

## 业绩符合预期，电车扁线龙头扬帆起航

### 投资要点

- **事件:** 2022年, 公司实现营收132亿元, 同比增长2.9%; 实现归母净利润3.7亿元, 同比增长11.9%; 扣非归母净利润3.3亿元, 同比增长12.2%。其中四季度公司实现营收36亿元, 同比增长2.4%; 实现归母净利润1.1亿元, 同比增长52.4%; 扣非归母净利润0.9亿元, 同比增长41.5%。
- **下游行业维持高景气, 驱动电磁线迎放量。电车:** 扁电磁线广泛应用于特高压输变电、电车、风光、高端医疗装备等领域。2022年我国新能源车产销迈入700万量规模, 同比增长均超90%, 23年销量有望达900万辆, 带动扁线电机渗透率快速提升。公司2022年电磁线库存量同比增长100.3%, 系应对业务需求放量产品备库所致。**输变电:** 2022年我国特高压工程累计输送电量为2.4亿千瓦时, 同比增长17.6%, 23年有望迎特高压核准开工高峰。**下游高景气提振电磁线需求, 公司作为扁线头部企业积累各行业优质客户资源, 有望充分受益。**
- **扁电磁线实现量价齐升, 新产能释放保障业绩持续高增。** 2022年公司电磁线板块营收38.7亿, 同比增长19.1%, 净利润1.7亿元, 同比增长14.3%。电磁线销量57228吨, 同比增长17.3%, 平均单价约为67648元, 同比增长1.6%, **产品实现量价齐升。** 公司电磁线拥有湘潭、无锡基地, 电车扁线二期预计于2023Q2投产, 合计产能达2万吨, 同时三期规划在途; 无锡统力完成厂房新扩和线圈车间建设, 新增产能5000吨, 为业绩持续增长提供坚实保障。
- **线缆行业集中度有望提升, 头部企业马太效应凸显。** 由于技术门槛低, 下游客户分散, 我国电线电缆行业长尾效应显著, 行业CR5约为9%。**我们认为, 随着线缆在新兴领域的占比提升, 行业对产品技术要求也随之提高, 头部企业凭借客户、品牌、研发优势有望加速行业尾部出清, 提高行业集中度。** 公司2022年牵手江西南缆集团合资成立金杯赣昌, 实现五大生产基地并向周边辐射的布局。电缆中压扩产二期技改顺利投产, 并同步推进“5G+智慧工程”建设, 积极探索尝试“数字工厂”、“智慧车间”, 有望扩充新增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年营收分别为164.4亿元、202.2亿元、242.2亿元, 未来三年归母净利润同比增速分别为28.9%/43.7%/27.3%。公司下游新能源占比逐步提升, 受益需求高景气公司电磁线业务有望迎高增。考虑到公司电车扁线龙头地位, 以及新基地产能释放, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 电力电缆行业竞争加剧, 带来线缆产品价格下滑的风险; 原材料价格上涨的风险, 新能源车用扁线电机需求不及预期的风险。

| 指标/年度         | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 13202.74 | 16441.72 | 20218.16 | 24221.43 |
| 增长率           | 2.89%    | 24.53%   | 22.97%   | 19.80%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 370.61   | 477.71   | 686.35   | 873.61   |
| 增长率           | 11.85%   | 28.90%   | 43.67%   | 27.28%   |
| 每股收益EPS(元)    | 0.50     | 0.65     | 0.94     | 1.19     |
| 净资产收益率ROE     | 10.53%   | 11.89%   | 14.97%   | 16.39%   |
| PE            | 15       | 11       | 8        | 6        |
| PB            | 1.50     | 1.36     | 1.18     | 1.02     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn  
联系人: 李昂  
电话: 021-58351923  
邮箱: liang@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股)     | 7.34      |
| 流通A股(亿股)    | 6.02      |
| 52周内股价区间(元) | 5.63-9.08 |
| 总市值(亿元)     | 54.31     |
| 总资产(亿元)     | 73.82     |
| 每股净资产(元)    | 4.73      |

### 相关研究

1. 金杯电工(002533): 上半年平稳增长, 产能扩张助推行稳致远 (2022-07-30)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：公司为电磁线头部企业，有望随下游电车扁线渗透率提升带动业绩持续增长。预计 2023-2025 年公司电磁线销量增速分别约为 30%/30%/20%，平均单价略有上升。

假设 2：公司电线电缆业务有望受益行业复苏趋稳向上，并伴随市场尾部去清，市场份额有望进一步扩大，预计 2023-2025 年线缆销量年增 20%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元 |     | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|--------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 电线电缆   | 收入  | 8844.4  | 10613.3 | 12735.9 | 15283.1 |
|        | 增速  | 0.1%    | 20.0%   | 20.0%   | 20.0%   |
|        | 毛利率 | 11.4%   | 12.0%   | 12.5%   | 13.0%   |
| 电磁线    | 收入  | 3871.4  | 5284.5  | 6869.8  | 8243.8  |
|        | 增速  | 19.1%   | 36.5%   | 30.0%   | 20.0%   |
|        | 毛利率 | 11.0%   | 12.0%   | 13.0%   | 14.0%   |
| 冷链物流   | 收入  | 201.8   | 201.8   | 201.8   | 201.8   |
|        | 增速  | -36.7%  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
|        | 毛利率 | 6.7%    | 6.7%    | 6.7%    | 6.7%    |
| 其他业务   | 收入  | 285.2   | 342.2   | 410.6   | 492.8   |
|        | 增速  | -37.5%  | 20.0%   | 20.0%   | 20.0%   |
|        | 毛利率 | 10.3%   | 10.0%   | 10.0%   | 10.0%   |
| 合计     | 收入  | 13202.7 | 16441.7 | 20218.2 | 24221.4 |
|        | 增速  | 2.9%    | 24.5%   | 23.0%   | 19.8%   |
|        | 毛利率 | 11.5%   | 11.9%   | 12.6%   | 13.2%   |

数据来源：Wind, 西南证券

## 相对估值

综合公司业务范围，我们选取线缆行业主流公司精达股份、万马股份，以及电车电机扁线公司卧龙电驱进行估值比较。

**表 2：可比公司估值**

| 证券代码      | 可比公司 | 总市值<br>(亿元) | 股价<br>(元) | EPS (元) |      |      |      | PE (倍)       |              |              |      |
|-----------|------|-------------|-----------|---------|------|------|------|--------------|--------------|--------------|------|
|           |      |             |           | 22A/E   | 23E  | 24E  | 25E  | 22A/E        | 23E          | 24E          | 25E  |
| 600577.SH | 精达股份 | 89          | 4.26      | 0.22    | 0.26 | 0.34 | -    | 19.36        | 16.38        | 12.53        | -    |
| 600580.SH | 卧龙电驱 | 166         | 12.63     | 0.85    | 1.07 | 1.36 | -    | 14.86        | 11.80        | 9.29         | -    |
| 002276.SH | 万马股份 | 105         | 10.15     | 0.44    | 0.61 | 0.83 | --   | 23.07        | 16.64        | 12.23        | -    |
| 平均值       |      |             |           |         |      |      |      | <b>19.10</b> | <b>14.94</b> | <b>10.76</b> | -    |
| 603606.SH | 金杯电工 | 54          | 7.40      | 0.50    | 0.65 | 0.94 | 1.19 | 14.65        | 11.37        | 7.91         | 6.22 |

