

投资评级: 买入 (维持评级)

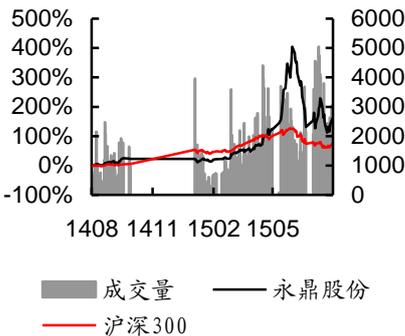
当前价格(元): 20.86
合理价格区间(元): 24.80~31.00

康志毅 执业证书编号: S0570512070023
研究员 010-63211166-877
kangzhiyi@htsc.com

相关研究

- 1 《传统业务低于预期 静待超导速度》 2011.08
- 2 《超导的中国速度》 2011.05
- 3 《永鼎股份(600105):多元化经营 未来发展仍可期》 2010.03

股价走势图



海外 EPC、汽车后服务市场业务再造永鼎

永鼎股份(600105)

投资要点:

三大主业齐头并进。 光电缆企业转型成为行业共识, 永鼎股份抓住自身优势, 形成通信光电缆、海外工程承揽 (EPC)、汽车线束 (将入汽车后服务市场) 三大主业。传统光电缆业务受益于需求回暖, 稳步增长; 海外 EPC 业务在东南亚、非洲获得市场认可, 2016-2017 年进入快速增长期; 收购金亭, 延伸汽车线束产业链, 展望万亿汽车后服务市场。

需求回暖保证光通信业务稳健增长, 争夺新材料制高点。 永鼎连续多年排名光纤光缆行业前十, 受益行业需求好转。根据我们对光纤光缆厂商的调研情况分析, 今年由于受到 4G 建设以及固网宽带投入的增长, 光纤光缆需求量出现了明显复苏, 产能利用率上升, 光纤价格已经小幅提升, 达到 53、54 元/芯公里。光纤预制棒的反倾销, 促使份额向大厂集中。公司承担 863 超导课题, 超导线缆有望在 2016 年大规模商用。

海外 EPC 工程即将发力。 从 2007 年起永鼎泰富率先“走出去”, 通过多年在海外市场的耕耘和培育, 在东南亚国家的传统市场取得了良好业绩, 同时开拓了非洲等新兴市场。随着国家“一带一路”战略实施、各级政府及银行的大力支持, 公司海外 EPC 业务将发力, 今年 3 月份公司与某国业主签订 MOU, 可保证未来 3-5 年快速增长。

收购金亭, 展望汽车后服务市场。 金亭为最大内资汽车线束生产企业, 服务于上海大众汽车、上海通用汽车、上海汽车、康明斯等知名客户, 随着 2016、2017 年公司在车型上的入围, 预计金亭净利润将保持 15-25% 的增长速度。同时利用公司传输互联技术、与车企的稳固关系、东昌 70 多家 4S 店, 将进入万亿空间的汽车后服务市场, 并从车载终端作为切入点。

员工持股激发活力。 公司 8 月份公布员工持股计划, 1:1 比例配资后的上限为 6000 万元, 锁定期为 12 个月, 存续期为 24 个月, 其中董监高认购 2430 万元, 占 81%。员工持股可有效激发高管积极性, 确保业务不断取得突破。

给予“买入”评级。 预计公司 2015-2017 年每股收益分别为 0.38 元、0.62 元、0.84 元, 未来三年净利润的复合增长率达到 40%, 对应市盈率分别为 53 倍、33 倍、24 倍。与相似公司比较, 估值较低, 因此给予“买入”评级。

风险提示: 海外 EPC 项目收入确认滞后; 外延并购进度低于预期。

公司基本资料

总股本(百万)	472.50
流通 A 股(百万)	380.95
52 周内股价区间(元)	7.89-40.23
总市值(百万)	9,856.28
总资产(百万)	2,509.71
每股净资产(元)	4.50

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	1,928.87	2,778.67	4,085.92	5,364.75
+/-%	69.41%	44.06%	47.05%	31.30%
净利润(百万)	143.44	181.48	291.48	398.56
+/-%	-20.05%	26.52%	60.62%	36.74%
EPS	0.30	0.38	0.62	0.84
PE	68.71	54.31	33.81	24.73

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

正文目录

一、战略布局明确，转型紧抓自身优势	4
1.1 收购金亭线束，三大主业已成型	4
1.2 转型紧抓自身优势	4
二、光通信主业稳健，争夺新材料制高点	5
2.1 光纤光缆需求复苏，价格反弹	5
光纤光缆需求复苏	5
光纤价格企稳反弹	6
2.2 连续多年光纤光缆十强	6
2.3 争夺新材料制高点	7
二代超导载流能力倍增	7
高温超导市场广阔	8
承担 863 课题，有望大规模商业化	8
三、海外 EPC 工程即将发力	8
3.1 “一带一路”战略助海外工程承包市场快速增长	8
3.2 融资支持、强强联合	10
银行、政府部门融资支持	10
强强联合，新兴市场布局完善	11
3.3 未来 3-5 年高增长可期	12
四、收购金亭，展望汽车后服务市场	12
4.1 受益于电子化新能源化	13
4.2 最大的内资汽车线束企业	13
4.3 依托东昌汽车及金亭拓展汽车后服务市场	15
五、盈利预测与估值讨论	16
5.1 分业务预测假设	16
5.2 估值讨论	17
5.3 员工持股计划提高积极性	17
风险提示	17

图表目录

图 1: 永鼎股份主营业务收入结构（2014 年备考数据）	4
图 2: 光电缆企业转型的三大方向	5
图 3: 中国光纤光缆需求量	5
图 4: 全球光纤光缆需求量	5

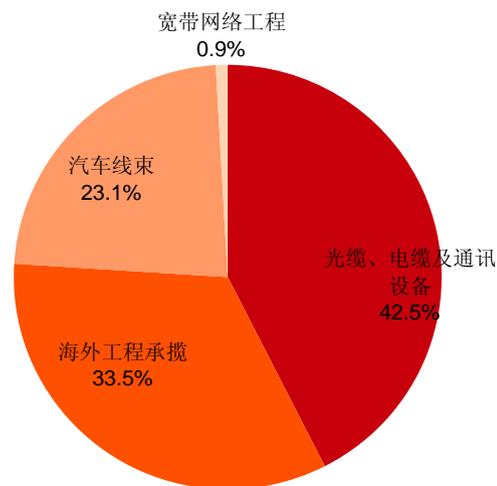
图 5:	2001-2014 年光纤价格变化趋势	6
图 6:	永鼎股份光缆销量	7
图 7:	高温超导电缆示意图	7
图 8:	2010-2014 年我国对外承包工程业务新签订单	9
图 9:	2014 年我国对外承包工程业务新签订单区域分布情况	9
图 10:	2010-2014 年海外电力工程承包项目新签订单	10
图 11:	2012 年海外承包工程新签订单行业分布	10
图 12:	EPC 项目资金来源为项目融资及自筹资金	10
图 13:	2010-2014 年我国外汇储备情况	11
图 14:	EPC 项目实施流程	11
图 15:	永鼎股份海外工程承包收入规模及增长率	11
图 16:	金亭线束产品在整车上的应用示意图	12
图 17:	全球汽车线束市场规模	13
图 18:	全球汽车线束市场份额	13
图 19:	金亭线束及子公司波特尼股权关系	14
图 20:	金亭线束营业收入及预测	15
图 21:	金亭线束净利润及预测	15
图 22:	永鼎股份汽车后服务市场发展战略	15
图 23:	我国前装车载终端市场产量	16
图 24:	我国后装车载终端市场产量	16
表格 1:	2013 年以来永鼎泰富中标情况	12
表格 2:	2013、2014 年金亭提供线束产品车型	14
表格 3:	永鼎股份分业务预测	16
表格 4:	估值水平比较	17

