证券研究报告—动态报告

新三板

电气设备

球冠电缆(834682)

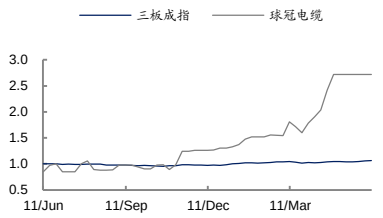
精选层公司快评

增持

（首次评级）

2020 年 06 月 16 日

一年该股与三板成指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	120/22
总市值/流通(百万元)	1502/270
上证综指/深圳成指	2890/11192
12 个月最高/最低(元)	12.52/4.1

证券分析师：张子恒
电话：075581981863
E-MAIL：zhangziheng1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100001

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

国家电网电力电缆供应商

- **电缆行业第二梯队，国家电网核心供应商**

  公司主营电力电缆（包括低压、中压、高压）、电气装备用电线电缆、裸电线等三大类，是国家电网（贡献收入 50%以上）、南方电网、各地电力系统的主要供应商，产品广泛应用于电网建设及改造工程、广州亚运、轨道交通（各地地铁项目）等重点工程项目。公司成功实现产品转型升级，可供应新一代电缆产品，包括轨道交通电缆、特种用途高、中、低压线缆、新能源电缆、超高压直流电缆、军工电缆。公司 2019 年实现收入 21.76 亿(+7.03%)，扣非净利润 0.74 亿(+28.07%)，位于全国电缆行业第二梯队，逐步由区域性企业转向全国销售。

- **万亿市场规模，中低端亟待去产能**

  2019 年电缆行业市场规模达到 1.03 万亿(+5.86%)，CR10 不足 10%，对比美国在 70%左右；行业内企业数量众多，中低端产能过剩，整体价格承压。未来行业发展方向仍然是中低端产品的整合去产能，企业技术创新，产品不断升级，进行高端领域的突破。

- **募集 3.32 亿元，加强轨道交通及数控机床特种电缆**

  公司产品未来仍受益于基建及新兴产业的需求增长：1）国家将继续推动电网建设及升级改造、铁路及城市轨道交建设；2）新兴需求来自新能源汽车及充电桩、新能源发电等新能源领域，以及智能制造的数控机床领域。公司此次募集 3.32 亿元，主要用于加强轨道交通业务，同时切入数控机床电缆新品类。

- **风险提示：**中低端产能过剩；应收账款占比较高；铜价波动。

- **投资建议：首次给予“增持”评级。**

  我们测算得到公司 2020-2022 年收入预计分别为 22.85/26.98/29.13 亿元；归属母公司净利润 0.84/1.05/1.23 亿元，利润同比增长 5.64%/25.25%/16.96%；对应每股收益分别为 0.7/0.88/1.03 元，对应 PE 估值 17.8x、14.2x、12.2x。公司面临一定的现金流压力，首次给予“增持评级”。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,033	2,176	2,285	2,698	2,913
(+/-%)	*28.2%*	*7.0%*	*5.0%*	*18.0%*	*8.0%*
净利润(百万元)	55	80	84	105	123
(+/-%)	*-3.0%*	*44.6%*	*5.6%*	*25.2%*	*17.0%*
摊薄每股收益(元)	0.46	0.66	0.70	0.88	1.03
EBIT Margin	8.6%	8.6%	5.8%	6.0%	6.3%
净资产收益率(ROE)	11.4%	14.7%	14.6%	17.0%	18.4%
市盈率(PE)	27.3	18.9	17.8	14.2	12.2
EV/EBITDA	12.5	11.7	15.6	13.9	12.5
市净率(PB)	3.11	2.76	2.60	2.43	2.25

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

国家电网电力电缆供应商，稳步推进产品转型升级

公司成立于 2006 年 12 月，于 2015 年 12 月新三板挂牌，主营业务为电线电缆，按产品可分为电力电缆（包括低压、中压、高压）、电气装备用电线电缆（包括电线、控制电缆、计算机电缆、网络线）、裸电线类产品三个大类，应用涉及电力、能源、交通、智能装备、石化、冶金、工矿、通讯、建筑工程等多个领域。

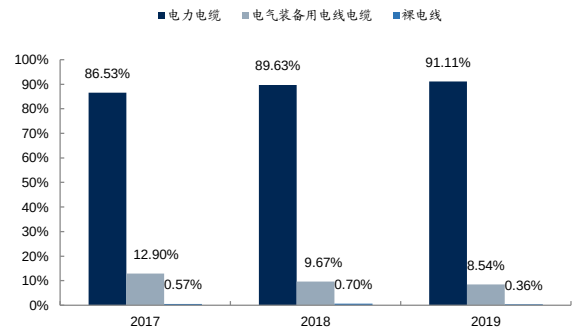
公司是国家电网、南方电网、各地电力系统（发电、供电）的主要供应商，产品广泛应用于电网建设及改造工程、广州亚运、轨道交通（宁波地铁、南宁地铁、东莞地铁、南京地铁、广州地铁、北京地铁、石家庄地铁，深圳地铁）、联合国部队建设工程等国内外多个重点工程项目。

公司近年来加大科研投入，从用途分类来看，成功实现产品转型升级，新一代电缆产品包括轨道交通电缆、特种用途高、中、低压线缆、新能源电缆、超高压直流电缆、军工电缆。

陈永明及其控制的托马斯、兴邦投资合计控制公司 54.26%股权，陈立通过其控制的天地国际持有公司 25.00%股权，陈永明、陈立父女合计控制公司 79.26%股权。董事长陈永明是高级经济师，历任致公党中央委员会中央社会发展与服务委员会委员、宁波市政协常委、宁波市北仑区人大代表、宁波市工商联副主席、宁波电线电缆商会会长。董事长最初接管宁波北仑电线二厂，担任厂长，后改名为宁波球冠电线电缆制造公司，2000 年进行股份制改革；经过不断发展，成立球冠集团，剥离核心电缆业务，并于 2006 年设立本公司。

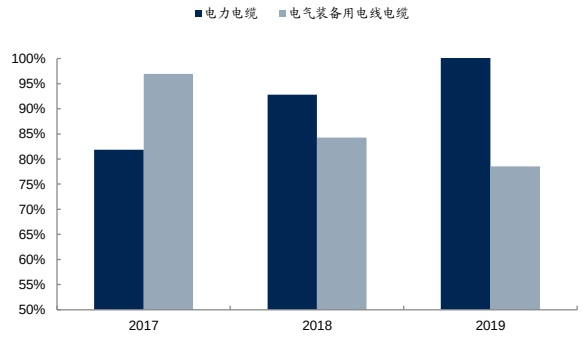
公司不断聚焦核心产品，2019 年电力电缆收入占比上升至 91.11%，产能利用率目前超过 100%；其中高毛利率品类“高压电力电缆”总收入占比由 7-8%上升至 9.91%，毛利率 18.84%，高于电力电缆整体毛利率的 13.27%。其他产品电气装备用电线电缆、裸电线 2019 年收入占比分别为 8.54%、0.36%。

图 1：2017-2019 公司收入构成（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：2017-2019 公司产能利用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

按国家电网整合后口径披露的前五名客户情况显示，国家电网贡献公司收入超过 50%，一直都是公司重要战略客户。

表 1：2019 公司前五大客户

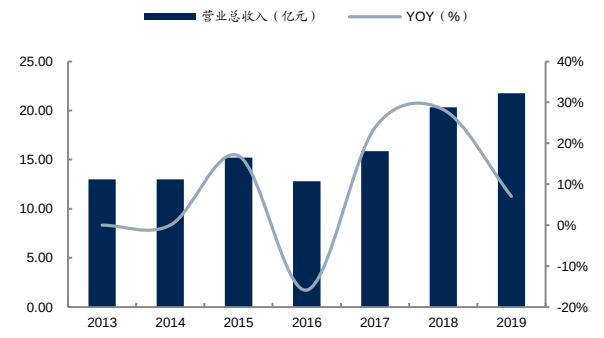
序号	客户名称	销售内容	营业收入（万元）	占营业收入的比例（%）
1	国家电网	电力电缆、电气装备用电线电缆、裸电线	109,063.35	50.12
2	宁波永耀电力投资集团有限公司	电力电缆	10,552.08	4.85
3	深圳市地铁集团有限公司	电力电缆	6,104.31	2.81
4	宁波宝冠电缆有限公司	电力电缆、电气装备用电线电缆	5,879.66	2.7
5	中铁二局集团电务工程有	电力电缆	4,522.06	2.08

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利能力回升，铜价影响较大

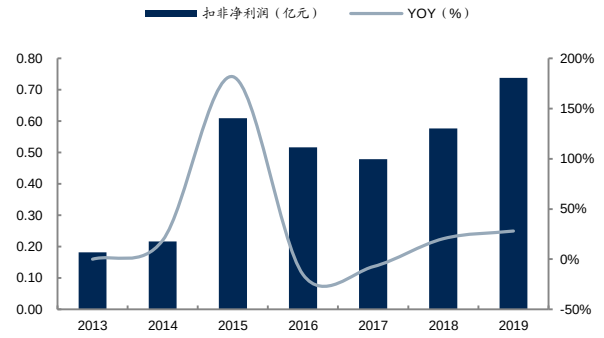
公司 2019 年实现营业收入 21.76 亿（+7.03%），五年 CAGR 达到 10.83%；扣非利润规模 0.74 亿（+28.07%），五年 CAGR 达到 27.81%，近年利润规模总体在 5000 万以上。公司原料采购受到铜价影响较大，通常通过锁定合同中原料采购的定价，来规避此类业绩波动，但仍然存在期限的错配。2017 年铜价上涨至高峰，导致公司毛利率普遍下滑，利润规模进入低谷；2018 年因铜价的历史高位，反而推动了公司销售单价上升，收入规模实现较高的增长；2019 年铜价回落，叠加新业务的拓展，收入利润双增长，但利润增长的修复比收入更高。

图 3：2013-2019 公司营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

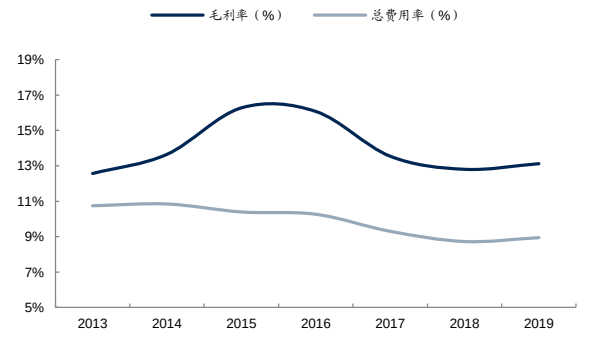
图 4：2013-2019 公司扣非净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

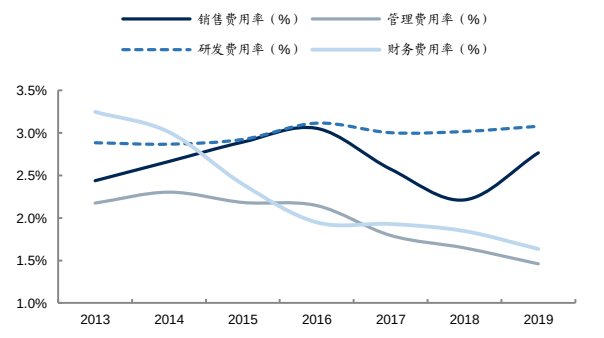
2015 年为铜价最低谷的区间，因此公司综合毛利率处于较高的水平，近期有所回落。总费用率呈现平缓下降的趋势，其中管理、财务费用率控制得当；研发费用率稳定在 3%左右；销售费用率 2019 年陡然上升至 2.77%，主要由于随着中标订单的增多，中标服务费增长较快。公司主要通过招投标方式获取订单，按比例给招标机构支付服务费。

图 5：2013-2019 公司毛利率、总费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

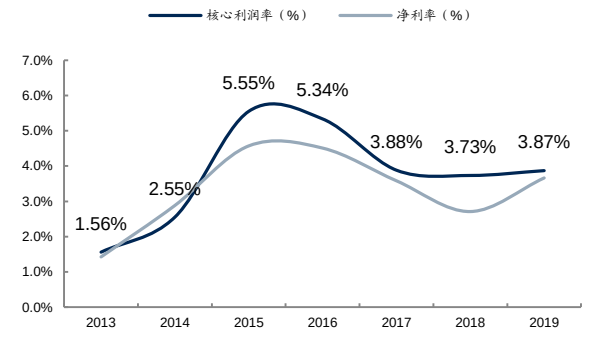
图 6：2013-2019 公司四项费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

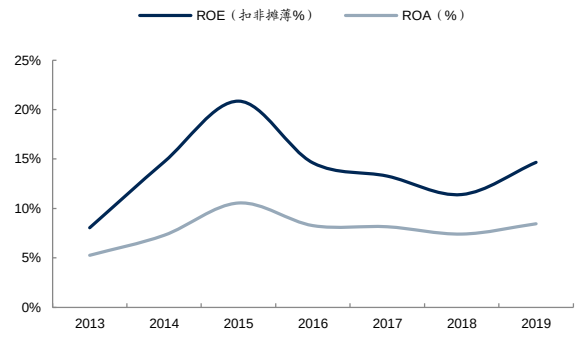
公司近三年核心利润率在 3.8%左右，较为平稳。2019 年净利率为 3.66%（+0.95pct），改善比核心利润更明显，主要系资产减值损失的减少所致；ROE、ROA 分别为 14.67%、8.45%。

图 7：2013-2019 公司核心利润率、净利率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：核心利润率=毛利率-四项费用率-税金及附加

图 8：2013-2019 公司 ROE（扣非摊薄，%）、ROA（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
ROA：总资产报酬率

募集 3.32 亿元，加强轨道交通及数控机床特种电缆

公司本次拟募集资金 3.32 亿，总规划投资 4.35 亿；其中 2.36 亿（募集 1.33 亿）用于研发和生产轨道交通、数控机床的特种电缆项目；另有 1.8 亿改善公司现金流，降低回款周期过长的压力。

表 2：公司此次发行募投项目

项目	产能	总投资（亿）	配套募集资金（亿）
城市轨道交通及装备用环保型特种电缆建设项目：			
轨道交通车辆用特种电缆	4,000km	N/A	N/A
轨道交通工程用特种电缆	2,500km	N/A	N/A
数控机床用特种电缆	5,500km	N/A	N/A
合计	12,000km	2.36	1.33
电线电缆研发中心建设项目	N/A	0.19	0.19
补充流动资金	N/A	1.8	1.8
合计募集	N/A	4.35	3.32

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议

我们测算得到公司 2020-2022 年收入预计分别为 22.85/26.98/29.13 亿元；归属母公司净利润 0.84/1.05/1.23 亿元，利润同比增长 5.64%/25.25%/16.96%；对应每股收益分别为 0.7/0.88/1.03 元，对应 PE 估值 17.8x、14.2x、12.2x。公司面临一定的现金流压力，首次给予“增持评级”。

风险提示

一、**中低端产能过剩的风险：**国内的电线电缆企业数量众多、产业集中度低，普遍存在技术落后、自主创新能力不足等问题，致使行业中低端产品产能过剩，市场竞争激烈，容易形成价格战。

二、**应收账款占比较高的风险：**公司应收账款占收入比例在 30%以上，占总资产比例 45%左右。下游客户多为大型电力公司、主管部门、大型项目施工方，客户在产业链中处于相对强势地位，货款审批及支付周期较长，且一般会保留货款总额的 5%-10%作为质量保证金，在电缆企业交货后一到三年后支付。此类项目模式导致公司应收账款金额较大，周转较慢，而原材料采购的账期较短，因此现金流错配，较为紧张。

三、**铜价波动导致的风险：**公司产品的主要原材料为铜材，铜价波动直接显著影响产品成本，公司利润率走势基本上与铜价呈负相关。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	156	150	150	150
应收款项	690	783	924	998
存货净额	247	269	317	342
其他流动资产	56	46	54	58
流动资产合计	**1150**	**1247**	**1445**	**1548**
固定资产	279	300	299	296
无形资产及其他	77	74	71	68
投资性房地产	10	10	10	10
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**1516**	**1632**	**1825**	**1922**
短期借款及交易性金融负债	600	660	751	768
应付款项	264	269	317	342
其他流动负债	45	64	75	81
流动负债合计	**910**	**992**	**1143**	**1191**
长期借款及应付债券	58	58	58	58
其他长期负债	4	4	4	4
长期负债合计	**62**	**62**	**62**	**62**
负债合计	**972**	**1055**	**1206**	**1253**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	543	577	619	669
负债和股东权益总计	**1516**	**1632**	**1825**	**1922**

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.66	0.70	0.88	1.03
每股红利	0.40	0.42	0.53	0.62
每股净资产	4.53	4.81	5.16	5.57
ROIC	14%	9%	10%	11%
ROE	15%	15%	17%	18%
毛利率	13%	13%	13%	14%
EBIT Margin	9%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	10%	7%	7%	8%
收入增长	7%	5%	18%	8%
净利润增长率	45%	6%	25%	17%
资产负债率	64%	65%	66%	65%
息率	3.2%	3.4%	4.2%	4.9%
P/E	18.9	17.8	14.2	12.2
P/B	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	11.7	15.6	13.9	12.5

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2176**	**2285**	**2698**	**2913**
营业成本	1890	1983	2334	2519
营业税金及附加	7	8	9	10
销售费用	60	63	74	80
管理费用	32	99	119	120
财务费用	36	35	39	42
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
其他收入	(61)	0	0	0
营业利润	92	97	122	143
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	**92**	**97**	**122**	**143**
所得税费用	12	13	16	19
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**80**	**84**	**105**	**123**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	**80**	**84**	**105**	**123**
资产减值准备	(9)	0	(0)	(0)
折旧摊销	24	31	34	36
公允价值变动损失	(1)	0	0	0
财务费用	36	35	39	42
营运资本变动	(4)	(81)	(138)	(72)
其它	9	(0)	0	0
经营活动现金流	**98**	**35**	**2**	**87**
资本开支	(35)	(50)	(30)	(30)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(35)**	**(50)**	**(30)**	**(30)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	21	0	0	0
支付股利、利息	(47)	(51)	(63)	(74)
其它融资现金流	2	60	92	17
融资活动现金流	**(51)**	**9**	**28**	**(57)**
现金净变动	**12**	**(6)**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	144	156	150	150
货币资金的期末余额	156	150	150	150
企业自由现金流	147	15	5	94
权益自由现金流	169	44	63	74

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032