

线缆龙头老树发新枝，铜箔+电池生机初现

——远东股份首次覆盖报告

买入|首次评级

报告要点:

● 线缆：行业加速整合利好龙头

奥凯事件后国家提高线缆市场准入门槛，对行业的监督管理不断趋于严格、细化，叠加疫情因素部分企业出清，线缆行业正在加速整合、有序性提升，预计未来五年龙头企业将有 80% 规模提升空间。公司营业收入位居行业第一，并在以清洁能源为主的多个细分线缆市场占比第一，将受益于行业加速整合。预计 21-23 年线缆业务营收增速为 18%/18%/17%；公司线缆业务历史毛利率中枢 16% 左右，预计未来随着铜价回调和公司专注主营业务，公司毛利率有望恢复至历史中枢水平。

● 锂电铜箔：进入放量收获期

预计 2025 年国内锂电铜箔出货量将大幅提升至 37 万吨，全球市场规模超 740 亿元，年均复合增速保持 33%。公司 21 年 6 月新增的 7500 吨产能已达产，现有铜箔产能总计 1.5 万吨，未来计划新建 5 万吨产能。预计 21-23 年公司铜箔出货量将达 1.1/1.7/2.8 万吨。公司 6 μ m 产品已经进入宁德时代供应链，销售金额占铜箔营业收入的 70%。公司的铜箔产品的定价策略采用加工费模式，在现今铜价处于历史高位下，客户对更薄厚度的铜箔需求加强，公司主要生产 6 μ m 和 4.5 μ m 铜箔，产品具有结构性优势。

● 锂电池：轻装上阵聚焦高增长电动两轮车赛道

新国标推行叠加共享电单车投放、外卖催生换电需求，锂电电动两轮车需求高速增长，据 EVTank 预计到 2025 年电动两轮车用锂离子电池的需求量将达到 45.9Gwh，五年复合增速超过 90%。远东电池 2020 年计提减值损失后轻装上阵，聚焦锂电电动两轮车和电动工具的细分锂电市场。目前该板块业务正在客户导入期，2021Q1 公司和小牛签订 3 年不低于 1.5 亿支的 18650 三元锂电芯，预计对应收入 9 亿元。此外客户还包括纳恩博、华晨新日、铁锚等。

● 投资建议与盈利预测

预计 2021-2023 年公司总营业收入分别为 240.66/291.58/351.25 亿元，归母净利润分别为 6.49/9.21/12.23 亿元，对应 EPS 为 0.29/0.42/0.55 元。采用分部估值法，得到 2021 年公司加权平均目标 PE 为 23.9X，对应目标价 6.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

公司担保金额占净资产比例较高、公司股权质押比例较高、锂电池业务短期存在盈利压力、线缆业务增速不及预期。

附表：盈利预测

| 财务数据和估值 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 17155.39 | 19804.09 | 24066.12 | 29157.87 | 35125.49 |
| 收入同比(%) | -2.03 | 15.44 | 21.52 | 21.16 | 20.47 |
| 归母净利润(百万元) | 44.90 | -1691.37 | 649.17 | 921.09 | 1222.97 |
| 归母净利润同比(%) | -69.71 | -3867.02 | 138.38 | 41.89 | 32.77 |
| ROE(%) | 0.92 | -53.16 | 16.95 | 19.38 | 20.47 |
| 每股收益(元) | 0.02 | -0.76 | 0.29 | 0.42 | 0.55 |
| 市盈率(P/E) | 256.54 | -6.81 | 17.74 | 12.51 | 9.42 |

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：5.18 元/6.80 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：5.82 / 3.09

A 股流通股 (百万股)：2219.35

A 股总股本 (百万股)：2219.35

流通市值 (百万元)：11496.25

总市值 (百万元)：11496.25

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 杜旷舟

执业证书编号 S0020521050002

电话 021-51097188

邮箱 dukuangzhou@gyzq.com.cn

目 录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1. 线缆传统龙头，锂电业务生机初现..... | 4 |
| 2. 线缆：行业加速整合利好龙头..... | 6 |
| 2.1 多因素促使行业加速整合，未来五年头部企业或有规模翻倍空间..... | 6 |
| 2.2 多个细分市场占比第一，开口合同模式确保公司利润..... | 7 |
| 3. 新能源：重新定向，再获生机..... | 10 |
| 3.1 锂电铜箔：进入放量收获期..... | 10 |
| 3.2 锂电池：轻装上阵聚焦高增长电动两轮车赛道..... | 12 |
| 4. 机场：借力基础设施建设发展，实现稳健增长..... | 15 |
| 盈利预测与投资建议..... | 18 |
| 风险提示..... | 21 |

图表目录

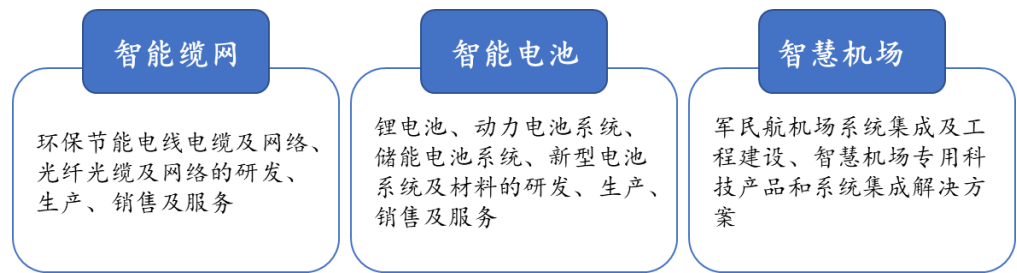
| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1：公司三大业务板块布局..... | 4 |
| 图 2：公司营业收入情况..... | 4 |
| 图 3：公司归母净利、经营性现金流净额情况..... | 4 |
| 图 4：公司各板块业务营收比例..... | 5 |
| 图 5：公司各板块业务毛利比例..... | 5 |
| 图 6：公司各板块业务毛利率..... | 5 |
| 图 7：公司期间费用率..... | 5 |
| 图 8：公司应收账款等占总资产比例..... | 5 |
| 图 9：公司存货占总资产比例..... | 5 |
| 图 10：电线电缆行业销售收入（万亿元）..... | 6 |
| 图 11：全球主要国家电线电缆行业集中度..... | 6 |
| 图 12：2020 年国内主要上市企业线缆业务营收（亿元）..... | 6 |
| 图 13：线缆产品产量..... | 8 |
| 图 14：公司在线缆细分行业处于领先..... | 8 |
| 图 15：公司线缆业务部分客户..... | 8 |
| 图 16：远东电缆部分工程项目..... | 9 |
| 图 17：远东专卖店全国分布..... | 9 |
| 图 18：国内电池铜箔出货量（万吨）..... | 10 |
| 图 19：更薄厚度的锂电铜箔出货量占比不断提升..... | 10 |
| 图 20：2021Q1 圣达电气经营情况不断好转..... | 11 |
| 图 21：电解铜价格处于历史高点..... | 11 |
| 图 22：锂电铜箔市场格局..... | 12 |
| 图 23：公司客户结构..... | 12 |
| 图 24：国内电动两轮车产量（万辆）..... | 13 |
| 图 25：锂电两轮车（万辆）及渗透率..... | 13 |
| 图 26：电动两轮车用锂离子电池出货量（GWh）..... | 13 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 27: 公司近年信用资产减值损失 (亿元) | 14 |
| 图 28: 公司近年商誉账面价值 (亿元) | 14 |
| 图 29: 公司近年商誉减值准备 (亿元) | 15 |
| 图 30: 2020 年公司商誉账面价值 (亿元) | 15 |
| 图 31: 民航机场数量变化 (个) | 15 |
| 图 32: 通用机场数量变化 (个) | 15 |
| 图 33: 京航安营业收入情况 | 16 |
| 图 34: 京航安归母净利情况 | 16 |
| 图 35: 京航安扣非归母净利润 | 16 |
| 图 36: 2021Q1 民航招标系统助航灯光、弱电、空管中标额 (亿元) | 17 |
| 图 37: 国内工程项目 | 17 |
| 图 38: 国外工程项目 | 18 |
| 图 39: 公司担保金额与净资产比例 | 21 |
| 图 40: 2020 年公司担保情况 | 21 |
| | |
| 表 1: 行业监管政策趋严 | 7 |
| 表 2: 圣达电气管理团队背景情况 | 11 |
| 表 3: 圣达电气产能规划 | 12 |
| 表 4: 远东电池客户 | 14 |
| 表 5: 远东电池团队背景情况 | 14 |
| 表 6: 公司收入盈利预测 | 19 |
| 表 7: 可比公司相对估值 | 20 |

