

投资评级：买入（首次评级）

| | |
|----------|-------|
| 收盘价（元） | 10.77 |
| 目标价（元） | 13.30 |
| 上次目标价（元） | 不适用 |

宝胜股份（600973.SH，买入）

——借助中航工业央企平台，实现大发展

核心观点

◆ 业绩逆势增长，品牌优势凸显

公司的业绩增长速度优于行业增长平均水平。2016年一季度，实现营业收入32.01亿元，同比增长46.99%；归属于母公司所有者净利润0.38亿，同比增长128.45%。业绩逆势提升明显。根据公司规划、对高级管理人员的股权激励考核以及中航工业集团的定位，我们预计，今年全年会继续维持高速增长。

◆ 供给侧改革，电缆企业强者恒强

我们认为，电缆下游需求侧市场的增速萎缩，整个电缆行业供大于求，市场已经开始由分散走向集中，再加上电缆行业属于重料轻工的行业，竞争力差的企业会被市场上规模大的企业兼并重组。

◆ 依托中航工业实现产业升级，开启外延式扩张

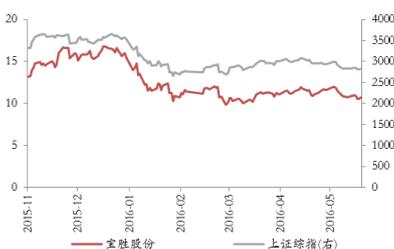
我们认为，在中航工业的支持下，公司具有“市场+资金”双重优势。2016年会继续加快行业内的横向整合，拓展地区性销售市场和特种电缆细分行业产品，巩固电缆行业领军地位。

◆ 我们首次覆盖给予【买入】的投资评级，基于2016年PE35.0x，目标价设定为13.3元。

穆启国 执业证书编号：S1100513040001
 研究员 8621-68416988
 muqiguo@cczq.com

贾宁 执业证书编号：S1100115090001
 联系人 8621-68416988-232
 jianing@cczq.com

股价走势图



川财证券研究所

成都：
 交子大道177号中海国际B座17楼，
 610041
 总机：(028) 86583000
 传真：(028) 86583002

财务和估值数据摘要

| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 12162.38 | 12988.43 | 13872.49 | 15084.77 | 16493.46 |
| 增速（%） | 24.01% | 6.79% | 6.81% | 8.74% | 9.34% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 128.67 | 160.50 | 216.82 | 299.04 | 394.54 |
| 增速（%） | 29.51% | 24.73% | 35.09% | 37.92% | 31.94% |
| 总股本（百万） | 411.39 | 414.37 | 414.37 | 414.37 | 414.37 |
| EPS | 0.227 | 0.284 | 0.383 | 0.529 | 0.697 |
| PE | 46.99 | 37.20 | 27.64 | 20.02 | 15.17 |

目 录

| | |
|---------------------|----|
| 业绩逆势增长，品牌优势凸显 | 4 |
| 电缆供给侧改革进行中 | 7 |
| 电缆行业供给侧现状 | 7 |
| 电缆行业需求侧 | 8 |
| 借力中航，开启扩张步伐 | 11 |
| 投资建议 | 13 |
| 风险提示 | 14 |

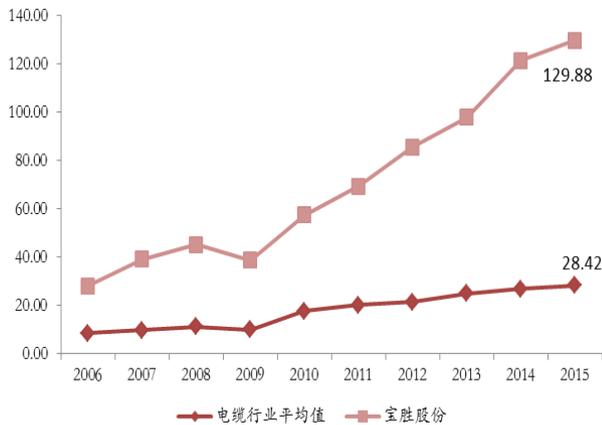
图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司营收对比行业..... | 4 |
| 图 2: 公司净利对比行业..... | 4 |
| 图 3: 公司股权激励考核目标 | 4 |
| 图 4: 公司近 10 年对比行业的销售毛利率 | 5 |
| 图 5: 公司近 10 年对比行业的 ROE | 5 |
| 图 6: 2013 年电缆行业 A 股上市公司财务数据对比 | 6 |
| 图 7: 2015 年电缆行业 A 股上市公司财务数据对比 | 6 |
| 图 8: 2011~2014 电缆企业家数 | 7 |
| 图 9: 中美日欧电缆行业集中度对比..... | 7 |
| 图 10: 1999~2015 年我国发电量及同比增长率情况..... | 9 |
| 图 11: 电缆在特高压建设总投资的占比..... | 10 |
| 图 12: 2004~2015 年国网公司 110kV 及以上电缆线路长度..... | 11 |
| 图 13: 2005~2015 年国网公司电网建设投资及增长率 | 11 |
| 图 14: “十三五”期间国网公司电网投资 | 11 |
| 图 15: 国产大飞机 C919 年产能 | 12 |
| 图 16: 国产大飞机 C919 订单..... | 12 |
| 图 17: 公司未来 3 年收入预测 | 14 |

