

分析师: 唐月

执业证书编号: S0730512030001

tangyue@ccnew.com 021-50588666-8020

精耕电磁线三十载, 冠军发展路更通达

——精达股份(600577)公司深度分析

证券研究报告-公司深度分析

增持(首次)

市场数据(2019-04-12)

发布日期: 2019年04月15日

收盘价(元)	3.71
一年内最高/最低(元)	4.61/2.92
沪深300指数	3988.62
市净率(倍)	2.24
流通市值(亿元)	71.28

投资要点:

- **电磁线行业进入成熟期, 集中度提高利好龙头企业。**电磁线被誉为电机、电器工业产品的“心脏”, 广泛应用于电力设备、工业电机、家用电器、汽车电机、电动工具、仪器仪表等领域。我国电磁线行业已进入成熟期, 近年来电磁线需求量年均复合增长率约在5%左右, 我国每年电磁线需求量已超过160万吨, 行业的集中度正在持续提升。电磁线下游需求呈现多样化趋势, 新领域应用不断丰富, 电磁线的需求前景依然稳定, 这更有利于实力雄厚和技术水平领先企业的发展。
- **公司精耕电磁线行业三十载, 是当之无愧的行业冠军。**公司实施“贴近市场”战略, 产品覆盖珠三角、长三角和环渤海三大经济圈。公司冠军地位稳固, 领先优势进一步拉大, 2018年公司产品产销量达25.9万吨, 其中特种电磁线产销量达20.1万吨, 占国内电磁线总量12%左右, 呈上升态势。公司的电磁线市场覆盖面达85%左右, 持续多年稳居国内电磁线市场龙头地位。目前, 公司继续扩产发挥规模优势, 同时着力打造绿色智慧型工厂。
- **新能源汽车领域电磁线将成为公司新增长点。**国内新能源汽车产销量连续三年保持在50%以上高速增长, 预计2020年新能源汽车销量将超过200万辆, 充电桩建设在“补电”政策的推动下有望迎来快速发展。新能源汽车对电机的需求量更大, 相关领域特种电磁线的需求将不断增加, 预计该领域每年对电磁线的需求量将超过3万吨。公司正不断加大产品研发力度, 积极拓展新领域的市场和客户, 继续提升公司产品市占率。
- **盈利预测与投资建议:**公司是行业龙头企业, 业绩稳定, 单位毛利保持较高水平, 随着行业集中度的上升和公司新领域业务的拓展, 公司未来市占率和毛利率有望继续提升。预计公司2019-2021年全面摊薄后的EPS分别为0.27元、0.34元和0.44元, 按4月12日收盘价3.71元计算, 对应的PE分别是13.6倍、10.8倍和8.5倍, 估值处于行业较低水平, 首次给予公司“增持”投资评级。

基础数据(2018-12-31)

每股净资产(元)	1.62
每股经营现金流(元)	0.40
毛利率(%)	9.84
净资产收益率-摊薄(%)	13.77
资产负债率(%)	34.42
总股本/流通股(万股)	195532.42/195532.42
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

风险提示: (1) 宏观经济放缓, 家电等传统领域需求不振; (2) 新能源汽车相关领域市场需求增长不及预期。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11344.2	11897.8	13087.6	14396.3	15836.0
增长比率	39.4%	4.9%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润(百万元)	353.9	437.4	522.5	659.5	841.9
增长比率	58.0%	23.6%	19.4%	26.2%	27.7%
每股收益(元)	0.18	0.23	0.27	0.34	0.44
市盈率(倍)	20.1	16.3	13.6	10.8	8.5

资料来源: 贝格数据, 中原证券

内容目录

1. 电磁线行业进入成熟期，集中度提高利好龙头企业	4
1.1. 电磁线是电机的“心脏”	4
1.2. 电磁线行业进入成熟期	4
1.3. 行业集中度有所提高	5
1.4. 下游行业需求推动电磁线多样性发展	5
1.5. 电磁线需求前景依然稳定	6
2. 公司精耕电磁线行业三十载，战略布局三大经济圈	9
2.1. 公司沿革和实际控制人	9
2.2. 公司产品线丰富	10
2.3. 公司实施“贴近市场”战略，布局中国三大经济圈	11
3. 公司冠军地位稳固，领先优势进一步拉大	12
3.1. 公司产销量独占鳌头	12
3.2. 继续扩产发挥规模优势，着力打造绿色智慧型工厂	12
4. 新能源汽车领域电磁线成为公司新增长点	13
4.1. 新能源汽车发展迅猛，电磁线需求旺盛	13
4.2. 公司积极开拓新能源汽车和海外市场	14
5. 公司业绩稳定，单位毛利保持较高水平	14
5.1. 公司业绩稳中向好	14
5.2. 单位毛利保持较高水平	15
5.3. 估值在行业中偏低	15
6. 盈利预测与投资建议	16
7. 风险提示	17

图表目录

图 1: 2010-2017 年我国电磁线行业生产和需求量情况 (万吨)	5
图 2: 2011-2014 年前十大电磁线企业市场集中度	5
图 3: 下游需求推动电磁线多样性发展	6
图 4: 下游市场对电磁线需求分布	6
图 5: 空调、家用电冰箱和洗衣机年度销量 (万台)	7
图 6: 2006-2018 年我国发电设备产量 (万千瓦)	7
图 7: 2006-2018 年我国汽车销量及增速	8
图 8: 电动工具信心指数和景气指数	8
图 9: 精达股份实际控制人和控股公司示意图	9
图 10: 公司主要产品示意图	10
图 11: 公司产品的主要应用领域示意图	11
图 12: 公司生产基地示意图	11
图 13: 公司最近 10 年产品产量及同比增速	12
图 14: 2018 年 4 家上市公司电磁线产量对比 (万吨)	12
图 15: 广州精达里亚特种漆包线有限公司厂房图	13
图 16: 2010-2019 年中国新能源汽车销量及增速	14
图 17: 新能源汽车电机、电控和电池示意图	14
图 18: 2014-2018 年公司营收及同比增速	15
图 19: 2014-2018 年公司归母净利润及同比增速	15

表 1: 中国电磁线需求量及预测.....	4
表 2: 2014-2018 年公司产品销量、营业收入、毛利率、毛利额及单位毛利情况	15
表 3: 2018 年四家电磁线行业上市公司产量、毛利率和单位毛利对比.....	16
表 4: 四家电磁线上市公司估值对比.....	16

1. 电磁线行业进入成熟期，集中度提高利好龙头企业

1.1. 电磁线是电机的“心脏”

电磁线是一种具有绝缘层的导电金属电线，用以绕制电工产品的线圈或绕组，其原理是利用法拉第的电磁感应效应，通过电流产生磁场，或切割磁力线产生感应电流，实现电能和磁场能的相互转换，是电力设备、工业电机、家用电器、汽车电机、电动工具、仪器仪表等产品的重要构件，被誉为电机、电器工业产品的“心脏”。

根据不同的分类方法，电磁线可分成不同种类：（1）根据导体材料属性划分，可以将电磁线分为铜线、铝线和合金线。（2）根据导体形状划分，可以将电磁线分为圆线、扁线和异型线。（3）根据耐热等级划分，可以划分为 90 级、105 级、120 级、130 级、155 级、180 级、200 级、220 级、240 级等，应用的最低绝缘等级分别为：Y、A、E、B、F、H、C 等。

