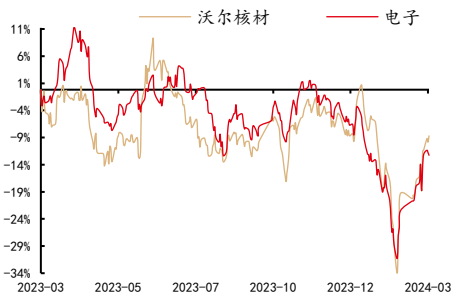




股票投资评级

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)	7.05
总股本/流通股本(亿股)	12.60 / 12.49
总市值/流通市值(亿元)	89 / 88
52周内最高/最低价	8.43 / 5.10
资产负债率(%)	42.4%
市盈率	14.39
第一大股东	周和平

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 张亚桐
SAC 登记编号: S1340122080030
Email: zhangyatong@cnpsec.com

沃尔核材(002130)

“新材料+新能源”纵深发展，国内核辐射材料龙头

● 公司发布 2023 年业绩快报，业绩稳步增长

2月29日，公司发布2023年度业绩快报。2023年，公司预计实现营业收入57.48亿元，同比增长7.63%；实现归母净利润7.09亿元，同比增长15.40%；实现扣非归母净利润6.66亿元，同比增长18.31%。公司综合毛利水平提升，业绩稳步增长，主要系（1）新能源汽车产品得益于新能源产业发展机遇，增速较快；（2）同时公司持续加大研发投入，不断提升自动化水平，提升利润率。

● “新材料+新能源”纵深发展，多元化产品矩阵

沃尔核材产品包括：热缩套管、热缩母排、热缩电缆附件、冷缩电缆附件、电缆分支箱等2500多种产品，广泛应用于电子、电力、冶金、石化、汽车、高铁、煤矿及航天航空等领域，销售分公司遍及全国40多个大中城市，产品远销欧美、东南亚等多个国家和地区，其质量稳定、性能可靠，已形成“沃尔核材”品牌效应。

加大研发投入力度，进军高端产品领域。电线产品方面，公司成功开发400G高速通信线，并实现稳定量产，该产品成品线径小、线材柔软，目前已应用于多个高速通信项目；成功开发PCIe5.0高速交换机线材，可用作高速高端机内用线。电力产品方面，公司自主设计研发的330kV、500kV超高压电缆附件在电力工业电气设备质量检验检测中心一次性通过了预鉴定试验，标志着公司成为国内可生产超高压电缆附件的厂家之一，公司将积极加大相关产品的市场开拓力度。电子产品方面，公司电子产品的研发工作取得突破，进军高端产业，航空材料完成中国商飞CELB系列两款绑扎式标签产品开发。

● 科技发展催化产业升级，拉升高性能核辐射材料需求

在5G商用、物联网、云计算、人工智能等新兴行业的推动下，全球数据中心建设、工业机器人、新能源汽车等领域得到较快发展。2023年2月八部委发布《关于组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的通知》，预期2023年-2025年新增标准车桩比达1:1，完成该目标需新增约100万个公共充电桩新增市场规模近500亿元。

● 盈利预测

预计公司2023/2024/2025年实现营业收入57.48/67.44/80.41亿元，分别同比增长7.62%/17.33%/19.23%；归母净利润分别为7.10/8.43/10.38亿元，分别同比增长15.62%/18.67%/23.14%，对应EPS分别为0.56/0.67/0.82元。

以2024年3月6日收盘价7.05元为基准，对应2023-2025E对应PE分别为12.50/10.53/8.55倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

宏观经济不及预期，原材料价格波动风险，项目建设不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5341	5748	6744	8041
增长率(%)	-1.22	7.62	17.33	19.23
EBITDA(百万元)	1043.56	1048.99	1260.65	1470.64
归属母公司净利润(百万元)	614.48	710.47	843.15	1038.29
增长率(%)	11.18	15.62	18.67	23.14
EPS(元/股)	0.49	0.56	0.67	0.82
市盈率(P/E)	14.45	12.50	10.53	8.55
市净率(P/B)	2.04	1.78	1.52	1.29
EV/EBITDA	8.60	8.45	6.69	5.58

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 业绩增长态势良好，持续推进降本增效	5
2 “新材料+新能源”纵深发展，多元化产品矩阵.....	6
2.1 新能源汽车配套充电桩市场缺口大，拉动充电枪的需求.....	6
2.2 风电项目业绩稳定，连通上下游产业链	7
2.3 电线业务：人工智能催化产业升级，助推线缆需求攀升.....	7
2.4 电力业务：“高压化”引领电力行业新趋势.....	8
2.5 电子业务：不断完善产品性能，进军高端产品领域.....	8
3 盈利预测.....	9
4 风险提示.....	9

图表目录

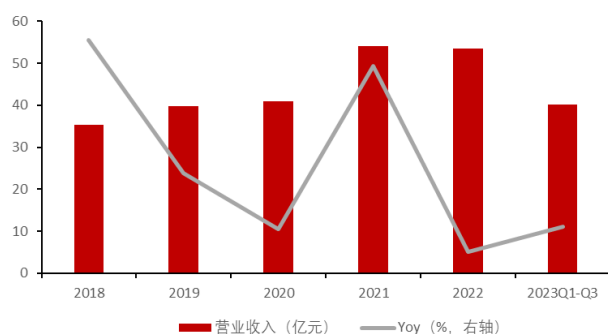
图表 1: 营业收入及同比 (亿元, %)	5
图表 2: 归母净利润及同比 (亿元, %)	5
图表 3: 各品类产品营收结构 (亿元)	5
图表 4: 各品类产品毛利率 (%)	5
图表 5: 三费及费率 (亿元, %)	6
图表 6: 研发支出及占比 (亿元, %)	6
图表 7: 沃尔新能源营收及同比 (亿元, %)	6
图表 8: 沃尔新能源净利润及同比 (亿元, %)	6
图表 9: 青岛风电产销情况 (亿千瓦时, %)	7
图表 10: 风电项目信息	7
图表 11: 青岛风电营收及同比 (亿元, %)	7
图表 12: 青岛风电净利润及同比 (亿元, %)	7
图表 13: 数据中心建设规模 (万台)	8
图表 14: 新能源汽车销量 (万辆)	8

1 业绩增长态势良好，持续推进降本增效

公司主营业务为高分子核辐射改性新材料及系列电子、电力、电线新产品的研发、制造和销售，开发运营风力发电、布局新能源汽车、智能制造等相关产业。

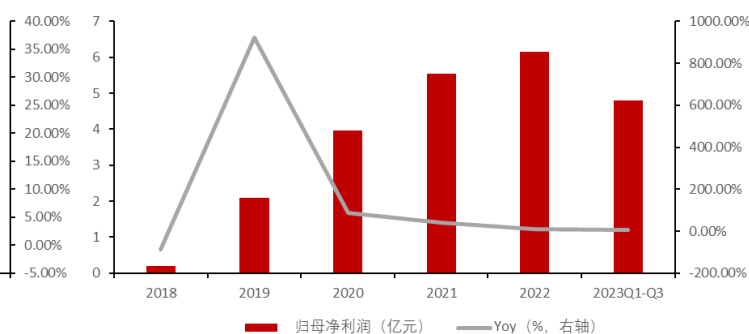
2023 年前三季度，公司实现营业收入 40.13 亿元，同比增长 3.30%；实现归母净利润 4.80 亿元，同比增长 7.93%。

图表1：营业收入及同比（亿元，%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

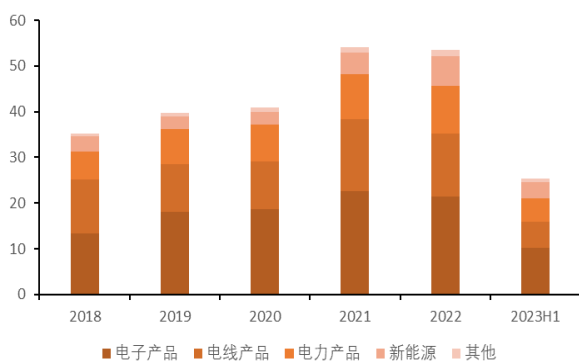
图表2：归母净利润及同比（亿元，%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

