

中性 维持

汉缆股份（002498）

2011 年 9 月 20 日

电力设备与新能源行业高级分析师：牛品
SAC 执业证书编号：S0850511060001
np6307@htsec.com
021-23219390
联系人：房青
fangq@htsec.com
021-23219692

电缆、附件共筑业绩亮点

2011 年 9 月 19 日收盘于 17.90 元，6 个月目标价 19.20 元

1. 特种电缆、电缆附件，共筑业绩亮点。

1.1 中标履历+产能扩张，海底电缆受益海上风电大发展。

能源局规划，截至 2015 年我国建成 500 万千瓦海上风电，形成海上风电的成套技术并建立完整产业链；2015 年后，我国海上风电进入规模化发展阶段，到 2020 年建成海上风电 3000 万千瓦。基于目前各省市上报的规划，2015 年我国海上风电累计装机容量有望达到 1500 万千瓦，海上风电总装机容量有望实现超预期增长。

表 1 我国海上风电项目统计

	已建成项目	在建项目	已招标待开工项目	已审批项目
项目名称	东海大桥—10 万 KW 如东—3 万 KW 渤海绥中—1500KW 江苏响水—6500KW	如东—15 万 KW	滨海—30 万 KW 射阳—30 万 KW 东台—20 万 KW 大丰—20 万 KW	
总计	13.8 万 KW	15 万 KW	100 万 KW	130 万 KW

资料来源：海通证券研究所

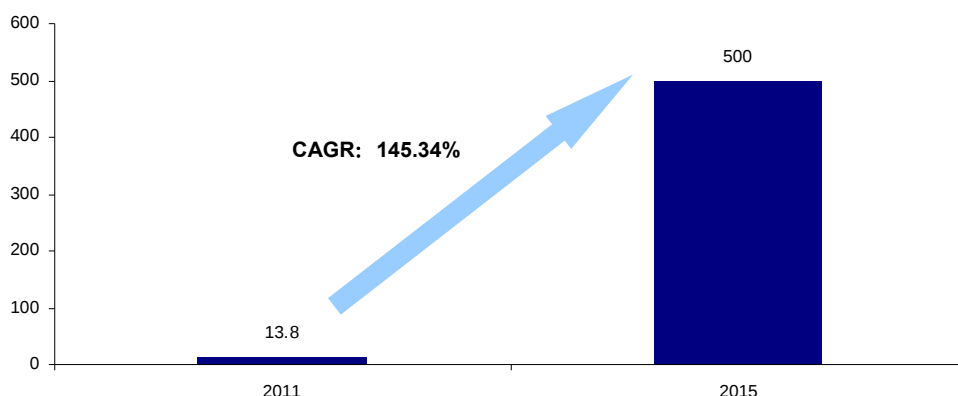
从海上风电招标情况来看，我国首轮海上风电期特许权招标共计 100 万千瓦，4 个项目位于江苏省滨海、射阳、东台，以及大丰四地。我们预计，行将启动的第二轮招标总规模约 150 万千瓦—200 万千瓦，相较首轮招标，规模成倍增长。

我们判断，我国海上风电启动在即，丰富的产品中标履历及产能快速扩张将使公司充分受益海上风电快速发展。

（1）产品中标方面，公司已拥有丰富的风电海底电缆供货经验，为公司奠定市场先入及品牌优势。公司中标我国第一个大型海上风电项目—东海大桥 10 万千瓦示范项目全部海底电缆，电压等级 35kV，长度约 70 公里。公司还于首轮海上风电招标中标东台项目海底电缆，电压等级 35kV，长度约 160 公里。

（2）产能方面，公司海底电缆产能扩张进程如期进行，预计 2011 年底将新增 1 条 200 公里海底电缆生产线，总产能达 400 公里。

图 1 我国海上风电装机容量增速（保守估计，单位：万 KW）



资料来源：海通证券研究所

1.2 220kV 电缆附件业务行将放量，墙内墙外花齐香。

2011 年 7 月，公司自主研发的“额定电压 220kV XLPE 电缆系统”通过电力工业电气设备质量检验测试中心的预鉴定试验，目前该产品已陆续有订单。我们判断，随着公司 220kV 电缆附件市场销售的启动，将成为公司利润增长新亮点。

从电缆附件市场竞争格局来看，110kV 电缆附件领域仅有公司、广东吉熙安有限公司、深圳长园电缆附件有限公司、上海三元电缆附件有限公司、江苏安靠电缆附件有限公司等 10 余家企业具备生产能力。2010 年公司电缆附件市场占有率第三。而我国 220kV 以上电缆附件市场基本依赖进口。

相较国外产品，公司 220kV 电缆附件价格低 30% 左右。我们认为，随着公司 220kV 电缆附件业务逐步产业化，将一定程度实现该领域的进口替代。公司电缆附件在实现进口替代的时候，亦逐步涉足海外市场，目前已在中东及俄罗斯市场实现 150 多套高压电缆附件的销售。

