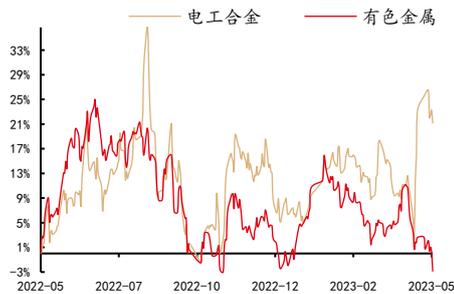




股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	10.99
总股本/流通股本(亿股)	3.33 / 1.51
总市值/流通市值(亿元)	37 / 17
52周内最高/最低价	12.60 / 9.10
资产负债率(%)	35.1%
市盈率	32.32
第一大股东	陈力蛟
持股比例(%)	31.2%

研究所

分析师: 李帅华  
SAC 登记编号: S1340522060001  
Email: lishuaihua@cnpsec.com

电工合金(300697)

一季度表现亮眼，铁路建设加速全年值得期待

● 投资要点

**2023Q1 业绩表现亮眼。**2022 年公司实现营收 21.27 亿元，同比下降 2.16%；归母净利润为 1.13 亿元，同比增长 6.30%；扣非后归母净利润为 1.15 亿元，同比增长 9.91%。2023Q1 公司实现营收 5.75 亿元，同比增长 22.34%，环比增长 30.68%；实现归母净利润为 0.49 亿元，同比增长 39.79%，环比增长 58.06%；扣非后归母净利润为 0.48 亿元，同比增长 40.08%，环比增长 45.45%。

**2022 年国内铁路建设速度加快，市场需求逐渐复苏。**公司电气化铁路接触网系列产品实现营业收入 5.89 亿元，同比增长 9.27%。在铁路接触网产品领域，公司与铁路系统主要施工单位建立了长期稳定的合作关系，并成为了中铁电气化局集团的铁路接触网材料特许供应商。公司作为行业内为数不多的能够同时生产所有类型的接触线及承力索产品的企业，具有较高的市场竞争力和品牌影响力。

**高端铜母线持续研发，下游市场稳定增长。**2022 年铜母线及铜制零部件产品实现营业收入 14.53 亿元，同比下降 6.50%，其销量下降主要受市场环境短期影响，输配电领域以及发电领域整体行业仍保持稳定增长趋势。2022 年在外部环境不利条件下，公司主修内功，致力于开发新产品、改善原有产品工艺，研发完成铜母线产品新规格约 200 款，其中异型新规格 27 款，产品结构不断优化。

**新能源汽车产品供货多款车，项目新增产能 2 万吨。**2022 年公司把握新能源汽车行业发展机遇，大力发展新能源汽车业务，新能源汽车高压连接件产品实现营业收入 4135 万元，产量 594.31 吨，销量 591.55 吨，产销量都有较大幅度增长。经过多年的项目开拓和孵化，2022 年公司开始批量向蔚来汽车、广汽等知名汽车厂商供货，并正式获得安波福、中航光电等连接器厂商定点，公司生产的高压连接件间接运用于小米汽车、小鹏汽车、极星、上汽等众多车型上。除继续积极开拓新能源汽车业务外，目前公司正抓紧时间实施扩大产能规划，项目已开工建设，预计可以新增新能源汽车高压连接件及材料 2 万吨。

● 盈利预测

预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1.87/2.87/3.49 亿元，对应 EPS 为 0.56/0.86/1.05 元，对应 PE 为 20.7/13.5/11.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

订单进展不及预期，项目进展不及预期，新能源汽车销量不及预期，行业竞争加剧等。

**■ 盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2127	2502	3488	4122
增长率(%)	-2.16	17.66	39.40	18.16
EBITDA(百万元)	180	240	356	428
归属母公司净利润(百万元)	113	187	287	349
增长率(%)	6.30	65.72	53.27	21.52
EPS(元/股)	0.34	0.56	0.86	1.05
市盈率(P/E)	34.33	20.71	13.51	11.12
市净率(P/B)	3.97	3.51	2.79	2.23
EV/EBITDA	19.50	17.62	12.81	9.81