1. 线缆传统龙头，锂电业务生机初现

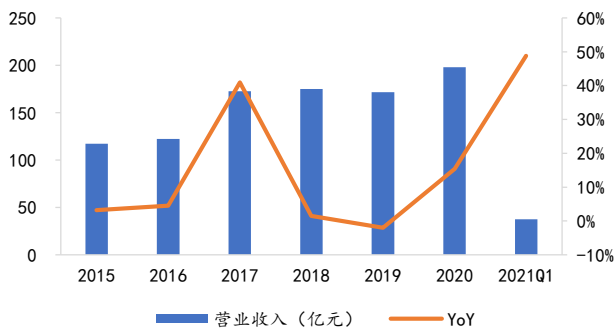
公司为多年线缆行业龙头，过去 10 年持续聚焦电力能源赛道，目前通过收购形成了线缆、锂电（铜箔+电池）、智慧机场三大业务板块。2020 年，公司营业收入 198.04 亿元，同比增长 15.44%；归母净利润-16.91 亿元，受原材料价格上涨、江西远东电池原股东损害上市公司利益等因素影响，公司谨慎性原则计提信用减值准备和资产减值准备，对 2020 年度利润总额影响-18.20 亿元。2021Q1 公司营业收入 37.67 亿元，同比增长 48.78%；归母净利 1.2 亿元，同比增长 277.76%，重新启动增长。

图 1：公司三大业务板块布局



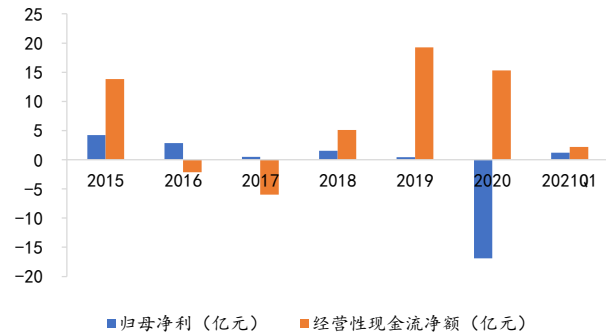
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 2：公司营业收入情况



资料来源：wind，国元证券研究所

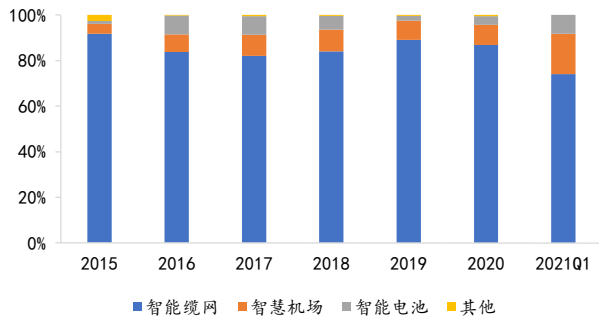
图 3：公司归母净利、经营性现金流净额情况



资料来源：wind，国元证券研究所

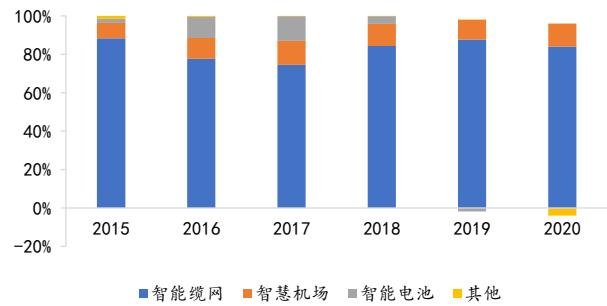
智能缆网业务目前是公司最主要、最成熟的业务板块，2020 年营业收入占比 86.91%，毛利占比 91.19%，毛利率 12.76%。智慧机场业务由于子公司北京京航安机场工程有限公司贡献，近年受益于我国机场数量和规模扩大，公司实现持续稳健增长，2020 年营业收入占比 8.82%，毛利占比 13.05%，毛利率 17.98%。新能源板块目前在公司占比较小为 3.75%，主要包括圣达电气（锂电铜箔）、江西远东（圆柱电池）、江苏远东（软包电池）。

图 4：公司各板块业务营收比例



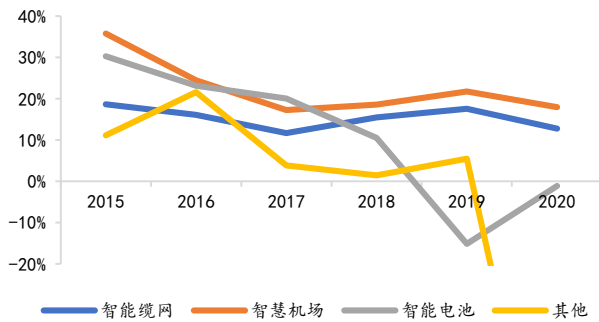
资料来源：wind，国元证券研究所

图 5：公司各板块业务毛利比例



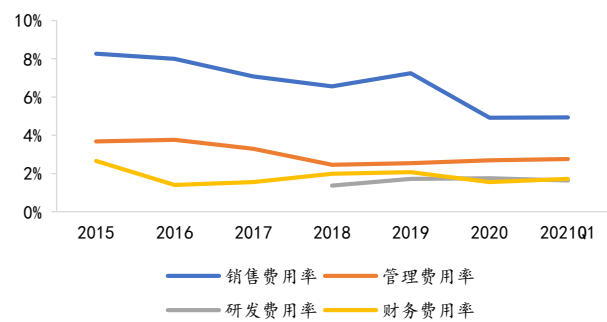
资料来源：wind，国元证券研究所

图 6：公司各板块业务毛利率



资料来源：wind，国元证券研究所

图 7：公司期间费用率

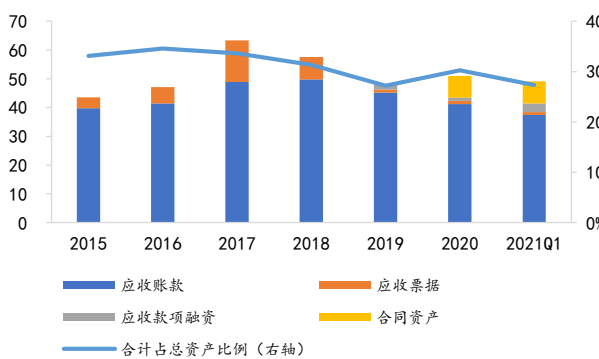


资料来源：wind，国元证券研究所

注：因会计准则变更，2018 年以前研发费用计入管理费用

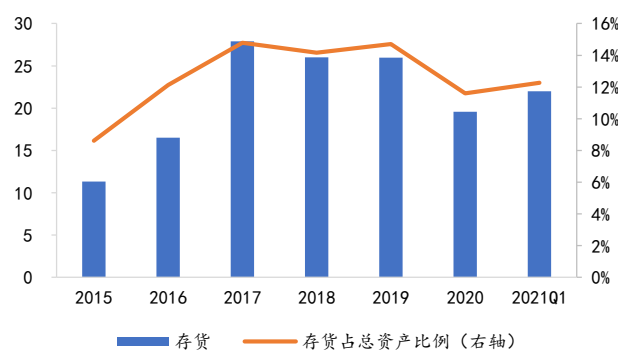
公司营运情况稳中向好。从营运情况看，公司应收账款、应收票据、应收款项融资、合同资产（根据会计准则变更，应收款项融资、合同资产为近年新增项目）四项在总资产中合计占比近年持续下降，公司回款情况总体持续向好。存货占总资产比例稳中有降，存货周转情况有所改善。

图 8：公司应收账款等占总资产比例



资料来源：wind，国元证券研究所

图 9：公司存货占总资产比例



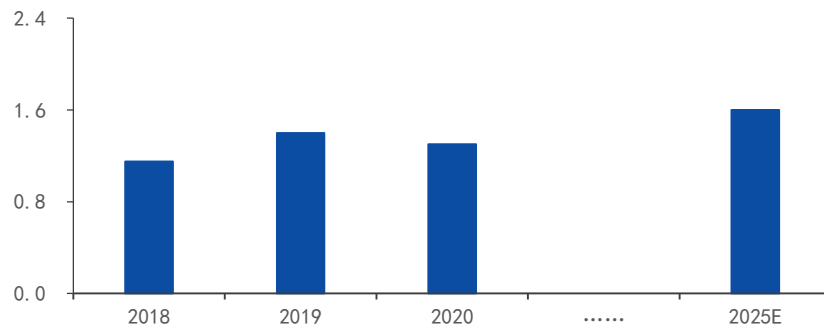
资料来源：wind，国元证券研究所

2. 线缆：行业加速整合利好龙头

2.1 多因素促使行业加速整合，未来五年头部企业或有规模翻倍空间

我国线缆行业规模巨大但分散度高。我国是全球最大的线缆需求国和生产国。在我国电线电缆行业是国民经济最大的配套行业之一，机械行业中是仅次于汽车的第二大细分行业，市场规模超万亿元。近年来，伴随着我国经济的快速增长以及工业化、城镇化进程的加快，我国电线电缆行业总体保持稳定的增长态势，行业总体发展基础得到增强，综合实力进一步提升。2020年，受新冠肺炎疫情的影响，部分线缆工程进度停滞，相关物流遭受冲击，导致全年电线电缆行业销售收入小幅下挫。根据前瞻产业研究院预测，至2025年，我国电线电缆行业的销售收入预计达到1.6万亿元，复合增长率将达5%，其新的增长点来自于5G基建、清洁能源等。

