

## 球冠电缆（834682）

# 电线电缆小巨人，市场+产品结构优化助力公司新成长

增持（首次）

| 盈利预测与估值       | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）    | 2656   | 2983   | 3573   | 4103   | 4713   |
| 同比（%）         | (1.18) | 12.28  | 19.80  | 14.84  | 14.86  |
| 归母净利润（百万元）    | 108.10 | 122.58 | 127.65 | 148.04 | 170.04 |
| 同比（%）         | 31.82  | 13.39  | 4.13   | 15.98  | 14.86  |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 0.40   | 0.45   | 0.47   | 0.55   | 0.63   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 21.96  | 19.37  | 18.60  | 16.04  | 13.96  |

### 投资要点

- **深耕电力电缆市场的区域龙头企业**：球冠电缆成立于 2006 年，是一家专注于高低压电力电缆和特种电缆研发、生产及销售的高新技术企业。公司近年来积极拓展市场，2023 年公司实现营业收入 29.8 亿元，同比增长 12.3%；归母净利润 1.23 亿元，同比增长 13%。
- **特高压及特种电缆需求增长，市场前景广阔**。1) 国内市场规模迅速扩容：2023 年中国电线电缆行业销售收入达 1.20 万亿元，同比增长 2.56%，前瞻产业研究院预计到 2027 年市场规模有望达到 1.6 万亿元。2) 十四五政策发力推动市场构建：根据“十四五”发展纲要，国家层面将继续给予“新基建”等重点战略政策以及资金扶持，同时优化能源结构，提高新能源比重；国家电网和南方电网“十四五”电网规划投资累计将超过 2.9 万亿元。3) 下游新能源等行业需求带来需求缺口：2023 年中国新能源汽车产量为 958.7 万辆，销量达到 949.5 万辆，同比分别增长 35.8% 和 37.9%，新能源电站规模化建设拉动下游对电线电缆需求；轨道交通网络的快速扩展也使得高性能电缆在行业中的需求持续攀升。
- **研发创新赋能，结构优化+紧密合作大客户助力公司成长**。1) 注重研发投入，高压电缆推动公司增长：2018-2023 年公司研发费用从 6135 万元增长至 8293 万元，2018-2023 年 CAGR 达 9.96%；研发项目多已投产，同时 500kV 电力电缆技术取得重要进展。2023 年，公司获得 6 项国家专利授权，2024H1 受益于华东地区需求提升及高压电缆产销提升公司业绩稳步增长。2) 持续绑定国网及南网等大客户，积极拓展新客户市场：公司为业内少数具备国家电网、南方电网的投标资格企业，紧密合作国网及南网等大客户同时公司亦在持续拓展新客户市场，央企、国企、大型企业客户市场拓展良好，经销商业务及外贸也在继续提升，公司有望持续受益增长。
- **盈利预测与投资评级**。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.28/1.48/1.70 亿元，同比+4%/16%/15%，对应 PE 为 19/16/14 倍。考虑下游电网投资建设需求稳步提升。公司大客户业务持续增长，同时公司逐步开拓新客户及新市场，未来业绩有望持续增长，首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- **风险提示**：行业竞争加剧、原材料价格波动、产业政策变化风险等。

2025 年 02 月 21 日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书：S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书：S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书：S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书：S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 8.94       |
| 一年最低/最高价      | 4.39/12.08 |
| 市净率(倍)        | 2.26       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,404.15   |
| 总市值(百万元)      | 2,417.38   |

### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 3.95   |
| 资产负债率(% ,LF) | 58.72  |
| 总股本(百万股)     | 270.40 |
| 流通 A 股(百万股)  | 157.06 |

### 相关研究

## 内容目录

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| <b>1. 球冠电缆：北交所首批上市公司，专注电线电缆产品</b>   | <b>4</b>  |
| 1.1. 深耕电线电缆行业，股权结构较为稳定              | 4         |
| 1.2. 专注电线电缆产品研发销售，下游领域应用广泛          | 6         |
| 1.3. 营收稳中向好，盈利稳步增长                  | 6         |
| <b>2. 电线电缆市场规模增长，下游多行业兴起助推需求走高</b>  | <b>8</b>  |
| 2.1. 电线电缆产品基础性强，门类丰富                | 8         |
| 2.2. 国内市场迅速扩容，特高压建设持续推进             | 9         |
| 2.2.1. 市场规模扩大，十四五政策助力市场构建           | 9         |
| 2.2.2. 下游应用场景拓宽：新能源、轨道交通领域需求攀升      | 10        |
| 2.3. 国内市场集中化程度低，企业竞争激烈              | 12        |
| <b>3. 研发创新赋能，结构优化+紧密合作大客户助力公司成长</b> | <b>14</b> |
| 3.1. 注重研发投入，高压电缆推动公司增长              | 14        |
| 3.2. 持续绑定国网及南网等大客户，积极拓展大型央国企等新客户市场  | 15        |
| <b>4. 盈利预测与投资建议</b>                 | <b>17</b> |
| 4.1. 盈利预测                           | 17        |
| 4.2. 估值对比及投资建议                      | 18        |
| <b>5. 风险提示</b>                      | <b>19</b> |

## 图表目录

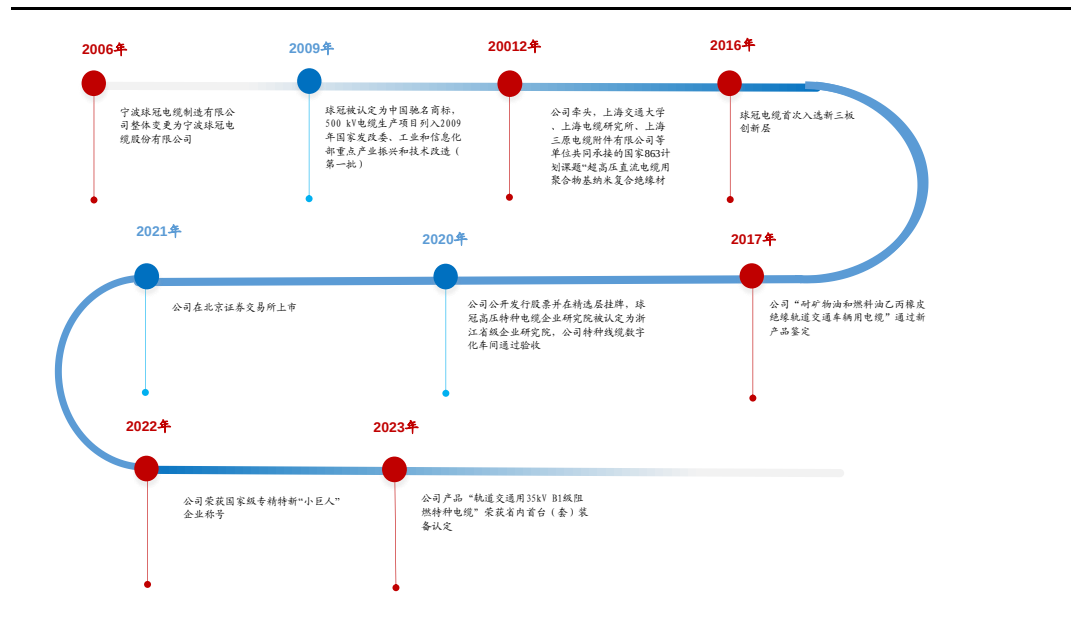
|       |                                   |    |
|-------|-----------------------------------|----|
| 图 1:  | 球冠电缆发展历程.....                     | 4  |
| 图 2:  | 股权结构较为稳定（截至 2024 年 9 月 30 日）..... | 5  |
| 图 3:  | 营业收入呈增长趋势.....                    | 7  |
| 图 4:  | 归母净利润持续上升.....                    | 7  |
| 图 5:  | 电力电缆产品为主要收入来源.....                | 7  |
| 图 6:  | 主营业务毛利率水平稳定.....                  | 7  |
| 图 7:  | 公司费用管控能力较强.....                   | 8  |
| 图 8:  | 中国电线电缆市场销售收入趋势图.....              | 9  |
| 图 9:  | 2022 年中国电线电缆细分市场结构占比情况.....       | 9  |
| 图 10: | 2020 年以来新能源汽车销量及同比增长.....         | 11 |
| 图 11: | 2018-2022 年全国轨道交通线路网长度.....       | 11 |
| 图 12: | 2018-2022 年全国轨道交通运营数量.....        | 11 |
| 图 13: | 2020 年全球主要国家电线电缆行业市场集中度.....      | 12 |
| 图 14: | 国内主要电线电缆公司近 3 年营收（亿元）.....        | 13 |
| 图 15: | 国内主要电线电缆公司近 3 年毛利率/%.....         | 13 |
| 图 16: | 公司研发投入总体呈增长趋势.....                | 14 |
| 图 17: | 公司主要服务大型企业，产品应用广泛.....            | 16 |
| 图 18: | 公司收入来源较为集中.....                   | 17 |
| 图 19: | 国家电网为公司第一大客户.....                 | 17 |
| 图 20: | 球冠电缆盈利拆分.....                     | 18 |
| 图 21: | 可比公司估值（截至 2025 年 2 月 19 日）.....   | 19 |
| 表 1:  | 公司管理层行业经验丰富.....                  | 5  |
| 表 2:  | 公司主要产品为各类电线电缆.....                | 6  |
| 表 3:  | 电线电缆市场主要产品.....                   | 8  |
| 表 4:  | 2023 年以来主要政策性指导文件.....            | 10 |
| 表 5:  | 行业内公司分类情况.....                    | 12 |
| 表 6:  | 公司研发项目情况.....                     | 14 |

