn

13207689070

SAC 执证编号：S1440521110004

分析师：朱玥

zhuyue@csc.com.cn

18600687712

SAC 执证编号：S1440521100008

发布日期：2022年8月3日

# 投资要点

- **主业稳健，坚定新能源发展，玉汝于成**：公司历经多次革新确定智能缆网+新能源+智慧机场三大业务，智能缆网+智慧机场受益行业增量稳健增长，新能源充分解决历史问题，逆境坚定发展，海外储能+小动力需求爆发或将迎来量利齐升。**1) 公司是电缆行业领军者**，具备风电电缆单项冠军产品及两项专精特新“小巨人”，行业总规模提升叠加格局优化或将支撑40%增长，同时布局海缆等新产品助力增速；**2) 新能源**：锂电池前身福斯特是最早进入行业的圆柱龙头，后受到补贴退坡影响业绩转亏，2020年已经充分解决历史问题，2018-2019年间江苏软包产能投放+江西产能技改完成，困境坚定新能源发展，2021年以来海外储能+小动力需求爆发将助力电池业务柳暗花明，同时公司已具备1.5万吨铜箔产能，在宜宾分两期建设5万吨新产能，一期3万吨有望23年落地或配套宁德时代宜宾基地，新能源艰难困苦已过，量利齐升在即。**3) 智慧机场业务**资质全面，连续多年助航灯光领域排名第一，空管弱电工程领先，业绩有望受益机场增量实现6%增速；
- **智能缆网**：公司为行业龙头，技术、规模、产品矩阵和客户均具备明显优势，判断多因素助力业绩上行：1) 预计行业总产值年均复合增速约9%，在政策引导下行业有望格局优化，目前CR10约11%，公司市占不足2%，后续市占提升将进一步提升业绩；2) 公司已在江苏如东布局海缆产能，预计放量将助力业绩再提速。
- **新能源**：**1) 电池**：现有产能7GWh，其中1GWh为软包用于储能电池外销欧洲，正在规划新软包产能，产能端历史问题全面解决，产能积极投放叠加需求高增推动量利齐升；**2) 铜箔**：现有主体圣达电气（1.5万吨）和远东铜箔（规划5万吨），技术上已具备4.5微米批量供应条件，产能上远东铜箔5万吨项目一期3万吨预计2023年落地，作为宜宾最大铜箔基地和重要供应商，远东铜箔有望依托本地化配套绑定宁德时代。
- **盈利预测**：预计22年至24年实现归母净利润9.4/15.3和24.6亿元，其中新能源-1.0/1.6/5.0亿元，对应PE 16/10和6倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示**：1) 电缆、新能源车销量不及预期，销量下降基本对应业绩等比例下降，弹性测算新能源需求/订单下降10%对应新能源业绩下降10%；2) 电缆行业格局优化不及预期；3) 公司新产能投放进度不及预期；4) 技术迭代加快，技术优势减弱；5) 新能源端客户开拓不及预期。

# 目录

---

- 公司：坚定新能源发展，玉汝于成
- 智能缆网：单项冠军，全面领先
- 新能源：坚定发展，玉汝于成
- 智慧机场：业内领军，稳健贡献业绩
- 盈利预测
- 风险提示

---

公司深度报告

# 公司：坚定新能源发展，玉汝于成

# 发展历程：三翼成型，坚定新能源发展，玉汝于成

- 公司创办于1985年，历经更迭**目前已发展成为智能缆网、智能电池、智慧机场三大产业的领军企业**。公司是电缆行业领军者，“风力发电用电缆”入选国家制造业**单项冠军产品**，子公司安缆、远东复合技术入选**国家工信部专精特新“小巨人”**；公司依托福斯特成为**最早进军锂电行业的龙头**，依托子公司圣达电气等主体从事锂电铜箔制造，目前江西、江苏、四川三大基地产能释放适逢需求旺盛，量利有望边际改善；子公司京航安资质全面，行业领先，业绩稳健增长。

## 风华正茂：公司四十年，五次改制历经芳华，三翼成型

- 1985年：公司前身范道仪表仪器厂成立
- 1992年：公司改制为乡办企业，享受政策红利，飞速发展
- 1995年：公司实行股份制改革
- 1997年：公司改制为混合所有制
- 2002年：公司回购股份，从混合所有制转变为民营化
- 2010年：公司定向增发，资产重组，线缆资产整体上市
- 2015年：公司收购江西福斯特向新能源业务进发
- 2018年：公司控股京航安，致力智慧机场业务
- 2021年：公司更名为远东股份

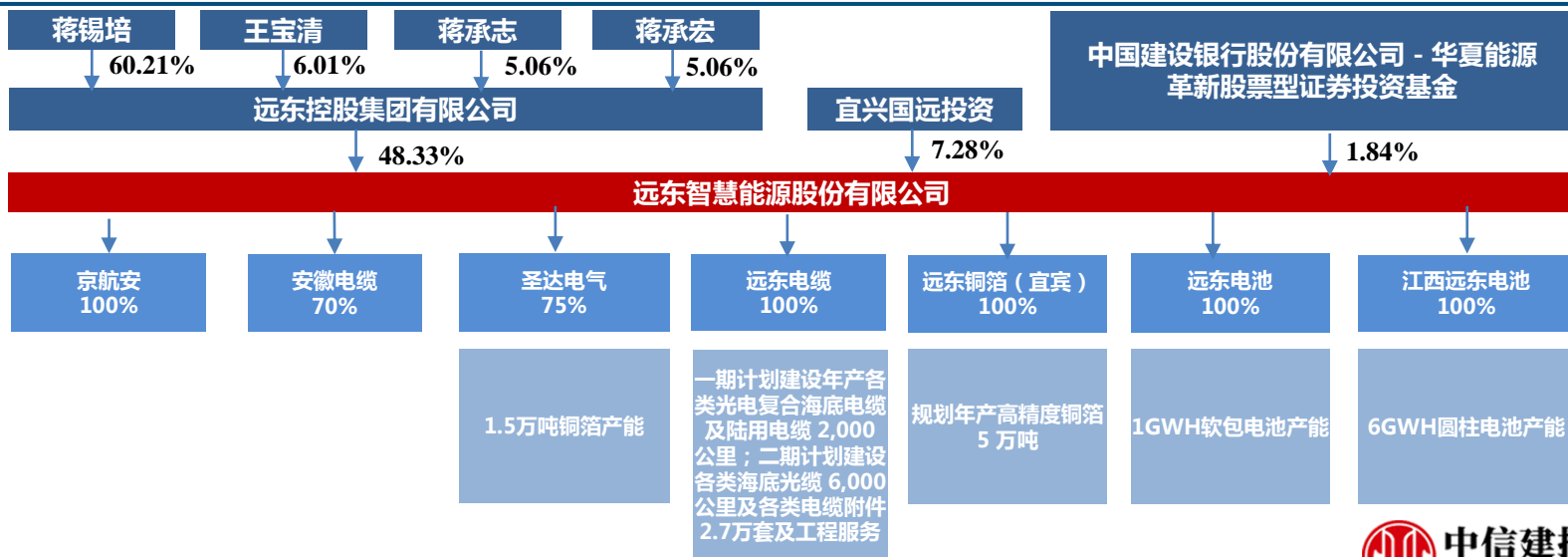
## 坚定新能源发展，玉汝于成

- 2015年：智能电池收购江西福斯特开始从事锂电池业务
- 2017年：铜箔圣达电气启动高精度超薄铜箔项目
- 2017年：智慧机场控股京航安
- 2017年：智能电池21700产线建成江苏软包产能建成
- 2021年：智慧机场成立了京航安&华为智慧机场联合实验室
- 2021年：智能缆网“风力发电用电缆”入选国家制造业**单项冠军产品**
- 2021年：安徽电缆、远东复合技术入选“小巨人”
- 2022年：铜箔宜宾5万吨铜箔开工
- 2022年：智能缆网高端海工海缆装备产业基地项目落地南通如东

## 股权结构：集团控股股权集中，决策效率高

- 集团控股股权结构集中，远东控股集团有限公司控制公司48.33%股权。蒋锡培先生通过远东控股集团有限公司间接持有公司合计29.16%股权，为公司的实际控制人。蒋锡培先生与蒋承志先生为一致行动人，合计持有48.41%股权。蒋锡培先生担任公司董事长，对公司生产经营、重大决策等具有实际的控制力，决策效率高。

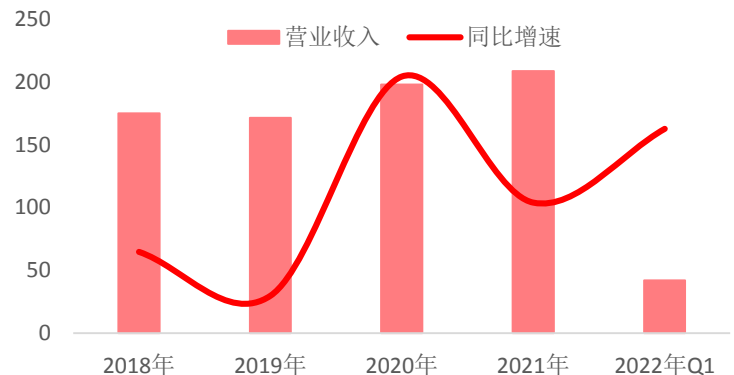
图：股权结构图



## 业绩：业绩稳健，由单一缆网向三翼驱动

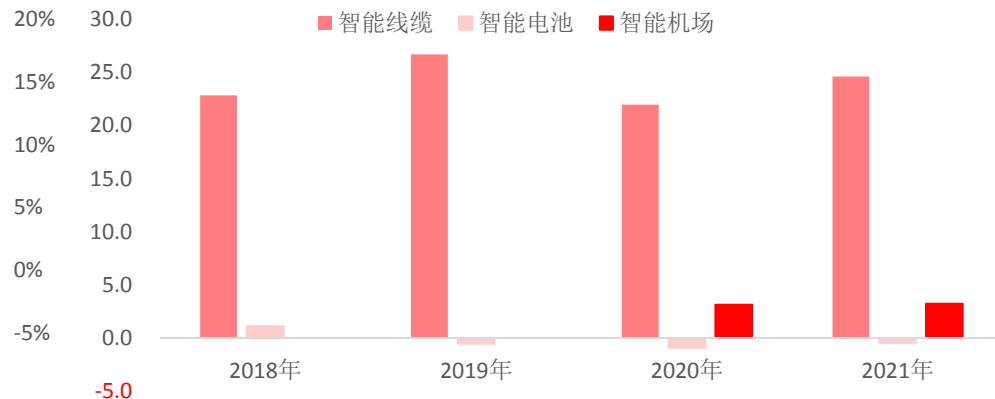
- 2022年Q1公司实现营业收入41.9亿元，同比增长11.27%，创一季度历史新高，实现归母净利润0.87亿元，同比减少27.63%；实现经营活动产生的现金流量净额2.56亿元，同比增长16.67%。结构上，2021年智能线缆贡献营收87%；
- 公司2021年实现毛利28.9亿元，同比增长16.62%，其中智能线缆毛利24.6亿元，占比85.12%。

图：2018-2021年营收平均增速6%（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投

图：线缆、机场业务毛利稳健，电池亏损收窄（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投

## 高管团队：核心团队深耕行业，栉风沐雨、奋力笃行

- 公司核心团队深耕行业，栉风沐雨、奋力笃行，积累深厚的行业技术研发、生产管理、营销服务经验和资源；
- 创始人及董事长蒋锡培先生具有博士学历，任中共十六大代表，南京大学名誉校董，江南大学商学院董事长，声誉斐然。

图：高管工作经历丰富，极具专业性

姓名	职位	主要经历
蒋锡培	董事长	博士，高级经济师。远东控股创始人、董事局主席、党委书记。中共十六大代表，江苏省第十一次党代会代表，江苏省第十一届、十二届、十三届人大代表。现任公司第九届董事会董事长，中国企业家协会副会长，南京大学名誉校董，江南大学商学院董事长等。
蒋华君	副董事长、首席执行官	远东控股董事、党委副书记。现任公司第九届董事会副董事长、总经理（首席执行官），中国电机工程学会理事，中国电器工业协会电线电缆分会副理事长，江苏省工业经济联合会、江苏省企业联合会、江苏省企业家协会副会长等。
张希兰	董事	远东控股董事、党委常务副书记、纪委书记。曾任公司第三届、第四届、第五届、第六届、第七届董事会董事、副董事长、第八届董事会董事。现任公司第九届董事会董事。
陈静	董事	远东控股董事。曾任远东电缆总经理工作部副部长、国际业务部总监、公司高级总监兼远东电缆总经理助理，公司职工监事、副监事长，公司第八届董事会董事，首席运营官，现任公司第九届董事会董事。
万俊	董事、首席财务官	曾任中兴通讯股份有限公司亚太区财务总监、中兴通讯财务公司副总经理、中兴通讯新加坡国际董事总经理、公司首席财务官、董事会秘书、上海景域驴妈妈集团有限公司副总裁、首席财务官。现任公司第九届董事会董事，首席财务官等。
蒋国健	监事长	2019年11月至今，先后担任公司董事长办公室主任、董事会秘书远东控股监事局主席。曾任中国中小企业协会副会长，江苏青年商会副会长，公司第三届、第四届、第五届、第六届、第七届董事会董事，第八届监事会监事长。现任公司第九届监事会监事长，宜兴市房地产业协会副会长等。
邵亮	董事会秘书	曾任博世汽车部件（苏州）有限公司高级软件工程师，江苏中讯电子科技有限公司总经理助理、远东控股董事局办公室副主任兼董事局主席秘书、公司第八届、第九届监事会监事。现任公司第九届董事会秘书，江苏省“333高层次人才培养工程”培养对象等。