业绩逆势增长，品牌优势凸显

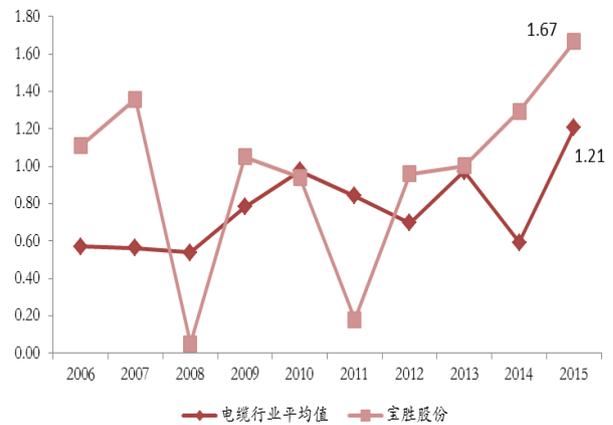
公司的业绩增长速度优于行业增长平均水平。2015 年公司实现营业收入 129.88 亿元，同比增长 6.79%；归属于母公司所有者净利润 1.61 亿元，同比增长 24.73%；毛利率为 8.37%，增加 2.72 个百分点；ROE 为 7.38%，增加 1.14 个百分点。2016 年一季度，实现营业收入 32.01 亿元，同比增长 46.99%；归属于母公司所有者净利润 0.38 亿，同比增长 128.45%。业绩逆势提升明显。根据公司规划、对高级管理人员的股权激励考核以及中航工业集团的定位，我们预计，2016 年全年会继续维持高速增长。

图 1： 公司营收对比行业



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2： 公司净利对比行业



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3： 公司股权激励考核目标

| 行权期 | 业绩考核目标 | 可行权数量占获授期权数量比例 |
|--------|--|----------------|
| 第一个行权期 | 行权期上年度宝胜股份主营业务收入三年复合增长率不低于20%； 行权期上年度公司扣非后的加权平均净资产收益率不低于6%，且不低于同行业平均水平； | 1/3 |
| 第二个行权期 | 行权期上年度宝胜股份主营业务收入三年复合增长率不低于20%； 行权期上年度公司扣非后的加权平均净资产收益率不低于7%，且不低于同行业平均水平； | 1/3 |
| 第三个行权期 | 行权期上年度宝胜股份主营业务收入三年复合增长率不低于20%； 行权期上年度公司扣非后的加权平均净资产收益率不低于8%，且不低于同行业平均水平； | 1/3 |

说明：公司公告，川财证券研究所

回顾近十年的相关财务数据，公司发展的步调和行业基本一致，营收大幅跑赢行业平均值，说明宝胜行业龙头的地位。其中 2008 年与 2011 年业绩的两次大跳水，与当时的宏观面紧密相连，毕竟电缆行业的门槛相对较低，业务的核心竞争力不高，随市场波动影响变化大。

考虑到公司强调打造质量品牌，因此从盈利能力来看，公司的毛利率水平偏低，长期低于其所在电缆行业平均水平，但从 2012 年开始，公司在同行业盈利能力下滑严重的大背景下，ROE 水平逆市上升，超过行业平均水平。

图 4: 公司近 10 年对比行业的销售毛利率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 5: 公司近 10 年对比行业的 ROE



资料来源: Wind, 川财证券研究所

从竞争对手角度看，横向对比电缆行业内其他上市公司，中航工业 2014 年入主后公司发生了变化，对比 2013 年与 2015 年的公司数据：

- 行业营业收入由第 2 变为第 1，对应行业净利润由第 10 上升至第 6；
- 总资产第 2 对应净资产收益率由第 17 上升至第 13；
- 市值增长，由 30 亿增长到 60 多亿；

营业收入第 1 说明了公司的龙头地位；净资产收益率也是逆势增长。市值的增长则表明了中航工业对旗下上市公司市值管理的思路，对比其控股公司中航机电，2015 年 73 亿的营业收入，市值超过 200 亿。

因此，我们认为 2014~2015 年公司业务处于整合阶段，公司的品牌形象进一步增强，在对外业务中，尤其是与电网公司的业务已不再是简单的供货商，而是央企之间的强强联合，实现互赢的战略合作；在对内业务中，公司将进一步开拓中航工业系统内的市场，并将继续通过高端产品的不断转型升级以及外延式收购进一步确保技术和品质的领先。2016~2017 预计公司会继续保持稳步增长态势，如果市场条件充分，

