

2020年09月29日

公司研究

评级：买入（维持）

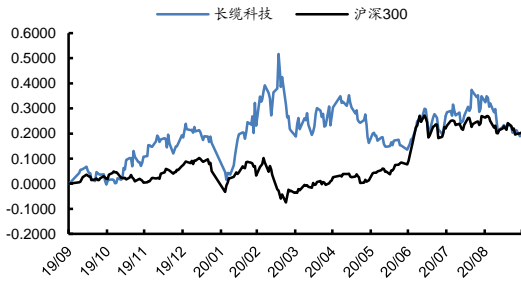
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
证券分析师：张涵 S0350520040002
0755-83026892 zhangh05@ghzq.com.cn

电缆附件龙头开启新征途

——长缆科技（002879）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
长缆科技	-11.6	3.5	15.6
沪深300	-5.2	11.7	19.2

市场数据 2020-09-29

当前价格（元）	16.14
52周价格区间（元）	12.91 - 21.20
总市值（百万）	3116.76
流通市值（百万）	2092.18
总股本（万股）	19310.76
流通股（万股）	12962.70
日均成交额（百万）	71.64
近一月换手（%）	36.95

相关报告

《长缆科技（002879）事件点评：业绩稳步增长，静待高电压产品放量》——2020-08-24

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

■ **核心产品来自研发的顺利转化，业绩持续增长。** 公司专注电缆附件60年，实际控制人俞正元为公司核心技术人员，公司重视研发，当前核心产品均来自于研发的顺利转化。主力产品110kV和220kV电缆附件均来自于自主创新，2018年宣布500kV产品研发成功，达到国际先进水平。新产品迭代更新驱动公司业绩持续稳定增长，2012年以来连续业绩正增长，从未下滑，2012-2019年收入期间复合增速达到12%。归母净利润期间复合增速达到16%，2020年上半年公司实现收入4.21亿元，同比增长18%，归母净利润0.8亿元，同比增长8%，延续业绩增长态势。

■ **特高压、海上风电与城市电网建设推动高电压等级电缆附件需求。**

1) **特高压：**落地城市电网的扩容是特高压工程的最后一环，需要在变电站降压，在变电站中会使用相配套的电缆附件产品。考虑到特高压从核准到投运约1-1.5年时间，“五交两直”项目目前均处于前期核准和开工阶段，落地城市电网属于特高压工程的最后一环，电缆附件将成为特高压后期交付阶段受益品种。

2) **海上风电：**海上风电近年在我国得到大力发展，深海水域是我国海上风电的趋势，高压直流海缆输电将是最佳技术选择，陆上换流站、与海缆之间的会用到一系列电缆附件产品，110kV和220kV海上升压站、400kV及以上换流站会均会用到高电压等级的电缆附件。

3) **城市电网建设：**2019年国网宣布高压电缆专业水平提升三年行动计划，计划打造5个国际一流、10个国内一流高压电缆精益化管理示范城市，建设一批国内先进的高压电缆精益化管理达标城市。目前上海等超大型城市500kV产品有望复制220kV发展路径，进入快速导入阶段，在其他国内大型城市，有望延续北京、上海等超大型城市的发展路径，220kV有望成为城市主要供电网络，超高压电缆附件在城市输电网仍有广阔空间，在未来保持较高增速，城市高压电缆精益化推动高压电缆附件需求。

■ **高门槛赋予超高压电缆附件较好的竞争格局。**超高压产品只有少数企业能够生产，龙头市场占有率较高，高端产品宽松的竞争环境带来较高的毛利率。随着电压等级的提升，电缆附件产品价格出现明显的非

线性提升，以 2016 年为例，超高压产品均价是高压产品的近 4 倍，接近中低压产品均价的 30 倍。公司产品整体毛利率较高，常年综合毛利率保持在 50%以上，2019 年中低压产品毛利率达到 49%，超高压产品毛利率达到 69%，盈利能力上有显著差异。500kV 产品即将实现规模化销售，预计其价格为 220kV 数倍，毛利率相比于 220kV 产品将有进一步提升。

■ **公司将进入发展的新周期。**

1) 公司进入新产品盈利周期，引领 500kV 电缆附件国产化。 2019 年公司 500kV 级别电缆附件已经在重庆抽水蓄能电站基建项目中招标，打破了多年以来所生产、销售的产品基本为 220 千伏以下局限，实现了公司在更高电压等级销售上的突破。公司在技术上已经与国际知名的外资厂商普睿司曼、费斯勒等处于同一梯队，我们认为公司 500kV 产品有望复制 220kV 产品的发展路径，公司有望进入新产品盈利周期。

2) 公司营销网络搭建基本完成，跨过费用投入周期：近年来公司利润增速低于收入增速，主要原因在于公司扩建销售网络，员工数量与销售费用增加幅度较大，目前公司人员扩张与营销网络搭建已经基本完成，跨过费用投入周期，未来利润端增速将超过收入增速。

3) 募投资金使用将推动公司进入 ROE 提升周期：公司在上市之前 ROE 保持在约 18%的水平，上市之后公司 ROE 有所下滑，一方面是由于核心产品净利率小幅下降，另一方面是首发募集资金使用进度较慢，导致公司权益乘数和资产周转率下降。随着公司 500kV 产品放量，公司整体净利率将会有所提升，同时募集资金的使用会提升公司的杠杆率和资产周转率，预计公司未来 2-3 年将进入 ROE 提升通道。

■ **盈利预测和投资评级：**公司专注电缆附件 60 年，研发驱动业绩持续提升，特高压、海上风电与城市电网建设推动高等级电缆附件需求，高门槛赋予超高压电缆附件较好的竞争格局。公司将进入新产品盈利周期，引领 500kV 电缆附件国产化，公司营销网络搭建基本完成，跨过费用投入周期，募投资金使用将推动公司进入 ROE 提升周期，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.9/2.5/3.2 亿元，对应的 PE 分别为 16/12/10 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料大幅波动风险；500kV 产品进度不及预期；电缆附件招标量不及预期；特高压、海上风电、城市电网建设不及预期。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	853	1011	1197	1437
增长率(%)	23%	19%	18%	20%
净利润（百万元）	146	186	248	323
增长率(%)	14%	28%	33%	30%
摊薄每股收益（元）	0.75	0.96	1.28	1.67
ROE(%)	9.99%	11.72%	14.06%	16.24%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 厚积薄发的电缆附件龙头	6
1.1、 公司专注电缆附件 60 年	6
1.2、 公司具有强大的研发创新基因	7
1.3、 公司连续七年业绩持续增长	8
2、 特高压、海上风电与城市电网建设推动高等级电缆附件需求	9
3、 公司在高等级电缆附件具有突出竞争力	15
4、 公司进入发展的新周期	17
5、 盈利预测与投资建议	19
6、 风险提示	19