资料来源：公司公告，截止2022年6月，中信建投

## 激励机制：员工持股计划及股权激励并行，全面覆盖核心员工

- 2015年，公司实施股权激励，认可核心员工以一定条件通过二级市场购买远东股份股票，总人数不超过 3000 人
- 2022年，公司拟实行首次员工持股计划，覆盖1000名员工，核心骨干占比总份额80%，**激励广泛且充分，进一步完善公司激励机制。**

图：员工持股计划绑定核心员工利益，覆盖广泛且充分

持有人	拟持有计划份额上限 (万份)	占计划总份额比例上限
董监高共11人	10,000.00	20.00%
公司及子公司其他核心骨干员工(不超过989人)	40,000.00	80.00%
合计	<b>50,000.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司公告，截止2022年6月，中信建投

---

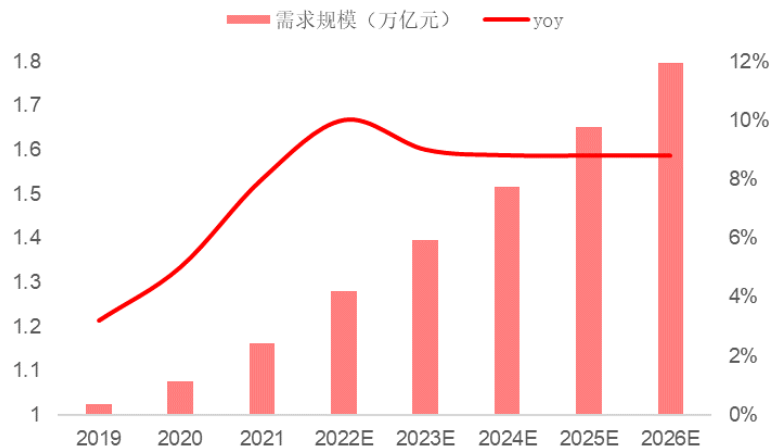
公司深度报告

# 智能缆网：单项冠军，全面领先

# 智能缆网：“十四五”规划下电缆行业前景向好，分散格局将优化

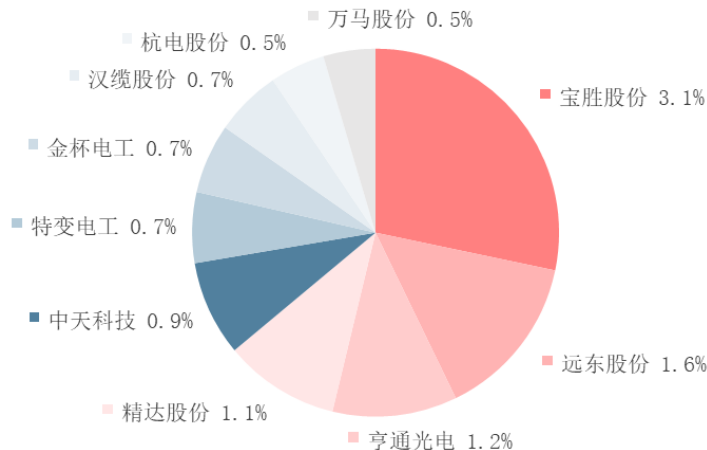
- 国家电网“十四五”期间就电网规划投资4.7万亿元，同增125亿元，对应2021年中国电线电缆行业需求规模达到1.2万亿元，**预计2026年因受政策倾斜有望达到1.8万亿元，2021-2026年复合增长率将达9.0%。**
- 我国电线电缆行业市场空间巨大，但行业格局依旧分散。**2020年国内排名前10的线缆企业市场占有率仅为11%左右。**

图：2026年中国电线电缆行业需求规模将达1.8万亿元



资料来源：公司公告，中信建投

图：2020年中国电线电缆行业按营收 CR10 仅为11%

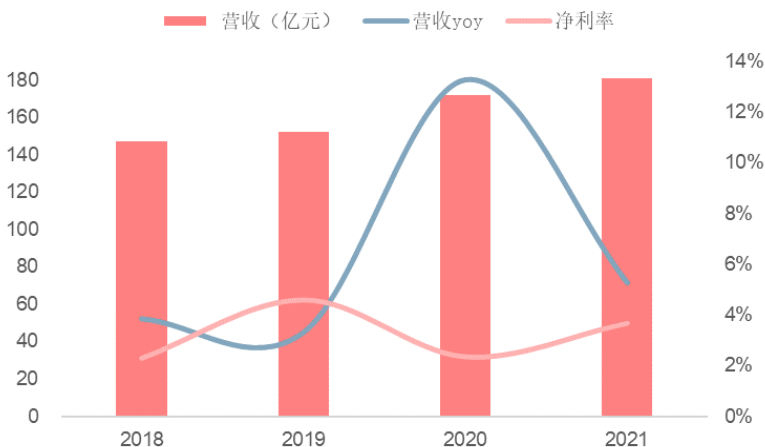


资料来源：公司公告，中信建投

## 智能缆网：业务营收净利呈增长态势

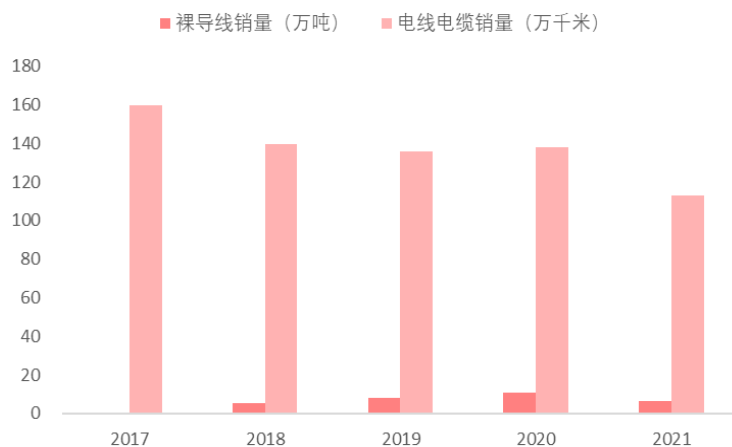
- 2021年公司智能缆网业务营收达到181.1亿元，同比增长5%，2018-2021年年均复合增长率达到7.2%；智能缆网业务净利率中枢约4%，2021年净利率同比增长 2 pct；业绩有望持续稳健增长。
- 2021年公司裸导线、电线电缆销量分别为6.5万吨、113.2万千米，其中，裸导线销量因国家电网相关建设工程减少而下降38.1%。

图：公司2018-2021年智能缆网营收CAGR 7.2%



资料来源：公司年报，中信建投

图：2021年裸导线、电缆销量因相应工程减少下滑



资料来源：公司年报，中信建投

# 智能缆网：公司协同研发能力强，应用涉及五大行业，涵盖全球知名客户

- 公司智能缆网业务由远东电缆、新远东电缆、远东复合技术、安徽电缆四家公司主导，协同研发生产电缆产品；产品覆盖五大优势潜力行业（新能源汽车、大数据中心、绿色建筑、清洁能源系统、智能交通），公司已成为诸多行业大型龙头企业供应商，并已达成长期合作。

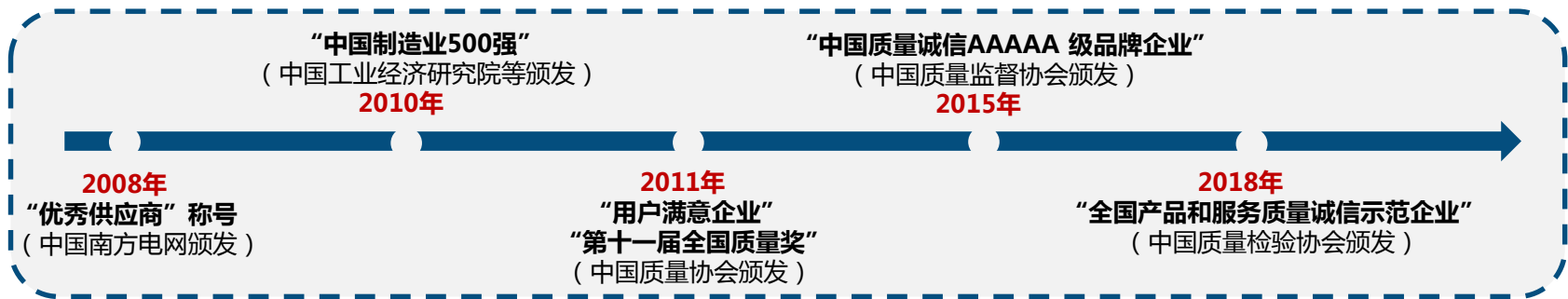
图：公司电缆业务由5家主体公司主导，涉及5大行业，并与诸多行业知名客户建立深度合作



## 智能缆网：电缆业务奖项硕果，品牌口碑载道

- 公司在智能线缆智能制造领域有超过30年的行业经验，以优质的产品与服务赢得了一系列品牌荣誉，入选全球线缆产业最具竞争力企业十强，曾服务众多国之重器工程；其中**“风力发电用电缆”**入选国家制造业单项冠军产品，子公司**安缆、远东复合技术**入选国家工信部专精特新“小巨人”。
- 公司2021年研发投入5.3亿元，同增53.3%，**产品技术领先于行业，累计获得授权专利787件，其中发明专利156件。**