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，2023 年公司估值为 11.4 倍，行业可比公司估值为 14.9 倍。公司下游新能源占比逐步提升，受益需求高景气公司电磁线业务有望迎高增。考虑到公司电车扁线龙头地位，以及新基地产能释放，维持“持有”评级。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E           | 现金流量表 (百万元)       | 2022A          | 2023E         | 2024E          | 2025E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-------------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 13202.74       | 16441.72       | 20218.16       | 24221.43        | 净利润               | 418.26         | 522.71        | 756.78         | 964.48         |
| 营业成本          | 11679.50       | 14486.22       | 17678.47       | 21017.66        | 折旧与摊销             | 159.07         | 160.27        | 160.27         | 160.27         |
| 营业税金及附加       | 39.91          | 53.11          | 63.66          | 167.13          | 财务费用              | 35.01          | 49.33         | 60.65          | 72.66          |
| 销售费用          | 290.53         | 493.25         | 606.54         | 726.64          | 资产减值损失            | -6.12          | -30.66        | -29.33         | -25.90         |
| 管理费用          | 206.67         | 822.09         | 1010.91        | 1211.07         | 经营营运资本变动          | 505.36         | -524.81       | -225.73        | -321.79        |
| 财务费用          | 35.01          | 49.33          | 60.65          | 72.66           | 其他                | -420.59        | 98.14         | 9.72           | 32.16          |
| 资产减值损失        | -6.12          | -30.66         | -29.33         | -25.90          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>690.99</b>  | <b>274.97</b> | <b>732.36</b>  | <b>881.87</b>  |
| 投资收益          | -2.40          | 4.47           | 3.64           | 3.46            | 资本支出              | -135.39        | -100.00       | -100.00        | -100.00        |
| 公允价值变动损益      | -1.14          | -0.05          | -0.13          | -0.27           | 其他                | -149.31        | 4.42          | 3.50           | 3.19           |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-284.71</b> | <b>-95.58</b> | <b>-96.50</b>  | <b>-96.81</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>451.86</b>  | <b>572.82</b>  | <b>830.75</b>  | <b>1055.36</b>  | 短期借款              | -362.09        | 334.12        | -102.02        | -174.80        |
| 其他非经营损益       | -0.27          | 0.30           | 0.17           | 0.14            | 长期借款              | -70.00         | 0.00          | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>451.59</b>  | <b>573.12</b>  | <b>830.92</b>  | <b>1055.50</b>  | 股权融资              | 0.95           | 0.00          | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 33.33          | 50.41          | 74.14          | 91.02           | 支付股利              | -220.18        | -74.12        | -95.54         | -137.27        |
| 净利润           | 418.26         | 522.71         | 756.78         | 964.48          | 其他                | 85.19          | -81.96        | -60.65         | -72.66         |
| 少数股东损益        | 47.65          | 45.00          | 70.43          | 90.87           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-566.13</b> | <b>178.04</b> | <b>-258.22</b> | <b>-384.73</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 370.61         | 477.71         | 686.35         | 873.61          | <b>现金流量净额</b>     | <b>-158.52</b> | <b>357.42</b> | <b>377.64</b>  | <b>400.33</b>  |
|               |                |                |                |                 |                   |                |               |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E           | 财务分析指标            | 2022A          | 2023E         | 2024E          | 2025E          |
| 货币资金          | 1286.75        | 1644.17        | 2021.82        | 2422.14         | <b>成长能力</b>       |                |               |                |                |
| 应收和预付款项       | 2239.86        | 2953.04        | 3536.78        | 4258.23         | 销售收入增长率           | 2.89%          | 24.53%        | 22.97%         | 19.80%         |
| 存货            | 955.02         | 1167.58        | 1443.54        | 1711.94         | 营业利润增长率           | 11.02%         | 26.77%        | 45.03%         | 27.04%         |
| 其他流动资产        | 695.03         | 46.22          | 56.61          | 67.61           | 净利润增长率            | 17.11%         | 24.97%        | 44.78%         | 27.45%         |
| 长期股权投资        | 57.16          | 57.16          | 57.16          | 57.16           | EBITDA 增长率        | 8.23%          | 21.13%        | 34.41%         | 22.50%         |
| 投资性房地产        | 396.55         | 396.55         | 396.55         | 396.55          | <b>获利能力</b>       |                |               |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 1560.89        | 1534.14        | 1507.40        | 1480.66         | 毛利率               | 11.54%         | 11.89%        | 12.56%         | 13.23%         |
| 无形资产和开发支出     | 255.22         | 223.89         | 192.55         | 161.21          | 三费率               | 4.03%          | 8.30%         | 8.30%          | 8.30%          |
| 其他非流动资产       | 196.15         | 193.96         | 191.77         | 189.58          | 净利率               | 3.17%          | 3.18%         | 3.74%          | 3.98%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>7642.63</b> | <b>8216.71</b> | <b>9404.18</b> | <b>10745.10</b> | ROE               | 10.53%         | 11.89%        | 14.97%         | 16.39%         |
| 短期借款          | 312.92         | 647.04         | 545.02         | 370.22          | ROA               | 5.47%          | 6.36%         | 8.05%          | 8.98%          |
| 应付和预收款项       | 2078.15        | 2355.03        | 2890.39        | 3481.73         | ROIC              | 11.09%         | 13.09%        | 16.32%         | 18.46%         |
| 长期借款          | 279.00         | 279.00         | 279.00         | 279.00          | EBITDA/销售收入       | 4.89%          | 4.76%         | 5.20%          | 5.32%          |
| 其他负债          | 999.18         | 540.37         | 633.26         | 730.43          | <b>营运能力</b>       |                |               |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>3669.25</b> | <b>3821.45</b> | <b>4347.68</b> | <b>4861.39</b>  | 总资产周转率            | 1.76           | 2.07          | 2.29           | 2.40           |
| 股本            | 733.94         | 733.94         | 733.94         | 733.94          | 固定资产周转率           | 9.62           | 12.23         | 16.60          | 22.19          |
| 资本公积          | 1394.06        | 1394.06        | 1394.06        | 1394.06         | 应收账款周转率           | 8.02           | 8.56          | 8.38           | 8.38           |
| 留存收益          | 1465.75        | 1869.34        | 2460.15        | 3196.48         | 存货周转率             | 12.55          | 13.54         | 13.44          | 13.28          |
| 归属母公司股东权益     | 3619.22        | 3996.10        | 4586.91        | 5323.25         | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 103.72%        | —             | —              | —              |
| 少数股东权益        | 354.16         | 399.16         | 469.59         | 560.47          | <b>资本结构</b>       |                |               |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>3973.38</b> | <b>4395.27</b> | <b>5056.50</b> | <b>5883.71</b>  | 资产负债率             | 48.01%         | 46.51%        | 46.23%         | 45.24%         |
| 负债和股东权益合计     | 7642.63        | 8216.71        | 9404.18        | 10745.10        | 带息债务/总负债          | 16.13%         | 24.23%        | 18.95%         | 13.35%         |
|               |                |                |                |                 | 流动比率              | 1.58           | 1.70          | 1.79           | 1.90           |
|               |                |                |                |                 | 速动比率              | 1.29           | 1.36          | 1.42           | 1.51           |
|               |                |                |                |                 | 股利支付率             | 59.41%         | 15.52%        | 13.92%         | 15.71%         |
| 业绩和估值指标       | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E           | <b>每股指标</b>       |                |               |                |                |
| EBITDA        | 645.94         | 782.41         | 1051.67        | 1288.29         | 每股收益              | 0.50           | 0.65          | 0.94           | 1.19           |
| PE            | 14.65          | 11.37          | 7.91           | 6.22            | 每股净资产             | 4.93           | 5.44          | 6.25           | 7.25           |
| PB            | 1.50           | 1.36           | 1.18           | 1.02            | 每股经营现金            | 0.94           | 0.37          | 1.00           | 1.20           |
| PS            | 0.41           | 0.33           | 0.27           | 0.22            | 每股股利              | 0.30           | 0.10          | 0.13           | 0.19           |
| EV/EBITDA     | 5.23           | 4.28           | 2.73           | 1.78            |                   |                |               |                |                |
| 股息率           | 4.05%          | 1.36%          | 1.76%          | 2.53%           |                   |                |               |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

**西南证券研究发展中心**
**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**重庆**

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

**西南证券机构销售团队**

| 区域  | 姓名   | 职务          | 座机           | 手机              | 邮箱                   |
|-----|------|-------------|--------------|-----------------|----------------------|
| 上海  | 蒋诗烽  | 总经理助理、销售总监  | 021-68415309 | 18621310081     | jsf@swsc.com.cn      |
|     | 崔露文  | 销售经理        | 15642960315  | 15642960315     | clw@swsc.com.cn      |
|     | 王昕宇  | 销售经理        | 17751018376  | 17751018376     | wangxy@swsc.com.cn   |
|     | 薛世宇  | 销售经理        | 18502146429  | 18502146429     | xsy@swsc.com.cn      |
|     | 汪艺   | 销售经理        | 13127920536  | 13127920536     | wyfy@swsc.com.cn     |
|     | 岑宇婷  | 销售经理        | 18616243268  | 18616243268     | cyryf@swsc.com.cn    |
|     | 张玉梅  | 销售经理        | 18957157330  | 18957157330     | zymyf@swsc.com.cn    |
|     | 陈阳阳  | 销售经理        | 17863111858  | 17863111858     | cyyfy@swsc.com.cn    |
|     | 李煜   | 销售经理        | 18801732511  | 18801732511     | yfliyu@swsc.com.cn   |
|     | 谭世泽  | 销售经理        | 13122900886  | 13122900886     | tsz@swsc.com.cn      |
| 卞黎旻 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309  | bly@swsc.com.cn |                      |
| 北京  | 李杨   | 销售总监        | 18601139362  | 18601139362     | yfly@swsc.com.cn     |
|     | 张岚   | 销售副总监       | 18601241803  | 18601241803     | zhanglan@swsc.com.cn |
|     | 杜小双  | 高级销售经理      | 18810922935  | 18810922935     | dxsyf@swsc.com.cn    |
|     | 杨薇   | 高级销售经理      | 15652285702  | 15652285702     | yangwei@swsc.com.cn  |
|     | 胡青璇  | 销售经理        | 18800123955  | 18800123955     | hqx@swsc.com.cn      |
|     | 王一菲  | 销售经理        | 18040060359  | 18040060359     | wyf@swsc.com.cn      |
|     | 王宇飞  | 销售经理        | 18500981866  | 18500981866     | wangyuf@swsc.com     |
|     | 巢语欢  | 销售经理        | 13667084989  | 13667084989     | cyh@swsc.com.cn      |
| 广深  | 郑龔   | 广深销售负责人     | 18825189744  | 18825189744     | zhengyan@swsc.com.cn |
|     | 杨新意  | 销售经理        | 17628609919  | 17628609919     | xyy@swsc.com.cn      |
|     | 张文锋  | 销售经理        | 13642639789  | 13642639789     | zwf@swsc.com.cn      |
|     | 陈韵然  | 销售经理        | 18208801355  | 18208801355     | cyryf@swsc.com.cn    |
|     | 龚之涵  | 销售经理        | 15808001926  | 15808001926     | gongzh@swsc.com.cn   |
|     | 丁凡   | 销售经理        | 15559989681  | 15559989681     | dingfyf@swsc.com.cn  |