

证券研究报告

2024年09月04日

行业报告| 行业专题研究

# 大连电瓷： 国内特高压+海外电网建设共驱的受益标的

作者：

分析师 孙潇雅 SAC执业证书编号：S1110520080009



行业评级：强于大市（维持评级）  
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要

公司近期发布2024年半年度报告，2024年上半年公司努力开拓国内国际市场，新增订单累计达到9.85亿元，实现营业收入56,891.33万元，yoy+53.62%；归母净利润7,903.77万元，yoy+116.95%；对应24Q2实现归母净利润6818万元，yoy+334.36%，业绩增速亮眼。基于公司近期业绩明显好转趋势，我们对公司基本面及下游行业情况做如下更新。总结看，我们认为24年以来：1）公司层面：国内特高压瓷绝缘子市占率维持50%左右，海外市场不断取得突破，江西新工厂产能逐步爬坡、预计至2024年底同类产品成本有望比大连工厂降低20%；2）行业层面：国内特高压进入建设高峰期，海外各国明确电网投资目标、输电线路投资呈现高景气度，预计公司有望受益。

## □ 国内一特高压建设带动高盈利市场放量。

- 特高压将迎来新一轮建设高峰，项目建设确定性有望进一步增加：同时，2024年7月国家电网年中会议上调2024年投资预算至6000亿元，其中投资方向之一为特高压工程建设，预计特高压工程相关电力设备供应商有望从中受益。

## □ 海外一电网建设推进，市场不断拓展。

海外市场对绝缘子种类的需求偏好因国而异，各国国情和电力使用习惯影响不同绝缘子使用和适配需求数量，且形成习惯后一段时间内具有粘性。如西班牙、法国和巴西等国喜好使用玻璃绝缘子，而印尼、马来西亚等东南亚国家更习惯使用瓷绝缘子。我们判断，原因主要与各国输电线路建设时途径地域的地理、气候、环境等因素有关，且由于不同绝缘子的尺寸和重量存在差异，也会影响铁塔的设计承重能力。

需求端：亚太地区多国提出电网投资计划，输电线路投资将带动绝缘子需求向上。公司传统出口国家包括缅甸、印尼、马来西亚等东南亚国家，而这些国家均提出了明确的电网投资计划，如缅甸的国家电气化计划2016-2030年建造电网的投资将超100亿美元。此外，公司同时大力拓展沙特、巴基斯坦、菲律宾等新兴国际市场，而这些地区同样电网投资需求向上。如沙特阿拉伯计划在2023-2025年投资约54亿里亚尔（约14.4亿美元）用于增加3600km的输电基础设施；并新建多个500KV超高压输电线路项目，包括埃及-沙特±500KV超高压直流输电线路项目，中部-西部、中部-南部±500KV柔性直流输电项目（中电装备为总承包商）；2024年4月巴基斯坦国家电力监管局（Nepra）批准卡拉奇电力公司（KE）为期七年、总投资额达3920亿卢比（约14.03亿美元）的投资计划，旨在改善巴基斯坦的电力供应网络，以进一步提升服务质量。

# 摘要

2024H1公司海外收入已出现明显上升，共实现收入1.87亿元，yoy+337.3%，毛利率达到37.67%，较23年全年上升8.82pct。订单层面，2024H1公司累计取得约4.4亿元海外订单，超越以往历史表现。其中在越南、巴基斯坦分别获得1亿、1.1亿元订单；沙特市场取得交流产品资质认证后，获得约8000万元订单；英国取得1000万元+订单，同时在意大利、加拿大、哥伦比亚、巴西等国家取得了一定订单。2023年，公司获得沙特准入资格和澳大利亚Essential Energy电力公司供货资质，在复合绝缘子领域成为意大利国家电力公司ENEL全球采购OEM供应商，2024H1新取得塞内加尔市场准入资格认证。