1.2. 电磁线行业进入成熟期

19 世纪初，英国物理学家法拉第发现电磁感应现象，使得磁和电的转化成为现实。此后，发电机、电动机和变压器等设备大量使用，人类文明进入“电气时代”。作为各种电器主要零部件的电磁线被广泛应用，形成了如埃塞克斯、菲尔普斯-道奇、阿尔卡特等第一代著名企业。20 世纪初，美国 GE 公司不断地开发新的绝缘材料，先后制成了油性漆包线、缩醛漆包线、聚酯漆包线等。20 世纪中叶，日本开发的玻璃漆包线、硅酮漆包线，以及德国开发的聚氨酯漆包线进一步扩大了单层漆包线的品类。此后，美国道奇公司和杜邦公司先后制成复合漆包线，使得电磁线性能有了较大提升，逐渐形成了北美、日本和西欧三大传统生产基地。

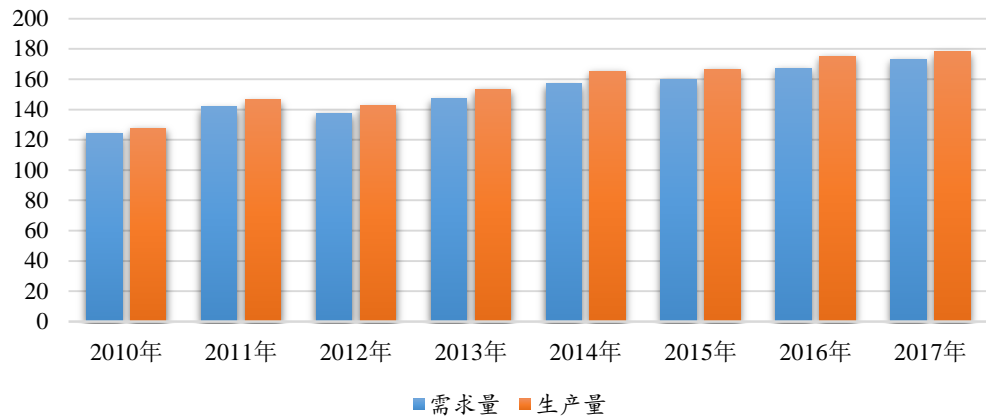
随着电磁线下游客户纷纷将生产基地迁往亚洲、中南美洲等地区，电磁线产品的制造基地已转移到美洲中南部、中国、印度、东南亚和东欧等地，亚洲已成为全球最重要的电磁线生产区域。由于发达国家电磁线生产历史悠久，市场成熟，其电磁线生产企业都进入了规模化或专业化的不同发展方向，如美国埃塞克斯在全球拥有十余个生产基地，北美市场占有率达到 30%；德国益利素勒专注于超微细线的研发生产；日本的住友电工以高稳定质量而闻名。

与欧美发达国家相比，我国电磁线行业起步较晚，但成长迅速，目前已成为世界第一大电磁线生产国和消费国。目前我国电磁线市场已经趋于成熟。近年来随着国民经济增速放缓，电磁线市场规模增速也逐渐放缓。2007 年以前，电磁线行业市场需求保持了年增长率 10% 以上的快速增长，而在 2008 年金融危机后，电磁线需求量年均复合增长率降至 5% 左右，2017 年我国全年电磁线需求量为 160.4 万吨。未来电磁线行业需求增速可能降至 2% 左右。

表 1: 中国电磁线需求量及预测

年份	2000 年	2005 年	2010 年	2015 年	2020 年(E)
需求量(万吨)	36.7	90.7	124.1	156.8	170-180
增速	105.0%	147.2%	36.8%	26.3%	8.4%-14.8%
年均复合增长率	15.4%	19.8%	6.5%	4.8%	1.6%-2.8%

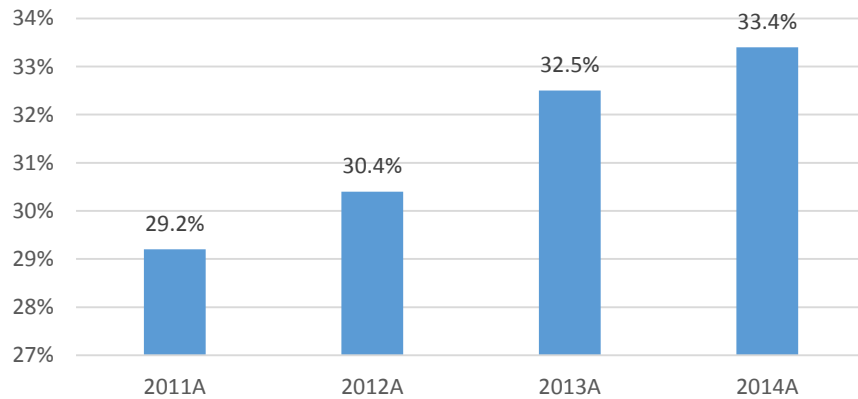
资料来源：中国电线电缆行业“十三五”发展指导意见，中原证券

图 1：2010-2017 年我国电磁线行业生产和需求量情况（万吨）


资料来源：《我国电磁线行业发展特征分析及前景展望》，《安徽科技》，中原证券

1.3. 行业集中度有所提高

2015 年底，全国从事电磁线生产的企业多大上千家，其中具有一定规模的厂家约 200 家左右，年产量在 5 万吨以上的企业仅有 5 家。产量前十位的企业产量总和超过行业总量的三分之一。产量高度分散，市场的竞争反应为完全的价格竞争，这导致市场为买方市场，没有价格定价权，利润率较低。最近几年，随着市场环境的恶化和供给侧改革政策的推进，行业的集中度有一定提升。2018 年，四家上市的电磁线公司的产量合计约占全部产量的 30%。

图 2：2011-2014 年前十大电磁线企业市场集中度


资料来源：中国电线电缆行业“十三五”发展指导意见，中原证券

1.4. 下游行业需求推动电磁线多样性发展

随着电磁线下游行业的需求领域趋于多样化，以及下游各领域的产品升级和加工技术的发展，促使了电磁线的品种也丰富多样。例如：冰箱、空调压缩机行业的发展带动了 200 级复合电磁线用量的递增；工业电机行业的升级换代，促使 F/H 级电磁线用量的上升；通用电机的节能推广，带动了耐电晕漆包线和高热级复合结构的电磁线应用和增长；信息产业的发展带动了直焊性和自粘性电磁线的大量应用；新能源汽车推广带动了耐电晕、高热级复合结构和小扁线的开发应用；轨道交通的快速发展，推动了大规格复合电磁线的广泛使用；中小电机的高效技术发展，降低了低热级单层电磁线的使用量，增加了高热级和复合结构电磁线的使用量。