甚至会进入爆发式增长阶段。

图 6： 2013 年电缆行业 A 股上市公司财务数据对比

| 证券代码 | 证券简称 | 总市值 亿元 2013-12-31 | 营业收入 亿元 | 净利润 亿元 | 总资产 亿元 | 每股净资产 BPS 元 | 销售毛利率 % | 净资产收益 率ROE(平均) % |
|-----------|------|-------------------------|------------|-----------|-----------|-------------------|------------|------------------------|
| 600973.SH | 宝胜股份 | 30.36 | 98.08 | 1.00 | 67.86 | 4.82 | 8.13 | 5.09 |
| 600869.SH | 智慧能源 | 70.79 | 115.74 | 2.95 | 99.56 | 3.06 | 16.61 | 10.17 |
| 002276.SZ | 万马股份 | 44.03 | 48.56 | 2.19 | 40.25 | 2.68 | 15.18 | 9.09 |
| 002471.SZ | 中超控股 | 48.74 | 44.48 | 2.08 | 52.31 | 3.13 | 15.24 | 10.77 |
| 002498.SZ | 汉缆股份 | 80.27 | 48.07 | 4.36 | 50.42 | 3.84 | 15.76 | 10.93 |
| 002300.SZ | 太阳电缆 | 23.25 | 33.60 | 1.47 | 26.06 | 3.84 | 12.26 | 12.14 |
| 002533.SZ | 金杯电工 | 21.47 | 30.02 | 1.13 | 26.19 | 5.41 | 11.25 | 6.33 |
| 603618.SH | 杭电股份 | N.A. | 24.08 | 1.07 | 25.15 | 4.54 | 17.49 | 14.25 |
| 002692.SZ | 远程电缆 | 29.44 | 27.19 | 1.34 | 25.12 | 3.72 | 13.39 | 11.12 |
| 000967.SZ | 上风高科 | 16.57 | 27.05 | 0.57 | 24.51 | 3.25 | 7.85 | 6.85 |
| 601700.SH | 风范股份 | 58.62 | 18.30 | 2.15 | 33.81 | 6.08 | 18.15 | 8.06 |
| 002212.SZ | 南洋股份 | 20.82 | 18.33 | 0.50 | 28.98 | 3.34 | 12.81 | 2.93 |
| 002617.SZ | 露笑科技 | N.A. | 13.34 | 0.63 | 14.04 | 4.75 | 14.97 | 12.25 |
| 603606.SH | 东方电缆 | 22.00 | 27.30 | 0.39 | 21.90 | 4.98 | 6.98 | 4.29 |
| 600110.SH | 中科英华 | 70.05 | 19.73 | 0.01 | 64.34 | 1.73 | 11.01 | 0.28 |
| 002560.SZ | 通达股份 | 20.13 | 9.17 | 0.73 | 14.54 | 8.98 | 13.00 | 6.55 |
| 300265.SZ | 通光线缆 | 17.42 | 7.68 | 0.42 | 11.44 | 5.65 | 26.59 | 5.66 |
| 300341.SZ | 麦迪电气 | 15.55 | 3.15 | 0.45 | 5.78 | 5.64 | 29.61 | 8.88 |
| 002359.SZ | 齐星铁塔 | 26.84 | 6.94 | 0.03 | 15.85 | 2.43 | 16.03 | 0.35 |
| 603333.SH | 明星电缆 | 25.95 | 9.87 | 0.06 | 20.24 | 2.98 | 21.02 | 0.42 |
| 002451.SZ | 摩恩电气 | 23.64 | 6.23 | 0.31 | 13.99 | 3.62 | 33.10 | 4.23 |
| 002606.SZ | 大连电瓷 | 20.42 | 4.43 | 0.17 | 12.29 | 2.91 | 24.37 | 2.67 |
| 300120.SZ | 经纬电材 | 14.11 | 4.13 | 0.33 | 6.83 | 3.58 | 16.32 | 5.53 |
| 300447.SZ | 全信股份 | N.A. | 1.87 | 0.42 | 3.09 | 4.17 | 54.96 | 18.09 |
| 300069.SZ | 金利华电 | 12.61 | 1.92 | 0.22 | 6.94 | 4.10 | 40.82 | 4.93 |
| 002168.SZ | 深圳惠程 | 55.19 | 4.33 | 0.33 | 14.44 | 1.48 | 34.87 | 3.17 |
| | 平均值 | 33.40 | 25.14 | 0.97 | 27.92 | 4.03 | 19.53 | 7.12 |

说明：wind，川财证券研究所

图 7： 2015 年电缆行业 A 股上市公司财务数据对比

| 证券代码 | 证券简称 | 总市值 亿元 2015-12-31 | 营业收入 亿元 | 净利润 亿元 | 总资产 亿元 | 每股净资产 BPS 元 | 销售毛利率 % | 净资产收益 率ROE(平均) % |
|-----------|------|-------------------------|------------|-----------|-----------|-------------------|------------|------------------------|
| 600973.SH | 宝胜股份 | 64.10 | 129.88 | 1.67 | 88.49 | 5.25 | 8.37 | 7.58 |
| 600869.SH | 智慧能源 | 189.10 | 117.11 | 4.51 | 131.62 | 2.00 | 19.33 | 11.61 |
| 002276.SZ | 万马股份 | 282.74 | 68.47 | 2.76 | 50.44 | 3.14 | 14.86 | 9.60 |
| 002471.SZ | 中超控股 | 127.56 | 51.65 | 1.15 | 84.20 | 1.35 | 14.86 | 6.64 |
| 002498.SZ | 汉缆股份 | 247.51 | 41.71 | 3.49 | 62.15 | 1.24 | 19.45 | 8.35 |
| 002300.SZ | 太阳电缆 | 54.27 | 36.03 | 1.89 | 30.48 | 2.82 | 13.09 | 14.50 |
| 002533.SZ | 金杯电工 | 54.48 | 32.36 | 1.53 | 28.30 | 3.68 | 14.75 | 7.30 |
| 603618.SH | 杭电股份 | 130.30 | 30.43 | 1.07 | 54.58 | 6.93 | 15.79 | 4.72 |
| 002692.SZ | 远程电缆 | 70.43 | 31.14 | 1.43 | 33.07 | 7.07 | 17.76 | 11.48 |
| 000967.SZ | 上风高科 | 79.56 | 17.70 | 0.87 | 18.63 | 2.58 | 12.45 | 9.37 |
| 601700.SH | 风范股份 | 64.96 | 30.53 | 1.49 | 32.24 | 4.30 | 17.98 | 9.51 |
| 002212.SZ | 南洋股份 | 113.21 | 27.81 | 2.03 | 39.59 | 2.49 | 17.01 | 7.19 |
| 002617.SZ | 露笑科技 | 70.67 | 22.81 | 0.56 | 31.56 | 3.52 | 14.95 | 3.18 |
| 603606.SH | 东方电缆 | 111.01 | 17.26 | 1.09 | 57.24 | 1.63 | 12.67 | 7.99 |
| 600110.SH | 中科英华 | 54.76 | 18.22 | 0.50 | 17.44 | 2.60 | 11.03 | 6.38 |
| 002560.SZ | 通达股份 | 52.48 | 9.79 | 0.90 | 13.09 | 2.54 | 31.91 | 11.03 |
| 300265.SZ | 通光线缆 | 62.09 | 12.40 | 0.62 | 23.29 | 9.99 | 11.48 | 4.12 |
| 300341.SZ | 麦迪电气 | 63.90 | 5.77 | 0.19 | 18.19 | 1.55 | 27.50 | 2.17 |
| 002359.SZ | 齐星铁塔 | 50.02 | 6.29 | 0.03 | 17.58 | 2.85 | 15.40 | 0.22 |
| 603333.SH | 明星电缆 | 36.72 | 6.09 | 0.36 | 13.67 | 3.69 | 32.83 | 4.98 |
| 002451.SZ | 摩恩电气 | 123.79 | 6.62 | 0.11 | 13.99 | 2.26 | 23.61 | 1.22 |
| 002606.SZ | 大连电瓷 | 35.70 | 5.07 | 0.05 | 7.67 | 2.90 | 9.01 | 1.12 |
| 300120.SZ | 经纬电材 | 91.42 | 2.09 | 1.23 | 13.88 | 1.50 | 34.15 | 11.64 |
| 300447.SZ | 全信股份 | 70.23 | 7.14 | 0.95 | 10.45 | 3.51 | 39.63 | 13.11 |
| 300069.SZ | 金利华电 | 34.92 | 2.13 | 0.11 | 6.92 | 4.18 | 26.25 | 2.17 |
| 002168.SZ | 深圳惠程 | 82.22 | 2.51 | 0.72 | 6.80 | 6.88 | 59.02 | 17.23 |
| | 平均值 | 93.01 | 28.42 | 1.21 | 34.83 | 3.56 | 20.58 | 7.48 |