图：公司斩获多项荣誉奖项，行业口碑载道

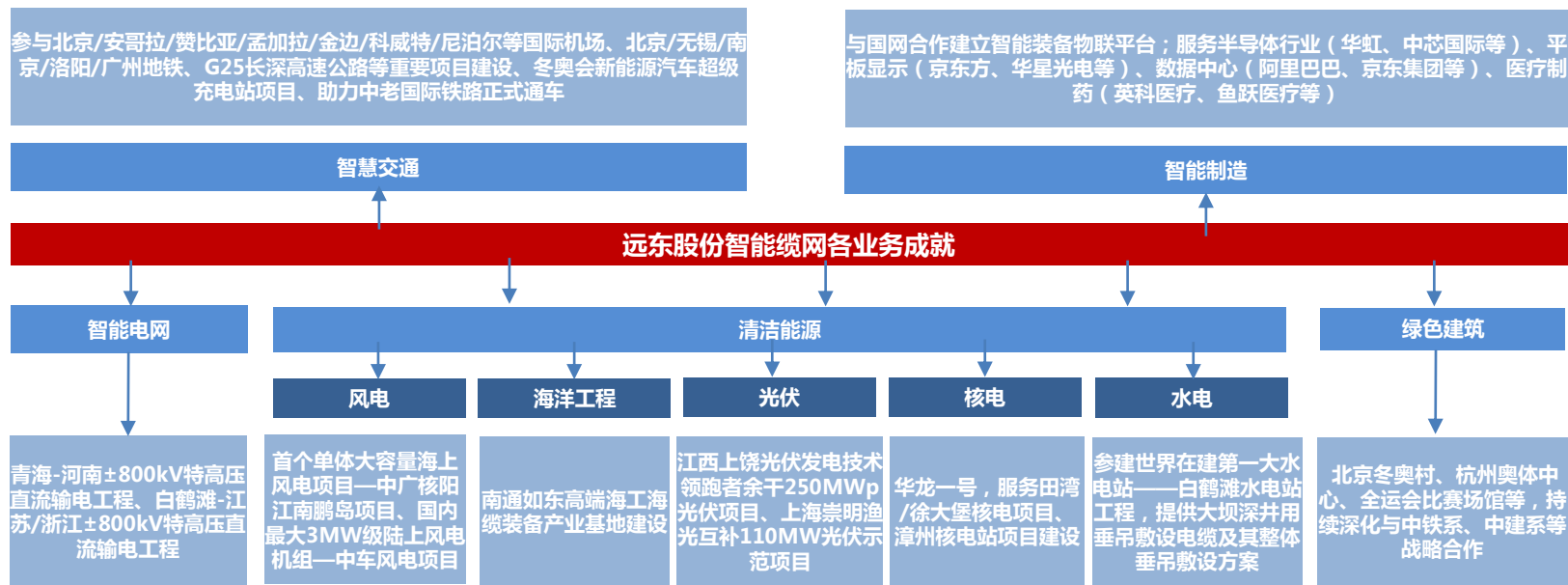


资料来源：公司公告，公司年报，中信建投

# 智能缆网：各线缆领域成就出挑，服务国内外知名项目

公司智能缆网已在智能电网、清洁能源、绿色建筑、智慧交通、智能制造领域完成多项国内外知名项目，工程成就显赫。

图：智能缆网业务分领域成就丰富

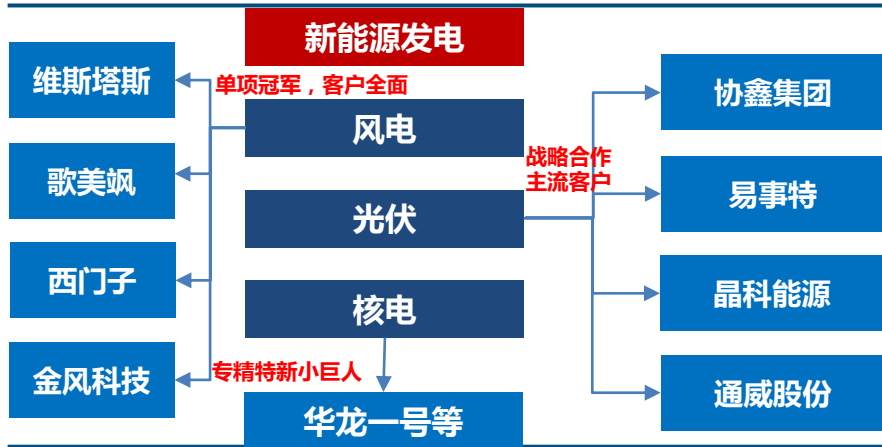


资料来源：公司年报，中信建投

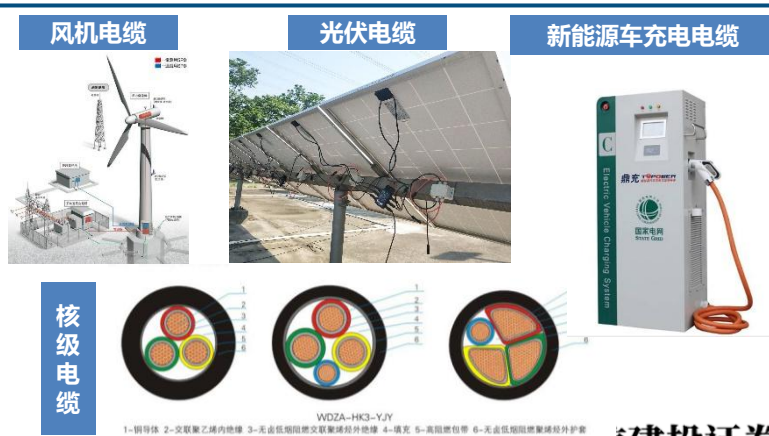
# 智能缆网：重点开展新能源领域应用，涉及风电、光伏、新能源汽车、核电等

- 公司是风电电缆单项冠军，客户涵盖维斯塔斯、歌美飒、西门子、金风科技等，项目遍布全球，典型的有三峡新能源江苏大丰300MW海上风电场、澳大利亚Stockyard Hill金风投资项目、阿根廷Loma Blanca项目等。
- 公司智能线缆在光伏储能领域大面积应用，与协鑫集团、易事特、晶科能源、通威股份等战略集采合作并通过产品深度优化推动光伏储能领域输电技术进步。
- 子公司安徽电缆是专精特新“小巨人”企业，是“华龙一号”三代核级电缆领域标杆企业、中国特种电缆领军企业。
- 公司2015年就开始布局充电桩电缆市场，经过多年的技术创新、积累与沉淀，已具备中国、欧洲(EN)、国际(IEC)、美国(UL)等全系列产品和认证，并在此基础上不断提升，进行大功率充电桩电缆等行业前沿技术研究，解决行业痛点、难点；

图：重点开展新能源领域应用，成绩卓越



图：



## 智能缆网：已参与、竣工多处知名标志性工程

- 公司曾服务于多项国家标志性工程的电线电缆业务，如中国尊、酒泉/文昌卫星发射中心、北京大兴/首都/白云/宝安/禄口机场、南京奥体中心、北京地铁工程等。
- 公司持续支持国家重点项目建设，蓄力突破各项技术，以助力国家交通强国建设，推动国家智能制造发展，持续发挥在特高压领域优势，为构建新型智能电网系统贡献力量。

图：竣工中国尊、酒泉卫星发射中心、南京奥体中心等知名标志性工程



中国尊



酒泉卫星发射中心（电线电缆业务）

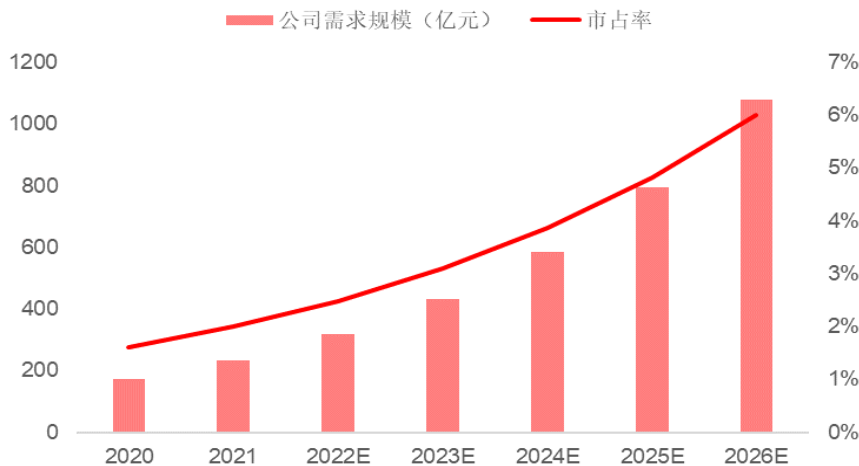


南京奥体中心（电线电缆业务）

## 智能缆网业绩增长驱动①：总市场规模增加+渗透率提升助力40%年均复合增速

- 2022年4月6日，为“保障电力系统安全稳定运行”，国家市场监督管理总局发布《三部门关于全面加强电力设备产品质量安全治理工作的指导意见》以加强规范运营、突出品牌质量保障；将催化优势品牌市占率提升，利于行业格局优化。
- **预计2026年公司市占将稳步提升至6.0%**，叠加中国电线电缆行业需求规模扩张影响，**预计公司产值规模将在2026年达到1077.6亿元**，2021-2026年公司需求规模CAGR达到40%。

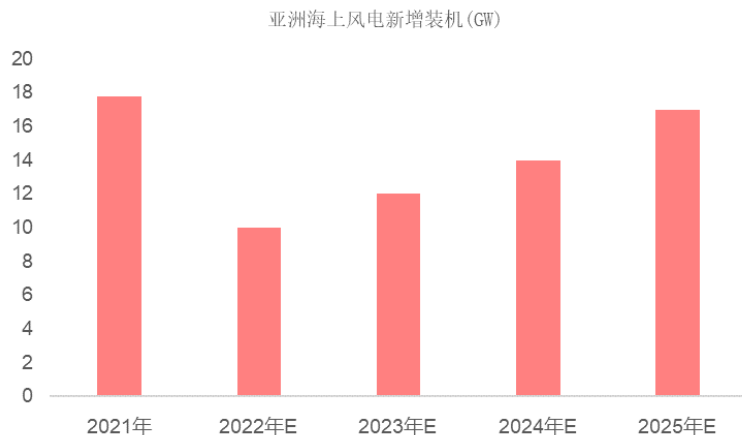
图：公司市占率将于2026年达到6%，需求规模CAGR为40%，预计2026年规模达到1077.6亿元



## 智能缆网业绩增长驱动②：海缆放量在即，公司有望继续领跑

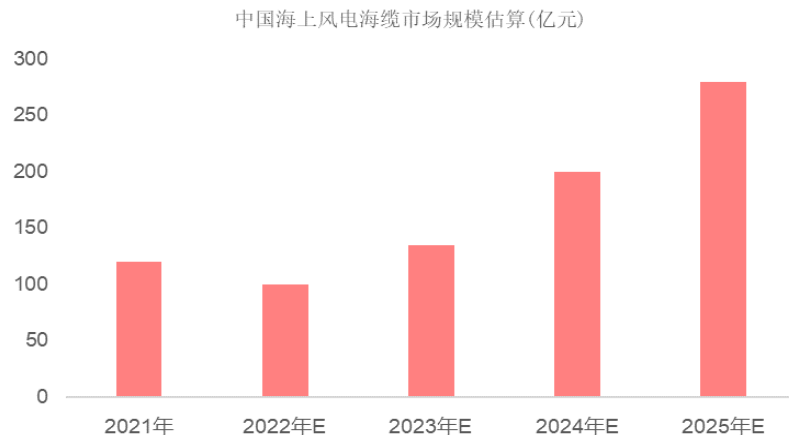
- 2021年亚洲海上风电新增装机为17.8GW，因海上资源开发步伐加紧、涉海输电通信与传输需求接踵而来，预计2022-2025年装机量复合增长率为19.3%，**到2025年新增装机将达到17GW。**
- 2021年中国海上风电电缆市场规模为120亿元，**预计到2025年海缆产值将达到280亿元。**

图：预计2025年亚洲海上风电新增装机17GW



资料来源：GWEC，中信建投

图：预计2025年中国海上风电电缆市场规模280亿元

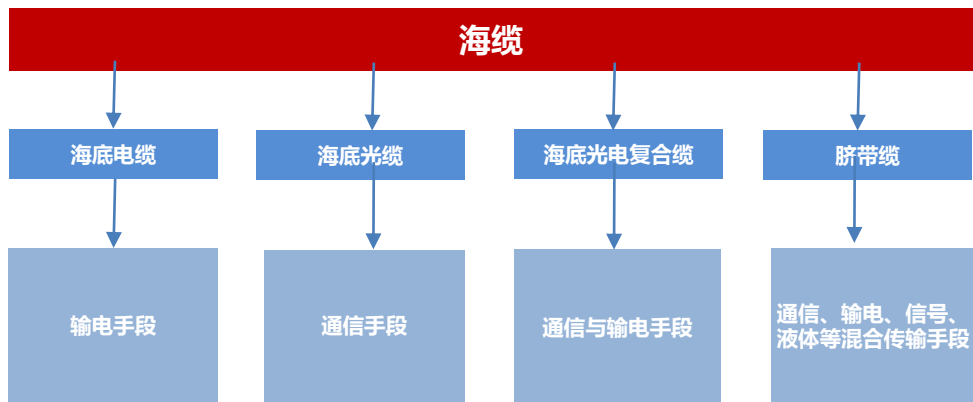


资料来源：GWEC，中信建投

## 智能缆网业绩增长驱动②：海缆放量在即，公司有望继续领跑

- 海缆作为海风产业链核心一环，竞争壁垒高，竞争格局稳定，原因是：1) 涉海信息通信或电力连接的最主要传输通道 2) 适应短距离、浅海的静态电缆不适宜开发深海资源和漂浮式海上风电场 3) 动态海缆技术研发难度大、安全运行要求高。
- 公司拟投资30亿元，并设立子公司远东海缆有限公司，在江苏如东洋口港经济开发区购置400亩工业用地，利用约285亩建设拟分两期建设，一期建成后形成光电复合海底电缆产能1450km/年，二期建成后形成光电复合海底电缆产能550km，高性能海底电缆6000公里，相关附件2.7万套。

图：浮式平台+水下生产系统的动态海底电缆、海洋脐带缆需求攀升



图：公司海缆拟建设项目一期产品及产能

产品名称	电压等级 (KV)	代表规格 (mm <sup>2</sup> )	设计能力 (km/a)	年运行时数 (h)
光电复合海底电缆	290/500KV	1×1800+24B1	100	7920 (24h/d, 全年330d)
	127/220KV	3×500+2×48B1	500	
	38/66KV	3×400+2×24B1	200	
	26/35KV	3×300+2×24B1	500	
	±400KV	1×1600+2×16B1	150	
	合计		1450	