图 3: 下游需求推动电磁线多样性发展

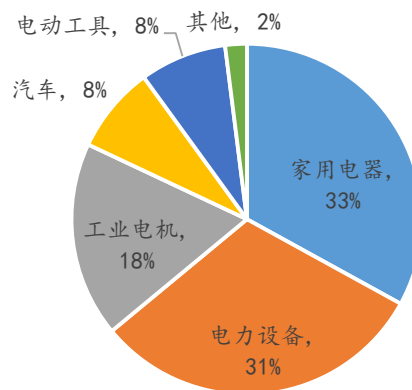


资料来源：互联网信息整理，中原证券

1.5. 电磁线需求前景依然稳定

电磁线是家用电器、电力设备、工业电机、汽车、电动工具和仪器仪表行业的主要配套原材料之一，在各个领域都发挥着不可缺少的作用。2017年主要下游行业对电磁线的需求量大致为：家用电器行业 52.9 万吨，电力设备行业 49.7 万吨，工业电机行业 28.9 万吨，汽车行业 12.8 万吨，电动工具行业 12.8 万吨。

图 4: 下游市场对电磁线需求分布

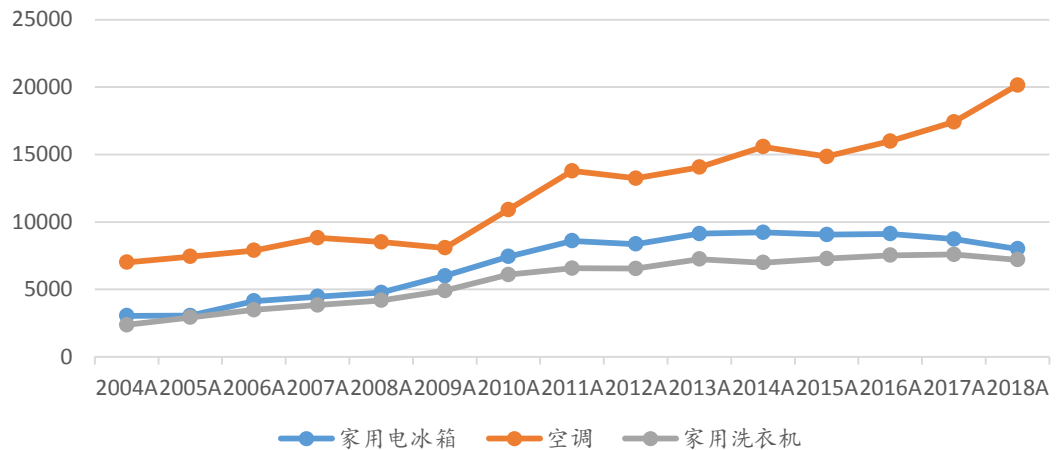


资料来源：互联网信息整理，中原证券

家用电器进入节能和智能化发展阶段，对电磁线要求提高。2018年与电磁线密切相关的三大家电销量分别为：空调 20,143 万台，同比增长 15.63%；家用电冰箱 8,005 万台，同比下降 8.27%；家用洗衣机 7,193 万台，同比下降 5.24%。除空调保持较高速增长外，其他增速都

出现下降。不过，随着节能减排政策的推进，变频技术、新能源技术、新材料与材料替代技术将会成为未来家电行业发展的重心。随着智能化时代的到来，将有更多智能、节能环保的家电出现，供给创新可能推动家电换新需求的上升。家用电器的消费增速可能维持低位，但对电磁线的要求和需求可能会进一步提升。

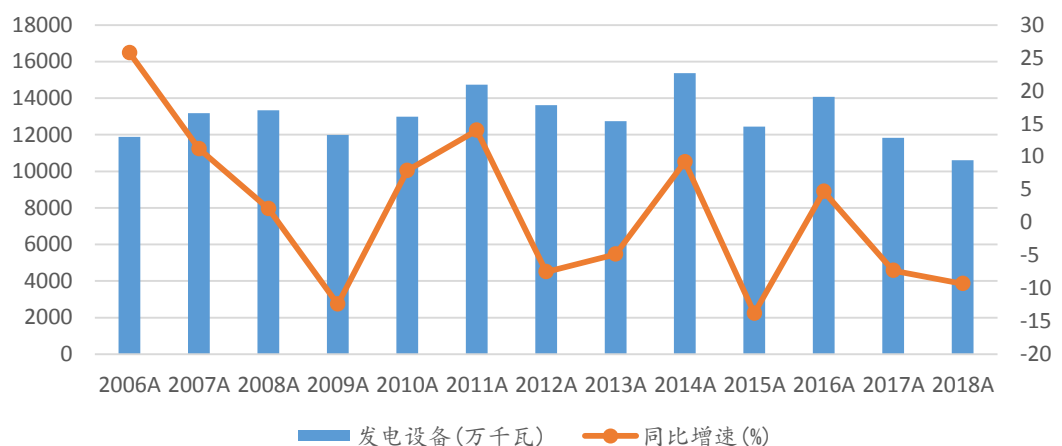
图 5：空调、家用电冰箱和洗衣机年度销量（万台）



资料来源：Wind，中原证券

电力投资是稳增长的重要手段，发电设备产量增速有望回升。2018 年发电设备产量为 10,600 万千瓦，同比下降 9.3%，连续第二年下滑。从最近 10 年历史来看，发电设备产量呈现一定规律的波动，在经济放缓的情况下，电力投资同步放缓，随后在稳增长政策下电力投资出现反弹。预计 2019 年电力投资增速有望企稳回升。未来高效电机以及变频节能电机的推广将是电磁线需求的重要保障，也是电磁线行业产品升级的重要方向之一。

图 6：2006-2018 年我国发电设备产量（万千瓦）



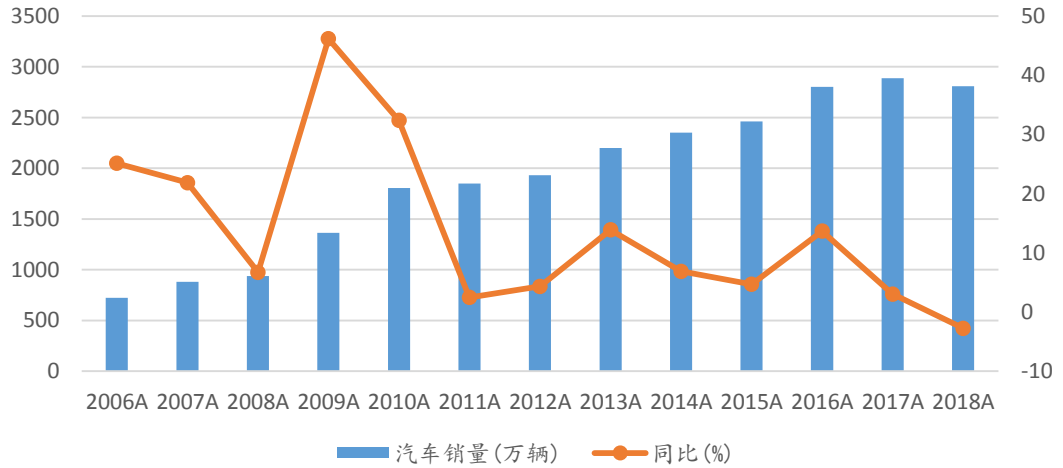
资料来源：Wind，中原证券

汽车配置升级和新能源汽车对电磁线的用量将大幅增加。一般而言，普通轿车需配备 20 台以上电机，高级轿车 50 台以上电机，豪华轿车需要近百台电机。电磁线是电机的主要元件之一，而且各种电机对电磁线的需求各异，使得汽车行业成为电磁线重要的应用领域。2018 年我国汽车产量 2808 万辆，同比下降 2.76%。虽然汽车销售总量进入停滞期，不过汽车的配