## □ 盈利预测

产能方面，公司产能持续释放、新产能未来有望进一步降本，为公司受益行业高景气保驾护航：公司现有大连、福建、江西三家工厂。其中公司江西工厂为21年扩建，截至2024年7月江西工厂一期已建设6条生产线，对应设计产能为6万吨，于23年5月完成点火试生产，预计2024年末产能有望达到3.5万吨左右；江西工厂高自动化水平有效降低生产成本，预计2024年底有望实现同类产品生产成本比大连工厂降低20%，有望带动公司盈利能力进一步提升。

我们持续看好公司在国内和海外市场的业绩增长能力和持续性，基于公司当前经营情况及后续国内外市场的增长潜力，我们预计，24-26年公司营业收入分别为14.08、19.85、23.82亿元，yoy+67.72%/+40.99%/+20.00%。随公司工厂产线升级+特高压产品出货占比增加，我们预计公司24-26年整体毛利率抬升至31%、30.9%、31.00%，对应预计24-26年归母净利润分别为1.72、2.58、3.36亿元，yoy+229.14%/+49.59%/30.50%，对应当前估值20X、13X、10X，维持“买入”评级。

□ 风险提示：特高压行业政策风险，市场变动风险，新产能消化风险；测算具有主观性，仅供参考。

# 一、国内-特高压建设带动高盈利产品放量

# 行业层面：2024年国网投资额上修、将首超6000亿元，投资方向之一为特高压

- “十四五”期间国网规划建设特高压数量为“24交14直”，其中，23年内开工直流线路包括金上-湖北、陇东-山东、哈密-重庆、宁夏-湖南等，截至24年8月新增开工直流线路包括甘肃-浙江、陕北-安徽。根据“十四五”规划，预计24-25年将进入特高压项目密集投运期。
- 此外，2024年7月26日，国家电网年中会议上调2024年投资预算，其中投资方向之一为特高压工程建设。为加快构建新型电力系统，促进新能源高质量发展，推动大规模设备更新改造，国家电网公司2024年电网投资将首次超过6000亿元，同比新增711亿元，新增投资主要用于特高压交直流工程建设、促进西部地区大型风电光伏基地送出等。我们预计，2024年国网投资额的上修，特高压工程相关电力设备供应商有望从中受益。

表：已明确规划的特高压线路最新进展

| 具体项目 | 路线            | 长度<br>(公里) | 投资额<br>(亿元) | 核准时间     | 开工时间     | 投运时间                       |
|------|---------------|------------|-------------|----------|----------|----------------------------|
| 四直   | 金上-湖北         | 1784       | 334         | 23年01月   | 23年02月   | 预计24年                      |
|      | 陇东-山东         | 938        | 207         | 23年02月   | 23年03月   | 预计25年                      |
|      | 哈密-重庆         | 2290       | 300         | 23年07月   | 23年08月   | 预计25年                      |
|      | 宁夏-湖南         | 1634       | 281         | 23年05月   | 23年06月   | 预计24年                      |
| 四交   | 武汉-南昌         | 2×462.9    | 91          | 22年06月   | 22年09月   | 23年12月江西段贯通、<br>24年5月湖北段贯通 |
|      | 张北-胜利         | 368        | 68          | 22年09月   | 23年08月   | 预计24年                      |
|      | 川渝特高压         | 658        | 288         | 22年09月   | 22年09月   | 预计25年                      |
|      | 黄石特高压         | -          | 38          | 22年09月   | 23年8月建设中 | 预计25年                      |
| 五直   | 藏东南-粤港澳       | -          | -           | 预计24年    | 预计24年    | 预计25年                      |
|      | 甘肃-浙江         | 2370       | 353         | 24年7月    | 24年7月    | 预计25年                      |
|      | 陕西-河南         | -          | -           | 预计24年    | 预计24年    | 预计25年                      |
|      | 陕北-安徽         | 1069       | 205         | 24年2月    | 24年3月    | 预计25年                      |
| 一交   | 蒙西-京津冀        | -          | -           | 预计24年    | 预计24年    | 预计25年                      |
|      | 大同-怀来-天津北-天津南 | 69.3       | -           | 预计24-25年 | 预计24-25年 | 预计25年                      |

# 行业层面：瓷绝缘子在特高压项目中占据主要市场份额

- 为探究不同技术路线绝缘子在特高压上的应用，我们统计了2021-2023年招标的特高压线路对应的不同绝缘子中标份额，分项目看：
- 在特高压交流线路中，过往瓷绝缘子和玻璃绝缘子的平均使用率均为50%左右，但不同线路的技术路线选择差异显著，如南昌-长沙的瓷绝缘子占比89%、南阳-荆门-长沙的瓷绝缘子占比97%；川渝线路玻璃绝缘子占比94%。
- 在特高压直流线路中，过往瓷绝缘子和玻璃绝缘子的平均使用率分别为52%和45%，瓷绝缘子的使用略占优势。其中，哈密-重庆线路中的瓷绝缘子占比99%；陇东-山东线路的玻璃绝缘子占比达到60%。
- 往后看，我们预计特高压项目仍将呈现瓷、玻璃、复合绝缘子的应用共存、市场份额相对稳定的趋势。

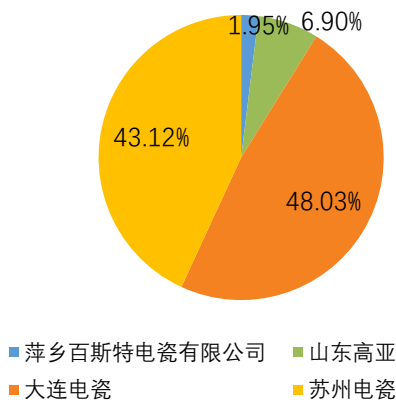
图：不同材质绝缘子在各线路中标市场份额（按数量）

| 绝缘子      | 瓷绝缘子 | 玻璃绝缘子 | 复合绝缘子 |
|----------|------|-------|-------|
| 南昌-长沙    | 89%  | 10%   | 1%    |
| 南阳-荆门-长沙 | 97%  |       | 3%    |
| 驻马店-武汉   | 74%  | 23%   | 3%    |
| 福州-厦门    | 41%  | 56%   | 3%    |
| 张北-胜利    | 53%  | 45%   | 2%    |
| 川渝       | 4%   | 94%   | 2%    |
| 交流合计     | 50%  | 48%   | 2%    |
| 金上-湖北    | 47%  | 51%   | 2%    |
| 陇东-山东    | 38%  | 60%   | 2%    |
| 哈密-重庆    | 99%  | 0%    | 1%    |
| 直流合计     | 52%  | 45%   | 3%    |

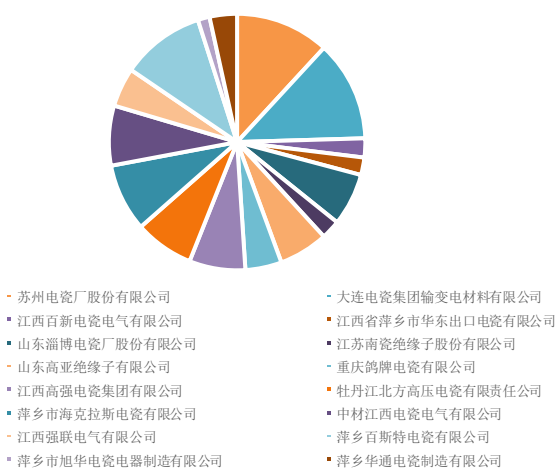
# 公司层面：市场份额接近50%且趋于稳定，24年特高压在手订单量可观

- 特高压瓷绝缘子的市场壁垒相对更高，且市场格局清晰稳定。特高压瓷绝缘子壁垒较高，产品稳定性和质量可靠性是核心。以23年国网招标的特高压线路为统计区间，特高压瓷绝缘子中标金额方面，大连电瓷市占率达到48.03%，其次是苏州电瓷（43.12%）、山东高亚（6.9%）和江西百斯特（1.95%）。
- 相较来看，输配电领域瓷绝缘子的参与企业数量明显高于特高压，市场竞争更为激烈。以23年国网招标的输配电线路为统计区间，大连电瓷市占率约为12.92%，其次是苏州电瓷（12.08%）和江西百斯特（8.69%）。
- 盈利能力层面，大连电瓷公司口径，特高压产品毛利率可达35%-40%，非特高压产品毛利率约25%-30%，更优的竞争格局使得特高压产品毛利率明显高于非特高压。
- 在特高压项目进入密集建设期带动下，叠加公司较高的特高压瓷绝缘子市占率，公司更高毛利率的特高压相关订单自2023年开始显著增长。截至2024年7月1日，公司2024年以来在国网集中招标采购中已累计取得1.4亿元订单。

