

2020年03月14日

长缆科技 (002879.SZ)

研发与营销齐发力，电缆附件龙头发展有望提速

■公司是国内电缆附件龙头企业。电缆附件是电缆终端和接头的统称，终端用于电缆与电气设备连接，接将两根或两根以上电缆联通实现电能输送。电缆附件是输电和配电环节以及保障电力系统正常运行的重要组成部分，行业进入门槛较高。公司有60余年电缆附件生产研发经验，具备500kV及以下各电压等级交直流全规格电缆附件及配套产品的生产能力。公司产品广泛应用于核电站、大型输电网、轨道交通、高铁、海上风电等基础设施建设领域。

■2019年营收利润同比高增长。2019年度公司实现营收8.53亿元，同比增长22.75%；归母净利润1.46亿元，同比增长13.55%；EPS为0.77元。同时，公司公告拟每10股派现2.1元，拟分红金额3,807万元。2019年度公司综合毛利率和净利率分别达到了52.23%和17.09%，2015年以来公司毛利率和净利率一直保持在51%和17%以上。公司以技术驱动为企业发展主导，具备技术和市场领先优势的超高压电缆附件产品营收增长34.06%，毛利率达到68.95%。公司一直注重经营质量，现金营收比近10年均保持在80%以上，资产负债率近3年保持在20%以下。

■注重技术创新与产品研发，高端产品推陈出新。公司在60年发展历程中积累了材料配方、橡胶混炼成型、环氧浇注成型等关键技术，自主研发了290/500kV交联聚乙烯绝缘附件、±525kV交联聚乙烯绝缘直流电缆附件、高铁专用27.5kV产品和核电/风电专用电缆附件产品。公司技术研发中心建有10kV-500kV试验厅和电气、机械、环境、化工、理化等实验室，能够完成500kV及以下交流电缆附件试验检测和±525kV及以下直流电缆附件试验检测。公司不断加大技术研发投入，2014-2019年公司研发费用由2,428万元上升到5,285万元，费用率从5%提升到2019年的6.10%。2019年3月，公司也公布回购股份1-2亿元用于核心骨干员工激励，目前已回购1.51亿元。

■加速营销体系建设，国内渠道下沉与海外拓展并行。国内市场方面，公司将在3年内建设或升级24个省级营销机构，并全面实现销售网络下沉，在国网南网、轨道交通、铁路、海上风电等重点行业部门加大市场开拓力度。到2019年末，已累计新设全资营销子公司共15家，累计投入3,894万元。公司计划在150个地(县)级城市实现销售机构布局，随着电网公司发展方式从“三集五大”到“放管服”，公司提前布局渠道下沉有利于增加对市场区域和行业的覆盖面及新客户开发。海外市场方面，公司将通过自主开发和共同开发等模式，在欧美市场推动高压和超高压产品，在市场潜力巨大的新兴市场推动中低压产品销售。

■电网基建与城镇化建设，为公司发展添动力。电网基建向来是稳经济的压舱石和助推器，国网南网已明确将在2020/21年重点推进多项特高压项目和一大批电网重点基建项目。到2020年3月12日，国网公司已启动3,205项

公司快报

证券研究报告

一次设备

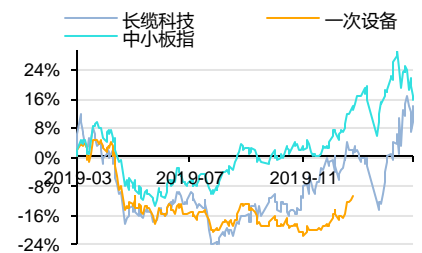
投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价：**25.00元**
股价(2020-03-13) **18.68元**

交易数据

总市值(百万元)	3,607.25
流通市值(百万元)	2,086.85
总股本(百万股)	193.11
流通股本(百万股)	111.72
12个月价格区间	12.39/19.07元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	20.66	4.71	-5.73
绝对收益	18.98	15.95	7.79