置升级和新能源汽车的迅猛发展，会提升对电磁线的需求。

从汽车保有量角度来看，我国仍有较大上升空间。2018年，机动车保有量已达3.27亿辆，其中汽车2.4亿辆，小型载客汽车首次突破2亿辆，每千人汽车保有量约为230辆，和发达国家汽车保有量超过500辆/千人相比，还有一定差距，未来还有较大的增长潜力。

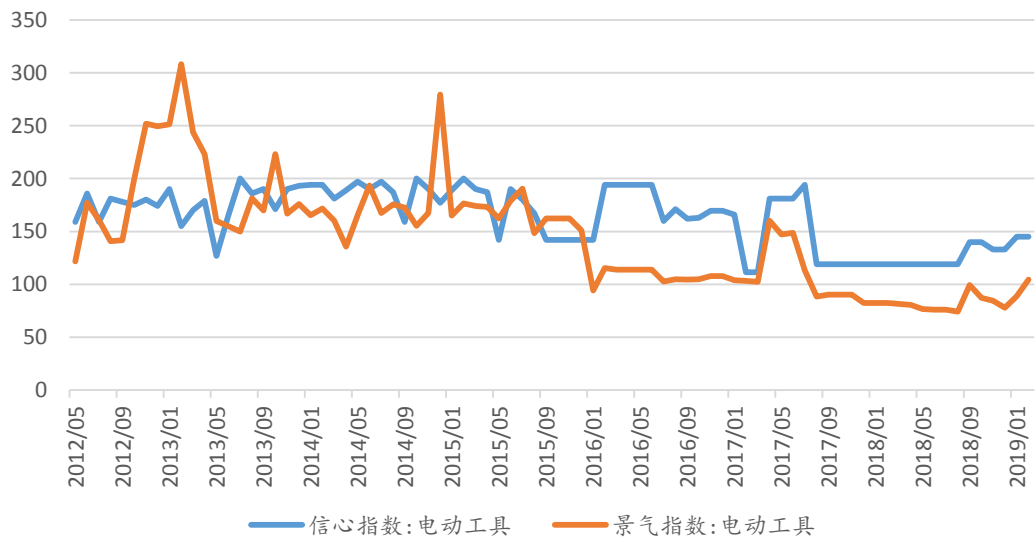
图7：2006-2018年我国汽车销量及增速



资料来源：Wind，中原证券

电动工具的普及提升对电磁线的需求。电动工具是使用最广泛的机械化工具，它由电动机或电磁铁作为动力，通过传动机构驱动工作头进行作业。随着电动工具产量的逐渐提高，电磁线需求量也会同步增长。由于行业发展和企业市场竞争需要，电动工具发展了无刷电机、充电式电动工具和超高速电机等新品，这将对电磁线的产品品种和质量提出更多和更高的要求。电动工具的景气度一直较高，虽然2018年贸易战笼罩下，信心和景气度有所回落，但2019年年初以来，信心和景气度有明显回升。

图8：电动工具信心指数和景气指数



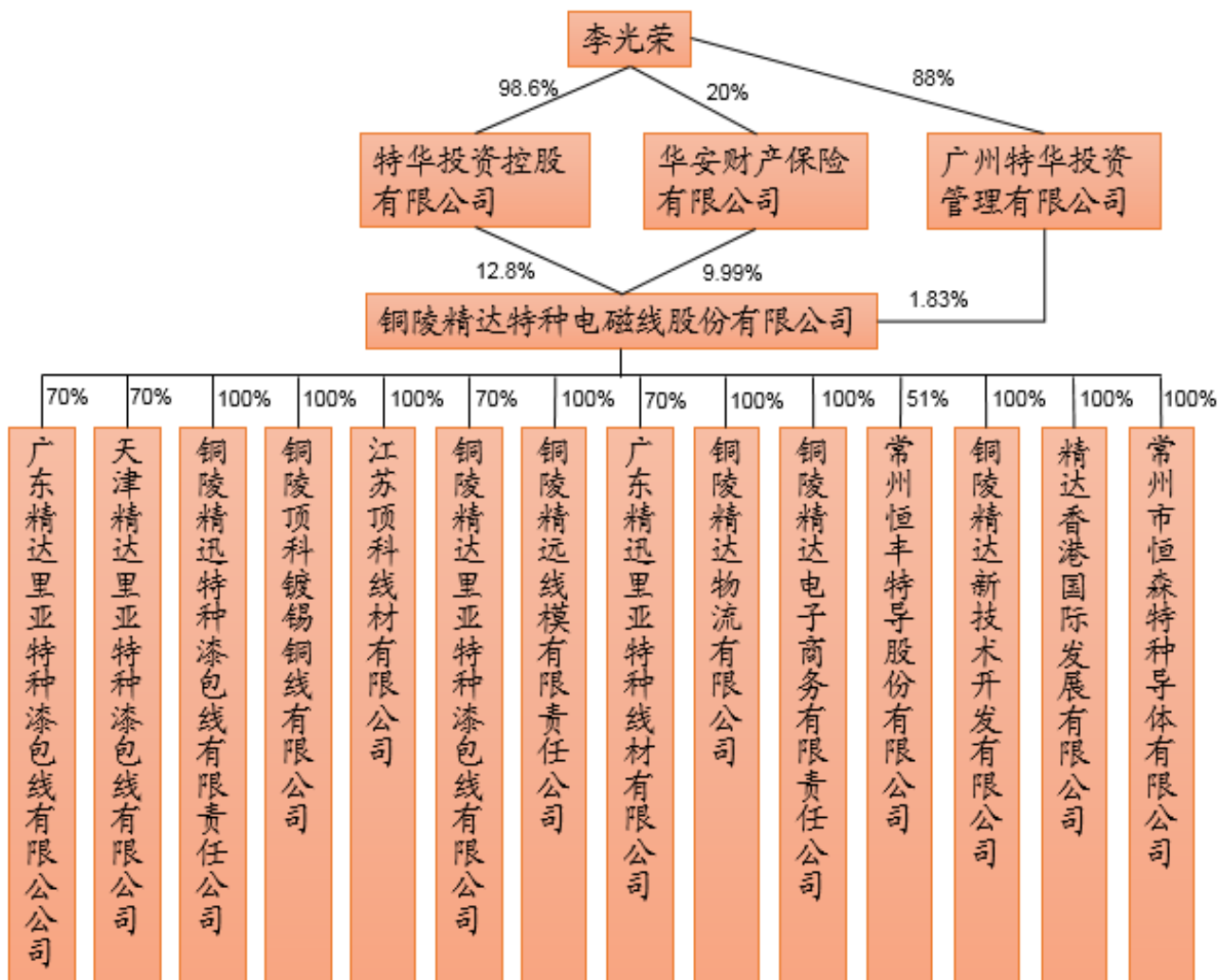
资料来源：Wind，中原证券

2. 公司精耕电磁线行业三十载，战略布局三大经济圈

2.1. 公司沿革和实际控制人

公司自成立以来，一直在电磁线行业精耕细作。公司前身最早为成立于 1990 年的铜陵市家用电器铜材厂。铜陵精达特种电磁线股份有限公司成立于 2000 年 7 月 12 日，由铜陵精达铜材（集团）有限责任公司为主发起人，联合安徽省科技产业投资有限公司、合肥市高科技风险投资有限公司、北京中关村青年科技创业投资有限公司、铜陵市皖中物资有限责任公司共同发起设立。2002 年 9 月 11 日，公司登陆上海证券交易所。2005 年 4 月 6 日，公司原第一大股东铜陵精达铜材（集团）有限责任公司，向广州市特华投资管理有限公司出让 3168 万股（占总股本的 29.33%），广州特华投资成为公司第一大股东。2018 年 10 月 14 日，公司控股股东特华投资控股有限公司将公司 17,595 万股转让给华安保险。截止 2018 年 12 月 31 日，公司第一大股东为特华投资控股有限公司，持股比例为 12.8%；第二大股东为华安财产保险股份有限公司，持股比例 9.99%；公司实际控制人为李光荣。

图 9：精达股份实际控制人和控股公司示意图



资料来源：Wind，公司 2018 年报，中原证券

2.2. 公司产品线丰富

公司主要产品有特种漆包圆铜线、特种漆包圆铝线、汽车线、电子线、特种电缆、漆包扁铜线、镀银线、镀镍线、镀锡线、铝绞线以及 模具制造和维修、铝杆等。产品广泛运用于电机、变压器、家用电器、电动工具、汽车、微特电机、电子、通讯、交通、电网及航天航空等领域，满足国内外不同客户的需求。主要产品类型有：

(1) 铜、铝电磁线产品。铜、铝电磁线产品质量性能优异，达到国际先进水平，产销规模稳居全国第一，具有高润滑、高耐磨、耐高温、耐高频脉冲、耐化学性等特点。产品主要用于空调、洗衣机、微波炉等白色家电和电动工具等领域。

(2) 镀锡线、镀银线、铜合金线和光伏逆变扁平线产品。该类产品具有优秀的导电性能和抗干扰功能特点。主要应用于航空航天、光伏等领域。

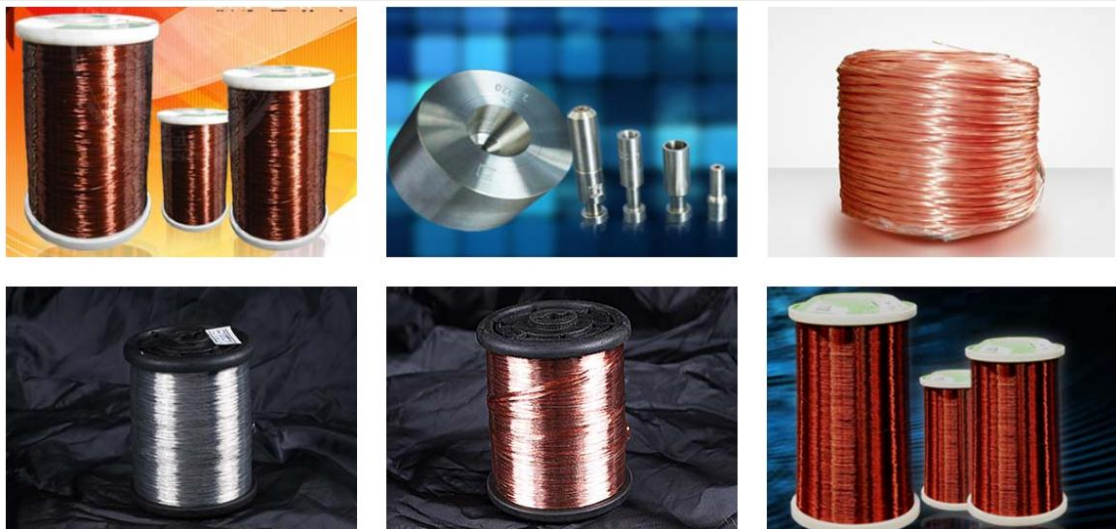
(3) 裸铜绞线、镀锡铜绞线产品。该类产品具有耐腐蚀能力强、抗蠕变性能优异等特点。主要用于高铁、风力发电等领域。

(4) 新能源用扁平电磁线。公司采用复合涂覆工艺生产可立绕的扁平线，具有绝缘层薄、绝缘强度高、柔韧性好、表面光洁、高强度漆膜附着力，杜绝 R 角加工时漆膜破裂等特性。公司生产的新能源汽车电机用电磁线具有耐电晕性能、高速可绕性、耐磨性、高温击穿电压、热塑流动性等特点。

(5) 低温超导电磁线。该类产品具有超低温零电阻效应、迈斯纳效应等性能，广泛应用于磁共振成像仪、矿磁选机、粒子加速器、对撞机等领域。

(6) 模具。公司精选天然钻石、人造聚晶、红宝石为原材料，采用特制金属烧结工艺，生产的天然、聚晶拉丝模具、涂漆模具、异型模具、绞线模具等产品，确保了电磁线和导线产品尺寸精度和涂漆质量。模具是公司的重要核心技术之一。

图 10: 公司主要产品示意图



资料来源：公司官网，中原证券

图 11: 公司产品的主要应用领域示意图



资料来源: 公司官网, 中原证券

2.3. 公司实施“贴近市场”战略, 布局中国三大经济圈

公司实施“贴近市场”战略, 产品覆盖的珠三角、长三角和环渤海等地区。公司与战略合作伙伴美国里亚公司先后合资建立了铜陵精达里亚、广东精达里亚、广东精迅里亚和天津精达里亚等生产基地, 形成了产品覆盖长三角、珠三角和环渤海地区国内战略布局优势。**特种漆包圆铜线业务:** 分别由三家合资公司广东精达里亚、铜陵精达里亚、天津精达里亚等公司生产, 合计年产销量突破 15 万吨。**特种漆包圆铝线业务:** 分别由铜陵精迅、广东精迅里亚等公司生产, 合计产销量突破 5 万吨。**汽车线、电子线、特种线缆、铝绞线等业务:** 由铜陵顶科和江苏顶科负责组织生产, 合计产销量约 5 万吨。**镀银线、镀镍线、镀锡线等业务:** 由控股子公司常州恒丰公司负责组织生产和销售。**模具制造和维修及铝杆业务:** 由公司全资子公司铜陵精远等分别组织生产, 主要为公司内部相关子公司提供配套服务。**电商业务:** 精达电商采取线上和线下相结合销售公司产品, 聚焦中小微客户的推广和开发, 自上线以来运营平稳。