一、战略布局明确，转型紧抓自身优势

1.1 收购金亭线束，三大主业已成型

永鼎股份创建于1978年，位于苏州市吴江区汾湖高新技术产业开发区，相比其他光电缆企业，公司起步时间并不晚，公司于1997年在上交所上市，是全国光电缆行业中首家民营上市公司，拥有十余家控股、参股公司。经过三十多年的发展，公司形成通信光电缆、海外工程承揽（EPC）两大业务板块，2015年收购金亭线束后进入汽车线束领域，基于汽车信息化将渗透到汽车后服务市场，进而形成三大业务板块。在收购金亭线束后，公司2014年备考收入规模达到25亿元，净利润规模1.93亿元。

图 1: 永鼎股份主营业务收入结构（2014年备考数据）



资料来源：永鼎股份，华泰证券研究所

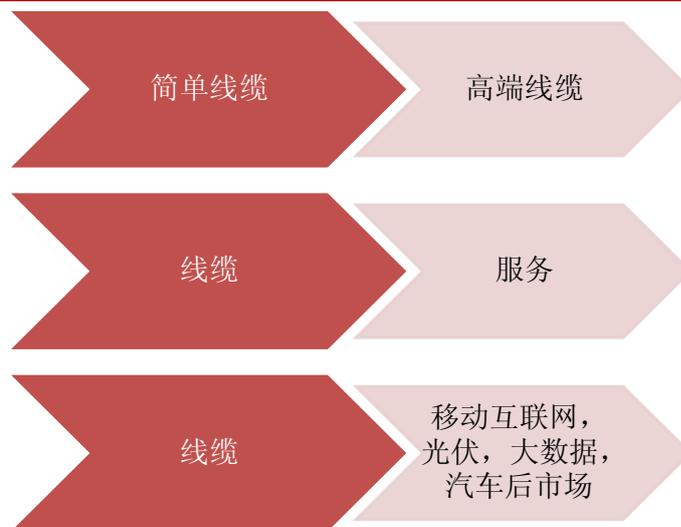
1.2 转型紧抓自身优势

光电缆制造企业转型三大方向。通信行业中，光电缆企业更像是传统制造业，与信息科技的光环看上去有一段距离，产业结构不合理、产能相对过剩、下游议价能力强是阻碍前行的主因，尽管行业偶尔享受需求波动、份额集中带来的欣喜，更多的时候则为过度竞争。光电缆企业转型升级已经是行业共识，“易穷则变，变则通，通则久”，用在光电缆企业上面再好不过，如亨通光电、中天科技、通鼎互联、永鼎股份上市公司等都在进行延伸产业链、跨领域并购。从产业发展逻辑角度看，转型方向主要有三类：（1）第一类为基于原有主业外延，从简单制造到高端制造，提高附加值，新增高毛利率的产品，如海缆、特种导线、漏泄电缆、新能源线缆等。（2）第二类为从产品向服务转型，提供硬件产品的同时提供服务外包，如通信电力工程、海缆工程等。（3）第三类为大幅度转型或跨领域并购，进入它们相对陌生的移动互联网、光伏、大数据、汽车后服务市场等行业。三类转型方向不独立，转型方向同时并行。

强化竞争优势，海外 EPC 和汽车后服务市场业务再造永鼎。永鼎股份2007年实施“走出去”战略，在东南亚、非洲市场深耕多年，获得了从地方、省级、国家级政府部门及银行的政策扶持，在“一带一路”战略方针指引下，公司海外 EPC 业务有望在2016、2017年大踏步前进，成为第一大主业。2015年永鼎完成对金亭线束的收购后，成为内资最大的汽车线束生产商，为上海大众、上海通用、沃尔沃等品牌车企提供汽车线束，2016、2017年随着入围新车型的上市，金亭业绩会加快增长，同时延伸线束业务，利用公司传输互联技术、与车企的稳固关系、东昌70多家4S店，进入万亿空间的汽车后服务市场，并从车载终端

作为切入点。

图 2: 光电缆企业转型的三大方向



资料来源: 华泰证券研究所

二、光通信主业稳健，争夺新材料制高点

2.1 光纤光缆需求复苏，价格反弹

光纤光缆需求复苏

根据 CRU 的统计，2014 年我国光纤光缆需求量为 1.41 亿芯公里，同比增长 8% 左右，全球光纤光缆需求量为 3.16 亿芯公里，同比增长 10.9%，全球其他地域需求增长快于我国市场。根据我们对光纤光缆厂商的调研情况分析，今年由于受到 4G 建设以及固网宽带投入的增长，光纤光缆需求量出现了明显复苏，产能利用率上升，国内需求量有 15% 以上的增速。

根据 2015 年运营商资本开支规划，4G 资本开支将达到 1600 亿元，同比增长 55%；固网宽带投入约为 500 亿元，同比增长 10% 左右，同时传输网络因数据流量上升，也出现一定幅度增长。