图：2023年特高压瓷绝缘子市场格局



图：2023年输配电瓷绝缘子市场格局



## 二、海外-电网建设推进、市场不断拓展



## 海外各国绝缘子技术路线选择存在差异，且形成习惯后一段时间内具有粘性

- 海外市场对绝缘子种类的需求偏好因国而异，各国国情和电力使用习惯影响不同绝缘子使用和适配需求数量。如西班牙、法国和巴西等国喜好使用玻璃绝缘子，而印尼、马来西亚等东南亚国家更习惯使用瓷绝缘子。
- 以欧洲为例，我们推测绝缘子技术路线选择与当地主流绝缘子公司的技术路线存在关联。目前欧洲电网绝缘子以玻璃绝缘子为主；而世界头部玻璃绝缘子公司Sediver为法国企业。
- 如大连电瓷在投资者关系活动中提及，不同国家拥有不同的绝缘子技术路线使用习惯，且该习惯在一定时间内无法改变。我们判断，原因主要与各国输电线路建设时途径地域的地理、气候、环境等因素有关，且由于不同绝缘子的尺寸和重量存在差异，进而也会影响铁塔的设计承重能力。更换绝缘子类型对应需要重新设计及调整相关设备（如铁塔），以适应新绝缘子的重量和尺寸，或将涉及复杂的工程设计和施工过程，因而各国家在选用绝缘子技术路线时存在粘性。

# 亚太地区多国提出电网投资计划，输电线路投资将带动绝缘子需求向上

- 大连电瓷传统出口国家包括缅甸、马来西亚等东南亚国家，而这些国家均提出了明确的电网投资计划。如缅甸的国家电气化计划2016-2030年建造电网的投资将超100亿美元；泰国国家电力局计划在2021-2031年内实施电网升级和改造计划，总投资约为2400亿泰铢（约70.7亿美元）。
- 此外，大连电瓷正在大力拓展沙特、巴基斯坦、菲律宾等新兴国际市场，而这些地区同样电网投资需求向上。如沙特阿拉伯计划在2023-2025年投资约54亿里亚尔（约14.4亿美元）用于增加3600km的输电基础设施；并新建多个500KV超高压输电线路项目，包括埃及-沙特±500KV超高压直流输电线路项目，中部-西部、中部-南部±500KV柔性直流输电项目（中电装备为总承包商）；2024年4月巴基斯坦国家电力监管局（Nepra）批准卡拉奇电力公司（KE）为期七年、总投资额达3920亿卢比（约14.03亿美元）的投资计划，旨在改善巴基斯坦的电力供应网络，以进一步提升服务质量。

表：各国电网投资计划梳理（不完全统计）

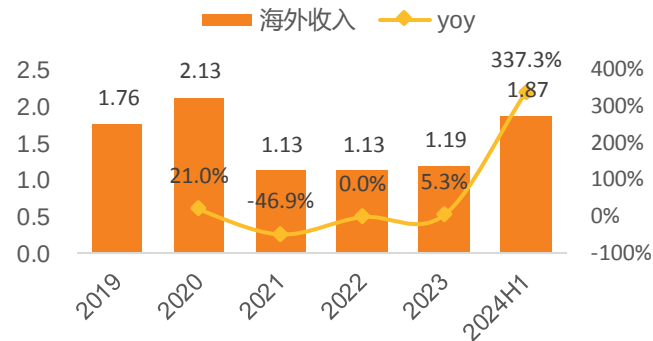
| 国家              | 时间             | 计划电网（公里） | 投资额（亿美元） |
|-----------------|----------------|----------|----------|
| 印度尼西亚           | 2021-2030      | 47000    |          |
| 马来西亚国家能源公司（TNB） | 2021-2024      |          | 每年20.72  |
| 缅甸              | 2016-2030      |          | 100      |
| 菲律宾国家电网公司（NGCP） | 2021-2033      |          | 78.95    |
| 沙特              | 2023-2025      | 3600     | 14.4     |
| 泰国              | 2021-2031      |          | 70.7     |
| 越南              | 2021-2030      |          | 1283     |
| 巴基斯坦卡拉奇电力公司（KE） | 2024年提出的7年投资计划 |          | 14.03    |

附：部分投资额为各国汇率换算为美元

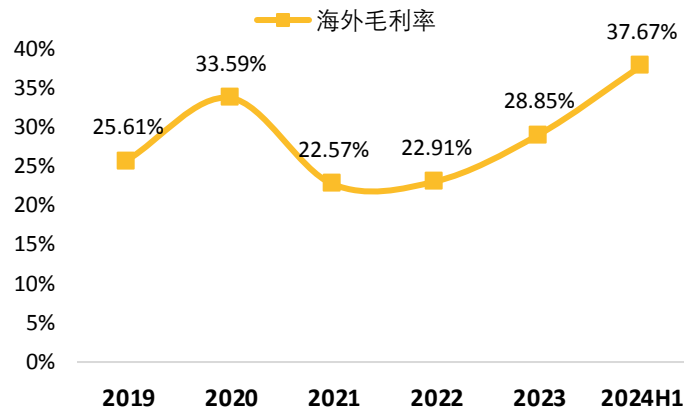
## 公司层面：海外市场开拓取得突破，24H1海外订单量约4.4亿元

- 从2019年至2023年，海外收入持续下降，主要原因是国内特高压市场需求旺盛，受疫情等因素影响出口不顺。但**2024H1公司海外收入已出现明显上升，共实现收入1.87亿元，yoy+337.3%，毛利率达到37.67%，较23年全年上升8.82pct。**
- 订单层面，**2024H1公司累计取得约4.4亿元海外订单，超越以往历史表现。**其中在越南、巴基斯坦分别获得1亿、1.1亿元订单；沙特市场取得交流产品资质认证后，获得约8000万元订单；英国取得1000万元+订单，同时在意大利、加拿大、哥伦比亚、巴西等国家取得了一定订单。
- **2023年以来公司在多个海外市场获得有效突破。**2023年，公司获得沙特准入资格和澳大利亚Essential Energy电力公司供货资质，在复合绝缘子领域成为意大利国家电力公司ENEL全球采购OEM供应商，2024H1新取得塞内加尔市场准入资格认证。

图：2019-2024H1海外收入及占比（亿元，%）



图：2019-2024H1海外毛利率变化（%）



# 盈利预测

# 公司产能持续释放、新产能未来有望进一步降本，为公司受益行业高景气保驾护航

- 公司现有大连、福建、江西三家工厂。其中，公司江西工厂为21年扩建，目前已投产并进入产能爬坡状态，有效扩充了公司产能，为公司充分受益国内特高压+海外电网建设加速保驾护航。公司21年开始投资建设江西生产基地，一期投资约4亿元、一期和二期总规划产能8万吨，共配备8条智能化生产线。截至2024年7月，江西工厂一期已建设6条生产线，对应设计产能为6万吨，于23年5月完成点火试生产；目前产品等级、产量不断提升：24年1-5月产量已从约1000吨/月提升至约3500吨/月，预计2024年末产能有望达到3.5万吨左右；后续随着江西特高压生产线取得生产资质，持续优化产品结构和配方，有望逐步达到一期6万吨产能。
- 江西工厂有效降低生产成本，预计后续有望带动公司盈利能力进一步提升。截至2024年7月，江西工厂正进行产品结构优化和品质提升，试生产阶段即采用了优质配方生产产品，确保设备稳定运行和产品质量，24H2公司将调整配方以降低成本。得益于高自动化水平，目前江西工厂的人工成本已低于大连工厂，预计2024年底有望实现同类产品生产成本比大连工厂降低20%。

表：生产基地产能与产品情况

|    | 产能（单位：万吨） | 投产情况                 |
|----|-----------|----------------------|
| 大连 | 5         | 正常生产                 |
| 福建 | 1.5       | 正常生产                 |
| 江西 | 一期6万吨     | 预计2024年末产能有望爬坡至3.5万吨 |
|    | 二期2万吨     |                      |

盈利预测：预计24-25年归母净利润 1.72、2.58亿元，对应当前估值20X、13X

- 我们持续看好公司在国内和海外市场的业绩增长能力和持续性，同时公司江西工厂的产能逐步释放亦将为公司海外订单市场需求保驾护航。往后看，江西工厂高自动化水平有望有效降低生产成本（预计2024年底有望实现同类产品生产成本比大连工厂低20%），预计后续有望带动公司盈利能力进一步提升。
- 公司近期发布2024年半年度报告，2024年上半年公司努力开拓国内国际市场，新增订单累计达到9.85亿元，实现营业收入5.69亿元，yoy+53.62%；归母净利润7903.77万元，yoy+116.95%；对应24Q2实现归母净利润6818万元，yoy+334.36%，业绩增速亮眼。
- 基于公司当前经营情况及后续国内外市场的增长潜力，我们预计，24-26年公司营业收入分别为14.08、19.85、23.82亿元，yoy+67.72%/+40.99%/+20.00%。随公司工厂产线升级+特高压产品出货占比增加，我们预计公司24-26年整体毛利率抬升至31%、30.9%、31.00%，对应预计24-26年归母净利润分别为1.72、2.58、3.36亿元，yoy+229.14%/+49.59%/30.50%，对应当前估值20X、13X、10X，维持“买入”评级。

|       | 单位  | 2022     | 2023    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|-------|-----|----------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入  | 百万元 | 1,206.02 | 839.50  | 1,407.99 | 1,985.08 | 2,382.09 |
| yoy   | %   | 29.12    | (30.39) | 67.72    | 40.99    | 20.00    |
| 营业成本  | 百万元 | 831.74   | 617.55  | 971.52   | 1371.71  | 1643.65  |
| 毛利率   | %   | 31.03    | 26.44   | 31.00    | 30.90    | 31.00    |
| 归母净利润 | 百万元 | 180.72   | 52.35   | 172.29   | 257.74   | 336.35   |
| yoy   | %   | 15.35    | -71.03  | 229.14   | 49.59    | 30.50    |
| PE    |     |          |         | 20.06    | 13.41    | 10.27    |

- **特高压行业政策风险。**公司由于特高压收入占比较高，收入增速和我国特高压建设强度相关性较大。如果国家电力发展规划发生重大变化，尤其是特高压电网投资规模和投资进度下降，将影响公司产品的市场需求。
- **市场变动风险。**公司优势业务主要集中在特高压瓷绝缘子领域，产品结构相对单一、当市场或行业环境发生变动时，若公司不能充分利用技术研发、规模效应、客户和品牌等竞争优势保持并提高现有的市场地位，将面临现有市场份额下降的风险。
- **新产能消化风险。**江西工厂投产后公司整体产能将有大幅提高，若公司未来拓展市场计划推进效果不理想或因国家政策环境发生变动、市场需求发生重大不利变化或出现行业竞争加剧等情况，公司将面临新增产能无法及时消化的风险。
- **文中测算基于一定前提假设，存在假设不成立、市场发展不及预期等因素导致测算结果偏差的风险。**

# 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                         | 评级   | 体系               |
|--------|----------------------------|------|------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益20%以上    |
|        |                            | 增持   | 预期股价相对收益10%-20%  |
|        |                            | 持有   | 预期股价相对收益-10%-10% |
|        |                            | 卖出   | 预期股价相对收益-10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅5%以上     |
|        |                            | 中性   | 预期行业指数涨幅-5%-5%   |
|        |                            | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下    |



THANKS