图 12: 公司生产基地示意图



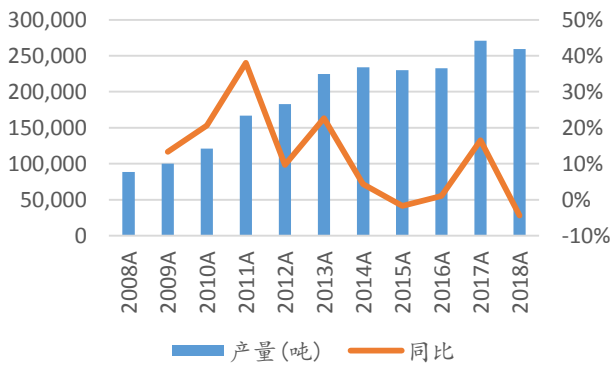
资料来源: 公司年报, 中原证券

3. 公司冠军地位稳固，领先优势进一步拉大

3.1. 公司产销量独占鳌头

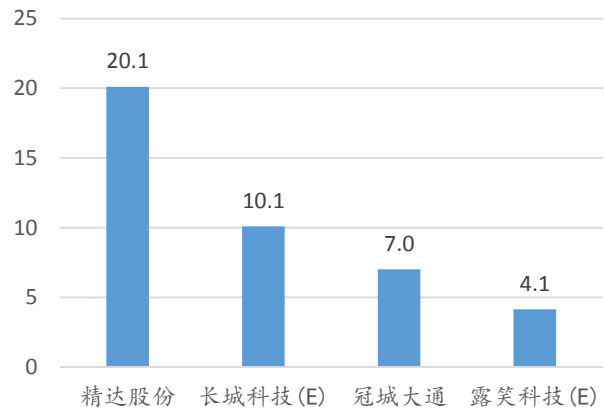
2018 年公司产品的产销量达 25.9 万吨，同比略降 4.37%；其中特种电磁线产销量达 20.1 万吨，和上年基本持平。经过 2017 年高速增长 25%后，受中美贸易战影响 2018 年产销量略降，但市场占有率约占国内电磁线总量 12%左右，继续上升态势。公司的电磁线全部为特种电磁线，市场覆盖面达 85%左右，持续多年稳居国内电磁线市场龙头地位。四家电磁线上市公司中，精达股份的产量远超其他三家公司。

图 13: 公司最近 10 年产品产量及同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

图 14: 2018 年 4 家上市公司电磁线产量对比 (万吨)



资料来源: 公司年报, 中原证券

3.2. 继续扩产发挥规模优势，着力打造绿色智慧型工厂

公司子公司广东精达里亚将通过工厂搬迁，扩大生产。工厂占地面积将从目前的 60 亩扩大到 120 亩，产能从 6 万吨扩产到 8 万吨。2018 年 7 月已经开工建设，目前项目如期进行，公司准备将其打造成国际一流的智能化、信息（数据）化、自动化的智慧工厂。

公司借助互联网+、大数据等技术，进一步完善大数据平台，积极推进工业互联网系统建设，加快精达“智造”平台系统建设，探索数字化管理和重塑优化生产流程，积极打造数字化工厂新模式。2018 年年底子公司铜陵精迅工业信息管理系统（IDS）已上线运行，并被国家工信部认定为“2018 年工业互联网试点示范项目”。公司还通过外部数据挖掘等措施，统一了网报平台、上线预算管理系统，完善了云办公、领导决策分析系统，完成了“IDS”等三个信息应用系统的“计算机软件著作权”登记，强化知识产权保护，顺利完成了企业两化融合贯标工作，并荣获“2018 年国家级两化融合贯标试点企业”称号，加强信息化和工业化的深度结合，为实现电磁线智能制造奠定了良好基础。

随着国家对环保整治力度的加大，公司一直以来积极响应国家环保政策，紧密配合当地环境保护工作要求。公司通过加大资金投入，积极进行设备升级或改造，重点做好电磁线生产尾气治理，持续开展环境保护工作，确保公司生产达标排放，符合国家环保要求和标准。铜陵精

达里亚积极开展绿色制造体系建设,2018年该公司被国家工信部授予国家级“绿色工厂”称号。

图 15: 广州精达里亚特种漆包线有限公司厂房图



资料来源: 公司官网, 中原证券

4. 新能源汽车领域电磁线成为公司新增长点

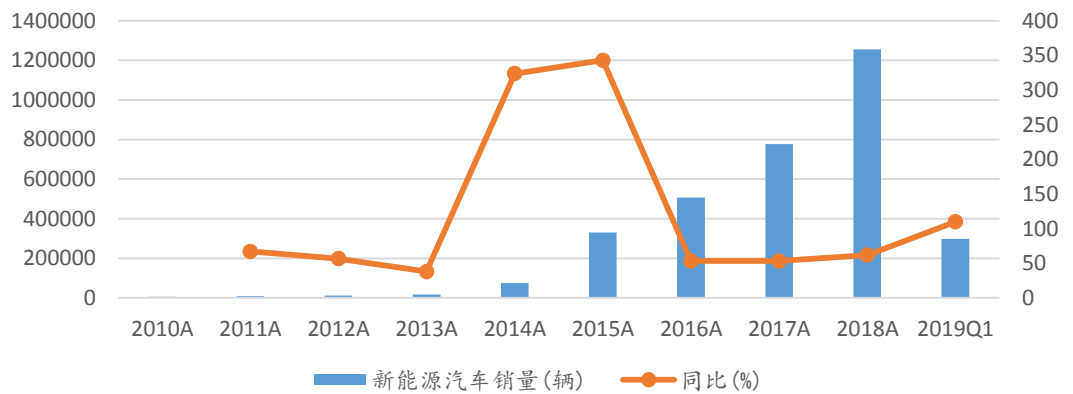
4.1. 新能源汽车发展迅猛, 电磁线需求旺盛

随着国家大力推广新能源汽车, 新能源汽车的销量持续高速增长。2018年新能源汽车销量达到125.6万辆, 同比增长61.67%, 连续三年增速保持在50%以上。2019年一季度, 新能源汽车销量达到29.9万辆, 同比增长109.7%。

新能源汽车对电机需求量更大。根据不同的车型和行车速度的要求, 驱动电机的功率不一样, 小到10KW, 大到几百KW, 一辆大巴驱动电机需要电磁线约30公斤, 一辆纯电动汽车驱动电机需要电磁线约10公斤, 一辆插电式混合动力汽车驱动电机需要电磁线约6公斤。假设汽车驱动电机按平均10公斤/辆, 汽车空调压缩机按1.5公斤/辆计算, 汽车电控系统按2公斤/辆, 每辆新能源汽车大约需要13.5公斤的电磁线。预计2019年新能源汽车产量可能超过200万辆, 此外还有保有新能源汽车维修市场, 预计该板块电磁线的需求量将超过3万吨。

补贴新政让充电桩市场迎来发展契机。2019年3月26日财政部等部委发布新能源汽车补贴新政, 其中地补不再对新能源汽车给予购置补贴, 转为支持充电、加氢基础设施短板建设和配套运营服务等。截至2018年底, 国内共30万台公共充电基础设施处于运营状态, 其中特来电运营12.1万台、国网运营5.7万台、星星充电运营5.5万台、上汽安悦运营1.5万台、中国普天运营1.4万台。目前全国公共充电桩数量还非常有限, 在国家政策的扶持下, 未来有望保持较高速发展, 从而带动对电磁线的需求。

图 16: 2010-2019 年中国新能源汽车销量及增速



资料来源: Wind, 中原证券

4.2. 公司积极开拓新能源汽车和海外市场

公司充分发挥行业龙头地位的优势,努力提高服务品质,通过丰富产品结构和新产品开发,积极拓展新能源汽车、充电桩和 5G 等领域电磁线市场,开发以电装公司等为代表的一系列新领域客户,确保市场份额不下滑。随着新能源汽车、充电桩和 5G 等行业的迅速发展,必将带动特种电磁线尤其是扁线的发展,市场前景广阔,不仅进一步稳固公司行业龙头地位,而且将成为公司新的利润增长点。与此同时,公司积极拓展国际市场,2018 年 6 月成功完成“精达”商标马德里国际注册,定期组织相关人员参加德国柏林线缆展,与国际一流压缩机、电动工具、电机等厂商进行交流,充分了解国际最新技术发展趋势和国际同行的发展动态,目前公司产品已出口到 27 个国家及地区,为企业的国际化发展奠定了良好基础。