图 3: 中国光纤光缆需求量



资料来源: CRU, 华泰证券研究所

图 4: 全球光纤光缆需求量



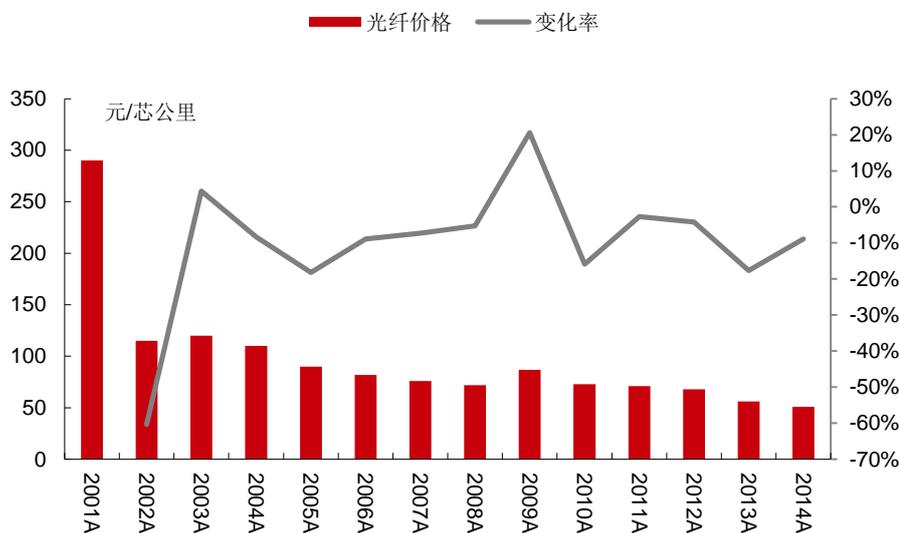
资料来源: CRU, 华泰证券研究所

光纤价格企稳反弹

据相关行业统计，我国的线缆制造企业数目已经超过了 3000 家，光缆制造商数目已经超过 100 家，但是其中大多数还不具备拉制光纤的能力，需要外购光纤。2014 年全球有 56 家能拉制光纤的工厂，而其中 25 家在我国，而在 2009 年当时全球有 44 家能生产光纤的工厂，只有 13 家在中国，所以在过去 5 年我国建立了 12 家新的光纤生产工厂，同时其他国家没有再建设新的光纤产能，国内产能供过于求导致过去几年光纤价格下滑过快。

去年光纤集采价格在 50 元/芯公里上下，今年随着需求的转好，光纤价格已经小幅提升，达到 53、54 元/芯公里。我们认为今年运营商的集采价格继续下降的可能性小，甚至可能出现小幅提价。我们认为主要来自两点原因：（1）大型企业走向海外市场消化产能，国内光纤光缆需求转好，造成供应紧张。（2）光棒反倾销加速行业整合，小公司不敢低报价，份额向大型企业集中。

图 5: 2001-2014 年光纤价格变化趋势



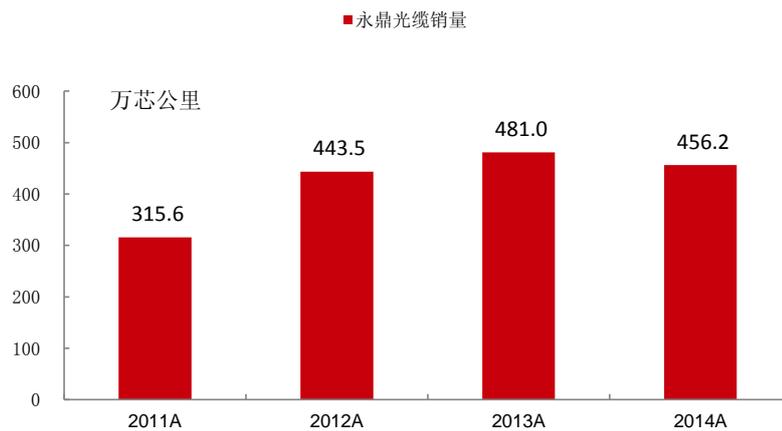
资料来源：华泰证券研究所

2.2 连续多年光纤光缆十强

永鼎股份连续多年在光纤光缆企业排名中进入前十，其拥有光纤产能 800 万芯公里，光缆产能 1400 万芯公里，产品包括通信光缆、通信电缆、特种光缆、软光缆、ADSS 和 OPGW 电力光缆、数据电缆、光器件等通信系列等，国家一级干线工程、国家重点工程、地铁、轻轨、水利、航空航天等均采用公司通信线缆产品，部分产品出口南美、南非、东亚、东南亚等四十多个国家和地区。同时正从单一光电缆产品转向提供通信系统集成解决方案。

由于市场竞争较为激烈，永鼎整合光通信和铜缆业务，实现了从单一线缆产品到三网融合、多网融合产品的转变，从普通线缆升级到航空航天、节能环保及新能源领域的特种线缆，也从单一的产品提供发展到解决方案及服务提供商。

图 6: 永鼎股份光缆销量



资料来源: 永鼎股份, 华泰证券研究所

2.3 争夺新材料制高点

二代超导载流能力倍增

1911年荷兰物理学家昂内斯发现汞在零下269摄氏度下电阻突然将为零, 这一现象被称为超导现象。迄今为止, 源于超导研究的诺贝尔物理学奖共有5次, 10人获奖。因为超导材料具有无电阻的理想导电性能, 所以其在工业、国防、科学研究、医学等领域的巨大应用前景使得各国政府都极为重视超导技术的研究。

习惯上将稀土氧化物超导材料称为高温超导材料, 第一代高温超导带材以铋系(铋-锶-钙-铜-氧)高温超导材料为主。自2000年以后, 美、日、德等国加强了第二代高温超导带材的研发工作。所谓第二代高温超导带材, 就是采用各种镀膜手段在很薄的传统金属基带上镀一层大约1到几个微米厚的稀土氧化物高温超导薄膜, 以实现超大电流的传输。第二代高温超导带材以钇系(钇-钡-铜-氧)高温超导材料为主。与传统的铜导线相比, 相同横截面积第二代高温超导带材的载流能力是铜导线的几百倍。

图 7: 高温超导电缆示意图



资料来源: 互联网, 华泰证券研究所

高温超导市场广阔

1986年高温超导材料发现至今，研制技术经过约30年发展已经取得长足的进步，美国、日本和德国的研发机构先后研制成功了长度超过100米且能够传输100安培以上超导电流的第二代高温超导带材，目前已达公里级。从国际上最新进展情况来看，随着示范性项目的逐渐增多，高温超导带材的成本有望大幅降低，已处于大规模市场化应用的边缘。据美国有关部门的市场预测表明，到2020年全世界超导电缆应用的总市场将达到2440亿美元，高温超导电缆约占5%，全世界现有总长约13万公里的地下电缆将会被高温超导电力电缆所陆续取代。

我国电网的电能损耗约占总发电量的9%，其中90%是线损，相当于2-3个三峡电站，若用更换高温超导电缆，至少节约500亿元用电量。电线电缆行业统计资料表明，我国10千伏及以上交联聚乙烯绝缘电力电缆的年需求量约为10万公里，假如其总量的5%被高温超导电缆所取代，则高温超导电缆在我国每年的需求总量将会达到5000公里。我国新材料十二五规划也指出，要发展高温超导千米长线、高温超导薄膜材料规模化制备技术，满足核磁共振成像、超导电缆、无线通信等需求。

承担863课题，有望大规模商业化

2010年12月永鼎股份出资人民币7200万元设立全资子公司苏州力鼎新材料有限公司（后变更为苏州新材料研究所有限公司），负责实施超导线材制备及超导电力装备研发生产项目，并与中科院电工研究所共同开发研究高温超导制备技术前沿项目。

公司投资该项目已有4年，2014年承担了国家863相关课题的研究工作——“高性能涂层导体长带批量化制备技术”，并有望在2016年底前实现千米级长带大规模商业化使用，同时公司还承担了江苏省产学研联合创新资金计划的高温超导项目。另外，新材料公司也具备江苏省武器装备科研生产单位保密资格，为超导产品进入军工试产打下基础。