---

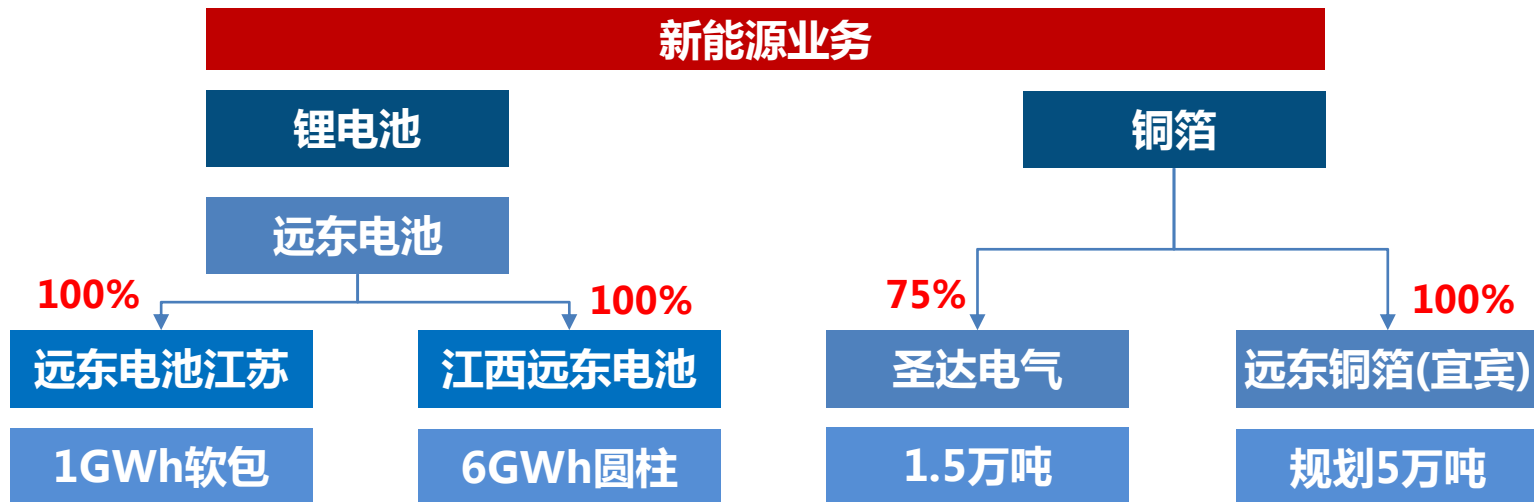
公司深度报告

# 新能源：坚定发展，玉汝于成

## 新能源：公司新能源业务涉及锂电池和铜箔，布局江苏、江西和四川三大基地

- 公司2015年开始锂电池业务，2017年开始锂电铜箔业务，是最早一批从事新能源业务的公司，新能源业务主体为远东电池、圣达电气和远东铜箔（宜宾）。

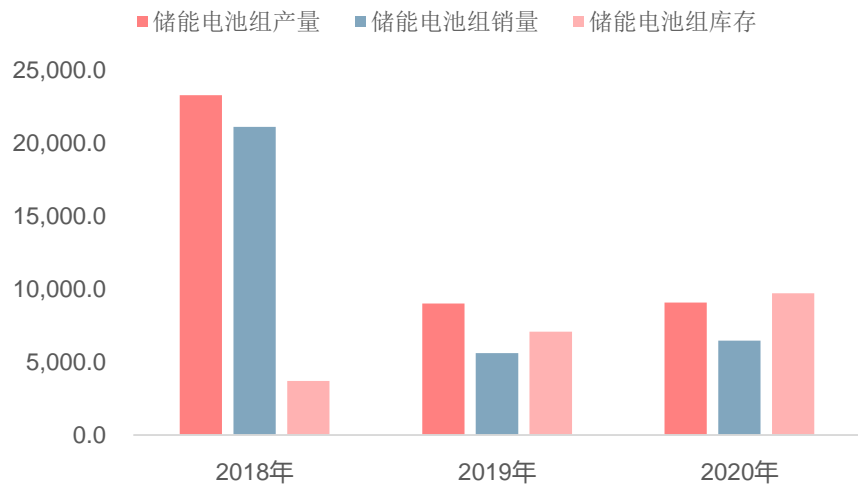
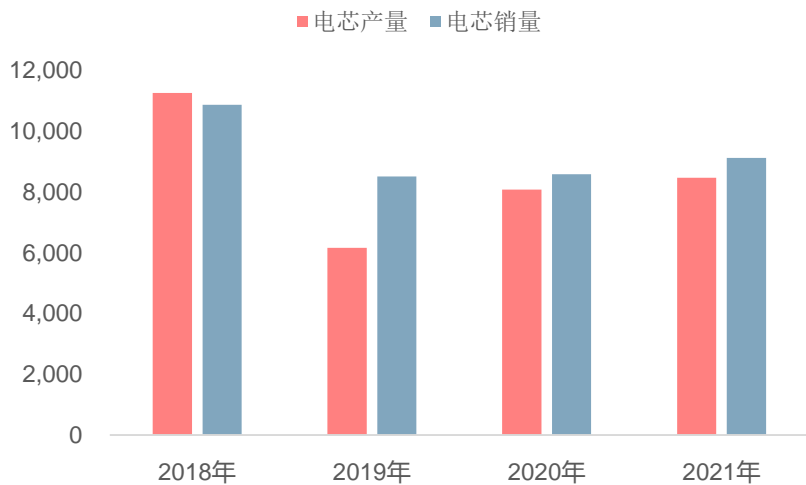
图：公司新能源业务涉及锂电池和铜箔，布局江苏、江西和四川三大基地



## 电池：电池主体福斯特是行业最早玩家，软包+圆柱应用于储能+动力

- 公司2015年收购福斯特，其当时为国内装机前十、圆柱装机第一的龙头企业；
- 目前公司具备**软包和圆柱两种类型电池**，产能分别为**1GWh和6GWh（约3.8亿支）**，分别位于江苏和江西基地；江苏基地总规划12GWh，主要应用于储能领域，江西基地圆柱应用消费电池和轻出行动力电池。

图：2021年电芯实现销量9128万支（万支，产能5.8亿支） 图：储能电池组销量维持9000组（组）



# 电池：电池主体福斯特是最早玩家，软包+圆柱应用于储能+动力

- 公司是国内最早一批的电池生产商，早年供应众泰、江铃等车用动力电池，后向储能电池、消费电池和小电池领域开拓，产品性能优秀。

图：2GWh21700产能，性能优秀

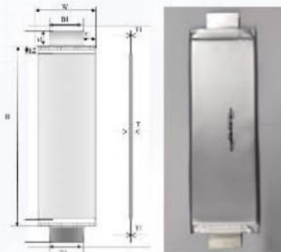
图：公司软包电池用于储能领域

## 45EA数据表



项目	特性
容量	标称 4500 mAh @ 1C
	最小 4400 mAh @ 1C
电压	标称电压 3.60 V
	充电电压 4.20 V
	放电终止电压 2.5 V
电芯尺寸	直径(最大) 21.9 mm
	高度(最大) 71.0 mm
能量密度	230 Wh/kg @ 1C
	669 Wh/L @ 1C
重量	71.5±1.5 g
内阻	≤5 mΩ
	标准 2250 mA
充电电流	峰值(10秒) 9000 mA
	标准 4500 mA
放电电流	标准 4500 mA
	峰值(10秒) 18000 mA
测试温度	25±2 °C
使用温度	充电 -10~45 °C
	放电 -20~60 °C
循环寿命	≥500 @90%SOC (4.2V-2.75V) 或 ≥1000 @80%SOC

## 电芯基本信息



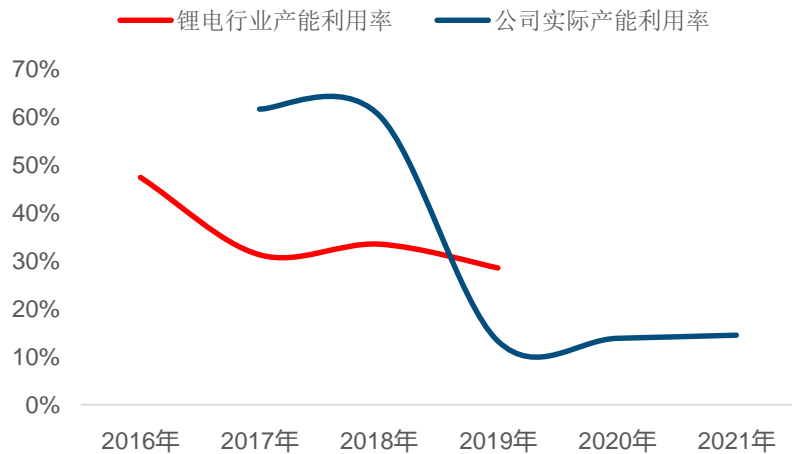
福斯特江苏55Ah软包电芯

项目	分类	规格
电芯尺寸	宽度	103±0.5mm
	高度	314±0.5mm
	厚度	12.0±0.1mm
电芯重量	—	815±5g
电压区间	—	2.75-4.2V
标称容量	①1C (4.2V-2.75V)	55Ah
标称电压	放电中值电压@1C	3.6V
能量密度	25°C, 2.75-4.2V	0.33C > 250Wh/kg 1C > 240Wh/kg
标称内阻	AC @ 1kHz	< 0.80mΩ(新鲜电池/30%SOC)
充电能力	标准充电电流	27.5A(0.5C)
	最大持续充电电流	55A(1C)
放电能力	标准放电电流	55A(1C)
	最大持续放电电流	110A
	峰值放电电流	165A(3C)
工作温度	充电	0°C - 45°C(40.2C @ T < 10°C)
	放电	-20°C - 55°C
	存储	-20°C - 45°C
常温循环寿命	+0.5C/-1C (4.2V-2.75V)	≥1500 @80%SOC

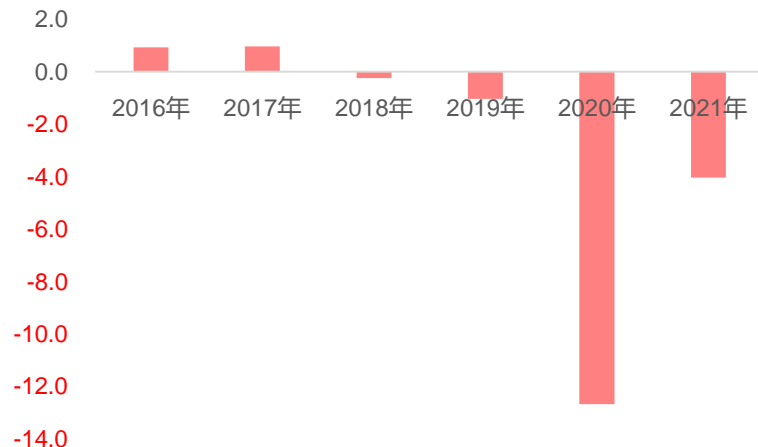
## 电池：至暗时刻已过，亏损或继续收窄

- 公司电池业务在2018年以前专注新能源汽车，产能利用率等指标领先行业，具备较好收益，但2019年补贴退坡冲击行业和公司；
- 公司业务快速恶化，2019年产能利用率下降至14%，源于：1) 补贴退坡，公司主打圆柱电池成本劣势凸显；2) 江西远东电池2019年战略向消费、两轮车调整，但非标产线限制其产能释放；3) 江西21700项目2018年底投产，产能扩张但需求衰退；
- 公司基于谨慎、负责态度，2020年充分计提14.02亿，其中应收账款、存货、固定资产及商誉减值准备 2.25 亿元、2.17 亿元、2.50 亿元、7.05 亿元，至暗时刻已过，亏损或继续收窄。

图：行业震荡洗牌，公司受阻明显



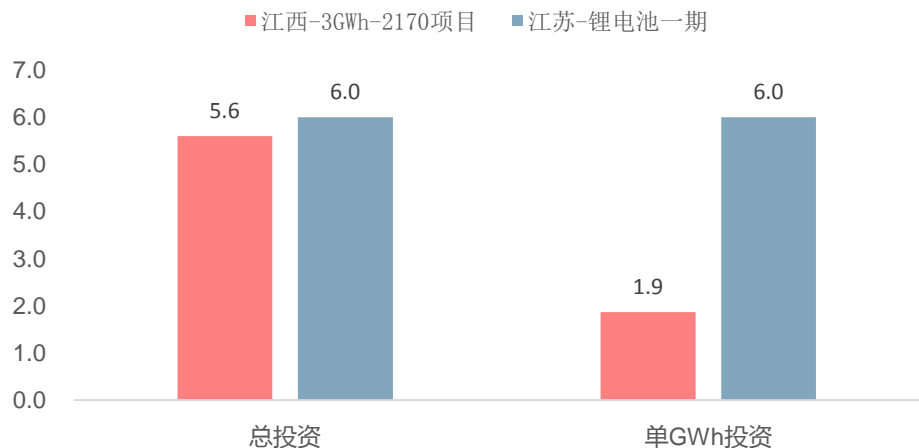
图：19年电池业绩亏损，2020年充分计提（业绩，亿元）



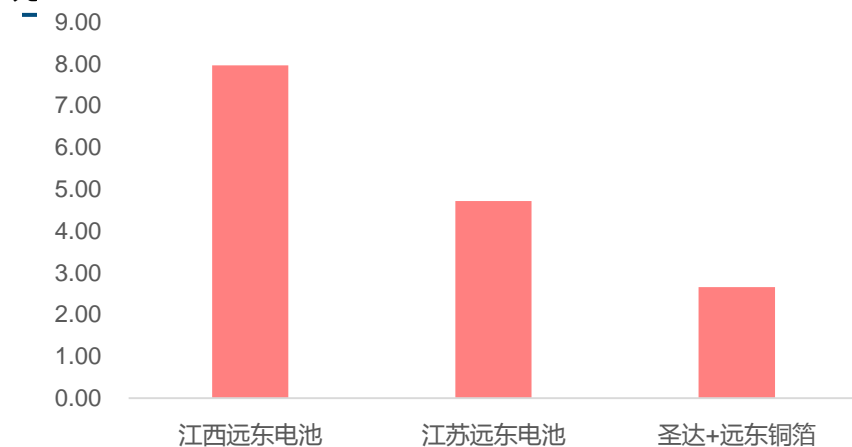
## 电池：困境坚持转型，当前公司供给改善+行业需求增长曙光来临

- 公司2018年至2019年间对电池业务产能进行升级和扩张，江西基地2018年年底建成2170产线，江苏基地2019年5月落地12GWh一期1GWh软包产线，合计固定资产投资接近12亿元，为后续软包+圆柱应用于储能+动力打下基础；
- 我们判断公司电池业务将迎来困境反转，需求端，2022年以来，欧洲储能需求旺盛，国内小动力电池逐步放量，公司订单饱满，软包储能供不应求，圆柱电池产能力利用率有望持续上行；

图：困境坚持转型，落地2170和软包产能（亿元）



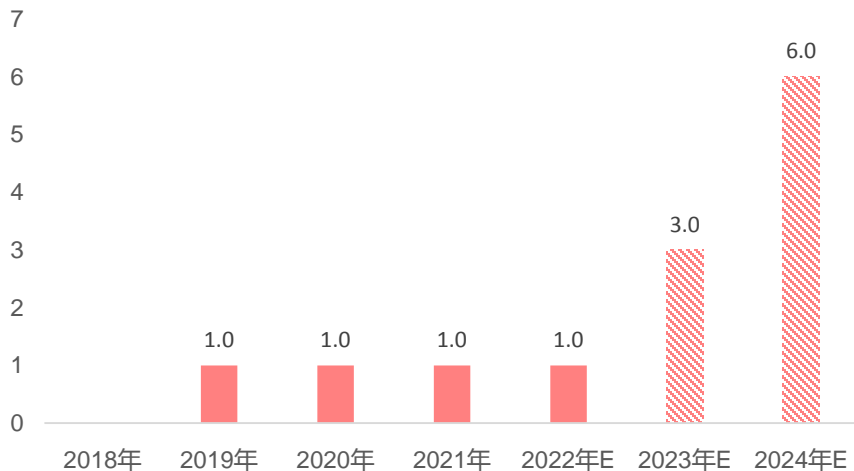
图：21年8月至今公司收获储能5亿订单，小动力8亿订单（亿元）



# 电池：困境坚持转型，当前公司供给改善+行业需求增长曙光来临

- 供给端**，公司产能扩张和技改，实现产能和品质的逐步提升。**产能方面**，江苏基地一期1GWh已落地，其具备4GWh厂房空间和配套，根据此规划后续产能建设速度将更快、投资相对更小，预计2023年公司将具备3GWh软包电池产能；
- 技改方面**，江西7/8厂技改完成，可应用领域广泛，产能利用率瓶颈打开，量利潜能较大。

图：江苏基地具备产能扩展潜力，23年或至3GWh



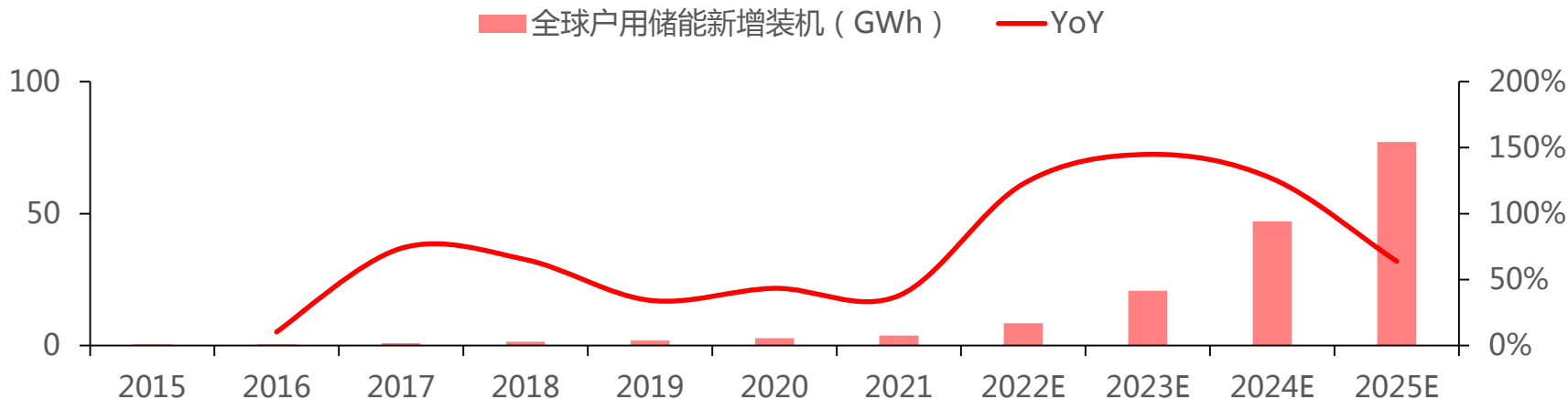
图：江西基地产线技改完成，产能利用率或提升，量利潜能较大

厂别	启用年份	线体	产品种类	设计产能 (GWh)	21年产量	产能利用率	使用状态	应用领域
七厂	2016年	2条	18650	0.8	0.34	42%	整线正常使用	
八厂	2018年	2条	18650/21700	1.9	0.03	16%	设备原为21700定制专用线，公司于6月份开始改线，11月底完成产线改造，12月排产18650产品984万支，产能利用率提升至32%	轻出行、电动工具、数码

## 户用储能支撑业绩增长：预计全球户用储能新增装机2021-2025复合增速112%

- 全球储能市场首看户用，预计在一次能源价格高涨背景下年化增速在100%以上，其中欧洲今年新增户用储能装机有望突破4GWh，为最大的户用储能市场；美国尽管21Q4出现抢装，22Q1仍录得户用储能新增装机334MWh，环比+25%；在灾备用电、电网可靠性不足、能源对外依存度高等因素影响下，日本、澳洲、南非、巴西、东南亚等国家和地区的户用储能需求同样持续高增。

图、预计2021-2025全球户用储能新增装机复合增速约112%

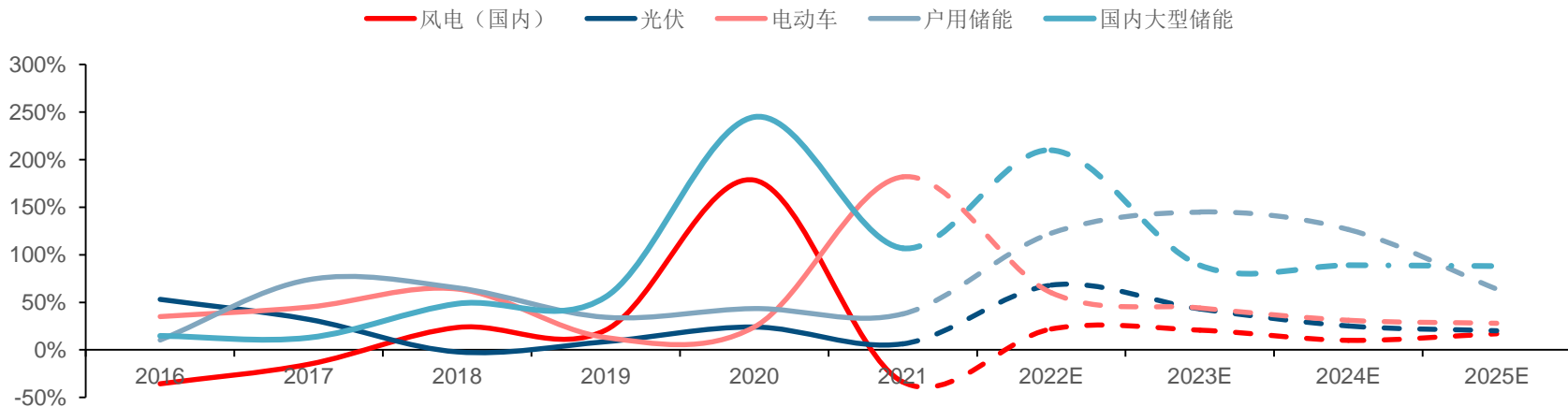


资料来源：Solar Power Europe，Wood Mackenzie，IHS Markit，Sunwiz，METI，中信建投

## 继风电、光伏、电动车之后，户用储能将开启第四条高速增长赛道

- 目前，争端、疫情等原因导致一次能源短缺、电价气价高涨、光+储经济性越发出色，叠加碳达峰、碳中和趋势确定，我们认为户用储能将异军突起，成为新能源行业第四个高速增长赛道，**预计2021-2025年全球户用储能装机复合增速可达112%**。

图、预计2021-2025年全球户用储能装机增速可达112%，高于风电、光伏、电动车增速

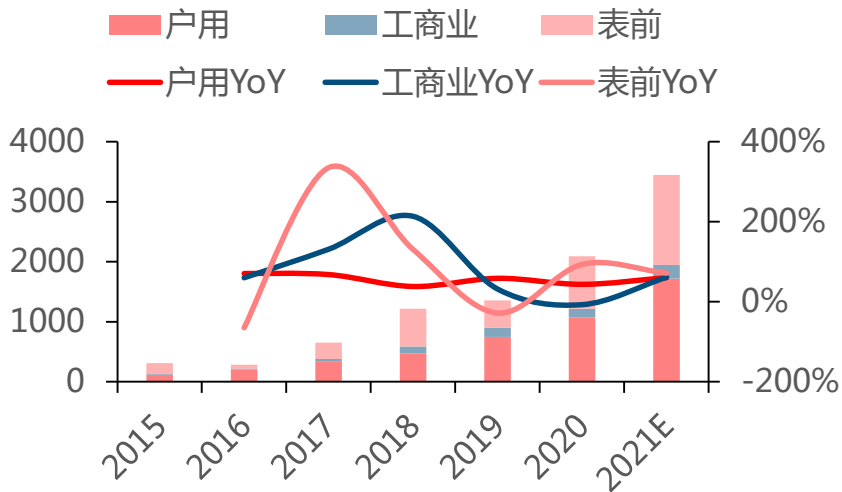


资料来源：国家统计局，IRENA，GWEC，Marklines，Solar Power Europe，Wood Mackenzie，IHS Markit，Sunwiz，METI，中信建投

# 户用储能支撑业绩增长：欧洲户用一枝独秀，领跑全球储能市场

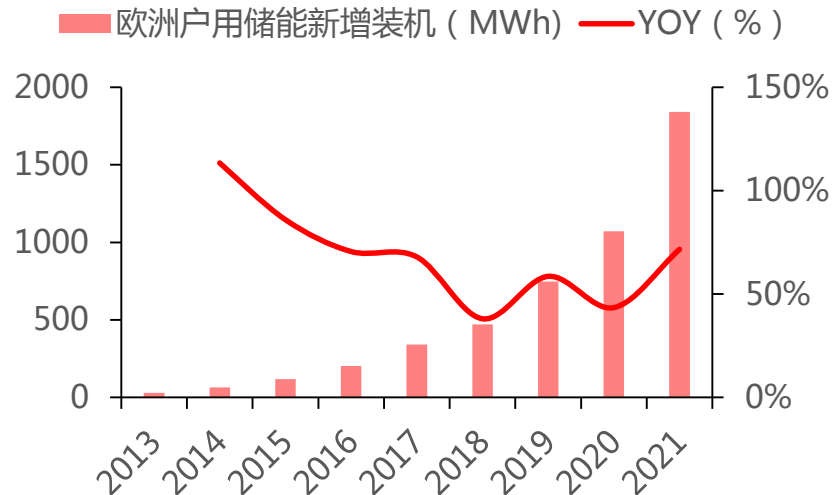
- 欧洲电化学储能2021年新增容量超过3GWh，累计装机超过8GWh。新增装机主要由表前和户用贡献，其中户用连续多年保持40%以上增速。