图 17: 新能源汽车电机、电控和电池示意图



资料来源: 互网站, 中原证券

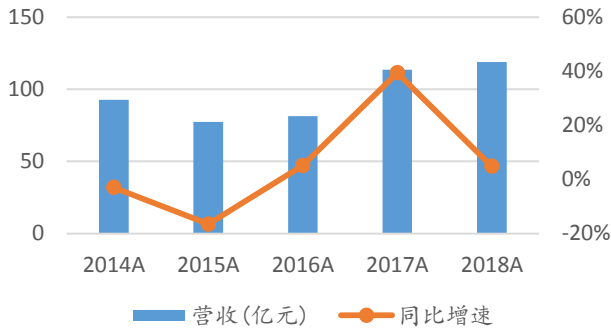
5. 公司业绩稳定, 单位毛利保持较高水平

5.1. 公司业绩稳中向好

公司业绩稳定, 营业和利润均保持增长。2018 年公司实现营收 119 亿, 同比增长 4.88%;

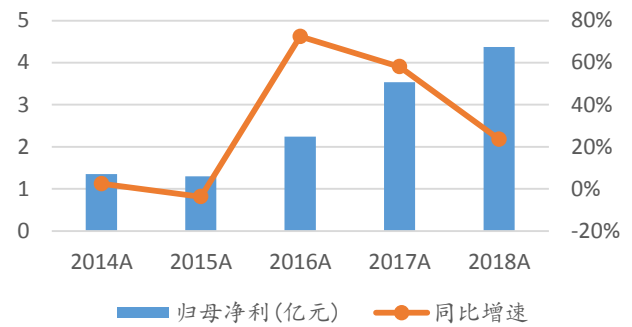
公司实现归属母公司股东净利润 4.37 亿，同比增长 23.6%；扣除非经常性损益后实现归属母公司股东净利润 3.29 亿，同比增长 0.48%。在 2018 年经济环境较差的情况，公司业绩实现稳定增长，公司在管理效率和费用管控方面都表现良好，管理费用较上年同期有较大的下降。随着 2019 年宏观经济企稳回升，公司下游需求复苏，营收和利润有望继续保持较快增长。

图 18: 2014-2018 年公司营收及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 2014-2018 年公司归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 中原证券

5.2. 单位毛利保持较高水平

公司主要产品定价模式为铜/铝价格 + 加工费，主要通过加工费获取毛利，从定价机制和盈利模式来看，原材料采购成本转移给下游客户承担，理论上公司不承担铜/铝价波动所造成的损失。在铜/铝价 + 加工费的经营模式下，假设加工费保持不变，铜/铝价波动对公司毛利率和毛利总额的影响如下：(1)铜/铝价上涨时，由于铜价上涨使营收基数扩大，致使销售毛利率下降；同时，铜/铝价上涨使存货价值上升，使得单位毛利（每吨铜/铝产品对应的毛利）和毛利总额上升。(2)铜/铝价下跌时，由于营收基数减小导致销售毛利率上升，同时存货贬值使得单位毛利和毛利总额下降。因此，单位毛利是判断电磁线生产企业盈利能力的重要指标，而不是毛利率。单位毛利和产销量的变动趋势是影响电磁线生产企业盈利能力的主要因素。我们可以看到公司的最近 2 年的单位毛利保持在 4500 元/吨的较高水平，同时公司最近 2 年的销量也上了一个台阶，分别达到 27 万吨和 26 万吨。

表 2: 2014-2018 年公司产品销量、营业收入、毛利率、毛利额及单位毛利情况

	销量(吨)	营收(亿元)	毛利率(%)	毛利额(亿元)	单位毛利(元/吨)
2014A	235,855	92.68	9.45	8.76	3714
2015A	230,703	77.41	10.42	8.07	3498
2016A	228,073	81.39	11.25	9.16	4016
2017A	270,227	113.44	10.92	12.39	4585
2018A	259,643	118.98	9.84	11.71	4510

资料来源: Wind, 公司年报, 中原证券

5.3. 估值在行业中偏低

公司规模优势和盈利能力处于行业领先水平。电磁线行业在 A 股有四家公司，分别是精达股份、长城科技、冠城大通和露笑科技。从营收角度来看，精达股份和长城科技的营收基本都

来自电磁线业务；冠城大通 53% 的营收来自电磁线业务，47% 的营收来自房地产业务；露笑科技 50% 的营收来自电磁线业务，50% 业务来自汽车配件及机电设备等业务。把电磁线业务单独拿出来比较的话，公司的产销量遥遥领先其他公司，毛利率和单位毛利也都比其他公司高。

表 3：2018 年四家电磁线行业上市公司产量、毛利率和单位毛利对比

	2018 年产量(万吨)	毛利率(%)	单位毛利(元/吨)
精达股份	25.9	9.84%	4510
长城科技(E)	10.1	7.51%	3683
冠城大通	7.0	6.62%	3357
露笑科技(E)	4.1	5.90%	2585

资料来源：Wind，公司年报，中原证券

从估值角度来看，和同行公司相比，精达股份估值偏低。精达股份每吨市值（电磁线业务市值/电磁线销量）为 27,502 元/吨，是四家公司中最低的。由于冠城大通有近一半的房地产业务拉低了其 PE 和 PB，其他三家公司对比，精达股份 PE(TTM)为 16.3 倍、PB 为 2.33 倍，处于最低的水平（以 2019 年 4 月 12 日收盘价计算）。

表 4：四家电磁线上市公司估值对比

证券简称	主营业务	产量 (万吨)	每吨市 值(元/ 吨)	总股本 (亿股)	流通股 (亿股)	收盘 价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)	每股净 资产 (元)	PE (TTM)	PB (2018 年)
精达股份	电磁线(100%)	25.92	27,502	19.21	19.21	3.71	71.28	0.22	1.65	16.30	2.33
长城科技	电磁线(100%)	10.1	44,141	1.78	0.56	24.9	44.58	1.20	12.28	24.66	2.65
冠城大通	电磁线(53%)+ 房地产(47%)	7.02	57,340	14.92	14.92	5.09	75.95	0.51	5.25	10.01	0.97
露笑科技	电磁线(50%)+ 汽车配件及机 电设备等(50%)	4.14	93,850	11.02	10.47	7.05	77.71	0.20	3.98	-13.07	3.98

资料来源：Wind，公司年报，中原证券 备注：每吨市值计算，按电磁线营收比重仅计算电磁线业务部分市值

6. 盈利预测与投资建议

电磁线行业步入成熟期后，行业竞争度会进一步加剧，市场的优胜劣汰将逐步展开。参考国外行业发展的历史来看，最终会形成寡头竞争格局，各家寡头在技术上各具优势。精达股份作为国内电磁线行业的老大，具备持续领头发展的优势。随着国家环保政策力度加大和供给侧改革政策的持续推进，以及行业自身竞争加剧导致的出清，行业的集中度将进一步提高，公司将受益于这一过程，盈利能力有望得到提升。此外，新能源汽车、充电桩、5G 等新兴领域的蓬勃发展也将带动电磁线需求的上升，公司也正在积极推进新业务的开展，并继续扩张产能，公司的销量有望继续保持增长。

