

2022年08月26日

国缆检测 (301289.SZ)

公司动态分析

证券研究报告

业绩符合预期，募投项目稳步推进

■**事件：**公司发布中报，2022年上半年，实现收入8633.42万元，同比-17.11%，归母净利润2569.2万元，同比-24.71%；单Q2，实现收入3361.19万元，同比-30.58%，归母净利润892.50万元，同比-38.37%

■**核心观点：**业绩符合预期，此前公司招股书披露上半年业绩预测情况，公司实际业绩表现处于预期范围内（-25.26%至-16.48%）。业绩下滑主要系上海疫情物流不畅导致业务停滞，目前公司各项生产经营活动基本恢复正常。我们认为，公司一方面受益于下游新能源电力及配套产业的快速发展，另一方面持续增强线缆检测综合竞争实力，扩大服务覆盖半径，在强大品牌公信力加持下，进入业务规模扩张期，未来市占率有望稳步提升。

■**疫情拖累导致主营业务收入下滑，看好下半年电力线缆检测需求的集中释放：**2022年上半年，公司核心主业检验检测服务收入7264万元，同比-21.3%，占总营收比重84%，同比-4.5pct，毛利率58.5%，同比-1.67pct，自5月下旬复工后，公司采取多项措施，努力完成在手订单，尽量降低疫情对经营业绩的影响，对检测业务进一步细拆：

①**中高压检测：**实现收入4017万元，同比-19%，占总营收比重46.5%，毛利率64.6%，同比+4pct；

②**低压线检测：**实现收入1770万元，同比-36%，占总营收比重20.5%，毛利率52.0%，同比-14pct；

③**通信电缆/光缆检测：**实现收入1050万元，同比+21%，占总营收比重12.2%，毛利率52.7%，同比+0.5pct；

后续业绩释放，一方面建议关注下游电力行业开启复工建设带来的线缆检测需求，风电领域进入集中吊装阶段，特高压方面则根据8月初国家电网公司重大项目建设推进会议，年内有望再开工建设“四交四直”特高压工程；另一方面，需考虑公司业务扩张前期投入的影响，包括人员费用及固定资产折旧。

■**盈利能力短期承压：**单Q2，毛利率58.57%，环比-5.29pct，同比-6.88pct，二季度盈利能力受业务规模、结构影响，尤其低压线缆检测涉及下游领域较为广泛，毛利率变动对整机影响较大；净利率26.55%，环比-5.25pct，同比-3.36pct，主要受毛利率拖累，但同比降幅较小，主要系存款增加带动财务费用率同比-5pct。

■**募投项目稳步推进，硬件实验设备不断补强：**截至2022年6月底，公司在建工程473万元，同比增长184%，除了IPO募投项目“超高压”、

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**64.48元**
股价（2022-08-25）**55.57元**

交易数据

总市值(百万元)	3,334.20
流通市值(百万元)	833.55
总股本(百万股)	60.00
流通股本(百万股)	15.00
12个月价格区间	40.49/57.53元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.81	49.53	72.95
绝对收益	0.26	58.57	58.57

郭倩倩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004
guoqq@essence.com.cn

高杨洋

报告联系人

gaoyy3@essence.com.cn

相关报告

国缆检测：线缆检测行业
稀缺性标的，成长性突出/ 2022-08-22
郭倩倩

“高端装备用线缆”等项目的持续推进外，还新增了“国缆广东办公设计及大楼装修”，分支机构进入建设期。从资本开支来看，2022年上半年，资本性支出2503万元，同比增长102%，设备采购是其中重要一环，公司新购置检测设备40余台(套)，其中，购置400kv串联谐振试验系统，增加公司高压电缆预鉴定试验产能；购置交流电阻测量系统，填补交流电阻测试能力空缺。

■**投资建议：**预计2022-2024年，公司收入分别为2.57、3.53、4.76亿元，同比增长17.58%、37.23%、34.85%，净利润分别为0.87、1.25、1.73亿元，同比增长19.3%、42.5%、39.0%，对应PE分别为38、27、19X；给予买入-A的投资评级。6个月目标价为64.48元，相当于2023年31倍的动态市盈率