1.3 采煤机电缆综合优势明显，煤矿整合利好公司业务长期发展。

我们认为，公司采煤机电缆业务看点如下：（1）综合优势显著，国内外市场推进顺利。（2）煤矿整合推动采煤机电缆市场需求。

公司为国内第一家研制出采煤机用矿缆、变频矿用电缆的厂商。性能方面，公司采煤机电缆使用寿命位于行业前列，相较国内同行 2 个月、国外企业 6 个月的产品寿命，公司采煤机电缆有 1 年的寿命保证。价格方面，公司产品与外资产品价格相当，比国内同行略高 20%。综合使用寿命及产品价格，公司采煤机综合优势明显，国内市场上，公司为神华集团矿用电缆最大供货商；目前公司已将业务触角涉及海外，目前公司采煤机电缆已在力拓试用，与必和必拓的合作也在进行之中。

表 2 山西省煤矿整合进程

时间	煤矿个数	小煤矿产能 (亿吨)	总产能 (亿吨)	国有重点矿 井产量占比	国有地方矿 井产量占比	乡镇煤矿 产量占比
2011 年 1-5 月	1000	0.58				
2009 年 1-5 月	2500	(含地方煤矿) 2.89	2.04	60.78%	28.92%	10.29%
2008 年底	2598	(含地方煤矿) 1.61	6.56	50.46%	27.59%	21.95%
2007 年底	2810	1.80	6.30	49.76%	24.72%	25.52%
2006 年底	2891	2.80	5.80	48.71%	21.34%	29.95%
2005 年底	3365	(含地方煤矿) 2.80	5.54	46.75%	20.40%	32.85%
2004 年底	4598			38.95%	24.75%	36.31%

资料来源：中国煤炭资源网，海通证券研究所

由于大产能矿需用采煤机电缆，而小矿不用，因此我国煤矿资源整合将推动采煤机电缆市场需求，利好公司采煤机电缆业务。

2. 控股英纳超导，静候超导产业爆发。

公司持有北京英纳超导技术有限公司 51%表决权比例，英纳超导是全球三大可量产高温超导线材的企业之一，技术全球领先，参与建设云南吉普、天津国网两项超导示范工程，未来或将大规模启动的超导应用产品主要包括超导电缆和超导限流器。

超导电缆与传统电缆相比，具有能量损耗低、输送容量大、体积小及电磁污染少等优点。（1）在交流传输且容量相同的情况下，高温超导电缆的交流阻抗仅为常规电缆阻抗的 1/10，可以较少电网线损 50%左右。在重量和尺寸相同的情况下，高温超导电缆的传输容量比常规电缆高 3-5 倍且损耗下降 60%以上。（2）对于直流传输，高温超导电缆几乎可以无损实现电力传输，传输距离越长，节能效果越好。

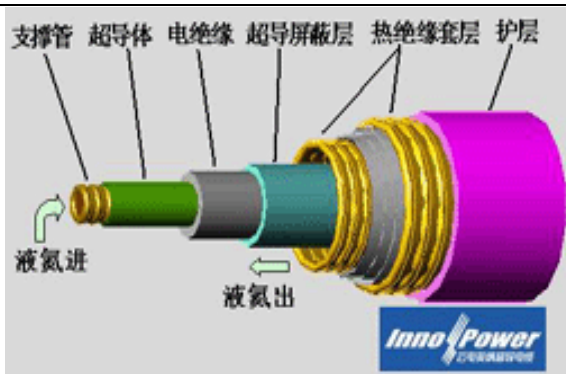
表 3 超导及常规电缆比较

指标	高温超导电缆	交联聚乙烯常规铝电缆
导体截面积(mm ²)	50	2×2000
电缆外径(mm)	116	2×107
电缆重量(kg/m)	8.5	2×12.4
等效电阻(mΩ/km)	1.1	12
电缆系统(包括辅助设备和安装成本) 估计成本(MUSD)	9.68	9.37

资料来源：海通证券研究所

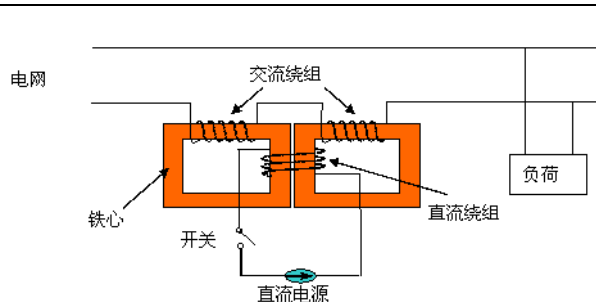
超导限流器具有优异的限流特性，是目前电力系统高压电网理想的限流装置。特点包括：（1）稳态运行时低阻抗，对电网输送电力影响很小。（2）短路发生时高阻抗，大幅度限制短路电流。（3）快速检测短路电流的发生，快速触发限流动作，整个限流过程可在几个毫秒内完成；限流后可快速恢复，满足电网重合闸的要求。