说明：wind，川财证券研究所

电缆供给侧改革进行中

电缆是输送电能、传递信息和实现电磁转换的线材产品，广泛应用于能源、交通、通信、汽车以及石油化工等基础性产业，其发展受国际、国内宏观经济状况、国家经济政策、产业政策走向以及各相关行业发展动态的影响，是国民经济中的最大配套行业。

电缆行业供给侧现状

在我国，电缆行业供给侧呈现出三大特点。

- 行业集中度低，生产分散

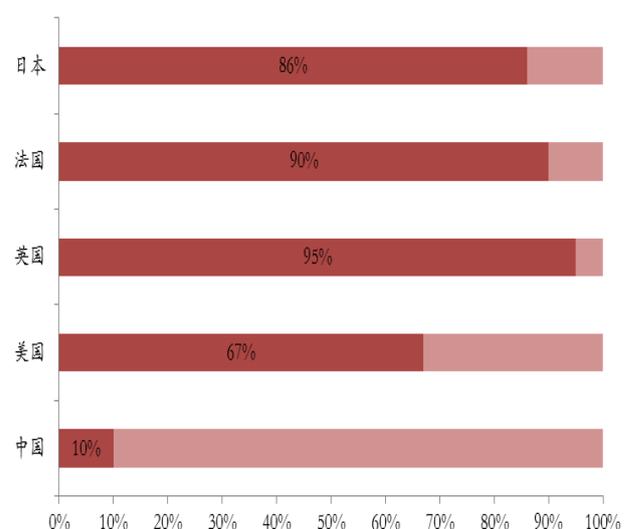
我国电缆行业中规模化企业有 4000 余家，产业集中度极低，“小而全”、“处于中间状态”企业居多，规模经济不够，我国十大电缆生产企业的产值综合仅占不到全行业的 10%。反观美国、欧洲、日本等国，大集团基本垄断了电缆市场，日本住友、古河、JPS 等 7 大公司电力销量占全国的 86%，英国 12 家公司占本国销量的 95% 以上，美国前 10 家公司占据该国市场的 67%；从全球电缆市场的角度看，意大利普睿司曼公司位居第一，法国耐克森公司位居第二，美国通用电缆公司位居第三，前三大公司营业额总和约为 120 亿欧元，占全球市场的 12% 以上。

图 8：2011~2014 电缆企业家数



资料来源：中国电器工业协会电线电缆分会，川财证券研究所

图 9：中美日欧电缆行业集中度对比



资料来源：中国电器工业协会电线电缆分会，川财证券研究所

我们认为，随着经济增长的放缓，下游需求侧市场的增速相对萎缩，整个电缆行业供大于求，市场将会由分散走向集中，由于电缆行业属于重料轻工的行业，竞争力差的企业会被市场上规模大的企业兼并重组。

- 低端产品多，价格战为主

现阶段我国电线电缆行业产品结构较为突出的问题是普通电线电缆产品供应有余，市场竞争激烈；高端产品供应不足，仍然对进口有所依赖。在低端市场，产品的准入门槛低，初期增长快，随着市场上电线电缆招投标公开化和价格既透明化，低价策略往往是企业生存的根本。但由于受到铜等原材料价格波动加剧，低端产品价格将继续下滑，竞争加剧。在高端市场，如航空线缆、海底电缆等，主要由外资企业占据，国内的技术能力不能与其竞争。

我们认为，低端产品多的原因主要是由于我国电缆行业中民营企业占多数，民营企业看重短期赚钱的效应，加之企业自身资金总量有限，促使高端市场的一时失守，造成了我国电缆行业普通电线电缆产品供应有余，市场竞争激烈；高端产品供应不足，仍然对进口有所依赖的产业结构现状。随着以超高压电缆、海底电缆等特种电缆为代表的高端市场高利润率的驱使，整个行业的研发投入会逐步增大。

- 融资难、回款难的资金困局

电缆生产属于重资产的劳动密集型产业，融资难、回款难、投资亏损等问题严重困扰电缆生产企业。尽管国家资金的流动性一再释放，但是对于产能过剩的行业，依然有融资成本高。同时电缆面向的下游客户主要为国网公司为代表的垄断性央企，进度款滞后，尾款以及质保金等账款回收周期长，坏账率高，间接造成财务成本的提高，电缆生产企业难上加难。