邓永康 分析师
SAC 执业证书编号: S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

吴用 分析师
SAC 执业证书编号: S1450518070003
wuyong1@essence.com.cn

彭广春 报告联系人
penggc@essence.com.cn

丁肖逸 报告联系人
dingxy@essence.com.cn

相关报告

35kV 及以上输变电工程，涉及输电线路 7.5 万千米、变电容量 3.8 亿 kVA；同时在建 5 条线路和年内将核准开工的 9 条线路，预计总投资规模将达 2000 亿元。我们预计 2020/21 年电网投资规模有望维持在 4,600 亿以上。同时，架空线入地、城市轨道交通、海上风电等新需求则不断涌现。从电网发展进程来看，未来配电网投资占比将会持续增加，城市配电网改造以电缆入地化为目标。根据中电联统计，2018 年我国全口径电缆化率仅 16.27%，远低于发达国家的 80%，目前一二线城市的电缆化率规划目标都在 50%-80%。

■ **投资建议: 买入-A 投资评级, 6 个月目标价 25.00 元。**我们预计公司 2020 -2022 年的收入增速分别为 27.6%、24.7%和 24.8%，净利润增速分别为 40.0%、30.2%和 30.3%，EPS 分别为 1.06、1.38 和 1.80 元。公司在电缆附件领域技术和市场领先，未来成长性突出；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 25.00 元，目标价相当于 2020 年 24x 动态市盈率。

■ **风险提示: 行业竞争加剧，电网投资进度低于预期等。**

摘要(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	694.7	852.8	1,087.9	1,356.6	1,692.4
净利润	128.3	145.7	204.2	266.2	346.7
每股收益(元)	0.66	0.75	1.06	1.38	1.80
每股净资产(元)	7.79	7.56	9.08	10.05	11.30
盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	28.1	24.8	17.7	13.6	10.4
市净率(倍)	2.4	2.5	2.1	1.9	1.7
净利润率	18.5%	17.1%	18.8%	19.6%	20.5%
净资产收益率	8.5%	10.0%	11.6%	13.7%	15.9%
股息收益率	30.1%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
ROIC	22.0%	24.3%	31.6%	32.5%	42.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	694.7	852.8	1,087.9	1,356.6	1,692.4	成长性					
减:营业成本	322.7	407.3	515.1	638.3	801.9	营业收入增长率	12.6%	22.7%	27.6%	24.7%	24.8%
营业税费	11.0	10.9	14.7	18.3	22.4	营业利润增长率	4.7%	12.8%	40.0%	30.2%	30.3%
销售费用	143.6	175.2	198.0	238.8	277.6	净利润增长率	6.1%	13.6%	40.2%	30.3%	30.2%
管理费用	101.2	119.3	149.0	183.6	225.1	EBITDA 增长率	-7.9%	28.8%	42.4%	28.9%	29.1%
财务费用	-22.6	-7.4	-7.8	-9.1	-10.3	EBIT 增长率	-9.0%	33.2%	46.9%	30.7%	30.8%
资产减值损失	3.0	-	0.3	0.3	0.2	NOPLAT 增长率	-4.6%	28.3%	41.6%	30.9%	30.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	16.4%	8.8%	27.0%	1.4%	17.8%
投资和汇兑收益	0.8	11.8	12.2	14.0	16.0	净资产增长率	7.7%	-3.0%	20.2%	10.6%	12.5%
营业利润	146.2	164.9	230.8	300.6	391.6	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	-0.1	0.3	0.2	0.1	毛利率	53.5%	52.2%	52.7%	53.0%	52.6%
利润总额	146.1	164.8	231.1	300.8	391.7	营业利润率	21.0%	19.3%	21.2%	22.2%	23.1%
减:所得税	17.7	19.1	26.9	34.6	45.1	净利润率	18.5%	17.1%	18.8%	19.6%	20.5%
净利润	128.3	145.7	204.2	266.2	346.7	EBITDA/营业收入	19.3%	20.2%	22.6%	23.3%	24.1%
						EBIT/营业收入	16.4%	17.8%	20.5%	21.5%	22.5%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	93	79	68	56	45
货币资金	915.5	813.2	944.1	1,118.1	1,217.0	流动营业资本周转天数	173	151	148	145	134
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	771	638	558	533	496
应收账款	446.1	489.2	679.2	773.9	961.0	应收账款周转天数	218	197	193	193	185
应收票据	33.9	-	41.4	8.5	46.7	存货周转天数	72	58	56	54	51
预付账款	4.1	4.4	5.7	7.2	9.0	总资产周转天数	909	767	666	617	563
存货	136.5	138.5	202.7	203.7	279.6	投资资本周转天数	276	253	235	212	186
其他流动资产	2.5	37.5	13.9	17.9	23.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.5%	10.0%	11.6%	13.7%	15.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.0%	8.0%	9.3%	10.9%	12.2%
长期股权投资	32.8	33.5	33.5	33.5	33.5	ROIC	22.0%	24.3%	31.6%	32.5%	42.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	175.0	199.1	209.6	211.6	208.4	销售费用率	20.7%	20.5%	18.2%	17.6%	16.4%
在建工程	23.6	43.4	26.7	20.8	17.9	管理费用率	8.8%	7.8%	7.6%	7.4%	7.2%
无形资产	35.2	34.9	33.6	32.4	31.1	财务费用率	5.7%	6.2%	6.1%	6.1%	6.1%
其他非流动资产	15.0	21.6	17.0	17.9	18.8	三费/营业收入	-3.3%	-0.9%	-0.7%	-0.7%	-0.6%
资产总额	1,820.1	1,815.5	2,207.4	2,445.6	2,846.1	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	17.4%	19.6%	20.5%	20.7%	23.3%
应付账款	215.8	254.3	338.2	393.2	529.1	负债权益比	21.0%	24.4%	25.8%	26.0%	30.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	5.75	4.77	4.67	4.65	4.12
其他流动负债	51.8	56.9	65.7	64.3	86.6	速动比率	5.24	4.32	4.17	4.21	3.67
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-5.04	-20.52	-28.75	-32.01	-36.98
其他非流动负债	48.4	45.1	49.4	47.7	47.4	分红指标					
负债总额	316.1	356.3	453.4	505.2	663.1	DPS(元)	0.20	-	0.32	0.41	0.54
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	30.1%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	193.1	193.1	193.1	193.1	193.1	股息收益率	1.1%	0.0%	1.7%	2.2%	2.9%
留存收益	1,310.9	1,418.0	1,561.0	1,747.3	1,990.0						
股东权益	1,504.0	1,459.2	1,754.1	1,940.4	2,183.1						
						现金流量表					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E						
净利润	128.3	145.7	204.2	266.2	346.7	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	19.9	20.6	22.5	25.1	27.4	EPS(元)	0.66	0.75	1.06	1.38	1.80
资产减值准备	3.0	2.7	-	-	-	BVPS(元)	7.79	7.56	9.08	10.05	11.30
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	28.1	24.8	17.7	13.6	10.4
财务费用	-22.2	-6.0	-7.8	-9.1	-10.3	PB(X)	2.4	2.5	2.1	1.9	1.7
投资损失	-0.8	-12.5	-12.2	-14.0	-16.0	P/FCF	76.2	38.0	101.5	14.2	17.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	P/S	5.2	4.2	3.3	2.7	2.1
营运资金的变动	-66.2	-30.4	-171.5	-17.4	-151.2	EV/EBITDA	12.5	13.3	10.8	7.8	5.8
经营活动产生现金流量	60.1	155.8	35.2	250.8	196.5	CAGR(%)	27.5%	33.5%	19.1%	27.5%	33.5%
投资活动产生现金流量	245.4	-57.5	-2.8	-6.0	-4.0	PEG	1.0	0.7	0.9	0.5	0.3
融资活动产生现金流量	-20.7	-190.6	98.5	-70.7	-93.7	ROIC/WACC					
						REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邓永康、吴用声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034