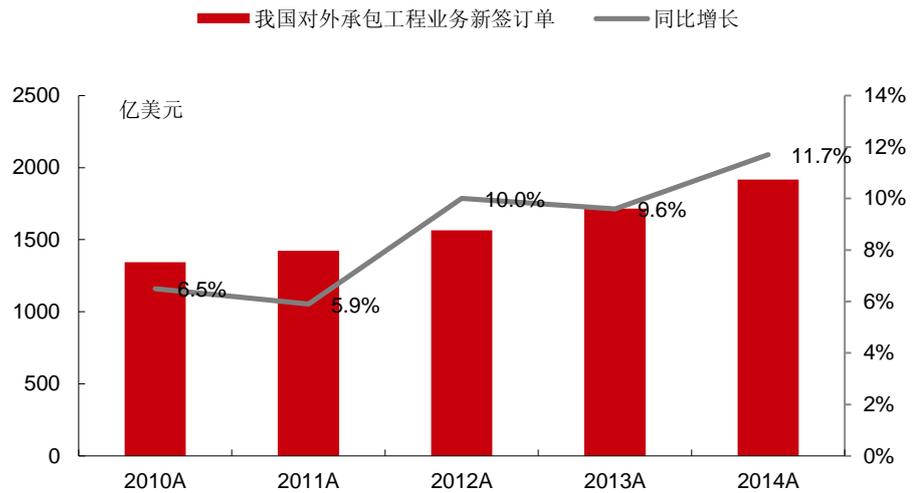
三、海外EPC工程即将发力

永鼎泰富为永鼎股份下属子公司，永鼎股份占51%的股权比例。从2007年起永鼎泰富率先实施“走出去”战略，通过多年在海外市场的耕耘和培育，在东南亚国家的传统市场取得了良好业绩，同时开拓了非洲等新兴市场，累计完成收入超过20亿元人民币，在“一带一路”战略方针下，公司海外EPC业务将要发力。

3.1 “一带一路”战略助海外工程承包市场快速增长

海外承包工程业务增速加快。2014年我国对外承包工程业务完成营业额1421亿美元，约合8000亿元人民币，同比增长3.8%，同时我国对外承包工程业务新签订单规模稳中有升，2014年新签合同额1917.1亿美元，约合人民币1.2万亿元，同比增长11.7%。2014年我国对外承包企业新签合同额在5000万美元以上的项目664个，其中1亿美元以上的项目365个，10亿美元以上的超大项目25个，同比增加16个。随着国家“一带一路”战略的逐渐实施和中国政府倡议筹建的“亚洲基础设施投资银行”即将成立，国内企业面临的海外市场空间更加广阔、项目实施效率更高。

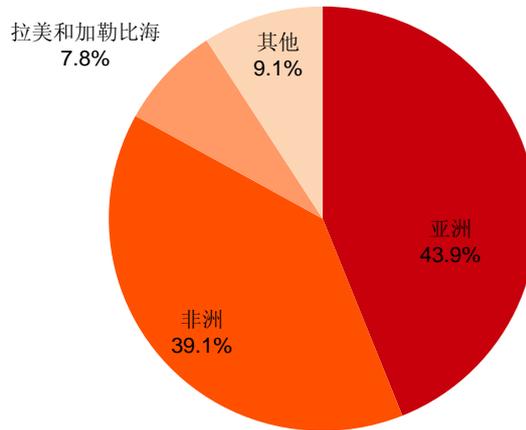
图 8: 2010-2014 年我国对外承包工程业务新签订单



资料来源: 商务部, 华泰证券研究所

亚洲、非洲为主战场, 2015 年增长抬头。从分区域看亚洲、非洲是我国海外承包工程项目的主战场, 2014 年超过 80% 的订单来自这两个区域, 订单规模 1600 亿美元, 这对于国内市场日益饱和, 企业产能严重过剩的中国区域具有非常高的吸引力。特别是非洲市场, 数据统计, 2015 年一季度中国企业在非洲的工程承包新签合同额 231.1 亿美元, 同比增长 49.4%, 非洲市场占了海外工程承包新签合同额的 50.7%, 出现快速增长势头。

图 9: 2014 年我国对外承包工程业务新签订单区域分布情况



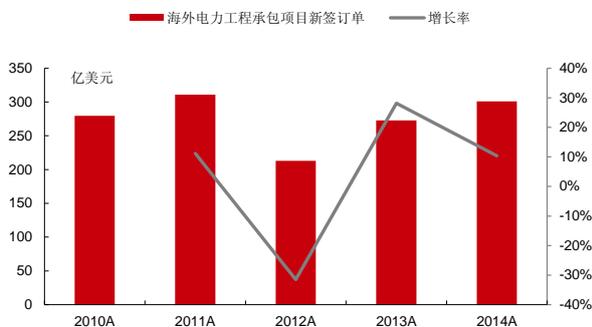
资料来源: 21 世纪, 华泰证券研究所

EPC 工程是电力设备出口的有效载体。近年来我国电力设备海外出口探索高端差异化的工程建设和运营承包模式, 如 BOT、PPP 等, 但 EPC 工程总承包仍然是设备“出海”的最有效载体。

海外电力工程承包项目规模已达 300 亿美元。据统计, 2012 年海外承包电力工程建设新签订单 212.8 亿美元, 占我国企业全部海外工程承包金额的 13.6%, 位居第三位, 仅次于交通运输建设项目和房屋建筑项目。2004 年我国企业承接的海外电力项目中, 合同额超过 1 亿

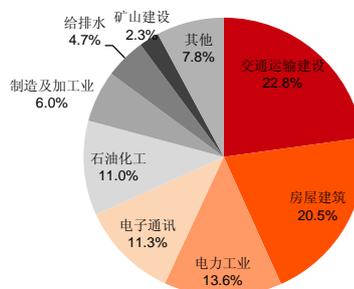
美元的项目仅6个，而2014年突破超过50个。2014年我国电力海外项目签约额约301亿美元，签约总装机容量约2000万千瓦。最近5年我国企业累计出口签约电站总装机容量超过1.8亿千瓦，根据中国电力企业联合会、国家统计局的统计，上述数据与德国电力总装机相当，超过法国、英国等国总量。

图 10: 2010-2014 年海外电力工程承包项目新签订单



资料来源: 经济网, 华泰证券研究所

图 11: 2012 年海外承包工程新签订单行业分布



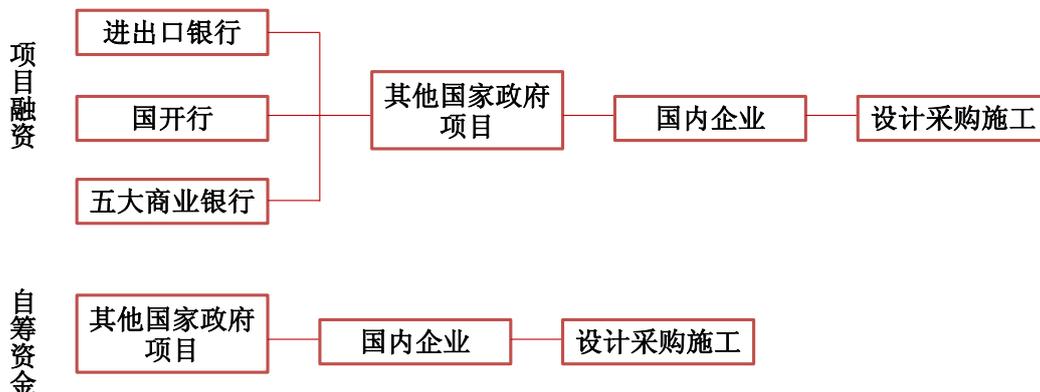
资料来源: 经济网, 华泰证券研究所

3.2 融资支持、强强联合

银行、政府部门融资支持

EPC (Engineering Procurement Construction) 是指公司受业主委托, 按照合同约定对工程建设项目的设计、采购、施工、试运行等实行全过程或若干阶段的承包。在“一带一路”走出去战略的引领下, 我国大批的央企及民企走向海外市场, 主要承接三类项目: (1) 资源开发型项目: 石油、天然气、铁、铜等; (2) 基础设施项目: 铁路、公路、港口、电力、通讯等, 而这也是借助于融资最多的领域; (3) 制造业项目。EPC 基础设施类项目设计金额较大, 发展中国家资金匮乏, 往往需要我国的政策银行及商业的贷款融资, 约有 65% 的国际工程项目需要带资承包, 而在发展中国家的比例会更高。

图 12: EPC 项目资金来源为项目融资及自筹资金

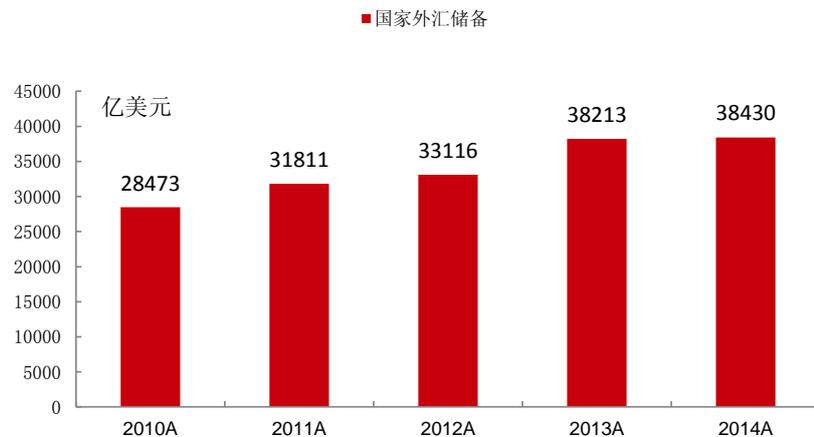


资料来源: 华泰证券研究所

庞大外汇储备支持“走出去”战略。虽然我国 2014 年外汇储备仅增加 217 亿美元, 但总量规模庞大, 达到 3.84 万亿美元。巨额外汇储备可用于增加进出口银行、国开行的资本金, 进一步增强信贷能力, 支持国内企业走出去。永鼎泰富自 2007 年走向海外市场, 深耕海外市场, 获得苏州市政府、商务部、政策性银行以及商业银行的大力支持, 目前公司的授信额

度已经达到 30 亿元。

图 13: 2010-2014 年我国外汇储备情况



资料来源: wind, 华泰证券研究所

强强联合, 新兴市场布局完善

联合承揽, 优势互补。海外 EPC 项目为设计采购施工一体化的合约, 涉及环节较多, 单一企业承揽项目往往势力单薄, 特别是与国际上的一些大型的国际承包商竞争中处于劣势, 面临资金困难、技术储备、管理手段不适应等问题, 为了解决这些问题, 我国 EPC 工程也走向联合之路, 使得优势互补、提高效益。永鼎泰富牵头, 联合北京中缆通达电气成套有限公司、福建省电力工程承包公司已经在多个东南亚项目中脱颖而出。

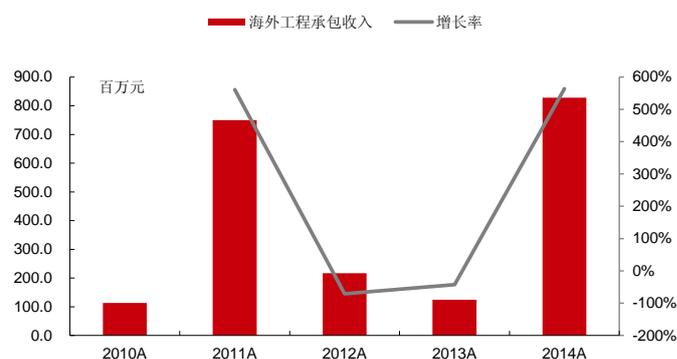
图 14: EPC 项目实施流程



资料来源: 华泰证券研究所

新兴市场布局完善。永鼎泰富集中资源加大在东南亚、中亚、俄罗斯等市场的开发力度, 提前布局潜在的非洲新市场, 并逐步跨越市场准入门槛。公司在孟加拉、老挝、斯里兰卡、缅甸、柬埔寨等地均有办事处, 累计完成海外工程承揽收入超过 20 亿元人民币。

图 15: 永鼎股份海外工程承包收入规模及增长率



资料来源: 永鼎股份, 华泰证券研究所

3.3 未来 3-5 年高增长可期

今年 3 月份公司与某国业主签订 MOU (谅解备忘录), 永鼎将协助业主向中国相关政策性银行申请两国政府之间的 G-G 贷款, 而该国业主拥有并经营着所在国的大部分输变电系统, 并计划对其进行大规模升级、扩建和改造, 包括部分地区的电网开发项目; 输电项目; 输变电扩容项目; 变电站改造和输电提高效能项目; 变电站扩充、改造和修复项目; 部分地区的变电站新建项目等。初步核算该项目涉及金额将会对公司产生重大影响, 我们预计将在 10-20 亿美元之间, 若按照一般项目 3-5 年执行期, 该项目可保证公司 EPC 业务快速增长。

表格 1: 2013 年以来永鼎泰富中标情况

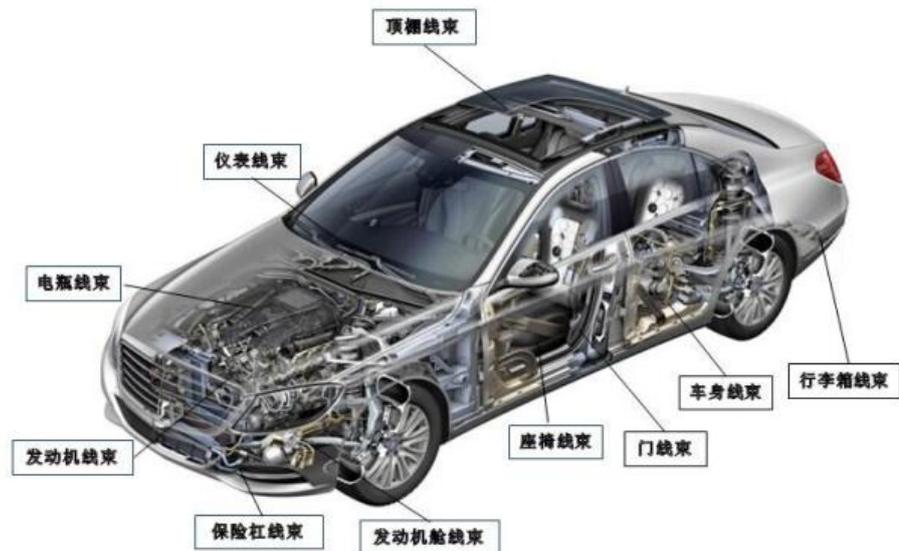
时间	中标情况
2013 年 7 月	中标 1.68 亿美金的孟加拉 KODDA 150MW 电厂总承包工程。
2014 年 3 月	中标埃塞俄比亚“设计、制造、供应、测试和调试新变电站变电设备和一个变电站的扩展”项目, 项目中标金额为 972 万美金。
2015 年 3 月	和业主签订的 MOU, 对所在国大部分输变电系统进行大规模升级、扩建和改造, 涉及金额特别重大。
2015 年 6 月	中标孟加拉达卡供电公司设计、供应、建造、测试及安装 33KV 地下电缆系统交钥匙工程, 约折合人民币 1.58 亿元。

资料来源: 永鼎股份, 华泰证券研究所

四、收购金亭, 展望汽车后服务市场

2015 年永鼎股份通过增发方式收购金亭线束 100% 股权, 跨入汽车线束领域。汽车线束作为汽车的“神经”和“血管”, 包括底盘汽车线束、空调系统线束、车身线束和速度传感器线束等。金亭线束是目前内资企业第一大汽车线缆企业, 客户涵盖上海大众、上海通用、康明斯、沃尔沃等知名汽企, 并且成为上海大众 A 级供应商和上海通用汽车的绿色供应商, 同时也是唯一一家获得沃尔沃线束供应资格的内资企业。

图 16: 金亭线束产品在整车上的应用示意图



资料来源: 永鼎股份, 华泰证券研究所

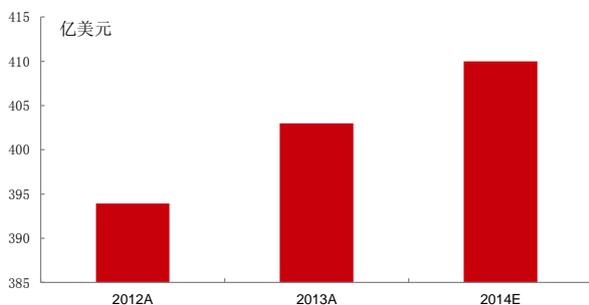
4.1 受益于电子化新能源化

汽车线束整体市场庞大，份额集中

2013年全球汽车线束市场规模为403亿美元，比2012年增长2.3%，预计2014年市场规模达410亿美元，比2013年增长1.6%。据TMR市场研究机构预计，到2021年汽车线束市场规模将增至805亿美元（约合人民币4994.2亿元），期间年复合增长率达到8.6%，GDP持续增长和技术更新换代是汽车线束市场整体发展持续的主要因素。

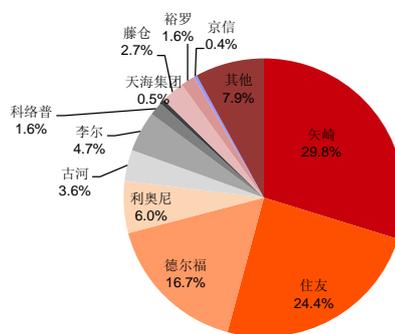
市场集中于巨头手中。全球汽车线束厂家高度垄断，前四大厂家占据了超过75%的市场，除德尔福外都是日本厂家。汽车线束龙头多以电线电缆起家，甚至如住友和古河这样的企业拥有自己的铜矿，成本控制力比较好。和全球汽车线束一样，中国汽车线束产业中，日本企业占了60%左右的份额；其次是韩国厂家，裕罗、京信、悠进三大厂家占了15%左右的份额。

图 17: 全球汽车线束市场规模



资料来源: 华泰证券研究所

图 18: 全球汽车线束市场份额



资料来源: 华泰证券研究所

受益于电子化新能源化，单车“血管”增多

合资品牌需求高于国产品牌。汽车的运行工况和参数通过线束直观的反映在车载电脑上面，可以说是一辆车的神经系统，线束历来被称为汽车“血管”。随着汽车功能的增加，电子控制技术的普遍应用，电气件越来越多，汽车线束的需求也会越来越大。2007年单辆国产汽车对汽车线束的需求总金额为600元-800元，2012年上升至1300元左右。由于合资品牌汽车比国产汽车电子化程度高，汽车销售价格也高于国产汽车故单辆合资品牌汽车配置线束数量和购买的线束总金额也远高于国产汽车，一般单辆汽车线束总采购金额约为国产汽车的2倍至4倍。

新能源汽车线束要求更高。新能源汽车需求表现出强劲的势头增长，2015年7月我国新能源汽车生产2.04万辆，同比增长2.5倍，2015年1-7月新能源汽车累计生产9.89万辆，同比增长3倍。而新能源汽车对线束输送能力、机械强度、绝缘保护和电磁兼容方面都有更高的要求，成本也要比传统汽车线束增加30%-50%，新能源汽车中的线束成本比传统汽车将提高25%-40%。

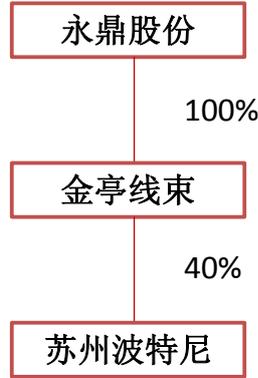
4.2 最大的内资汽车线束企业

前身为合资公司

金亭线束成立于1997年，之前由东昌投资与古河金山电装合资，而古河金山电装又是古河电工（日本）与GP工业的合资公司。基于古河丰富的电缆制造经验，金亭迅速在行业内取

得领先地位，成为行业前十企业，也是最大的内资企业。2015年金亭被永鼎股份收购后，将成为永鼎股份的全资子公司。2004年金亭还与大众波德耐兹公司（后为住友电气波德耐兹公司）成立合资公司——苏州波特尼公司，成为上海大众汽车线束供应商，目前是上海大众A级供应商。

图 19: 金亭线束及子公司波特尼股权关系



资料来源：永鼎股份，华泰证券研究所

客户丰富，关系稳固

汽车零部件供应市场相对封闭，汽车整车厂对零部件供应商选择严格，但一旦进入供应名单，可保证相当长的客户关系，具有较高的资质壁垒。金亭目前的主要客户包括上海大众汽车、上海通用汽车、上海汽车、美国康明斯、东风康明斯、日本小松康明斯、沃尔沃汽车等著名汽车厂商，同时也是江森自控、伟世博等著名汽车零部件厂商的供应商，是少数能够计入外资品牌车厂的国内企业。