因此，我们判断，随着国内经济增长预期继续下调，电缆行业的总体增速将进一步放缓，行业内原有的普通中低压电缆竞争激烈的格局将进一步加剧。我国电缆企业数量多，中小企业数量占 90%以上，行业内竞争力较弱的小企业将会被大量淘汰。电缆生产企业大规模的整合迫在眉睫，一方面有助于增加集中度，规范市场；另一方面有助于高端市场的国产化进程，符合工业制造 4.0 的发展理念。

电缆行业需求侧

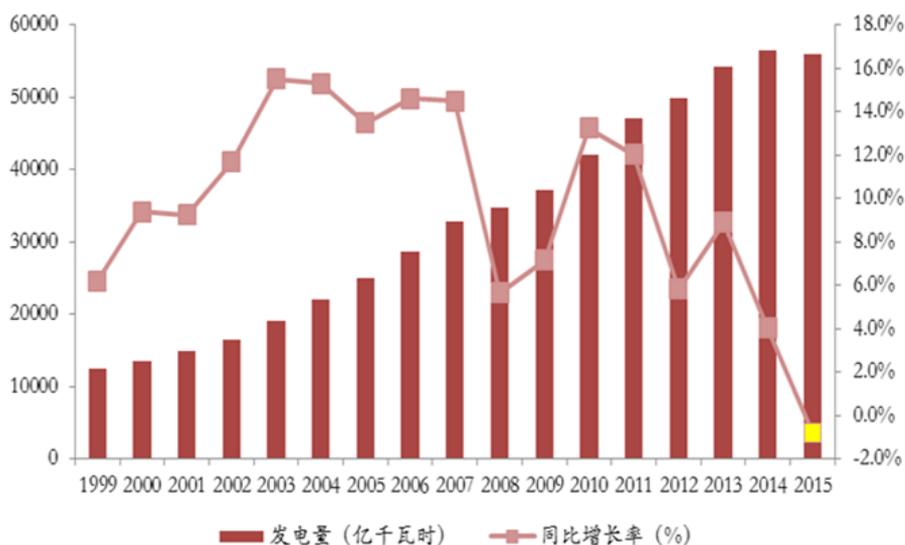
目前，全球电线电缆市场规模已超过 1000 亿欧元，而在全球电线电缆行业范围内，亚洲的市场规模占 37%，欧洲市场接近 30%，美洲市场占 24%，其他市场占 9%。国内电线电缆市场需求也已突破 1 万亿人民币大关，市场总体需求量的绝对值巨大。电力领域是电缆需求的主要市场，集中应用在发电和输电环节，其中发电环节主要

集中在电站的建设，输电环节则主要集中在高压输电线路的建设。因此，市场增长的瓶颈关键在于电源和电网的建设速度。

近年来由于经济增速放缓，我国发电增长速度同样放缓，甚至在 2015 年出现负增长。考虑到弃风弃光弃水现象，火电机组年可利用小时数仅为 4329，低于 4500 小时的电力过剩线。中电联《2016 年度全国电力供需形势分析预测报告》中指出：严格控制电源新开工规模。

我们认为，电源目前已经严重过剩，电站建设必然会受到限制，电缆这部分市场会严重萎缩。

图 10： 1999~2015 年我国发电量及同比增长率情况



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

送出受限使得加速电网建设迫在眉睫。从国网公司近十年的电网建设投资上看，逐年增大，尤其是全球能源互联网的兴起，给特高压打上了一针兴奋剂。

我们认为，未来特高压建设投资会继续加大，电力电缆在这块儿的需求也会增加。主要基于两方面考虑，一是客观上限电的需求，我国西电东送受制于电网建设滞后，造成限电现象普遍存在，增大特高压线路建设，有助于缓解限电现状；二是从国网公司自身考虑，电改 2.0 后，电网公司的盈利模式发生转变：

电改 2.0 前的输配电价=平均销售电价-平均上网电价

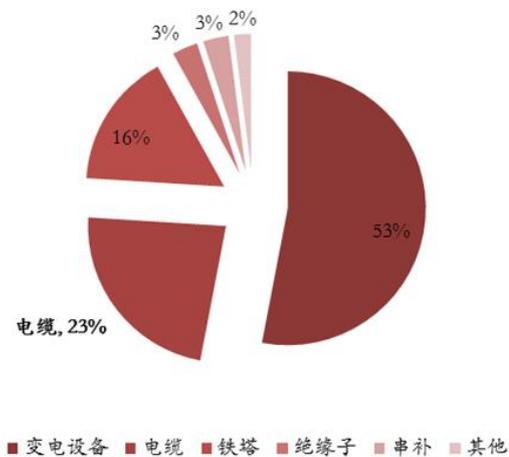
电改 2.0 后的输配电价=(准许成本+有效资产*核准收益率)/输电量

显然，电网公司需要通过增加有效资产的投入，来增加其收入。因此主网特高压线路和配网线路等重资产项目的建设投资会继续加大。根据国网公司规划，“十三五”

期间，在“四交五直”工程基础上，后续特高压工程分三批建设，首先是加快建设“五交八直”特高压工程，其次在 2018 年以前开工建设“十交两直”特高压工程，加快统一同步电网建设。最后，2020 年以前开工建设“十三五”规划的特高压网架加强和完善工程。“四交四直”共计新建线路长度 1.2 万公里，途经 13 个省（区、市），总投资 1737 亿元。今年将是特高压将真正大规模启动之年，预计 2020 年前还需继续建设 26 条路线，按单个项目 210 亿元的投资额度测算，26 条路线投资额度预计达到 5460 亿元。再加上目前已经开工建设的，2020 年前，特高压项目投资预计将接近 7000 亿元。