图表目录

图 1: 长缆科技发展历程.....	6
图 2: 公司是国内全系列电缆附件制造龙头.....	7
图 3: 公司股权结构.....	8
图 4: 公司研发投入持续增加.....	8
图 5: 连续七年营业收入正增长, CAGR 12%.....	9
图 6: 连续七年归母净利润正增长, CAGR 16%.....	9
图 7: 新基建包含七大领域.....	9
图 8: 我国特高压发展历程图.....	11
图 9: 中国特高压产业投资规模.....	11
图 10: 2018-2020 年中国特高压产业投资规模.....	11
图 11: 各地区全球海上风电历年累计装机容量 (单位: MWH).....	12
图 12: 各地区在建项目装机容量 (单位: MWH).....	12
图 13: 公司产品在莆田平海湾海上风电场工程上的应用.....	13
图 14: 公司产品在厦门 ±320kV 柔性直流输电工程.....	13
图 15: 上海不同等级电缆规模.....	14
图 16: 不同等级输配电线路缆化率.....	14
图 17: 我国电线电缆集中度明显低于其他电缆强国.....	15
图 18: 超高压产品毛利率明显高于其他产品.....	16
图 19: 超高压产品价格是中低压产品价格的数十倍.....	16
图 20: 超高压产品收入快速提升 (单位: 亿元).....	17
图 21: 超高压产品对毛利贡献逐步提升 (单位: 亿元).....	17
图 22: 公司历年来销售费用率.....	18
图 23: 公司员工数量与管理费用率.....	18
表 1: 不同电压等级电缆附件划分.....	7
表 2: 2020 年工作任务.....	10
表 3: 一系列提升特高压通道效率效益等重点项目前期工作计划.....	10
表 4: 海上风电与标准体系不断完善.....	12
表 5: 国内重要 500kV 电缆工程.....	14
表 6: 电缆及附件产品竞争格局.....	15
表 7: 2014-2016 年公司在 220kV 电缆附件国网市占率.....	16
表 8: 公司首次公开发行募投项目 (单位: 万元).....	17
表 9: 公司杜邦分析.....	19

1、厚积薄发的电缆附件龙头

1.1、公司专注电缆附件 60 年

公司创建于 1958 年，前身是长沙电缆附件厂，后经国家机械工业部批准列为中国电缆附件四大生产企业之一，1983 年俞正元出任长沙电缆附件厂厂长，1996 年，公司前身自主创新的 110kV 电缆附件终端研制成功并且顺利投运，推动 110kV 电缆附件实现国产化，2005 年 220kV 系列电缆附件产品研制成功并顺利投运，220kV 电缆附件顺利实现国产化，2006 年公司建成当时国内较大的电缆附件研发制造基地和 500kV 实验大厅，成为国内产品系列齐全的电缆附件制造企业。2011 年公司完成股份制改革。更名为长缆电工科技股份有限公司，2015 年厦门±320kV 柔性直流输电工程顺利投运，其中 320kV 直流电缆均为长缆科技提供和安装，该附件技术为长缆自主创新的高压、超高压交联聚乙烯绝缘直流输电电缆连接技术。2017 年长缆电工科技股份有限公司成功上市。2018 年公司 500kV 电缆附件达到国际先进水平。

图 1：长缆科技发展历程



资料来源：公司官网，国海证券研究所

电缆附件是电缆终端和接头的统称，他们是电缆线路中必不可少的组成部分。电缆终端安装在线路末端，用以将电缆和其他电气设备相连接，电线电缆是安装在电缆和电缆之间，使两根或两根以上电缆联通实现电能输送，电缆附件主要功能是恢复电缆的性能，同时实现与其他设备的连接。

电缆有导体、绝缘层、屏蔽层和护层四个主要结构层，由于在电缆终端和接头处，电缆金属护套和屏蔽层断开，电场在此处发生畸变，若不通过电缆附件对其进行处理，将无法确保线路的安全稳定运行。电缆附件使电缆的四个结构层分别得到延续，并且实现导体连接和密封良好，绝缘可靠，并达到足够机械强度，电缆附件在保证整个电网供电可靠性中发挥至关重要的作用。

按照电缆附件应用的电压等级划分，电缆附件产品可分为中低压电缆附件、高压电缆附件和超高压电缆附件，其中超高压电压电缆附件主要用于大型电站的引出线

路，同时大型城市也将超高压电缆附件用于城市输电网络。

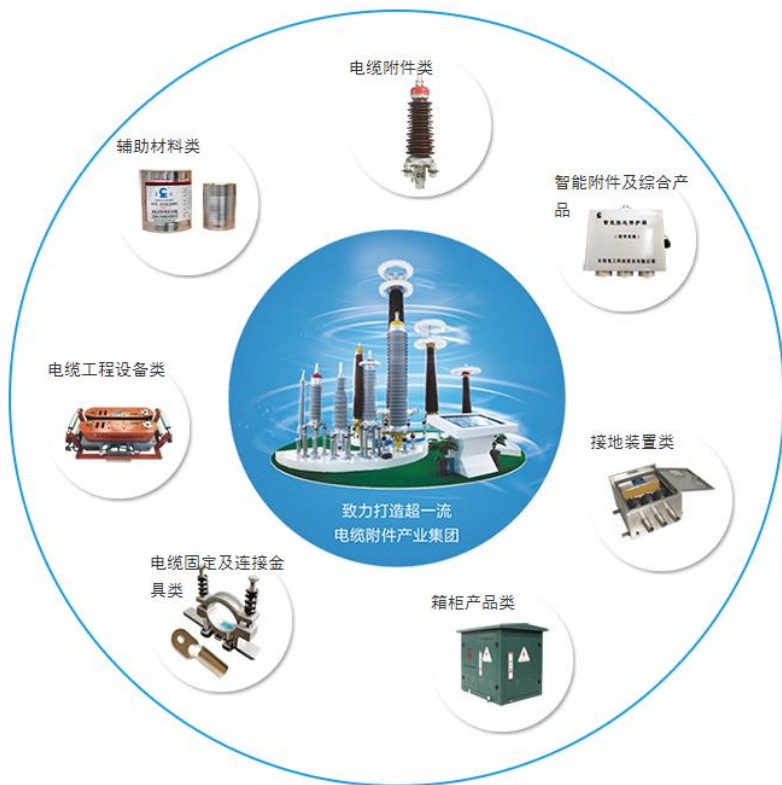
表 1: 不同电压等级电缆附件划分

类别	电压等级	应用领域
中低压电缆附件	1kV 及以上至 35kV	用于电力系统的配电网将电力从高压变电站送到城市和偏远地区；其余用于轨道交通、建筑、机械、冶金及化工等企业
高压电缆附件	66kV 及以上至 220kV (不含)	绝大部分应用于城市高压输电网络，部分用于钢铁、石化等大型企业内部供电
超高压电缆附件	220kV 及以上至 500kV	主要运用于大型电站的引出线路，上海、北京等大型城市也将超高压电缆附件用于城市输电网络