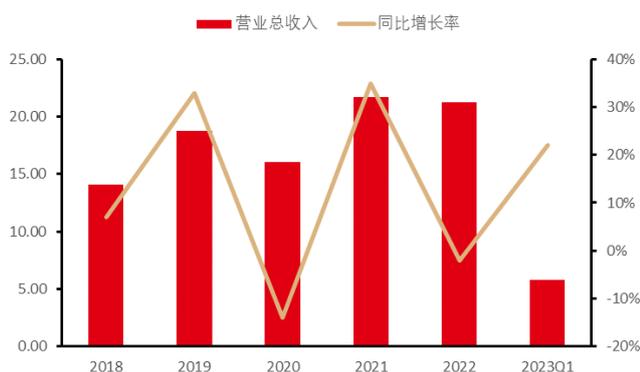
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 1 一季度表现亮眼，铁路建设加速全年值得期待

**2023Q1 业绩表现亮眼。**2022 年公司实现营收 21.27 亿元，同比下降 2.16%；归母净利润为 1.13 亿元，同比增长 6.30%；扣非后归母净利润为 1.15 亿元，同比增长 9.91%。

2023Q1 公司实现营收 5.75 亿元，同比增长 22.34%，环比增长 30.68%；实现归母净利润为 0.49 亿元，同比增长 39.79%，环比增长 58.06%；扣非后归母净利润为 0.48 亿元，同比增长 40.08%，环比增长 45.45%。

图表1：公司年度营收及同比情况（亿元）



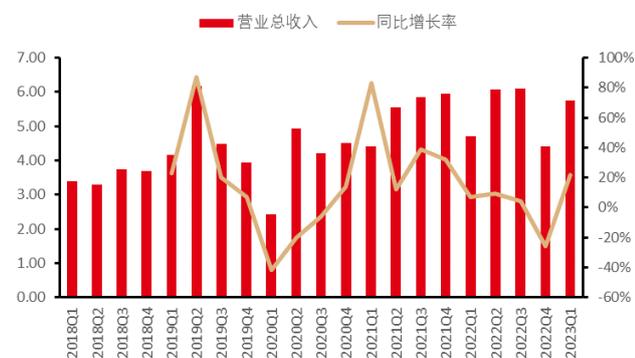
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：公司年度归母净利润及同比情况（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表3：公司季度营收及同比情况（亿元）



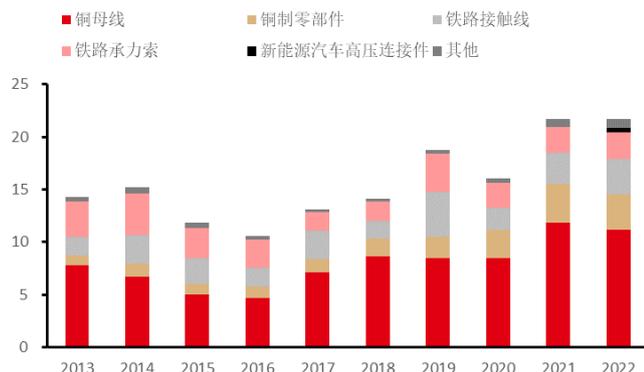
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表4：公司季度归母净利润及同比情况（亿元）