特高压建设投资可分为变电工程和输电工程投资。变电工程涉及的电力设备有变压器、电抗器、GIS 组合电器以及智能设备（含传统二次设备）；输电涉及的电力设备有输电电缆、绝缘子、铁塔、串补装置等。变电设备中，一次设备投资占比超过 50%，其中变压器、换流阀、GIS 组合电器分别达到 28%、16%、9%；输电设备中，输电电缆、铁塔、绝缘子、串补及其他柔性输电设备投资占比分别为 23%、16%、3%、3%，由此可见，电缆投资约占总投资四分之一，2020 年前电缆需求约 2800 亿。

图 11： 电缆在特高压建设总投资的占比



资料来源：川财证券研究所

我们认为，电力电缆的需求侧市场相对稳定，低端市场饱和，高端市场需求稳步增长。特高压电网的建设会带动高压特种电缆市场的增长，高端电缆生产企业会优先受益。

图 12: 2004~2015 年国网公司 110kV 及以上电缆线路长度



资料来源: 国网公司, 川财证券研究所

图 13: 2005~2015 年国网公司电网建设投资及增长率



资料来源: 国网公司, 川财证券研究所

图 14: “十三五”期间国网公司电网投资



资料来源: 国网公司十三五规划, 川财证券研究所

借力中航, 开启扩张步伐

公司原属江苏省人民政府, 于 2014 年 9 月转让给中航工业集团, 中航工业旗下的中航机电持有宝胜集团 75% 股权, 为宝胜股份实际控制人。

我们认为, 公司背靠中航工业集团, 具有央企背景, 属于“中央红军”, 有三大优势:

- 市场空间大

公司原有市场主要在电力行业 (准入门槛相对低), 如今扩展到航空军工行业 (准入门槛高)。

国务院即在去年发布《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》中提出，要加快推进低空空域开放，并将通用航空与铁路民航等其他产业并列，将通航产业作为新的经济增长点。今年5月4日，国务院常务会议又提出推进供给侧改革的三项战略部署，其中第二项是“促进通用航空业发展，培育新的经济增长点。加快通用飞机、导航通信等核心装备研发应用，培育具有国际竞争力的通用航空企业。”目前我国航空领域的电缆绝大部分为外购，尤其是在占比达到80%的航空电网安装线及动力电缆等强电电缆，以耐克森、普睿司曼等的进口产品为主，国产化替代需求迫切，市场代替空间巨大。我们预计，未来每年航空电缆需求巨大，对应毛利率预计超过50%。

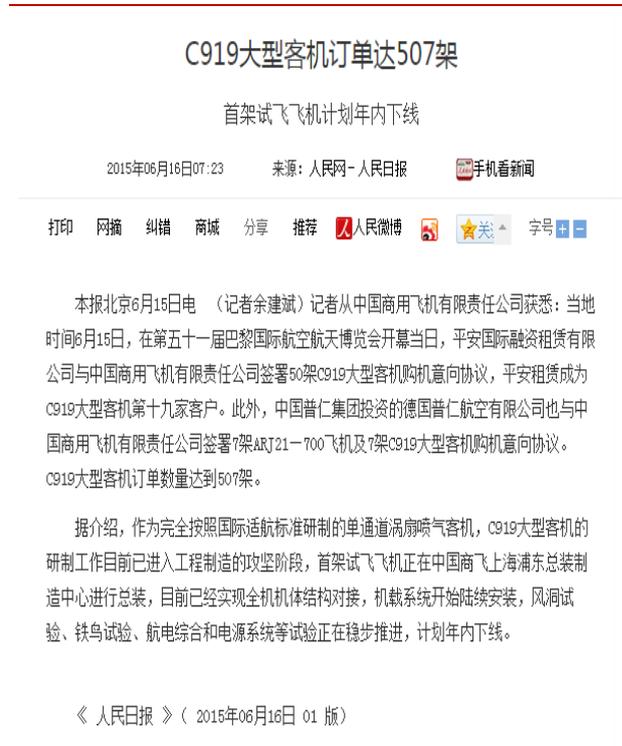
民用领域中，国内支线飞机新舟60飞机已经累计获得超过270架、新舟700启动研制已获185架订单，未来20年有望生产800架。国产大飞机C919订单达507架，预计年产能最终将会达到150架，对比国外波音737系列的中型客机电缆总长大于58公里，加上未来通航飞机市场，预计未来民机电缆年产值将达到百亿量级。

图 15: 国产大飞机 C919 年产能



资料来源：人民网，川财证券研究所

图 16: 国产大飞机 C919 订单



资料来源：人民网，川财证券研究所

不仅如此，中航工业将公司作为电力电气业务的发展平台，对公司在航空领域的发展有定位明确。2015 年受托托管存在同业竞争的西安飞机工业亨通航空电子有限公司 52% 股权。

我们认为，中航工业的每一个上市公司是一个专业方向的上市平台，今年公司将整合电力电缆市场，进一步明确中航系电力电气上市平台的定位。

- 融资成本低

企业融资有银行贷款、股票筹资、债券融资、融资租赁、海外融资等多种方式，公司背靠中航工业集团后，融资方式更加多元化，可通过集团大股东授信或体系内发行信托等方式获利更多资金支持。而在信贷市场上，资金有流向央企等大企业的趋势，央企等大企业抵押品充足，经营模式较为透明，对银行来说，放贷给大型央企，不仅安全性较高，并且信贷的操作成本也较低。

- 并购预期强

公司报表显示现金流丰富。既有市场，又有钱，公司外延式扩张需求强烈，以弥补自身特种电缆产品线的不足。中航工业入主后，公司先后用现金 2 亿收购“上海安捷”矿物绝缘电缆业务，巩固在矿物绝缘电缆行业地位，收购标的承诺收购后的三年净利润 2400 万、2880 万、3460 万；通过定增方式收购东莞日新传导，日新传导于 2014 年 11 月 26 日在新三板挂牌，主要产品为工业线缆、互连组件、通信线缆、医疗线缆和能源线缆。日新传导承诺三年实现净利润 1500 万、2000 万、2600 万。

我们认为，在中航工业的支持下，公司具有“市场+资金”双重优势。今年会继续加快行业内的横向整合，拓展地区性销售市场和特种电缆细分行业产品，巩固电缆行业领军地位。

投资建议

根据我们对整个行业未来市场需求的判断和中航工业集团对公司业务发展支持的信心，不考虑公司潜在外延式扩张，在现有业务框架下，我们预估，宝胜股份 2016 年、2017 年和 2018 年营业收入分别为 138.7 亿元、150.8 亿元和 164.9 亿元，同比增速分别为 6.8%、8.7%和 9.3%；归属母公司股东净利润分别为 2.2 亿、3.0 亿和 3.9 亿，同比增速分别为 35.1%、37.9%和 31.9%，不考虑公司转股，对应 EPS 分别为 0.38 元、0.53 元和 0.70 元。

图 17: 公司未来 3 年收入预测

| 按产品 | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------|-----|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 电线电缆行业合计 | 收入 | 71.76 | 78.90 | 77.97 | 78.99 | 83.80 | 89.69 |
| | 成本 | 64.73 | 72.36 | 68.42 | 67.90 | 71.12 | 75.18 |
| | 毛利 | 7.03 | 6.54 | 9.55 | 11.09 | 12.69 | 14.50 |
| | 毛利率 | 9.8% | 8.3% | 12.2% | 14.0% | 15.1% | 16.2% |
| 电力电缆 | 收入 | 60.18 | 67.62 | 66.04 | 64.50 | 66.15 | 67.85 |
| | 成本 | 54.85 | 62.87 | 58.66 | 56.65 | 58.07 | 59.83 |
| | 毛利 | 5.33 | 4.75 | 7.38 | 7.85 | 8.08 | 8.02 |
| | 毛利率 | 8.9% | 7.0% | 11.2% | 12.2% | 12.2% | 11.8% |
| 电气装备用电缆 | 收入 | 10.15 | 10.60 | 10.24 | 10.29 | 10.35 | 10.40 |
| | 成本 | 8.84 | 9.04 | 8.76 | 8.81 | 8.86 | 8.91 |
| | 毛利 | 1.31 | 1.56 | 1.48 | 1.48 | 1.48 | 1.49 |
| | 毛利率 | 12.9% | 14.7% | 14.5% | 14.4% | 14.4% | 14.3% |
| 通信电缆 | 收入 | 1.43 | 0.68 | 1.69 | 4.20 | 7.31 | 11.44 |
| | 成本 | 1.04 | 0.45 | 1.00 | 2.44 | 4.18 | 6.44 |
| | 毛利 | 0.39 | 0.23 | 0.69 | 1.76 | 3.12 | 5.00 |
| | 毛利率 | 27.3% | 33.8% | 40.8% | 41.8% | 42.8% | 43.7% |
| 裸导体 | 收入 | 22.28 | 38.41 | 47.90 | 59.73 | 67.04 | 75.25 |
| | 成本 | 22.04 | 38.30 | 46.91 | 58.36 | 65.50 | 73.52 |
| | 毛利 | 0.24 | 0.11 | 0.99 | 1.37 | 1.54 | 1.73 |
| | 毛利率 | 1.1% | 0.3% | 2.1% | 2.3% | 2.3% | 2.3% |
| 合计 | 收入 | 94.04 | 117.31 | 125.87 | 138.72 | 150.85 | 164.93 |
| | 成本 | 86.77 | 110.66 | 115.33 | 126.26 | 136.62 | 148.70 |
| | 毛利 | 7.27 | 6.65 | 10.54 | 12.46 | 14.23 | 16.23 |
| | 毛利率 | 7.7% | 5.7% | 8.4% | 9.0% | 9.4% | 9.8% |

资料来源: 川财证券研究所

考虑到公司新增航空市场需求和特种电缆市场, 公司是中航工业集团唯一航空线缆供应平台, 以及整个军工行业设备的估值, 给予 2016 年 35x 的 PE, 对应目标价 13.3 元, 目前股价隐含上涨空间 23.5%。