## 1. 球冠电缆：北交所首批上市公司，专注电线电缆产品

### 1.1. 深耕电线电缆行业，股权结构较为稳定

深耕电缆行业多年，致力于电力电缆及特种电缆的研发生产，成为国内电缆领域的领先企业。球冠电缆公司成立于 2006 年，并于 2021 年在北京证券交易所挂牌上市。作为国家高新技术企业，公司不仅是特种电缆领域的技术先锋，还参与了国家电缆产品标准的制定与起草。公司严格控制产品质量，通过了 ISO9001、ISO14001 等多个认证，并持续扩展全球市场，与多个国际知名客户建立了长期合作关系。其产品广泛应用于能源、轨道交通和新基建等多个关键领域，在行业内树立了良好的品牌知名度和市场声誉。

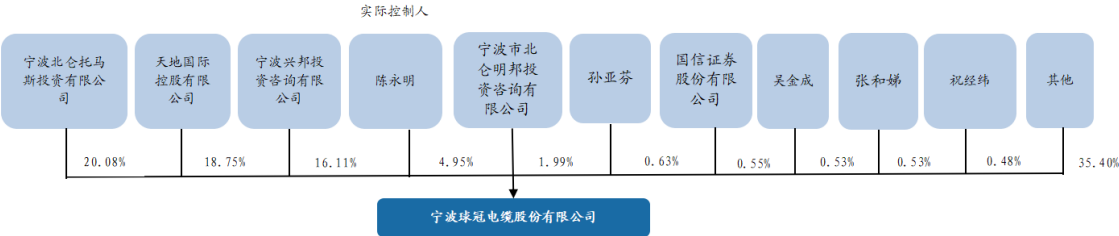
图1：球冠电缆发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

球冠电缆的股权结构较为稳定，陈永明及其家族为实际控制人。截至 2024Q3 末，陈永明直接持有公司 4.95% 的股份，并通过其个人独资的宁波北仑托马斯投资有限公司间接持有公司 20.08% 的股份，其个人持有宁波兴邦投资咨询有限公司 50.66% 的股份，是宁波兴邦投资咨询有限公司的控股股东及实际控制人，宁波兴邦投资咨询有限公司持有公司 16.11% 的股份。陈永明担任股份公司的董事长，其直接或间接持有的股份所享有的股份公司表决权为 41.14%，陈永明之女陈立，目前通过其个人控制的天地国际间接持有公司 18.75% 的股份。截止 24Q3 末，陈永明、陈立二人直接或间接持有的股份所享有的股份公司表决权为 59.89%。为公司实际控制人。

图2：股权结构较为稳定（截至 2024 年 9 月 30 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

球冠电缆的组织架构完善，管理层在电缆行业具备丰富经验。公司董事长陈永明先生为公司的创始人，并在宁波市工商联等行业组织中担任要职。副总经理温尚海先生长期致力于电缆生产管理，熟悉行业技术与市场发展。

表1：公司管理层行业经验丰富

| 姓名  | 职务      | 履历                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|-----|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 陈永明 | 董事长、董事  | 陈永明：男，1958 年生，中国国籍，无境外居留权，本科学历，高级经济师。中国致公党第十五届中央委员会中央社会发展与服务委员会委员，第十四届宁波市政协常委，第八届宁波市北仑区人大代表，第十四届宁波市工商联副主席，第一届宁波电线电缆商会会长。1990 年至 1994 年担任宁波北仑电线二厂厂长；1994 年至 2000 年担任宁波球冠电线电缆制造公司经理；2001 年至今担任球冠集团担任董事长、总经理；2006 年至今历任球冠有限、球冠电缆董事长；2012 年至今任球冠特缆执行董事；2007 年至今任球冠铜业执行董事、总经理。 |
| 陈永直 | 董事、总经理  | 陈永直：男，1969 年生，中国国籍，无境外居留权，高中学历，经济师。2002 年至今任球冠集团董事；2006 年 2012 年历任球冠特缆执行董事、总经理；2006 年至 2010 年任球冠有限副总经理；2010 年至 2014 年任球冠电缆副总经理；2014 年至今任球冠电缆总经理、董事。                                                                                                                       |
| 温尚海 | 董事、副总经理 | 温尚海：男，1963 年生，中国国籍，无境外居留权，本科学历，高级工程师。2010 年至今任国家标准起草委员会电线电缆分会技术委员会委员；2011 年至今任中国电工技术学会电线电缆专业委员会委员、国家电线电缆标准化委员会高级审核员；1984 年至 1998 年历任沈阳电缆厂技术员、研究所工程师、军工分厂技术副厂长、总师办副总工程师；1998 至 2003 年任河北宝丰线缆有限公司总工程师；2003 至 2006 年任浙江球冠电缆制造有限公司总经理；2006 年至 2010 年历任球冠有限总工程师。               |



师、副总经理、董事；2010 年至今任球冠电缆总工程师、副总经理、董事。

徐俊峰

董事、财务负责人

徐俊峰：男，1970 年生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，中国注册会计师，注册税务师。1992 年至 2000 年任中国化学工程第三建设公司财务科长；2000 年至 2002 年任宁波百源税务师事务所咨询；2002 年至 2006 年任浙江球冠电缆制造有限公司会计管理部部长；2006 年至今历任球冠有限会计管理部部长、财务总监；2010 年至今任球冠电缆财务负责人；2015 年至今任球冠电缆公司副总经理、2018 年至今任球冠电缆董事。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 专注电线电缆产品研发销售，下游领域应用广泛

公司主营业务为高低压电力电缆和特种电缆的研发、生产及销售。主要产品包括 500kV 以下的电力电缆、电气装备用电线电缆及裸电线系列产品。公司致力于技术创新，截至 2024 年底，已累计获得 58 项专利，其中包含 14 项发明专利，涵盖防蚁、阻燃、防水等特殊功能的高性能电缆产品。其中轨道交通用 35kV 阻燃电缆获得省级首台(套)装备认证，巩固了公司在轨道交通及高端特种电缆市场的地位。公司产品广泛应用于能源、电力、交通、建筑工程、石化、通讯及智能装备等领域。

