

金杯电工 (002533.SZ)

变压器扁电磁线龙头，拥抱全球电网需求景气共振

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 电网设备

◆ 投资评级: 买入(首次评级)

证券分析师:	王蔚祺	010-88005313	wangweiqi2@guosen.com.cn	执证编码: S0980520080003
证券分析师:	王晓声	010-88005231	wangxiaosheng@guosen.com.cn	执证编码: S0980523050002

事项:

近日，公司发布《关于回购公司股份的进展公告》。截至2024年1月31日，公司以集中竞价方式累计回购公司股份2,620,400股，占公司总股本的0.3570%，成交金额20,781,041.05元（不含交易费用）。此前公司于2023年11月8日召开第六届董事会第二十六次会议，审议通过了《关于回购公司股份方案的议案》，回购资金总额0.4-0.8亿元（含），回购价格不超过11.3元/股（含）。

国信电新观点:

- 1) 公司始建于1952年，是国内扁电磁线头部企业，成立以来聚焦主业持续推动收并购，已成为中西南部头部线缆企业。公司经营风格稳健，重视股东回报，2018年以来分红率保持60%以上。
- 2) 公司拥有湘潭、无锡两大电磁线生产基地，总产能约9.5万吨，在110kV及以上变压器领域市场份额领先，产品应用于特高压、新能源发电、新能源汽车、特种电机、超导等领域。公司产品远销欧洲、南美、东南亚、日本等地，海外客户包括ABB、西门子能源、GE和东芝等，公司正在积极论证海外布局的可行性。
- 3) 电磁线是变压器的核心零部件，“十四五”期间我国电网投资有望快速增长，其中特高压与主网建设是重中之重。在全球新能源快速发展、老旧电网升级改造、基建投资提速多重因素带动下，未来十年全球电网投资有望景气共振。公司作为国内外主要变压器企业的供应商有望受益。
- 4) 扁线槽满率远高于圆线，在新能源汽车领域应用具有功率密度高、转换效率高、散热性好、静谧性好的优势，但生产工艺难度较高、前期设备投入较大，目前仍处于发展初期，未来渗透率提升空间较大。公司是较早进入新能源汽车电机扁电磁线的企业，已有专用产能2万吨，三期扩产项目预计2025年投产。
- 5) 我们预计公司2023-2025年实现营业收入145.1/176.7/197.7亿元，同比增长9.9%/21.8%/11.9%；实现归母净利润4.61/5.82/7.27亿元（对应2023-2025年PE分别为13/11/9x），同比增长24.4%/26.2%/24.9%。结合绝对和相对估值，我们认为公司合理估值在9.48-10.16元之间（对应24年PE为12-13倍），相对于公司目前股价有13%-21%溢价空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

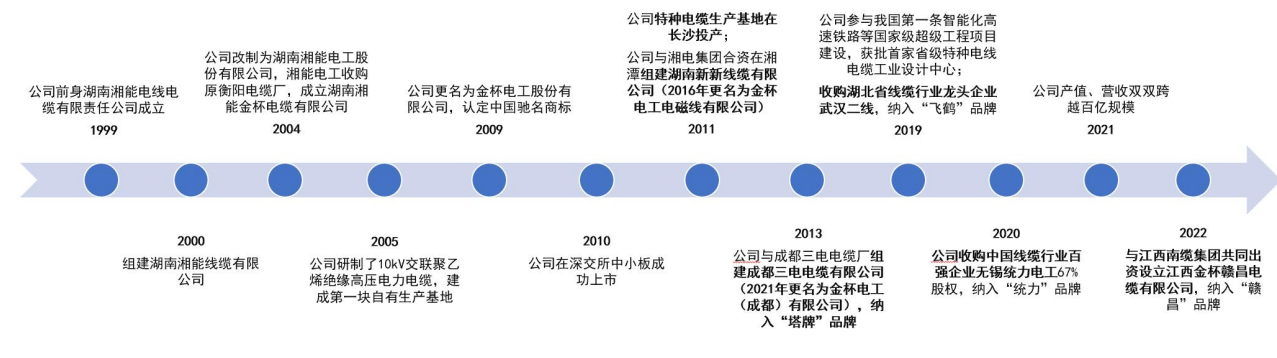
评论:

◆ 国内电磁线龙头企业，赓续创业基因七十载

始于1952年，赓续创业基因七十载。公司前身可追溯至成立于1952年的“衡阳牙刷纽扣厂”，1956年开始试制电线产品，当年研制生产出湖南省第一根塑料绝缘电线，1981年注册“金杯”商标，1982年改名为“衡阳电缆厂”，2001年采用“全员身份置换”模式成功改制。

国内扁电磁线龙头，电线电缆行业领先企业。公司正式成立于2004年，2010年在深交所上市，长期专注电线电缆行业，通过多次收并购扩大规模，目前已建立湘潭、无锡两大扁电磁线产业基地和长沙、衡阳、成都、武汉、武昌五个线缆产业基地。截至2023年上半年，公司拥有专利447项，参与起草、编制国家级、省级、团体和行业标准共40余项，公司连续6年跻身中国线缆产业最具竞争力企业20强，2022年公司位列12名。

图1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1：公司成立以来主要收并购情况

收购时间	公司名称	公司持股比例	公司简介
2004年	金杯电工衡阳电缆有限公司	100.00%	该公司占地面积30万平方米，注册资本4亿元，总资产20亿元，年生产能力60亿元以上，现有员工1100余人。现为我国中部线缆研发制造领军企业，湖南省第一根电线电缆造者、全国质量标杆企业、省长质量奖获得企业、湖南省线缆行业首家“老字号”企业、国家重点高新技术企业，湖南省电线电缆行业协会会长单位。
2013年	金杯电工（成都）有限公司	56.00%	该公司是国家高新技术企业，专业从事电线电缆研发制造，公司主导产品有电气装备用电线电缆、低压电力电缆、控制电缆、柔性矿物绝缘防火电缆、橡套电缆等，其中电气装备用电线电缆连续多年产销量名列四川省前茅。
2015年	湖南星能高分子有限公司	100.00%	该公司主要从事高分子材料的研究、开发，硅烷交联过氧化物、交联聚乙烯电缆料、PVC电缆料的研究、开发、生产、销售，电力成套设备的经销和相关技术服务。
2019年	武汉第二电线电缆有限公司	98.35%	该公司占地面积183亩，产品包括60多个系列，几千个品种，能按国内外各类标准进行定单生产。特别是公司生产的“飞鹤”牌装饰电线电缆产品，包含了塑料电线、同轴电缆、电话线、音响线、网线、视频连接线等装饰工程全部用线。
2020年	无锡统力电工有限公司	67.00%	该公司是一家专注研发、生产、销售扁绕组线及其衍生产品的高新技术企业，主要研发换位导线、纸包线、组合导线、漆包扁线、绕包线、线圈及超导组线等，产品技术性能、质量等级、品种品类、交付能力处于行业头部阵营，被广泛应用于高压及特高压输电装备、轨道交通装备、高压电机、医疗设备、新能源汽车、清洁能源装备、超导磁体等领域。

资料来源：公司公告，各公司官网，国信证券经济研究所整理

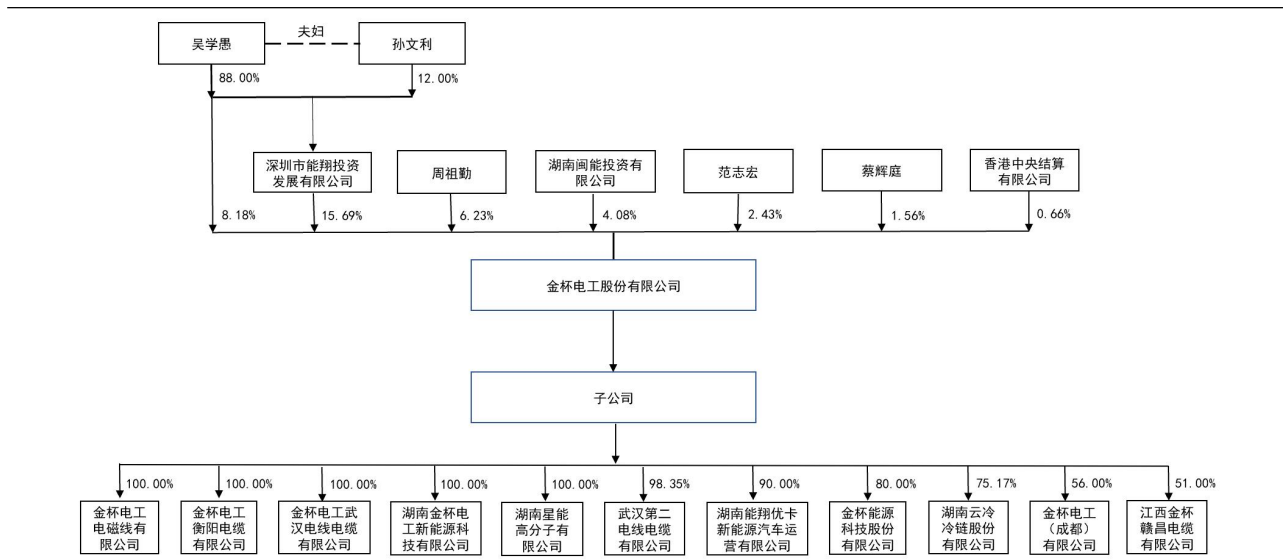
图2：公司生产基地分布



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司是民营企业，股权结构稳定。公司创始人、董事长吴学愚先生直接持有公司 8.18% 的股份，董事长吴学愚与其夫人孙文利通过间接控股深圳能翔投资发展有限公司持有公司 15.69% 的股份，二人为一致行动人，二人合计持股 23.87%。

