公司研究

线缆部件/高低压设备/电气设备

安靠智电（300617）

——开拓地下输变电市场，有望开启新一轮高成长周期

主要数据(截至 8 月 11 日收盘)：	
当前股价	39.98 元
投资评级	增持
评级变动	首次
总股本	1.293 亿股
流通股本	0.6689 亿股

主要观点：

◆传统主业电缆连接件业务盈利能力强，行业竞争格局稳固，发展前景稳定。公司电缆连接件产品覆盖中低压、高压与超高压领域。电缆连接件因其设备安全性需求高、细分市场竞争格局良好，始终维持较高的毛利率水平。公司是目前少数实现 500kV 电缆连接件商业化运行的企业之一，并作为专业的电缆连接件生产企业参与了 500kV 电缆连接件国家标准的制定。在高压及以上电压等级电缆连接件市场，行业竞争格局比较稳固，公司传统主业发展前景稳定。

◆城市架空线入地市场空间广阔，公司 GIL 产品具备先发优势，有望开启新一轮高成长周期。作为国内领先的地下智能输电领域制造服务型企业之一，公司掌握了输电领域两种核心技术(电缆输电、GIL 输电)，并形成了完整的产品体系。GIL（Gas Insulated Transmission Lines，气体绝缘输电线路）是采用金属外壳封闭导电杆、压缩气体（如 SF6、SF6/N2 混合气体和环保气体等）绝缘、外壳与导电杆同轴布置的电能传输设备。城市架空线入地市场空间广阔，国内布局 GIL 业务的企业较少，公司具有明显的先发优势。截至 2020 年上半年，公司募投项目累计已投入资金 22,578.11 万元，公司 GIL 扩建部分已达到建成状态并获得一些工程项目订单，产品营业收入大幅增长。2018 年至 2020 年上半年，公司 GIL 产品营收分别达到 311 万元、3059 万元、1.03 亿元。随着产品营业收入的提高，边际效应逐渐体现，2020 年上半年，公司 GIL 产品毛利率 57.04%，相较 2019 年提升 19.31 个百分点。城市架空线入地市场空间广阔，公司 GIL 产品有望开启公司新一轮高成长周期。

◆股权激励计划锁定高增长，拟募集 16 亿元用于建设城市智慧输变电项目，为公司进入新一轮高成长周期提供人才与资金保障。公司于 2020 年 7 月 17 日公告股权激励计划，拟授予 68 名激励对象的限制性股票数量为 220.96 万股，占公司股本总额的 1.71%。以 2019 年为基数，设定考核目标为 2020-2022 年净利润增长率不低于 57%、135%、290%，分三期解锁。为进一步丰富产品结构，

长城国瑞证券研究所

分析师：
刘宾
Lb@gwgsc.com
执业证书编号：S0200514120001

联系电话：0592-5160876
地址:厦门市思明区莲前西路 2 号莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司

创新商业模式，增强公司系统集成服务能力，公司于 2020 年 7 月 29 日发公告称，拟定增募集 16 亿元用于城市智慧输变电系统建设与智能输变电设备研发中心建设。其中城市智慧输变电系统建设项目运营期内年平均净利润 38,880.27 万元，项目内部收益率 24.63%（税后），总投资回收期 6.20 年（税后，含建设期）。本次定增将提升公司研发能力，扩大核心竞争力，同时也顺应行业发展趋势，满足市场增长需求。

风险提示：

宏观经济增速放缓带来的行业风险；客户高度集中风险；地下输变电业务推进不及预期。

投资建议：

安靠智电作为国内领先的地下智能输电领域制造服务型企业之一，掌握了输电领域两种核心技术，并形成了完整的产品体系，有望受益于架空线入地市场的发展，开启新一轮高成长周期。暂不考虑定增的影响，我们预计公司 2020-2022 年归属母公司净利润分别为 1.11 亿元、1.67 亿元、2.65 亿元，对应 EPS 分别为 0.85、1.29 和 2.05 元，对应 P/E 分别为 47.04、30.99 和 19.50 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

主要财务数据及预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	318.0	516.4	775.1	1,208.1
增长率（%）	-0.64%	62.37%	50.10%	55.86%
归母净利润（百万元）	63.6	110.5	166.5	265.4
增长率（%）	-15.01%	73.68%	50.67%	59.43%
EPS（元）	0.49	0.85	1.29	2.05
毛利率	50.43%	52.44%	52.76%	52.99%
净资产收益率（摊薄）	7.70%	12.47%	17.35%	24.87%

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

目 录

1 电缆连接件为基础， 布局 GIL 初见成效 5
1.1 国内领先的地下智能输电企业 5
1.2 管理层结构稳定，开启股权激励计划 5
1.3 布局 GIL 初见成效 6
2 传统主业电缆连接件产品盈利能力强，市场份额稳固 8
2.1 电缆连接件业务维持高毛利 8
2.2 电缆连接件市场份额稳固 10
3 城市架空线入地，开启公司新一轮高成长周期 12
3.1 新基建开启高压架空线入地市场 12
3.2 GIL 输电产品特性适用于城市架空线入地 14
3.3 公司 GIL 先发优势明显，收入大幅增长 15
3.4 布局模块化变电站，完善地下输变电产业链 17
3.5 拟定增募集 16 亿元，继续拓展智慧输变电项目 18
4 风险提示 18
5 盈利预测与投资建议 18

图目录

图 1：安靠智电发展历程 5
图 2：安靠智电股权结构 6
图 3：2015-2020H2 公司分产品主营业收入构成 7
图 4：2019-2020H2 公司分产品毛利构成 7
图 5：2015-2020H2 公司营业收入及增长情况 7
图 6：2015-2020H2 公司归母净利润及增长情况 7
图 7：2015-2020H2 年公司毛利率和净利率情况 8
图 8：2015-2020H2 公司三费情况 8
图 9：2015-2020H2 公司应收账款及增速 8
图 10：2015-2020H2 经营性现金流量净额 8
图 11：一般情形下中低压、高压、超高压、特高压的区分 9
图 12：2015-2020H2 电缆连接件总收入及增长情况 9
图 13：2015-2020H2 分产品收入占比 9
图 14：2015-2020H2 安靠科技电缆连接件毛利率 10
图 15：2015-2019 长缆科技电缆连接件毛利率 10
图 16：国网、南网电网投资额 11
图 17：新能源汽车保有量及其增长情况 13
图 18：公共类充电设施月度总量及环比增长情况 13
图 19：5G 基站累计建设数目 13
图 20：5G 手机出货量（当月） 13
图 21：2015-2020H2 公司研发费用及费用率 16
图 22：2015-2019 公司研发人员数量 16
图 23：GIL 产品收入及增长情况 17
图 24：GIL 产品毛利率 17

表目录

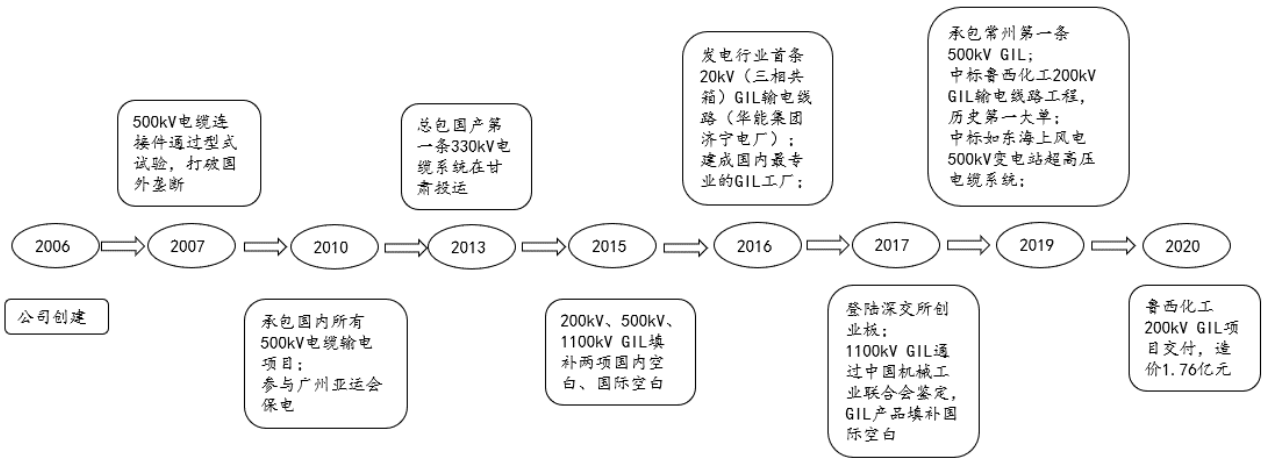
表 1：我国电网系统中电缆连接件产品市场规模估算 11
表 2：2019 年以来公司中标国网、南网部分重大合同 12
表 3：各地关于架空线入地政策汇总（部分） 14
表 4：以电缆方式输电和通过 GIL 输电的优劣势比较 15
表 5：安靠智电、平高电气、西开电气 GIL 项目表 15
表 6：模块化变电站与传统变电站经济性能比较 17
表 7：募集资金总额及用途 18

1 电缆连接件为基础， 布局 GIL 初见成效

1.1 国内领先的地下智能输电企业

公司成立于 2006 年，于 2017 年登陆深交所创业板。作为国内领先的地下智能输电领域制造服务型企业之一，公司掌握了输电领域两种核心技术(电缆输电、GIL 输电)，并形成了完整的产品体系。公司传统主营以电缆连接件为基础，为客户提供咨询、设计、融资建设、运维、能效管理等电力生态链系统解决方案。在稳定发展电缆输电技术的同时，公司不断创新，于 2015 年在国内率先研发出 220kV—1000kV 金属气体绝缘母线（GIL），该技术填补了国内和国际的技术空白。截至 2020 年第二季度末，GIL 业务已占公司营业收入 51.9%。

图 1：安靠智电发展历程



数据来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

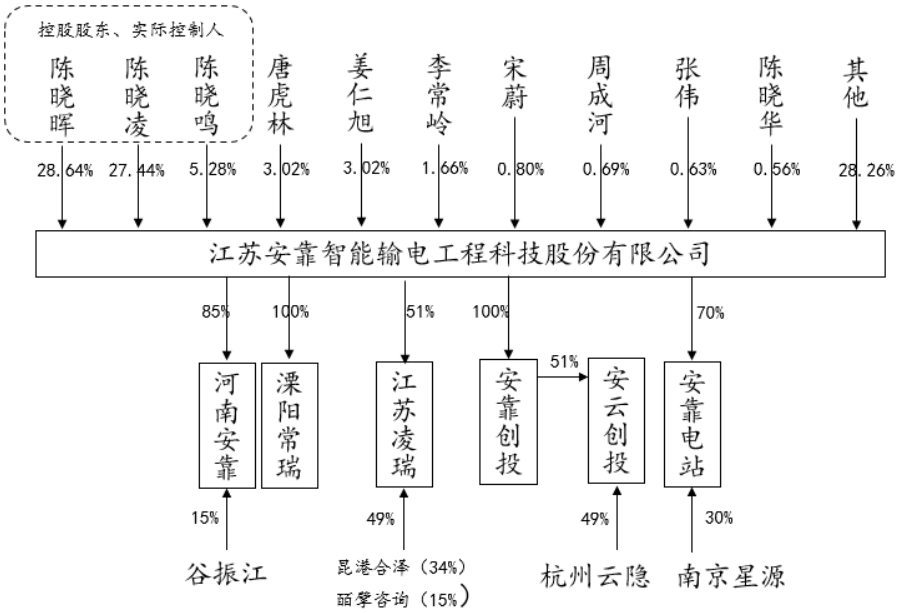
1.2 管理层结构稳定，启动股权激励计划

公司的实际控制人为陈晓晖、陈晓凌、陈晓鸣三兄弟，分别持股 28.64%、27.44%、5.28%，三人合计持有公司股份 7936.5 万股，占公司总股本 12934.4 万股 61.4%的比例。其中，陈晓晖为董事长，陈晓凌为总经理、陈晓鸣为副总经理。

公司于 2020 年 7 月 17 日公告股权激励计划，拟授予 68 名激励对象的限制性股票数量为 220.96 万股，占公司股本总额的 1.71%。以 2019 年为基数，设定考核目标为 2020-2022 年净利润增长率不低于 57%、135%、290%，分三期解锁。

稳定的股权结构与经营管理层，叠加锁定高成长的股权激励方案，为公司新一轮高成长注入动力。

图 2：安靠智电股权结构（截至 2020 年中报）

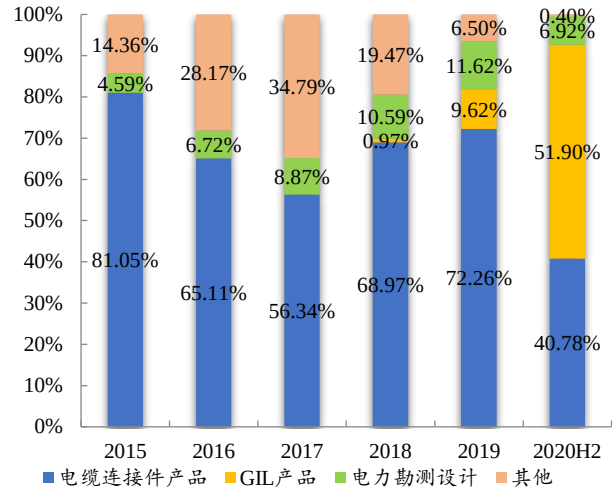


数据来源：安靠智电、长城国瑞证券研究所

1.3 布局 GIL 初见成效

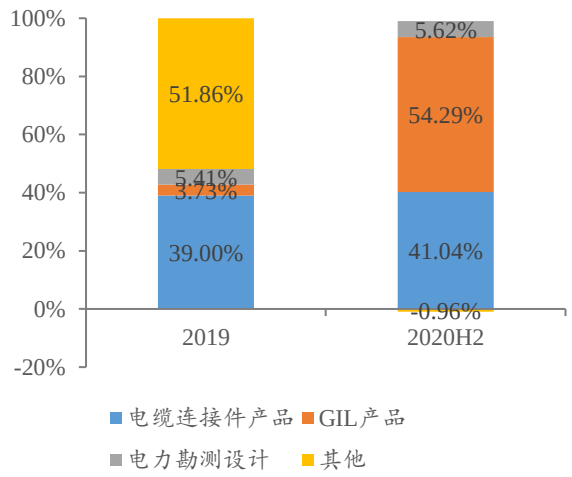
公司按产品划分主要包括电缆连接件产品、GIL 产品、电力工程承包、电力工程勘察设计等，其中电缆连接件产品又包括中低压产品、110（66）kV 产品、220kV 产品、330kV-500kV 产品等。近两年，公司募投项目 GIL 产品已实现突破，2018 年 GIL 业务营收占比仅为 0.97%，2020 年上半年营收占比 51.8%，超越传统主业电缆连接件业务成为第一大营收来源。2020 年上半年，电缆连接件产品与 GIL 产品占公司整体毛利润分别为 41.04%、54.29%。未来 GIL 产品将和电缆连接件产品共同成为公司营收与利润的主要来源。

图 3：2015-2020H2 公司分产品主营业收入构成



数据来源：公司年报、长城国瑞证券研究所

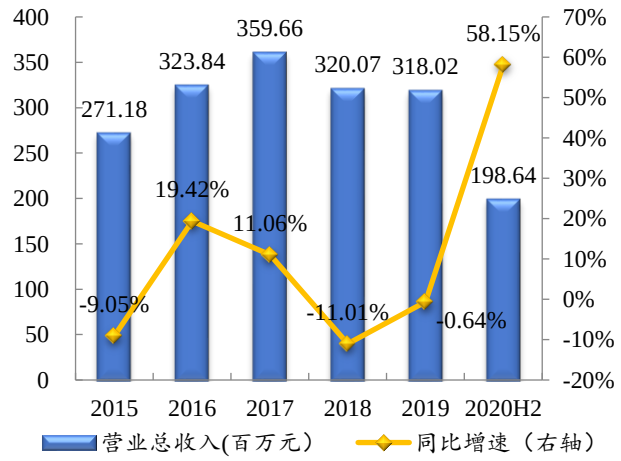
图 4：2019-2020H2 公司分产品毛利构成



数据来源：公司年报、长城国瑞证券研究所

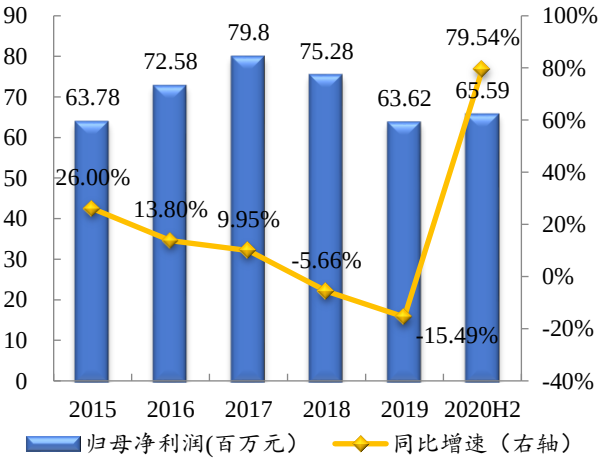
2015-2019 年，公司营业收入 CAGR 为 4.06%，归母净利润 CAGR 为-0.06%。2020 年上半年，在 GIL 产品收入大幅增加的影响下，公司营业收入录得 1.98 亿元，同比增长 58.15%，归母净利润录得 0.65 亿元，同比增长 79.54%，毛利率录得 54.53%，较上年同期增长 2.6 个百分点。此外，公司三项期间费用率水平较上年同期均有所下降，销售费用率下降 2.84 个百分点，管理费用率下降 10.81 个百分点，财务费用率下降 1.22 个百分点。

图 5：2015-2020H2 公司营业收入及增长情况



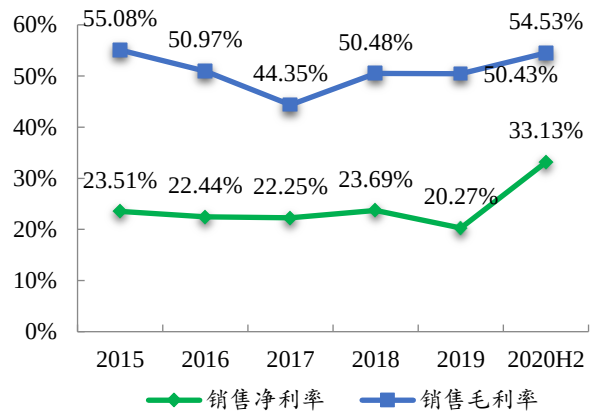
数据来源：公司年报、长城国瑞证券研究所

图 6：2015-2020H2 公司归母净利润及增长情况



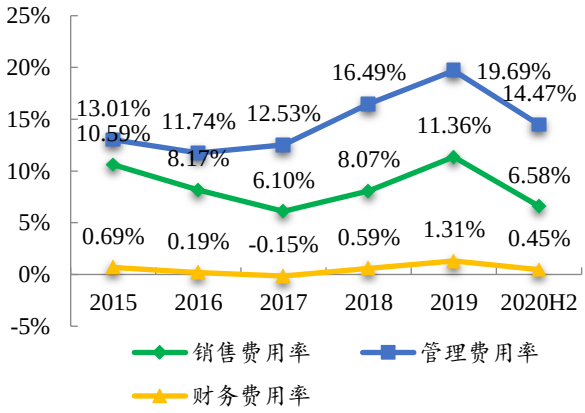
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 7：2015-2020H2 年公司毛利率和净利率情况



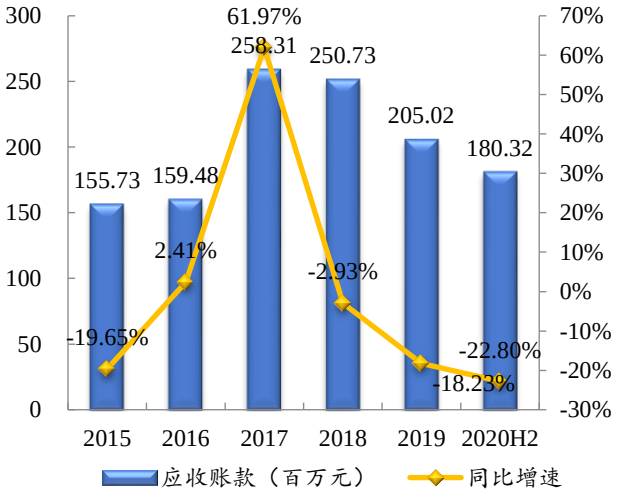
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 8：2015-2020H2 公司三费情况



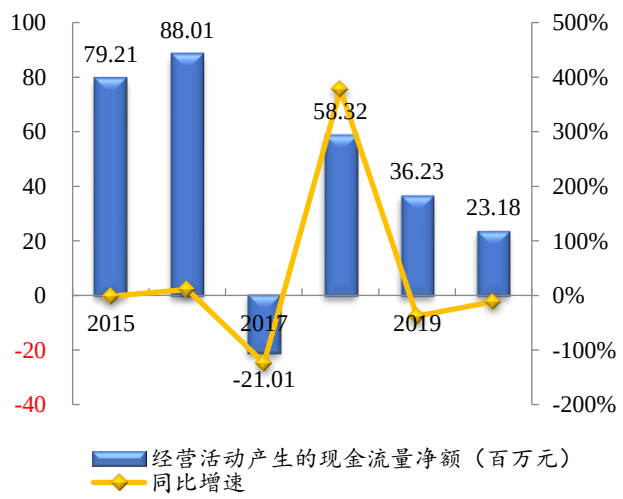
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 9：2015-2020H2 公司应收账款及增速



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 10：2015-2020H2 经营性现金流量净额



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

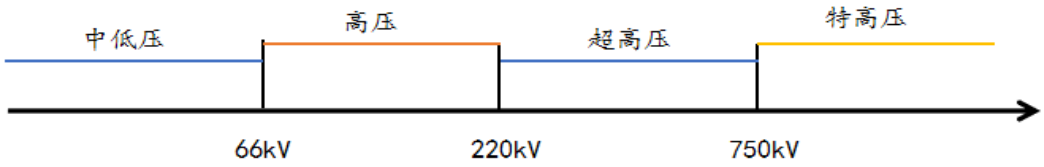
2 传统主业电缆连接件产品盈利能力强，市场份额稳固

2.1 电缆连接件业务维持高毛利

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，与电缆一起构成电力输送线路。电缆连接件的主要作用是恢复电缆结构、延长电缆长度、实现电缆与终端设备的连接，是电缆输电系统的关键组件之一。公司电缆连接件产品覆盖中低压（1kV-35kV 产品）、高压（110（66）kV 产品、220kV 产品）与超高压（330kV-500kV 产品）领域。公司是

目前少数实现 500kV 电缆连接件商业化运行的企业之一，并作为专业的电缆连接件生产企业参与了 500kV 电缆连接件国家标准的制定。

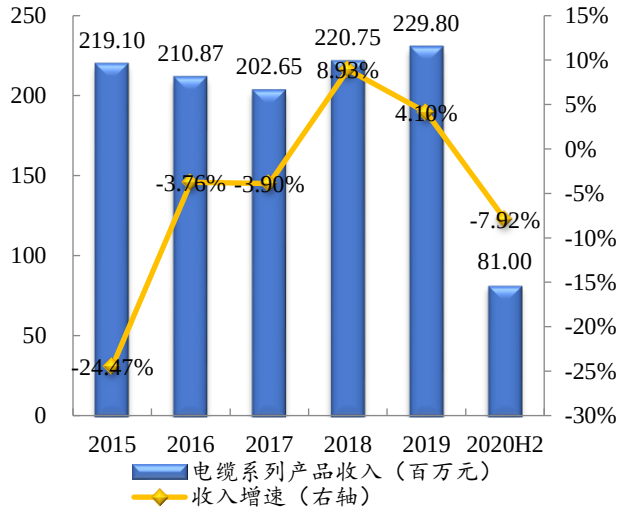
图 11：一般情形下中低压、高压、超高压、特高压的区分



数据来源：安靠智电、长城国瑞证券研究所

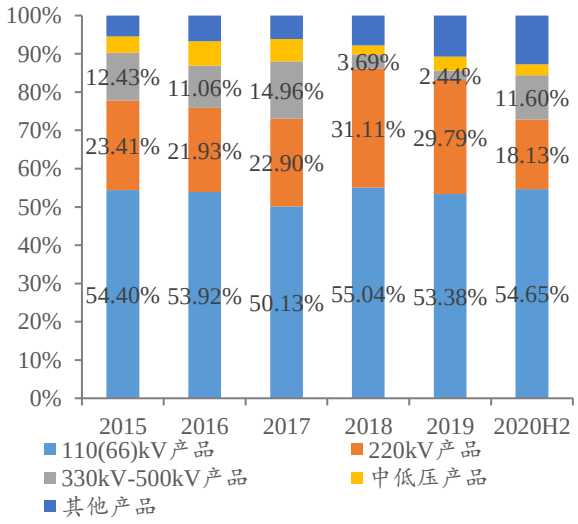
公司电缆产品附件以高压产品为主，其中 110（66）kV 产品收入占比最高，2019 年占电缆连接件收入比为 53.38%，2020 年上半年占比 54.65%；220kV 产品收入占比一般在 20%以上，2018 年占比达到 31.11%，2019 年占比达到 29.79%。超高压 330kV-500kV 产品 2020 年上半年占比 11.60%，较 2019 年全年提高 9.16 个百分点。2019 年，电缆系列产品收入 2.29 亿元，同比增长 4.10%，2020 年上半年收入 0.81 亿元，同比降低 7.92%。电缆连接件系列产品销售收入呈现一定的季节性，主要由于最终客户群体国家电网、南方电网及五大发电集团等实际采购主要集中在下半年。

图 12：2015-2020H2 电缆连接件收入及增长情况



数据来源：公司年报、长城国瑞证券研究所

图 13：2015-2020H2 分产品收入占比



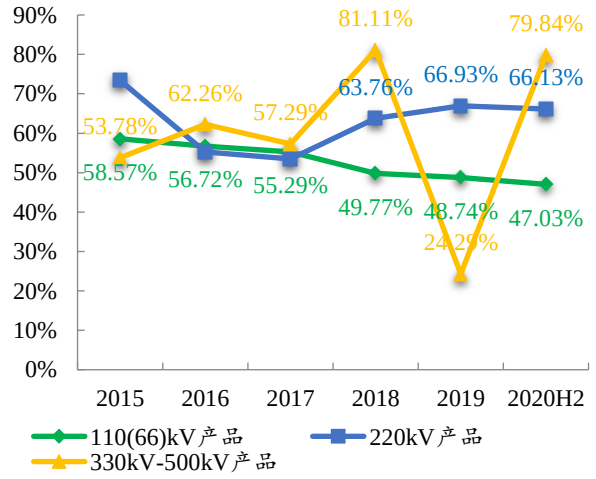
数据来源：公司年报、长城国瑞证券研究所

电缆连接件是输电线路中的关键部位，输电线路故障约有 90%-95%出自电缆连接件故障，设备企业往往需要负责电缆连接件的售后服务，而电缆连接件本身的成本占比较低，仅占输配电网投资约 1%-2%比重。目前中低压领域竞争较为激烈，110kV 及以下电压等级电缆连接件生

产技术已经比较成熟，国产产品已基本替代进口产品，国内生产厂家约有 50 家。高电压等级电缆连接件的技术含量较高，专业生产厂商较少，220kV 电缆连接件仍处于国产产品和进口产品相互竞争的状态；500kV 电缆连接件在 2009 年以前则完全被进口产品垄断。目前公司聚焦于中高压领域，竞争对手主要为长缆科技、深圳长园集团、青岛汉缆、特变电工等少数几家公司。

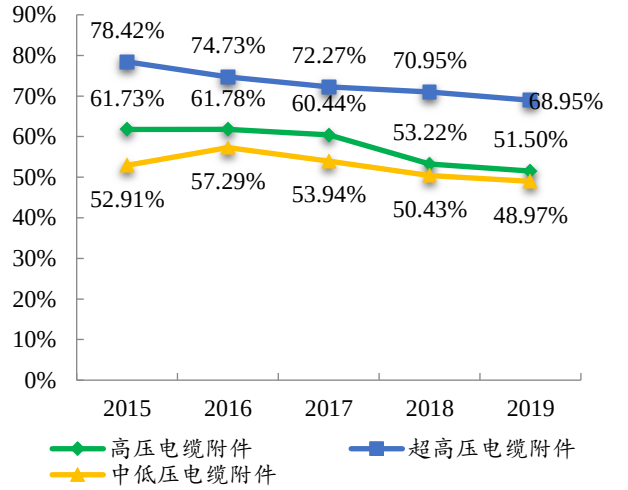
电缆连接件因其设备安全性需求高、细分市场竞争格局良好，始终维持较高的毛利率水平。2020 年上半年，220kV 产品毛利率 66.13%，110kV 产品毛利率 47.03%，330kV-500kV 产品毛利率高达 79.84%。

图 14：2015-2020H2 安靠智电电缆连接件毛利率



数据来源：公司年报、长城国瑞证券研究所

图 15：2015-2019 长缆科技电缆连接件毛利率



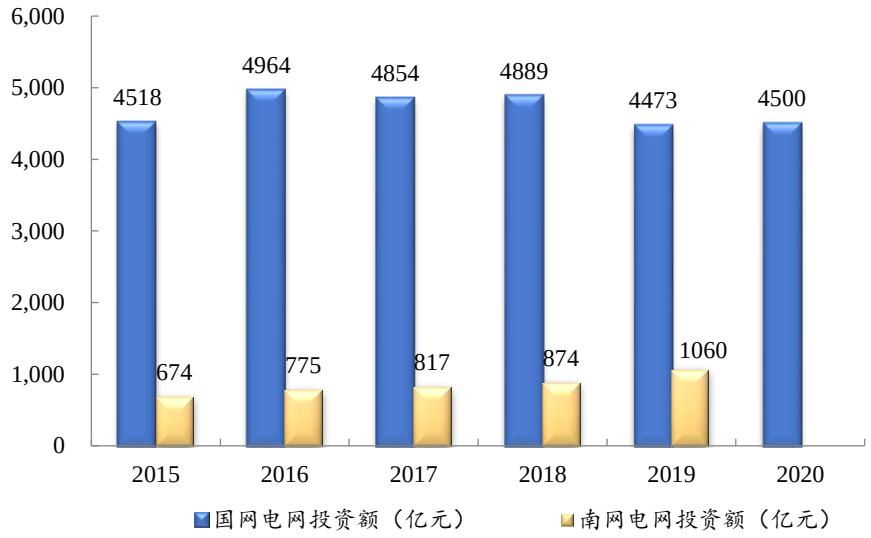
数据来源：公司年报、长城国瑞证券研究所

2.2 电缆连接件市场份额稳固

公司电缆连接件业务的下游客户主要为国家电网公司、南方电网公司以及以五大发电集团为代表的发电企业，还有部分自行建设配电网络的大型制造业企业。

两网公司电网投资恢复增长将有利于电缆连接件市场的稳步发展。国家电网公司 2019 年电网投资额 4473 亿，为近 5 年来首次跌破 4500 亿元，较 2018 年同比下降 8.5%。2020 年 3 月，国家电网宣布大幅追加 2020 年电网投资额，全年电网工程投资额将由年初计划的 4080 亿元上调至 4500 亿元，增加 420 亿元，增幅 10.3%。据国家电网表示，电网投资可有效拉动社会投资达到 9000 亿元，电网投资额与社会投资额合计超过 1.3 万亿元。其中特高压建设项目投资规模 1811 亿元，可带动社会投资 3600 亿元，合计投资额 5411 亿元。南方电网公司电网投资额保持增长态势，2015 年投资额 674 亿，2019 年投资额 1060 亿，复合增长 11.99%。

图 16：国网、南网电网投资额



数据来源：国家电网社会责任报告、南方电网社会责任报告、长城国瑞证券研究所

电缆连接件市场将继续保持平稳增长。据安靠智电估算，2019 年电缆连接件的市场规模约 39.14 亿元，到 2023 年，电缆连接件市场规模合计 55.4 亿元，年复合增长率 9.09%，其中，中低压电缆连接件市场规模将达到 27.2 亿元，年复合增长率 8.62%，高压电缆连接件市场规模将达到 28.2 亿元，年复合增长率 9.54%。

表 1：我国电网系统中电缆连接件产品市场规模

项目名称	项目名称	2019	2021E	2023E
中低压	电缆连接件市场需求量（套）	1,950,000	2,301,000	2,715,180
	电缆连接件单位价格（万元/套）	0.1	0.1	0.1
	电缆连接件市场总规模（万元）	195,000	230,100	271,518
高压	电缆连接件市场需求量（套）	57,778	69,333	83,200
	电缆连接件单位价格（万元/套）	3.4	3.4	3.4
	电缆连接件市场总规模（万元）	196,444	235,733	282,880
电缆连接件市场合计（万元）		391,444	465,833	554,398

数据来源：安靠智电、长城国瑞证券研究所

在高压及以上电压等级电缆连接件市场，行业竞争格局比较稳固。公司与长缆科技（002879）、珠海长园（长园集团 600525 子公司）合计占国网、南网份额稳定在 30%-40%。近 5 年来，国内 70%的 500kV 电缆系统工程由公司总承包。

表 2：2019 年以来公司中标国网、南网部分重大合同

公告日期	项目名称	中标金额（万元）	备注
2019-01	国家电网有限公司 2018 年输变电项目变电设备（含电缆）招标采购电缆及附件	6,224.23	中标电缆连接件 3534 套
2019-07	国家电网有限公司输变电项目 2019 年第一次 35-220 千伏设备招标采购	4,033.67	中标电缆连接件 2107 套
2020-01	南方电网公司 2019 年主网线路材料第三批框架招标项目	6,671.73	本次框架招标项目结果中，标的广州深圳 110kV 交流电力电缆连接件市场份额位居第一，标的广东深圳、广州 220kV 交流电力电缆连接件市场份额位居第二。其中 220kV 电缆连接件产品 3,255.45 万元、110kV 电缆连接件产品 3,416.28 万元。
2020-03	国网陕西省电力公司西安东北部 330 千伏架空输电线路迁改落地工程	3,961.00	
2020-07	国家电网有限公司输变电项目 2020 年第一次 35-220 千伏设备招标采购	2,376.08	
2020-07	南方电网公司 2020 年主网线路材料采购	4,623.90	其中 220kV 交流电力电缆连接件 1,500.81 万元、110kV 交流电力电缆连接件 3,123.09 万元。

数据来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

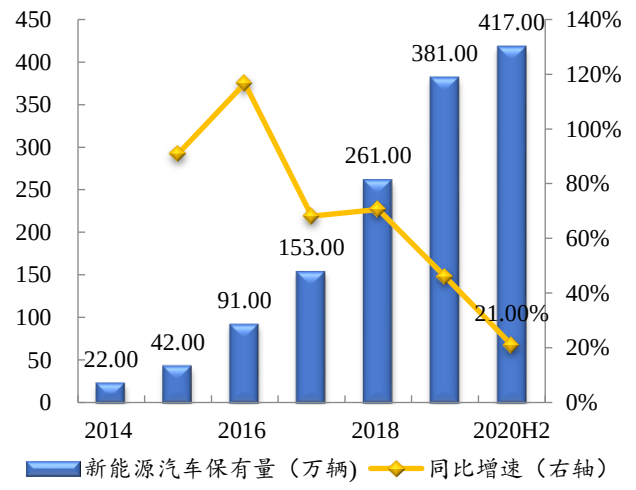
3 城市架空线入地，开启公司新一轮高成长周期

3.1 新基建开启高压架空线入地市场

随着城市发展建设，社会总用电量不断增加，2019 年我国全社会用电量 72,255 亿千瓦时，相较 2018 年度同比增长 5.56%，由此带来两个矛盾：日益增长的用电需求与传统输电能力上限的矛盾、架空线建设与城市用地紧张的矛盾。

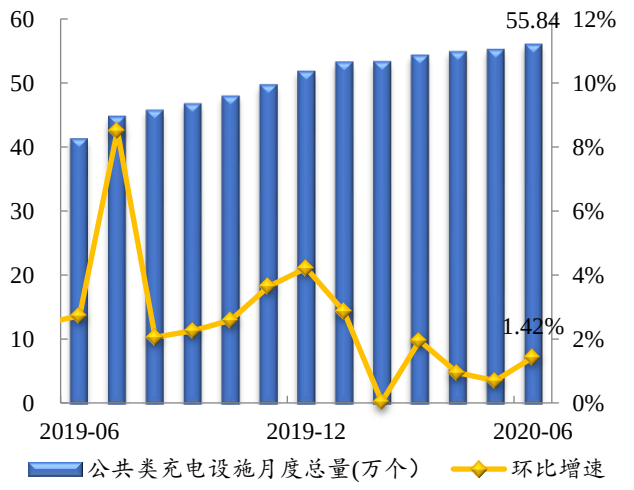
随着新基建进一步发展，新能源车充电桩、5G 基站、城市轨道交通、数据中心等是电力消耗大户。截至 2020 年上半年，我国新能源车保有量 417 万辆，同比增长 21.00%，公共类充电桩 55.84 万个，环比增长 1.42%。工信部最新统计显示，我国 5G 基站以每周新增 1 万多个的数量在增长。截至 2020 年 5 月底，5G 终端连接数已超过 3600 万，全国 5G 基站建成超过 25 万个，预计 2020 年底，我国将建设 5G 基站超过 60 万个，较 2019 年底 13 万个同比将增长 361.54%以上。在新基建快速推进的浪潮下，新能源车及充电桩、5G 的爆发促使电力需求持续增加，传统架空线输电线路因受限最高不超过 500kV 电压、1400 安培电流，无法满足城市日益增长的电力需求，GIL 输电技术作为优良替代，将迎来发展机遇。

图 17：新能源汽车保有量及其增长情况



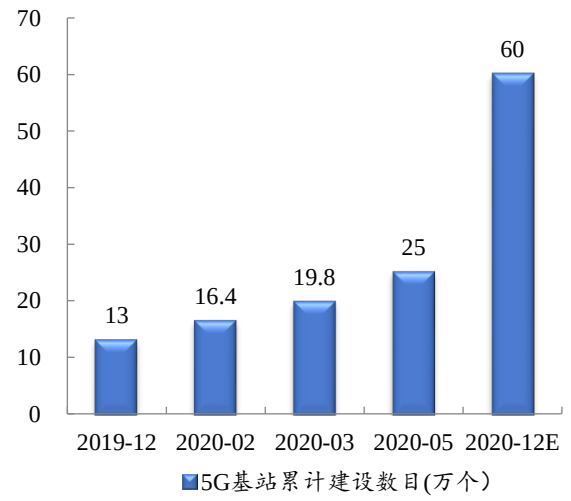
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 18：公共类充电设施月度总量及环比增长情况



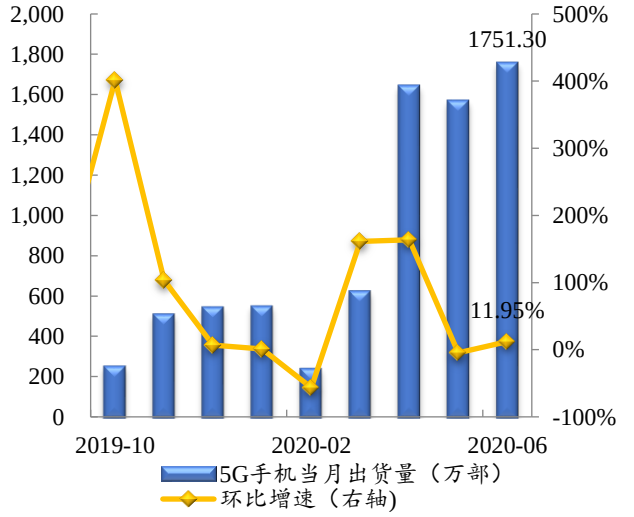
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 19：5G 基站累计建设数目



数据来源：工信部、长城国瑞证券研究所

图 20：5G 手机出货量（当月）



数据来源：中国信通院、长城国瑞证券研究所

随着城市群的快速扩张，一二线城市用地紧张、地价高涨的问题凸显，开展架空线入地改造成为了体现城市管理精细化、提升城市管理质量、构建宜居环境的重要组成部分。城市架空线入地改造不仅能大幅提高城市供电的可靠性，还有利于增强城市供电线路的传输能力，美化城市环境，提高城市土地的利用价值。核心大中城市架空线入地的改造需求增加，为 GIL 地下智能输电技术应用带来了广阔的发展空间。

表 3：各地关于架空线入地政策汇总（部分）

城市	发布时间	文件名称	内容
北京	2017	《北京市架空线入地工作方案》（2016-2020）	计划“十三五”期间完成五环路以内主次干路通信架空线入地，同时做好新城地区通信架空线入地，积极推进 10 千伏及以下电力架空线入地工作。
上海	2018	《关于开展本市架空线入地和合杆整治工作的实施意见》	到 2020 年，完成全市重要区域、内环内主次干道、风貌道路以及内外环间射线主干道 470 公里道路架空线入地及合杆整治，实现内环内架空线入地率从 29%提高到 62%。
西安	2019	《“品质西安”架空线落地清零行动方案》	城六区架空线落地 PPP 项目缆沟建设及线缆落地工作。路段长度 416.61 公里（包含开发区范围内的市管道路），总投资 249.4 亿元，涉及共同沟 440.31 公里，电力沟 217.13 公里。
广州	2019	《广州市城乡规划技术规定》	110 千伏和 220 千伏电力架空线应当逐步改造为地下埋设。
重庆	2018	《重庆市城市综合管理提升行动方案》	全面推进城市管线下地，编制架空线路下地规划，结合实际选定下地改造范围，力争主城区 5 年内全部完成管线下地改造。
南京	2018	《南京市管线管理条例》	既有架空线应当按照统筹规划、严格控制、节约用地原则，结合城市建设逐步转入地下敷设。
武汉	2020	《市人民政府办公厅关于加快推进世界一流城市电网建设工作的通知》	武汉三环线道路（含外侧绿化带）范围以内新（改）建各电压等级的电力线路，应当以电缆敷设方式建设。

数据来源：各市人民政府网、长城国瑞证券研究所

3.2 GIL 输电产品特性适用于城市架空线入地

GIL（Gas Insulated Transmission Lines）气体绝缘输电线路是采用金属外壳封闭导电杆、压缩气体（如 SF6、SF6/N2 混合气体和环保气体等）绝缘、外壳与导电杆同轴布置的电能传输设备。与传统电缆输电相比，具有传输容量大、线路损耗低、受环境影响小、安全性高、节省占地、使用寿命长等优点。电缆输电的上限为 500kV，电流上限为 1400 安培，而 GIL 可用于 110kV-1000kV 输电线路，且 500kV 以上只能利用 GIL 作为输电线路。目前 GIL 已经在水电站、核电站的电能送出场合获得了广泛应用。未来随着能源互联工程的发展，远距离大容量输电难以避免，GIL 将成为新的解决方案。

GIL 输电线路的典型应用场景：（1）大容量的地下输电，可替代多回电缆；（2）特高压地下输电；（3）特殊环境下架空输电线路入地（如过江、河、人口密集区等）；（4）大型火电、水电（抽水蓄能）、核电的站内输出或联络线路；（5）化工、钢铁、煤炭等大型制造企业厂区；（6）变电站扩容或联络。

表 4：以电缆方式输电和通过 GIL 输电的优劣势比较

比较项目名称	XLPE（交联聚乙烯电缆）	GIL
线路建造成本	成本低	成本偏高
线路建造难易度	难度低	难度高
输电容量	容量小	容量大（是电缆输电线路容量的 4-5 倍）
线路损耗	损耗高	损耗低
电磁场强度	磁场高	磁场低（磁场强度仅约为电缆磁场强度的 1/10）
运行维护难易度	难监测	易监测
安全防火性能	易爆炸燃烧	无需防火
正常使用寿命	30 年	50 年

数据来源：安靠智电、长城国瑞证券研究所

3.3 公司 GIL 先发优势明显，收入大幅增长

与海外较为成熟的市场相比，我国的 GIL 起步较晚，除了公司，目前仅有平高电气、西开电气等少量企业涉及，公司具有明显的先发优势。20 世纪 70 年代开始，美国、德国、日本等相继建成了较长距离的 GIL，总长度超过 750 km，电压等级覆盖 80~1200 kV。美国压缩气体绝缘输电线路系统公司（AZZ|CGIT 公司）是 GIL 国际上市场占有率最高的设备制造厂商，德国 Siemens 公司也具备世界领先的 GIL 制造水平。从国际市场看，超高压 GIL 已进入较快市场开拓阶段，美国、欧洲和日本的超高压 GIL 市场占有率较高，全世界已运行 GIL 超过 3000 公里，最长运行时间已超过 35 年，未发生异常或故障。

表 5：安靠智电、平高电气、西开电气 GIL 项目表

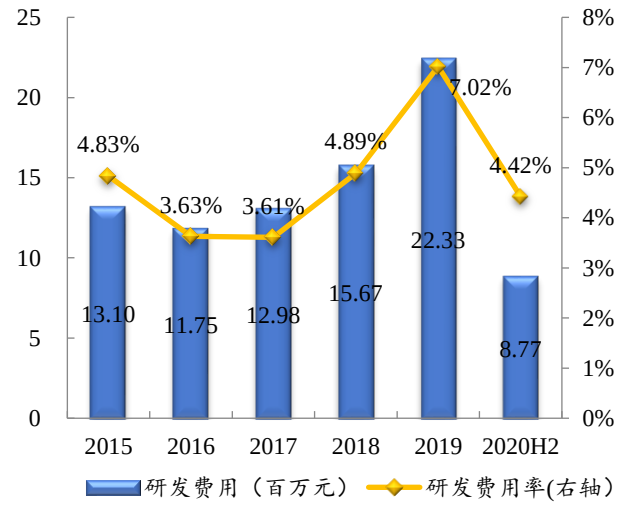
公司名称	公告日期	项目名称/事件	合同金额
安靠智电	2015-12	华能济宁电厂 220kV GIL 工程(143 米)	364.35 万
	2017	江苏中关村 220kV GIL 工程(江苏时代新能源-余桥变 220kV 线路工程)	
	2019-06	无锡荣巷街道 220kV 惠梁线迁改入地工程 GIL 隧道项目	1,323 万
	2019	常州武进区瓶武线 500kV GIL 项目	2,500 万
	2020-01	鲁西化工 220kV GIL 项目	1.76 亿
	2020	内蒙古包钢 220kV GIL 输电项目	258 万
平高电气	2016	与美国 AZZ 公司就 1100kV 刚性气体绝缘输电线路合作事项签署合作协议	
	2017	国家电网公司 2017 年淮南-南京-上海 1000kV 交流特高压输变电工程苏通 GIL 综合管廊工程	8.61 亿
西开电气	2009	立项研发 550kV 管道母线	
	2011	溪洛渡、糯扎渡两个工程的管道母线订单	6,070.9 万
	2014	三峡右岸至地下电站 550kV 管道母线工程（GIL）	
	2015	福清核电 550kV GIL(管道母线)项目 3615 米	
	2018	丰泉变电站 252kV GIL 扩建项目（252kV GIL 103 米）	
	2020	巴基斯坦 SK 水电站 550kV GIL 项目	

数据来源：招股说明书、公司公告、公司官网、公开资料、长城国瑞证券研究所

2015 年公司研发成功 200kV、500kV、1100kV 气体管道母线 GIL，填补两项国内、国际空白，此后一直致力于 GIL 项目产能扩张和技术研发。公司于 2017 年上市募集资金投资项目总投资额为 35,394.42 万元，其中用于电力电缆连接件和 GIL 扩建项目合计 29,394.42 万元。

2019 年，公司完成了第二代 GIL 产品的研制及生产，掌握了 GIL 关键技术，核心部件完全实现自主研发生产。2019 年，公司研发费用 2233 万元，同比增长 42.50%，占营业收入 7.02%，较上年提升 2.13 个百分点。持续引进优秀研发人员，2019 年研发人员达到 74 人，占公司员工人数的 11.51%。

图 21：2015-2020H2 公司研发费用及费用率



数据来源：公司年报、长城国瑞证券研究所

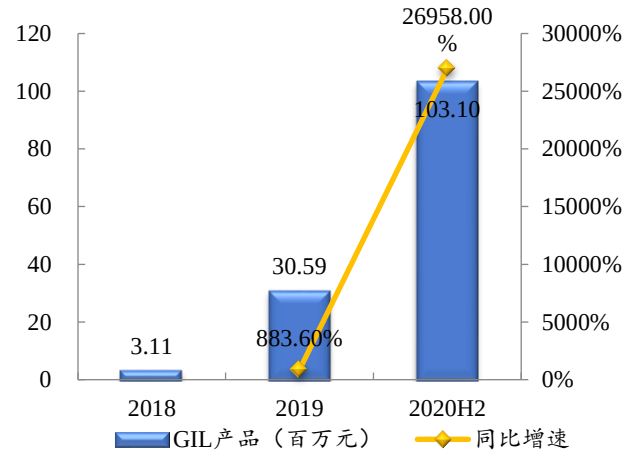
图 22：2015-2019 公司研发人员数量



数据来源：公司年报、长城国瑞证券研究所

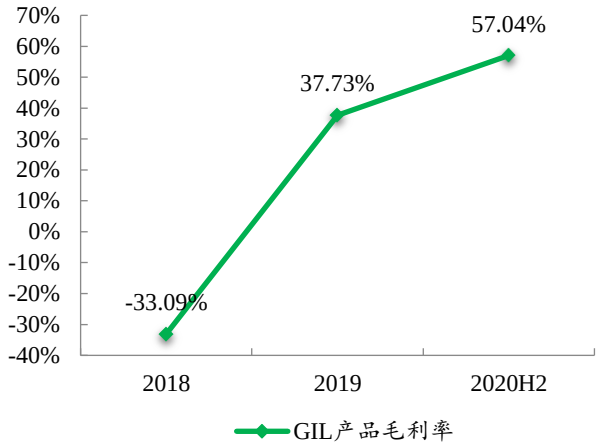
截至 2020 年 6 月 30 日，公司募投项目累计已投入资金 22,578.11 万元，公司 GIL 扩建部分已达到建成状态并获得一些工程项目订单，产品营业收入大幅增长。2018 年至 2020 年上半年，公司 GIL 产品营收分别达到 311 万元、3059 万元、1.03 亿元。随着产品营业收入的提高，边际效应逐渐体现，2020 年上半年，公司 GIL 产品毛利率 57.04%，相较 2019 年提升 19.31 个百分点。

图 23：GIL 产品收入及增长情况



数据来源：公司年报、长城国瑞证券研究所

图 24：GIL 产品毛利率



数据来源：公司年报、长城国瑞证券研究所

3.4 布局模块化变电站，完善地下输变电产业链

随着国内能源行业的快速发展，电源建设的快速性和灵活性日益受到重视，越来越多的客户倾向于整体“交钥匙工程”的模块化变电站建设模式来替代传统分散管理的电站基建模式。模块化变电站解决方案，以一、二次融合的智能设备为模块，通过工厂化生产预制、现场模块化装配建设变电站，可以减少现场的施工及调试的工作量，缩短建设周期。变电站调试简单、运行可靠，环境友好；节约占地面积和投资规模，具有较为旺盛的行业需求。随着电网公司需求的全面铺开，预计 2022 年模块化变电站的市场容量将达 200 亿元左右。

2020 年 1 月，公司与南京星源合作对外投资设立安靠电站，公司以自有资金出资 7000 万元，占注册资本的 70%，安靠电站主要布局模块化变电站和储能电站。

表 6：模块化变电站与传统变电站经济性能比较

项目		户外站	模块化站	户内站
围墙内占地面积/平方		4500	2473	2868
现场施工周期		8 个月	4 个月	8 个月
安装试验		各设备单独安装，工作量大	厂内预制，现场安装及试验工作量大大减少	安装工作量大，试验繁杂
静态投资	合计/万元	3600	4534	4705
	设备购置费/万元	1458	3062	2735
	建筑工程费/万元	754	385	963
	安装工程费/万元	427	316	183
	其他费用/万元	961	771	824

运行检修	常规检修维护，工作量较大	少维护型设备，厂家协助， 工作量较少	少维护型设备， 工作量较少
可靠性	裸露带电部位多	全绝缘、全密封设计，可靠性高	封闭母线，可靠性较高

数据来源：《电气技术》、长城国瑞证券研究所

3.5 拟定增募集 16 亿元，继续拓展智慧输变电项目

为进一步丰富产品结构，创新商业模式，增强公司系统集成服务能力，公司于 2020 年 7 月 29 日发公告称，拟定增募集 16 亿元用于城市智慧输变电系统建设与智能输变电设备研发中心建设。其中城市智慧输变电系统建设项目运营期内年平均净利润 38,880.27 万元，项目内部收益率 24.63%（税后），总投资回收期 6.20 年（税后，含建设期）。本次定增将提升公司研发能力，扩大核心竞争力，同时也顺应行业发展趋势，满足市场增长需求。

表 7：募集资金总额及用途

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金投资总额（万元）
1	城市智慧输变电系统建设项目	115,597.39	115,597.39
2	智能输变电设备研发中心	15,090.72	15,090.72
3	补充流动资金	30,000.00	30,000.00
合计		160,688.11	160,688.11

数据来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

4 风险提示

1、宏观经济增速放缓带来的行业风险；

2、客户高度集中风险；

3、地下输变电业务推进不及预期。

5 盈利预测与投资建议

公司作为国内领先的地下智能输电领域制造服务型企业之一，掌握了输电领域两种核心技术(电缆输电、GIL 输电)，并形成了完整的产品体系，有望受益于架空线入地市场的发展，开启新一轮高成长周期。暂不考虑定增的影响，我们预计公司 2020-2022 年归属母公司净利润分别为 1.11 亿元、1.67 亿元、2.65 亿元，对应 EPS 分别为 0.85、1.29 和 2.05 元，对应 P/E 分别为 47.04、30.99 和 19.50 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E	利润表	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	74.0	59.5	89.3	139.1	营业收入	318.0	516.4	775.1	1,208.1
应收账款及票据	207.7	308.7	466.4	741.6	减：营业成本	157.6	245.6	366.2	568.0
预付款项	15.4	18.0	31.8	45.5	营业税金及附加	4.7	7.7	11.5	18.0
其他应收款	13.2	25.0	32.4	57.1	销售费用	36.1	33.6	50.4	78.5
存货	128.0	258.1	317.5	575.3	管理费用	40.3	51.6	73.6	114.8
其他流动资产	163.5	163.5	163.5	163.5	研发费用	22.3	36.3	54.4	84.8
长期应收款	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用	4.2	10.9	33.9	39.9
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资产/信用减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	其他经营损益	4.0	0.0	12.0	10.0
固定资产	179.8	250.5	661.5	1,092.6	税前经营利润	56.7	130.8	197.0	314.1
在建工程	2.7	11.3	56.7	56.7	税前非经营利润	18.6	0.0	0.0	0.0
无形资产	27.9	26.9	25.9	24.9	利润总额	75.3	130.8	197.0	314.1
商誉	0.0	0.0	0.0	0.0	减：所得税	10.8	18.8	28.4	45.2
金融资产投资	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	64.5	111.9	168.6	268.9
长期待摊费用	7.4	7.4	7.4	7.4	减：少数股东损益	0.8	1.4	2.2	3.5
其他非流动资产	22.2	22.2	22.2	22.2	归属母公司股东净利润	63.6	110.5	166.5	265.4
资产总计	1,050.6	1,359.9	2,083.4	3,134.8	**现金流量表**	2019	2020E	2021E	2022E
短期借款	75.0	205.9	820.5	1,542.5	经营活动现金流量净额	22.1	8.4	15.3	15.4
应付票据及账款	74.9	171.2	195.7	373.4	投资活动现金流量净额	-3.6	-100.0	-500.0	-500.0
预收账款	18.9	39.8	48.3	89.0	筹资活动现金流量净额	-23.6	77.1	514.5	534.5
其他应付款	3.5	3.5	3.5	3.5	现金净增加额（减）	-5.0	-14.5	29.8	49.9
长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	**主要财务比率**	2019	2020E	2021E	2022E
其他负债	72.1	93.1	101.6	142.3	毛利率	50.4%	52.4%	52.8%	53.0%
负债合计	222.0	470.2	1,117.7	2,058.2	销售净利率	20.3%	21.7%	21.8%	22.3%
资本公积	352.6	352.6	352.6	352.6	ROE	7.7%	12.5%	17.4%	24.9%
留存收益	373.3	433.1	506.8	614.3	销售收入增长率	-0.6%	62.4%	50.1%	55.9%
归属母公司股东权益	826.0	885.7	959.5	1,066.9	净利润增长率	-15.0%	73.7%	50.7%	59.4%
少数股东权益	2.5	4.0	6.2	9.6	股东权益增长率	-3.4%	7.2%	8.3%	11.2%
股东权益合计	828.5	889.7	965.6	1,076.6	资产负债率	21.1%	34.6%	53.7%	65.7%

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%～20%；

中性：相对市场表现在－10%～＋10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。