■**风险提示：**海风新增装机不及预期，包含特高压、新型电网系统在内的电力产业投资落地不及预期，公司募投项目建设进度不及预期。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	178.1	218.5	257.0	352.6	475.6
净利润	55.7	73.2	87.4	124.6	173.1
每股收益(元)	0.93	1.22	1.46	2.08	2.89
每股净资产(元)	5.27	6.57	8.28	10.35	13.24
盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	59.9	45.5	38.1	26.8	19.3
市净率(倍)	10.5	8.5	6.7	5.4	4.2
净利润率	31.3%	33.5%	34.0%	35.3%	36.4%
净资产收益率	17.6%	18.6%	17.6%	20.1%	21.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	56.8%	65.3%	233.7%	307.4%	859.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	178.1	218.5	257.0	352.6	475.6	成长性					
减:营业成本	68.4	81.9	93.7	125.3	165.9	营业收入增长率	9.0%	22.7%	17.6%	37.2%	34.9%
营业税费	0.4	1.7	1.0	1.6	2.6	营业利润增长率	5.5%	29.6%	20.8%	42.6%	39.0%
销售费用	5.4	6.7	8.5	11.3	14.7	净利润增长率	3.4%	31.5%	19.4%	42.5%	39.0%
管理费用	22.1	27.9	34.7	46.7	61.8	EBITDA 增长率	23.2%	28.9%	15.8%	38.4%	36.0%
研发费用	17.8	18.4	21.8	29.1	38.0	EBIT 增长率	26.3%	28.0%	18.0%	42.5%	38.6%
财务费用	-1.3	3.7	-2.4	-3.5	-4.8	NOPLAT 增长率	10.5%	36.9%	13.4%	42.6%	39.0%
资产减值损失	-0.7	-0.6	-0.4	-0.6	-0.6	投资资本增长率	19.1%	-68.3%	8.4%	-50.3%	73.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	21.3%	24.6%	26.0%	25.1%	27.9%
投资和汇兑收益	-	0.3	0.1	0.1	0.2	利润率					
营业利润	63.5	82.3	99.3	141.6	196.8	毛利率	61.6%	62.5%	63.5%	64.5%	65.1%
加:营业外净收支	-0.1	1.8	0.6	0.8	1.1	营业利润率	35.6%	37.6%	38.7%	40.2%	41.4%
利润总额	63.4	84.1	99.9	142.4	197.9	净利润率	31.3%	33.5%	34.0%	35.3%	36.4%
减:所得税	7.7	10.9	12.5	17.8	24.7	EBITDA/营业收入	41.0%	43.0%	42.4%	42.7%	43.1%
净利润	55.7	73.2	87.4	124.6	173.1	EBIT/营业收入	36.3%	37.9%	38.1%	39.5%	40.6%
						运营效率					
资产负债表	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	215	295	254	177	126
货币资金	176.4	230.7	325.3	467.4	623.0	流动营业资本周转天数	-89	-101	-75	-64	-51
交易性金融资产	-	10.0	10.0	10.0	10.0	流动资产周转天数	420	416	483	493	499
应收帐款	43.4	22.5	56.1	55.6	102.9	应收帐款周转天数	64	54	55	57	60
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	15	11	12	12	11
预付帐款	0.3	0.4	0.8	0.8	1.1	总资产周转天数	780	873	948	827	745
存货	6.6	7.2	10.3	13.4	16.7	投资资本周转天数	213	124	53	30	20
其他流动资产	0.4	7.9	8.3	8.7	9.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	17.6%	18.6%	17.6%	20.1%	21.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.4%	11.9%	11.8%	14.1%	15.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	56.8%	65.3%	233.7%	307.4%	859.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	173.3	184.9	177.2	170.0	163.4	销售费用率	3.0%	3.1%	3.3%	3.2%	3.1%
在建工程	1.0	2.2	2.6	3.3	4.1	管理费用率	12.4%	12.8%	13.5%	13.3%	13.0%
无形资产	20.7	20.0	22.3	24.4	26.4	研发费用率	10.0%	8.4%	8.5%	8.3%	8.0%
其他非流动资产	25.6	127.0	127.1	127.4	129.4	财务费用率	-0.7%	1.7%	-0.9%	-1.0%	-1.0%
资产总额	447.6	612.8	739.9	880.8	1,086.3	四费/营业收入	24.7%	25.9%	24.4%	23.7%	23.1%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	61.9	44.1	40.7	74.7	77.2	资产负债率	29.3%	35.7%	32.9%	29.5%	26.9%
应付票据	0.6	-	0.5	0.4	0.7	负债权益比	41.4%	55.4%	49.0%	41.8%	36.7%
其他流动负债	55.8	58.5	91.9	79.9	114.7	流动比率	1.92	2.72	3.09	3.59	3.96
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.86	2.65	3.01	3.50	3.88
其他非流动负债	12.8	115.9	110.1	104.6	99.4	利息保障倍数	-49.65	22.64	-40.30	-40.26	-40.58
负债总额	131.0	218.5	243.2	259.6	291.9	分红指标					
少数股东权益	0.1	-	0.0	0.0	-0.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	45.0	45.0	60.0	60.0	60.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	271.4	349.3	436.7	561.3	734.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	316.6	394.3	496.7	621.3	794.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.93	1.22	1.46	2.08	2.89
净利润	55.7	73.2	87.4	124.6	173.1	BVPS(元)	5.27	6.57	8.28	10.35	13.24
加:折旧和摊销	10.0	17.4	11.1	11.4	11.7	PE(X)	59.9	45.5	38.1	26.8	19.3
资产减值准备	0.7	0.6	-	-	-	PB(X)	10.5	8.5	6.7	5.4	4.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	89.5	20.7	41.9	23.4	21.1
财务费用	0.4	5.4	-2.4	-3.5	-4.8	P/S	18.7	15.3	13.0	9.5	7.0
投资损失	-	-0.3	-0.1	-0.1	-0.2	EV/EBITDA	-	-	26.4	18.1	12.6
少数股东损益	0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	CAGR(%)	30.8%	33.2%	17.5%	30.8%	33.2%
营运资金的变动	50.4	-4.2	-8.1	15.1	-20.2	PEG	1.9	1.4	2.2	0.9	0.6
经营活动产生现金流量	68.9	119.0	87.8	147.5	159.7	ROIC/WACC	5.4	6.2	22.3	29.3	81.9
投资活动产生现金流量	-53.4	-40.0	-5.9	-6.9	-7.8	REP	-	-	3.3	4.8	0.9
融资活动产生现金流量	4.8	-24.6	12.7	1.5	3.8						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034