图 2 冷绝缘结构电缆基本结构示意图



资料来源：云电英纳，海通证券研究所

图 3 单相饱和铁心型超导限流器原理示意图



资料来源：云电英纳，海通证券研究所

2010 年全球超导电力技术产业产值约 75 亿美元，预计到 2020 年该产业产值将达 750 亿美元。国内电力系统对超导设备的应用，技术相对成熟的是超导限流器、超导电缆设备，仅超导限流器装置，如果首先应用于 220KV 及以上的变电站，国内市场规模约 1700 亿—2800 亿元。

超导市场近两年属于起步阶段，美国、中国都均在建设示范性电站。2011 年 2 月，国内第一个超导变电站—中科院白银超导变电站在甘肃白银建成，不久将实现并网运行。我们认为，超导市场的启动一方面取决于智能电网推进进程，另一方面取决于技术成本，约 3 年后一代超导电缆综合成本或将接近 220KV 电缆；二代超导电缆电磁性能及限流作用均优于一代，成本为一代的 3—4 倍，但二代超导成本亦有下降空间。

我们认为，超导业务无法在短期内为公司贡献业绩，但在注重产品运用履历及稳定性的电力设备行业，公司的先行介入无疑为公司未来受益超导产业发展打下坚实基础。

3. 传统业务增速稳定，产业集中度逐步回升。

我们认为，公司高压电力电缆未来增速稳定，220KV 架空线入地导致高压电缆需求高于普通电缆，高压电缆需求每年增长 25% 左右。

我们认为公司在该产业中竞争优势如下：（1）作为全国第一批为国网公司晋东南—南阳—荆门交流特高压试验基地工程项目 1000kV 特高压导线的供应商，公司供货履历对产品优异性能做出检验。（2）行业集中度回升对公司毛利率及业务体量均有一定稳定作用。短期来看，2010 年国网招标以低价者中标，导致各地事故不断。今年中标制度调整，中标公司多为老品牌企业。长期来看，我们认为，高压电缆行业必将重新整合，电缆行业规模以上企业 4000 多家，行业协会统计有 8000 多家，中低压电缆 25% 合格率左右，未来行业将面临洗牌。

4. 盈利预测与估值

我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.55 元、0.64 元和 0.79 元。基于公司未来在海底电缆、采煤机电缆及电缆附件等领域的业绩增长亮点，以及同业估值水平，给予公司 2012 年 25-30 倍市盈率，合理价值区间 16.00-19.20 元，结合目前股价水平，我们维持“中性”的投资评级。

表 4 汉缆股份盈利预测假设条件

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）						
电力电缆	217944.30	211193.60	246899.07	295843.75	346584.00	402590.28
电气装备用电线电缆	44834.11	11531.61	13471.56	15492.29	22801.52	32761.67
裸电线	14420.92	28049.22	21718.30	23100.00	37329.60	44795.52
通信电缆和光缆	3258.44	2088.04	2497.48	2747.22	3021.95	3324.14
电缆附件	10026.60	13497.17	9034.00	18000.00	27200.00	32600.00
其他	24491.63	17743.55	16204.79	20255.99	23294.39	26788.55
合计	314976.00	284103.18	309825.19	375439.26	460231.46	542860.16
yoy						
电力电缆		-3.10%	16.91%	19.82%	17.15%	16.16%
电气装备用电线电缆		-74.28%	16.82%	15.00%	47.18%	43.68%
裸电线		94.50%	-22.57%	6.36%	61.60%	20.00%
通信电缆和光缆		-35.92%	19.61%	10.00%	10.00%	10.00%
电缆附件		34.61%	-33.07%	99.25%	51.11%	19.85%
其他		-27.55%	-8.67%	25.00%	15.00%	15.00%
合计		-9.80%	9.05%	21.18%	22.58%	17.95%
营业成本（万元）						
电力电缆	169582.46	158711.99	192359.06	245550.31	284198.88	326098.12
电气装备用电线电缆	37463.38	9542.40	11043.98	12455.80	18355.23	26536.96
裸电线	11085.36	25325.64	18947.04	18895.80	30610.27	36732.33
通信电缆和光缆	2936.83	1774.84	2275.70	2299.43	2538.43	2792.28
电缆附件	9167.32	12183.90	7671.67	15300.00	23120.00	27710.00
其他	19740.55	14960.13	11178.81	15191.99	17470.79	20091.41
合计	249975.91	222498.89	243476.27	309693.33	376293.60	439961.09
毛利率						
电力电缆	22.19%	24.85%	22.09%	17.00%	18.00%	19.00%
电气装备用电线电缆	16.44%	17.25%	18.02%	19.60%	19.50%	19.00%
裸电线	23.13%	9.71%	12.76%	18.20%	18.00%	18.00%
通信电缆和光缆	9.87%	15.00%	8.88%	16.30%	16.00%	16.00%