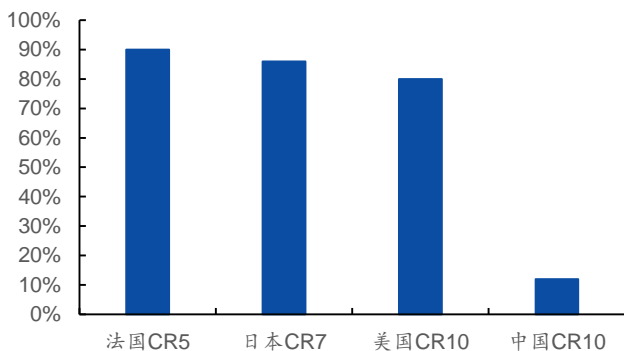
图 10：电线电缆行业销售收入（万亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

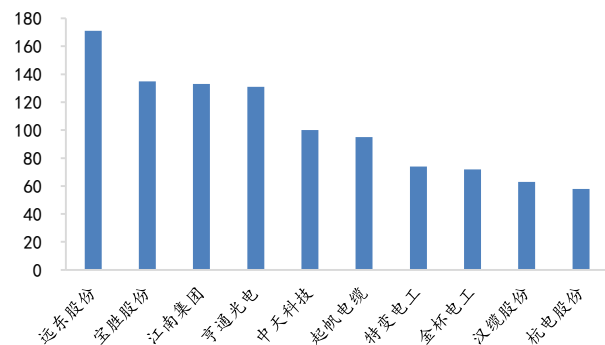
虽然我国电线电缆行业整体规模位居世界首位，但在行业集中度方面与发达国家仍有较大差距。法国前五大线缆企业占据了法国市场份额90%以上，而我国前十大线缆企业仅占据中国市场份额的12%。2020年远东股份线缆业务营收规模172亿元，保持中国线缆行业领军企业地位。

图 11：全球主要国家电线电缆行业集中度



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

图 12：2020 年国内主要上市企业线缆业务营收（亿元）



资料来源：各公司公告，国元证券研究所

多种因素促使线缆行业迎来加速整合，行业龙头迎来新的发展机遇。1) 2017 年陕西奥凯电缆有限公司被举报为降低成本，制造不合格的线缆产品，并通过低价竞标的方式获利。事件揭露后，国务院依法依规对此事件进行严厉问责。此后，国家明确对以 6kV 以上交联电缆为代表的在建线缆产线实行准入许可，市场准入门槛提高。2) 2018 年国家市场监管总局颁布《电线电缆产品生产许可证实施细则》，对行业的监督管理不断细化，与此同时国家质量监督检验检疫总局牵头的全国各省市针对电线电缆企业和检测机构的检测逐步常态化，行业有序性得以提升。3) 由于 2020 年新冠疫情冲击，部分线缆工程进度停滞，一些现金流紧张、抗风险能力差的尾部企业出清。在行业准入门槛提高、政府监管加强、疫情促使行业出清等多种因素共同作用下，线缆行业规模以上企业数量由 2016 年的 4000 多家，缩小到现在的不足 3000 家。预计未来行业集中度将持续提升，行业龙头或将迎来新一轮发展机遇。

预计未来五年行业头部企业或有 80% 规模提升空间。假设到 2025 年我国线缆行业年均复合增长率 5%，届时线缆行业市场规模达到 1.6 万亿元。考虑到市场集中度提高，假设 CR10 提升 5 个百分点达到 17%，则预计头部企业营业收入规模可提升 81%，复合年均增长率 12.6%。

表 1：行业监管政策趋严

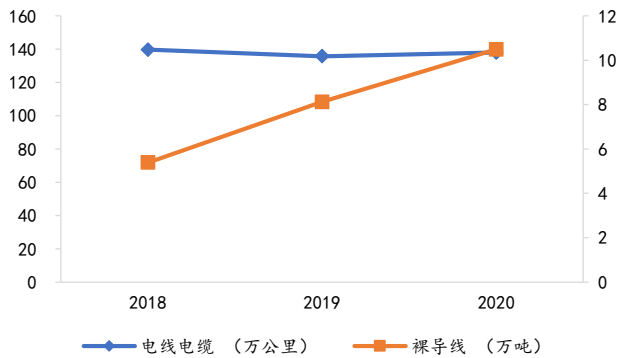
| 法律法规或政策名称 | 生效时间 | 发布单位 | 主要内容 |
|--------------------------------|---------|--------------|--|
| 《产业结构调整指导目录（2019 年本）》 | 2019.10 | 国家发改委 | 明确“鼓励类”、“限制类”及“淘汰类”产品类别，其中 6 千伏及以上干法交联电力电缆制造项目归为限制类，禁止新建扩建 |
| 《电线电缆产品生产许可证实施细则》 | 2018.11 | 国家市场监督管理总局 | 对架空绞线、塑料绝缘控制电缆、挤包绝缘低压电力电缆、挤包绝缘中压电力电缆、架空绝缘电缆 5 个产品单元电线电缆产品实行生产许可证制度 |
| 《质检总局办公厅关于加强电线电缆产品质量地方监督抽查的通知》 | 2017.3 | 国家质量监督检验检疫总局 | 加强对电线电缆产品的质量安全监管和专项整治 |

资料来源：政府部门公告，国元证券研究所

2.2 多个细分市场占比第一，开口合同模式确保公司利润

产品产量稳中有升，多个细分市场斩获第一。公司 2020 年电线电缆产量 138 万公里，裸导线产量 10.2 万吨，产量总体稳中有升。公司在风电电缆、核电电缆、光伏电缆等清洁能源细分线缆市场中市占率分别达 30%、60%（三代产品）、10%。在下游产业中，远东电缆目前已连续 6 年为房地产企业首选品牌。

图 13: 线缆产品产量



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 14: 公司在线缆细分行业处于领先

| | |
|--------|----------------|
| 风电电缆 | 市占率30% |
| 核电电缆 | 三代产品市占率60% |
| 光伏电缆 | 市占率10% |
| 绿色建筑线缆 | 连续6年获房地产企业首选品牌 |
| 特高压线缆 | 主要线缆TOP2 |
| 中低压线缆 | TOP2 |
| 特种电缆 | TOP3 |

资料来源: 公司公告, 电缆网, 国元证券研究所

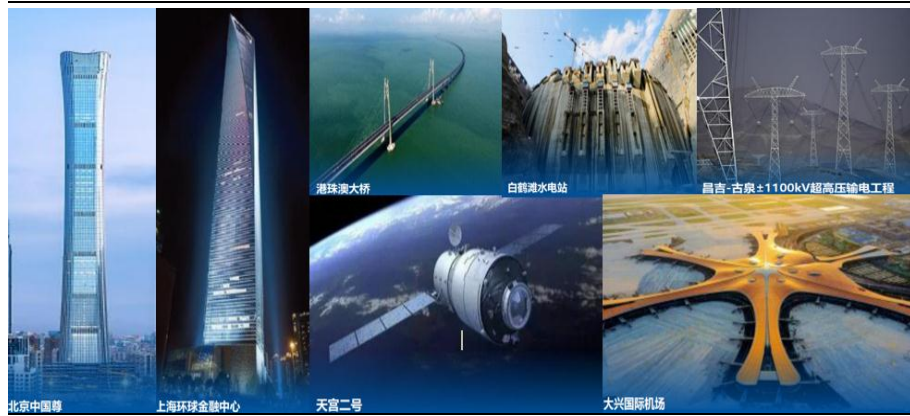
公司的线缆品牌获得客户的广泛认可。公司的线缆品牌是细分市场全球头部企业线缆产品的主要合作方, 现已累计服务超过 20 万客户, 以及与超过 1000 家企业形成战略合作伙伴关系。同时公司持续开拓新客户, 并注重加强合作深度, 2020 年公司开拓 637 家战略公司, 同比增加 343 家, 累计服务超过 50 家世界 500 强客户, 超过 200 家中国 500 强客户。公司参与众多大型建设项目的线缆工程, 如上海环球金融中心、北京中国尊等。

图 15: 公司线缆业务部分客户



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 16：远东电缆部分工程项目

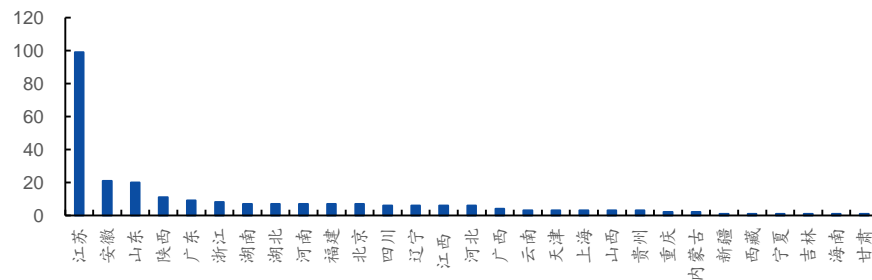


资料来源：公司公告，国元证券研究所

开口合同占比预计占比六成，有效保证公司利润空间。从 2020 年末起至今，受市场对全球经济恢复的良好预期、铜金属供不应求以及美国的量化宽松政策三方面影响，铜价大幅上涨。而铜作为线缆产业的重要原材料之一，铜价的上涨导致线缆公司的成本提升，公司盈利空间遭到压缩。同时，随着铜供应能力的恢复以及美国收紧货币政策的预期，铜价也存在着价格下降的风险，国家储备局也两度投放大量铜进入市场以保供稳价。公司采取了多种措施规避铜价波动风险：1) 在预期铜价上涨时提前备货；2) 提高开口合同比例。开口合同不同于闭口合同，闭口合同的签订双方约定订单总金额，在铜价上涨时导致公司利润空间被压缩。而开口合同采用浮动定价，铜价涨跌达到一定幅度后，公司对产品报价进行调整。开口合同使得产业链上下游共同承担铜价波动，分散单一环节风险，能够降低铜价波动对公司利润的影响。目前公司已在不断扩大开口合同的比例，预计公司的开口合同比例将达六成。

强大、专业、广泛覆盖的营销服务网络覆盖全国。公司以“团队+电商+品牌+专卖店+技术+经销商”六元营销体系覆盖中国 29 个省市自治区以及超过 160 个国家和地区。公司拥有超过 1000 人的售前、售后服务和海内外技术支持团队、客户经理超 1000 人、专卖店近 300 家、经销商超 840 家。远东专卖店全国广泛分布，聚焦华东，向华北、华中、西北、华南辐射，平均每个地级市有专卖店 1 家，经销商 2.5 个，客户经理 3.3 人。

图 17：远东专卖店全国分布



资料来源：公司公告，国元证券研究所

3. 新能源：重新定向，再获生机

3.1 锂电铜箔：进入放量收获期

锂电池配套产业链，未来持续高速增长。锂电铜箔属于锂电池的配套供应链，我国锂电铜箔产量占全球产量约 70%。据起点研究数据，2016-2020 年，我国锂电铜箔出货量从 6.0 万吨增长到 16.3 万吨，年均复合增速 28%。根据 GGII 预计到 2025 年，随着下游锂电池装机量的高速增长，国内锂电铜箔出货量将大幅提升至 37 万吨。全球市场规模超 740 亿元，年均复合增速保持 33%。

在出货结构方面，产品变薄成为主要趋势。2016-2019 年，铜箔出货量主力从 10 μm 变为 8 μm ，6 μm 产品的出货占比快速提升，到目前多个生产厂家已经有 4.5 μm 产品小批量供货。尤其在铜价高企情况下，更薄的铜箔能够有效降本，6 μm 及以下产品已有供不应求态势。

图 18：国内电池铜箔出货量（万吨）

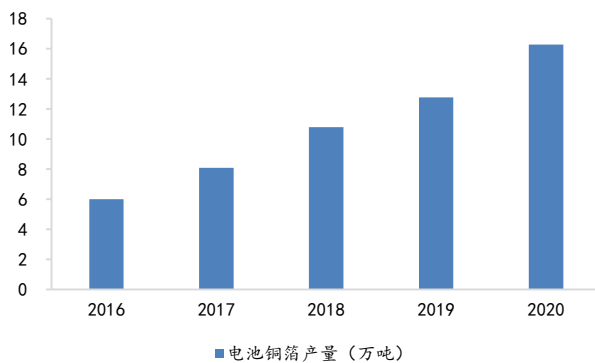
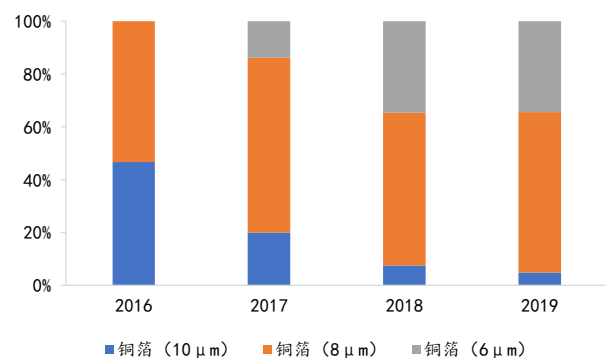


图 19：更薄厚度的锂电铜箔出货量占比不断提升



资料来源：起点研究，国元证券研究所

资料来源：起点研究，国元证券研究所

2016 年圣达电气依托原有铜业基础，由日本引进关键生产设备，启动高精度超薄锂电铜箔项目。2017 年底完成了一期 7500 吨 6 μm 铜箔产能建设，并完成 IATF16949 汽车产品质量体系导入。2018 年成功开发了 4.5 μm 高精度更薄锂电铜箔。2019 年圣达电气成为宁德时代供应商。

管理团队深耕行业，与公司共享收益。在管理团队方面，圣达电气的核心团队成员铜箔技术团队核心成员近 20 人，主要负责最核心的生产制造、工艺控制、设备管理、采购、销售管理，是国内最早从事锂电铜箔的研发、生产、销售团队，平均拥有 20 年以上的铜箔生产、研发经验。核心技术团队在 2019 年增资入股企业 1500 万元，与公司实现了利益绑定。

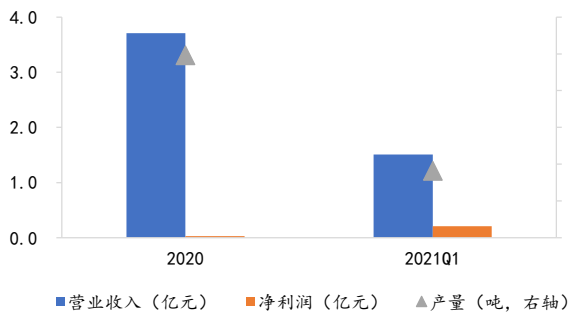
表 2: 圣达电气管理团队背景情况

| 管理层 | 职务 | 背景 |
|-----|----------|--|
| 邓经理 | 研发负责人 | 拥有丰富的电解铜箔生产和管理经验以及铜箔项目设计建设的实战经验 在圣达电气先后完成了“6 微米超薄铜箔产业化”、“4.5 微米超薄铜箔研发”等项目，拥有多项发明专利 近 20 年铜箔制造行业生产和研发经验 |
| 杨工 | 技术和质量负责人 | 国内锂电铜箔研发和生产第一批技术人员，掌握各类锂电铜箔的关键技术及制造流程 曾任生产、技术、市场、安全环境负责人等职务 20 年铜箔制造行业经验 |
| 朱工 | 设备和建设负责人 | 国内锂电铜箔研发和生产第一批技术人员，对铜箔生产设备、电气专业控制技术 拥有 20 年铜箔制造行业经验，对电解铜箔设备的技术规格、精度要求等非常了解 |
| 潘经理 | 生产负责人 | 30 年铜材料加工制造行业经验 |

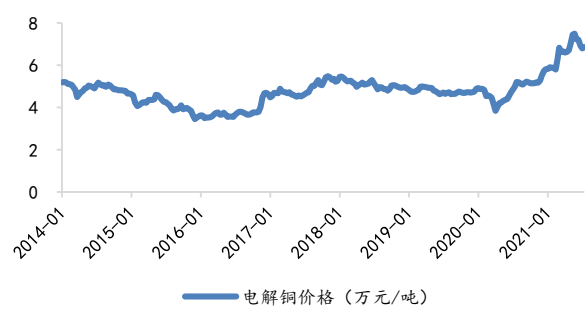
资料来源：公司公告，国元证券研究所

2021Q1 圣达电气经营情况持续向好。2020 年圣达电气铜箔产量 4794 吨，营业收入 3.71 亿元，净利 0.03 亿元；2021Q1 产量 1822 吨，营收 1.51 亿元，净利 0.20 亿元，净利率大幅提升至 14%。公司铜箔产品已经在逐步放量。

高铜价背景下公司利润空间打开。公司的铜箔产品的定价策略采用加工费模式，更薄厚度的铜箔加工费更高。在现今铜价处于历史高位下，加工费模式的定价策略能够向下游顺利传递成本；客户对 6 μ m、4.5 μ m 厚度的铜箔需求加强，公司产品具有结构性优势；客户对加工费敏感度降低，公司具有更好的利润空间。

图 20: 2021Q1 圣达电气经营情况不断好转


资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 21: 电解铜价格处于历史高点


资料来源：国家统计局，国元证券研究所

预计 2021 年底铜箔产能达到 1.5 万吨，未来陆续 5 万吨产能投产。2020 年公司铜箔产能 7500 吨，在锂电铜箔市场中整体市占率不高，但在 6 μ m 铜箔市场中公司市占率达到 7%。2021 年 6 月公司二期 7500 吨铜箔项目达产，目前铜箔产能达到 1.5 万吨。公司未来计划在四川宜宾建设 5 万吨铜箔产能，进一步扩大锂电铜箔业务实力。

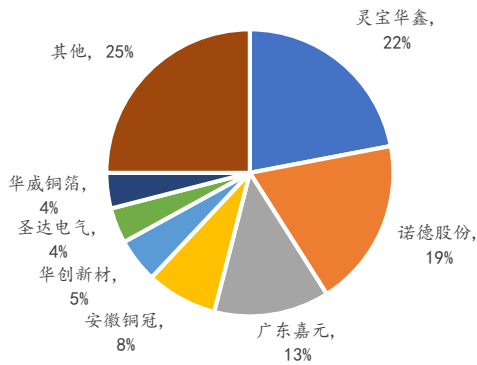
表 3：圣达电气产能规划

| 基地名称 | 对接核心客户 |
|------------|-----------|
| 江苏泰兴基地 | 江苏时代、时代上汽 |
| 四川宜宾基地（拟建） | 宁德时代、吉利时代 |
| 江苏基地（远期规划） | 国际头部客户 |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

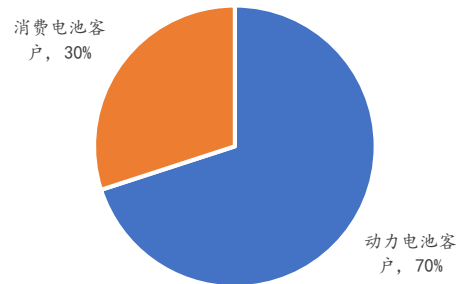
公司进入宁德时代供应链体系，销售金额占比 70%。客户结构方面，公司动力电池客户为宁德时代，销售金额占铜箔产品总营业收入的 70%。另外 30% 销售收入来自消费电池类客户，主要包括三杰、海四达等国内领先的电动工具锂电池电芯供应商。公司正在积极拓展客户，随着后续的产能扩张，预计公司将会为更多的锂电头部企业供货。

图 22：锂电铜箔市场格局



资料来源：各公司公告，国元证券研究所

图 23：公司客户结构



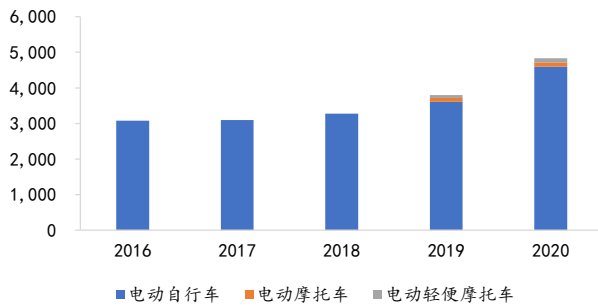
资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.2 锂电池：轻装上阵聚焦高增长电动两轮车赛道

新国标推行叠加共享电单车投放，推动电动两轮车需求增长。2019 年 4 月 15 日我国推行修订版的新国标 GB17761-2018《电动自行车安全技术规范》，政府给超标车留出了 3 年过渡期（截止到 2022 年 4 月 14 日），到期后将强制淘汰。新国标的实施加速推动了电动两轮车存量替换需求增长，在此基础上以哈啰等企业为代表的共享电单车的投放也对电动两轮车的需求产生了促进作用。据 EVTank 与伊维经济研究院联合发布的《中国电动两轮车行业发展白皮书（2021 年）》统计，2020 年国内电动两轮车总体产量为 4834 万辆，同比增长约 27.2%，累计社会保有量达到 3.4 亿辆。

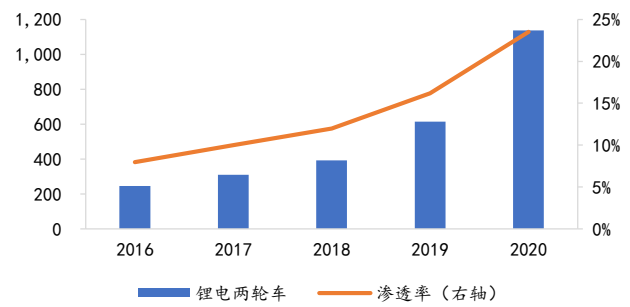
锂电两轮车渗透率持续提升，预计 2025 年将达到 60%。由于锂离子电池轻便、续航长、价格可接受，锂离子电池在电动两轮车领域对传统铅蓄电池的替代正在全面展开，其市场渗透率快速提升。2020 年中国锂电电动两轮车的产量达到 1136 万辆，总体渗透率达到 23.5%，同比增长 84.7%。根据 EVTank 预测，到 2025 年锂电电动两轮车的市场渗透率将接近 60%。

图 24：国内电动两轮车产量（万辆）



资料来源：EVTank，伊维经济研究院，国元证券研究所

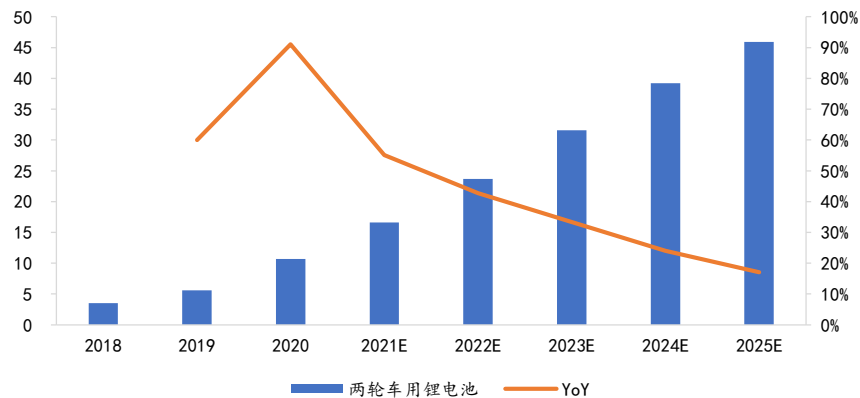
图 25：锂电两轮车（万辆）及渗透率



资料来源：EVTank，伊维经济研究院，国元证券研究所

电动两轮车用锂电池出货量快速提升，未来 5 年复合增速或超 90%。除锂电两轮车渗透率提高，外卖行业对电动两轮车换电电池的刚需也是拉动电动两轮车用锂电池出货量提升的又一因素。EVTank 统计显示，2020 年中国电动两轮车用锂离子电池出货量达到 10.7Gwh，同比增长 91.1%，预计到 2025 年电动两轮车用锂离子电池的需求量将达到 45.9Gwh，五年复合增速超过 90%。

图 26：电动两轮车用锂离子电池出货量（GWh）



资料来源：EVTank，伊维经济研究院，国元证券研究所

聚焦差异化细分市场，持续导入新增客户。2020 年公司及时调整产品定位，聚焦快速增长的轻出行锂电电动两轮车和电动工具的细分锂电市场。远东电池现有客户包括小牛电动、纳恩博等两轮电动车生产商，华晨新日等微型四轮电动车生产商，铁锚等电动工具设备生产商。2021 年 1 月公司和小牛签订《意向战略采购协议》，客户承诺未来 3 年采购不低于 1.5 亿支的 18650 三元锂电芯，预计实现订单金额 9 亿元。未来随着公司产品导入，预计未来公司在轻出行和消费电池领域将覆盖更广泛的客户群体。

表 4：远东电池客户

| 客户名称 | 主营业务 |
|------|------------------|
| 小牛电动 | 两轮电动车生产商 |
| 纳恩博 | 两轮电动车、平衡车、滑板车生产商 |
| 华晨新日 | 微型四轮电动车生产商 |
| 铁锚 | 电动工具设备生产商 |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

重新组建管理团队，锂电池业务走上正轨。2020 年公司经历阵痛后重新组建电池板块业务的管理团队。现任电池业务核心管理团队管理实践丰富、具有多年锂电行业经验，将逐步带领电池业务走上正轨。

表 5：远东电池团队背景情况

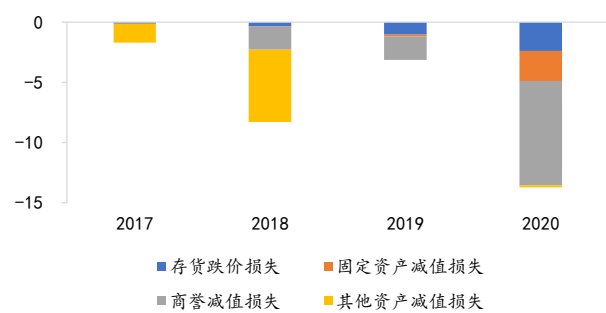
| 姓名 | 职位 | 履历 |
|-----|-------|---|
| 郁炜 | 首席运营官 | 曾任某国际顶尖锂电池企业、世界 500 强整车零配件企业全球和中国区业务发展及战略规划负责人 20 年锂电、整车行业经验 |
| 郑正和 | 总经理 | 高级经济师 曾任日本松下锂电事业部无锡工厂厂长、亿纬锂能事业部总经理 13 年锂电行业经验 |
| 周晓忠 | 首席质量官 | 硕士、六西格玛黑带大师 曾任日本松下锂电事业部无锡工厂品质部长 拥有 17 年锂电行业经验 |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2020 年计提大额减值损失，卸掉包袱轻装上阵。近几年内，公司都在根据各子公司经营情况和商誉减值测试结果对商誉计提减值准备。2020 年公司对江西远东电池一次性计提应收账款、存货、固定资产、商誉等项目。经过多次计提，江西远东电池商誉账面价值降为 0。目前公司商誉账面价值主要来自子公司京航安。京航安经营稳健，预计该部分商誉未来计提减值风险较小。

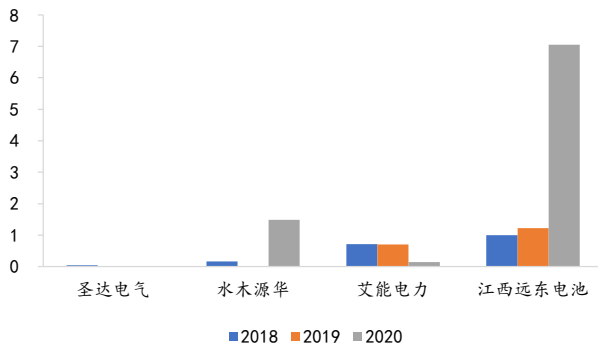
图 27：公司近年信用资产减值损失（亿元）


资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 28：公司近年商誉账面价值（亿元）


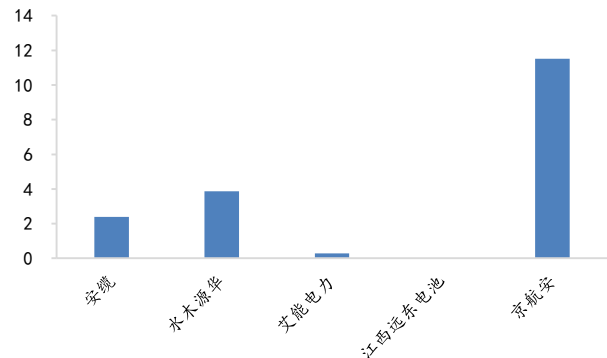
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 29：公司近年商誉减值准备（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 30：2020 年公司商誉账面价值（亿元）



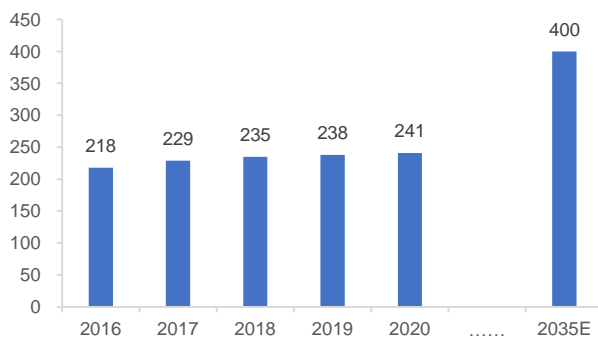
资料来源：公司公告，国元证券研究所

4. 机场：借力基础设施建设发展，实现稳健增长

继高铁后国家下一个基础建设投资方向就是机场建设。虽然中国机场建设发展稳定，但中国人均拥有机场面积数远低于日本、美国和欧洲。未来中国机场建设拥有巨大潜力，预计年增长空间近千亿元，未来 5 年综合市场空间万亿规模。近年来，我国机场数量稳定增长，截至 2020 年末我国共有民航运输机场 241 个，通用运输机场 340 个。《国家综合立体交通网规划纲要》提出，到 2035 年国家民航机场要达到 400 个左右，并将布局 40 个左右的区域航空枢纽。根据各省市通用机场建设规划目标，我国在 2030 年要实现建设约 2000 个通用机场的目标，在此目标下 2020-2030 年通用机场数量年均复合增速将达到 19%。

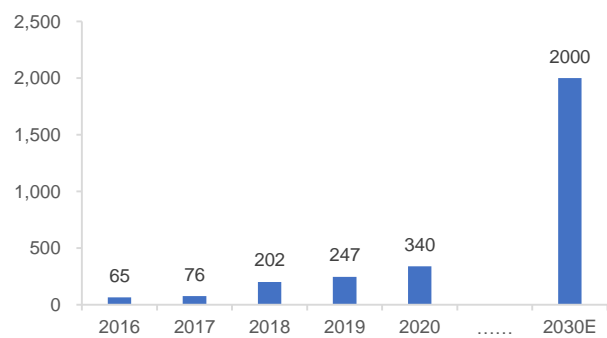
相关政策将带给机场建设新一轮的活力。民航局在四川省组织通用航空空域开放试点，预计 2021 年前后会在全国范围内推行。未来中国 2800 个县级地区要全部具备通航能力。《关于服务构建新发展格局的指导意见》表明“十四五”期间将新增民用机场 30 个以上。

图 31：民航机场数量变化（个）



资料来源：中国民用航空局，国元证券研究所

图 32：通用机场数量变化（个）



资料来源：中国航空新闻网，国元证券研究所

公司于 2017 年并购智慧机场服务商京航安 51% 股权, 2018 年公司收购远东控股持有的京航安 49% 股权, 实现对京航安 100% 控股。收购完成后京航安受益于下游机场工程行业规模逐年扩大, 营业收入与归母净利稳健增长, 其中 2020 年京航安全年签约合同金额首次突破 20 亿元, 单项合同金额首次突破 5 亿元。

图 33: 京航安营业收入情况

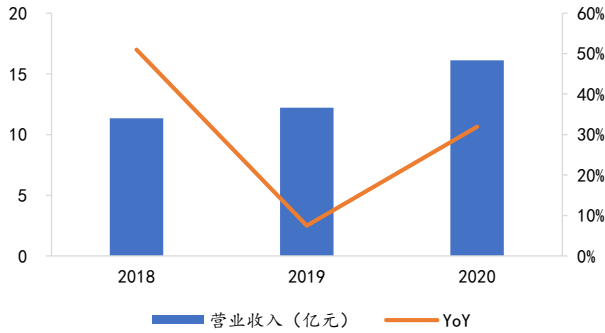
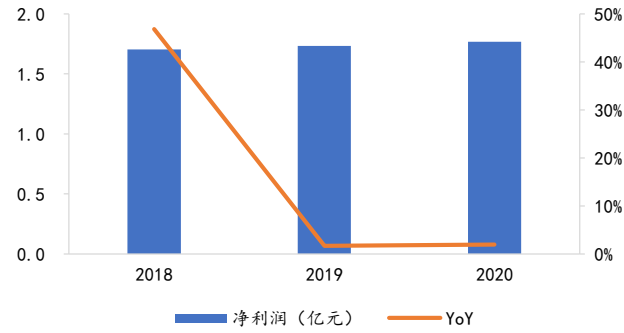


图 34: 京航安归母净利情况

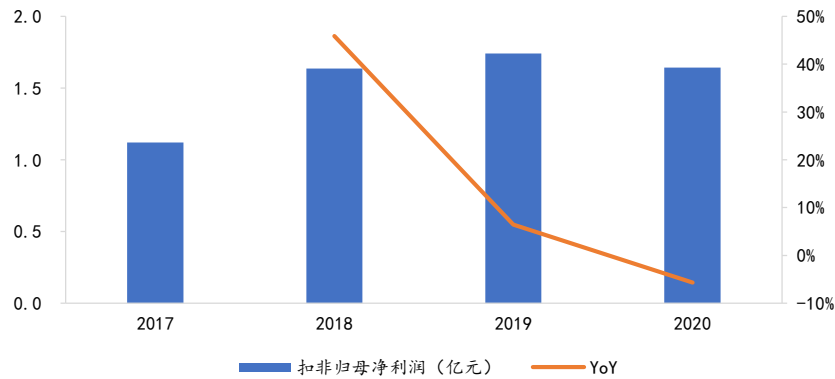


资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

2017-2019 年京航安扣非归母净利稳步增长, 2020 年扣非归母净利稍有所下挫, 其原因为 2020 年受新型冠状病毒疫情影响, 京航安部分海外机场建设项目无法开工或无法如期开工, 海外机场建设项目进度较预计有所减缓。

图 35: 京航安扣非归母净利润



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

京航安在助航灯光、弱电工程、空管工程中处于国内行业领先水平, 其在助航灯光方面为中国第一。2020 年, 京航安在助航灯光工程市占率超 20%, 空管弱电工程市占率超 10%, 助航灯光+弱电空管继续保持第一。2021Q1 民航工程建设助航灯光、弱电、空管中标额继续领跑全行业, 且创历史最佳成绩, 中标额达 6.5 亿元。

图 38：国外工程项目

海外机场项目

1. 安哥拉罗安达新国际机场
2. 赞比亚恩多拉国际机场
3. 尼泊尔博卡拉地区国际机场
4. 马尔代夫维拉纳国际机场
5. 南苏丹朱巴国际机场
6. 利比亚罗伯茨国际机场
7. 斯里兰卡班达拉奈克国际机场
8. 坦桑尼亚姆万扎国际机场
9. 瓦努阿图维拉港国际机场
10. 尼泊尔加德满都国际机场



马尔代夫维拉纳国际机场
马尔代夫维拉纳国际机场改扩建项目助航灯光及导航工程，合同额1.17亿元人民币。



安哥拉罗安达新国际机场
安哥拉罗安达新国际机场项目助航灯光、供电安装及陆侧照明工程，累计合同额3.02亿元人民币。

赞比亚恩多拉国际机场
赞比亚恩多拉国际机场目视助航灯光工程、空管工程、供电工程及弱电工程，合同额2.98亿元人民币。



南苏丹朱巴国际机场
南苏丹朱巴国际机场改建目视助航灯光系统及空管工程，合同额1095万美元。



尼泊尔博卡拉地区国际机场
尼泊尔博卡拉地区国际机场专用设备供货及安装工程，合同额1.69亿元人民币。

利比亚罗伯茨国际机场
利比亚罗伯茨国际机场目视助航灯光工程，合同额350万美元。

斯里兰卡班达拉奈克国际机场
斯里兰卡班达拉奈克国际机场目视助航灯光工程，合同额1030万美元。

坦桑尼亚姆万扎国际机场
坦桑尼亚姆万扎国际机场助航灯光工程、塔台电气工程、货运库电气工程及动力站电气工程，合同额90.64亿美元。

资料来源：公司官网，国元证券研究所

盈利预测与投资建议

结合公司各板块经营情况，我们做出如下假设：

智能缆网：未来行业加速整合集中度提升，且公司在高端线缆行业发力，预计未来线缆业务的产品销量将以较高速增长，同时考虑到铜价回调因素，预计 2021-2023 年线缆业务营收增速为 17.88%/18.29%/17.39%；公司线缆业务历史毛利率中枢 16% 左右，预计未来随着铜价回调和公司专注主营业务，公司毛利率有望恢复至中枢水平，预计 2021-2023 年毛利率分别为 12.76%/13.50%/14.20%；

锂电铜箔：公司主要锂电铜箔产品已经进入宁德时代供应链体系，目前订单饱满，预计未来随着产能释放，2021-2023 年铜箔产销量将实现爆发性增长为 1.1/1.7/2.8 万吨，营业收入为 9.50/14.45/22.40 亿元；更薄厚度的铜箔需求旺盛加工费也更高，预计 2021-2023 年公司毛利率维持同行平均水平 25.00%/25.00%/25.00%；

锂电池：公司锂电池业务正在客户拓展期，已经与小牛签订三年订单；并导入客户纳恩博、华晨新日、铁锚等，出货量有望实现高速增长，2021-2023 年营业收入预计为 6.70/12.05/18.08 亿元。同时，随着锂电池业务生产经营的恢复，该板块盈利能力有望至正常水平，预计毛利率分别为 0.00%/8.00%/15.00%，2022 年锂电池业务基本盈亏平衡；

智慧机场：机场业务订单获取顺利，预计未来将继续以 15% 增速稳健增长。

表 6：公司收入盈利预测

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入 (亿元) | 171.55 | 198.04 | 240.66 | 291.58 | 351.25 |
| 营业成本 (亿元) | 142.19 | 173.97 | 208.81 | 250.51 | 298.30 |
| 增长率 | -2.04% | 15.44% | 21.52% | 21.16% | 20.47% |
| 毛利率 | 17.12% | 12.16% | 13.24% | 14.09% | 15.08% |
| 净利率 | 0.32% | -8.51% | 2.80% | 3.29% | 3.64% |
| 净利润 (亿元) | 0.55 | -16.86 | 6.74 | 9.59 | 12.79 |
| 归母净利 (亿元) | 0.45 | -16.91 | 6.49 | 9.21 | 12.23 |
| 智能缆网 | | | | | |
| 销量 (万千米) | 135.78 | 138.01 | 144.91 | 173.89 | 208.67 |
| 营业收入 (亿元) | 151.97 | 172.11 | 202.87 | 239.97 | 281.71 |
| 增长率 | 3.29% | 13.25% | 17.88% | 18.29% | 17.39% |
| 毛利率 | 17.57% | 12.76% | 12.76% | 13.50% | 14.20% |
| 净利率 | | 2.34% | 2.46% | 2.65% | 3.02% |
| 净利润 (亿元) | | 4.02 | 5.00 | 6.35 | 8.50 |
| 铜箔 | | | | | |
| 产量 (吨) | | 4794 | 11000 | 17000 | 28000 |
| 营业收入 (亿元) | | 3.71 | 9.50 | 14.45 | 22.40 |
| 增长率 | | | 156.06% | 52.11% | 55.02% |
| 毛利率 | | | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 净利率 | | 0.82% | 10.53% | 10.59% | 10.00% |
| 净利润 (亿元) | | 0.03 | 1.00 | 1.53 | 2.24 |
| 归母净利 (亿元) | | 0.02 | 0.75 | 1.15 | 1.68 |
| 锂电池 | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | | 3.72 | 6.70 | 12.05 | 18.08 |
| 增长率 | | | 80.00% | 80.00% | 50.00% |
| 毛利率 | | | 0.00% | 8.00% | 15.00% |

| | | | | | |
|-------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 净利率 | | | -14.32% | 0.10% | 1.93% |
| 净利润 (亿元) | | -12.67 | -0.96 | 0.01 | 0.35 |
| 智慧机场 | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 13.70 | 17.47 | 20.09 | 23.10 | 26.57 |
| 增长率 | -5.64% | 27.54% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 毛利率 | 22.44% | 17.98% | 17.50% | 17.30% | 17.00% |
| 净利率 | | 10.13% | 8.46% | 7.36% | 6.40% |
| 净利润 (亿元) | | 1.77 | 1.70 | 1.70 | 1.70 |

资料来源: wind, 国元证券研究所

我们预计 2021-2023 年公司总营业收入分别为 240.66/291.58/351.25 亿元, 归母净利润分别为 6.49/9.21/12.23 亿元, 对应 EPS 为 0.29/0.42/0.55 元。

公司业务板块众多, 我们分别选取各板块业务对应可比公司如下。采用分部估值法, 线缆、锂电铜箔、机场工程服务板块可比公司 2021E 的 PE 估值均值分别为 14.6/49.6/24.7X, 出于审慎原则, 锂电池板块预计 2021 年无法盈利暂不估值。得到加权平均 2021 年目标 PE 为 23.9X, 对应目标价 6.8 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 7: 可比公司相对估值

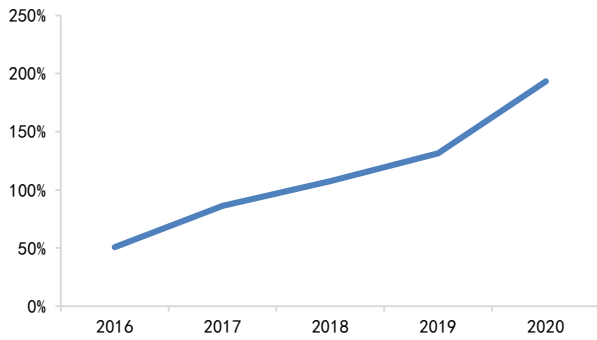
| 业务板块 | 可比公司 | 代码 | 收盘价 (元/股) | PB | PS(TTM) | PE | |
|--------|-----------|-----------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| | | | | | | 2021E | 2022E |
| 线缆 | 特变电工 | 600089.SH | 15.13 | 1.61 | 1.23 | 13.17 | 11.82 |
| | 中天科技 | 600522.SH | 7.60 | 1.00 | 0.50 | 7.41 | 6.26 |
| | 亨通光电 | 600487.SH | 12.75 | 1.50 | 0.90 | 19.62 | 14.23 |
| | 金杯电工 | 002533.SZ | 8.68 | 1.86 | 0.60 | 18.00 | 12.95 |
| | 平均 | | | 1.49 | 0.81 | 14.55 | 11.31 |
| 锂电铜箔 | 嘉元科技 | 688388.SH | 84.49 | 7.17 | 12.31 | 41.17 | 30.34 |
| | 诺德股份 | 600110.SH | 14.35 | 5.76 | 7.44 | 57.96 | 32.44 |
| | 平均 | | | 6.46 | 9.87 | 49.56 | 31.39 |
| 锂电池 | 鹏辉能源 | 300438.SZ | 35.29 | 6.26 | 3.48 | 43.37 | 32.28 |
| | 欣旺达 | 300207.SZ | 33.72 | 7.85 | 1.70 | 42.14 | 31.00 |
| | 德赛电池 | 000049.SZ | 41.42 | 4.19 | 0.61 | 14.38 | 12.25 |
| | 平均 | | | 6.10 | 1.93 | 33.30 | 25.17 |
| 机场工程服务 | 三联虹普 | 300384.SZ | 18.59 | 2.84 | 6.89 | 30.34 | 24.63 |
| | 博迈科 | 603727.SH | 18.86 | 2.17 | 1.50 | 19.11 | 14.52 |
| | 平均 | | | 2.50 | 4.20 | 24.72 | 19.57 |

资料来源: wind, 国元证券研究所 注: 以 7 月 30 日收盘数据计算

风险提示

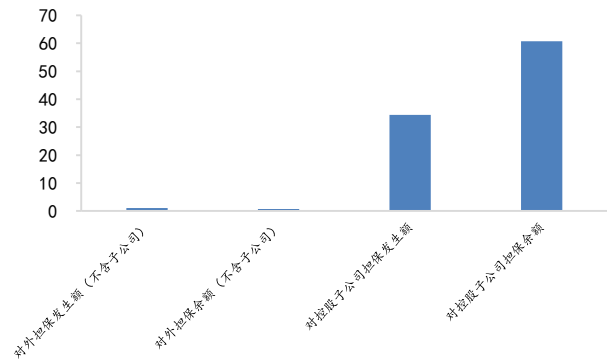
公司担保总额占净资产比例较高。2016年后公司担保总额占净资产比例持续增大，2020年公司担保总额占净资产比例为193%，大部分担保金额用于为控股子公司提供担保。

图 39：公司担保金额与净资产比例



资料来源：wind，国元证券研究所

图 40：2020 年公司担保情况



资料来源：wind，国元证券研究所

公司股权质押比例较高。目前公司第一大股东远东控股集团有限公司质押股份 1234.10 百万股，占其持有股份数 99.99%，占总股本 55.61%。公司质押股份中，9.24%股份质押方为农村小额贷款公司，90.76%股份质押方为银行。

锂电池业务短期存在盈利压力。公司锂电池业务 2020 年营业收入 3.72 亿元，净利润-12.67 亿元。目前该板块业务正在客户导入期，如果客户开拓进展不顺利、公司订单不饱和、成本管控不佳等，该业务存在短期内无法盈利可能性，或会拖累公司整体利润。

线缆业务增速不及预期。线缆行业整体发展成熟、增速较为缓慢，头部企业规模增长主要来自高增长细分行业的业务拓展和行业加速整合下的集中度提高。如果公司线缆业务在以上两个方向增长不及预期，将有可能影响公司业绩增长。

财务预测表

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 11304.61 | 11483.24 | 11974.40 | 13437.92 | 17487.99 |
| 现金 | 2592.72 | 3249.14 | 2500.00 | 2500.00 | 5000.00 |
| 应收账款 | 4519.23 | 4125.49 | 5053.89 | 5878.23 | 6786.24 |
| 其他应收款 | 373.59 | 284.88 | 346.19 | 419.44 | 505.28 |
| 预付账款 | 550.17 | 508.75 | 610.65 | 732.60 | 872.36 |
| 存货 | 2597.56 | 1955.56 | 2578.79 | 2855.80 | 3117.22 |
| 其他流动资产 | 671.34 | 1359.42 | 884.88 | 1051.85 | 1206.87 |
| 非流动资产 | 6368.62 | 5377.41 | 5157.60 | 4750.64 | 4286.19 |
| 长期投资 | 75.69 | 69.54 | 69.54 | 69.54 | 69.54 |
| 固定资产 | 3305.89 | 3247.65 | 3185.61 | 2826.41 | 2443.88 |
| 无形资产 | 654.56 | 630.13 | 630.13 | 630.13 | 630.13 |
| 其他非流动资产 | 2332.49 | 1430.10 | 1272.32 | 1224.56 | 1142.64 |
| 资产总计 | 17673.23 | 16860.65 | 17132.00 | 18188.56 | 21774.18 |
| 流动负债 | 10853.23 | 12526.01 | 12177.57 | 12236.26 | 14550.66 |
| 短期借款 | 4945.90 | 5074.64 | 4330.12 | 2775.13 | 3144.42 |
| 应付账款 | 2718.66 | 3836.21 | 4802.60 | 6012.21 | 7457.47 |
| 其他流动负债 | 3188.68 | 3615.16 | 3044.85 | 3448.92 | 3948.76 |
| 非流动负债 | 1809.42 | 1050.40 | 996.07 | 1034.68 | 1027.05 |
| 长期借款 | 944.18 | 292.03 | 292.03 | 292.03 | 292.03 |
| 其他非流动负债 | 865.24 | 758.37 | 704.04 | 742.65 | 735.02 |
| 负债合计 | 12662.65 | 13576.41 | 13173.64 | 13270.94 | 15577.71 |
| 少数股东权益 | 112.33 | 102.73 | 127.68 | 165.85 | 221.74 |
| 股本 | 2219.35 | 2219.35 | 2219.35 | 2219.35 | 2219.35 |
| 资本公积 | 1199.86 | 1212.32 | 1212.32 | 1212.32 | 1212.32 |
| 留存收益 | 1479.03 | -250.17 | 399.00 | 1320.09 | 2543.05 |
| 归属母公司股东权益 | 4898.25 | 3181.51 | 3830.68 | 4751.76 | 5974.73 |
| 负债和股东权益 | 17673.23 | 16860.65 | 17132.00 | 18188.56 | 21774.18 |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|----------|----------|---------|----------|---------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金流 | 1927.96 | 1531.58 | 176.76 | 1674.60 | 2144.28 |
| 净利润 | 54.77 | -1685.72 | 674.12 | 959.26 | 1278.85 |
| 折旧摊销 | 392.22 | 446.86 | 389.25 | 395.55 | 398.69 |
| 财务费用 | 357.19 | 308.60 | 309.99 | 239.61 | 143.57 |
| 投资损失 | 6.99 | -1.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | 696.00 | 554.06 | -410.88 | -81.45 | 138.33 |
| 其他经营现金流 | 420.78 | 1908.91 | -785.71 | 161.63 | 184.83 |
| 投资活动现金流 | -195.39 | -298.42 | 59.24 | 60.00 | 60.00 |
| 资本支出 | 188.31 | 416.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 53.70 | -52.27 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金流 | 46.62 | 65.36 | 59.24 | 60.00 | 60.00 |
| 筹资活动现金流 | -1719.85 | -1153.54 | -985.15 | -1734.60 | 295.72 |
| 短期借款 | 409.75 | 128.74 | -744.52 | -1554.99 | 369.29 |
| 长期借款 | -46.35 | -652.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 0.00 | 12.46 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | -2083.25 | -642.59 | -240.63 | -179.61 | -73.57 |
| 现金净增加额 | 12.72 | 78.57 | -749.14 | 0.00 | 2500.00 |

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入 | 17155.39 | 19804.09 | 24066.12 | 29157.87 | 35125.49 |
| 营业成本 | 14218.90 | 17396.35 | 20880.86 | 25050.87 | 29829.89 |
| 营业税金及附加 | 77.84 | 73.35 | 108.30 | 131.21 | 158.06 |
| 营业费用 | 1241.52 | 974.95 | 1251.44 | 1662.00 | 2283.16 |
| 管理费用 | 437.49 | 531.82 | 673.85 | 874.74 | 1124.02 |
| 研发费用 | 295.58 | 346.00 | 370.00 | 400.00 | 420.00 |
| 财务费用 | 357.19 | 308.60 | 309.99 | 239.61 | 143.57 |
| 资产减值损失 | -312.45 | -1374.03 | -100.00 | -100.00 | -100.00 |
| 公允价值变动收益 | 1.57 | -22.86 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | -6.99 | 1.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 212.48 | -1488.55 | 744.43 | 1072.18 | 1439.53 |
| 营业外收入 | 1.61 | 50.50 | 50.50 | 50.50 | 50.50 |
| 营业外支出 | 8.36 | 20.08 | 20.08 | 20.08 | 20.08 |
| 利润总额 | 205.73 | -1458.13 | 774.85 | 1102.60 | 1469.95 |
| 所得税 | 150.96 | 227.59 | 100.73 | 143.34 | 191.09 |
| 净利润 | 54.77 | -1685.72 | 674.12 | 959.26 | 1278.85 |
| 少数股东损益 | 9.87 | 5.65 | 24.95 | 38.17 | 55.89 |
| 归属母公司净利润 | 44.90 | -1691.37 | 649.17 | 921.09 | 1222.97 |
| EBITDA | 961.90 | -733.08 | 1443.67 | 1707.33 | 1981.80 |
| EPS (元) | 0.02 | -0.76 | 0.29 | 0.42 | 0.55 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|----------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | -2.03 | 15.44 | 21.52 | 21.16 | 20.47 |
| 营业利润 (%) | -16.66 | -800.55 | 150.01 | 44.03 | 34.26 |
| 归属母公司净利润 (%) | -69.71 | -3867.02 | 138.38 | 41.89 | 32.77 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 17.12 | 12.16 | 13.24 | 14.09 | 15.08 |
| 净利率 (%) | 0.26 | -8.54 | 2.70 | 3.16 | 3.48 |
| ROE (%) | 0.92 | -53.16 | 16.95 | 19.38 | 20.47 |
| ROIC (%) | 1.80 | -25.07 | 14.30 | 19.42 | 27.02 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 71.65 | 80.52 | 76.89 | 72.96 | 71.54 |
| 净负债比率 (%) | 51.54 | 44.69 | 40.93 | 29.37 | 27.84 |
| 流动比率 | 1.04 | 0.92 | 0.98 | 1.10 | 1.20 |
| 速动比率 | 0.79 | 0.73 | 0.76 | 0.85 | 0.98 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.95 | 1.15 | 1.42 | 1.65 | 1.76 |
| 应收账款周转率 | 3.06 | 3.67 | 4.22 | 4.48 | 4.66 |
| 应付账款周转率 | 5.76 | 5.31 | 4.83 | 4.63 | 4.43 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.02 | -0.76 | 0.29 | 0.42 | 0.55 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.87 | 0.69 | 0.08 | 0.75 | 0.97 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 2.21 | 1.43 | 1.73 | 2.14 | 2.69 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 256.54 | -6.81 | 17.74 | 12.51 | 9.42 |
| P/B | 2.35 | 3.62 | 3.01 | 2.42 | 1.93 |
| EV/EBITDA | 14.76 | -19.37 | 9.84 | 8.32 | 7.16 |

投资评级说明:

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

| 合肥 | 上海 |
|------------------------------------|---------------------------------------|
| 地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编: 230000 | 邮编: 200135 |
| 传真: (0551) 62207952 | 传真: (021) 68869125 |
| | 电话: (021) 51097188 |