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

公司是国内产品系列齐全的电缆附件制造企业，具备 500kV 及以下各电压等级交、直流全规格特高压、超高压、高压及中低压电缆附件及配套产品生产能力。

图 2: 公司是国内全系列电缆附件制造龙头



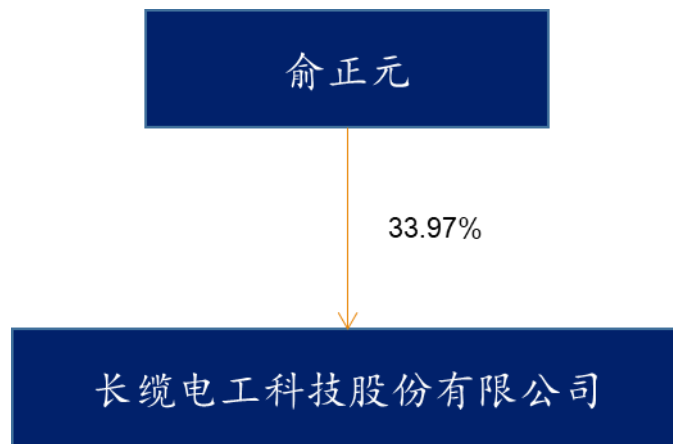
资料来源：公司官网，国海证券研究所

1.2、公司具有强大的研发创新基因

公司实际控制人为核心技术人员。公司实际控制人为俞正元，直接持有公司 33.97% 的股权，曾任公司董事长，现任公司董事，享有高级工程师职称，同时是公司核心技术人员，先后组织了公司多系列电缆产品的研发，主持研发的技术与产品多次被列入国家火炬计划、国家重点新产品，多次获得省级、市级科技进步奖项，是享受国家津贴的工程技术专家。公司现任董事长俞涛为南开大学理学

硕士、中国科学院理学博士，曾就职于中国科技国际信托投资有限责任公司、富国基金、新华基金，曾任公司董事会秘书、副总经理、副董事长。

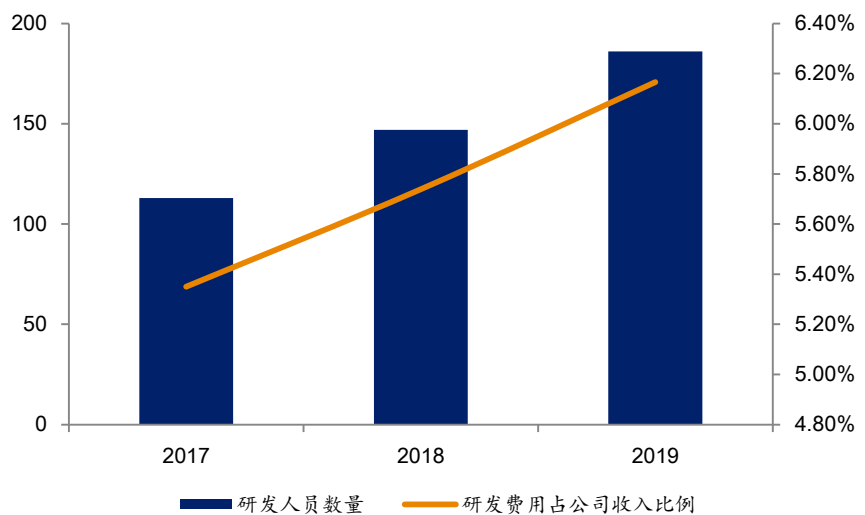
图 3: 公司股权结构



资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司重视研发，当前核心产品均来自于研发的顺利转化。公司主力产品 110kV 和 220kV 产品均来自于自主创新，2018 年宣布 500kV 产品研发成功，达到国际先进水平。公司近年来研发人员数量持续提升，从 2017 年的 113 人增加到 2019 年的 186 人，截至 2019 年末公司研发人员占到公司整体员工的 15%。2019 年公司研发费用为 0.53 亿元，占公司收入的 6.2%。

图 4: 公司研发投入持续增加



资料来源：公司公告，国海证券研究所

1.3、公司连续七年业绩持续增长

公司自 2012 年以来收入与利润持续正增长，年度从未出现业绩负增长，在电力设备行业中难能可贵。营业收入从 2012 年的 3.82 亿元，增长到 2019 年的 8.53 亿元，期间复合增长率达到 12%。归母净利润从 2012 年的 0.51 亿元，增长到

2019 年的 1.46 亿元，期间复合增速达到 16%，主要得益于公司超高电压电缆附件的产品放量，2020 年上半年公司实现收入 4.21 亿元，同比增长 18%，归母净利润 0.8 亿元，同比增长 8%，延续业绩增长态势。

图 5: 连续七年营业收入正增长, CAGR 12%

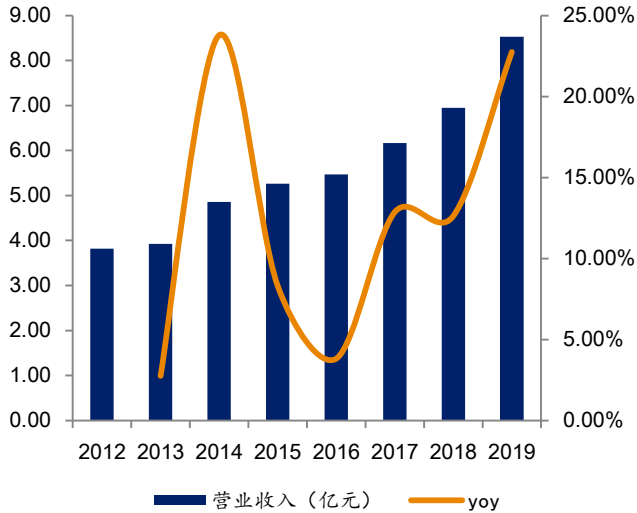
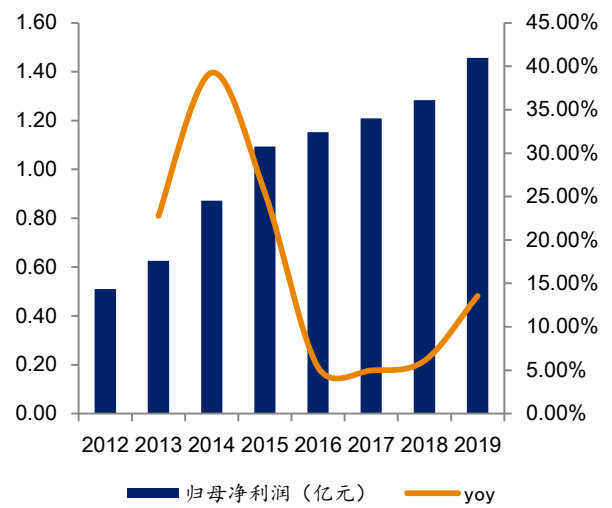


图 6: 连续七年归母净利润正增长, CAGR 16%



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

2、特高压、海上风电与城市电网建设推动高等级电缆附件需求

3 月 4 日, 中央政治局会议明确提出要加快新基建的建设力度, 新基建覆盖七大领域, 包括 5G 基站建设、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、人工智能、大数据中心、工业互联网和新能源车充电桩等环节。其中特高压和轨道交通投资对电缆附件有明显促进作用。

图 7: 新基建包含七大领域



资料来源: 央视新闻, 国海证券研究所

相比于传统的高压输电，特高压具有具有输电容量大，传输距离远、运行效率高和输电损耗低等优势。国家电网预计全年特高压建设项目投资规模 1811 亿元，可带动社会投资 3600 亿元，整体规模 5411 亿元，国网公司研制了《2020 年特高压和跨省 500 千伏及以上交直流项目前期工作计划》，2020 年国家电网公司将加快核准包括白鹤滩-江苏、南昌-长沙等“五交两直”特高压工程，涉及项目动态投资总规模 919 亿元，可带动社会投资 2235 亿元，整体规模超过 3000 亿元。

表 2: 2020 年工作任务

工程名称	电压等级	动态投资金额
白鹤滩-江苏	1000kV 交流	306 亿元
白鹤滩-浙江	1000kV 交流	270 亿元
南阳-荆门-长沙	± 800kV 直流	105 亿元
驻马店-武汉（配套）	± 800kV 直流	35 亿元
荆门-武汉（配套）	± 800kV 直流	69 亿元
南昌-武汉（配套）	± 800kV 直流	59 亿元
南昌-长沙（配套）	± 800kV 直流	75 亿元

资料来源：赛迪顾问，国海证券研究所

除了五交两直以外，国网计划核准并建设一系列提升特高压通道效率效益等重点项目，其中包括多个特高压变电站、换流站的扩建工程。

表 3: 一系列提升特高压通道效率效益等重点项目前期工作计划

序号	项目名称	相关进度
1	芜湖特高压变电站扩建工程	国网安徽电力负责可研及前期工作,2020 年 3 月获得核准
2	山西晋北特高压变电站扩建工程	国网山西电力负责可研及前期工作,2020 年 6 月获得核准
3	山西晋中特高压变电站扩建工程	国网山西电力负责可研及前期工作,2020 年 6 月获得核准
4	内蒙古汇能长滩电厂送出工程	国网蒙东电力负责可研及前期工作,2020 年 6 月获得核准
5	内蒙古准格尔酸刺沟电厂二期送出工程	国网蒙东电力负责可研及前期工作,2020 年 8 月获得核准
6	北京东特高压变电站扩建工程	国网冀北电力负责可研及前期工作,2020 年 12 月获得核准
7	拉萨换流站调相机扩建工程	国网西藏电力负责可研及前期工作,2020 年 5 月获得可研批复
8	山西“西电东送”通道调整等一批工程	国网华北分部牵头,国网山西、冀北、河北电力配合,力争 2020 年 6 月全部获得核准
9	芜湖三~廻峰山 500 千伏双回线增容改造工程	国网华东分部牵头,国网江苏、安徽电力配合,2020 年 6 月获得核准
10	闽粤联网工程	国网福建电力牵头,2020 年 5 月完成合资公司成立事宜;国网发展部牵头,华东分部、国网福建电力配合,2020 年 8 月获得核准
11	巴林~奈曼~阜新 500 千伏交流输变电工程	国网东北分部牵头,国网江宁蒙东电力配合,力争 2020 年 10 月获得核准
12	川藏铁路昌都至林芝段施工供电工程	国网西藏电力负责,2020 年 6 月完成可研,11 月获得可研批复
13	郭隆~武胜 750 千伏 III 回线路工程	国网西北分部牵头,国网甘肃、青海电力配合,力争 2020 年 12 月获得核准。

资料来源：北极星电力网，国海证券研究所

我国特高压发展历程可以大体分为四个阶段，2006-2010 年为第一阶段，用电量增速维持高位，电网大力推进基础建设，第一条特高压直流和交流项目建成。2011-2013 年为第二阶段，核准并建设“两交三直”，特高压建设迎来第一次高峰。2014-2017 年为第三阶段，国家能源局围绕《大气污染防治行动计划》集中

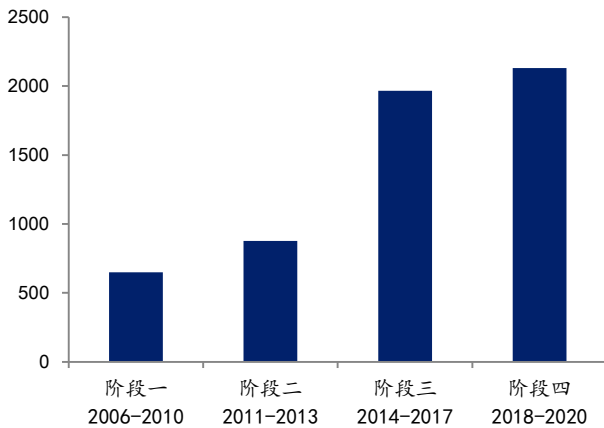
批复了一批输配电项目，核准并开工建设“八交八直”，特高压建设迎来第二轮高峰。2018年以来为第四阶段，新一轮建设重启，国家能源局印发《关于加快一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，规划“七交五直”12条线路，2018，我国先后核准并开工5条特高压工程，投资规模达到658亿，2019年先后核准并开工2条特高压重点工程，投资建设规模达到553亿元，2020年计划于年内核准并开工“五交两直”共计7条特高压重点工程，投资建设规模达到919亿元，同比增长66%。

图 8：我国特高压发展历程图



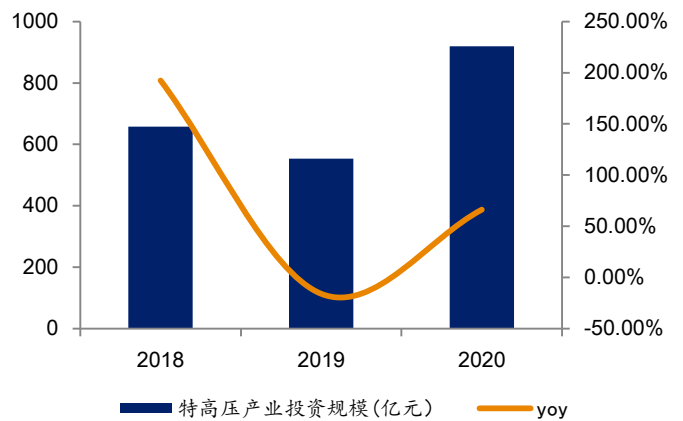
资料来源：赛迪顾问，国海证券研究所

图 9：中国特高压产业投资规模



资料来源：赛迪顾问，国海证券研究所

图 10：2018-2020 年中国特高压产业投资规模



资料来源：赛迪顾问，国海证券研究所

电缆附件属于特高压后端产品，有望持续受益于特高压建设。目前特高压输电以架空线为主，存在占地较多，输电安全性易受气候条件影响，输电质量不高等缺点，会对整个电网的安全稳定性造成影响，因此采用特高压电缆输电将成为发展趋势，与之相关的超高压、特高压交联电缆及附件的研发将会成为未来发展的重要方向。特高压落地需进入城市电网，需要在变电站降压，在变电站中会使用相配套的电附件产品。考虑到特高压从核准到投运约 1-1.5 年时间，“五交两直”项目目前均处于前期核准和开工阶段，落地城市电网属于特高压工程的最后

一环，电缆附件将成为特高压后期交付阶段受益品种。

高压直流输电将带动高压直流电缆及附件需求。可再生能源的开发成为电力开发的热点，近海风电、离岛风电成为我国东部和南部沿海的电力开发方向，能源负荷因距离陆地较远，且必需使用海缆输送，采用高压直流海缆输电将是最佳技术选择，深水远海是我国海上风电的趋势，高压直流海缆输电将是最佳技术选择，目前已经在我国一些近海风力发电项目中得到应用。陆上换流站、与海缆之间的会用到一系列电缆附件产品，110kV 及以上海上升压站、400kV 及以上换流站会涉及到高电压等级的电缆附件。

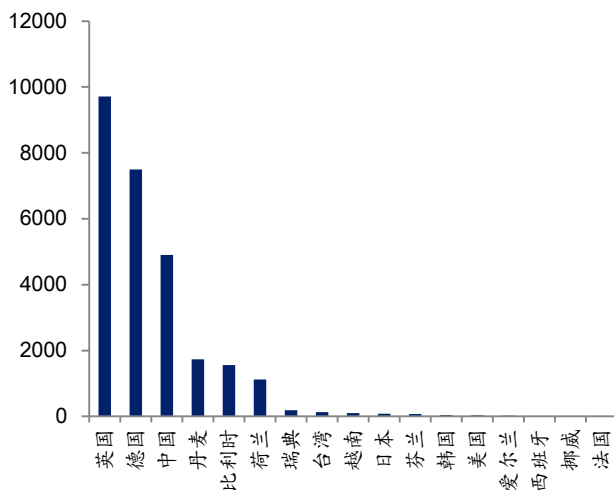
表 4：海上风电与标准体系不断完善

时间	政策
2014	海上风电标杆上网电价
2016	海上风电开发建设管理办法简化开发流程，明确用海标准与规定
2018	推进竞争性配置
2019	海上风电上网指导价为每瓦时 0.8 元，2020
2020 年 1 月	2021 年 12 月 31 日前未完成全部机组并网的海上风电项目不纳入中央财政补贴范围

资料来源：风电头条，国海证券研究所

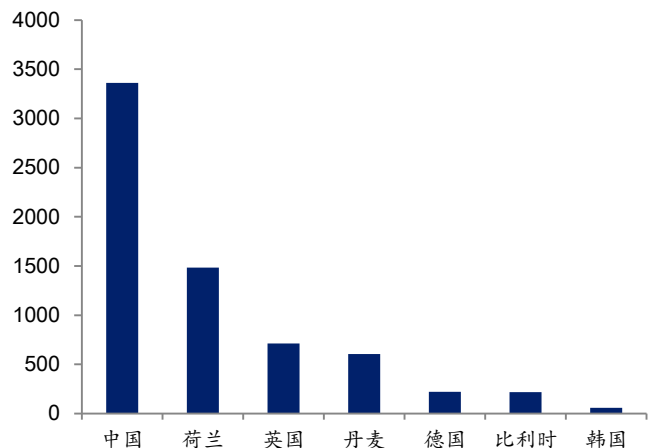
2019 年全球海上风电新增装机容量 5.2GW，单年新增装机创历史新高，全球共有 23 个在建海上风电项目，共计 7GW，其中 13 个项目在中国。截至 2019 年底，全球海上风电累计装机容量 27.2GW，同比增长了 24%。已投运项目装机容量英国位列世界第一，累计装机容量 9.7GW，德国排名第二，累计装机容量 7.5GW，中国位列第三，累计装机 4.9GW。在建项目装机容量，中国以 3.7GW 遥遥领先。

图 11：各地区全球海上风电历年累计装机容量（单位：MWH）



资料来源：北极星风力发电网，国海证券研究所

图 12：各地区在建项目装机容量（单位：MWH）



资料来源：北极星风力发电网，国海证券研究所

至 2019 年底各个省规划内核准海上风电总容量 3500 万千瓦，并网容量 592.8 万千瓦，其中，江苏、广东核准规模超过千万千瓦，福建、浙江核准规模逾三百

万千瓦，近海风电场资源有限，我国深远海域可开发空间较大，且风速更高、更加稳定、规模经济效应更好，未来有望成为发展的重点。以莆田平海外海湾海上风电场为例，公司供应 220 复合套管套管终端 1200*6 台、GIS 终端 1200*6 台海上风电快速发展有望拉动公司高电压产品需求。

图 13: 公司产品在莆田平海湾海上风电场工程上的应用



资料来源：公司官网，国海证券研究所

国网与南网先后设立了 160kV、200kV、320kV 等近海直流海缆输电示范项目已经投运，将会带动我国海上电力开发进程，未来柔性直流输电将在向偏远地区供电、海上供电、城网增容改造、新能源利用以及改善配网电能质量等方面发挥重要作用，并将带动高压直流电缆及附件需求的大幅增长。公司产品在柔性直流已经有成熟应用案例，2015 年厦门 ±320kV 柔性直流输电工程顺利投运，其中 320kV 直流电缆附件均为长缆科技提供并安装，该电缆附件技术是公司自主创新的高压超高压交联聚乙烯绝缘直流输电电缆连接技术。

图 14: 公司产品在厦门 ±320kV 柔性直流输电工程



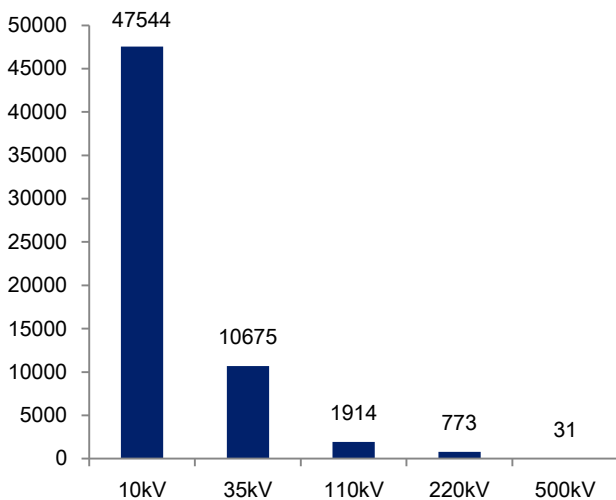
资料来源：公司官网，国海证券研究所

城市高压电缆精益化推动高压电缆附件需求。2019年1月18日，国网在京组织召开工作会议，宣贯高压电缆专业水平提升三年行动计划（2019-2021年）和高压电缆精益化综合平台建设方案及功能需求规范，计划用三年时间全面提升国网公司电缆线路运维管控能力和管理水平。

近年来，随着城市化进程不断加快，加之城市核心区域对于供电提出了可靠性要求，城市电网电缆化率持续攀升，高压电缆设备总量保持年均10%增长，高压电缆水平提升三年行动规划的目标是，建成高压电缆精益化管理综合平台，打造5个国际一流（北京、上海、天津、南京、杭州）、10个国内一流（重庆、济南、武汉、成都、西安、青岛、苏州、无锡、宁波、沈阳）高压电缆精益管理示范城市，建设一批国内先进的高压电缆精益化管理达标城市。

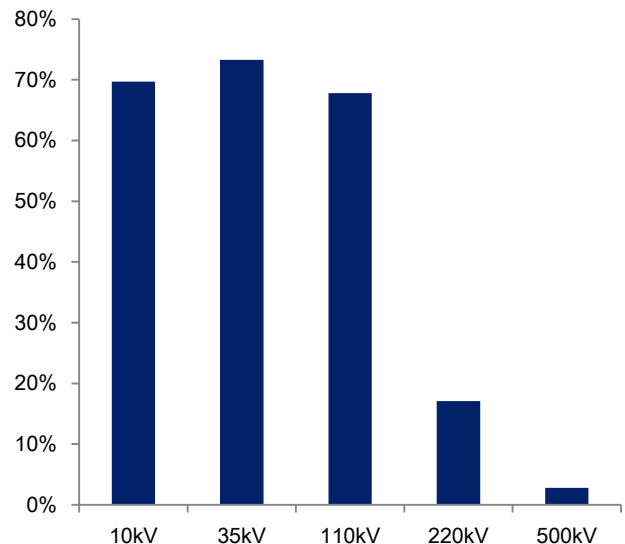
超高压电缆附件主要用于省际干线输电网络，上海北京等国内超大型城市将超高压电缆附件用于城市输配电网络。在超大型城市，500kV产品进入导入期，回顾上海的城市电网建设进程，2002-2012年十年期间，电力电缆线路建设迎来了前所未有的发展，为了确保2010年世博会期间的供电安全，在市中心新建500kV静安变电站同时，新建了若干的220kV变电站和220kV电缆线路，为了进一步改善中心城区的主要道路景观，架空线入地工程也全面铺开了，220kV电缆线路在上海快速铺设。目前上海等超大型城市220kV输配电线路缆化率依然明显低于低电压等级线路，随着电缆化率的提升，220kV产品仍有较大发展空间，500kV产品有望复制220kV发展路径，进入快速导入阶段，在其他国内大型城市，有望延续北京、上海等超大型城市的发展路径，220kV有望成为地区主要供电网络，超高压电缆附件在城市输配电网仍有广阔空间，在未来保持较高增速。

图 15: 上海不同等级电缆规模



资料来源：电力技术协作平台，国海证券研究所

图 16: 不同等级输配电线路缆化率



资料来源：电力技术协作平台，国海证券研究所

表 5: 国内重要 500kV 电缆工程

时间	工程	电压等级	电缆类型
2009	中国海南联网海底电缆工程	AC 500 kV	充油电缆
2009	上海世博站电缆工程	AC 500 kV	XLPE 绝缘
2010	爱尔兰库克湾	AC 220 kV	XLPE 绝缘

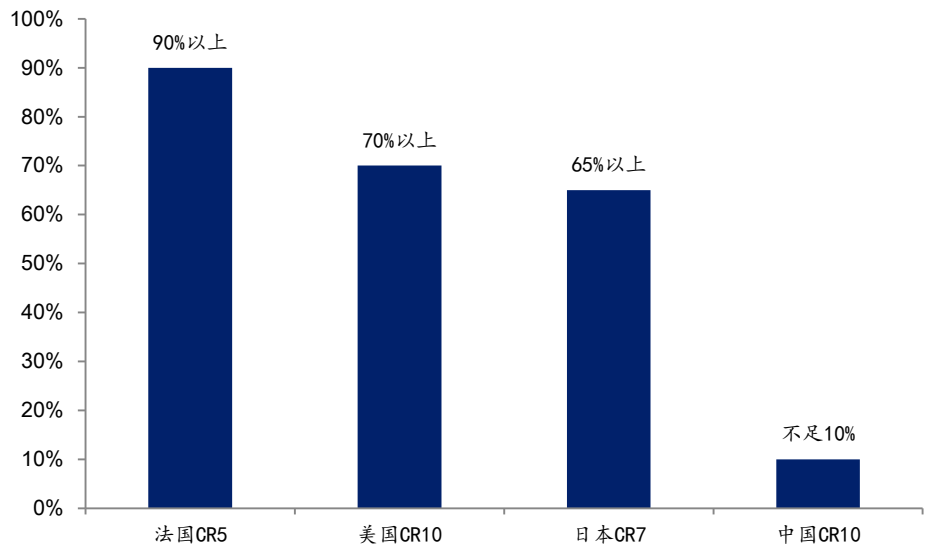
2013	中国舟山海底电缆工程	DC ±200 kV	XLPE 绝缘
2013	中国南澳海底电缆工程	DC ±160 kV	XLPE 绝缘
2014	北京市海淀电缆输电线路	AC 500 kV	XLPE 绝缘

资料来源：《高压/超高压电力电缆关键技术分析及展望》，国海证券研究所

3、公司在高等级电缆附件具有突出竞争力

我国电缆市场集中度较低，市场竞争较为激烈。规模以上企业超过 4000 家，行业集中度较低，CR10 不超过 10%。发达国家的电线电缆行业经过多年发展，特别是面对原材料价格波动，小企业逐渐退出市场，产业集中度大幅提高：美国前 10 名线缆制造商（如通用、百通、康宁、南线等）占据了市场份额的 70%左右；日本 7 大线缆企业（如古河、住友、滕仓、日立、昭和等）占市场份额的 65%以上；法国五大线缆企业（耐克森、新特等）包揽了法国市场的营业额，占据了法国市场份额 90%以上。我国电缆市场大而不强，绝大多数企业产品同质化，不具有电缆附件的生产能力。

图 17：我国电线电缆集中度明显低于其他电缆强国



资料来源：前瞻经济学院，国海证券研究所

高门槛赋予超高压电缆附件较好的竞争格局。 电缆附件产品技术门槛较高，生产工艺较为复杂，属于跨学科、多种专业综合应用的行业，故进入该行业需要多年技术积累和多学科、多专业的技术人才作为保障，同时电网对于制造商实行严格的规模化管理和资质审查，对于运行经验有明确要求。行业整体毛利率水平较高，中低压厂商较多竞争激烈，高压产品、超高压产品只有少数企业能够生产，龙头市场占有率较高，高端产品宽松的竞争环境带来较高的毛利率。

表 6：电缆及附件产品竞争格局

产品	竞争格局
电缆	产品同质化，规模以上企业超过 4000 家，CR10 不足 10%
35kV 电缆附件	生产厂商较多
66-110kV 电缆附件	十余家生产厂商

220kV 电缆附件	5-6 家国产厂商与少数外资厂商
500 kV 电缆附件	公司等少数国产与外资厂商

资料来源：长缆科技招股说明书，国海证券研究所

相比于中低压产品，超高压电缆附件价格与盈利能力大幅度提升。随着电压等级的提升，电缆附件产品价格出现明显的非线性提升，以 2016 年为例，超高压产品均价是高压产品的近 4 倍，接近中低压产品均价的 30 倍。公司产品整体毛利率较高，常年综合毛利率保持在 50% 以上，2019 年中低压产品毛利率达到 49%，超高压产品毛利率达到 69%，盈利能力上有显著差异。500kV 产品即将实现规模化销售，预计其价格为 220kV 数倍，毛利率相比于 220kV 产品将有进一步提升。

图 18: 超高压产品毛利率明显高于其他产品

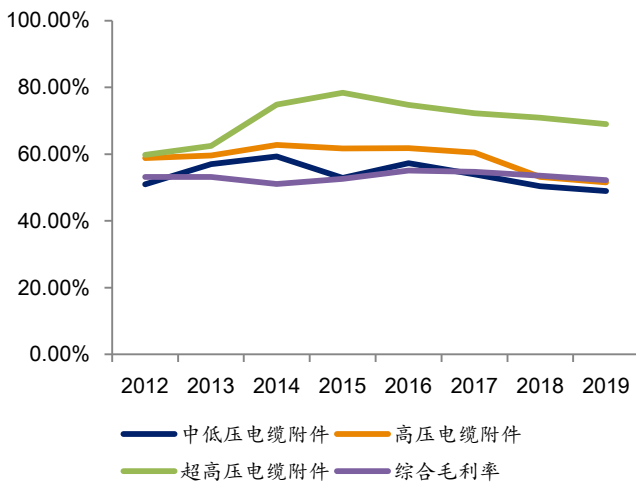


图 19: 超高压产品价格是中低压产品价格的数十倍

产 品 类 别	2016		2015		2014
	单价	Yoy	单价	Yoy	单价
超 高 压	57668	-17%	69662	8%	64579
高 压	14757	-11%	16661	2%	16415
中 低 压	218	16%	188	-39%	310

资料来源：公司公告，国海证券研究所

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

国网对于超高压 220kV 电缆附件采用与配套电缆捆绑招标的方式，原先招标企业只限于电缆企业，2013 年起电缆附件企业也可以作为投标方参与 220kV 的电缆及附件投标。2013 年以来公司一方面作为投标方直接参与国网 220kV 电缆附件投标，同时也为其他中标企业配套电缆附件，单独中标加上为其他电缆企业配套，2014-2016 年合计中标比例分别为 24.06%、18.15%、32.46%。

表 7: 2014-2016 年公司在 220kV 电缆附件国网市占率

年度	招标批次	招标套数	公司中标套数	为其他公司配 套套数	合计中标套数	公司合计中标 套数占比
2016	共六批	1913	78	543	621	32.46%
2015	共七批	2397	24	411	435	18.15%
2014	共六批	2444	177	411	588	24.06%
合计		6754	279	1365	1644	24.34%

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

公司超高压电缆附件业务快速提升。公司超高压电缆附件 2014 年起收入开始初具规模，2019 年公司超高压产品实现收入 2 亿元，同比增长 34%，超高压产品

占公司收入比例从 2014 年的 11% 提升到 2019 年的 24%，占公司毛利比例从 2014 年的 16% 提升到 2019 年的 32%。

图 20: 超高压产品收入快速提升 (单位: 亿元)

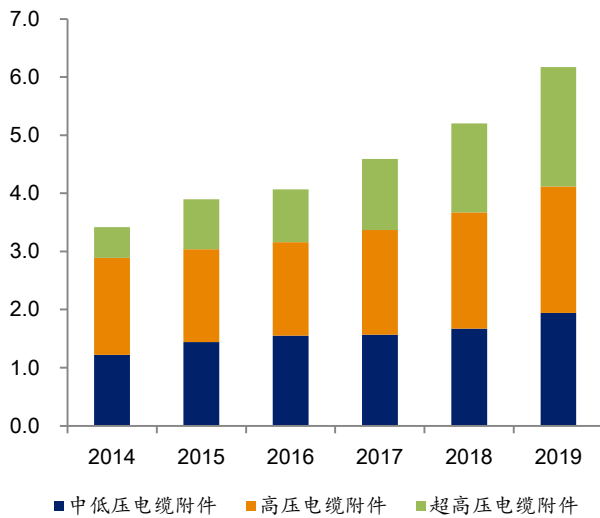
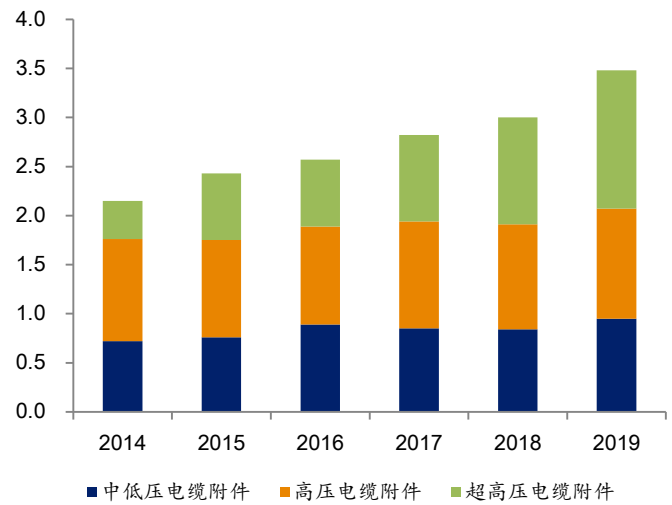


图 21: 超高压产品对毛利贡献逐步提升 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

4、公司进入发展的新周期

公司进入新产品盈利周期, 引领 500kV 电缆附件国产化。目前世界上超高压电缆附件产品可以分为日式和欧式两大派系, 其产品技术成熟、运行经验丰富。日式产品结构比较统一, 欧式产品结构相对比较简单, 国际上以普睿司曼为代表的企业占据主要市场份额, 目前 500kV 电缆附件是极少数还没有国产化的电气设备环节。

公司首次公开发行募集了 5.7 亿元, 其中 4.6 亿元用于 500kV 及以下交直流电缆附件扩产能项目, 此项目分两期建设, 全部建成后讲新增年产 21.17 万套电缆附件及成套生产能力, 其中 500kV 产品 150 套, 220kV 电缆附件及成套产品 2400 套。完全达产之后将增加年收入 4.75 亿元, 净利润 1.15 亿元。2019 年 6 月公司公告, 500kV 及以下交直流电缆附件扩产能项目的预订可使用状态日期从 2019 年 7 月延期至 2021 年 7 月, 主要系公司基于审慎性原则, 谨慎放缓使用募集资金。2019 年公司 500kV 级别电缆附件已经在重庆抽水蓄能电站基建项目中标, 打破了多年以来所生产、销售的产品基本为 220 千伏以下局限, 实现了公司在更高电压等级销售上的突破。公司在技术上已经与国际知名的外资厂商普睿司曼、费斯勒等处于同一梯队, 公司技术的先进性是未来公司突破国内市场局限、开发国际市场的基础, 我们认为公司 500kV 产品有望复制 220kV 产品的发展路径, 公司有望进入新产品盈利周期。

表 8: 公司首次公开发行募投项目 (单位: 万元)

项目名称	投资总额	拟投入募集资金额
500kV 及以下交直流电缆附件扩产能项目	45,738.13	45,738.13

研发中心建设项目	6,599.24	6,599.24
营销体系建设项目	4,675.80	4,675.80
补充流动资金	6,000.00	254.65
合计	63,013.17	57,267.82

资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司营销网络搭建基本完成，跨过费用投入周期。近年来公司利润增速低于收入增速，主要原因在于公司扩建销售网络，员工数量与销售费用增加幅度较大。2015-2019年期间公司收入端复合增速达到13%，销售费用复合增速达到20%，员工数量从2015年末的651人增加到2019年末的1236人，期间复合增速达到17%，人员扩张与营销体系方面的投入造成了利润增速低于收入端增速。2019年公司持续进行营销体系的提质改造，完善营销体系布局，重点聚焦省、市、县市场，全面实现销售网络下沉，并在国网、轨交、铁路系统等重点行业部门加大市场拓展力度，目前累计新设和改造的全资营销子公司共计15家。同时，公司南京、河北、广东贵州等省份加强了7家经销机构的建设推进，因此公司在全国家省级区域，基本实现了销售与服务团队的全面省级，目前公司人员扩张与营销网络搭建已经基本完成，跨过费用投入周期，未来利润端增速将超过收入增速。

图 22：公司历年来销售费用率

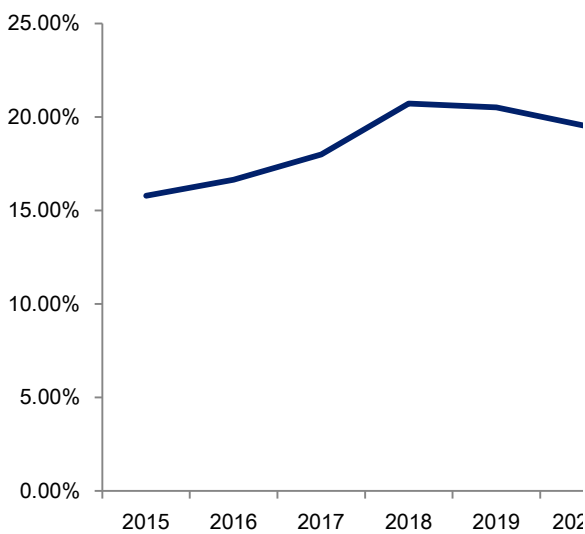
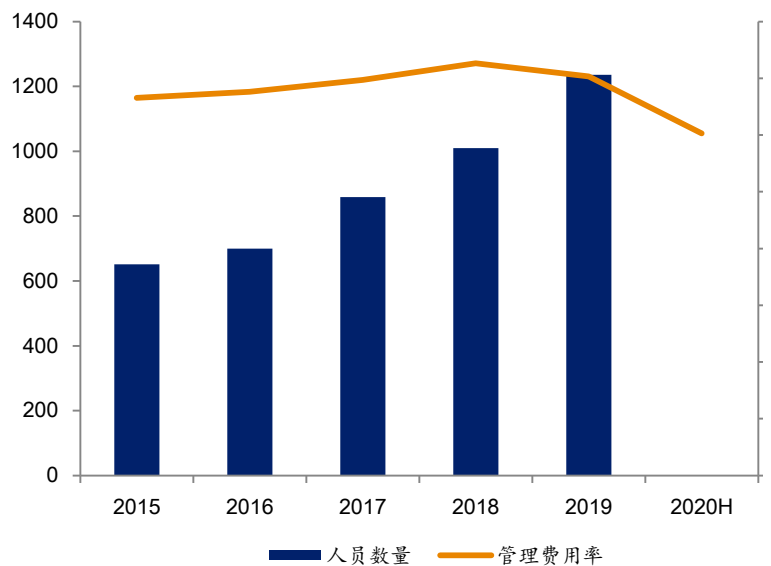


图 23：公司员工数量与管理费用率



资料来源：公司公告，国海证券研究所

资料来源：公司公告，国海证券研究所（2020H 未披露人员数量）

募投资金使用将推动公司进入 ROE 提升周期。公司在上市之前 ROE 保持在约 18% 的水平，在电网设备环节尤为突出，主要得益于公司净利率较高，维持在 20% 上下。上市之后公司 ROE 有所下滑，一方面是由于核心产品净利率小幅下降，另一方面是首发募集资金使用进度较慢，导致公司权益乘数和资产周转率下降，从而带来的 ROE 回落。随着公司 500kV 产品放量，公司整体净利率将会有所提升，同时募集资金的使用会在一定程度上提升公司的杠杆率，预计公司未来 2-3 年将进入 ROE 提升通道。

表 9: 公司杜邦分析

类别	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROE	18.29%	19.39%	17.34%	11.45%	8.85%	9.83%
净利率	17.94%	20.78%	21.08%	19.61%	18.47%	17.09%
资产周转率	0.64	0.61	0.57	0.46	0.40	0.47
权益乘数	1.59	1.54	1.44	1.28	1.21	1.23

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

5、盈利预测与投资建议

公司专注电缆附件 60 年, 研发驱动业绩持续稳定提升, 特高压、海上风电与城市电网建设推动高等级电缆附件需求, 高门槛赋予超高压电缆附件较好的竞争格局。公司将进入新产品盈利周期, 引领 500kV 电缆附件国产化, 公司营销网络搭建基本完成, 跨过费用投入周期, 募投资金使用将推动公司进入 ROE 提升周期, 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.9/2.5/3.2 亿元, 对应的 PE 分别为 16/12/10 倍, 维持“买入”评级。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	853	1011	1197	1437
增长率(%)	23%	19%	18%	20%
净利润(百万元)	146	186	248	323
增长率(%)	14%	28%	33%	30%
摊薄每股收益(元)	0.75	0.96	1.28	1.67
ROE(%)	9.99%	11.72%	14.06%	16.24%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 原材料大幅波动风险
- 2) 500kV 产品进度不及预期;
- 3) 电缆附件招标量不及预期;
- 4) 特高压、海上风电、城市电网建设不及预期。

附表：长缆科技盈利预测表

2020-09-2									
证券代码:	002879.SZ		股价:	16.14	投资评级:	买入	日期:	9	
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					每股指标				
ROE	10%	12%	14%	16%	EPS	0.75	0.96	1.28	1.67
毛利率	52%	54%	55%	56%	BVPS	7.56	8.23	9.13	10.30
期间费率	29%	34%	32%	31%	估值				
销售净利率	17%	18%	21%	22%	P/E	21.32	16.67	12.54	9.62
成长能力					P/B	2.13	1.95	1.76	1.56
收入增长率	23%	19%	18%	20%	P/S	3.64	3.07	2.60	2.16
利润增长率	14%	28%	33%	30%					
营运能力					利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
总资产周转率	0.47	0.51	0.54	0.57	营业收入	853	1011	1197	1437
应收账款周转率	1.74	1.74	1.74	1.74	营业成本	407	467	541	633
存货周转率	2.94	2.94	2.94	2.94	营业税金及附加	11	13	15	18
偿债能力					销售费用	175	207	227	266
资产负债率	20%	20%	20%	21%	管理费用	67	131	150	172
流动比	4.77	4.13	3.71	3.84	财务费用	(7)	(6)	(5)	(6)
速动比	4.32	3.68	3.24	3.37	其他费用 / (-收入)	12	12	12	12
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润	165	211	280	366
现金及现金等价物	813	687	579	693	营业外净收支	(0)	0	0	0
应收款项	489	580	687	825	利润总额	165	211	280	366
存货净额	139	163	189	222	所得税费用	19	24	33	42
其他流动资产	42	50	59	71	净利润	146	186	248	323
流动资产合计	1483	1480	1513	1810	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	199	179	161	345	归属于母公司净利润	146	186	248	323
在建工程	43	243	443	243					
无形资产及其他	35	35	43	52	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
长期股权投资	34	34	34	34	经营活动现金流	156	134	178	224
资产总计	1815	1993	2217	2505	净利润	146	186	248	323
短期借款	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
应付款项	243	287	333	389	折旧摊销	21	23	21	20
预收帐款	20	23	28	33	公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	48	48	48	48	营运资金变动	(11)	(170)	(192)	(245)
流动负债合计	311	358	408	471	投资活动现金流	(57)	(180)	(182)	16
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(44)	(180)	(182)	16
其他长期负债	45	45	45	45	长期投资	(1)	0	0	0
长期负债合计	45	45	45	45	其他	(13)	0	0	0
负债合计	356	403	454	516	筹资活动现金流	(224)	(56)	(74)	(97)
股本	193	193	193	193	债务融资	0	0	0	0
股东权益	1459	1590	1763	1989	权益融资	0	0	0	0
负债和股东权益总计	1815	1993	2217	2505	其它	(224)	(56)	(74)	(97)
					现金净增加额	(126)	(102)	(79)	143

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，10年行业研究经验，研究所副所长(主持工作)、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

傅鸿浩，中国科学院硕士，4 年电力设备与新能源行业研究经验，曾任职于安信证券，国海证券。

尹斌，中科院物理化学博士，4 年比亚迪动力电池实业经验，3 年证券从业经验，2018 年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015 年新财富第 2 名、2016 年新财富第 3 名核心成员。

赵彬凯，香港科技大学经济学硕士，中山大学管理科学学士，2020 年加入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩、张涵，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联

机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。