表 5 汉缆股份盈利预测假设条件

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
电缆附件	8.57%	9.73%	15.08%	15.00%	15.00%	15.00%
其他	19.40%	15.69%	31.02%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	20.64%	21.68%	21.41%	17.51%	18.24%	18.95%
营业收入（万元）	314976.00	284103.18	309825.19	375439.26	460231.46	542860.16
yoy		-9.80%	9.05%	21.18%	22.58%	17.95%
营业成本（万元）	249975.91	222498.89	243476.27	309693.33	376293.60	439961.09
yoy		-10.99%	9.43%	27.20%	21.51%	16.92%
营业利润率	20.64%	21.68%	21.41%	17.51%	18.24%	18.95%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 5 汉缆股份损益表预测（万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	314976.00	284103.18	309825.19	375439.26	460231.46	542860.16
增长率（%）		-9.80	9.05	21.18	22.58	17.95
营业成本	249975.91	222498.89	243476.27	309693.33	376293.60	439961.09
毛利率（%）	20.64	21.68	21.41	17.51	18.24	18.95
营业税金及附加	950.94	1183.01	1160.58	1389.13	1702.86	2008.58
销售费用	15849.90	14906.59	14092.15	15956.17	19789.95	23342.99
销售费用率（%）	5.03	5.25	4.55	4.25	4.30	4.30
管理费用	7546.43	7649.69	10279.16	8635.10	15005.09	16822.92
管理费用率（%）	2.40	2.69	3.32	2.30	3.26	3.10
财务费用	2041.46	102.61	274.37	-1700.00	-1625.44	-1500.00
资产减值损失	1306.98	1277.40	577.63	570.00	600.00	600.00
期间费用	26744.78	23936.29	25223.30	23461.27	33769.61	39265.91
期间费用率（%）	8.49	8.43	8.14	6.25	7.34	7.23
公允价值变动净收益	-2013.09	2209.08	3.88	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-7144.72	17183.55	4130.55	3500.00	3850.00	4235.00
营业利润	28146.57	55877.62	44099.46	44395.53	52315.39	65859.57
EBIT	30807.03	57427.91	47468.31	45785.53	53779.95	67449.57
增长率（%）		86.41	-17.34	-3.55	17.46	25.42
EBIT margin（%）	9.78	20.21	15.32	12.20	11.69	12.42
营业外收入	861.82	1505.71	3211.16	3200.00	3200.00	3200.00
营业外支出	242.81	58.03	116.68	110.00	110.00	110.00
利润总额	28765.57	57325.30	47193.94	47485.53	55405.39	68949.57
增长率（%）		99.28	-17.67	0.62	16.68	24.45
所得税	5628.48	10325.71	7252.25	8380.58	9779.05	12169.60
所得税率（%）	19.57	18.01	15.37	17.65	17.65	17.65
净利润	23137.09	46999.59	39941.68	39104.94	45626.34	56779.97
少数股东损益	54.89	22.47	-333.98	300.00	500.00	800.00
归属于母公司所有者净利润	23082.20	46977.12	40275.67	38804.94	45126.34	55979.97
稀释 EPS（元）	0.33	0.67	0.57	0.55	0.64	0.79

注：每股收益按最新总股本 70500 万股计算。

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

表 6 可比上市公司估值对比

		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
		9 月 19 日	9 月 19 日	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
600973	宝胜股份	15.00	30.47	0.46	0.94	1.09	32.61	15.96	13.76
002533	金杯电工	12.17	34.08	0.41	0.56	0.74	29.68	21.73	16.45
002451	摩恩电气	14.15	20.72	0.21	0.53	0.72	67.38	26.70	19.65
002300	太阳电缆	11.23	33.86	0.40	0.53	0.70	28.08	21.19	16.04
002471	中超电缆	14.10	29.33	0.32	0.51	0.81	44.06	27.65	17.41
							40.36	22.64	16.66

资料来源：WIND，海通证券研究所

5. 主要投资风险：电网投资进程不达预期；募投项目产品市场化风险。

相关报告：

汉缆股份（002498）2011半年报点评：业绩平稳 期待电缆、附件业务新亮点（中性 首次）

信息披露

分析师声明

牛 品：电力设备和新能源行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：国电南自、国电南瑞、四方股份、积成电子、荣信股份、理工监测、华光股份、杭锅股份、东方电气、上海电气、龙源技术、中国西电、平高电气、合康变频。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。