金亭为上海通用部分商务车型、科帕奇、凯越、科鲁兹、迈锐宝等车型提供产品，为上海大众 Touran 途安、Octavia 明锐、Lavida 朗逸及 Tiguan 途观提供产品，2014年又成为新朗逸、新帕萨特、新途安及速派（SUPER-B）的线束供应商。另外，金亭还是唯一一家沃尔沃线束的内资企业，又与沃尔沃签订了三款汽车的线束供货协议，预计从2016年开始批量生产。

表格2: 2013、2014年金亭提供线束产品车型

客户名称	项目	签订时间	量产时间
上海大众	昕锐	2013年	2014年
上海大众	凌渡	2013年	2015年
上海大众	朗逸家族	2014年	2015年
上海大众	明锐	2013年	2014年
上海大众	波罗	2013年	2014年
上海大众	野帝	2013年	2014年
上海大众	帕萨特	2014年	2016年
上海大众	晶锐	2014年	2015年
上海大众	桑塔纳	2014年	2015年
上海大众	速派	2014年	2015年
上海大众	途安	2014年	2016年
上海通用	迈瑞宝	2013年	2015年
上海通用	凯越	2013年	2015年
延锋江森	汽车座椅线束	2013年	2014年

沃尔沃	XC60	2013年	2014年
上海佛吉亚汽车座椅有限公司	Omega 座椅线束	2014年	2016年

资料来源：永鼎股份，华泰证券研究所

金亭业绩保持 15-25% 的增长

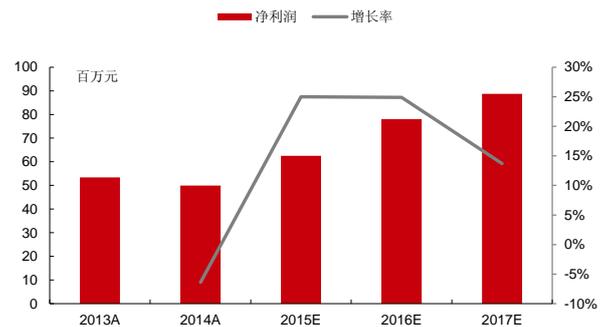
2013年以来金亭线束业绩保持着稳定增长，随着2016、2017年公司在新型号上的入围，预计金亭净利润将保持15-25%的增长速度。

图 20: 金亭线束营业收入及预测



资料来源：永鼎股份，华泰证券研究所

图 21: 金亭线束净利润及预测



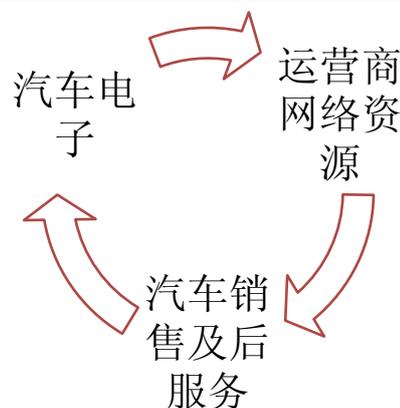
资料来源：永鼎股份，华泰证券研究所

4.3 依托东昌汽车及金亭拓展汽车后服务市场

永鼎股份和东昌集团各出资 50% 成立东昌投资，东昌投资是全球十佳汽车经销商，服务站点覆盖长三角、重庆、天津、东三省、安徽等地，拥有 70 余家汽车经销和授权售后的 4S 店，品牌涵盖宝马、大众、奔驰、通用、沃尔沃等知名车企，同时与汽车整车、汽车配件厂商有着良好的合作关系。

汽车线束是汽车电气化、信息化以及智能化的必要基础，保证汽车正常运转，以金亭线束为契机，公司可开拓中控智能制造等车联网市场，整合上市公司已有的运营商网络资源以及运营公司东昌汽车的 70 多家 4S 店，进而切入汽车后服务市场领域。

图 22: 永鼎股份汽车后服务市场发展策略



资料来源：华泰证券研究所

根据中国汽车工业协会，汽车后服务市场分为9类，包括：汽车配件供应，售后维修服务，汽车后装，汽车金融，二手车及租赁，汽车文化，汽车报废回收，汽车专业市场及其他。永鼎股份可延伸汽车线束产品线后触及车载终端市场，车载终端为集成化产品，即导航、跟踪、娱乐、服务为一体，与公司现有的线束产品均为汽车信息化部件，与公司的发展战略不谋而合。根据中国产业信息网提供的资料显示，2013年我国前装及后装车载终端产量分别178.5万台、961万台，分别同比增长45%、21%，按照前装7000元/台、后装4000元/台计算，前后装市场规模共计510亿元的市场规模。

我们认为公司进入车载终端市场或通过三种途径：（1）与整车企业保持良好的线束供货关系，或渗透其车载终端。（2）与东昌4s合作后，在销售新车的同时搭配车载电子系统（准前装）。（3）直接计入后装市场。

图 23: 我国前装车载终端市场产量

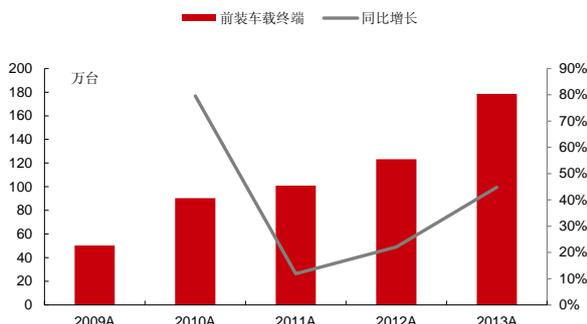
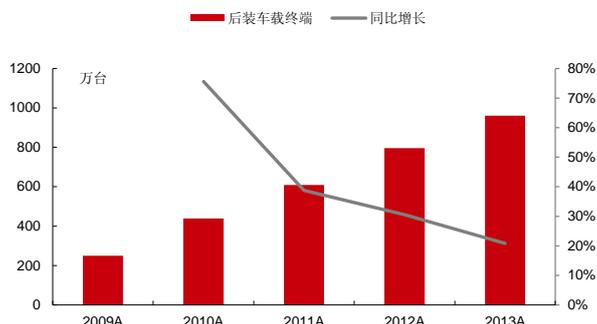


图 24: 我国后装车载终端市场产量



资料来源：产业信息网，华泰证券研究所

资料来源：产业信息网，华泰证券研究所

五、盈利预测与估值讨论

5.1 分业务预测假设

光纤光缆：需求回暖，或有提价，整体毛利率水平保持稳定。

海外工程承揽：在东南亚、非洲市场深耕多年，电力 EPC 工程有望在 2016 年开始发力，并体现出规模效应。

汽车线束：2016 年开始金亭为多个新车型供货，收入增长略有加快，毛利率稳定。

表格3: 永鼎股份分业务预测

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
光缆、电缆及通讯设备						
销售收入 (百万元)	984.2	878.7	1,049.8	1,259.8	1,448.7	1,666.0
增长率 (YoY)	-3.0%	-10.7%	19.5%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	12.6%	15.2%	13.3%	13.5%	13.5%	13.5%
海外工程承揽						
销售收入 (百万元)	216.8	124.7	827.7	869.1	1,912.1	2,868.1
增长率 (YoY)	-71.1%	-42.5%	563.8%	5.0%	120.0%	50.0%
毛利率	12.9%	11.9%	9.3%	11.0%	12.0%	12.0%
汽车线束						
销售收入 (百万元)	676.3	526.6	570.8	627.8	703.2	808.6
增长率 (YoY)	-	-22.1%	8.4%	10.0%	12.0%	15.0%

毛利率	16.6%	10.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源: 华泰证券研究所

5.2 估值讨论

预计公司 2015-2017 年净利润规模分别为 1.81 亿元、2.91 亿元、3.99 亿元，每股收益分别为 0.38 元、0.62 元、0.84 元，对应市盈率分别为 53 倍、33 倍、24 倍。

A 股上市公司中，与公司光纤光缆业务相似的为亨通光电、中天科技，海外工程与亨通光电类似，与汽车线束相似的公司为得润电子、均胜电子、盛路通信。可比公司 15、16 年平均市盈率为 57 倍、41 倍，公司估值水平相对较低，因此给予“买入”评级。

表格4: 估值水平比较

公司简称	代码	总市值	流通市值	股价	每股			市盈率			CAGR	PEG	市净率
					收益	14A	15E	16E	14A	15E			
		亿元	亿元								14/16年	15E	
亨通光电	600487.SH	143.8	133.4	34.76	0.83	1.15	1.42	41.8x	30.3x	24.5x	30.7%	1.0x	3.5x
中天科技	600522.SH	240.6	196.5	27.89	0.66	0.98	1.26	42.5x	28.4x	22.2x	38.4%	0.7x	3.0x
得润电子	002055.SZ	176.5	157.9	39.18	0.22	0.39	0.62	179.0x	99.7x	63.7x	67.7%	1.5x	12.6x
均胜电子	600699.SH	225.9	159.5	35.51	0.55	0.76	0.99	65.1x	46.5x	35.7x	35.1%	1.3x	9.5x
盛路通信	002446.SZ	115.1	46.5	30.75	0.13	0.37	0.51	238.6x	82.1x	60.1x	99.3%	0.8x	9.2x
平均								113.4x	57.4x	41.2x	54.2%	1.1x	7.5x
永鼎股份	600105.SH	96.6	77.9	20.45	0.30	0.38	0.62	67.4x	53.2x	33.1x	42.6%	1.3x	5.6x

资料来源: wind, 华泰证券研究所

5.3 员工持股计划提高积极性

8月1日公司公告员工持股计划,董监高认购 2430 万元,其他员工认购 570 万元,共计 3000 万元,按照 1:1 的比例设立优先级和次级份额,集合管理计划的上限为 6000 万元,用于购买永鼎股份的股票,锁定期为 12 个月,存续期为 24 个月,目前员工持股计划尚未购买股票。

风险提示

海外 EPC 项目收入确认滞后

外延并购进度低于预期

盈利预测

资产负债表单位：百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1430	2125	2896	3733
现金	546	1021	1404	1887
应收账款	539	566	753	884
其他应收账款	50	82	105	148
预付账款	30	96	113	139
存货	202	287	424	554
其他流动资产	62	74	98	121
非流动资产	1186	1160	1147	1132
长期投资	701	701	701	701
固定投资	406	403	400	400
无形资产	53	41	27	14
其他非流动资产	26	16	18	16
资产总计	2616	3285	4043	4865
流动负债	787	1138	1593	2002
短期借款	50	100	75	88
应付账款	243	317	536	658
其他流动负债	493	722	982	1256
非流动负债	42	99	85	48
长期借款	0	80	60	20
其他非流动负债	42	19	25	28
负债合计	829	1237	1678	2049
少数股东权益	91	136	209	308
股本	381	472	472	472
资本公积	535	535	535	535
留存公积	780	904	1149	1500
归属母公司股	1696	1912	2156	2508
负债和股东权益	2616	3285	4043	4865

现金流量表单位：百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金	180	257	413	474
净利润	179	227	364	498
折旧摊销	27	45	48	53
财务费用	10	10	1	-15
投资损失	-101	-90	-100	-110
营运资金变动	63	87	86	37
其他经营现金	1	-21	15	12
投资活动现金	354	62	64	68
资本支出	45	40	45	50
长期投资	0	-5	0	0
其他投资现金	399	97	109	118
筹资活动现金	-433	155	-93	-59
短期借款	-320	50	-25	13
长期借款	0	80	-20	-40
普通股增加	0	92	0	0
资本公积增加	73	0	0	0
其他筹资现金	-186	-67	-48	-32
现金净增加额	95	474	383	483

利润表单位：百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1929	2779	4086	5365
营业成本	1697	2436	3575	4698
营业税金及附加	4	6	9	12
营业费用	58	61	65	70
管理费用	85	125	143	161
财务费用	10	10	1	-15
资产减值损失	12	11	14	16
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	101	90	100	110
营业利润	164	219	378	533
营业外收入	45	45	45	45
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	208	263	422	577
所得税	29	36	58	79
净利润	179	227	364	498
少数股东损益	36	45	72	99
归属母公司净利	143	181	291	399
EBITDA	201	274	427	571
EPS	0.38	0.38	0.62	0.84

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	69.4%	44.1%	47.1%	31.3%
营业利润	-12.1%	33.6%	72.8%	41.0%
归属母公司净利	-20.1%	26.5%	60.6%	36.7%
获利能力				
毛利率(%)	12.0%	12.3%	12.5%	12.4%
净利率(%)	7.4%	6.5%	7.1%	7.4%
ROE(%)	8.5%	9.5%	13.5%	15.9%
ROIC(%)	24.3%	38.1%	80.0%	128.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	31.7%	37.6%	41.5%	42.1%
净负债比率(%)	6.03%	14.55%	8.05%	5.25%
流动比率	1.82	1.87	1.82	1.87
速动比率	1.55	1.61	1.55	1.58
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.94	1.12	1.20
应收账款周转率	3	5	6	6
应付账款周转率	7.40	8.70	8.38	7.87
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.30	0.38	0.62	0.84
每股经营现金流	0.38	0.54	0.87	1.00
每股净资产(最新)	3.59	4.05	4.56	5.31
估值比率				
PE	67.36	53.24	33.15	24.24
PB	5.70	5.05	4.48	3.85
EV EBITDA	42	31	20	15

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2015 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 8625 83389999/传真: 8625 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码: 518048

电话: 86755 82493932/传真: 86755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码: 100032

电话: 8610 63211166/传真: 8610 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 8621 28972098/传真: 8621 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com