我们首次覆盖给予【买入】的投资评级。

风险提示

- 1) 电力和航空市场的需求不及预期;
- 2) 公司高端产品滞后。

| 报表预测 | | | | | | 现金流量表 (人民币, 百万) 2014A 2015A 2016E 2017E 2018E | | | | | |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|---|---------|---------|----------|---------|---------|
| 利润表 (人民币, 百万) | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 经营性现金净流量 | 77.05 | -40.93 | 481.71 | 394.71 | 528.01 |
| 营业收入 | 12162.38 | 12988.43 | 13872.49 | 15084.77 | 16493.46 | 投资性现金净流量 | -210.65 | -185.44 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 减: 营业成本 | 11283.11 | 11901.00 | 12626.35 | 13661.76 | 14869.97 | 筹资性现金净流量 | 161.96 | 196.25 | -1751.78 | -382.58 | -513.92 |
| 营业税金及附加 | 16.67 | 24.00 | 33.29 | 45.25 | 46.18 | 现金流量净额 | 34.41 | -17.09 | -1270.07 | 12.12 | 14.09 |
| 营业费用 | 265.85 | 354.67 | 457.79 | 497.80 | 527.79 | | | | | | |
| 管理费用 | 178.50 | 208.11 | 277.45 | 331.86 | 395.84 | | | | | | |
| 财务费用 | 225.86 | 257.10 | 165.32 | 135.42 | 124.39 | | | | | | |
| 资产减值损失 | 39.30 | 47.54 | 47.54 | 47.54 | 47.54 | | | | | | |
| 加: 投资收益 | -7.12 | 8.61 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 公允价值变动损益 | 10.37 | -10.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 营业利润 | 156.34 | 194.27 | 264.75 | 365.14 | 481.75 | | | | | | |
| 加: 其他非经营损益 | 3.30 | 5.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 利润总额 | 159.64 | 199.51 | 264.75 | 365.14 | 481.75 | | | | | | |
| 减: 所得税 | 30.27 | 32.93 | 39.71 | 54.77 | 72.26 | | | | | | |
| 净利润 | 129.37 | 166.58 | 225.04 | 310.37 | 409.49 | | | | | | |
| 减: 少数股东损益 | 0.70 | 6.08 | 8.22 | 11.33 | 14.95 | | | | | | |
| 归属母公司股东净利润 | 128.67 | 160.50 | 216.82 | 299.04 | 394.54 | | | | | | |
| 资产负债表 (人民币, 百万) | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | | | | | |
| 货币资金 | 1052.79 | 1408.79 | 138.72 | 150.85 | 164.93 | | | | | | |
| 应收和预付款项 | 4179.11 | 4340.65 | 4181.56 | 5084.68 | 5046.18 | | | | | | |
| 存货 | 1211.23 | 855.90 | 1337.22 | 1035.74 | 1547.08 | | | | | | |
| 其他流动资产 | 84.98 | 95.37 | 95.37 | 95.37 | 95.37 | | | | | | |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 1651.78 | 1740.51 | 1449.17 | 1157.82 | 866.48 | | | | | | |
| 无形资产和开发支出 | 262.52 | 280.07 | 248.49 | 216.92 | 185.35 | | | | | | |
| 其他非流动资产 | 14.10 | 47.53 | 44.65 | 41.78 | 41.78 | | | | | | |
| 资产总计 | 8456.51 | 8768.82 | 7495.19 | 7783.16 | 7947.16 | | | | | | |
| 短期借款 | 2515.25 | 2900.00 | 1344.98 | 1149.26 | 834.42 | | | | | | |
| 应付和预收款项 | 3103.10 | 2817.67 | 2933.20 | 3188.14 | 3365.17 | | | | | | |
| 长期借款 | 647.61 | 734.11 | 734.11 | 734.11 | 734.11 | | | | | | |
| 其他负债 | 53.54 | 15.00 | 15.00 | 15.00 | 15.00 | | | | | | |
| 负债合计 | 6319.51 | 6466.78 | 5027.29 | 5086.51 | 4948.70 | | | | | | |
| 股本 | 411.39 | 414.37 | 414.37 | 414.37 | 414.37 | | | | | | |
| 资本公积 | 857.49 | 875.46 | 875.46 | 875.46 | 875.46 | | | | | | |
| 留存收益 | 791.66 | 886.14 | 1043.78 | 1261.20 | 1548.06 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 2060.53 | 2175.96 | 2333.61 | 2551.03 | 2837.89 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 76.47 | 126.08 | 134.29 | 145.62 | 160.57 | | | | | | |
| 股东权益合计 | 2137.00 | 2302.04 | 2467.90 | 2696.65 | 2998.46 | | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 8456.51 | 8768.82 | 7495.19 | 7783.16 | 7947.16 | | | | | | |
| | | | | | | 财务分析和估值指标 | 2013A | 2014A | 2015F | 2016F | 2017F |
| | | | | | | 盈利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率 | 7.23% | 8.37% | 8.98% | 9.43% | 9.84% |
| | | | | | | 销售净利率 | 1.06% | 1.28% | 1.62% | 2.06% | 2.48% |
| | | | | | | ROE | 6.24% | 7.38% | 9.29% | 11.72% | 13.90% |
| | | | | | | ROA | 4.54% | 5.38% | 5.37% | 6.04% | 7.21% |
| | | | | | | ROIC | 7.10% | 9.26% | 7.35% | 8.80% | 10.64% |
| | | | | | | 成长能力 | | | | | |
| | | | | | | 销售收入增长率 | 24.01% | 6.79% | 6.81% | 8.74% | 9.34% |
| | | | | | | 净利润增长率 | 29.02% | 28.76% | 35.09% | 37.92% | 31.94% |
| | | | | | | 资本结构 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 74.73% | 73.75% | 67.07% | 65.35% | 62.27% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.15 | 1.17 | 1.34 | 1.46 | 1.63 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.92 | 1.00 | 1.01 | 1.20 | 1.24 |
| | | | | | | 经营效率 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 1.44 | 1.48 | 1.85 | 1.94 | 2.08 |
| | | | | | | 存货周转率 | 9.32 | 13.90 | 9.44 | 13.19 | 9.61 |
| | | | | | | 业绩和估值 | | | | | |
| | | | | | | EPS | 0.227 | 0.284 | 0.383 | 0.529 | 0.697 |
| | | | | | | BPS | 3.642 | 3.846 | 4.124 | 4.509 | 5.016 |
| | | | | | | PE | 46.52 | 37.30 | 27.61 | 20.02 | 15.17 |
| | | | | | | PB | 2.91 | 2.75 | 2.57 | 2.35 | 2.11 |

分析师承诺

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级:

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入: 20%以上;

增持: 5%-20%;

中性: -5%-5%;

减持: -5%以下。

行业投资评级:

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配: 高于 5%;

标配: 介于-5%到 5%;

低配: 低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。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。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，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：J19651000。