预计公司 2019-2021 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.27 元、0.34 元和 0.44 元，按 4 月 12 日收盘价 3.71 元计算，对应的 PE 分别是 13.6 倍、10.8 倍和 8.5 倍。公司是行业龙头企业，

业绩稳定，随着行业集中度的上升和公司新业务领域的拓展，公司未来市占率和毛利率有望得到提升，当前公司估值处于行业较低水平，首次给予公司“增持”投资评级。

7. 风险提示

- (1) 宏观经济放缓，家电等传统领域需求不振。
- (2) 新能源汽车相关领域市场需求增长不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11344.2	11897.8	13087.6	14396.3	15836.0	成长性					
减: 营业成本	10,105.5	10,727.2	11,778.8	12,812.7	13,935.7	营业收入增长率	39.4%	4.9%	10.0%	10.0%	10.0%
营业税费	34.9	34.0	39.0	42.8	46.5	营业利润增长率	62.1%	18.7%	28.3%	27.9%	27.5%
销售费用	169.9	182.0	196.3	215.9	237.5	净利润增长率	58.0%	23.6%	19.4%	26.2%	27.7%
管理费用	383.6	156.0	261.8	287.9	316.7	EBITDA 增长率	49.7%	43.2%	-9.0%	23.4%	22.1%
财务费用	106.4	113.9	42.2	44.1	25.0	EBIT 增长率	65.4%	49.0%	-10.1%	26.8%	24.6%
资产减值损失	35.1	-7.2	20.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	78.0%	21.4%	6.0%	26.8%	24.6%
加: 公允价值变动收益	-0.1	-0.1	-	-	-	投资资本增长率	32.6%	1.0%	1.2%	11.5%	-1.5%
投资和汇兑收益	13.2	130.4	50.0	50.0	50.0	净资产增长率	4.0%	7.6%	13.1%	12.6%	14.9%
营业利润	524.8	623.2	799.5	1,022.8	1,304.6	利润率					
加: 营业外净收支	21.5	14.0	18.0	18.0	18.0	毛利率	10.9%	9.8%	10.0%	11.0%	12.0%
利润总额	546.3	637.2	817.5	1,040.8	1,322.6	营业利润率	4.6%	5.2%	6.1%	7.1%	8.2%
减: 所得税	121.5	122.2	204.4	260.2	330.6	净利润率	3.1%	3.7%	4.0%	4.6%	5.3%
净利润	353.9	437.4	522.5	659.5	841.9	EBITDA/营业收入	6.5%	8.9%	7.3%	8.2%	9.2%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	5.5%	7.9%	6.4%	7.4%	8.4%
货币资金	531.5	578.1	1,047.0	1,151.7	1,266.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	29	29	25	20	15
应收帐款	2,071.6	1,698.9	2,473.2	2,081.7	2,944.0	流动营业资本周转天数	59	65	58	61	62
应收票据	487.0	582.3	413.9	704.0	582.2	流动资产周转天数	117	119	124	129	128
预付帐款	15.2	11.0	59.1	27.9	31.3	应收帐款周转天数	56	57	57	57	57
存货	942.3	882.0	1,107.0	1,046.5	1,308.6	存货周转天数	27	28	27	27	27
其他流动资产	47.7	41.1	114.6	67.8	74.5	总资产周转天数	169	172	174	172	164
可供出售金融资产	487.4	363.2	456.3	435.6	418.4	投资资本周转天数	94	103	94	91	87
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	136.0	136.0	136.0	136.0	ROE	11.9%	13.8%	14.6%	16.6%	18.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.4%	9.2%	8.7%	11.6%	12.8%
固定资产	929.9	961.9	845.9	729.9	614.0	ROIC	19.3%	17.7%	18.5%	23.2%	26.0%
在建工程	15.5	63.5	63.5	63.5	63.5	费用率					
无形资产	102.6	144.9	140.8	136.6	132.4	销售费用率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	145.4	161.1	153.5	155.4	155.6	管理费用率	3.4%	1.3%	2.0%	2.0%	2.0%
资产总额	5,776.1	5,624.0	7,010.7	6,736.7	7,727.4	财务费用率	0.9%	1.0%	0.3%	0.3%	0.2%
短期债务	1,012.6	721.1	834.4	790.3	130.9	三费/营业收入	5.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.7%
应付帐款	735.4	534.5	961.0	665.0	1,064.2	偿债能力					
应付票据	398.1	367.8	786.9	328.0	863.3	资产负债率	40.7%	34.4%	40.5%	30.3%	30.2%
其他流动负债	183.6	255.9	228.6	223.1	235.1	负债权益比	68.6%	52.5%	68.1%	43.5%	43.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.76	2.02	1.86	2.53	2.71
其他非流动负债	20.3	56.8	30.0	35.7	40.8	速动比率	1.35	1.55	1.46	2.01	2.14
负债总额	2,350.0	1,936.1	2,840.9	2,042.1	2,334.3	利息保障倍数	5.90	8.22	19.94	24.20	53.18
少数股东权益	457.6	510.8	596.9	716.0	862.7	分红指标					
股本	1,955.3	1,955.3	1,921.4	1,921.4	1,921.4	DPS(元)	0.08	0.04	0.12	0.12	0.14
留存收益	994.1	1,265.8	1,651.5	2,057.2	2,609.0	分红比率	44.2%	17.9%	44.0%	35.4%	32.4%
股东权益	3,426.1	3,688.0	4,169.8	4,694.6	5,393.1	股息收益率	2.2%	1.1%	3.2%	3.3%	3.8%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	424.8	515.0	522.5	659.5	841.9	EPS(元)	0.18	0.23	0.27	0.34	0.44
加: 折旧和摊销	110.7	121.9	120.1	120.1	120.1	BVPS(元)	1.54	1.65	1.86	2.07	2.36
资产减值准备	35.1	-7.2	-	-	-	PE(X)	20.1	16.3	13.6	10.8	8.5
公允价值变动损失	0.1	0.1	-	-	-	PB(X)	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6
财务费用	50.4	53.5	42.2	44.1	25.0	P/FCF	28.2	62.7	12.0	32.3	29.5
投资收益	-13.2	-130.4	-50.0	-50.0	-50.0	P/S	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
少数股东损益	70.9	77.6	90.7	121.1	150.0	EV/EBITDA	10.4	7.1	7.3	5.9	4.4
营运资金的变动	-772.5	308.9	-153.3	-516.8	-61.3	CAGR(%)	22.5%	24.4%	33.8%	22.5%	24.4%
经营活动产生现金流量	-433.0	787.1	572.2	378.0	1,025.8	PEG	0.9	0.7	0.4	0.5	0.3
投资活动产生现金流量	122.1	-148.2	-43.0	70.6	67.2	ROIC/WACC	2.0	1.8	1.9	2.4	2.6
融资活动产生现金流量	389.4	-642.2	-60.2	-344.0	-977.8	REP	1.2	1.2	1.1	0.8	0.6

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他

决定的唯一信赖依据。