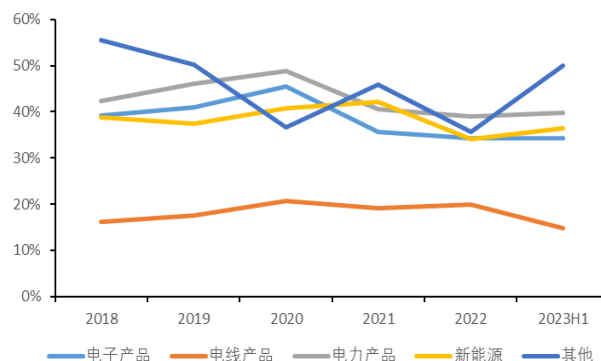
2023 年上半年，公司的电子/电线/电力/新能源产品营收分别为 10.30/5.55/5.26/3.44 亿元，分别占比总营收 40.6%/21.9%/20.8%/13.6%。各品类产品毛利率保持稳定；具体来看，2023 年上半年，电子/电线/电力/新能源产品毛利率分别为 34.27%/14.88%/39.74%/36.44%。

图表3：各品类产品营收结构（亿元）



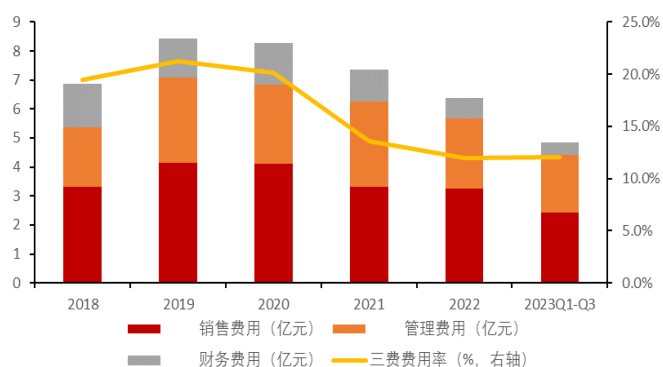
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表4：各品类产品毛利率（%）

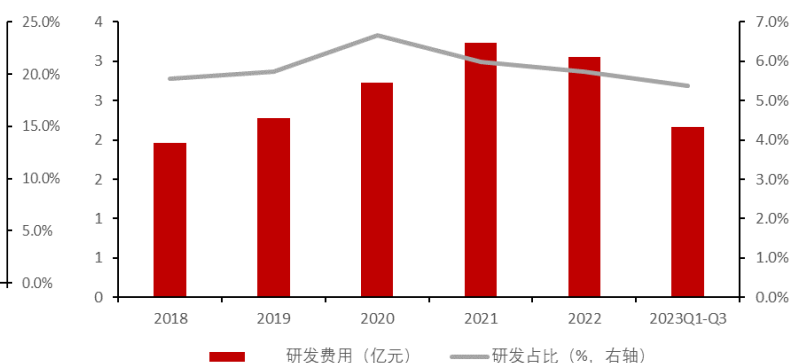


资料来源：iFind，中邮证券研究所

2023 年前三季度，公司销售/管理/财务费用分别为 2.44/1.98/0.42 亿元，三费合计为 4.84 亿元，同比增长 2.3%，三费费用率为 12.1%，费用率呈稳步下降趋势；公司研发支出为 2.16 亿元，同比下降 4.4%，研发支出占比为 5.4%。

图表5：三费及费率（亿元，%）


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表6：研发支出及占比（亿元，%）


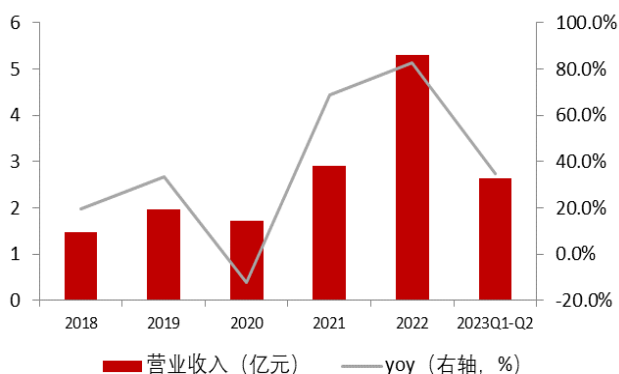
资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 “新材料+新能源”纵深发展，多元化产品矩阵

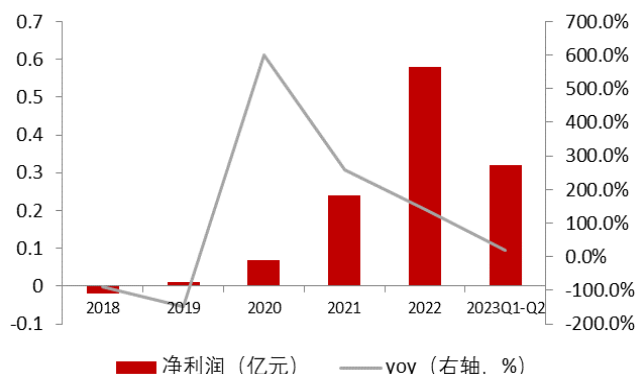
2.1 新能源汽车配套充电桩市场缺口大，拉动充电枪的需求

据中国充电联盟数据显示，截至 2022 年底，我国新能源汽车充电基础设施增量为 259.3 万台，桩车增量比为 1:2.7，2023 年 2 月八部委发布《关于组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的通知》，预期 2023 年-2025 年新增标准车桩比达 1:1，完成该目标需新增约 100 万个公共充电桩新增市场规模近 500 亿元。充电桩的加速建设，将带动充电枪的市场需求，且随着超级快充的不断渗透，大功率液冷充电枪将成为新的发展趋势。

2023 年上半年，沃尔新能源实现营收 2.63 亿元，同比增长 34.87%；实现净利润 0.32 亿元，同比增长 18.52%。

图表7：沃尔新能源营收及同比（亿元，%）


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表8：沃尔新能源净利润及同比（亿元，%）


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司对控股子公司沃尔新能源实施增资扩股，提升子公司资金实力。公司以及公司部分核心员工出资成立的两家合伙企业以 9.35 元/注册资本增资沃尔新能源，增资总额为 10338.94 万元，其中 1105.77 万元计入注册资本，其余 9233.17 万元计入资本公积。本次增资完成后，公司将直接持有沃尔新能源 76.71% 的股权，持股比例提升 0.1%。实施增资有利于满足沃尔新

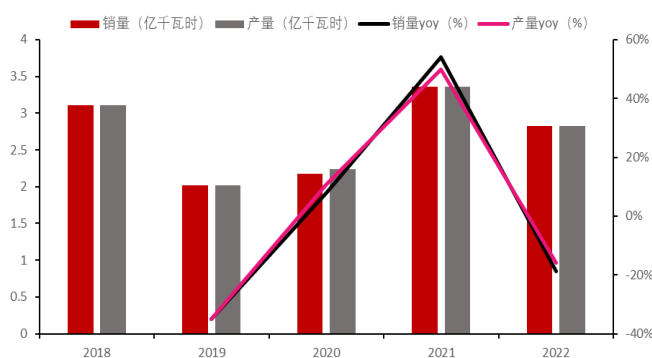
能源经营发展所需资金，优化其债务结构，加大对当前快速发展的新能源汽车配套设施的建设投资。

2.2 风电项目业绩稳定，连通上下游产业链

青岛沃尔新源风力发电有限公司成立于2011年6月22日，从事风电技术开发、测风、太阳能技术开发、风电场及太阳能发电场的建设和经营业务。

公司风电项目运行良好，发电能力达到预期。青岛风电河头店、东大寨及河崖风电场总容量为144.2MW，三个项目预计年上网电量分别为10737/10758/10560万千瓦时，预计年等效满负荷利用小时数分别为2209/2214/2200小时。三个风力发电场2023年半年度上网电量为1.75亿千瓦时，所发电量全部销售给国网山东省电力公司烟台供电公司。

图表9：青岛风电产销情况（亿千瓦时，%）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

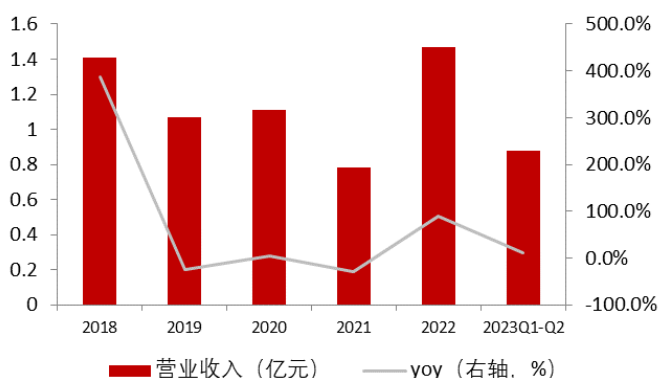
图表10：风电项目信息

指标	河头店项目	东大寨项目	河崖项目
装机容量	48.6MW	48.6MW	48MW
预计年有效利用小时数 (小时)	2209	2214	2200
发电量系数 (投产第一年)	0.82	0.82	0.85
预计上网电量 (投产第一年, MWh)	88044.22	88216.42	89760.00
实际上网电量 (投产第一年, MWh)	103026.01	119081.59	/
含税电价 (元/kwh)	0.61	0.61	0.60
发电收入 (万元)	6284.59	7201.86	4642.76

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

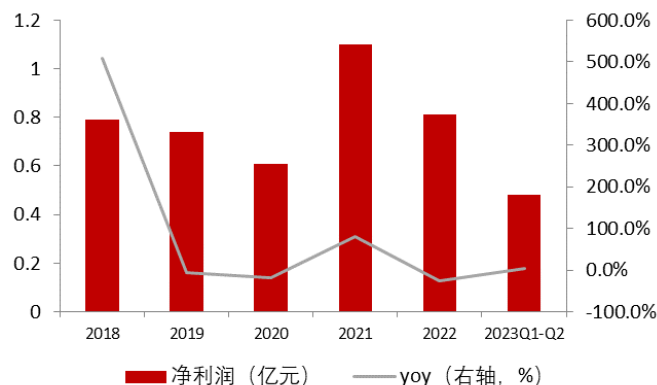
2023年上半年，青岛风电实现营收0.88亿元，同比增长11.39%；实现净利润0.48亿元，同比增长4.35%。目前，公司的风电项目业绩较为稳定，能为公司带来稳定的现金流。

图表11：青岛风电营收及同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表12：青岛风电净利润及同比（亿元，%）



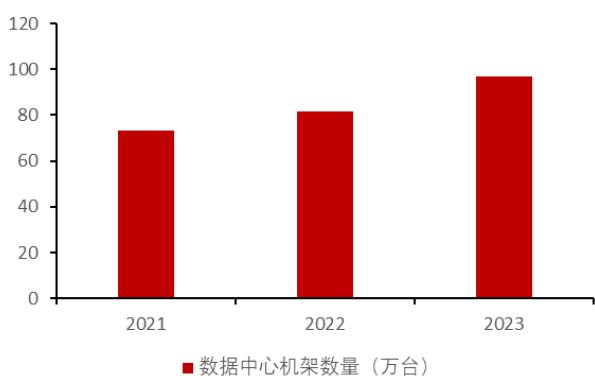
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.3 电线业务：人工智能催化产业升级，助推线缆需求攀升

公司电线系列产品主要包括高速通信线、汽车工业线、工业机器人线及消费电子线等类别产品。其中，高速通信线广泛应用于数据中心、服务器、交换机/工业路由器等数据信号传输领域，包括 56G、112G、400G、800G 等多种规格；汽车工业线广泛应用于传统汽车和新能源汽车领域，包括汽车低压线、新能源电池高压连接线等；工业机器人线广泛应用于多关节机器人、等领域，包括机器人本体线、机器人地板线、机器人示教器线、拖链线等。

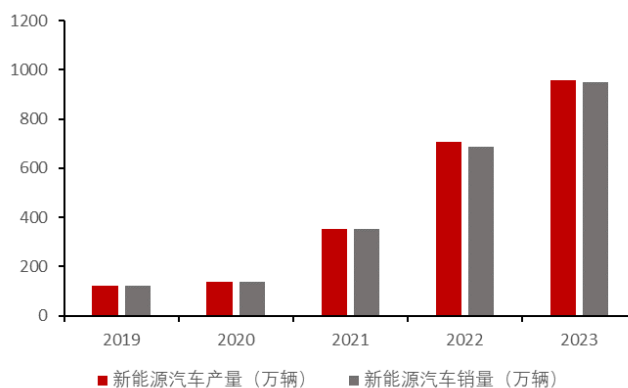
在 5G 商用、物联网、云计算、人工智能等新兴行业的推动下，全球数据中心建设、工业机器人、新能源汽车等领域得到较快发展。我国工信部数据显示，2022 年底全国在用数据中心机架总规模超过 650 万标准机架，近五年年均增速超过 30%。另外，2023 年新能源汽车产销分别为 949.5/958.7 万辆，增速近 40%。

图表13：数据中心建设规模（万台）



资料来源：工信部，中邮证券研究所

图表14：新能源汽车销量（万辆）



资料来源：工信部，中邮证券研究所

2013 年，沃尔核材通过全资子公司香港沃尔贸易有限公司通过现金方式收购乐庭电线有限公司持有的乐庭电线工业（惠州）有限公司等五家子公司的 100% 股权，交易价格为 4328 万美元，在辐射改性材料与高端电线工艺方面形成合力，切入电线产品。

公司加大研发投入力度，不断拓展与丰富电线产品品类，提升产品性能。公司完成抗焊渣机器人用线项目开发，该产品应用于汽车自动化生产焊接机器人，满足抗焊渣、五百万次拖链试验需求，提升了公司工业领域用线的市场竞争力；高速通信线方面，公司成功开发 400G 高速通信线，并实现稳定量产，该产品成品线径小、线材柔软，目前已应用于多个高速通信项目；成功开发 PCIe5.0 高速交换机线材，可用作高速高端机内用线，产品具有更高的传输速率及稳定性，进一步拓展公司产品在高速通信领域的应用。

2.4 电力业务：“高压化”引领电力行业新趋势

公司电力系列产品主要涵盖各应用领域及各电压等级的电缆附件、可分离连接器等，具备为电缆与输配电线路提供保护、连接和固定等功能。在高压领域，公司自主设计研发的 330kV、500kV 超高压电缆附件在电力工业电气设备质量检验检测中心一次性通过了预鉴定试验，标志着公司成为国内可生产超高压电缆附件的厂家之一，公司将积极加大相关产品的市场开拓力度。

2.5 电子业务：不断完善产品性能，进军高端产品领域

上海长园电子材料有限公司作为新材料行业领导者，始终专注于功能高分子材料及相关制品的研发、生产和销售。主要产品包括双壁管、PEFE 系列套管等产品，广泛应用在航空航天、军工、汽车等领域。

近期，公司电子产品在高端领域的研发工作不断取得突破：(1) 航空方面：完成中国商飞 CELB 系列两款绑扎式标签产品开发，产品具有耐高温、耐腐蚀、高阻燃等特点，可保持永久性标识，广泛应用于航空航天、飞机制造等领域；(2) 军工方面：完成耐盐雾耐酸大气军工系列热缩套管研制，产品主要用于盐雾及酸性大气环境中等使用要求高的场合，可有效避免机械破坏和化学侵蚀；(3) 汽车方面：完成氟橡胶热缩管的开发，该产品可运用于军工车辆、高铁动车、舰船设备或商用线缆终端、分离结合处等的防护，目前已成功入围法雷奥全球供应商并实现批量销售；(4) 医疗方面：**完成 1.6 倍率 FEP 热缩管和直径 1.0mm 以下 FEP 热缩管产品的开发**，产品具有抗弯折性、耐腐蚀性等特点，可广泛应用于医疗器械行业，产品规格满足市场需要。

3 盈利预测

预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 57.48/67.44/80.41 亿元，分别同比增长 7.62%/17.33%/19.23%；归母净利润分别为 7.10/8.43/10.38 亿元，分别同比增长 15.62%/18.67%/23.14%，对应 EPS 分别为 0.56/0.67/0.82 元。

以 2024 年 3 月 6 日收盘价 7.05 元为基准，对应 2023-2025E 对应 PE 分别为 12.50/10.53/8.55 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

4 风险提示

宏观经济不及预期，原材料价格波动风险，项目建设不及预期等。

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
利润表					成长能力				
营业收入	5341	5748	6744	8041	营业收入	-1.2%	7.6%	17.3%	19.2%
营业成本	3657	3909	4586	5468	营业利润	9.3%	17.6%	18.5%	22.6%
税金及附加	45	48	55	67	归属于母公司净利润	11.2%	15.6%	18.7%	23.1%
销售费用	324	351	411	490	获利能力				
管理费用	243	287	336	389	毛利率	31.5%	32.0%	32.0%	32.0%
研发费用	306	337	395	468	净利率	11.5%	12.4%	12.5%	12.9%
财务费用	71	31	23	16	ROE	14.1%	14.2%	14.5%	15.1%
资产减值损失	-21	0	0	0	ROIC	11.0%	11.5%	11.9%	12.7%
营业利润	724	852	1009	1237	偿债能力				
营业外收入	7	4	5	6	资产负债率	42.4%	37.9%	35.9%	33.2%
营业外支出	4	7	7	6	流动比率	1.48	1.83	1.99	2.11
利润总额	727	849	1007	1237	营运能力				
所得税	67	86	102	121	应收账款周转率	3.03	3.04	3.17	3.41
净利润	660	763	906	1115	存货周转率	8.23	9.04	11.04	11.18
归母净利润	614	710	843	1038	总资产周转率	0.66	0.67	0.72	0.76
每股收益(元)	0.49	0.56	0.67	0.82	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.49	0.56	0.67	0.82
货币资金	865	1435	1864	2098	每股净资产	3.46	3.96	4.63	5.45
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	2164	2384	2694	2942	PE	14.45	12.50	10.53	8.55
预付款项	59	96	102	115	PB	2.04	1.78	1.52	1.29
存货	701	571	651	787	现金流量表				
流动资产合计	4134	4777	5634	6325	净利润	660	763	906	1115
固定资产	2523	2393	2696	3295	折旧和摊销	251	169	231	218
在建工程	131	131	131	131	营运资本变动	-163	21	-207	-299
无形资产	283	244	210	194	其他	122	51	38	34
非流动资产合计	4194	4055	4324	4906	经营活动现金流净额	870	1005	968	1068
资产总计	8328	8832	9958	11231	资本开支	-344	-5	-504	-802
短期借款	594	594	594	594	其他	-68	1	10	12
应付票据及应付账款	982	1024	1201	1432	投资活动现金流净额	-412	-4	-494	-790
其他流动负债	1215	999	1042	969	股权融资	70	-83	0	0
流动负债合计	2791	2616	2837	2995	债务融资	-256	-298	0	0
其他	737	735	735	735	其他	-142	-51	-44	-44
非流动负债合计	737	735	735	735	筹资活动现金流净额	-328	-432	-44	-44
负债合计	3529	3351	3571	3729	现金及现金等价物净增加额	142	570	429	234
股本	1260	1260	1260	1260					
资本公积金	268	285	285	285					
未分配利润	2743	3348	4065	4947					
少数股东权益	440	493	555	632					
其他	88	95	221	377					
所有者权益合计	4799	5481	6387	7502					
负债和所有者权益总计	8328	8832	9958	11231					

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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