图3：公司股权结构图（截至 2023 年三季度末）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司积极兼并收购，已形成五大区域性领导品牌。公司通过多次兼并收购，融合业内多家优质公司的品牌和资源；目前公司共设立 25 个子分公司，子公司业务涉及电磁线、电线电缆、服务产业三类业务领域，产品与业务包括电线电缆、电磁线、冷链物流等。目前公司已形成“金杯”、“飞鹤”、“塔牌”、“赣昌”和“统力”五大线缆品牌，已成为中西南部地区线缆龙头企业。

公司高管稳定，从业经验丰富。公司主要高管长期从事电线电缆制造行业生产和管理工作，均为行业内的资深人士，且长期就职于公司，长期深耕主管的细分业务。吴学愚先生 2007 年 10 月至今任公司董事长，具有丰富的电线电缆企业的管理经验，曾获得湖南省中型民营企业明星企业家等荣誉。范志宏副董事长从 1995 年开始接触电线电缆相关业务，2007 年至今担任公司副董事长、副总经理。

表2：公司主要高管

姓名	职务	个人简介
吴学愚	董事长	1965 年出生，中国国籍，1991 年起从事电线电缆销售业务，1997 年组建长沙市腾龙贸易有限公司并代理钢管销售业务，1999 年组建湖南湘能电线电缆有限公司，2000 年组建湖南湘能线缆有限公司，2002 年组建湖南能翔线缆销售有限公司，2002 年组建武汉华菱横钢销售有限公司，2004 年至 2007 年任公司总经理，2007 年至今任公司董事长。
周祖勳	董事、总经理	1964 年出生，中国国籍，1998 年至 2004 年任长沙衡阳钢管销售有限公司经理，2004 至 2017 年任公司董事、副总经理，2018 年至今任公司董事、总经理。
范志宏	副董事长、副总经理	1966 年出生，中国国籍，1995 年开始从事电线电缆的销售业务，2001 至 2003 年任湖南湘能线缆有限公司副总经理，2004 年至 2016 年，任公司常务副总经理，2007 年任公司副董事长、副总经理，现兼任控股子公司云冷冷链董事长。
陈海兵	董事、副总经理	1974 年出生，中国国籍，1996 至 2001 年在上海杨行铜材厂担任生产科长，2001 年任湖南湘能线缆有限公司副总经理，2004 年至今任公司董事、副总经理，现兼任子公司金杯电磁线执行董事、控股公司统力电工董事长。2009 年起担任国家标准绕组分标委专家委员，参与起草、编制多个国家、行业标准。
谢良琼	董事、副总经理	1976 年出生，2011 至 2013 年任子公司金杯电缆财务总监，2013 至 2016 年任控股子公司金杯塔牌总经理，2017 年至 2020 年兼任子公司金杯电缆总经理。
王舒军	董事	1981 年出生，中国国籍，曾任广发银行总行风险分析师、长沙银行总行中小企业副总经理，总行直属支行副行长，现任湖南省财信资产管理有限公司副总经理。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

积极实施分红政策，重视长期股东回报。自 2010 年上市以来，公司每年进行现金分红，以实现与股东共同成长的长期愿景。截至 2022 年公司累计分红总额达 13.11 亿元，占期间归母净利润总额比例高达 56.8%；2019 年以来公司分红比例显著提高，近几年分红率维持在 70% 左右。

◆ 聚焦电磁线和电线电缆两大产品，下游应用领域广阔

扁电磁线业务：掌握多种绝缘方式，应用领域广泛。电磁线是一种具有绝缘层的导电金属电线，用于电工产品线圈或绕组的绕制，实现电能和磁场能的相互转换。公司是扁电磁线领域的全球龙头企业，同时掌握了“漆包、漆包+膜包、漆包+peek”三种绝缘方式，多项产品和技术处于国际领先水平。公司的扁电磁线产品主要覆盖变压器、电机两大场景，深耕特高压、风电光伏、新能源汽车、超导等终端市场。多年来，公司与下游头部企业建立了长期稳定的合作关系。

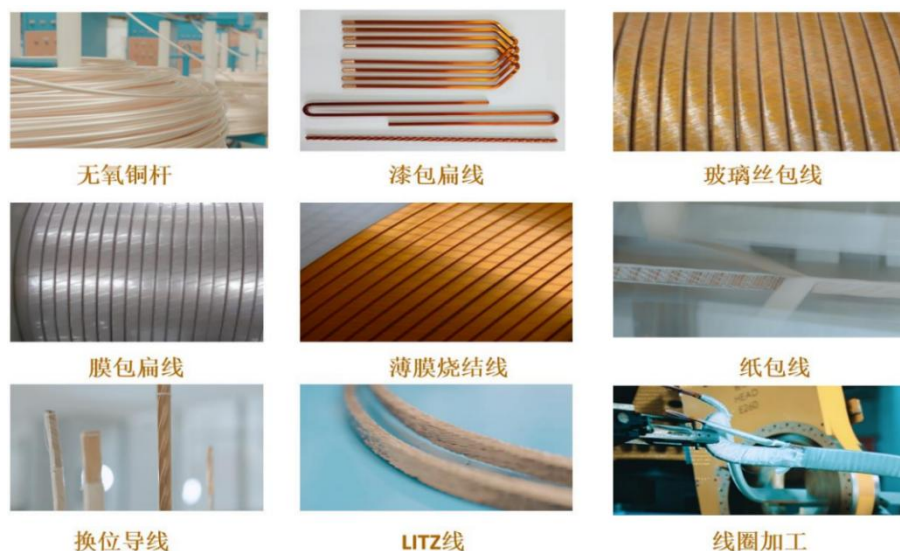
表3: 公司扁电磁线产品主要下游客户

应用领域	主要客户
特高压领域	国家电网、南方电网、中国西电、山东电工、特变电工、西门子、ABB 等
风电行业	金风科技、明阳智能、三一重能、远景能源等
逆变器	阳光电源、华为、固德威、SolarEdge 等
新能源汽车	广汽、上汽、长城、一汽、威马、小鹏、蔚来、理想、沃尔沃、捷豹路虎、联合电子、博格华纳、汇川技术、精进动力等
工业和特种电机	哈电、卧龙、湘电等
超导磁体	中科院、西部超导等

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

电线电缆业务：业务经验丰富，品牌协同效应明显。公司深耕线缆行业七十余年，具有丰富的电线电缆行业的研发、生产、经营和管理经验，在“湘、赣、鄂、苏、川”五省布局七个电线电缆产业基地。公司经过多年兼并收购，将多个品牌纳入集团，产生了明显的协同效应。公司的电线电缆产品应用广泛，电线产品广泛应用于建筑、装修、安防控制等领域，电缆产品广泛应用于智能电网、轨道交通、新能源汽车、风电、光伏、建筑家装等领域。

图4: 公司扁电磁线主要产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

冷链业务：走出经营低谷，打造国家级名片。公司旗下云冷链由 8 万方农产品批发市场、10 万吨冷链仓储和 2 万方写字楼组成，是中南地区专业冷链冻品市场，连续三年获得“中国冷链物流百强企业”的称号。2022 年，公司获得长沙国家骨干冷链物流基地主片区国家级名片。2022 年公司收缩食品贸易业务，消化前期积压的猪肉库存，回归到以物业资产增值和业务经营增值为主线，实现业绩扭亏为盈。

公司高度重视研发，构建多个国家级平台。多年来，公司的搭建了多个技术研发平台，其中包括国家输变电电器产品质量监督检验中心（筹）线缆检测基地共建第三方服务平台、国家电线电缆产品质量监督检验中心（武汉）湖南工作站、特种电线电缆湖南省国防科技重点实验室、博士后科研流动站协作研发中心等。公司不断提高工装设备水平，从德国、美国引入部分生产设备填补了国内的空白。

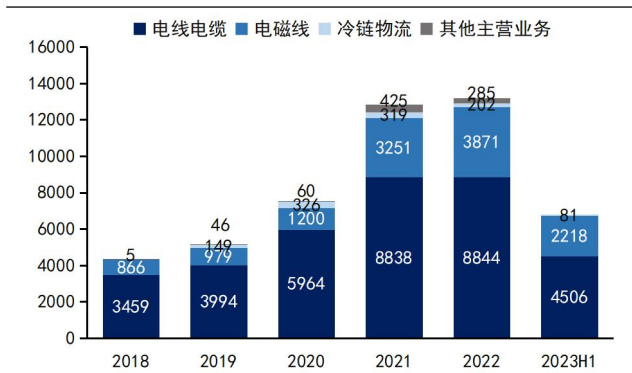
表4: 公司产品应用领域与重点项目

应用领域	重点项目
输变电	配网 湖北省电力公司农网项目、云南电网公司昆明供电局 110kV 螺蛳湾（新机场）输变电工程（基建工程）等其他两网项目
	特高压 扎鲁特-青州±800kV 特高压、渝鄂直流背靠背龙泉站联网工程、闽粤背靠背联网工程、平圩电厂、酸刺沟电厂项目、荆门-长沙-武汉、川渝特高压交流工程、张北项目（直流）、希腊项目（直流）等
	新能源汽车 长城、吉利、理想、奥迪、玛莎拉蒂、捷豹、路虎、奇瑞、长安、一汽、红旗、广汽等
新能源	核电 秦山核电站、“华龙一号”三代/四代核电主泵循环电机项目、大亚湾核电站、海南昌江核电站、卡拉奇核变（巴基斯坦）等
	光伏 巴彦浩特 110MW 光伏发电项目、葫芦岛渤海石油 8.4MW 分布式光伏电站项目、宝丰红墩子矿区光伏发电项目 220kV 升压站等
	风电 三峡新能源天水张家川风电二期（50MW）工程、山东能源 500MW 海上风电场 EPC 总承包项目海上升压站、山东省莱州市海上风电与海洋牧场融合发展研究试验项目海上升压站、山东半岛海上风电 230kV 项目、粤电阳江青州海上风电 500kV 项目等
民生工程	公共卫生基础设施 中南大学湘雅五医院新建项目、湖南省儿童医院儿童急救大楼工程、雷神山医院工程、火神山医院工程等
	建筑工程 京秦高速公路机电工程（北京奥运工程）、2018 年军运会 10kV 及以下配电网建设与改造项目、华中科技大学学生宿舍改造工程、南京航空航天大学项目、中国人民解放军国防科技大学计算机学院软件控制中心采购项目等
轨道交通工程	高铁 京广高铁、京张高铁、京沪高铁、京沈高铁、深茂高铁、成贵高铁、沪昆高铁、武广高铁、杭长高铁、蒙华铁路、印尼雅万等
	地铁 广州地铁、广佛地铁、长沙地铁、南昌地铁等
其他工程	陆上坦克主推电机项目等

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

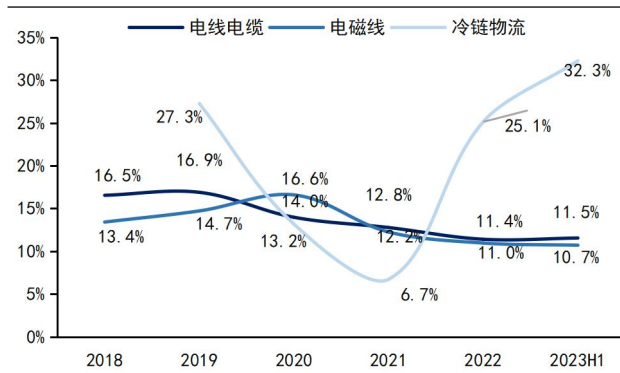
电磁线技术实力雄厚，产品应用于特高压、超导等高端市场。在输变电领域，公司电磁线主要用于 220kV 及以上高端市场，特高压市场份额领先，公司已参与的特高压项目包括扎鲁特-青州、渝鄂直流、闽粤背靠背、荆门-长沙-武汉、川渝特高压等。在核电领域，公司产品已应用于秦山、“华龙一号”主泵、大亚湾、卡拉奇等重大项目。公司在超导线缆绝缘方面处于国内领先水平，产品应用于医疗诊断、单晶硅超导感应炉、超导磁悬浮、磁控核聚变等领域。

图5: 公司营业收入结构（单位：百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6: 公司主要产品毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

电线电缆、电磁线贡献营业收入主要来源。公司收入主要来源为电线电缆和电磁线，2018-2022 年公司营业收入稳步增长，2021 年受收购武汉二线、统力电工影响营收实现大幅增长。自 2020 年 12 月统力电工并表以来，公司电磁线销量实现跨越式增长；2023 年上半年，公司扁电磁线发货量约为 33000 吨，同比增长 25%；电线电缆出货量同比增长 14%。

线缆毛利率短期受铜价影响，冷链物流毛利率触底回升。公司线缆类产品采用成本加成报价模式，2021 年以来受铜价上涨影响表现毛利率有所下降，实际加工费/单位毛利维持相对稳定。2020-2021 年公司冷链

物流毛利率受猪肉价格波动影响大幅下降，2022 起随着业务模式回归毛利率大幅反弹。

◆ 变压器和新能源汽车带动扁电磁线需求，公司积极开拓海外市场

公司积极开拓国际市场，需求带动下成长可期。2021 年以来在电网升级改造、新能源快速发展、制造业复苏等多重需求带动下，海外电力设备需求保持高景气度，电磁线作为变压器上游关键材料供给偏紧。2023 年公司加强产品海外宣传，上半年海外收入达 1.8 亿元，毛利率 16.8%，较同期内销毛利率高 5.4pct.。2023 年公司扁电磁线出口发货约 6000 吨，产品远销欧洲、南美、东南亚、日本等地，海外客户包括 ABB（日立能源）、西门子能源、GE 和东芝等。此外，公司正在积极论证海外布局产能的可行性。

扁电磁线产能稳步扩张，满足变压器和新能源汽车需求。截至 2023 年底，公司已具备扁电磁线产能合计约 9.5 万吨，其中新能源汽车电机扁电磁线产能约 2 万吨。公司新能源汽车电机扁电磁线三期产能项目已于 2023 年 7 月开工，计划于 2024 年和 2025 年分批建成投产，届时将形成 5 万吨专用产能。此外，为应对国内变压器电磁线需求的快速增长，公司将通过技改、新建扩产和并购等多种方式满足市场需求。

图7: 公司电磁线二期智能化生产车间



资料来源：湘潭高新，国信证券经济研究所整理

图8: 公司电磁线漆包线生产车间



资料来源：湘潭高新，国信证券经济研究所整理

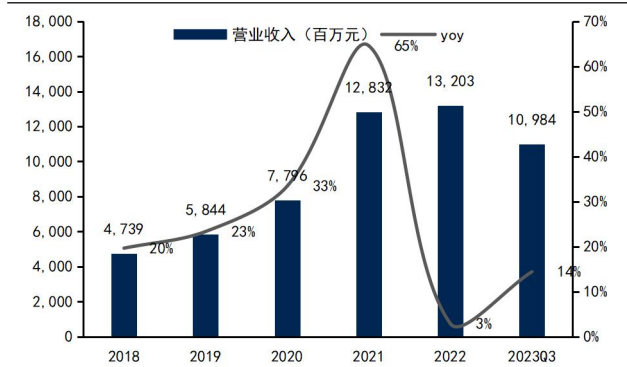
◆ 业绩稳健增长，盈利能力呈现较强韧性

过去五年收入利润实现较快增长。受公司线缆业务收并购工作稳步推进影响，2018-2021 年公司营业收入实现快速增长，CAGR 高达 39%。2022 年受全球地缘政治格局变化和国内房地产行业需求承压影响，公司营业收入实现小幅增长；2023 年前三季度在电网需求高景气、新能源装机快速发展带动下，公司营业收入同比增长 14%。公司归母净利润与扣非净利润整体呈现与营业收入类似走势，2018-2022 年公司归母净利润 CAGR 高达 29%；除收入变动因素外，2022 年公司冷链物流业务大幅扭亏、公司聚焦优势主业亦形成突出贡献。2023 年前三季度实现归母净利润 3.59 亿元，同比增长 35.8%。

与华为签订合作协议，推动内部变革。2023 年 3 月，公司与华为签订了合作协议，从企业改革、管理创新、品牌合作三个方面进行合作，开启数据使能咨询项目促进公司数字化转型，通过数据赋能业务，优化公司运营、管理、组织流程，提升公司综合竞争力。

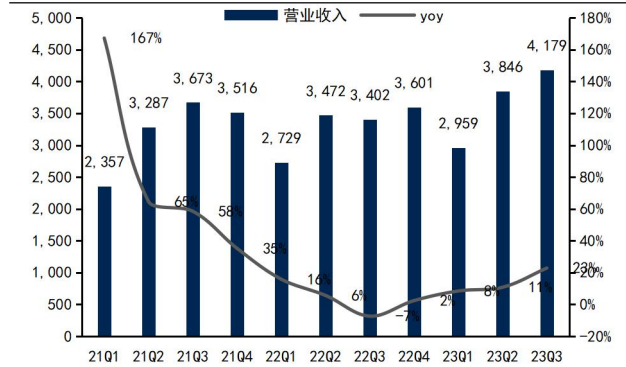
收入利润呈现较强的季节性。分季度看，公司营业收入与电网、基建投资节奏具有较强的相关性，一季度为收入淡季，二至四季度是收入确认高峰；四季度受公司集中计提相关费用影响，公司归母与扣非净利润环比下行，二三季度是全年利润高峰。

图9：公司年度营业收入及同比增速（单位：百万元、%）



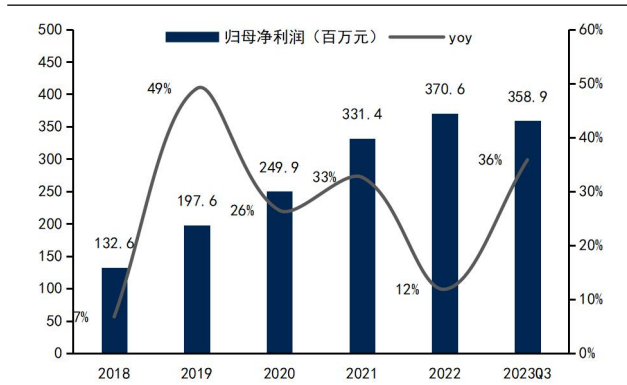
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司季度营业收入及同比增速（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：公司年度归母净利润及同比增速（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：公司季度归母净利润及同比增速（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13：公司年度扣非净利润及同比增速（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

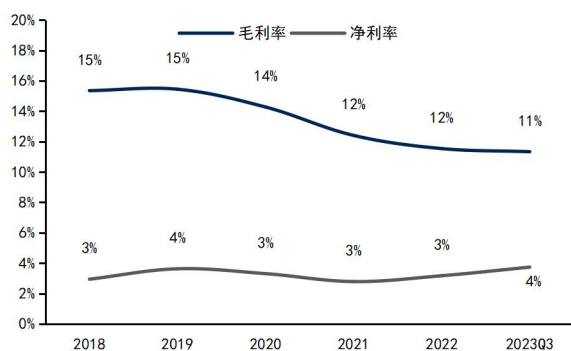
图14：公司季度扣非净利润及同比增速（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

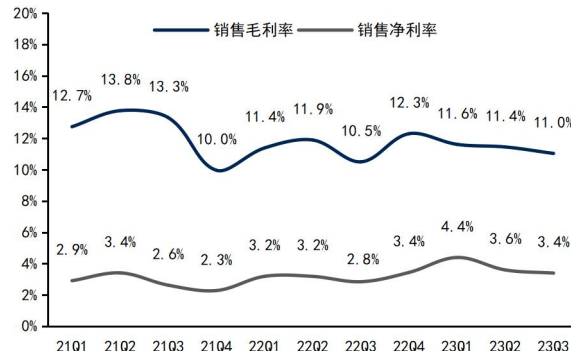
铜价上涨影响表观毛利率，盈利能力保持稳定。公司电线电缆和电磁线产品定价主要采用成本加成模式，2021年以来受主要原材料铜价格大幅上涨影响，公司销售毛利率有所下降，但受益于公司费用率管控效果提升和非核心业务减亏，公司销售净利润稳定在3%-4%。分季度看，公司销售毛利率与净利率与季度收入呈现类似趋势。

图15: 公司年度销售毛利率/净利率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

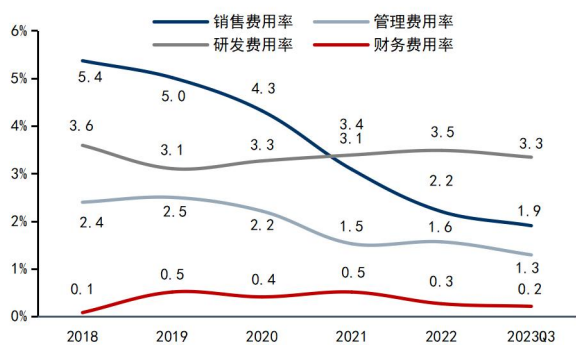
图16: 公司季度销售毛利率/净利率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

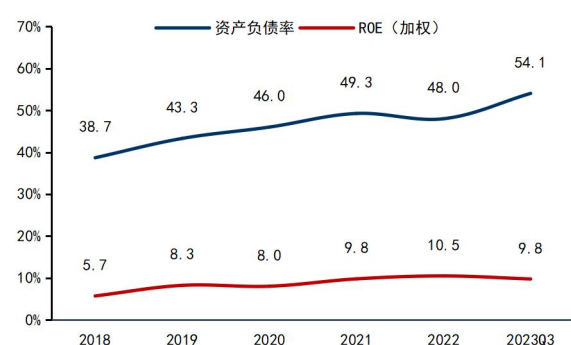
费用率持续下降, 资产收益率呈现较强韧性。受益于公司区域品牌影响力的不断提升和收并购带来的规模效应, 2018 年以来公司销售费用率、管理费用率持续下降。由于高度重视研发和高端市场突破, 公司研发费用率长期保持稳定。截至 2023 年三季度末, 公司资产负债率为 54%, 保持合理水平; 2018 年以来 ROE 保持在 9%-10%。

图17: 公司年度费用率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 公司资产负债率/ROE 情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 扁电磁线与高端应用助力电磁线行业格局逐步集中

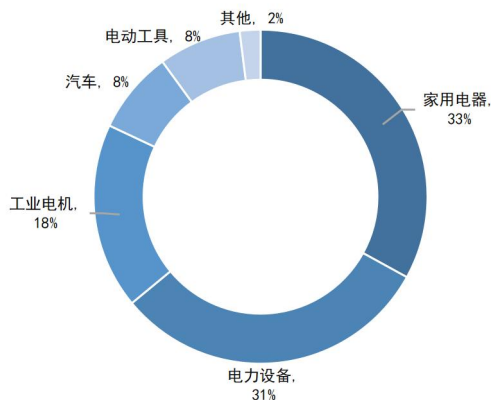
电磁线是电机电器产品的“心脏”，下游应用广泛。电磁线是一种具有绝缘层的导电金属电线，用以绕制电工产品的线圈或绕组，其原理是利用法拉第的电磁感应效应，通过电流产生磁场，或切割磁力线产生感应电流，实现电能和磁场能的相互转换，是电力设备、工业电机、家用电器、汽车电机、电动工具、仪器仪表等产品的重要构件，被誉为电机、电器工业产品的“心脏”。

我国是全球电磁线最大生产国，竞争格局分散。我国已成为世界电磁线生产、销售、使用第一大国和出口基地，具有年产百万吨以上的生产能力，约占全球生产总量的 50%；经过 30 多年的快速发展，我国电磁线市场已经趋于成熟。根据中国电器工业协会电线电缆分会数据显示，2020 年国内电磁线产量为 176 万吨，过去五年 CAGR 为 2.41%。从行业市场竞争格局来看，我国电磁线生产企业众多，由于通用电磁线生产技术、工艺比较成熟，除几家较大规模的企业外，其余企业产品同质化比较严重，2020 年行业 CR5 仅为 26%。

扁线化与高端场景应用有望推动行业集中度提升。与圆线相比，扁电磁线具有更高的槽满率，可大幅提升电气设备功率密度、提高散热能力，近年来在新能源汽车、电网等领域得到广泛应用；扁线生产壁垒高于普通电磁线，目前扁线产能集中在少数头部企业手中。随着特高压、风电、光伏、核电等对于线缆可靠性、功率密度、转换效率等要求较高的场景需求快速增长，头部企业有望受益。此外，国内电磁线生产企业大

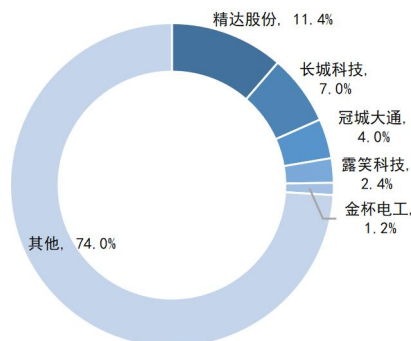
部分采用的是“基准铜价+加工费”的定价方式，原材料采购对于资金占用较大，受 21 年以来铜价大幅上行影响，中小规模企业生存压力持续增大。

图19: 我国电磁线下游应用领域 (单位: %)



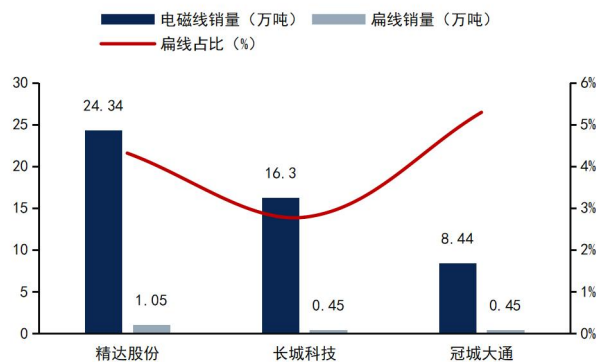
资料来源: 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图20: 2020 年我国电磁线市场份额 (单位: %)



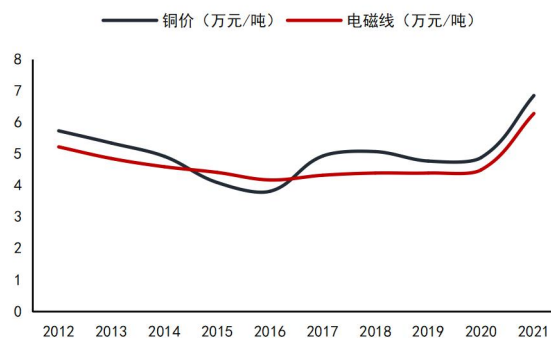
资料来源: 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图21: 2021 年我国主要电磁线企业扁线销量 (单位: 万吨, %)



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图22: 我国电磁线销售均价与铜均价关系 (单位: 万元/吨)



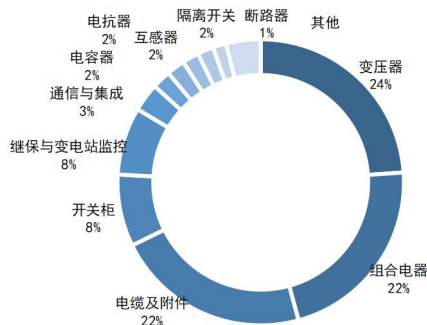
资料来源: 工信部, 智研咨询, 国信证券经济研究所整理 注: 电磁线销售中包括少量铝制产品, 因此部分时段销售均价低于铜价

◆ 电磁线是变压器核心零部件, 国内外电网投资景气共振激发需求

变压器位列电网设备价值量首位, 电磁线是变压器最大成本来源。电力系统由发输变配用各环节组成, 为了提高电能传输效率、降低线路损耗, 电力系统各环节需要配套大量变压器实现升降压, 变压器是电力系统的核心一次设备。2022 年变压器位列国网输变电设备招标金额首位, 金额占比高达 24%。在特高压交流项目中, 变压器价值量占比约为 20%-25%, 在特高压直流项目中, 变压器价值量占比约为 40%-50%。根据相关文献, 以 220kV 变压器为例, 电磁线占变压器 BOM 成本约为 30%-35%, 是变压器最大的成本来源。

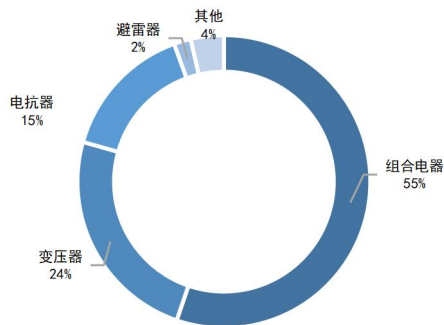
高压变压器扁电磁线市场格局较为集中, 公司是行业头部企业。高电压等级变压器指电压等级在 110kV 及以上电压等级的变压器, 包括高压、超高压和特高压变压器。应用于高电压等级变压器的电磁线, 特别是超高压、特高压变压器用电磁线生产工艺复杂、技术含量较高、资本投入规模较大、竞争壁垒较高, 因此参与市场竞争的企业数量较少。公司 2020 年收购统力电工后跻身高压变压器电磁线第一梯队, 市场份额领先。

图23: 国网典型输变电设备招标金额结构 (单位: %)



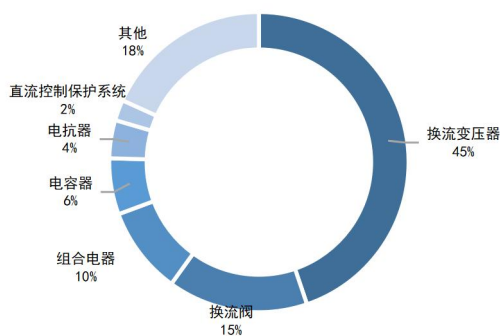
资料来源: 国家电网电子商务平台, 电能革新, Data 电力, 国信证券经济研究所整理 注: 采用国家电网 2022 年全年总部招标数据

图24: 国网典型特高压交流项目设备招标金额结构 (单位: %)



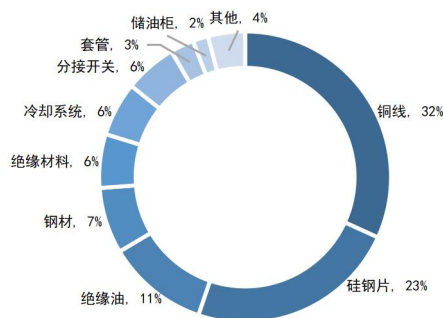
资料来源: 国家电网电子商务平台, Data 电力, 国信证券经济研究所整理 注: 采用国家电网 2023-1 批次特高压设备招标数据

图25: 国网典型特高压直流项目设备招标金额结构 (单位: %)



资料来源: 国家电网电子商务平台, Data 电力, 国信证券经济研究所整理 注: 采用国家电网 2023-2 批次特高压设备招标数据

图26: 220kV 变压器典型 BOM 成本拆分 (单位: %)



资料来源: 钟声等, 《220kV 变压器成本敏感度及成本估算模型》, 广东电力, 2015:28 (6) :87-92, 国信证券经济研究所整理

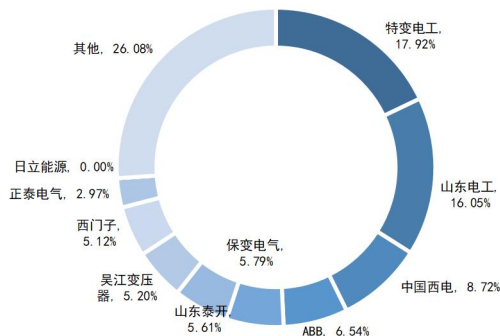
表5: 我国高压变压器电磁线主要企业

企业名称	简介
金杯电工	金杯电工在收购统力电工前, 亦从事高电压等级变压器用电磁线的研发、生产和销售业务。
统力电工	高压电磁线行业龙头, 主要产品包括换位导线、组合导线、绕包线、漆包线等各类绕组线产品, 广泛应用于特高压输变电设备、轨道交通、高压电机、医疗设备、新能源汽车等领域。
天威线材	保定天威保变电气股份有限公司的全资子公司, 成立于 2011 年, 主营业务为电线电缆、配电开关控制设备制造及销售等。
上海杨桐	上海杨桐成套有限公司成立于 1991 年, 主营业务为变压器及电抗器用电磁线。
阿斯塔中国	1814 年成立于奥地利, 专注于电气设备用铜、铝及其合金导线的研发制造。
经纬辉开	主要产品为超高压、高压变压器用电磁线。
沈阳宏远	成立于 2000 年, 公司主要产品为各类型铜绕组线, 主要包括各类型漆包线、丝包线、纸包线、换位导线等系列产品。

资料来源: 共研网, 国信证券经济研究所整理

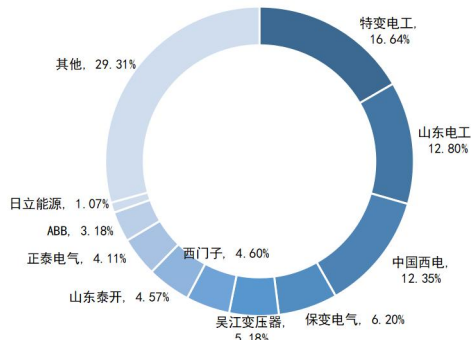
高压电磁线下游客户集中, 公司与头部企业关系稳固。高压变压器行业具有较高的技术、品牌和资金壁垒, 市场格局较为集中, 根据国网总部输变电设备招标数据, 行业 CR5 约为 50%-60%, 头部企业包括特变电工、山东电工、中国西电、保变电气、ABB、吴江变压器、山东泰开等。公司已与高压变压器头部企业建立长期供货关系。

图27: 22年国网输变电设备招标变压器市场份额(单位: %)



资料来源: 国家电网电子商务平台, Data 电力, 国信证券经济研究所整理

图28: 23年国网输变电设备招标变压器市场份额(单位: %)



资料来源: 国家电网电子商务平台, Data 电力, 国信证券经济研究所整理

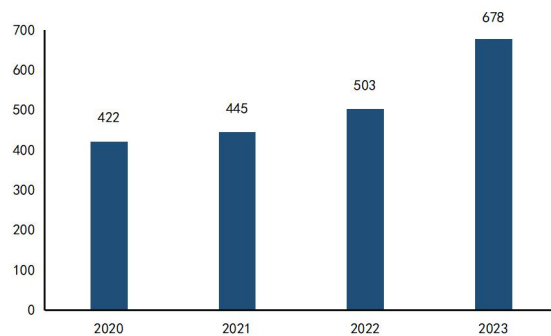
“十四五”我国电网投资有望快速增长, 特高压/主网是重中之重。“十四五”期间, 国家电网计划实现电网投资 2.4 万亿元, 南方电网规划实现电网投资约 6700 亿元, 两大电网公司合计投资总额将达到 3.07 万亿元。从投资方向来看, 国网侧重特高压, 而南网侧重配电网。“十四五”期间国家电网公司规划建设特高压工程“24 交 14 直”, 涉及线路 3 万余公里, 变电换流容量达 3.4 亿千瓦, 总投资 3800 亿, 较“十三五”特高压投资总额 2800 亿元增长 35.7%, 特高压有望迎来新一轮建设高峰。

图29: 国家电网、南方电网“十三五”与“十四五”电网投资对比(单位: 亿元)



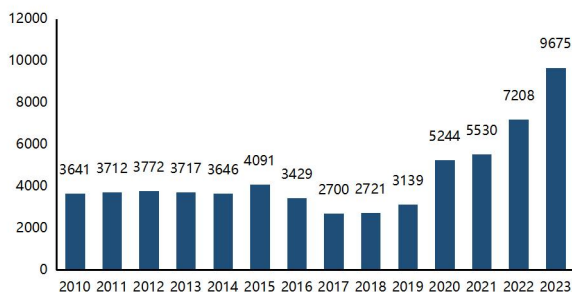
资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图30: 国网总部输变电设备招标金额(单位: 亿元)



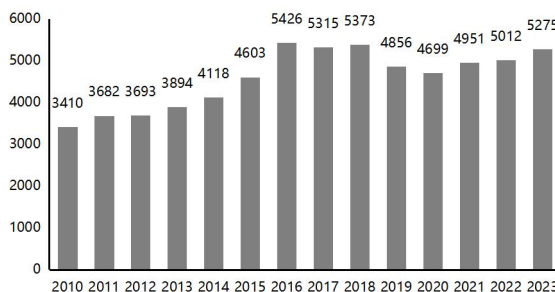
资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图31: 电源工程年度投资完成额(单位: 亿元)



资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图32: 电网工程年度投资完成额(单位: 亿元)

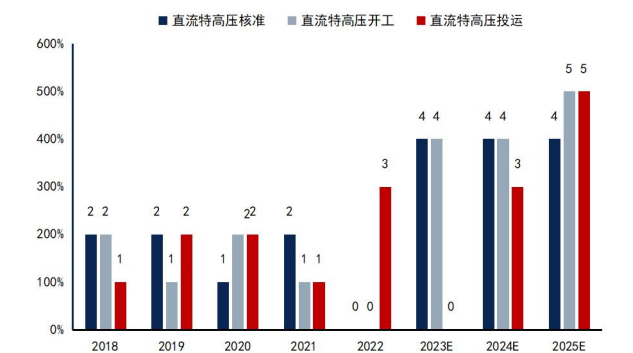


资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

电网与电源投资长期错配, 2023年电网投资迎来拐点。2021-2023年受多重因素影响, 我国电网投资完成额仅实现小幅增长; 而在新能源“大基地”建设带动下电源投资保持高速增长。根据国家能源局数据, 2023

年全国电源投资完成额达到 9675 亿元，同比增长 30%，再创历史新高；电网投资完成额 5275 亿元，同比增长 5%。2023 年国网主网设备招标金额高达 678 亿元，同比增长 35%，特高压全年完成“4 直 2 交”招标，招标金额超 400 亿元。根据国网披露的总部集采批次计划，我们预计 2024 年主网/特高压招标将保持高景气度。

图33: 特高压直流项目核准/开工/投运条数 (单位: 条)



资料来源: 国家电网, 南方电网, 国家能源局, 国信证券经济研究所预测与整理

图34: 特高压交流项目核准/开工/投运条数 (单位: 条)

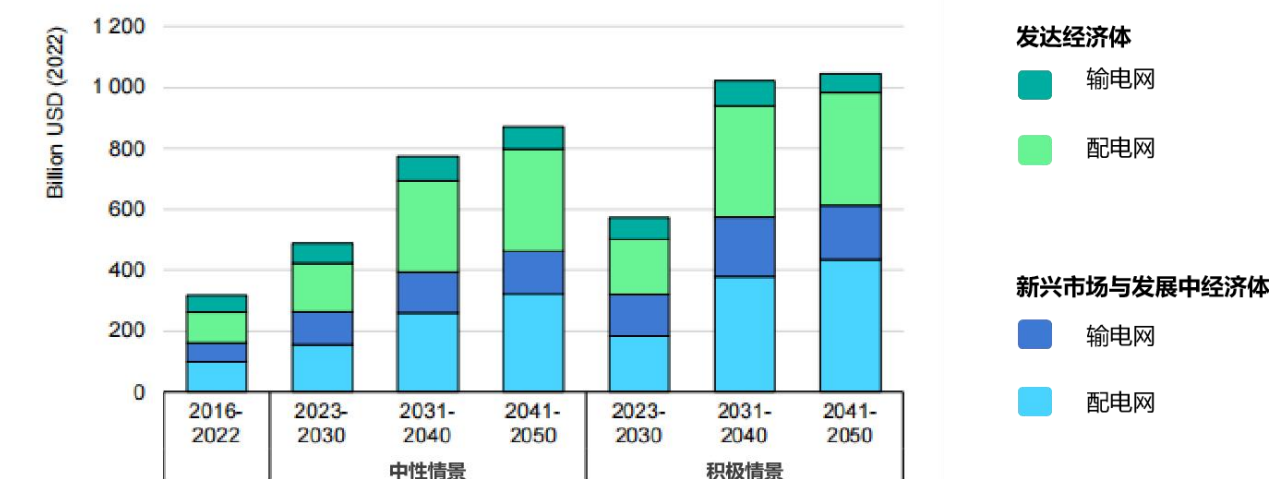


资料来源: 国家电网, 南方电网, 国家能源局, 国信证券经济研究所预测与整理

“十四五”特高压直流规划数量创新高，中期调规有望贡献额外增量。2022 年 1 月，国家能源局在《关于委托开展“十四五”规划输电通道配套水风光及调节电源研究论证的函》中首次提出了“十四五”期间为配套水风光等能源基地，将规划建设“3 交 9 直”12 条特高压通道，其中直流工程数量远超交流，直流输电是新能源远距离外送的主要方式。此外，参考历史经验，“十四五”电力规划有望迎来中期调规，特高压线路条数有望进一步增加。

“大基地”外送奠定特高压需求，“十五五”期间预计保持高景气。根据规划，第一批“大基地”全部就地消纳或通过存量特高压线路外送。根据第二批“大基地”2025 年投产 200GW 估计，“十四五”后三年我国特高压外送线路需投产 12 条（考虑项目节奏保守估计实际投产 8 条）。假设 2030 年第二批“大基地”剩余 255GW 全部投产，“十五五”期间特高压直流新增投产条数预计在 14 条左右（考虑“十四五”递延项目实际投产达到 18 条左右）。

图35: 全球输配电网投资额 (单位: 十亿美元)

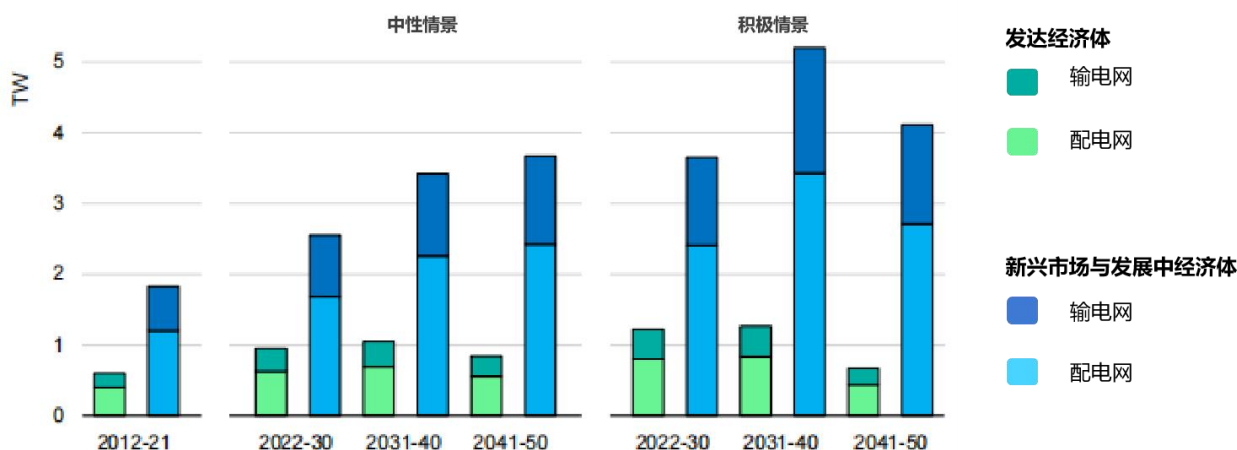


资料来源: IEA: 世界能源展望 2022, 国信证券经济研究所整理

用能电气化与可再生能源发展催生全球电网投资需求。全球电网投资迎来景气共振 2016-2022 年全球电网

年均投资额近 3200 亿美元，与此前十年相比小幅增长 10%。为了满足未来对广泛电气化的需求和可再生能源的增长，电网投资强度需要大幅提升。根据 IEA 预测，2023-2030 年全球电网年均投资额将提升至 5000 亿美元，到 2030 年超过 6000 亿美元，较当前市场规模接近翻倍。2031-2040 年期间，中性情景下年均电网投资将提升至 7750 亿美元，2041-2050 年增长到每年 8700 亿美元；而在积极情境下，自 2031 年以后全球年均电网投资额将直接超过 1 万亿美元。

图36: 全球电力变压器安装需求 (单位: TW)



资料来源: IEA: 世界能源展望 2022, 国信证券经济研究所整理

未来十五年全球变压器需求有望保持增长。2012-2021 年全球电力变压器新增和替换功率约为 2.4TW，IEA 预期在中性情景下，2022-2030 年均将增加至 3.5TW；2031-2040 年均新增规模将继续增长至 4.5TW，新兴市场与发展中经济体占据主要比例。在乐观情景下，2022-2030 年年均新增 4.9TW，2031-2040 年需求提升至 6.5TW，2041-2050 年随着能效效率的改善，年新增需求下降至 4.8TW。

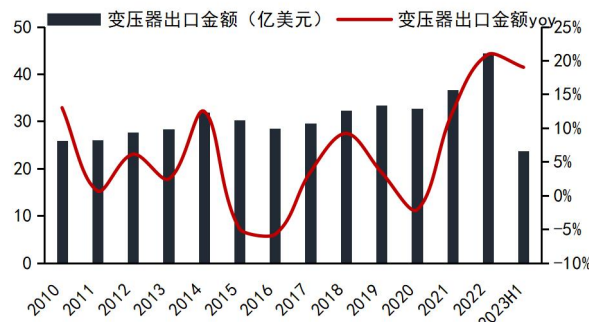
全球主要地区电力设备需求呈现景气态势，中国头部企业有望受益。根据 2022 年 10 月发布的《欧洲能源数字化行动草案》，欧盟预计 2022-2030 年将需要对电网投资 5840 亿欧元，其中 4000 亿欧元用于建设配电网，并且明确 1700 亿欧元用于配电网的数字化建设。2021 年以来美国陆续颁布《基础设施投资和就业法案》、《2022 年芯片与科学法案》和《通胀削减法案》，推动美国固定资产类投资快速增长，叠加充电桩、新能源需求，美国电力设备市场需求旺盛。东南亚、中东、非洲等地区电力基础设施建设薄弱，在新能源渗透率提升背景下存在较大市场需求。2021 年以来，我国变压器出口金额保持稳健增长，得益于成本与交期优势，我们预计我国头部变压器产业链企业有望持续受益。

图37: 中国变压器出口数量及增速 (单位: 亿个, %)



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图38: 中国变压器出口金额及增速 (单位: 亿美元, %)

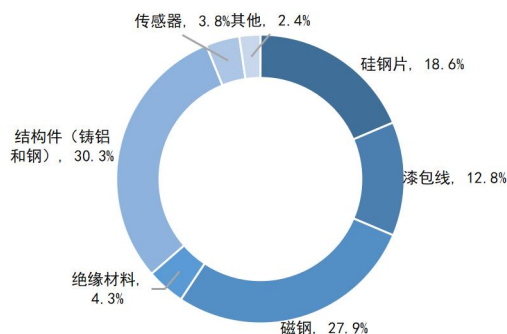


资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

◆ 新能源车扁线电机性能优异，目前仍处于应用初期

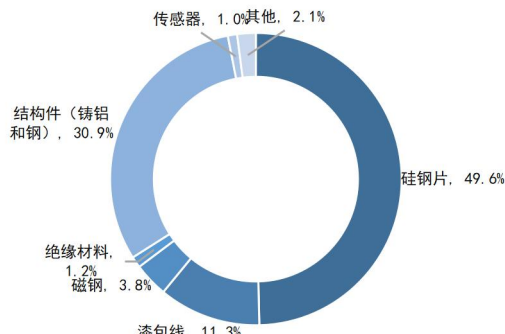
扁线槽满率远高于圆线，大幅提升新能源汽车电机性能。电驱动系统作为新能源汽车的核心零部件之一，电驱系统的轻量化、高效化、小型化、低成本是未来的趋势；而电驱系统集成化、电机扁线化是实现轻量化和小型化的主要技术路线。扁线绕组电机是在定子绕组中采用截面积更大的扁铜线，突出优势是可大幅提高槽满率（圆线一般为 40%，扁线可达 70%），相同空间内较圆线可多填充 20%-30%的导线，提高电机功率密度，以其高功率密度、高能量转换效率、良好的 NVH 性能、优异散热性能等优势，显著降低整车重量、电耗，提高整体性能和驾驶体验。

图39: 新能源汽车驱动电机成本拆分（单位：%）



资料来源：汽车新科技，国信证券经济研究所整理

图40: 新能源汽车驱动电机重量拆分（单位：%）



资料来源：汽车新科技，国信证券经济研究所整理

图41: 新能源汽车扁线驱动电机示意图



资料来源：SMM 电机咨询，国信证券经济研究所整理

图42: 新能源汽车扁线驱动电机定子示意图



资料来源：SMM 电机咨询，国信证券经济研究所整理

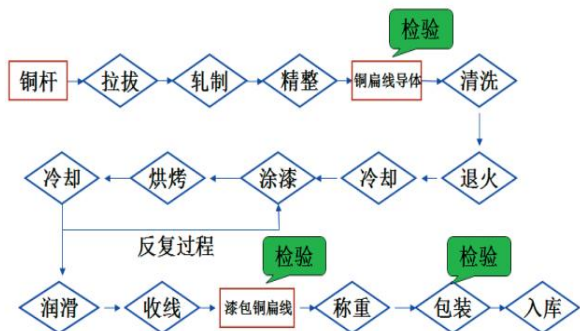
表6: 扁线电机与圆线电机对比

	平均效率 (WLTC)	平均效率 (全转速)	功率密度 (kW/kg)	散热效果	噪音	产线资本开支	生产难度
扁线电机	92.49%	94.78%	3.5	较好	较小	较高	较高
圆线电机	91.37%	92.76%	4.5	较差	较大	较低	较低

资料来源：汇川技术，EDC 电驱未来，国信证券经济研究所整理

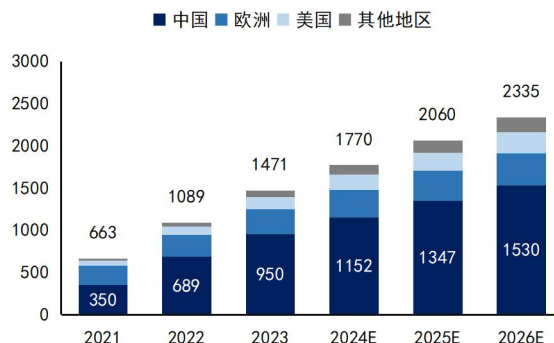
扁线电机工艺难度高、投资强度大，未来渗透率提升空间较大。扁线电机装配可分为定子、转子、合装三大工艺环节，其中转子线和合装线相对简单，而定子装配线有很多道复杂工序，对设备精度和工艺一致性要求极高。扁线电机技术源于国外，目前国内部分主机厂和电机企业已实现小批量应用，但受工艺难度、生产设备、原材料、投资强度、专利壁垒等多重因素影响，目前整体仍处于起步阶段。随着新能源车电驱系统性能要求的逐步提升和生产工艺的逐步成熟，我们预计扁线电机未来渗透率有望持续提升。

图43: 新能源汽车电机扁线主要生产流程



资料来源: 汤晓水,《新能源汽车驱动电机用变频漆包铜扁线的研发》,铜业工程, 2020(01):43-47, 国信证券经济研究所整理

图44: 全球新能源车销量预测 (单位: 万辆)



资料来源: 中汽协, ACEA, Clean Technica, GGII, EV Tank, 国信证券经济研究所预测与整理

◆ 盈利预测

假设前提:

电线电缆: 公司是我国中西南部电线电缆头部企业, 未来3年在电网投资、新基建带动下行业需求整体呈现景气态势, 我们预计公司2023-2025年营业收入分别为97.3/116.8/128.4亿元, 同比增长10.0%/20.0%/10.0%。电线电缆行业格局较为稳定, 假设主要原材料铜价稳定情况下, 我们预计2023-2025年毛利率分别为11.5%/11.5%/11.5%。

电磁线: 公司是国内电磁线头部企业, 下游应用以变压器为主, 新能源车需求有望快速增长。随着国内电网建设步伐加速和公司出口业务快速打开局面, 我们预计2023-2025年营业收入分别为46.2/58.1/67.3亿元, 同比增长19.2%/25.9%/15.7%。随着变压器用扁线出口销量和新能源汽车扁线销量占比的逐步提升, 我们预计2023-2025年毛利率分别为10.7%/10.7%/11.1%。

冷链物流: 2022年以来公司主动收缩食品物流贸易业务, 未来3年预计聚焦物流综合服务主业, 我们预计2023-2025年营业收入分别为1.6/1.8/2.0亿元, 同比增长-20.0%/10.0%/10.0%。我们假设2023-2025年毛利率分别为27.0%/27.0%/27.0%。

综上所述, 我们预计2023-2025年公司实现营业收入分别为145.1/176.7/197.7亿元, 同比增长9.9%/21.8%/11.9%, 毛利率分别为11.4%/11.4%/11.5%。

公司历年销售费用率、管理费用率、研发费用率随着销售规模的扩张略有下降, 后续预计保持小幅下降走势。我们预计2023-2025年公司销售费用率分别为2.1%/2.0%/1.8%, 研发费用率分别为3.3%/3.1%/3.0%, 管理费用率分别为1.5%/1.4%/1.3%。

表7: 公司主营业务收入/毛利率拆分 (单位: 百万元)

		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
电线电缆	营业收入	5964	8838	8844	9729	11675	12842
	yoy	49.3%	48.2%	0.1%	10.0%	20.0%	10.0%
	毛利润	833	1129	1008	1119	1343	1477
	毛利率	13.97%	12.77%	11.40%	11.50%	11.50%	11.50%
电磁线	营业收入	1200	3251	3871	4616	5813	6728
	yoy	22.6%	170.8%	19.1%	19.2%	25.9%	15.7%
	毛利润	199	398	424	492	622	747
	毛利率	16.59%	12.25%	10.96%	10.65%	10.70%	11.10%
冷链物流	营业收入	326	319	202	161	178	195
	yoy	118.1%	-2.2%	-36.7%	-20.0%	10.0%	10.0%
	毛利润	43	21	51	44	48	53
	毛利率	13.17%	6.72%	25.13%	27.00%	27.00%	27.00%
其他业务	营业收入	60	425	285	-	-	-
	yoy	30.1%	613.1%	-32.8%	-	-	-
	毛利润	7	44	40	-	-	-
	毛利率	11.94%	10.27%	14.12%	-	-	-
合计	营业收入	7796	12832	13203	14507	17665	19766
	yoy	33.4%	64.6%	2.9%	9.9%	21.8%	11.9%
	毛利润	1113	1592	1523	1654	2012	2276
	毛利率	14.27%	12.40%	11.54%	11.40%	11.39%	11.52%

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测 注: 公司从 2023 年半年报开始已无其他业务分类

未来 3 年业绩预测

表8: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	13203	14507	17665	19766
营业成本	11680	12853	15653	17489
销售费用	291	305	371	395
管理费用	207	218	238	247
研发费用	460	479	548	593
财务费用	35	9	80	92
营业利润	452	576	727	908
利润总额	452	576	728	909
归属于母公司净利润	371	461	582	727
EPS	0.50	0.63	0.79	0.99
ROE	10%	12%	15%	17%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 145.1/176.7/197.7 亿元, 同比增速分别为 9.9%/21.8%/11.9%; 归属母公司净利润 4.61/5.82/7.27 亿元, 同比增速分别为 24.4%/26.2%/24.9%, 2023-2025 年每股收益分别为 0.63/0.79/0.99 元。

◆ 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：9.56-10.16 元

公司是国内电磁线巨头，主营业务包括电磁线、电线电缆两大板块，成立以来聚焦主业持续推动收并购，是我国中西南部头部线缆企业，已在五省份形成七大产业基地。公司经营风格稳健，通过现金分红持续回报股东，2018 年以来分红率保持 60%以上。公司联袂华为推动数据赋能，助力公司管理效率进一步提升。

2023 年以来在全球电网投资景气背景下，变压器电磁线需求较为旺盛，公司与国内外头部变压器企业建立长期合作关系，有望充分受益。公司是较早进入新能源车电机专用扁电磁线领域的企业，已于头部主机厂和电机企业建立供货关系。公司拥有湘潭、无锡两大电磁线生产基地，23 年底产能约 9.5 万吨，未来在需求带动下计划进一步扩产。

2023 年公司扁电磁线出口发货约 6000 吨，产品远销欧洲、南美、东南亚、日本等地，海外客户包括 ABB（日立能源）、西门子能源、GE 和东芝等。在海外变压器电磁线高景气背景下，公司正在积极论证海外布局的可行性。

表9: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	33.4%	64.6%	2.9%	9.9%	21.8%	11.9%
营业成本/营业收入	85.7%	87.6%	88.5%	88.6%	88.6%	88.5%
销售费用/营业收入	4.3%	3.1%	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%
管理费用/销售收入	2.2%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%
研发费用/销售收入	3.3%	3.4%	3.5%	3.3%	3.1%	3.0%
营业税及附加/营业收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
所得税税率	5.9%	12.4%	7.4%	10.0%	10.0%	10.0%
股利分配比率	73.4%	66.5%	69.3%	70.0%	70.0%	70.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表10: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.14	T	15.00%
无风险利率	2.70%	Ka	10.68%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.49
公司股价 (元)	8.38	Ke	13.11%
发行在外股数 (百万)	734	E/(D+E)	75.00%
股票市值 (E, 百万元)	6150	D/(D+E)	25.00%
债务总额 (D, 百万元)	2084	WACC	10.90%
Kd	5.00%	永续增长率 (10 年后)	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上假设采用 FCFE 估值方法，得到公司的绝对估值区间为 9.56-10.16 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于权益资本成本 K_e 和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，得出公司绝对估值的股价区间在 9.56-10.16 元。

表11: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		Ke 变化				
		12.7%	12.9%	13.1%	13.3%	13.5%
永续 增长 率变 化	1.6%	10.58	10.35	10.12	9.90	9.68
	1.4%	10.48	10.25	10.02	9.81	9.60
	1.2%	10.38	10.16	9.94	9.72	9.52
	1.0%	10.29	10.06	9.85	9.64	9.44
	0.8%	10.20	9.98	9.77	9.56	9.36
	0.6%	10.11	9.89	9.69	9.48	9.29
	0.4%	10.02	9.81	9.61	9.41	9.22

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 9.48-10.27 元

可比公司的选择: 公司是电线电缆行业头部企业, 主营业务所属行业、市场地位与精达股份、汉缆股份、万马股份较为接近, 因此选择上述公司作为可比公司。

通过对比可以看出可比公司 2024 年平均估值为 12.3 倍, 高于公司估值水平。我们认为, 公司是国内电磁线头部企业, 在特高压/超高压变压器领域具有领先的市场份额, 较早进入新能源车电机扁电磁线市场。全球电网投资景气背景下公司排产处于饱和状态, 积极推动扩产; 未来新能源车电机扁电磁线渗透率有望稳步提升, 公司厚积薄发增长空间较大。公司积极开拓海外市场, 并正在积极论证海外布局的可行性。此外, 公司常年保持较高的分红比例, 长期持续给予股东回报。基于上述原因, 我们认为 2024 年公司合理估值区间为 12-13 倍 PE, 得出公司合理相对估值股价区间为 9.48-10.27 元。

表12: 同类公司估值比较 (2024 年 2 月 21 日收盘价)

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
600577.SH	精达股份	-	3.7	77	0.21	0.26	17.6	14.2
002498.SZ	汉缆股份	-	3.68	122	0.27	0.31	13.6	11.9
002276.SZ	万马股份	-	8.41	87	0.59	0.78	14.3	10.8
均值					0.36	0.45	15.2	12.3
002533.SZ	金杯电工	买入	8.38	62	0.63	0.79	13.3	10.6

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测 注: 可比公司均采用 wind 一致预测数据

投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票合理价值在 9.48-10.16 元之间, 对应 24 年动态 PE 区间为 12-13 倍, 相对于公司目前股价有 13%-21% 溢价空间。我们认为, 公司是国内电磁线头部企业, 主要配套特高压/超高压变压器, 在全球电网建设景气背景下有望充分收益; 公司积极开拓海外市场, 并正在积极论证海外布局的可行性。公司较早进入新能源车电机扁电磁线市场, 未来发展空间较大。此外, 公司保持较高分红比例, 重视股东回报。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 145.1/176.7/197.7 亿元, 同比增长 9.9%/21.8%/11.9%; 实现归母净利润 4.61/5.82/7.27 亿元, 同比增长 24.4%/26.2%/24.9%; 首次覆盖给予“买入”评级。

◆ 风险提示

估值的风险

我们采用了绝对估值和相对估值方法，多角度综合分析得出公司的合理估值在 9.48-10.16 元之间，但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、股权资金成本 K_e 的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选择，其中都加入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体如下：

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、股权资金成本 K_e 对公司的估值影响较大，我们在计算 K_e 时采用的无风险利率 2.70%、股票风险溢价 7.00% 的取值都有可能偏低，导致 K_e 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%，公司产品的下游行业主要为电网建设，目前成长性良好，下游需求景气度较高，但是远期面临行业增长减慢甚至下滑的可能性，那么公司持续成长实际偏低或者负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们主要关注公司 24 年估值，选取可比公司 24 年平均 PE 作为参考，最终判断公司 24 年合理的 PE 在 12-13 倍之间。上述估值方法存在以下风险：选取的可比公司，各公司对应下游应用存在差异，市场竞争要素和格局存在区别，行业整体估值水平偏高。

盈利预测的风险

电网投资不及预期：电网投资节奏对于公司业绩存在显著影响，若电网投资节奏或金额低于预期，则公司业绩增速可能受到影响。

上游原材料大幅涨价：公司直接或间接原材料包括铜等，若上游原材料价格大幅上涨则存在毛利率高估的风险。

海外市场开拓进度不及预期：目前公司出海势头良好，后续若海外市场开拓进度不及预期，则收入和毛利率存在高估的风险。

产能建设进度不及预期：公司正在推动电磁线扩产，若建设进度不及预期则收入存在高估的风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1337	1287	1300	1300	1300	营业收入	12832	13203	14507	17665	19766
应收款项	2378	2136	1788	2178	2437	营业成本	11241	11680	12853	15653	17489
存货净额	859	955	1585	1930	2156	营业税金及附加	41	40	44	53	59
其他流动资产	303	569	900	1096	1224	销售费用	396	291	305	371	395
流动资产合计	5164	5177	5831	6817	7468	管理费用	196	207	218	238	247
固定资产	1430	1561	1469	1374	1276	研发费用	435	460	479	548	593
无形资产及其他	220	255	238	221	204	财务费用	66	35	4	45	43
其他长期资产	507	593	870	707	593	投资收益	1	(2)	0	0	0
长期股权投资	60	57	57	57	57	资产减值及公允价值变动	(81)	(70)	(50)	(50)	(50)
资产总计	7382	7643	8465	9176	9599	其他收入	109	104	70	70	70
短期借款及交易性金融负债	675	319	1805	1743	1466	营业利润	407	452	576	727	908
应付款项	1325	1881	634	772	862	营业外净收支	1	(0)	0	0	0
其他流动负债	559	528	669	813	907	利润总额	408	452	576	728	909
流动负债合计	3173	3271	3833	4212	4224	所得税费用	51	33	58	73	91
长期借款及应付债券	349	279	279	279	279	少数股东损益	26	48	58	73	91
其他长期负债	115	119	118	118	118	归属于母公司净利润	331	371	461	582	727
长期负债合计	464	398	397	397	397	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3637	3669	4230	4609	4621	净利润	331	371	461	582	727
少数股东权益	271	354	412	485	575	资产减值准备	(72)	(6)	(10)	(10)	(10)
股东权益	3473	3619	3824	4083	4402	折旧摊销	119	152	159	162	165
负债和股东权益总计	7382	7643	8465	9176	9599	公允价值变动损失	(2)	1	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	66	35	4	45	43
每股收益	0.45	0.50	0.63	0.79	0.99	营运资本变动	541	385	(1566)	(546)	(362)
每股红利	0.30	0.35	0.44	0.56	0.69	其它	(435)	(211)	71	128	144
每股净资产	5.10	5.41	5.77	6.22	6.78	经营活动现金流	482	691	(885)	316	664
ROIC	9%	10%	10%	11%	13%	资本开支	(128)	(228)	(50)	(50)	(50)
ROE	10%	10%	12%	15%	17%	其它投资现金流	226	(57)	(278)	164	114
毛利率	12%	12%	11%	11%	12%	投资活动现金流	98	(285)	(328)	114	64
EBIT Margin	4%	4%	4%	5%	5%	权益性融资	5	(5)	0	0	0
EBITDA Margin	5%	5%	5%	5%	6%	负债净变化	88	(306)	1486	(62)	(277)
收入增长	65%	3%	10%	22%	12%	支付股利、利息	(184)	(220)	(257)	(323)	(408)
净利润增长率	33%	12%	24%	26%	25%	其它融资现金流	227	(236)	1486	(62)	(277)
资产负债率	49%	48%	50%	50%	48%	融资活动现金流	(156)	(566)	1226	(429)	(728)
股息率	3.6%	4.2%	5.2%	6.6%	8.3%	现金净变动	424	(160)	13	0	0
P/E	18.6	16.6	13.3	10.6	8.5	货币资金的期初余额	858	1337	1287	1300	1300
P/B	1.6	1.5	1.5	1.3	1.2	货币资金的期末余额	1337	1287	1300	1300	1300
EV/EBITDA	15.2	14.5	13.5	11.2	9.4	企业自由现金流	992	796	(908)	288	636
						权益自由现金流	1022	457	575	186	320

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032