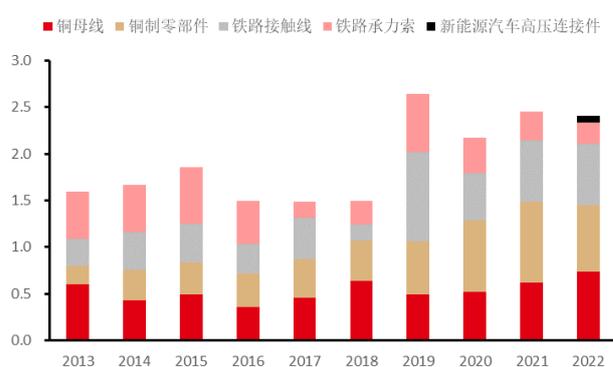


资料来源：iFind，中邮证券研究所

**2022 年国内铁路建设速度加快，市场需求逐渐复苏。**公司电气化铁路接触网系列产品实现营业收入 5.89 亿元，较上年同期增加 9.27%。在铁路接触网产品领域，公司与铁路系统主要施工单位建立了长期稳定的合作关系，并成为了中铁电气化局集团的铁路接触网材料特许供应商。过去几年中，公司先后参与了埃塞俄比亚铁路、兰渝线、京广线、湘桂线、石太线、哈齐客专、成渝铁路、长昆线、兰新二线（新疆段、甘青段）、贵广客专、西成客专、山西中南通通道、海南西环铁路等重要铁路工程项目的建设。公司作为行业内为数不多的能够同时生产所有类型的接触线及承力索产品的企业，具有较高的市场竞争力和品牌影响力。

**图表5：公司分业务营收情况（亿元）**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

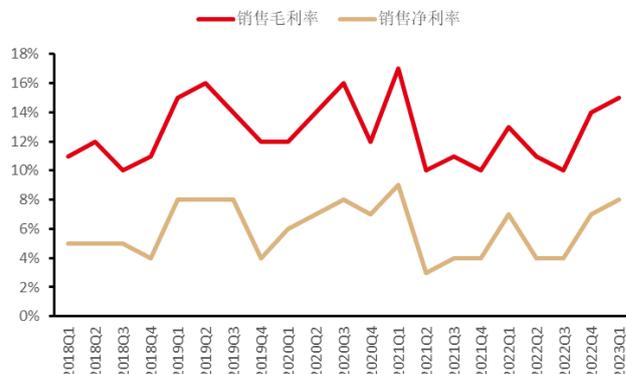
**图表6：公司分业务毛利润情况（亿元）**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

**铜母线持续研发，下游市场稳定增长。**2022年铜母线及铜制零部件产品实现营业收入14.53亿元，较上年同期下降6.50%，其销量下降主要受市场环境短期影响，输配电领域以及发电领域整体行业仍保持稳定增长趋势。报告期内，在外部环境不利条件下，公司主修内功，致力于开发新产品、改善原有产品工艺，研发完成铜母线产品新规格约200款，其中异型新规格27款，尤其是一款独家供应给湘电动力的高精度大截面铜合金母线，由公司耗时三年完全自主研发成功。

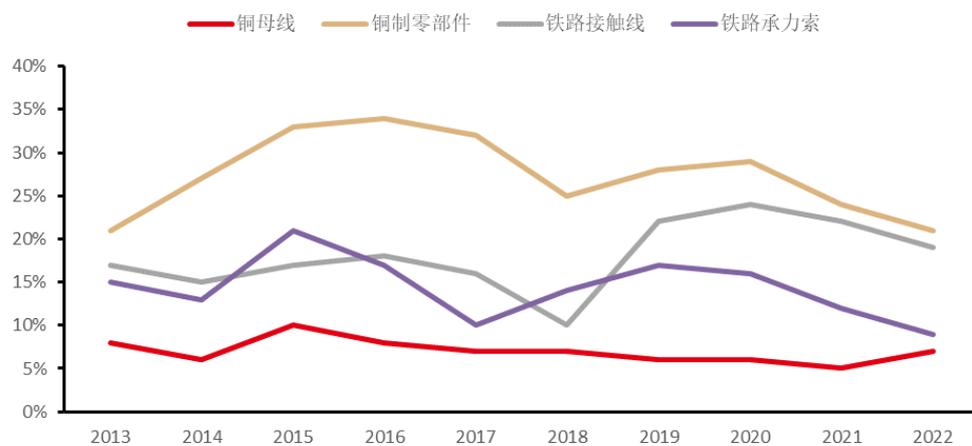
**图表7：公司年度毛利率及净利率情况**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

**图表8：公司季度毛利率及净利率情况**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

**新能源汽车项目持续推进，新增产能2万吨。**2022年公司把握新能源汽车行业发展机遇，大力发展新能源汽车业务，新能源汽车高压连接件产品实现营业收入4135万元，产量594.31吨，销量591.55吨，产销量都有较大幅度增长。经过多年的项目开拓和孵化，2022年公司开始批量向蔚来汽车、广汽等知名汽车厂商供货，并正式获得安波福、中航光电等连接器厂商定点，公司生产的高压连接件间接运用于小米汽车、小鹏汽车、极星、上汽等众多车型上。除继续积极开拓新能源汽车业务外，目前公司正抓紧时间实施扩大产能规划，项目已开工建设，预计可以新增新能源汽车高压连接件及材料2万吨。

**图表9：公司分业务毛利率情况**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 2 风险提示

新能源汽车销量不及预期，镍钴锂价大幅波动，项目进展不及预期，海外政策变化等。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	2127	2502	3488	4122	营业收入	-2.2%	17.7%	39.4%	18.2%
营业成本	1878	2172	2999	3534	营业利润	-2.1%	70.2%	52.2%	21.1%
税金及附加	5	5	7	9	归属于母公司净利润	6.3%	65.7%	53.3%	21.5%
销售费用	12	15	21	24	<b>获利能力</b>				
管理费用	49	58	80	95	毛利率	11.7%	13.2%	14.0%	14.3%
研发费用	31	37	51	61	净利率	5.3%	7.5%	8.2%	8.5%
财务费用	19	0	0	0	ROE	11.6%	16.9%	20.6%	20.0%
资产减值损失	-1	0	0	0	ROIC	9.6%	12.0%	15.3%	15.5%
<b>营业利润</b>	<b>128</b>	<b>219</b>	<b>333</b>	<b>403</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	35.1%	34.0%	32.3%	28.4%
营业外支出	2	0	0	0	流动比率	2.36	2.46	2.66	3.08
<b>利润总额</b>	<b>126</b>	<b>219</b>	<b>333</b>	<b>403</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	14	32	46	55	应收账款周转率	3.99	4.17	4.17	4.14
<b>净利润</b>	<b>113</b>	<b>187</b>	<b>286</b>	<b>348</b>	存货周转率	6.17	6.75	6.77	6.72
归母净利润	113	187	287	349	总资产周转率	1.44	1.57	1.87	1.84
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.34</b>	<b>0.56</b>	<b>0.86</b>	<b>1.05</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.34	0.56	0.86	1.05
货币资金	160	84	-211	178	每股净资产	2.94	3.32	4.19	5.23
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	580	760	1106	1115	PE	34.33	20.71	13.51	11.12
预付款项	9	16	20	23	PB	3.97	3.51	2.79	2.23
存货	367	375	656	570	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>1229</b>	<b>1381</b>	<b>1747</b>	<b>2106</b>	净利润	113	187	286	348
固定资产	197	200	202	202	折旧和摊销	31	23	24	26
在建工程	36	48	63	79	营运资本变动	-50	-222	-597	34
无形资产	22	21	21	20	其他	30	-1	-1	-1
<b>非流动资产合计</b>	<b>279</b>	<b>295</b>	<b>311</b>	<b>326</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>124</b>	<b>-14</b>	<b>-287</b>	<b>407</b>
<b>资产总计</b>	<b>1509</b>	<b>1675</b>	<b>2057</b>	<b>2431</b>	资本开支	-28	-38	-41	-41
短期借款	405	439	471	494	其他	9	1	1	1
应付票据及应付账款	77	76	124	116	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-19</b>	<b>-37</b>	<b>-40</b>	<b>-40</b>
其他流动负债	40	47	63	74	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>522</b>	<b>562</b>	<b>657</b>	<b>684</b>	债务融资	-26	34	32	23
其他	7	7	7	7	其他	-73	-60	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-99</b>	<b>-26</b>	<b>32</b>	<b>23</b>
<b>负债合计</b>	<b>529</b>	<b>569</b>	<b>665</b>	<b>691</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>8</b>	<b>-77</b>	<b>-295</b>	<b>389</b>
股本	333	333	333	333					
资本公积金	192	192	192	192					
未分配利润	396	496	740	1036					
少数股东权益	1	1	0	-2					
其他	57	85	129	181					
<b>所有者权益合计</b>	<b>980</b>	<b>1106</b>	<b>1393</b>	<b>1740</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1509</b>	<b>1675</b>	<b>2057</b>	<b>2431</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048