表2：公司主要产品为各类电线电缆

| 产品种类   | 工作电压       | 普通电缆               | 特种电缆                 |
|--------|------------|--------------------|----------------------|
| 低压电力电缆 | 1kV 及以下    | 交联聚乙烯绝缘电力电缆        | 太阳能光伏发电设备用电缆         |
|        |            | 聚氯乙烯绝缘电力电缆         | 热塑性弹性体电动汽车充电用电缆      |
| 中压电力电缆 | 6kV-35kV   | 10kV 无感同轴电缆        | 交联聚乙烯绝缘无卤低烟阻燃耐火电力电缆  |
|        |            | 10kV 接地电缆          | 交联聚乙烯绝缘阻燃耐火电力电缆      |
|        |            | 6-35kV 交联聚乙烯绝缘电力电缆 | 交联聚乙烯绝缘无卤低烟阻燃电力电缆    |
| 高压电力电缆 | 66kV-500kV | 66 kV 交联聚乙烯绝缘电力电缆  | 320 kV 塑料绝缘超高压直流电缆   |
|        |            | 110 kV 交联聚乙烯绝缘电力电缆 | 500 kV 交联聚乙烯绝缘阻燃电力电缆 |
|        |            | 220kV 交联聚乙烯绝缘电力电缆  | 220 kV 交联聚乙烯绝缘阻燃电力电缆 |

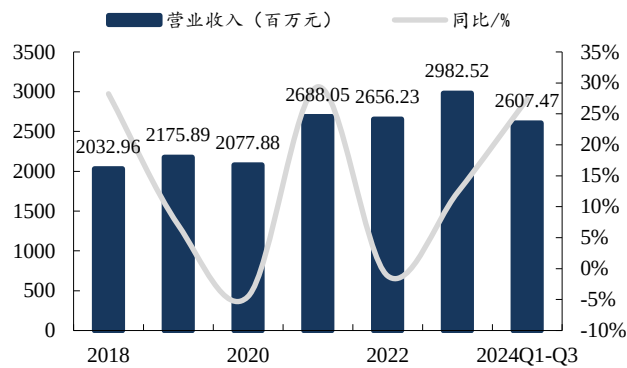
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.3. 营收稳中向好，盈利稳步增长

营业收入和归母净利润持续增长，2024Q1-Q3 业绩表现良好。公司营业收入保持快速增长，2018-2023 年营收 CAGR 达到 7.97%，2023 年公司实现营业收入 29.83 亿元，同比增长 12.28%；2022 年公司收入放缓，同比下降 1.18%，主要系公司裸电线收入较上年同期下降 65.91%；盈利方面，公司 2018-2023 年归母净利润 CAGR 为 17.34%。2023

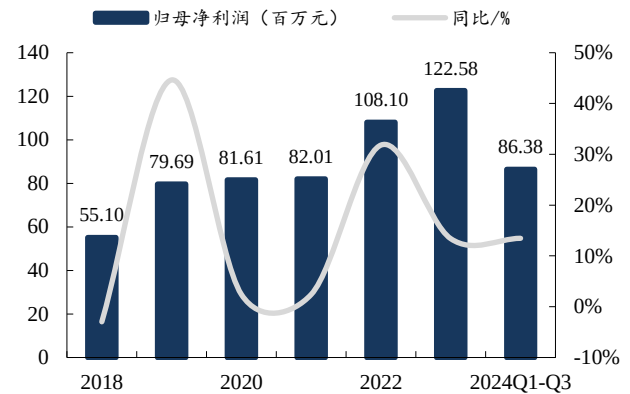
年公司归母净利润回升至 1.23 亿元，同比增长 13.39%。2024Q1-Q3，公司实现归母净利润 0.86 亿元，同比增长 13.47%，盈利能力持续提升，业绩实现持续增长。

图3: 营业收入呈增长趋势



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

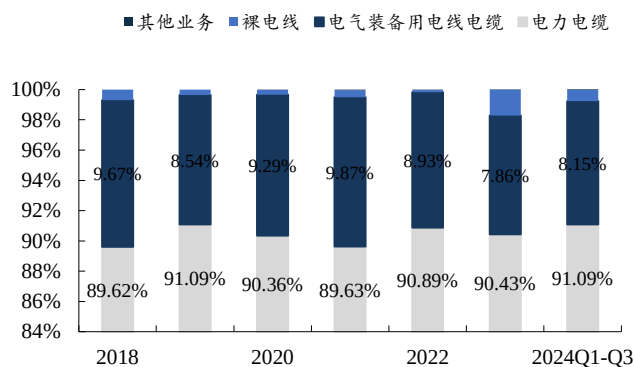
图4: 归母净利润持续上升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

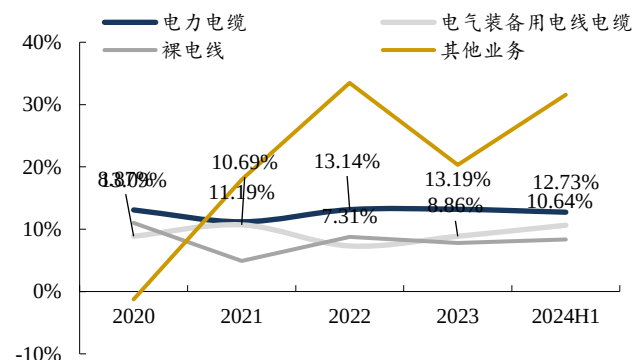
**营收以电力电缆产品为主，主营业务毛利率稳定。**公司 2023 年电力电缆收入占总营业收入的 90.43%，电力电缆业务贡献绝大部分的营业收入。公司第二大业务为电气装备用电线电缆，2023 年收入占比为 7.86%。2023 年公司裸电线收入较上年同期增长 1118.96%，主要系本年度公司裸电线出口订单增长。盈利方面，公司主营业务 2018-2023 年毛利率水平基本保持稳定，2023 年电力电缆毛利率为 13.19%，较 2022 年上涨 0.05pct；电气装备用电线电缆，毛利率 8.86%，较 2022 年上涨 1.55pct。

图5: 电力电缆产品为主要收入来源



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

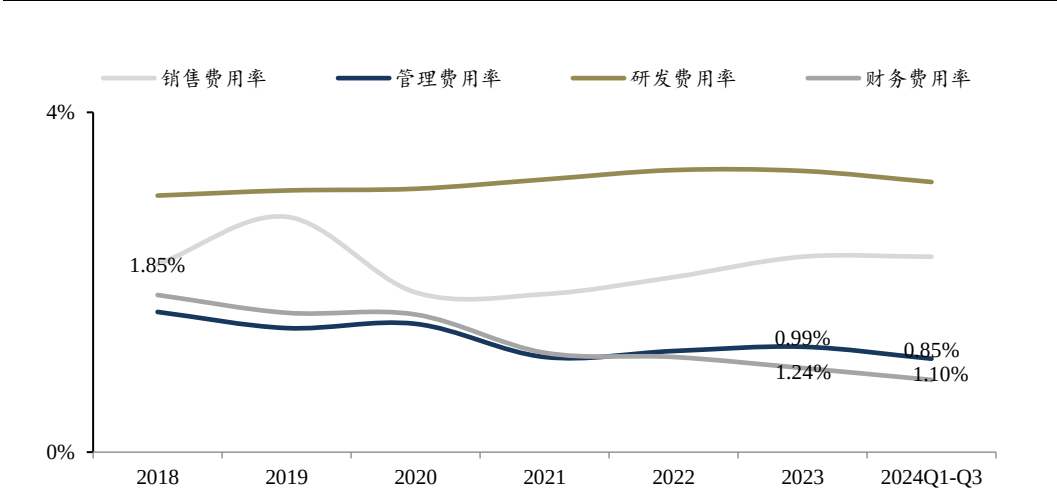
图6: 主营业务毛利率水平稳定



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

公司费用管控能力较强，期间费用率持续改善。2018-2023 年，公司期间费用率保持在较低水平且持续改善，从 8.73%降低至 7.84%，降低 0.89pct。2023 年，公司继续推进技术研发加大研发投入，完成 10 余项研发工作并启动 500kV 聚乙烯电缆优化设计工作，研发费用率为 3.31%，与 2022 年 3.32%的研发费用率持平。2024Q1-3 公司进一步控制费用支出，期间费用率降低至 7.43%。

图7：公司费用管控能力较强



数据来源：iFind，东吴证券研究所

2. 电线电缆市场规模增长，下游多行业兴起助推需求走高

2.1. 电线电缆产品基础性强，门类丰富

电线电缆为国民经济的基础性产品，广泛应用于国民经济各部门。电线电缆，按国际有关规定其定义为“用以传输电(磁)能信息和实现电磁能转换的线材产品”。通常将结构简单无外护套、外径较小的产品称为电线，将结构复杂、有坚固密封外护套、外径较大的产品称为电缆。现有电线电缆品种已超过 2,000 种，规格数十万个，在电工电器行业中是品种和门类最多的大类产品之一。根据不同的标准和用途，可以分为电力电缆、电气装备用电线电缆、通信电缆与光缆、裸电线、绕组线等。

表3：电线电缆市场主要产品

| 类别      | 产品性能及用途                                              | 主要应用领域                            |
|---------|------------------------------------------------------|-----------------------------------|
| 电力电缆    | 在电力系统的主干线路中用以传输和分配大功率电能的电缆产品，主要用于发、配、变、供电线路中的强电电能传输  | 输配电线路                             |
| 电气装备用电线 | 从电力系统的配电点把电能直接传送到各种用电设备的电源连接线路用电线电缆及各种电气安装线和控制信号用线缆。 | 民用家装家电、建筑工程、轨道交通工程、车辆、核电、船舶及海洋工程等 |



|         |                                      |               |
|---------|--------------------------------------|---------------|
| 通信电缆和光缆 | 传输电话、电视、广播、传真、数据和其他电信信息的线缆           | 电视广播、数据传输等    |
| 裸电线     | 仅有导体而无绝缘层的产品，如钢芯铝绞线、铝绞线、铜绞线等         | 长距离、大跨越、超高压输电 |
| 绕组线     | 以绕组的形式在磁场中切割磁力线感应产生电流，或通以电流产生磁场作用的电线 | 各种电机、仪器仪表等    |

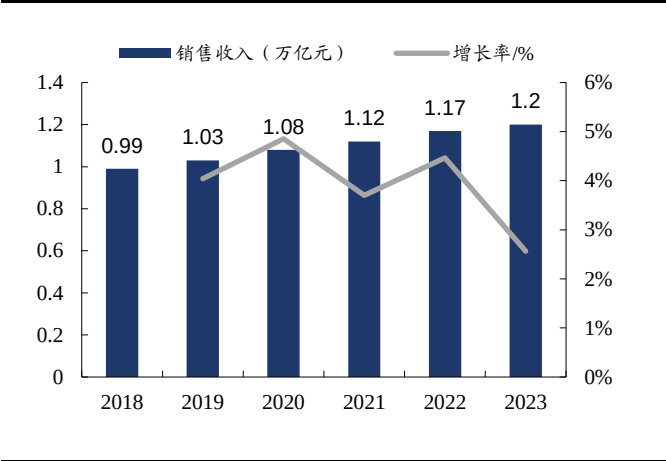
数据来源：华菱线缆招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 国内市场迅速扩容，特高压建设持续推进

2.2.1. 市场规模扩大，十四五政策助力市场构建

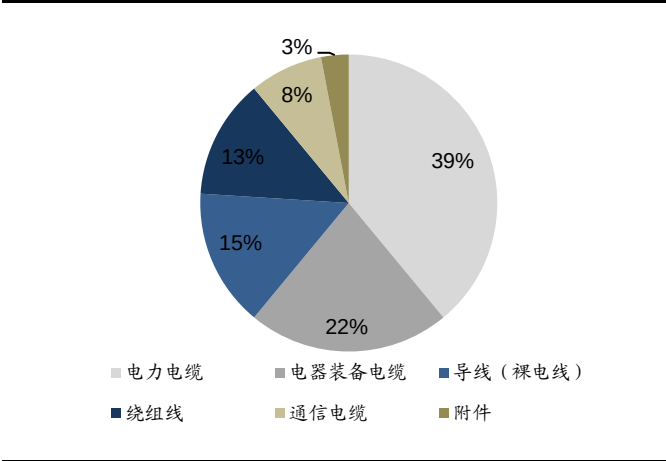
**国内市场规模持续扩大。**伴随我国国民经济的高速发展、电网改造加快、特高压工程投入建设，以及全球电线电缆产品向以中国为主的亚太地区转移，中国电线电缆行业市场规模迅速壮大。近五年我国电线电缆市场销售收入持续增长，2023 年中国电线电缆行业销售收入达 1.20 万亿元，同比增长 2.56%；前瞻产业研究院预计到 2027 年市场规模有望达到 1.6 万亿元。现有市场中，电力电缆应用范围最为广泛，市场规模占比最大，高达 39%；电气装备电缆市场规模次之，占比为 22%。

图8：中国电线电缆市场销售收入趋势图



数据来源：华菱线缆招股说明书，东吴证券研究所

图9：2022 年中国电线电缆细分市场结构占比情况



数据来源：华菱线缆招股说明书，东吴证券研究所

**“十四五”规划协同助推市场繁荣发展。**近年来，国家加大了包括在电力、5G、新能源、轨道交通、特高压等新基建领域的投入，使得市场对电线电缆产品需求逐年增加。根据“十四五”发展纲要，国家层面将继续给予“新基建”等重点战略政策以及资金扶持，同时优化能源结构，提高新能源比重，建设智慧电网和超远距离电力输送网。国家电网和南方电网“十四五”电网规划投资累计将超过 2.9 万亿元。明显高于“十三五”期间全国电网总投资 2.57 万亿元以及“十二五”期间的 2 万亿元。受益于国家政策的积极影响以及国家经济发展规划的利好，电线电缆行业将继续繁荣发展。

表4：2023 年以来主要政策性指导文件

| 发布时间       | 政策名称                        | 主要内容                                                                                 |
|------------|-----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 2024 年 5 月 | 《电力市场监管办法》                  | 增加对售电企业、电力用户、储能企业、虚拟电厂、负荷聚合商的监管内容，明确对发电企业、电网企业、售电公司、电力用户、储能企业等与其他电力交易主体签订有关合同情况开展监管。 |
| 2024 年 3 月 | 《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》       | 提高装备能效和智能化水平。加快老旧和高耗能设备设施更新改造，改造后须达到能效节能水平，并力争达到能效先进水平。                              |
| 2024 年 1 月 | 《关于加强电网调峰储能和智能化调度能力建设的指导意见》 | 到 2027 年，电力系统调节能力显著提升，抽水蓄能电站投运规模达到 8000 万千瓦以上，需求侧响应能力达到最大负荷的 5%以上。                   |
| 2023 年 6 月 | 《新型电力系统发展蓝皮书》               | 完善源网荷储各环节相关标准，统筹协调推动新型电力系统标准化工作。                                                     |
| 2023 年 1 月 | 《新型电力系统发展蓝皮书（征求意见稿）》        | 推动多领域清洁能源电能替代，充分挖掘用户侧消纳新能源潜力。                                                        |

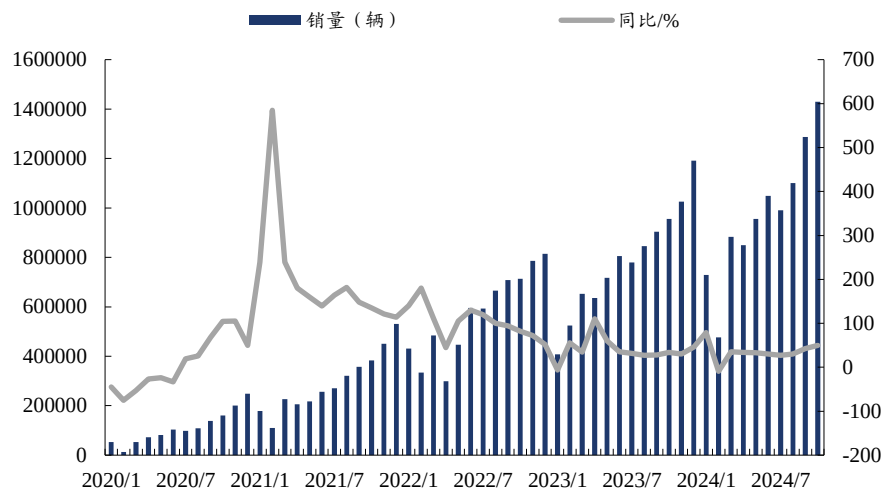
数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

2.2.2. 下游应用场景拓宽：新能源、轨道交通领域需求攀升

电线电缆下游应用广泛。电线电缆制造业是国民经济中最大的配套行业之一，电线电缆产品广泛应用于电力行业、轨道交通、建筑工程、冶金矿山、装备设备、航空航天、新能源等领域。近年来，行业下游需求呈现出稳定增长态势，电力行业是主要驱动力，同时特高压输电、城市配电网改造、新能源发电项目加速推进，推动了高压及超高压电缆的需求扩大。轨道交通随着城际铁路和城市地铁建设的加速发展，对阻燃、高强度特种电缆的需求显著增加。

光伏、汽车等领域快速布局，带来电线电缆需求缺口。随着新能源电站规模化建设，2023 年中国新能源汽车产量为 958.7 万辆，销量达到 949.5 万辆，同比分别增长 35.8% 和 37.9%；2023 年中国新能源汽车市场占有率（渗透率）达到 31.6%，较 2022 年提升 5.9 个百分点，《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）》提出的到 2025 年达到 20%的目标已提前三年完成。在光伏项目中，由于环境条件特殊，高耐候性、高绝缘性能的特种电缆市场空间不断扩大。未来新能源行业的快速发展将导致电线电缆需求缺口进一步扩大。

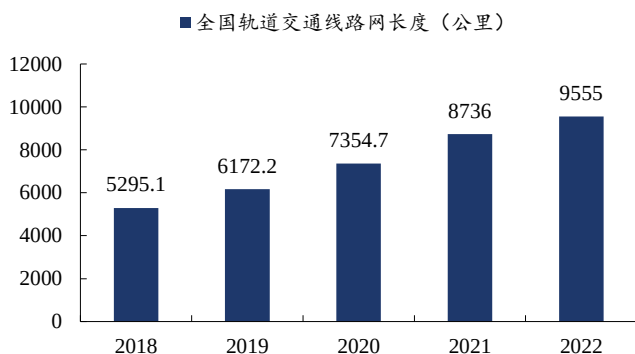
图10：2020年以来新能源汽车销量及同比增长



数据来源：iFind，东吴证券研究所

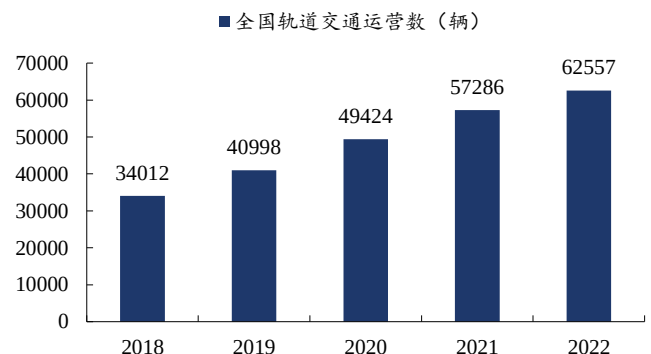
**城市轨道交通建设发展，线缆需求随城市化进程提升。**随着城市化进程的加快和轨道交通网络的快速扩展，高性能电缆在行业中的需求持续攀升。如今，国家大力投资城际铁路和城市地铁建设，使得电缆在可靠性和安全性能上面临更高要求。尤其是在地铁、高铁项目中，阻燃、抗干扰以及高耐久性的特种电缆成为关键材料，用于确保系统的运行安全与效率。此外，轨道交通信号传输的智能化升级，也推动了对高精度通信电缆的需求增长。未来几年，轨道交通领域对特种电缆的需求将保持强劲，尤其是在阻燃和耐高温电缆市场。

图11：2018-2022年全国轨道交通线路网长度



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图12：2018-2022年全国轨道交通运营数量

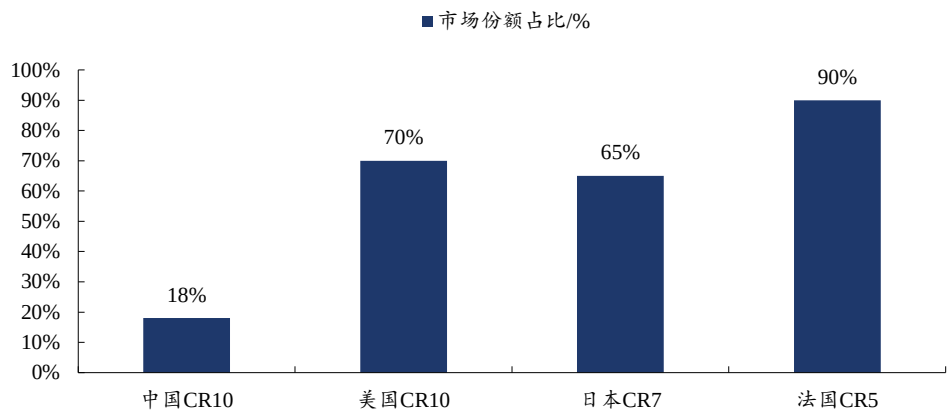


数据来源：iFind，东吴证券研究所

### 2.3. 国内市场集中化程度低，企业竞争激烈

国内市场企业众多，同质化较为严重。欧美、日本等地区电线电缆行业集中度高，日本前七名电线电缆企业占本国市场份额 65%以上，美国前十名电线电缆企业占本国市场份额 70%以上，已进入寡头垄断竞争阶段。在我国，电线电缆生产企业数量有 10,000 余家，其中规模以上（年产值 2,000 万元以上）企业数量有 4,000 余家，行业内 75% 以上的企业为中小企业，行业集中度较低，没有一家企业具有领先龙头优势，前十名电线电缆企业占本国市场份额尚不足 20%。

图13：2020 年全球主要国家电线电缆行业市场集中度



数据来源：华菱线缆招股说明书，东吴证券研究所

行业内梯队分级明显，公司处于第二梯队。在我国电线电缆行业竞争格局中，按照参与竞争企业的研发实力、产品竞争力 和销售规模等因素，可以分为三个层级明显的竞争梯队，其中第一梯队和第二梯队 为行业内的主要企业。球冠电缆公司目前已发展成为区域性的电线电缆领军企业之一，特别是在中高压电力电缆和特种线缆产品上拥有一定的竞争优势，属于行业内比较领先的企业之一。

表5：行业内公司分类情况

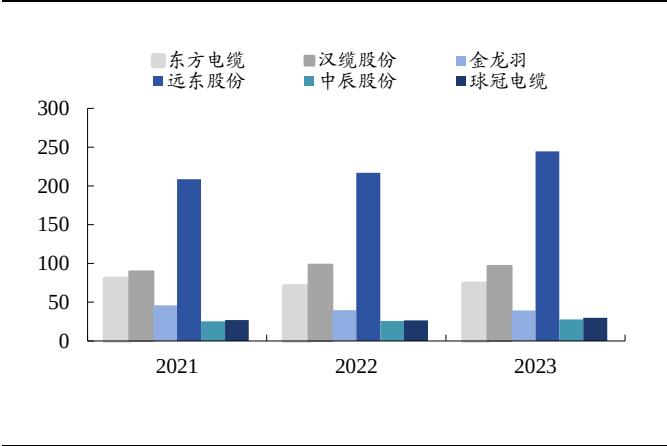
| 竞争梯队 | 分类标准及竞争力                                                                                         | 代表企业                                                        |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| 第一梯队 | 销售收入超过 50 亿元的国内行业龙头企业、外资企业及其在国内设立的合资和独资企业；研发实力雄厚、技术和设备先进，在超高压、高端特种电缆领域竞争实力强，产品广泛应用于电力系统、重大工程等各领域 | 亨通光电、中天科技、宝胜股份、智慧能源、江南集团、上上电缆等国内龙头企业；普睿司曼、耐克森等外资企业及其合资、独资企业 |
| 第二梯队 | 销售收入超过 20 亿元的区域龙头企业；研发实力较强，在中高压电线电缆领域竞争力较强，普遍具有国家电网、南方电网的招标资质和供货记录，产品在电力系统和某些特种电缆应用领域大量应用        | 汉缆股份、杭电股份、太阳电缆、东方电缆，本公司等                                    |

|      |                                                                         |      |
|------|-------------------------------------------------------------------------|------|
| 第三梯队 | 其他电线电缆生产企业；主要产品为中低压电线电缆，产品同质化严重，竞争力较弱，基本不具备国家电网公司的招标资质，产品主要在某些特定区域和领域应用 | 其他企业 |
|------|-------------------------------------------------------------------------|------|

数据来源：球冠电缆招股说明书，东吴证券研究所

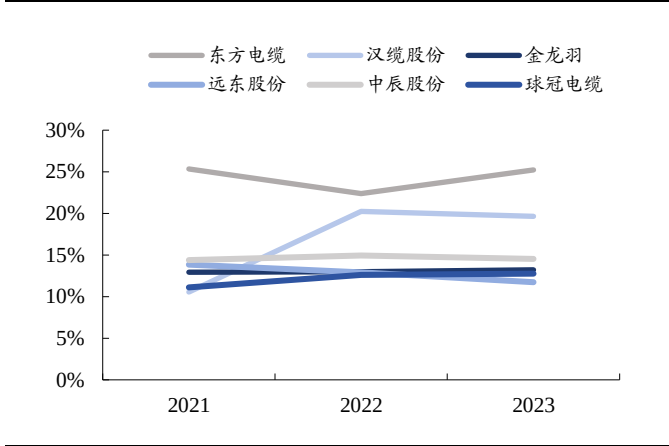
市场整体毛利率较高，高端产品缺乏中低端产品竞争激烈。电力电缆行业的整体毛利率在 20% 以上，毛利率相对较高，对进入者有较大的吸引力。同时，由于我国电线电缆行业起步较晚，但随着工业化、城镇化进程的不断加快以及城市基础设施建设的持续投入，大量企业被吸引进场，从而导致市场规模迅速壮大。行业内大部分中小型企业以提供中低端产品为主，缺少对高端产品如高压电缆、特种电缆的研发与销售，使得中低端市场竞争尤为激烈。

图14：国内主要电线电缆公司近3年营收（亿元）



数据来源：公司年度报告，东吴证券研究所

图15：国内主要电线电缆公司近3年毛利率/%



数据来源：公司年度报告，东吴证券研究所

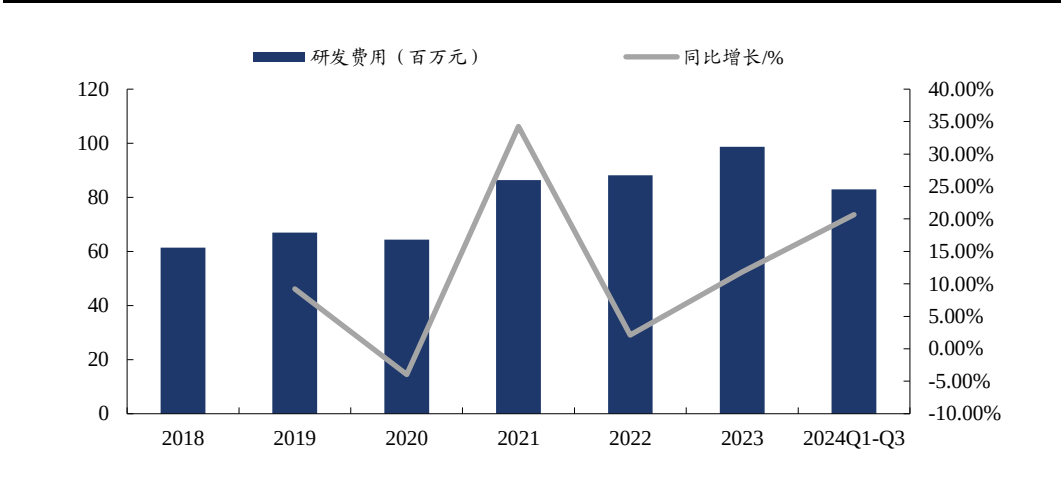


3. 研发创新赋能，结构优化+紧密合作大客户助力公司成长

3.1. 注重研发投入，高压电缆推动公司增长

公司注重新产品研发，研发重点为高压电缆、特种电缆。2018-2023 年公司研发费用从 6135 万元增长至 9863 万元，2018-2023 年 CAGR 达 9.96%。截至 2023 年底，公司成功完成多项关键技术攻关工作，包括铝合金电缆、110kV 平滑铝护套电缆和高导电钢芯铝绞线等 10 余项研发工作；截至 2024H1，完成 B1 级较型连接电缆、高阻燃型平滑铝护套电缆等 5 个项目研发工作。2024 年上半年，公司获得“一种防鼠防蚁防紫外线光伏电缆”等 6 项国家专利授权及 1 项软件著作权。公司 10kV 防蚁电力电缆获得“浙江制造精品”荣誉。2024 年半年报数据显示，结构上受益于高压电缆产销持续增长，公司业绩稳步提升。

图16：公司研发投入总体呈增长趋势



数据来源：iFind，东吴证券研究所

表6：公司研发项目情况

| 研发项目名称                                                    | 项目进展         | 拟达到的目标                   | 预计影响                    |
|-----------------------------------------------------------|--------------|--------------------------|-------------------------|
| 额定电压 26/35kV 铜芯交联聚乙烯绝缘非磁性金属带铠装聚烯烃护套防鼠防蚁防紫外线 B1 级阻燃电力电缆的研发 | 正式投产         | 安全性能优异、高阻燃低释放，“五防”性能行业领先 | 巩固公司在轨道交通领域的市场地位，支持销售增长 |
| 额定电压 110kV 铜芯交联聚乙烯绝缘平滑铝护套聚乙烯护套光电复合电力电缆的研发                 | 正式投产         | 光纤测温的可靠性及稳定性成品率行业领先      | 响应市场需求和新趋势，促进销售增长       |
| 额定电压 26-35kV 铜芯交联聚乙烯绝缘非磁性金属带铠装聚氯乙烯护套防蚁 B2 级阻燃电力电缆的研发      | 完成鉴定<br>正式投产 | 阻燃性能达到 B2 级，防蚁等特殊性能行业领先  | 满足客户特殊要求，促进销售增长         |

|                                                    |      |                                            |                              |
|----------------------------------------------------|------|--------------------------------------------|------------------------------|
| 额定电压 8.7/15kV 交联聚乙烯绝缘<br>聚氯乙烯护套防蚁阻燃 A 类电力电<br>缆的研发 | 正式投产 | 具备 A 级阻燃性能,同时防蚁等综<br>合性能行业领先               | 丰富产品品类, 促进<br>市场销售           |
| 额定电压 90kV 交联聚乙烯绝缘聚烯<br>烃护套无卤低烟阻燃高压直流电除<br>尘电力电缆的研发 | 正式投产 | 适应电晕放电、粉尘荷电、荷电粉<br>尘粒子的捕集等特殊工作环境,<br>保证可靠性 | 拓展装备用线缆市<br>场, 培育新的市场增<br>长点 |
| 额定电压 1.8/3kV 交联聚乙烯绝缘聚<br>烯烃护套无卤低烟阻燃电力电缆的<br>研发     | 正式投产 | 耐开裂、耐腐蚀、抗蠕变性及其他<br>综合性能行业领先                | 拓展装备用线缆市<br>场, 培育新的市场增<br>长点 |

数据来源：球冠电缆 2023 年度报告，东吴证券研究所

**500kV 电力电缆技术取得重要进展，高压电缆需求提升助力公司业绩成长。**

500kV 电力电缆为目前世界上城市电网投运的最高电压等级电力电缆，同时也代表了我国电缆工业的较高水平。2023 年，针对高电压电缆领域，公司启动 500kV 聚乙烯电缆的优化设计工作，并取得了高压绝缘屏蔽料国产化、高压紧压圆导体技术优化等一系列进展。得益于技术上的不断突破和生产设备的持续升级，2023 年公司高压电缆产销实现较快提升，占比达 17%。为满足市场需求，公司推进生产线的扩建和设备的升级改造，筑牢技术基础，推动业务增长。2024H1 受益于华东地区需求提升及高压电缆产销提升公司业绩稳步增长。

**3.2. 持续绑定国网及南网等大客户，积极拓展大型央企等新客户市场**

公司主要客户为大型企业，有成熟的大客户服务体系。公司为业内少数具备国家电网、南方电网的投标资格企业。经过多年经营，已成为国家电网、南方电网以及各地电力系统的主要供应商，产品也广泛应用于广州亚运、轨道交通、联合国部队建设工程等国内外多个重点工程项目。形成了完整成熟的大客户服务体系。

图17：公司主要服务大型企业，产品应用广泛

### ■ 能源及电网 | Energy and Power Grid



### ■ 港口、化工、钢铁 | Ports, Chemical Industry, Steel Mill



### ■ 建筑领域 | Construction Field



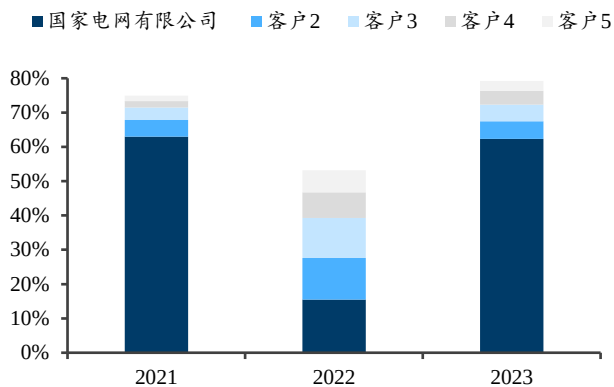
### ■ 轨道交通 | Rail Transit



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

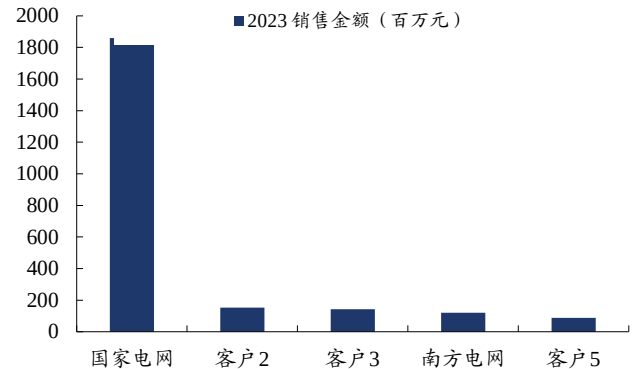
持续绑定大客户，拓展大型央国企等新客户助力公司成长。2023 年公司销售市场结构中，国家电网为第一大客户，占比达 62.37%，南方电网为公司第四大客户，占比达 4.03%。前五大客户年度销售额占比 79.24%，国家电网与南方电网共贡献 66.40% 的销售额，公司与国网及南网等大客户合作紧密，国家电网、南方电网市场基本巩固，同时外贸及区域经销商市场继续增长，同时大型央国企市场也有所突破，公司持续受益增长。

图18: 公司收入来源较为集中



数据来源：公司年度报告，东吴证券研究所

图19: 国家电网为公司第一大客户



数据来源：公司年度报告，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

电力电缆：随电网建设需求提升，国网及南网持续稳健增长，我们预计 2024/2025/2026 年公司电力电缆业务分别增长 20%/15%/15%，毛利率预计维持在 11.00% 左右。

电力设备用电线电缆：我们预计 2024/2025/2026 年公司电力设备用电线电缆业务营收分别增长为 20%/15%/15%，毛利率预计维持在 10% 左右。

裸电线：我们预计 2024/2025/2026 年公司裸电线业务营收增长分别为 10%/5%/5%，毛利率维持稳定。

其他业务：公司其他收入占总体收入比例较小，我们预计 2024/2025/2026 年公司其他业务营收增长分别为 50%/40%/30%，毛利率分别为 30%/25%/25%。

整体我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 36/41/47 亿元，同比 +20%/15%/15%。

图20: 球冠电缆盈利拆分

| 整体        | 2022    | 2023     | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-----------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 总收入（百万元）  | 2656.23 | 2982.52  | 3573.03 | 4103.41 | 4713.07 |
| 总成本（百万元）  | 2320.98 | 2601.96  | 3184.48 | 3657.02 | 4200.19 |
| 毛利率       | 12.62%  | 12.76%   | 10.87%  | 10.88%  | 10.88%  |
|           |         |          |         |         |         |
| 电力电缆      | 2022    | 2023     | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
| 收入（百万元）   | 2414.3  | 2697.01  | 3236.41 | 3721.87 | 4280.15 |
| yoy       | 0.21%   | 11.71%   | 20%     | 15%     | 15%     |
| 成本（百万元）   | 2096.99 | 2341.29  | 2880.41 | 3312.47 | 3809.34 |
| 毛利率       | 13.14%  | 13.19%   | 11.00%  | 11.00%  | 11.00%  |
| 电气设备用电线电缆 | 2022    | 2023     | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
| 收入（百万元）   | 237.12  | 234.06   | 280.87  | 323.00  | 371.45  |
| yoy       | -10.66% | -1.29%   | 20%     | 15%     | 15%     |
| 成本（百万元）   | 219.78  | 213.32   | 252.78  | 290.70  | 334.31  |
| 毛利率       | 7.31%   | 8.86%    | 10.00%  | 10.00%  | 10.00%  |
| 裸电线       | 2022    | 2023     | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
| 收入（百万元）   | 4.16    | 50.68    | 55.75   | 58.54   | 61.46   |
| yoy       | -65.87% | 1118.27% | 10%     | 5%      | 5%      |
| 成本（百万元）   | 3.79    | 46.74    | 51.29   | 53.85   | 56.55   |
| 毛利率       | 8.77%   | 7.78%    | 8.00%   | 8.00%   | 8.00%   |
| 其他        | 2022    | 2023     | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
| 收入（百万元）   | 0.64    | 0.77     | 1.16    | 1.62    | 2.10    |
| yoy       | -41.73% | 19.93%   | 50%     | 40%     | 30%     |
| 成本（百万元）   | 0.43    | 0.61     | 0.81    | 1.21    | 1.58    |
| 毛利率       | 33.48%  | 20.33%   | 30.00%  | 25.00%  | 25.00%  |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4.2. 估值对比及投资建议

首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.28/1.48/1.70 亿元，同比+4%/16%/15%，对应 PE 为 19/16/14 倍，企业可比公司我们选择同样拥有电线电缆的东方电缆、汉缆股份及万马股份，可比公司 2024-2026 年对应平均 PE 为 24/16/12 倍。考虑下游电网投资建设需求稳步提升。公司大客户业务持续增长，同时公司逐步开拓新客户及新市场，未来业绩有望持续增长，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

图21：可比公司估值（截至 2025 年 2 月 19 日）

| 代码        | 公司   | 总市值（亿元） | 归母净利润（亿元） |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|---------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |         | 2024E     | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 603606.SH | 东方电缆 | 333.40  | 12.20     | 20.20 | 24.20 | 27    | 17    | 14    |
| 002498.SZ | 汉缆股份 | 108.45  | 8.39      | 9.12  | 9.81  | 13    | 12    | 11    |
| 002276.SZ | 万马股份 | 100.72  | 3.33      | 5.20  | /     | 30    | 19    | /     |
| 平均        |      |         |           |       |       | 24    | 16    | 12    |
| 834682.BJ | 球冠电缆 | 23.74   | 1.28      | 1.48  | 1.70  | 19    | 16    | 14    |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

预测来源：东方电缆及球冠电缆来自东吴研究所预测，其他来自于 Wind 一致预测

5. 风险提示

**行业市场竞争加剧。**我国电线电缆行业企业数目众多，行业高度分散，市场集中度低。行业内规模以上企业约 4,000 家。目前，中低压电力电缆技术含量以及对设备投资的要求不高，相关市场竞争激烈，呈现集中趋势。此外，国外电线电缆生产厂商直接或通过联营、合 资等间接方式进入国内市场，加剧了行业竞争，上述因素均使公司中低压产品面临市场激烈的竞争，公司面临一定程度的市场竞争风险。

**原材料价格波动。**电线电缆行业具有“料重工轻”的特点，其中铜材占公司主营业务成本在 80%以上，比例最大，铜材价格变动将引起公司产品销售价格、销售成本、毛利以及所需周 转资金的变动。因此铜价波动对本公司营业收入和营业成本都会带来较大影响，原材 料价格大幅波动加大了公司成本管理的难度，若风险控制能力不强，将对经营带来一定风险。

**宏观经济波动引起的产业政策变化。**电线电缆作为与国民经济发展密切相关的重要基础工业产品，其发展受宏观经济政策的影响较大，尤其受国家固定资产投资政策影响。目前我国宏观经济形势有所变化，经济增长从高速增长转向中高速增长，经济结构不断优化升级，经济发展速度有所放缓，面对复杂的经济形势，虽然中央政府通过各种财政经济政策推动经济平稳增长，但随着未来经济发展的周期性波动，公司仍可能面临市场需求出现波动的风险。



球冠电缆三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        | 利润表 (百万元)       | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>1,847</b> | <b>2,476</b> | <b>2,827</b> | <b>3,244</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>2,983</b> | <b>3,573</b> | <b>4,103</b> | <b>4,713</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 267          | 696          | 782          | 898          | 营业成本(含金融类)      | 2,602        | 3,184        | 3,657        | 4,200        |
| 经营性应收款项          | 1,034        | 1,139        | 1,311        | 1,504        | 税金及附加           | 8            | 7            | 8            | 9            |
| 存货               | 451          | 521          | 598          | 687          | 销售费用            | 69           | 79           | 86           | 94           |
| 合同资产             | 88           | 110          | 125          | 143          | 管理费用            | 37           | 38           | 41           | 47           |
| 其他流动资产           | 7            | 10           | 11           | 13           | 研发费用            | 99           | 111          | 125          | 144          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>471</b>   | <b>444</b>   | <b>435</b>   | <b>405</b>   | 财务费用            | 30           | 32           | 38           | 42           |
| 长期股权投资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 加:其他收益          | 11           | 39           | 41           | 42           |
| 固定资产及使用权资产       | 386          | 361          | 337          | 314          | 投资净收益           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 在建工程             | 0            | 4            | 6            | 6            | 公允价值变动          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 71           | 65           | 58           | 51           | 减值损失            | (16)         | (13)         | (15)         | (19)         |
| 商誉               | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产处置收益          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期待摊费用           | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>营业利润</b>     | <b>134</b>   | <b>150</b>   | <b>174</b>   | <b>200</b>   |
| 其他非流动资产          | 13           | 13           | 33           | 33           | 营业外净收支          | (1)          | 1            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>2,319</b> | <b>2,920</b> | <b>3,262</b> | <b>3,649</b> | <b>利润总额</b>     | <b>133</b>   | <b>150</b>   | <b>174</b>   | <b>200</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>1,081</b> | <b>1,607</b> | <b>1,802</b> | <b>2,017</b> | 减:所得税           | 11           | 23           | 26           | 30           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 856          | 1,364        | 1,529        | 1,712        | <b>净利润</b>      | <b>123</b>   | <b>128</b>   | <b>148</b>   | <b>170</b>   |
| 经营性应付款项          | 143          | 131          | 150          | 173          | 减:少数股东损益        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 合同负债             | 14           | 19           | 22           | 25           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>123</b>   | <b>128</b>   | <b>148</b>   | <b>170</b>   |
| 其他流动负债           | 68           | 93           | 100          | 107          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.45         | 0.47         | 0.55         | 0.63         |
| 非流动负债            | 172          | 55           | 52           | 52           | EBIT            | 161          | 155          | 186          | 218          |
| 长期借款             | 169          | 49           | 49           | 49           | EBITDA          | 191          | 189          | 220          | 253          |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率(%)          | 12.76        | 10.87        | 10.88        | 10.88        |
| 租赁负债             | 0            | 3            | 0            | 0            | 归母净利率(%)        | 4.11         | 3.57         | 3.61         | 3.61         |
| 其他非流动负债          | 3            | 3            | 3            | 3            | 收入增长率(%)        | 12.28        | 19.80        | 14.84        | 14.86        |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,253</b> | <b>1,662</b> | <b>1,854</b> | <b>2,069</b> | 归母净利润增长率(%)     | 13.39        | 4.13         | 15.98        | 14.86        |
| 归属母公司股东权益        | 1,066        | 1,258        | 1,408        | 1,580        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>1,066</b> | <b>1,258</b> | <b>1,408</b> | <b>1,580</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>2,319</b> | <b>2,920</b> | <b>3,262</b> | <b>3,649</b> |                 |              |              |              |              |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 重要财务与估值指标       | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | (49)  | 22    | (1)   | (5)   | 每股净资产(元)        | 5.13  | 4.65  | 5.21  | 5.84  |
| 投资活动现金流     | (43)  | (7)   | (25)  | (5)   | 最新发行在外股份(百万股)   | 270   | 270   | 270   | 270   |
| 筹资活动现金流     | 126   | 411   | 110   | 123   | ROIC(%)         | 7.83  | 5.51  | 5.58  | 5.87  |
| 现金净增加额      | 35    | 429   | 86    | 115   | ROE-摊薄(%)       | 11.50 | 10.15 | 10.51 | 10.76 |
| 折旧和摊销       | 30    | 34    | 35    | 35    | 资产负债率(%)        | 54.02 | 56.91 | 56.83 | 56.70 |
| 资本开支        | (52)  | (6)   | (25)  | (5)   | P/E (现价&最新股本摊薄) | 19.37 | 18.60 | 16.04 | 13.96 |
| 营运资本变动      | (246) | (193) | (251) | (288) | P/B (现价)        | 1.71  | 1.89  | 1.69  | 1.50  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>