图、2021年欧洲储能装机高增，主要是表前和户用贡献



资料来源：EASE, Solar Power Europe, 中信建投

图、欧洲户用储能连年保持高增速

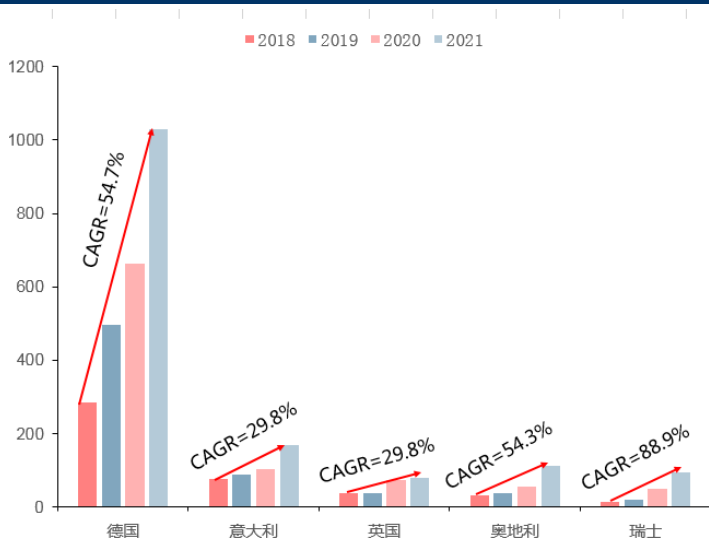


资料来源：Solar Power Europe, 中信建投

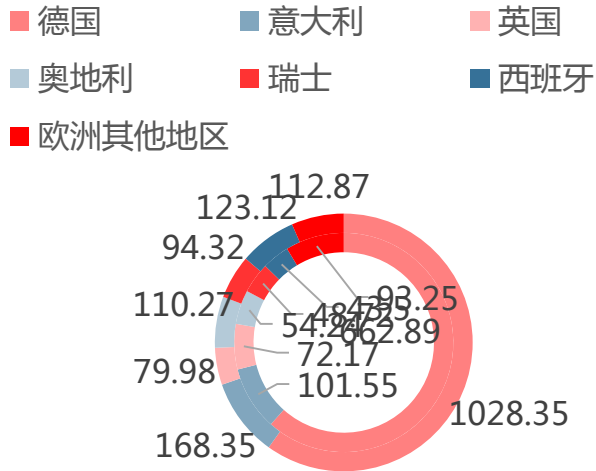
# 户用储能支撑业绩增长：欧洲户用一枝独秀，领跑全球储能市场

- 2020年欧洲户用电池储能安装量突破14万套，容量达到1072MWh，较2019年增长44%。据IHS Markit 统计，2021年欧洲户用储能装机达到1717MWh，同比增长60.2%。其中德国、意大利、西班牙、奥地利、瑞士、英国分别新增装机1028MWh、168MWh、123MWh、110MWh、94MWh、80MWh，占据了欧洲户用储能总装机95%以上的份额。

图、欧洲主要国家户用储能连续保持高增长 ( MWh )



图、前6大国家占有欧洲户储95%以上份额 ( 内圈：2020；外圈：2021，MWh )



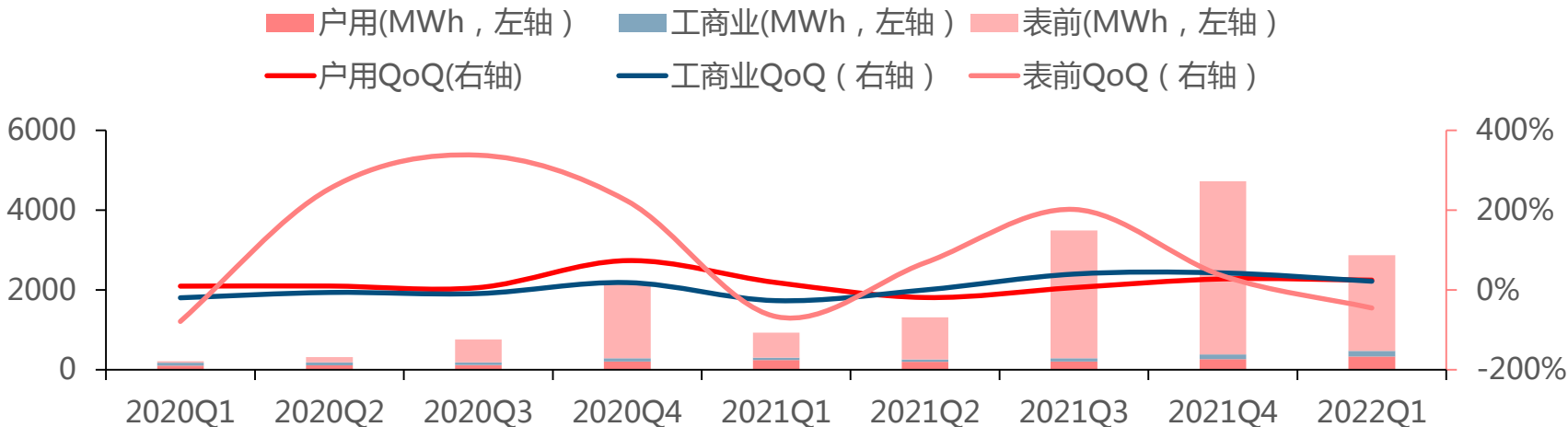
资料来源：IHS Markit, Solar Power Europe, 中信建投

资料来源：IHS Markit, 中信建投

# 户用储能支撑业绩增长：美国2021储能爆发式增长，表前增速最快，户用持续高增

- 进入2022年美国储能继续保持旺盛增长，Q1表前储能装机达到747MW/2399MWh，容量同比增长283%，但由于ITC政策退坡导致21Q4抢装，表前环比出现下降。而户用储能22Q1装机达到145MW/334MWh，同比增长36%，环比增长25%。

图、分季度来看，美国表前增速由于抢装有一定周期性，但户用保持增长加速势头

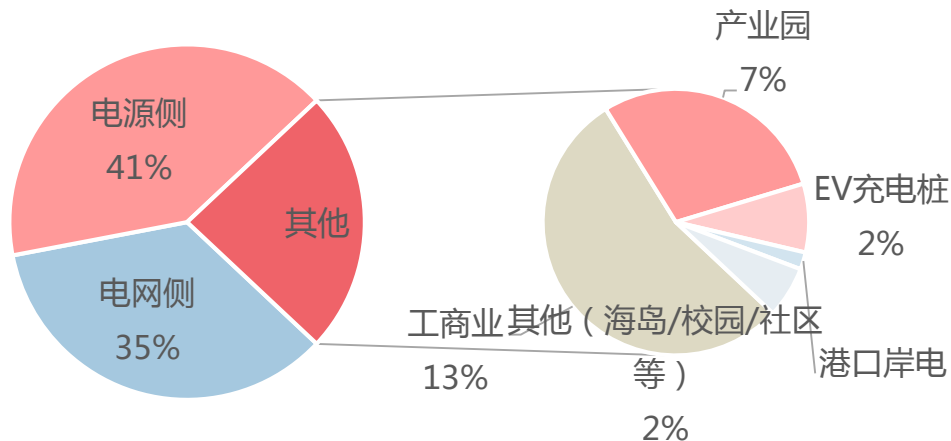


资料来源：Wood Mackenzie，中信建投

## 户用储能支撑业绩增长：中国户用储能尚未起量但值得期待

- 2021年全球新型储能新增投运规模首次达到10GW，中国新型储能新增投运规模达到2.45GW，其中用户侧约占24%。中国用户侧储能以工商业、产业园、充电桩、港口岸电等为主。
- 由于国内电网基础设施可靠性高、停电极少发生，再加上国内居民电价较低，因此户用储能缺乏装机动力。目前，国内河北省、浙江诸暨等个别地区已开始要求分布式光伏强制配储。已有十几个省份试点居民用电峰谷电价），在浙江、福建、上海等地区已有家庭配储的案例，国内户用储能市场值得期待。

图、中国户用储能尚未起量，用户侧以工商业、园区、换电为主



资料来源：CNESA，中信建投

## 户用储能需求驱动力一：补贴政策

- 德国的分布式光储发展离不开政策的鼓励与机制的支持，该政策历时6年，共分两个阶段。第一个阶段是2013年-2015年底，提供初装补贴。第二个阶段是2016-2018年底，补贴形式主要是低息贷款和现金补助，补贴总额约3000万欧元。第二阶段只允许用户最高将光伏系统峰值功率的50%回馈给电网。

表、德国光储市场早期主要由补贴等政策驱动

发布时间	补贴对象	条件要求	补贴标准
2013年3月	与户用光伏配套的储能系统	光伏功率在30kWp以下； 只能将 <b>最高60%</b> 的光伏发电送入电网； 储能系统具备 <b>7年以上</b> 质保。	补贴30%的储能系统投资额； KfW的“275计划”对购买光伏储能设备的单位或个人提供低息贷款； 新装光+储用户补贴最高600欧元/kWp；光伏系统加装储能用户补贴最高660欧元/kWp。
2016年3月	与光伏配套的固定式电池储能系统（而非光伏设备）	储能电池所配光伏须于2012.6之后安装，功率不超过30kWp； 光伏系统回馈到电网的功率不得超过 <b>峰值功率的50%</b> ； 系统服役年限至少为20年，电池系统必须具有 <b>10年质保期</b> ； 安装商必须具有相关资质；	依据申请年份不同，补贴标准不同： 2016.3.1-2016.6.30：借贷补助比例25%； 2016.7.1-2016.12.31：借贷补助比例22%； 2017.7.1-2017.6.30：借贷补助比例19%； 2017.7.1-2017.9.30：借贷补助比例16%； 2017.10.1-2017.12.31：借贷补助比例13%； 2018.1.1-2018.12.31：借贷补助比例10%

资料来源：KfW，中信建投

## 户用储能需求驱动力一：补贴政策

- 补贴政策助力德国成为全球最大的户用储能市场之一，2013年，德国家用和商用储能系统还不足1万套，2018年底已突破12万套，CAGR>60%。补贴政策结束后，德国户用储能市场仍在高速增长，2018-2021年新增装机容量从283MWh增长到1028MWh，CAGR=53.7%。
- 政策出发点多为：①鼓励自发自用，要求上网电量（功率）不得高于某一比例；②采取“初装补贴”形式，直接减轻用户在购买、租赁、安装储能系统承担的初始投资压力，补贴额度在初始投资的30%-60%之间；③对储能循环寿命或质保有要求，通常为7年以上（德国更提出10年以上），杜绝了低质低价产品占领市场。

表、欧洲多国也提出了力度不一的分布式光伏配储补贴政策

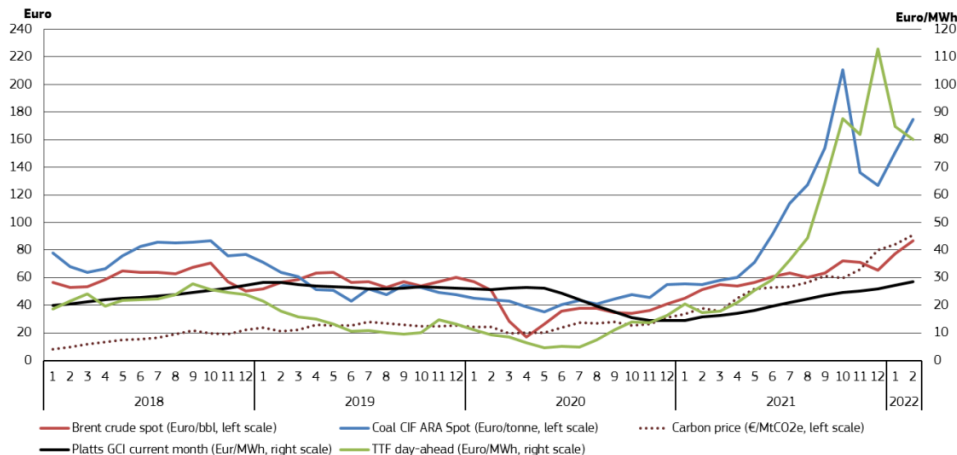
发布国家	发布时间	补贴对象/条件要求	补贴标准
瑞典	2016年11月	与户用光伏配套的储能系统	补贴上限为5万瑞典克朗（5600美元），最高补贴额可以占到系统成本的60% 补贴总预算为1.75亿瑞典克朗，约1960万美元
奥地利	2018年3月	与光伏配套的储能系统；且每kW光伏需配备0.5-10kWh储能	总预算1500万欧元；补贴标准为500欧元/kWh
捷克	2017年5月	小型工商业用户，且每安装1kW光伏需配备5kWh电池储能系统	总预算5亿克朗（约2030万美元），补贴用户降低购买、安装等除投资成本 每个应用最多可以获得3000万克朗（120万美元）的补贴，最少可获得5万克朗（2000美元）
意大利（伦巴第大区）	2017年8月	与光伏系统想配套的储能项目（光伏容量上限为20kW）	总预算共400万欧元 每套系统最高可获得3000欧元的补贴支持，最多可覆盖50%的系统投资。

资料来源：《分布式储能发展的国际政策与市场规则分析》，中信建投

## 户用储能需求驱动力二：一次能源短缺叠加电价上涨

- 2021年四季度开始，荷兰天然气TTF现货批发价从季度初的85欧元/MWh涨到10月初的116欧元/MWh，月底回落到60欧元/MWh，并于11月份卷土重来，12月21日已达到183欧元/MWh，今年3月更是突破200欧元/MWh。
- 2021年欧盟消费天然气总量达4120亿m<sup>3</sup>，同比增长4%，创下2011年最高水平。欧洲进口天然气主要用于供热和发电，由于较为激进的退煤、退核政策，欧洲天然气发电占比较高。在俄欧关系交恶的大背景下，欧盟进口俄气预计将持续下降，一次能源供给继续保持紧张态势。

图、10月份以来欧洲一次能源价格均出现大涨，天然气曾突破220欧元/MWh 图、欧洲近年天然气发电量维持在较高水平，超过700TWh/年，占比超过15%



资料来源：S&P Global Platts，中信建投

历年欧洲各类电源发电量 ( TWh )



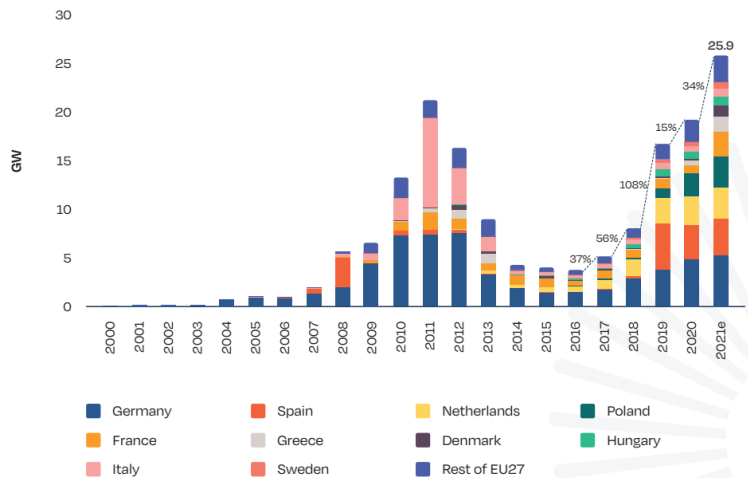
2000 2002 2004 2006 2008 2010 2012 2014 2016 2018 2020

资料来源：BP，中信建投

## 户用储能需求驱动力三：欧洲光伏装机高增，为户用储能创造了良好的土壤

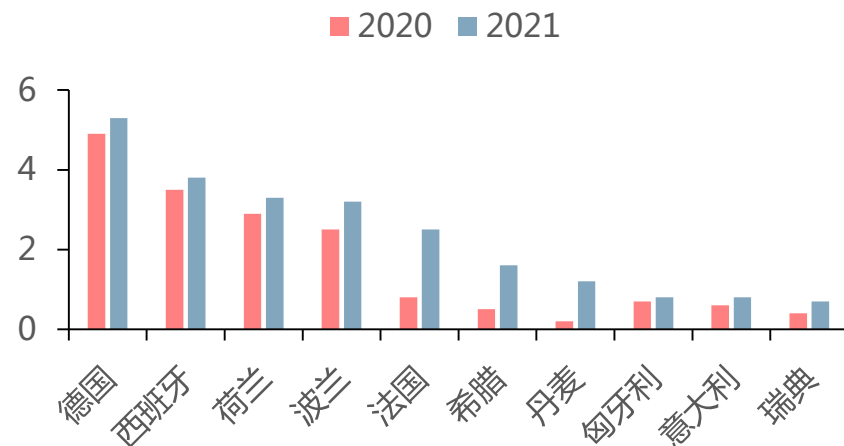
- 2021年，27个欧盟成员国共新增光伏并网25.9GW，同比增长34%，成为史上光伏装机增长最多的年份，累计装机达到164.9GW。2021年欧洲光伏新增装机最多的5个国家依次为德国、西班牙、荷兰、波兰、法国，分别新增装机5.3GW、3.8GW、3.2GW、3.1GW、2.5GW

图、欧洲光伏装机新增装机加速，2021年新增25.9GW，同比增长34%



资料来源：Solar Power Europe，中信建投

图、欧洲光伏装机前十名占据了欧盟27国90%的份额（GW）

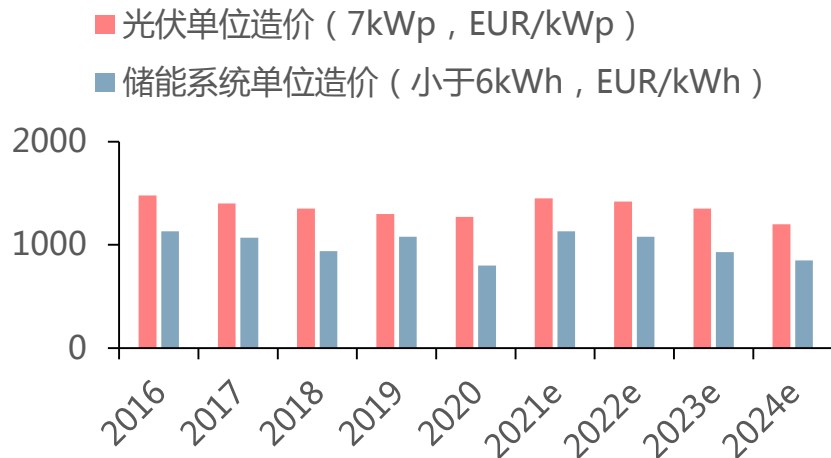


资料来源：Solar Power Europe，中信建投

## 户用储能需求驱动力四：光储系统价格下降、电价高涨背景下经济性出色

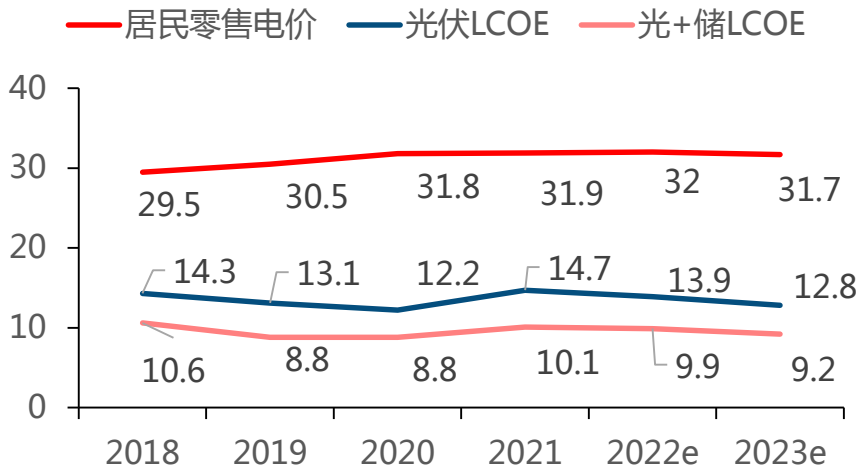
- 欧洲光储系统度电成本与零售电价价差持续拉大：德国2016-2020年间其小型光伏系统单价下降了11%、小型储能系统单价下降了24%。尽管2021年系统单位造价有所提升，但中期来看价格会继续下降。Solar Power Europe预计2022年下半年光伏、储能系统价格将开启下降周期，而BNEF则预测到2030年还将下降58%。

图、德国光伏、储能系统价格2016-2020年间持续下降



资料来源：Solar Power Europe, 中信建投

图、光储系统度电成本较零售电价优势明显 (欧分)

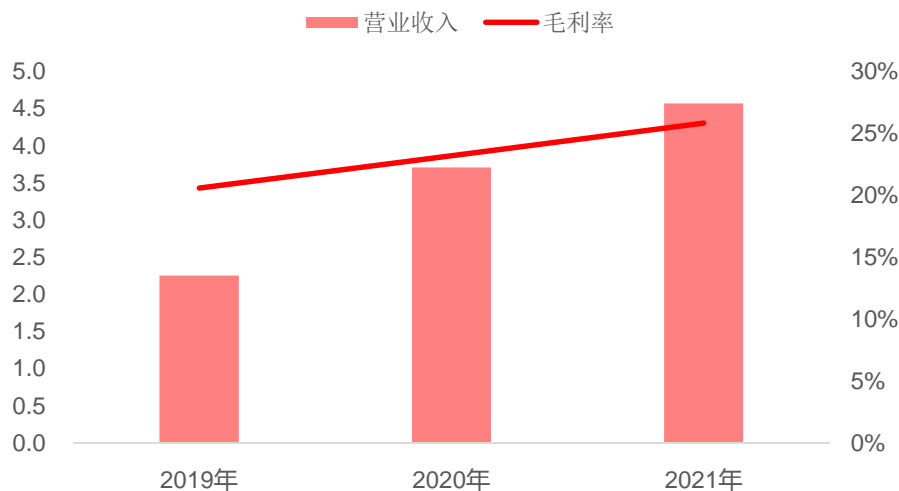


资料来源：Solar Power Europe, 中信建投

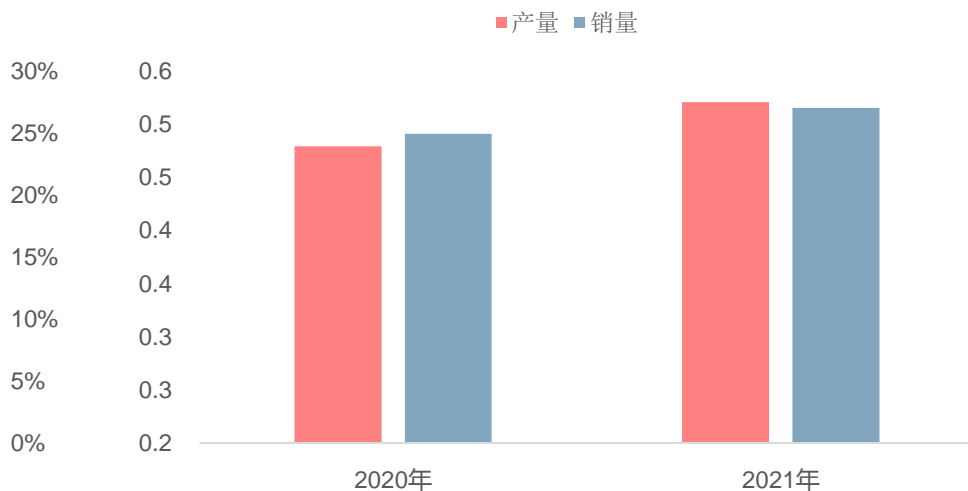
## 铜箔：盈利稳健，产能加速扩张，有望依托本地化配套绑定宁德

- 2017年子公司圣达电气依托原有铜业基础升级启动高精度超薄锂电铜箔项目，2021年实现营业收入4.6亿元，实现毛利1.2亿元；
- 目前具备1.5万吨产能，2021年实现产量和销量均为0.5万吨（前三季度）；

图：铜箔业务营收和毛利率稳健增长（亿元）



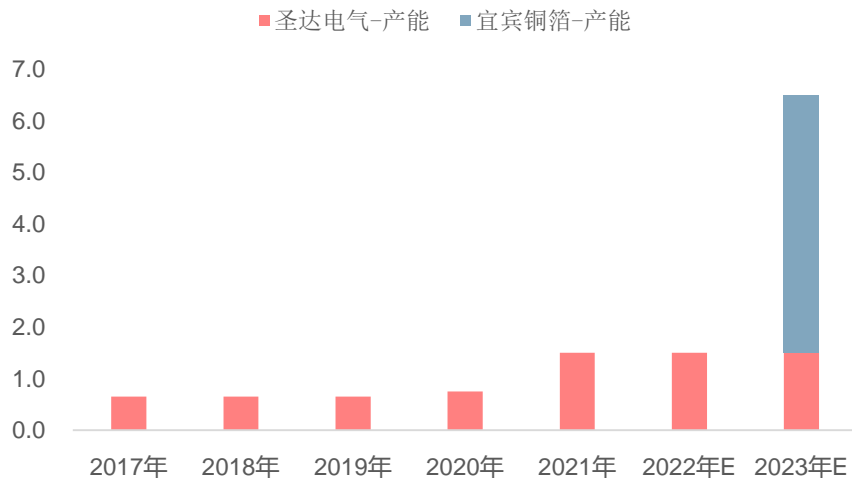
图：铜箔产销稳定，2021年前三季度产销0.5万吨（万吨）



## 铜箔：盈利稳健，产能加速扩张，有望依托本地化配套绑定宁德

- 公司除圣达电气外，在建远东股份宜宾智能产业园项目，园区含高精度铜箔约5万吨，预计2023年项目一期建成投产，届时公司产能将至4.5万吨；
- 2021年起公司批量向宁德时代供应6微米铜箔，同时具备4.5微米披露供应能力，宁德时代成为公司最主要客户，**公司铜箔产能规划为目前宜宾最大，距离宁德厂区车程20分钟，有望依托本地化配套宁德宜宾基地**

图：宜宾在建5万吨高精铜箔，预计2023年产能至6.5万吨      图：宜宾最大铜箔产能，有望本地化配套宁德时代

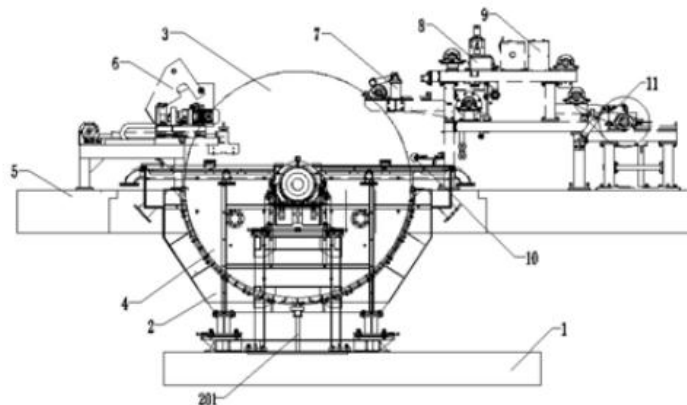
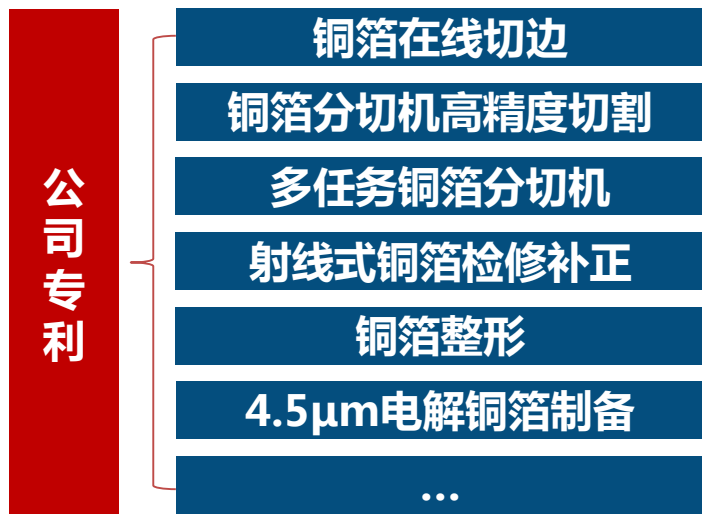


## 铜箔：具备领先技术和工艺，向4微米量产迈进

- 公司已经具备 4.5 微米铜箔批量供应能力，继续开展4微米高精度锂电铜箔的技术研发，**目前单卷长度达 2 万米，迈入全球领先行列**；公司技术研发团队已掌握超薄锂电铜箔制造技术、添加剂应用技术、阴极辊研磨技术、低温溶铜技术、电解液净化技术、铜箔抗氧化技术和铜箔分切技术等多项锂电铜箔核心技术，并建有省级研发中心，在技术上具备行业领先水平。

图：公司铜箔相关专利逾40件，涉及工艺和设备全流程

图：4.5um极薄电解铜箔的制备装置及其制备工艺



---

公司深度报告

# 智慧机场：业内领军，稳健贡献业绩

## 智慧机场：京航安是业内最知名的企业之一，承建全球多个地标机场

- 2017年，公司与远东控股集团分别以现金7.3亿、7.0亿元收购北京京航安机场工程有限公司100%股权；**2018年上半年，公司推动收购京航安49%股权，实现京航安100%控股。**
- 京航安是首批取得国家民航局颁发的机场施工许可证的单位，**是目前国内同时具备机场目视助航工程专业承包壹级、民航空管工程及机场弱电系统工程专业承包壹级双重资质的四家单位之一**，累计承建了国内外160多个机场的近700个项目，**连续多年助航灯光领域排名第一**，空管弱电工程领先，荣获“中国建设工程鲁班奖”、“国家优质工程银质奖”、“中国市政工程金杯奖”、“市政工程金奖”、“扬子杯”等多项荣誉。

图：京航安是业内最知名的企业之一，承建全球多个地标机场



北京新机场



马尔代夫维拉纳国际机场



安哥拉新罗安达国际机场

# 智慧机场：业务全面涵盖机场工程建设

- 公司智慧机场业务资质齐全，工程经验丰富，业务全面涵盖助航灯光、机电工程、空管工程、机场弱电和机场场道等；同时布局通用机场总承包、海外机场总承包，继续发展军用机场建设业务。

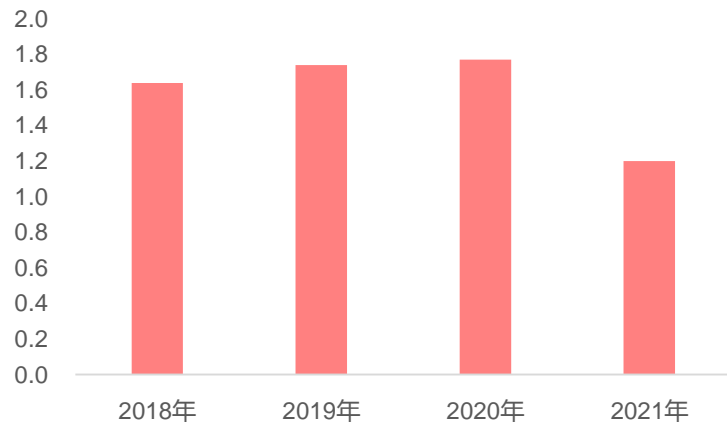
图：业务全面涵盖机场工程建设

	助航灯光	机电工程	空管工程	机场弱电工程	机场场道工程
<b>业务经营状况</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 壹级资质</li> <li>✓ 占60-70%营收</li> <li>✓ 最早开展的专业</li> <li>✓ 全国的工程实施实施能力与技术骨干</li> <li>✓ 市场占有率全国领先</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 贰级资质</li> <li>✓ 正在建立机电专家队伍</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 壹级资质</li> <li>✓ 一家突破国有三产公司垄断的私企</li> <li>✓ 占有一定市场份额</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 壹级资质</li> <li>✓ 公司承担的第一个大型机场弱电项目南京机场弱电一标段项目中就获得了中国建筑行业奖项鲁班奖</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 贰级资质</li> </ul>
<b>未来业务布局</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 保持市场龙头地位</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 申请机电工程壹级资质</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 继续发展</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 近期运作的一批大型机场项目的落地，大力发展</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 申请一级资质</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 申请民航专业工程设计企业资质乙级</li> <li>➢ 布局通用机场总承包、海外机场总承包，继续发展军用机场</li> </ul>				

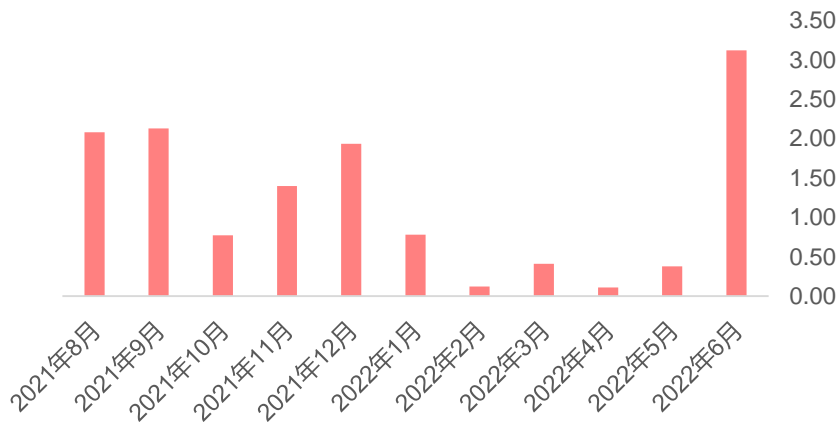
## 智慧机场：业绩稳健，近一年大订单超13亿，订单持续提升

- 智慧机场业绩稳健，2021年实现归母净利润1.2亿元，2021年业绩受疫情影响下滑，此前净利润稳定1.6亿元以上并逐年上涨；
- 公司竞争力之下订单持续饱满，近一年以来大订单超13亿元，2022年1-6月累计中标/签约千万元以上合同订单为4.91亿元，其中，6月合同订单为3.12亿元，同比增长112%，环比增长728%，持续提升。

图：净利润稳定，2021年受疫情冲击下滑（亿元）



图：近一年来大订单超13亿元，订单量持续提升

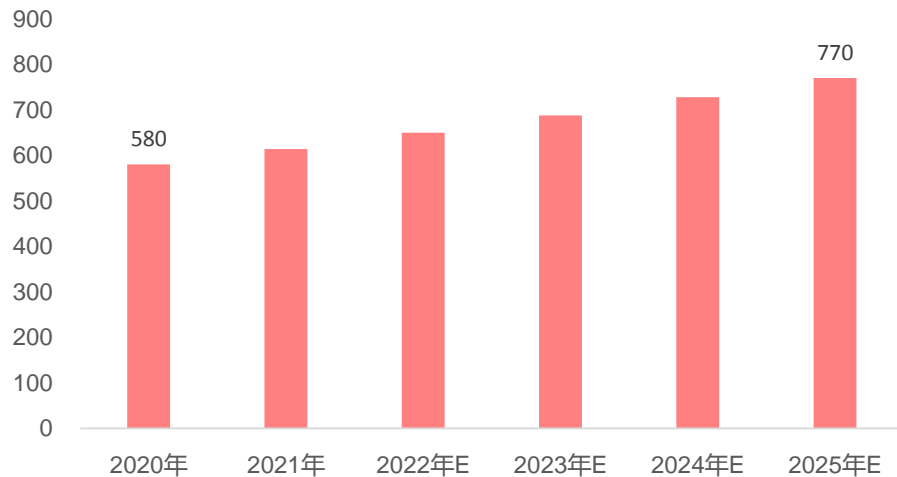


# 智慧机场业绩增长驱动：国家战略规划下，机场数量有望年均复合增速6%

- 新增机场数量是公司智慧机场业绩的主要驱动力，据AOPA数据，截至6月30日全国在册通用机场已达384个，较2022年Q1环比增长7个，环比增长率1.86%；较2021年Q2同比增长33个，同比增长率9.4%。
- 2021年12月《“十四五”民用航空发展规划》保障下，预计民用航空机场2025年有望增长至770个，年均复合增速约6%，对应公司业绩增速；

图：目前全国通用机场384个，较2021Q2同比增长9%

图：预计2025年民用机场有望增长至770个



---

公司深度报告

# 投资建议

# 投资建议

- 盈利预测：预计22年至24年实现归母净利9.4/15.3和24.6亿元，其中新能源-1.0/1.6/5.0亿元，对应PE 16/10和6倍，首次覆盖给予“买入”评级。

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	19804	20871	25868	34968	48601
营业成本	17396	17983	22479	30102	41696
营业税金及附加	73	76	98	80	117
销售费用	975	963	957	1056	1458
管理费用	532	474	410	934	1132
研发费用	346	530	642	836	1118
财务费用	309	294	170	185	200
资产减值损失	-1374	-147	26	26	36
公允价值变动收益	-23	-0	-0	5	5
其他收益	163	174	8	10	21
投资净收益	1	149	42	-4	0
<b>营业利润</b>	<b>-1489</b>	<b>705</b>	<b>1142</b>	<b>1814</b>	<b>2944</b>
营业外收入	50	11	25	27	28
营业外支出	20	12	40	31	39
<b>利润总额</b>	<b>-1458</b>	<b>703</b>	<b>1127</b>	<b>1810</b>	<b>2933</b>
所得税	228	143	185	279	453
<b>净利润</b>	<b>-1686</b>	<b>560</b>	<b>942</b>	<b>1530</b>	<b>2481</b>
少数股东损益	6	29	0	2	25
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-1691</b>	<b>531</b>	<b>942</b>	<b>1529</b>	<b>2456</b>
EBITDA	-782	1327	1562	2328	3354
EPS (元)	-0.76	0.24	0.42	0.69	1.11

---

公司深度报告

# 风险提示

## 风险提示

---

- 风险提示：1) 电缆、新能源车销量不及预期，销量下降基本对应业绩等比例下降，**弹性测算新能源需求/订单下降10%对应新能源业绩下降10%**；2) 电缆行业格局优化不及预期；3) 公司新产能投放进度不及预期；4) 技术迭代加快，技术优势减弱；5) 新能源端客户开拓不及预期

## 分析师介绍

**朱玥：**中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021年加入中信建投证券研究发展部，2016-2021年任兴业证券电新团队首席分析师，2011-2015年任《财经》新能源行业高级记者。专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，获2020年新财富评选第四名，金麒麟第三名，水晶球评选第三名。

**马天一：**中信建投证券电力设备及新能源研究员，天津大学化工硕士，研究方向为锂电池材料及上游资源。

## 研究助理

**许琳：** xvlin@csc.com.cn

**刘溢：** liuyibj@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
弱于大市		相对跌幅10%以上	

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B  
座12层  
电话：(8610) 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
电话：(8621) 6862-1612  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

## 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk