

国内领先的线缆材料生产企业

投资要点

- 公司是国内领先的线缆材料生产企业。拥有六大系列，二百多个品种，是国内少数的生产规模化、产品系列化、技术创新层次高的线缆材料生产企业。公司产品以具有特殊性能、技术含量和附加值高的特种线缆材料为主，2014年，公司特种线缆材料的收入占比为75.2%。
- 线缆材料需求持续增长，绿色环保是发展趋势。受益于国家城乡电网改造及特高压电网建设等，预计我国电线电缆产品的需求将持续增长。线缆料为电线电缆的关键材料之一，也将随着电线电缆产值的增加而保持需求增长。2013年我国线缆料的市场需求量在462亿元，2017年预计达到605亿元，年均增速7.0%。随着人们对电缆在火焰下的安全性的要求提升，传统的PVC线缆材料的占比将逐渐下降，绿色环保线缆材料的占比将逐渐提升。
- 公司具有技术优势、产品优势和客户优势。公司经过长期的技术积累及持续的研发投入，形成了完备的配方体系，并参与起草了多项国家标准及行业标准。公司产品结构丰富，品种齐全，在行业内率先开展无卤低烟阻燃聚烯烃线缆料等绿色环保线缆料的研制和规模化生产。公司拥有大量质地优良的客户，成为普睿司曼、耐克森、常州莱尼、常州安凯特、太阳电缆、杭州电缆、通鼎光电等一系列知名的线缆生产企业的供应商，产品广泛应用于对产品质量要求极高的重大场馆、隧道、桥梁、高铁、科研基地等国家重点工程的线缆制造之中。
- 募投项目将扩建产能，有利于提升公司的核心竞争力和市场份额。公司本次发行的股票数量为1667万股，发行价格为14.84元/股，募集资金总额2.47亿元，用于“年产10000吨塑料线缆料颗粒项目”、“年产25000吨塑料线缆料颗粒项目”，项目建设周期均为18个月。扩建项目投产后，可以解决硅烷交联线缆料的产能瓶颈问题，优化公司产品结构，提升环保阻燃的无卤低烟阻燃线缆料的占比，有利于提升公司的核心竞争力和市场份额。
- 盈利预测与估值分析。我们预计公司2015-2017年EPS(摊薄)分别为0.78元、0.89元、1.02元，综合考虑公司的行业地位、成长性、盈利能力、可比公司估值等，给予公司2015年50-55倍的估值，对应合理估值区间39.0-42.9元。
- 风险提示：下游需求波动的风险；市场竞争加剧的风险；项目进度低于预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	572.96	624.29	688.47	798.07
增长率	5.98%	8.96%	10.28%	15.92%
归属母公司净利润(百万元)	46.15	52.33	59.25	68.16
增长率	7.17%	13.39%	13.21%	15.04%
每股收益EPS(元)	0.69	0.78	0.89	1.02
净资产收益率ROE	18.99%	9.69%	9.94%	10.32%
PE	21.44	18.91	16.70	14.52
PB	4.07	1.83	1.66	1.50

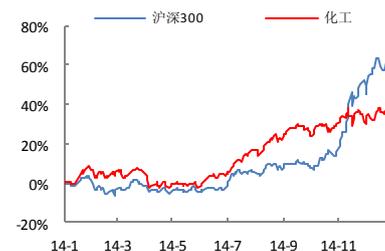
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 李晓迪
执业证号: S1250514120001
电话: 010-57631196
邮箱: lxdi@swsc.com.cn

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	5000
本次发行(万股)	1667
发行后总股本(万股)	-
2014年每股收益(摊薄后)(元)	0.92
2014年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.86

主要指标(2014年)

每股净资产(元)	4.86
毛利率(%)	22.75
流动比率(倍)	1.65
速动比率(倍)	1.48
应收账款周转率(次)	4.22
资产负债率(合并报表)(%)	42.33
净资产收益率(加权平均)(%)	20.81

相关研究

目 录

1. 公司为国内领先的线缆材料生产企业.....	1
2. 线缆材料需求持续增长，绿色环保是发展趋势.....	2
3. 公司竞争优势.....	4
4. 募投项目分析.....	4
5. 盈利预测与投资建议.....	5
6. 风险提示.....	5

图 目 录

图 1: 公司收入及增速	1
图 2: 公司净利润及增速	1
图 3: 公司收入构成	1
图 4: 公司毛利率和净利率	1
图 5: 公司发行前股权结构	2
图 6: 我国电线电缆销售产值	3
图 7: 我国电缆料需求	3
图 8: 线缆用高分子材料企业竞争格局	3

表 目 录

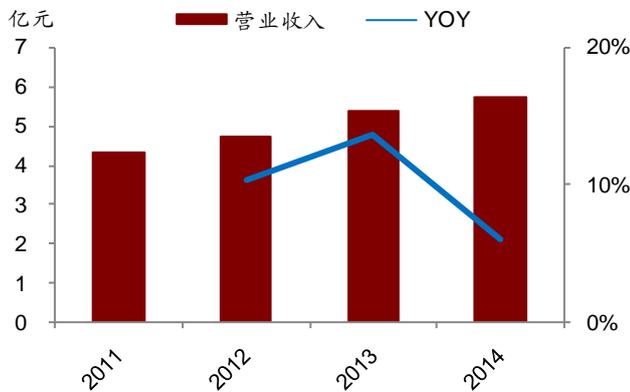
表 1: 募投项目概况	5
表 2: 可比公司估值情况	5
附表: 财务预测与估值	6

1. 公司为国内领先的线缆材料生产企业

公司主营业务为线缆用高分子材料的研发、生产和销售，产品广泛运用于电力、船舶、轨道交通、通信、电气装备、建筑、新能源等领域。公司现有产品包括特种聚氯乙烯电缆料、无卤低烟阻燃电缆料、特种聚乙烯及交联聚乙烯电缆料、橡胶电缆料、橡塑改性弹性体、通用聚氯乙烯电缆料，共六大系列，二百多个品种，是国内少数的生产规模化、产品系列化、技术创新层次高的线缆材料生产企业。

2011年-2014年间，公司营业收入从4.3亿元增加至5.7亿元，年均复合增速为9.9%；公司净利润从3329.5万元增加至4615.1万元，年均复合增速为11.5%。公司综合毛利率比较稳定，近几年均在22%左右。

图 1: 公司收入及增速



数据来源: Wind, 西南证券

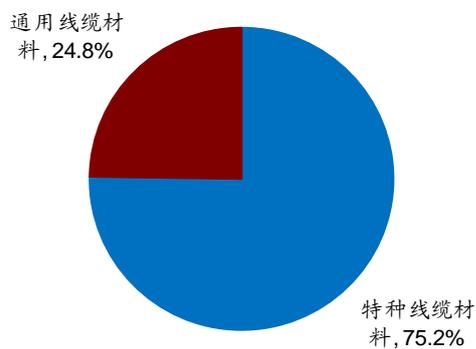
图 2: 公司净利润及增速



数据来源: Wind, 西南证券

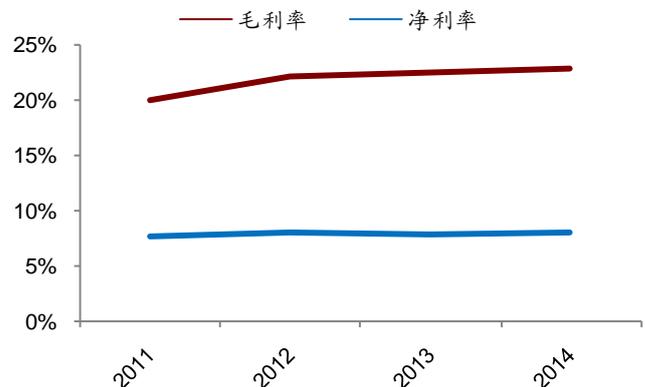
公司产品以具有特殊性能（拉伸强度、阻燃性能、卤素含量、热老化性能、耐腐蚀性能、耐弯曲性能等）、技术含量和附加值高的特种线缆材料为主，还包括部分通用线缆材料。2014年，公司特种线缆材料实现的销售收入占主营业务收入的比重为75.2%。

图 3: 公司收入构成



数据来源: Wind, 西南证券

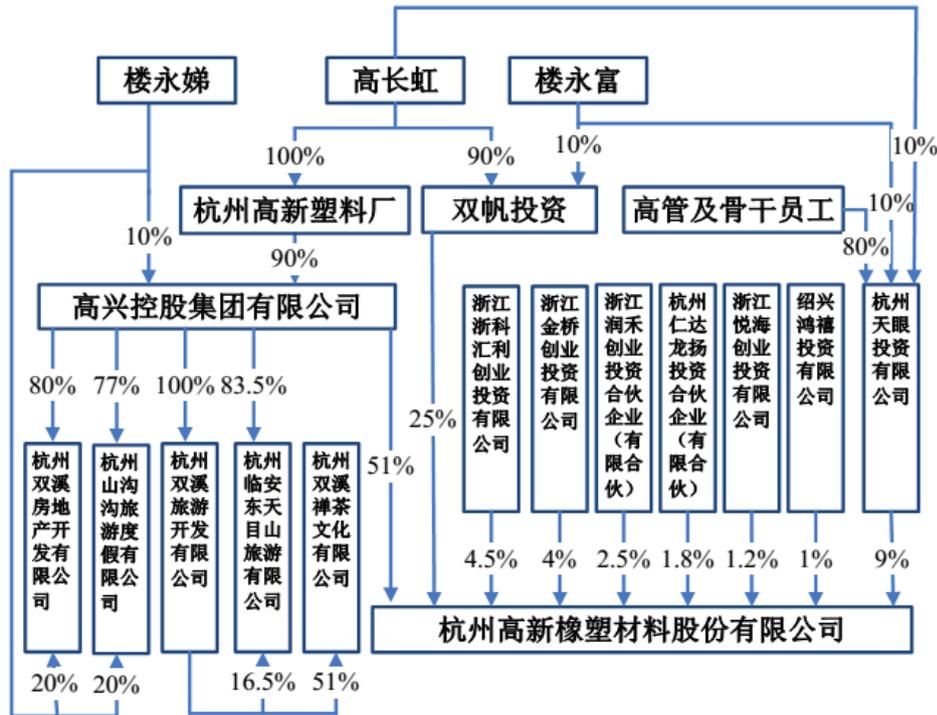
图 4: 公司毛利率和净利率



数据来源: Wind, 西南证券

公司控股股东为高兴控股集团有限公司，高兴集团持有公司 51% 的股权。公司实际控制人为高长虹，高长虹通过高兴集团、双帆投资、以及公司参股股东天眼投资合计持有公司发行前 69.3% 的股权。

图 5：公司发行前股权结构



数据来源：招股说明书，西南证券

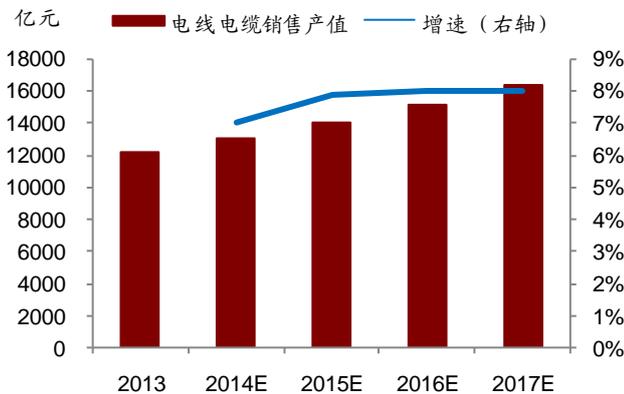
2. 线缆材料需求持续增长，绿色环保是发展趋势

线缆用高分子材料的上游原材料主要为 PVC 树脂、PE 树脂等，下游是线缆行业，在电线电缆中起绝缘、屏蔽、保护作用。线缆用高分子材料可以分为通用线缆材料和特种线缆材料，通用线缆材料主要运用于对性能指标要求较低的一般线缆，特种线缆材料主要应用于光伏发电、风电、核电、水电、汽车、船舶、铁路、家电、通信、建筑、航天等各领域线缆中对某项或多项性能指标有特殊要求的线缆。

电线电缆行业作为线缆用高分子材料的下游，其发展状况直接影响线缆材料的市场需求。2013 年我国电线电缆产值达 12166 亿元，受益于国家城乡电网改造及特高压电网建设、西部大开发、通信设施升级改造、机车车辆及轨道交通建设、清洁可再生能源建设等，预计我国电线电缆产品的需求将持续增长。

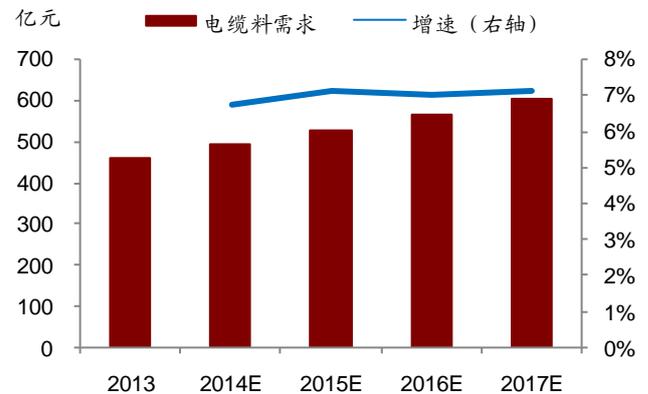
电缆料为电线电缆的关键材料之一，电线电缆产值的增加保证了电缆料在未来的市场需求持续增长。中国电线电缆网数据显示，2013 年我国电缆料的市场需求量在 462 亿元，2017 年预计达到 605 亿元，年均增速 7.0%。

图 6: 我国电线电缆销售产值



数据来源: 中国电线电缆网, 西南证券

图 7: 我国电缆料需求

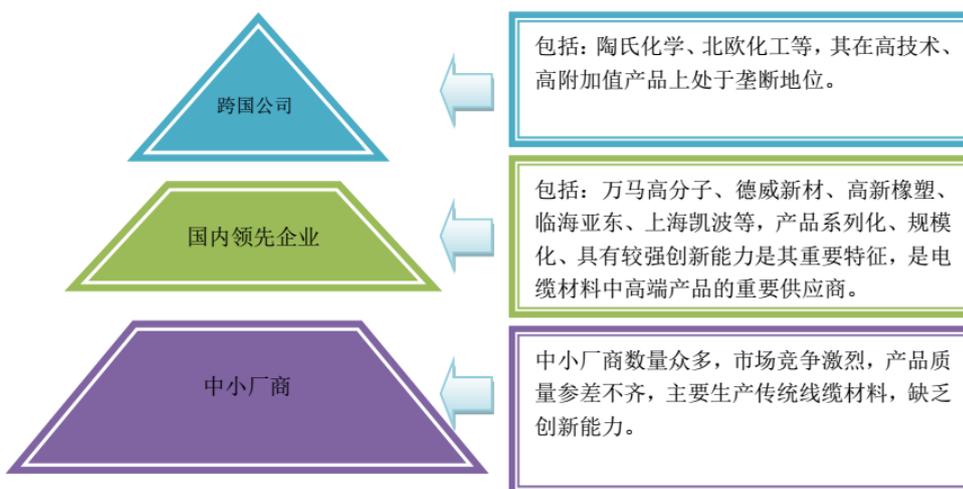


数据来源: 中国电线电缆网, 西南证券

目前 PVC 电缆料仍占有较大的市场份额, 传统 PVC 线缆材料不但含有卤素, 而且含有重金属元素, 环保型 PVC 线缆材料虽不含有欧盟限制使用的有害物质, 但它在燃烧时还会产生二噁英、HCl 和浓烟, 一旦发生火灾, 可能造成人员伤亡。随着人们对电缆在火焰下的安全性的要求提升, 在许多场合要求电缆具有低烟、无卤、防火等特性, 因此传统的 PVC 线缆材料的占比将逐渐下降, 绿色环保线缆材料的占比将逐渐提升, 无卤低烟阻燃型线缆材料和交联聚乙烯线缆材料将会成为行业增长的亮点, 市场份额有望持续提升, 市场空间巨大。

从行业的市场竞争格局看, 我国的线缆用高分子材料企业可分为三大梯队。第一梯队是技术领先的跨国公司, 如陶氏化学、北欧化工, 在原料质量和产业规模上均具有较大优势, 同时具有多年的研发和技术积累, 在尖端产品领域处于垄断地位。第二梯队是产品系列化规模化的国内领先企业, 如万马高分子、德威新材、杭州高新等, 随着近年来国家政策的支持、国内企业研发能力的持续提高, 与国外优势企业的差距逐渐缩小, 同时与国际化工巨头相比成本低、贴近客户、反应灵活, 在竞争中市场份额逐步扩大。第三梯队是中小型线缆材料生产企业, 企业数量众多, 产品单一, 基本不具备研发能力, 在竞争中处于不利地位。

图 8: 线缆用高分子材料企业竞争格局



数据来源: 招股说明书, 西南证券

3. 公司竞争优势

技术和研发优势

产品配方体系以及新产品研发能力是线缆用高分子材料企业的核心竞争力。线缆广泛应用于电网、太阳能、核电、风能、水电、轨道交通、船舶、厂矿、通信、建筑、航天等众多领域，不同领域具有不同的气候条件和安全需求，对线缆性能的要求差别较大，而线缆用高分子材料的性能直接决定线缆的性能。公司经过长期的技术积累及持续的研发投入，掌握了相关的技术诀窍，形成了完备的配方体系，具备了在核心技术基础上灵活调整产品配方满足客户需求的能力，是业内少数几家产品系列化程度高、产品结构丰富的企业。

公司重视研发投入，与浙江大学、浙江省技术物理应用研究所、上海电缆研究所等科研机构进行多方面多层次的产学研合作，并与下游企业保持良好的合作关系，不断开发具有特殊性能、适合市场需求的新产品。

公司技术开发中心参与起草了《架空绝缘电缆用绝缘料》、《电线电缆用无卤低烟阻燃电缆料》、《电线电缆橡皮绝缘和橡皮护套》等国家标准及行业标准。

产品优势

公司产品结构丰富，品种齐全，特种电缆料生产销售规模快速扩大，目前已拥有特种聚氯乙烯电缆料、特种聚乙烯及交联聚乙烯电缆料、无卤低烟阻燃电缆料、橡胶电缆料、橡塑改性弹性体、通用聚氯乙烯电缆料六个系列，二百多个品种，是国内少数生产规模化、产品系列化的线缆用高分子材料生产企业之一，与国内多家大型电线电缆制造企业建立了长期而稳定的合作关系。

公司在行业内率先开展无卤低烟阻燃聚烯烃电缆料等绿色环保电缆料的研制，并随着生产技术的成熟和市场需求的不断增长开始规模化生产，使公司在绿色环保材料取代传统聚氯乙烯电缆料的潮流中占据先机、不断成长。

客户优势

线缆材料是电线电缆主要原材料之一，下游知名客户对供应商资格认证较为严格，更换供应商的转换成本较高。公司产品已经广泛运用于国内知名的大型电线电缆企业，并与其形成了长期、稳定而紧密的合作关系。

公司拥有大量质地优良的客户，成为普睿司曼、耐克森、常州莱尼、常州安凯特、太阳电缆、杭州电缆、通鼎光电、昆明电缆、广州电缆、太平洋电缆、华菱电缆、焦作铁路电缆、湖北航天电缆等一系列知名的线缆生产企业的供应商，产品广泛应用于对产品质量要求极高的重大场馆、隧道、桥梁、高铁、科研基地等国家重点工程的线缆制造之中。

4. 募投项目分析

公司本次发行的股票数量为 1667 万股，发行价格为 14.84 元/股，募集资金总额 2.47 亿元。募集资金用于“年产 10000 吨塑料电缆料颗粒项目”、“年产 25000 吨塑料电缆料颗粒项目”，项目建设周期为 18 个月，预计投产后第 1 年达到设计能力的 70%，第 2 年达到设计产量。

表 1: 募投项目概况

序号	项目名称	预计投资额(万元)	拟投入募集资金(万元)	项目时间进度
1	年产 10000 吨塑料电缆料颗粒项目	9961.51	9961.51	建设期 18 个月, 投产后第 1 年达到设计能力的 70%, 第 2 年达到设计产量。
2	年产 25000 吨塑料电缆料颗粒项目	11424.46	11342.32	建设期 18 个月, 投产第 1 年达到设计能力的 70%, 第 2 年达到设计产量。
3	补充流动资金	8000	-	-
合计		29385.97	21303.83	-

数据来源: 招股说明书, 西南证券

募投项目建成后, 可以解决硅烷交联电缆料的产能瓶颈问题, 优化公司产品结构, 提升环保阻燃的无卤低烟阻燃电缆料的占比, 有利于提升公司的核心竞争力和市场份额。

5. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2015-2017 年 EPS (摊薄) 分别为 0.78 元、0.89 元、1.02 元, 我们综合考虑公司的行业地位、成长性、盈利能力、可比公司估值等, 认为给予公司 2015 年 50-55 倍的估值是合理的, 对应合理估值区间 39.0-42.9 元。

表 2: 可比公司估值情况

代码	公司简称	收盘价(元) 2015/6/4	EPS(元)			PE(倍)		
			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
300325	德威新材	24.89	0.18	0.31	0.44	138.28	80.86	55.98
300221	银禧科技	18.70	0.12	0.34	0.51	155.83	55.19	36.80
600143	金发科技	17.08	0.19	0.38	0.49	89.89	44.95	35.00
平均		-	-	-	-	128.00	60.34	42.60

数据来源: Wind, 西南证券

6. 风险提示

下游需求波动的风险; 市场竞争加剧的风险; 项目进度低于预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	572.96	624.29	688.47	798.07	净利润	46.15	52.33	59.25	68.16
营业成本	442.62	481.95	530.40	614.12	折旧与摊销	5.21	7.92	18.64	21.87
营业税金及附加	2.02	2.20	2.43	2.82	财务费用	8.86	9.52	10.46	11.02
销售费用	30.81	31.21	34.42	42.30	资产减值损失	2.68	2.00	2.00	2.00
管理费用	36.96	38.08	41.31	47.88	经营营运资本变动	-25.23	-19.84	-14.81	-32.14
财务费用	8.86	9.52	10.46	11.02	其他	-24.77	-7.40	-9.87	-9.92
资产减值损失	2.68	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	12.90	44.53	65.66	60.99
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-34.76	-103.00	-73.00	-53.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-3.43	1.91	1.91	1.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-38.19	-101.09	-71.09	-51.09
营业利润	49.01	59.32	67.45	77.94	短期借款	26.10	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.52	2.25	2.25	2.25	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	52.53	61.57	69.70	80.19	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	6.38	9.24	10.46	12.03	支付股利	-7.50	-2.83	-3.21	-3.69
净利润	46.15	52.33	59.25	68.16	其他	-6.59	243.86	-1.86	-1.92
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	12.01	241.03	-5.07	-5.61
归属母公司股东净利润	46.15	52.33	59.25	68.16	现金流量净额	-13.29	184.47	-10.49	4.29
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	49.09	233.56	223.06	227.35	成长能力				
应收和预付款项	214.43	233.61	245.15	276.99	销售收入增长率	5.98%	8.96%	10.28%	15.92%
存货	30.28	33.98	39.18	48.55	营业利润增长率	5.69%	21.04%	13.71%	15.55%
其他流动资产	0.25	0.25	0.25	0.25	净利润增长率	7.17%	13.39%	13.21%	15.04%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.58%	9.74%	23.56%	15.27%
投资性房地产	4.42	3.92	3.42	2.92	获利能力				
固定资产和在建工程	67.65	160.20	212.13	240.93	毛利率	22.75%	22.80%	22.96%	23.05%
无形资产和开发支出	53.71	54.75	55.68	56.52	三费率	13.37%	12.62%	12.52%	12.68%
其他非流动资产	1.49	1.49	1.49	1.49	净利率	8.05%	8.38%	8.61%	8.54%
资产总计	421.32	721.75	780.36	855.00	ROE	18.99%	9.69%	9.94%	10.32%
短期借款	117.10	117.10	117.10	117.10	ROA	14.55%	9.02%	9.17%	9.60%
应付和预收款项	61.24	64.80	67.37	77.54	ROIC	20.87%	16.86%	13.71%	13.66%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.61%	11.69%	13.10%	13.03%
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力				
负债合计	178.34	181.90	184.47	194.64	总资产周转率	1.36	0.86	0.88	0.93
股本	50.00	66.67	66.67	66.67	固定资产周转率	9.32	10.37	3.25	3.31
资本公积	43.78	274.49	274.49	274.49	应收账款周转率	2.78	2.78	2.93	3.02
留存收益	149.20	198.70	254.73	319.20	存货周转率	14.62	14.18	13.54	12.65
归属母公司股东权益	242.98	539.85	595.89	660.36	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	0.55	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	242.98	539.85	595.89	660.36	资产负债率	42.33%	25.20%	23.64%	22.76%
负债和股东权益合计	421.32	721.75	780.36	855.00	带息债务/总负债	65.66%	64.38%	63.48%	60.16%
					流动比率	1.65	2.76	2.75	2.84
					速动比率	1.48	2.57	2.54	2.59
					股利支付率	16.25%	5.42%	5.42%	5.42%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	66.52	73.00	90.20	103.97	每股收益	0.69	0.78	0.89	1.02
PE	21.44	18.91	16.70	14.52	每股净资产	3.64	8.10	8.94	9.90
PB	4.07	1.83	1.66	1.50	每股经营现金	0.19	0.67	0.98	0.91
PS	1.73	1.58	1.44	1.24	每股股利	0.11	0.04	0.05	0.06
EV/EBITDA	12.26	12.04	9.87	8.53					
股息率	0.76%	0.29%	0.32%	0.37%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn