

2024年08月15日

证券研究报告·新股分析报告

太湖远大 (920118) 基础化工



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

环保型线缆材料“小巨人”，募投项目助力产能再升级

投资要点

- 推荐逻辑：**1) 环保型线缆材料行业领先企业，国内大型知名电缆企业的主要供应商，公司入选《2018年中国线缆原材料（非金属）行业最具竞争力企业10强》，2023年入选中国电线电缆行业最具竞争力企业前20强中有19家是公司的合作客户；2) 下游电线电缆行业稳步增长，带动线缆材料行业发展，根据《中国电线电缆市场2023白皮书》预测，2026年电线电缆总体市场规模预计将达到1.5万亿元，2023-2026年CAGR达5.1%；3) 募投扩产打破产能瓶颈，公司募投项目达成后每年将新增500kV及以下过氧化物可交联电缆料2万吨，35kV及以下过氧化物可交联电缆料1.2万吨，新能源特种材料3.8万吨的产能。
- 国内大型知名电缆企业的主要供应商，多方延长限售彰显长期信心。**公司是国内少数实现生产规模化、产品系列化的线缆材料生产企业之一，也是国内大型知名电缆企业的主要供应商之一，入选中国电器工业协会电线电缆分会和线缆信息研究院迄今最近一次评选的《2018年中国线缆原材料（非金属）行业最具竞争力企业10强》。2023年入选中国电线电缆行业最具竞争力企业前20强中有19家是公司的合作客户。控股股东、实际控制人承诺上市后限售24个月，战配投资者长兴虹亮股权投资合伙企业（有限合伙）和北京中科图灵基金管理有限公司获配股份限售18个月，其他战略配售投资者获配股份限售12个月。公司限售股数量共计3600.6万股，占公司发行后总股本的70.7%，新股上市抛压有限。
- 下游需求驱动叠加战略导向，线缆用高分子材料市场持续扩张。**电线电缆行业的发展既服务于国家战略，又受益于国家战略，下游电力网络、信息网络、交通网络、能源网络等领域的扩张都将带动线缆材料行业市场规模进一步扩大。根据《中国电线电缆市场2023白皮书》的预测，2024-2026年整体电缆市场规模预期增速分别为5.8%、4.5%、3.1%，至2026年电线电缆总体市场规模预计将达到1.5万亿元。未来电力电缆及电气装备用电线电缆将保持平稳的发展趋势，进而带动线缆材料行业的发展。
- 募投扩产打破产能瓶颈，开展高压电缆用高分子材料及新能源特种材料新产品的生产销售。**尽管自2021年以来公司产能不断提升，但产能依然面对瓶颈，无法满足持续增长的下需求。公司计划新增500kV及以下过氧化物可交联电缆料2万吨，35kV及以下过氧化物可交联电缆料1.2万吨，新能源特种材料3.8万吨的产能。
- 投资建议：**本次公司发行价为17.00元/股，对应PE为11.2倍（不行使超额配售选择权）。可比公司PE平均值32.8倍。考虑到公司作为国内大型知名电缆企业的主要供应商，受下游电线电缆行业稳步增长带动，募投项目解除产能限制，同时公司高压电缆用高分子材料及新能源特种材料新产品有望开辟全新增长曲线，建议积极关注。
- 风险提示：**原材料价格波动风险、市场竞争加剧的风险、境外销售风险、产品质量风险、应收类款项回收风险、经营活动现金流的风险、新股发行失败风险、募投项目实施不及预期风险、新增产能消化风险和收益不及预期风险。

西南证券研究发展中心

分析师：刘言

执业证号：S1250515070002

电话：023-67791663

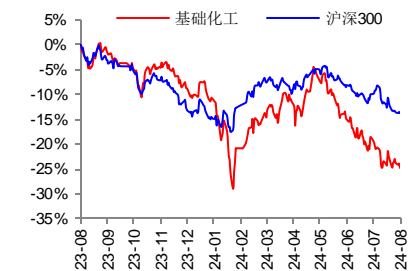
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

联系人：李文苑

电话：17396222897

邮箱：liac@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：ifind

本次发行情况

发行前总股本(万股)	4359.60
本次发行(万股)	730.00
发行后总股本(万股)	5089.60
2023年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.69

主要指标 (2023年)

每股净资产(元)	9.59
毛利率(%)	10.77
流动比率	1.49
速动比率	1.37
应收账款周转率(次)	5.67
资产负债率(%)	55.71
净资产收益率(%)	21.05

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 深耕线缆用高分子材料二十载，步入发展跨越期	1
1.1 国内大型知名电缆企业的主要供应商，占据行业重要地位.....	1
1.2 股权结构稳定，多方自愿延长锁定期彰显长期发展信心.....	2
1.3 营收规模稳定提高，盈利能力快速回升.....	4
2 线缆用高分子材料下游应用广泛，多领域需求稳步扩张	6
2.1 多政策利好行业发展，未来将持续扩容.....	6
2.2 下游需求驱动叠加战略导向，线缆用高分子材料市场持续扩张.....	7
2.3 中小市场参与者逐步出清，国产替代逻辑渐显.....	9
3 募投扩产助拓成长空间，新产品开辟全新增长曲线	11
3.1 产品性能稳定性居行业前列，深入下游线缆客户供应体系.....	11
3.2 研发投入加码，聚焦于经济环保及国外垄断产品.....	14
3.3 募投项目助力产能再升级，瞄准高压电缆用高分子材料及新能源特种材料新产品.....	16
4 投资建议	18
5 风险提示	18

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	2
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 8 月 9 日)	3
图 3: 2020-2024H1 公司营业总收入及增速	4
图 4: 2020-2024H1 公司归母净利润及增速	4
图 5: 2020-2024H1 公司分产品营收情况	5
图 6: 2020-2024H1 公司分区域营收情况	5
图 7: 2020-2024H1 公司毛利率及净利率情况	5
图 8: 2020-2024H1 公司各项费用率	5
图 9: 线缆用高分子材料主要应用于各类线缆产品中	6
图 10: 线缆用高分子材料行业上下游	6
图 11: 2017-2023 年我国全社会用电量	8
图 12: 2017-2023 年我国新能源发电装机容量情况	8
图 13: 2019-2024Q1 我国 5G 基站数量	9
图 14: 2017-2023 年我国铁路发展情况	9
图 15: 我国电线电缆市场总体规模发展情况	9
图 16: 我国电线电缆材料行业情况	9
图 17: 行业竞争格局	10
图 18: 2021-2023 年公司对主要客户销售情况 (万元)	14
图 19: 2020-2024H1 公司研发费用投入情况	15
图 20: 2022-2024H1 公司研发人员占比情况	15
图 21: 2021-2023 年公司产能情况	17
图 22: 2021-2023 年公司外协加工情况	17
图 23: 2021-2023 年公司产能利用率情况	17
图 24: 2021-2023 年公司产销率情况	17

表 目 录

表 1: 公司主要产品.....	1
表 2: 公司股东关于股份锁定的承诺.....	3
表 3: 线缆用高分子材料相关行业主要法律法规及其政策.....	6
表 4: 公司产品细分领域主要竞争对手与公司对比.....	10
表 5: 公司核心产品硅烷交联聚乙烯电缆料与行业对比情况.....	12
表 6: 公司核心产品化学交联聚乙烯电缆料与行业对比情况.....	12
表 7: 公司核心产品低烟无卤电缆料与行业对比情况.....	12
表 8: 公司核心产品屏蔽料与行业对比情况.....	13
表 9: 公司在研项目情况.....	15
表 10: 公司募投项目情况.....	17
表 11: 可比公司估值.....	18

1 深耕线缆用高分子材料二十载，步入发展跨越期

1.1 国内大型知名电缆企业的主要供应商，占据行业重要地位

聚焦线缆用高分子材料行业，产品广泛应用于通信、电力、轨道交通、新能源等众多领域。公司是一家集环保型线缆用高分子材料研发、制造、销售、服务为一体的国家高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业，主要产品分为硅烷交联聚乙烯电缆料、化学交联聚乙烯电缆料、低烟无卤电缆料和屏蔽料四大类，公司亦可根据客户要求研发具有特殊性能的高分子材料，下游涉及通信、电力、轨道交通、新能源等众多领域。公司是国内少数实现生产规模化、产品系列化的线缆材料生产企业之一，也是国内大型知名电缆企业的主要供应商之一，入选中国电器工业协会电线电缆分会和线缆信息研究院迄今最近一次评选的《2018年中国线缆原材料（非金属）行业最具竞争力企业10强》。

表 1：公司主要产品

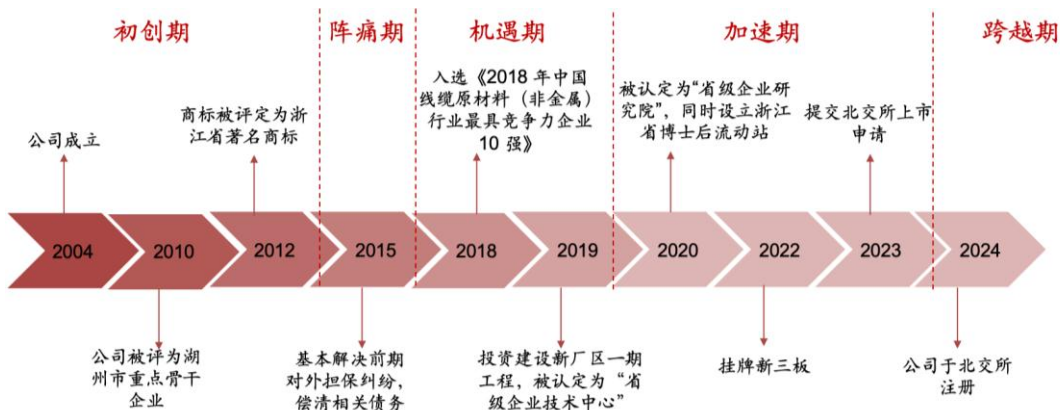
产品名	图示	特点	应用的电缆种类	功能及用途	应用图示
硅烷交联聚乙烯电缆料		具有优异的电绝缘性能、抗老化能力、耐低温脆化性能和拉伸强度	主要用于中低压电力电缆、电气装备用电线电缆	主要应用于 10KV 以下的电力电缆绝缘层以及控制电缆、计算机电缆、船用电缆等的绝缘层，属于中低压电缆料。	
化学交联聚乙烯电缆料		不含重金属等有害物质，具有优异的力学性能、电性能和抗热老化性能	主要用于中压电力电缆	主要用于生产 35kV 及以下中低压电线电缆，主要功能是输送电能，应用在配电网、工业装置或其他需要大容量用电领域。	
低烟无卤电缆料		具有良好的电学性能，阻燃性能高、发烟量低、二次危害小	主要用于电气装备用电线电缆、通讯电缆及光纤、电力电缆	主要应用于有无卤阻燃要求的电缆绝缘层和护套层，比如船用电缆、轨道交通电缆、通信电缆等对安全要求高的领域以及人员较集中，空气流动性较差的场所。	
屏蔽料		具有优异的耐热性和机械性能	主要用于电力电缆	主要作用是使电场分布均匀，降低电场强度，以减少交界面上的气隙，提高电缆起始电晕放电电压和电缆耐游离放电性能，并在一定程度上降低绝缘层的温升，以保护主绝缘。	

数据来源：公司第一轮问询函回复，西南证券整理

深耕线缆用高分子材料行业 20 年，瞄准更广阔市场进入发展跨越期。公司从设立至今的业务发展经历了如下五个阶段：

- **初创期（2004 年-2012 年）：**公司以标准化程度相对较高的中低压线缆用高分子材料作为切入口，化学交联聚乙烯电缆料和硅烷交联聚乙烯电缆料生产线陆续投产并取得市场认可，同时在 2010 年扩充了低烟无卤电缆料、聚氯乙烯电缆料等产品。
- **阵痛期（2012 年-2015 年）：**2012 年，公司受被担保对象违约的连带责任影响，资金流动紧张。为破解经营困局，公司集中资源投入到主打产品化学交联聚乙烯电缆料和硅烷交联聚乙烯电缆料之中，控制低烟无卤电缆料的资源配置，并停止了聚氯乙烯电缆料业务。

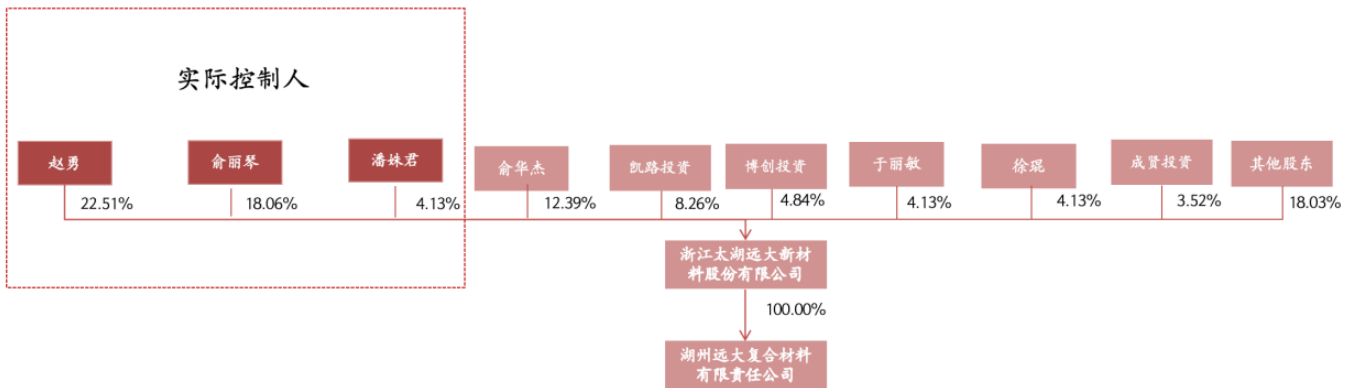
- **机遇期（2015年-2019年）：**2015年，公司基本偿还了相关债务，各项业务步入正轨。2016年，电力发展“十三五”规划提出，为公司提供了广阔的市场空间；2017年，西安地铁奥凯电缆事件爆发后，低价恶性竞争的市场环境得以整饬，公司迎来了新的发展机遇。公司制定了硅烷交联聚乙烯绝缘料及化学交联聚乙烯绝缘料规模化、低烟无卤电缆料特色化的竞争策略，产品矩阵不断丰富，在行业内已经形成了较强的竞争优势。
- **加速期（2019年-2023年）：**在前期积累的基础上，2019年公司投资建设新厂区一期工程，线缆用高分子材料规划产能7.8万吨，新厂区一期于2020年开始陆续启用，公司进入了快速发展时期。2022年，公司挂牌新三板。
- **跨越期（2023年-2027年）：**结合国产化率提升战略，以及新能源建设需求，公司围绕“专注、专心、专业”战略方针，提出“打造细分行业具有国际竞争力产品”的愿景目标，确立“紧盯主业、规避风险、缜密规划、精耕细作、夯实能力、稳健增效”的经营理念，努力建设成为线缆用高分子材料制造领域的行业翘楚。在原有业务基础上，公司将超高压系列电缆料、新能源特种线缆料和特定用途高分子材料的研发及生产作为发展重点。

图 1：公司发展历程


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

1.2 股权结构稳定，多方自愿延长锁定期彰显长期发展信心

公司股权结构稳定，赵勇、俞丽琴、以及潘姝君为实际控制人。截至2024年8月9日，公司董事兼总经理赵勇先生持股22.5%；公司董事长俞丽琴女士持股18.1%；公司董事潘姝君女士持股4.1%。俞丽琴女士与赵勇先生为夫妻关系，赵勇先生与潘姝君女士为父女关系。三人一致行动人，合计持有公司股份共44.7%，股权较为集中。俞丽琴女士及赵勇先生从业经验丰富，均有多年相关工作经历。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 8 月 9 日）


数据来源：Wind, 公司招股说明书, 西南证券整理

多方延长限售彰显长期信心，限售股占发行后总股本超 7 成，新股上市抛压有限。公司控股股东、实际控制人承诺公司股票上市后限售 24 个月，对比北交所规定的实控人限售期 12 个月，彰显实控人对公司长期发展的充足信心。公司发行前单一或一致行动人合计持股 5% 及以上等股东承诺如减持公司股份，将严格遵守证监会、北交所的规则及时、准确地履行报告、预先披露及信息披露义务。另外，战配方面，长兴虹亮股权投资合伙企业（有限合伙）和北京中科图灵基金管理有限公司获配股份限售期为 18 个月，其他战略配售投资者获配股份限售期为 12 个月，限售期较以往北交所新上市公司战配限售期 6 个月也有显著提升。综合来看，公司限售股数量共计 3600.6 万股（不包含自愿限售期至上市日股数），占公司发行后总股本的 70.7%。

表 2：公司股东关于股份锁定的承诺

股东姓名或名称	限售股票数量 (股)	限售股数占公司 发行后总股本比例	限售时间
控股股东、实际控制人俞丽琴、赵勇及潘姝君	19488600	38.29%	24 个月
股东俞华杰	5,400,000	10.61%	12 个月
董监高夏臣科、莫建双、郑颜	157,000	0.31%	12 个月
非法定限售股东博创投资	2,111,400	4.15%	6 个月
非法定限售股东凯路投资、于丽敏、成贤投资、徐琨、惠畅投资、钱爱荣、启诚慧投资、冯越	8,484,000	16.67%	所持 50% 股票锁定 6 个月， 所持 20% 股票锁定 12 个月，
小计	35,641,000	70.03%	/
战略配售投资者名称	实际获配数 (股)	实际获配数占公司 发行后总股本比例	限售时间
长兴虹亮股权投资合伙企业（有限合伙）	54,750	0.11%	18 个月
北京中科图灵基金管理有限公司	54,750	0.11%	18 个月
青岛鹿秀投资管理有限公司（鹿秀驯鹿 10 号私募证券投资基金）	36,500	0.07%	12 个月
山东国泰平安投资管理有限公司	36,500	0.07%	12 个月
复利汇通（深圳）私募股权投资基金管理有限公司	36,500	0.07%	12 个月
山东益兴创业投资有限公司	36,500	0.07%	12 个月
上海贝寅私募基金管理有限公司（云竺贝寅行稳 1 号私募证券投资基金）	36,500	0.07%	12 个月

上海晨鸣私募基金管理有限公司(晨鸣4号私募证券投资基金)	36,500	0.07%	12个月
广东力量鼎泰股权投资合伙企业(有限合伙)	36,500	0.07%	12个月
小计	365,000	0.72%	/
合计	36,006,000	70.74%	/

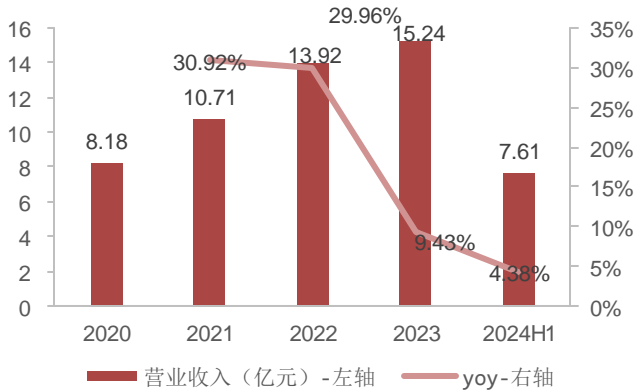
数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, 西南证券整理

1.3 营收规模稳定提高, 盈利能力快速回升

营业收入逐年稳步增长, 盈利能力逐步提升。1) 从营收端看, 受益于下游电线电缆的需求量不断增加, 公司积极开拓境外市场, 同时新厂房于 2020 年下半年逐步投入使用, 解决了公司产能瓶颈问题, 2020 年-2023 年, 公司营收由 8.2 亿元稳步增长至 15.2 亿元, 2021-2023 年复合增长率为 23.0%。其中 2023 年营收增速有所放缓, 主要是因为聚乙烯等原材料价格下降影响公司产品平均售价下降, 从销量角度看, 公司业务仍处于高速增长的发展阶段。2024 年上半年营业收入为 7.6 亿元, 同比增长 4.4%。

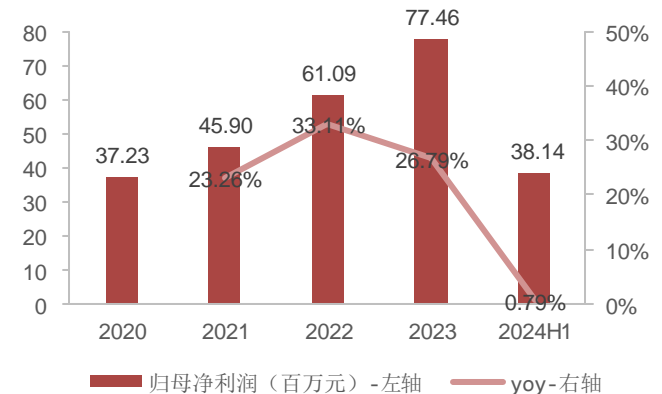
2) 从利润端看, 公司归母净利润占营业收入的比例基本稳定, 得益于公司营业收入的快速增长, 公司盈利情况亦相应提升增速较快, 由 2020 年的 37.2 百万元上升至 2023 年的 77.5 百万元; 2021-2023 年复合增长率为 27.7%。公司 2024 年上半年归母净利润为 38.1 百万元, 同比增长 0.8%。

图 3: 2020-2024H1 公司营业总收入及增速



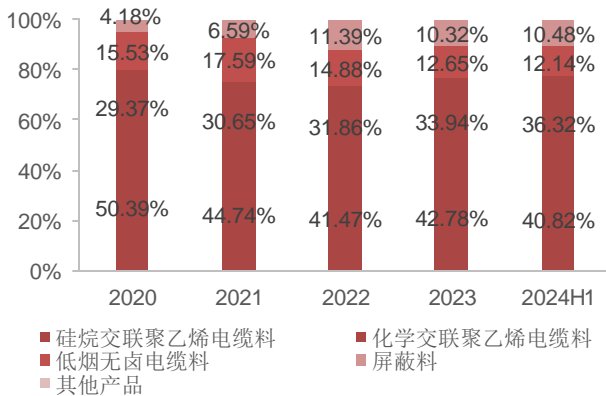
数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 4: 2020-2024H1 公司归母净利润及增速

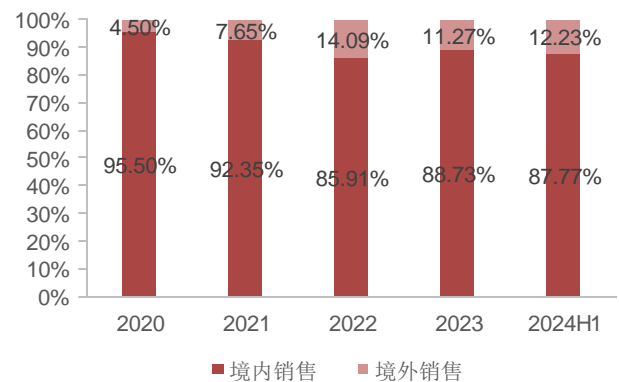


数据来源: iFinD, 西南证券整理

核心产品销售稳定, 境外销售不断增速。公司的核心产品硅烷交联聚乙烯电缆、化学交联聚乙烯电缆料、低烟无卤电缆料、以及屏蔽料自 2021 年来销售占比变化不大。2023 年, 公司硅烷交联聚乙烯电缆料、化学交联聚乙烯电缆料收入占比分别为 42.8%、33.9%, 是公司的主要收入来源。分区域来看, 公司境外销售占比提升速度较快, 由 2020 年的 4.5% 增加到 2023 年的 11.3%。

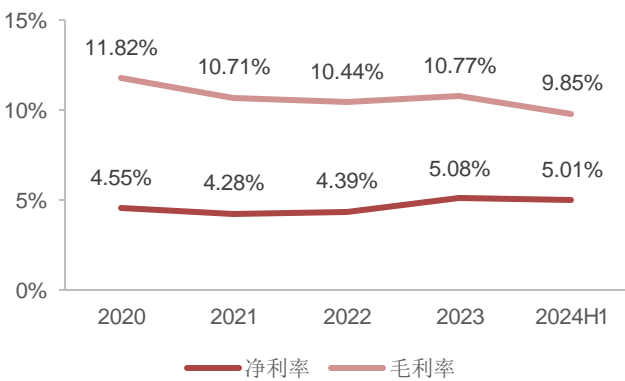
图 5：2020-2024H1 公司分产品营收情况


数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

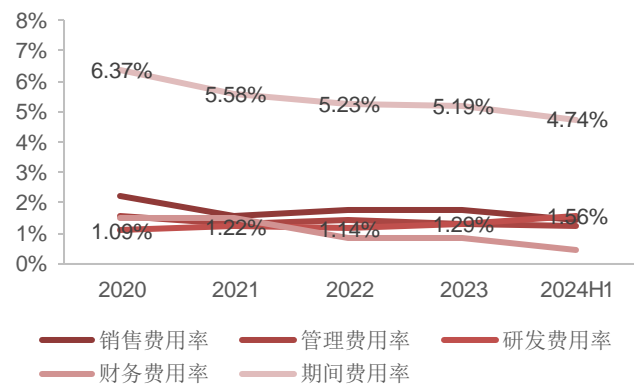
图 6：2020-2024H1 公司分区域营收情况


数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

整体利率保持稳定，期间费用率稳步下降。2020-2023 年公司毛利率由 11.8% 下降至 10.77%，主要是由于宏观经济影响下游市场需求，公司产品价格有所下降。2024 年 H1，受原材料价格上涨、销售单价调整相对滞后影响，同时毛利率相对高的外销占比下降，综合导致毛利率降至 9.9%。从费用端看，随着公司经营规模扩大，2020-2024H1 公司期间费用率由 6.4% 稳定下降至 4.7%，其中，销售费用率、管理费用率、以及财务费用率分别从 2.2%/1.6%/1.5% 下降至 1.5%/1.3%/0.5%；研发费用率不降反增，由 1.1% 增加至 1.6%。得益于费用摊薄，2020-2024 年 H1，公司净利率由 4.6% 上升至 5.0%。

图 7：2020-2024H1 公司毛利率及净利率情况


数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

图 8：2020-2024H1 公司各项费用率


数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

2 线缆用高分子材料下游应用广泛，多领域需求稳步扩张

2.1 多政策利好行业发展，未来将持续扩容

上游为石油化工行业，下游为电线电缆行业。线缆用高分子材料的上游行业包括石油化工行业以及添加剂制造业；下游为电线电缆，下游需求变化直接决定线缆用高分子材料行业的发展。我国线缆产品主要包括裸电线与裸导体制品、电力电缆、通信电缆与光缆、电气装备用电线电缆、绕组线五类，而线缆用高分子材料主要应用于电力电缆、通信电缆与光缆、电气装备用电线电缆中，为除金属导体、光纤外的主要原材料之一，包括绝缘材料、屏蔽料和护套料。

图 9：线缆用高分子材料主要应用于各类线缆产品中

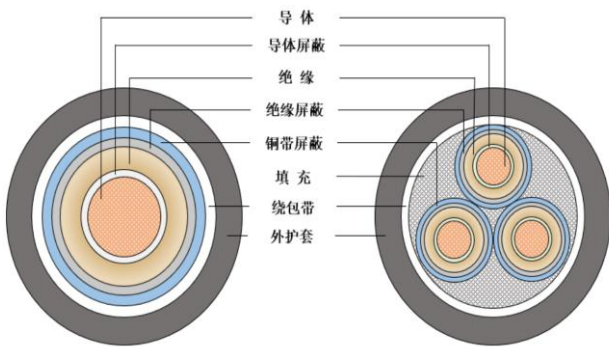
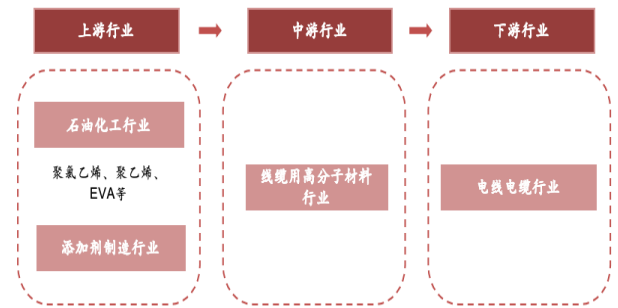


图 10：线缆用高分子材料行业上下游



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

多项政策利好为线缆用高分子材料行业发展提供多方面支持，行业持续扩容。自 2016 年来，国家出台了一系列政策利好线缆用高分子材料行业的发展。在上游行业，国家鼓励推动石油化工产业的优化升级，以提高线缆用高分子材料行业原材料的质量。在下游行业，国家推出了一系列电网建设政策，包括建设智慧电网和超远距离电力输送网，以及推进风电、太阳能发电大规模开发和高质量发展。随着国家不断建构以新能源为主的电力系统，作为国民经济建设基础的电线电缆行业的市场体量将保持较高增长，而线缆用高分子材料行业作为电线电缆行业的供给端未来也将不断扩容。

表 3：线缆用高分子材料相关行业主要法律法规及其政策

政策及法规	发布部门	发布时间	主要内容
《产业结构调整指导目录（2024 年本）》	发改委	2023 年	鼓励合成橡胶化学改性技术开发与应用，热塑性聚酯弹性体（TPEE）、氢化苯乙烯-异戊二烯热塑性弹性体（SEPS）等热塑性弹性体材料开发与生产。
《工业战略性新兴产业分类目录（2023）》	国务院第五次全国经济普查领导小组办公室	2023 年	将“交联聚乙烯（XLPE）绝缘电力电缆及电缆附件”纳入战略性新兴产业重点产品目录。
《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	工信部、发改委、科技部、生态环境部、应急管理部、国家能源局	2022 年	围绕新一代信息技术、生物技术、新能源、高端装备等战略性新兴产业，增加有机氟硅、聚氨酯、聚酰胺等材料品种规格，加快发展高端聚烯烃、电子化学品、工业特种气体、高性能橡塑材料、高性能纤维、生物基材料、专用润滑油脂等产品。
《中华人民共和国国民经济和	全国人大	2021 年	优化电力生产和输送通道布局，提升新能源消纳和存储能力，提升向

政策及法规	发布部门	发布时间	主要内容
社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》			边远地区输配电能力。
《中国电线电缆行业“十四五”发展指导意见》	中国电器工业协会 电线电缆分会	2021年	随着国家构建清洁低碳以新能源为主的电力系统、工业、建筑、交通等领域绿色环保战略的实施,作为国民经济建设基础的电线电缆行业总体需求将保持较高增长。“220KV及以上超净绝缘料(交、直流)、屏蔽料的研制、生产、推广应用”作为“十四五”期间我国电线电缆行业“突破关键材料及工艺装备短板”的首要任务。
《2030年前碳达峰行动方案》	国务院	2021年	全面推进风电、太阳能发电大规模开发和高质量发展,坚持集中式与分布式并举,加快建设风电和光伏发电基地。
《中国光电线缆及光器件行业“十四五”发展规划》	中国电子元件行业协会 光电线缆及光器件分会	2021年	“一带一路”“中国制造2025”等政策带动绝缘和护套材料市场需求增资;新基建、新能源、电动汽车、核电装备等领域发展推动行业高端市场持续增长。
《国民经济和社会发展第十四个五年规划纲要》	全国人大	2021年	优化国内能源结构,提高新能源的比重,建设智慧电网和超远距离电力输送网。
《新材料产业发展指南》	工信部、发改委、科技部、 财政部	2016年	加快推动高端聚烯烃、特种合成橡胶及工程塑料等先进化工材料等为重点,大力推进材料生产过程的智能化和绿色化改造,重点突破材料性能及成分控制、生产加工及应用等工艺技术,不断优化品种结构,提高质量稳定性和服役寿命,降低生产成本,提高先进基础材料国际竞争力。

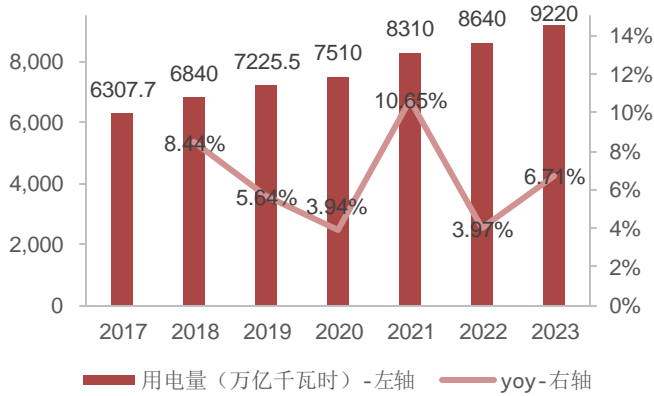
数据来源:公司招股说明书,西南证券整理

2.2 下游需求驱动叠加战略导向,线缆用高分子材料市场持续扩张

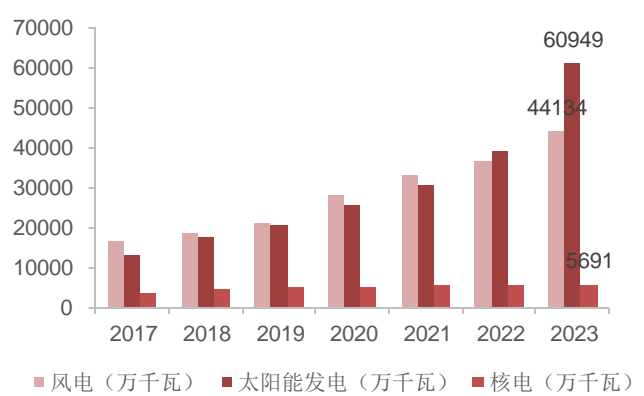
社会用电量稳步提升,电网工程建设持续加码。根据国家能源局发布全国电力工业统计数据,2023年全社会用电量9.2万亿度,同比增长6.7%。2023年全国主要发电企业电源工程建设投资完成9675亿元,同比增长30.1%,其中电网工程建设投资完成5275亿元,同比增长5.4%。此外,根据南方电网公司印发的《南方电网“十四五”电网发展规划》及国家电网公司在能源电力转型国家论坛上发布的未来五年计划投资规模约为3500亿美元,“十四五”期间,我国电网计划投资额将接近3万亿元,较“十三五”时期整体增加约3000亿元。电力工程建设的持续投入将带动线缆材料行业持续发展。

“双碳”背景下,新能源电力系统建设加速推进。根据国家能源局统计,截至2023年12月底,我国风电/太阳能发电/核电装机容量分别约4.4/6.1/0.6亿千瓦,同比分别增长20.7%/55.2%/2.4%。结合“十四五”规划提出“将非化石能源占能源消费总量比重提高到20%左右”;南方电网计划到2025年推动南方五省区新能源新增装机1亿千瓦,到2030年推动南方五省区新能源再新增装机1亿千瓦;国家电网2021年3月发布的“碳达峰、碳中和的行动方案”中提出,到2023年,公司经营区域内的核电装机达到8000万千瓦以上。清洁能源未来加速发展态势可期。特高压输电工程作为清洁能源传输的骨干网架,为新能源电力系统的重要组成部分。“十四五”期间,国家电网规划建成7回特高压直流,新增输电能力5600万千瓦,加上南网区所建特高压输电能力,十四五末期,特高压输电能力有望突破1亿千瓦。随着风电、光电的高速发展,作为风力发电设备配套产品的风力发电用电缆已

成为有巨大市场潜力的电缆新品种，同时作为光伏发电配套的光伏（PV）电缆快速发展也给线缆材料市场带来巨大潜力；核电发展也将成为线缆材料行业增长的又一引擎。

图 11：2017-2023 年我国全社会用电量


数据来源：Statista，西南证券整理

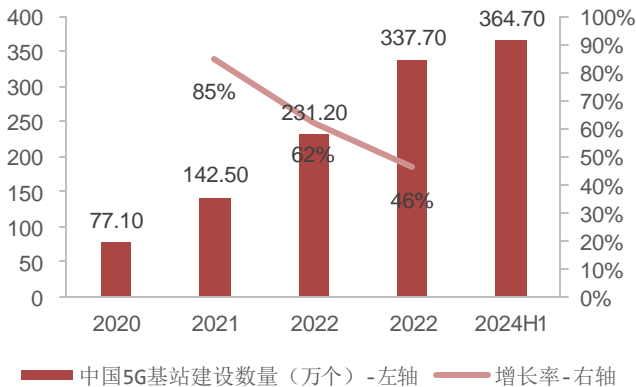
图 12：2017-2023 年我国新能源发电装机容量情况


数据来源：国家能源局，西南证券整理

5G 以及中国“双千兆”网络建设不断提速，公司产品需求不断增加。2021 年以来，我国信息通信业高质量发展取得新成效，建成开通 5G 基站超过 130 万个，5G 终端用户接近 5.0 亿户。结合此前工信部联合九部委出台的《5G 应用“扬帆”行动计划（2021-2023 年）》、工信部发布的《“双千兆”网络协同发展行动计划（2021-2023 年）》以及《“十四五”信息通信行业发展规划》，未来我国 5G 建设投入将持续增加。光通信是以 5G、数据中心为代表的新型基础设施重要的技术底座之一，也是 5G 融入千行百业的必要条件之一。随着新基建的提速和深入，光通信行业将迎来新一轮增长。未来，光纤光缆作为通信行业的技术底座，其需求将保持较为稳定的增长，其中仅移动基础设施建设将需要近 2 亿芯公里光纤光缆，到 2024 年这一数字将增长至 3 亿芯公里，年复合增长率约 14.5%，国内通信光缆用低烟无卤阻燃材料和聚乙烯护套料将继续维持增长。

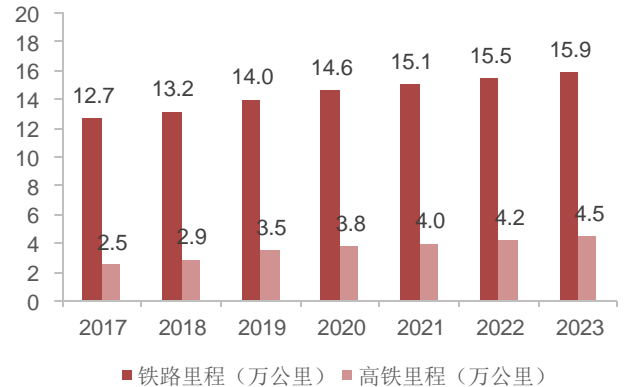
轨道交通建设不断发展，带动电缆需求量持续增长。随着建设快速网，基本贯通“八纵八横”高速铁路，有序推进城市轨道交通发展，完善干线网，加快普速铁路建设和既有铁路电气化改造等政策推出，我国轨道交通建设进程持续推进中。“十三五”期间，全国铁路营业里程由“十二五”末的 12.1 万千米增加到 14.6 万千米、增长 20.9%，其中高铁由 2.0 万千米增加到 3.8 万千米。“十四五”期间，铁路在建、已批项目规模为 3.2 万亿元，到 2025 年，全国铁路营业里程将达到 17 万千米左右，其中高铁（含城际铁路）5 万千米左右。轨道交通电缆的需求预计增长 30% 以上，未来满足铁路机车耐高温、环保、安全性能的硅橡胶耐高温材料、高性能低烟无卤阻燃环保材料等将得到大力发展。

图 13: 2019-2024Q1 我国 5G 基站数量



数据来源: 工信部, 西南证券整理

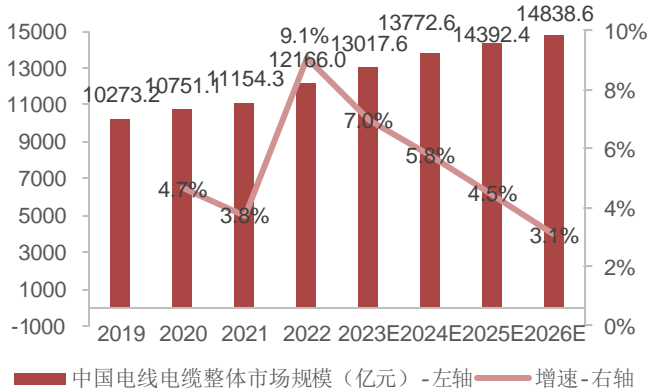
图 14: 2017-2023 年我国铁路发展情况



数据来源: 国家统计局, 全国铁路统计公报, 西南证券整理

受益于国家战略, 电力网络、信息网络、交通网络、能源网络等领域的建设, 电线电缆行业市场规模将进一步扩大。电线电缆行业的发展既服务于国家战略, 又受益于国家战略, 下游多领域的扩张都将带动线缆材料行业市场规模进一步扩大。根据《中国电线电缆市场 2023 白皮书》的预测, 2024-2026 年整体电缆市场规模预期增速分别为 5.8%、4.5%、3.1%, 至 2026 年电线电缆总体市场规模预计将达到 1.5 万亿元。未来电力电缆及电气装备用电线电缆将保持平稳的发展趋势, 进而带动线缆材料行业的发展。

图 15: 我国电线电缆市场总体规模发展情况



数据来源: 《中国电线电缆行业 2023 白皮书》, 西南证券整理

图 16: 我国电线电缆材料行业情况

线缆产品类型	产品特征及应用	2022 年市场空间 (亿元)	2022 年增速	2023 年增速 (预计)	主要线缆用高分子材料类型
电力电缆	配、输、变、供电线路中的强电能传输, 通过的电流大、电压高	4,810.9	7.8%	8.2%	聚氯乙烯电缆料、交联聚乙烯电缆料及屏蔽料
电气装备用电线电缆	各种机电设备及电气、控制系统、低压电源等传输系统, 电压等级相对较低, 普遍在 1kV 及以下	3,095.3	11.0%	6.3%	聚氯乙烯电缆料、交联聚乙烯电缆料、低烟无卤电缆料
裸导线	无绝缘层及护套层, 主要应用于城郊、开关柜等	1,909.6	7.0%	5.8%	无
绕组线	应用于发动机、电动机等电磁转换系统	1,215.8	9.0%	6.6%	绝缘漆
通信电缆及通信光纤	传输信号, 主要应用于通信领域	1,134.4	13.0%	6.3%	聚乙烯电缆料及低烟无卤电缆料
整体市场规模	/	12,166.0	9.1%	7.0%	/

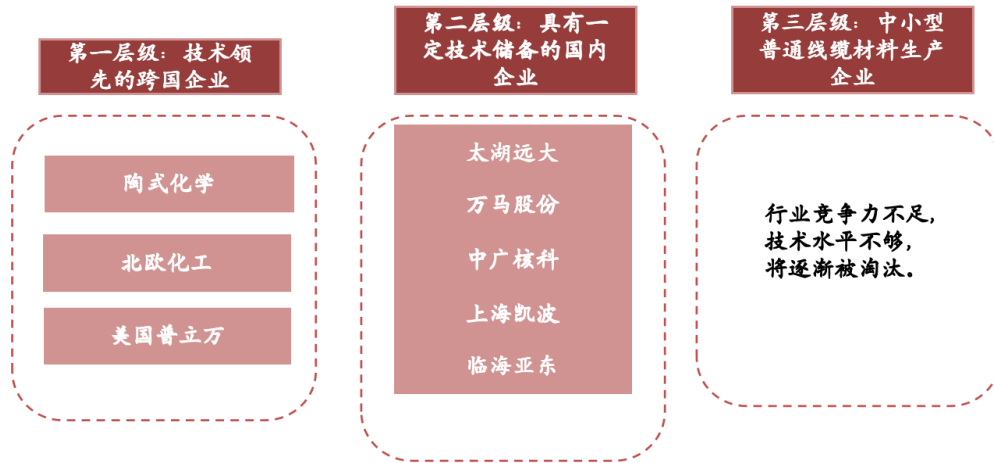
数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

2.3 中小市场参与者逐步出清, 国产替代逻辑渐显

竞争加剧, 整体行业集中度仍较低。线缆用高分子材料行业竞争较为充分, 行业集中度较低, 长期以来存在众多小型企业。随着资本市场不断发展, 一些有特色的中小线缆材料企业被吸收合并, 使得产业集中度略有上升, 但整体行业集中度仍较低, 中低端产品存在产能过剩的情况。我国线缆用高分子材料行业竞争格局分为技术和规模均领先的跨国企业、产品系列化规模化且有一定技术储备的国内企业、产品相对单一的中小型普通线缆材料生产企业三个层次。跨国企业往往在高性能专业型线缆用高分子材料配方上处于领先地位, 能通过不断推出高端产品从而引领行业的发展方向。产品系列化规模化且有一定技术储备的国内企业则受我国电线电缆行业高速发展的影响, 得以迅速成长, 且逐步引导行业产品实现进口替代,

占有率逐步扩大。第三层次的中小型普通线缆材料生产企业主要集中于中低端产品市场，不具备自主开发和生产新产品的能力，持续发展能力差，在以后的竞争中将被逐步淘汰。

图 17：行业竞争格局



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

同行业竞争激烈，公司处于行业领先地位。目前行业内公司主要竞争对手较多，多为上市公司或上市公司子公司。目前行业内同行业可比公司为：万马股份（002276）、中超新材（831313）、以及科普达（874129），此类公司与太湖远大目前同处行业领先地位。

表 4：公司产品细分领域主要竞争对手与公司对比

同行业公司	基本情况
浙江万马高分子材料集团有限公司	初创于 1994 年，注册资本为 2.22 亿元，是上市公司万马股份（002276）的核心子公司，业务涵盖电线电缆制造所需的化学交联、硅烷交联、PVC、PE、低烟无卤、屏蔽材料及弹性体等系列高分子材料，产销量在国内电线电缆领域连续多年名列前茅。
中广核高新核材集团有限公司	创建于 1984 年，注册资本为 15.45 亿元，公司是上市公司中广核核技术发展股份有限公司（000881）的全资子公司，主要产品包括电线电缆材料、光通信材料、工程塑料、弹性体材料、新能源材料、生物可降解材料、先进材料与制品。
上海凯波电缆特材股份有限公司	始创于 1993 年，注册资本为 9000 万元，公司是由上海电缆研究所投资控股和经营管理的高新技术企业，专业从事特种电缆新材料的研发制造和生产经营。
常熟市中联光电新材料有限责任公司	创立于 1995 年，注册资本为 2 亿元，公司是上市公司江苏中利集团股份有限公司（002309）的全资子公司，主营电缆料和光伏焊带，主要产品包括聚氯乙烯、交联聚乙烯、热塑性聚乙烯、低烟无卤阻燃聚烯烃、热塑性弹性体等材料。
杭州高新（300478）	成立于 2004 年，注册资本为 1.2 亿元，公司是深交所创业板上市公司，公司主营业务为线缆用高分子材料的研发、生产和销售，产品主要包括特种聚乙烯及交联聚乙烯电缆料、特种聚氯乙烯电缆料、通用聚氯乙烯电缆料、无卤低烟阻燃电缆料。
中超新材（831313）	成立于 2011 年，注册资本为 9000 万元，公司是新三板挂牌公司，公司主营业务为高分子聚合物电缆专用料的研发、生产与销售，产品主要包括过氧化物交联聚乙烯绝缘料、半导体屏蔽料、硅烷交联绝缘料、聚氯乙烯（PVC）电缆料、低烟无卤电缆料等 5 大系列。
临海市亚东特种电缆料厂	成立于 1994 年，注册资本为 840 万元，公司现有第二代（40 年使用寿命）及第三代（60 年使用寿命）K1、K2、

同行业公司	基本情况
	K3 类核电缆料, 150°C 及以下舰船、石油平台、光伏、机车、轨道交通、汽车用等各种电缆料: 耐油阻燃电缆料, 辐照交联电缆料及工程塑料等共四百多个产品。
至正股份 (603991)	成立于 2004 年, 注册资本为 7453.50 万元, 公司是上交所主板上市公司, 公司主营业务为电线电缆、光缆用绿色环保型聚烯烃高分子材料的研发、生产和销售, 产品主要包括电网系统电力电缆用特种绝缘高分子材料、光通信光缆及光缆用特种环保聚烯烃高分子材料、电气装备线用环保型聚烯烃高分子材料。
科普达 (874129)	成立于 2008 年, 注册资本为 5000 万元, 公司是新三板挂牌公司, 主要从事光电线缆用高分子材料的研发、生产及销售, 主要产品包括聚乙烯系列光电缆护套料、低烟无卤阻燃聚烯烃系列光电缆护套料、特种护套料等三大系列。
太湖远大 (873743)	成立于 2004 年, 注册资本为 4359.6 万元, 公司目前已于北交所注册, 主要产品有: 硅烷交联聚乙烯电缆料、化学交联聚乙烯电缆料、低烟无卤电缆料、半导体内外屏蔽料以及其他规格电缆用特种产品系列。

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

行业研发水平不断提升, 国内电缆料产品国际竞争力不断增强。经过多年发展, 我国线缆用高分子材料生产企业已能自主开发大部分中高端线缆材料, 满足了电线电缆行业的需求。随着研发力度以及创新水平的提升, 我国线缆用高分子材料产品质量已得到大幅提升, 部分产品处于国际领先水平。但在高压、超高压线缆材料的关键技术上与国际先进水平仍存在差距, 一些高端特种品及材料仍需依赖进口, 但“十三五”期间已有部分高压电缆材料, 如 XLPE 绝缘和屏蔽料, 采取了自主研发。随着我国线缆用高分子材料行业的研发水平不断增加, 国产材料将逐渐替代进口材料。

3 募投扩产助拓成长空间, 新产品开辟全新增长曲线

3.1 产品性能稳定性居行业前列, 深入下游线缆客户供应体系

业内知名品牌, 行业标准主要起草者。多年来, 公司通过不断提升产品质量与服务, 在业内建立了良好的口碑, 逐步树立起优质供应商的形象。公司是国内少数实现生产规模化、产品系列化的线缆材料生产企业之一, 也是国内大型知名电缆企业的主要供应商之一, 入选中国电器工业协会电线电缆分会和线缆信息研究院迄今最近一次评选的《2018 年中国线缆原材料(非金属)行业最具竞争力企业 10 强》。公司产品“太湖远大牌交联聚乙烯电缆用绝缘材料”被评为浙江名牌产品;“太湖远大牌硅烷交联聚乙烯绝缘料”被评为湖州名牌产品;公司硅烷交联聚乙烯绝缘料获得浙江制造“品字标”公共品牌标识使用授权;公司被评为 2019 年度制定“浙江制造”标准单位, 作为唯一主要起草单位编制《电线电缆用硅烷交联聚烯烃绝缘料》(T/ZZB 1137-2019)、《硅烷交联无卤低烟阻燃聚烯烃电缆绝缘料》(T/ZZB 2902-2022)。

产品性能领先国家标准及行业标准, 制造水平保持行业领先。线缆用高分子材料是实现电线电缆各种特殊性能的关键材料之一, 其下游应用场景广泛, 涉及通信、电力、轨道交通、新能源等众多领域, 不同应用场景和领域对线缆的技术指标存在不同的要求, 具体包括电绝缘性能、拉伸强度等关键性能要求。公司建立了严格的供应商管理体系、生产管理流程和质量控制体系, 确保各个环节规范运作, 在生产环节, 公司严格把控不同产线的各个生产环节, 对原材料、半成品、成品入库进行质量检测, 严格控制产品质量。先进的制造装备和生产系统的应用, 使得公司保持着行业领先的制造水平。

表 5：公司核心产品硅烷交联聚乙烯电缆料与行业对比情况

性能指标	单位	YJG-10		YJG	
		公司	行业标准	公司	行业标准
拉伸强度	MPa	26.5	≥13.5	23.6	≥13
断裂伸长率	%	564	≥350	564	≥300
空气热老化 (135 度, 168h) — 拉伸强度变化率	%	6	≤±20	-5.5	≤±20
空气热老化 (135 度, 168h) — 断裂伸长率变化率	%	-5	≤±20	-7.1	≤±20
热延伸 (200 度, 0.2MPa, 15min) — 负荷下伸长率	%	55	≤100	45	≤175
热延伸 (200 度, 0.2MPa, 15min) — 冷却后永久变形	%	0	≤5	0	≤15
体积电阻率 (20 度)	Ω·m	4*10 ¹⁴	≥1*10 ¹⁴	1*10 ¹⁵	≥5*10 ¹³
介电强度	MV/m	39	≥25	49	≥25
介质损耗因数 (50Hz)	/	0.0004	≤0.001	0.0003	≤0.001
低温冲击脆化温度 (-76 度) — 破裂数/试样数	个	0/30	≤15/30	0/30	≤15/30
凝胶含量	%	63	≥60	/	/
相对介电常数 (50Hz)	/	2.11	≤2.35	/	/

数据来源：公司第一轮问询函回复，西南证券整理

表 6：公司核心产品化学交联聚乙烯电缆料与行业对比情况

性能指标	单位	YJ-10		YJ-35	
		公司	行业标准	公司	行业标准
拉伸强度	MPa	22	≥13.5	20.2	≥13.5
断裂伸长率	%	522	≥350	504	≥350
空气热老化 (135 度, 168h) — 拉伸强度变化率	%	14	≤±20	5.5	≤±20
空气热老化 (135 度, 168h) — 断裂伸长率变化率	%	6.1	≤±20	-0.4	≤±20
热延伸 (200 度, 0.2MPa, 15min) — 负荷下伸长率	%	55	≤80	55	≤80
热延伸 (200 度, 0.2MPa, 15min) — 冷却后永久变形	%	-3	≤5	-3	≤5
体积电阻率 (20 度)	Ω·m	8*10 ¹⁴	≥1*10 ¹⁴	1*10 ¹⁵	≥1*10 ¹⁴
介电强度	MV/m	43	≥25	43	≥25
介质损耗因数 (50Hz)	/	0.0003	≤0.001	0.0004	≤0.0005
低温冲击脆化温度 (-76 度) — 破裂数/试样数	个	0/30	≤15/30	0/30	≤15/30
凝胶含量	%	83	≥80	85	≥80
相对介电常数 (50Hz)	/	2.17	≤2.35	2.18	≤2.35

数据来源：公司第一轮问询函回复，西南证券整理

表 7：公司核心产品低烟无卤电缆料与行业对比情况

性能指标	单位	YJZDG-125		YJZDG-105		Z-PE	
		公司	国家标准	公司	国家标准	公司	企业标准
密度	g/cm ³	/	/	/	/	1.287	≤1.3
拉伸强度	MPa	18.3	≥10.0	14.2	≥10.0	14.3	≥12.0
断裂伸长率	%	170	≥150	216	≥150	460	≥450
空气热老化 (158 度, 168h) — 拉伸强度变化率	%	9	≤±25	24	≤±25	/	/

性能指标	单位	YJZDG-125		YJZDG-105		Z-PE	
		公司	国家标准	公司	国家标准	公司	企业标准
空气热老化 (158 度, 168h) —断裂伸长率变化率	%	-6	≤±25	-23	≤±25	/	/
拉伸强度 (100 度, 240h)	MPa	/	/	/	/	14	≥14.0
断裂伸长率 (100 度, 240h)	%	/	/	/	/	410	≥400
低温冲击脆化温度 (-25 度) —失效数/试样数	个	0/30	≤15/30	0/30	≤15/30	/	/
低温冲击脆化温度 (-40 度) —失效数/试样数	个	/	/	/	/	0/30	≤15/30
热延伸 (200 度, 0.2MPa, 15min) 载荷下伸长率	%	23	≤100	40	≤100	/	/
热延伸 (200 度, 0.2MPa, 15min) —冷却后永久伸长率	%	0	≤25	0	≤25	/	/
体积电阻率 (20 度)	Ω·m	2.2*10 ¹²	≥1*10 ¹²	3.8*10 ¹²	≥1*10 ¹²	9.6*10 ¹³	≥1*10 ¹³
体积电阻率 (105 度)	Ω·m	/	/	2.1*10 ⁹	≥2*10 ⁸	/	/
体积电阻率 (125 度)	Ω·m	1.9*10 ¹⁰	≥2*10 ⁸	/	/	/	/
介电强度	MV/m	27	≥20	25	≥20	29	≥25
氧指数	%	32.2	≥28	29.4	≥28	27.4	≥27
烟密度 (有焰)	/	89	≤100	88	≤100	86	≤200
烟密度 (无焰)	/	332	≤350	327	≤350	331	≤350
HCl 和 HBr 含量 (燃烧释放气体)	%	<0.5	≤0.5	<0.5	≤0.5	<0.5	≤0.5
HF 含量 (燃烧释放气体)	%	无	≤0.1	无	≤0.1	无	≤0.1
pH 值 (燃烧释放气体)	/	5.6	≥4.3	5.8	≥4.3	6.2	≥4.3
电导率 (燃烧释放气体)	μS/mm	0.72	≤10	0.64	≤10	2.7	≤10
熔体质量流动速率	g/10min	/	/	/	/	0.02	≤2.0
耐环境应力开裂	个	/	/	/	/	0/10	≤0/1
氧化诱导期 (200 度)	min	/	/	/	/	> 30	≥30
炭黑含量	%	/	/	/	/	2.80	2.6±0.25
炭黑分散度	级	/	/	/	/	2	≤3
热收缩	%	/	/	/	/	1.0	≤3

数据来源：公司第一轮问询函回复，西南证券整理

表 8：公司核心产品屏蔽料与行业对比情况

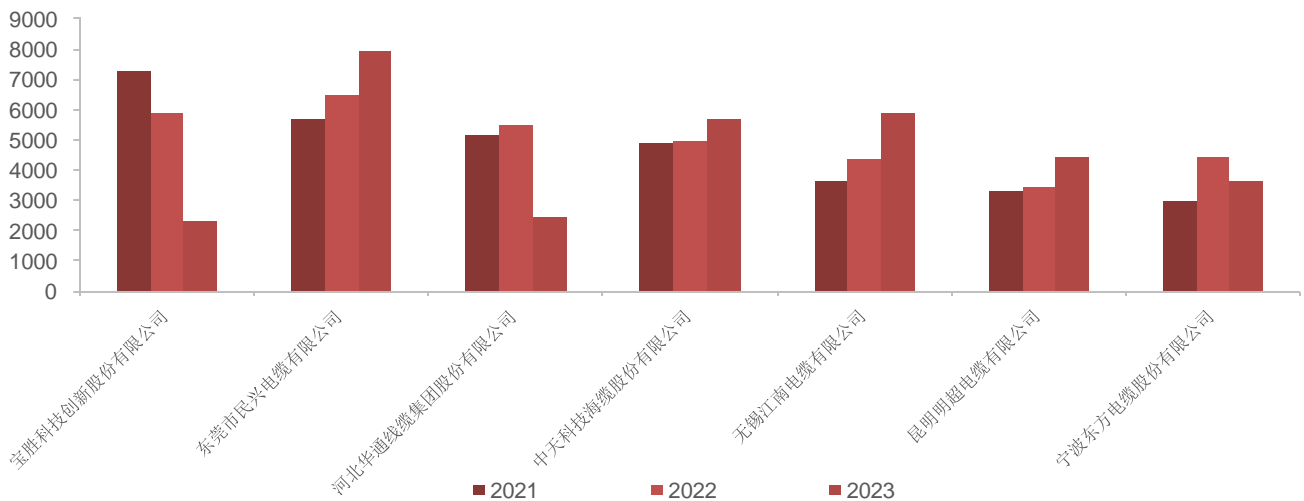
性能指标	单位	PYJBJ-10 及 PYJBJ-35		PYJD-10 及 PYJD-35	
		公司	行业标准	公司	行业标准
密度	g/cm ³	1.16	≤1.20	1.13	≤1.20
拉伸强度	MPa	13.8	≥10.0	15.6	≥12.0
断裂伸长率	%	294	≥200	244	≥180
空气热老化 (135 度, 168h) —拉伸强度变化率	%	15	≤±30	22	≤±30
空气热老化 (135 度, 168h) —断裂伸长率变化率	%	-15	≤±30	-17	≤±30

性能指标	单位	PYJBJ-10 及 PYJBJ-35		PYJD-10 及 PYJD-35	
		公司	行业标准	公司	行业标准
低温冲击脆化温度 (-40 度) —失效数/试样数	个	0/30	≤15/30	0/30	≤15/30
热延伸 (200 度, 0.2MPa, 15min) —载荷下伸长率	%	50	≤100	50	≤100
热延伸 (200 度, 0.2MPa, 15min) —冷却后永久伸长率	%	0	≤15	0	≤15
体积电阻率 (20 度)	Ω·m	38	≤100	50	≤100
剥离强度	N/cm	32	10-45	/	/
剥离强度 (100 度, 168h)	N/cm	28	10-45	/	/

数据来源: 公司第一轮问询函回复, 西南证券整理

国内外多家大型线缆企业均为公司客户, 保持合作长期稳定。得益于公司行业领先的产品质量, 公司当前合作的核心客户大多为国内外大型知名电缆企业, 如宝胜股份、中天科技、江南集团、东方电缆、亨通光电、东莞民兴、华通线缆、太阳电缆等等。2023 年入选中国电线电缆行业最具竞争力企业前 20 强中有 19 家是公司的合作客户。与国内外行业大型企业长期稳定的合作关系, 是太湖远大在线缆用高分子材料行业内占据重要地位的首要保障, 为公司进入更为广阔的市场奠定了坚实的基础。

图 18: 2021-2023 年公司对主要客户销售情况 (万元)



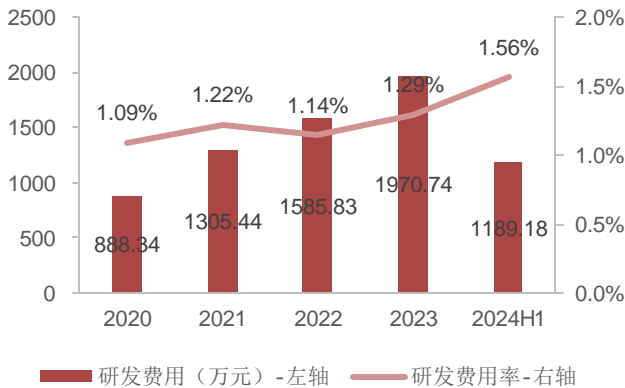
数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

营销管理基础坚实, 新客户持续开拓贡献增长。公司组建了一支强有力的销售团队, 形成了较为全面且适合行业特性的内外销营销渠道, 同时配有完善的售前、售中、售后服务团队, 对提升新老客户对公司产品的认知与认可度提供了有力支持。2021 年、2022 年及 2023 年, 公司新增客户数量分别为 124 家、149 家和 150 家, 新增客户数量稳步增长。

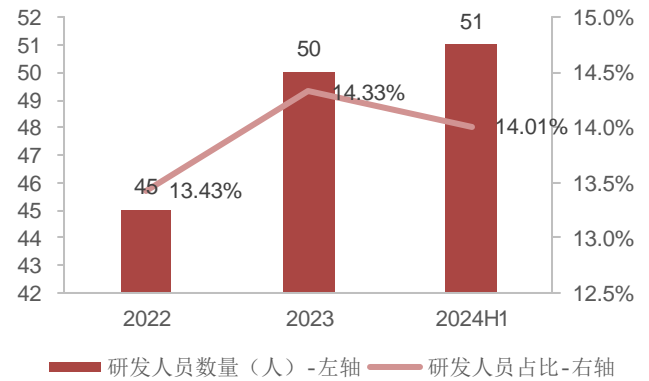
3.2 研发投入加码, 聚焦于经济环保及国外垄断产品

大力开展研发, 目前已拥有专利 66 项。公司是高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业, 2019 年公司研发中心被评为省级企业技术中心, 2020 年公司电缆用高分子材料研究院被认定为省级企业研究院, 2020 年公司设立浙江省博士后工作站, 截至 2024 年中报, 公司共有研发技术人员 51 名, 占员工总数的 14.0%。2022 年公司成功揭榜浙江省“500kV

超高压电缆用可交联聚乙烯绝缘料产业化”项目。公司不断加大研发投入，扩充研发队伍，2023年研发费用达1970.7万元。2021-2023年的研发费用复合增长率为30.4%。截止2023年末，公司共拥有66项专利，其中7项发明专利、58项实用新型专利和1项外观设计专利，正在申请中的发明专利19项。

图 19：2020-2024H1 公司研发费用投入情况


数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

图 20：2022-2024H1 公司研发人员占比情况


数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

不断加大研发投入，聚焦于经济环保及国外垄断产品。 凭借现有的生产技术以及生产经验优势，通过对电线电缆用高分子改性材料产品生产技术和工艺的研究，以实现产品升级与新产品、新工艺的产业转化。未来公司将进一步拓宽产品线，丰富产品结构，以满足电缆行业未来绿色化、高性能、特种应用场景产品的发展特点，截至2023年末，公司在研项目共7个，所涉及的新产品类型符合行业未来发展趋势，具有较好的市场潜力，多数聚焦于经济环保的产品以及国外垄断的产品，例如500kV超高压电缆用交联聚乙烯绝缘料产业化研究以及额定电压110kV交流挤包绝缘电缆用可交联半导体屏蔽料，相比于市场上产品的技术水平有显著提高。同时，公司注重与高校的合作研究，与西安交通大学合作开展了500kV超高压电缆用可交联聚乙烯绝缘料产业化项目。

表 9：公司在研项目情况

在研项目名称	所处阶段及进展	主要人员	经费预算 (万元)	拟达到的目标	科研项目与行业技术水平比较
新能源汽车线束料的研发	中试阶段	6人	720	通过调整改性配方，开发一款新能源汽车线束专用料，具有更高的耐刮性、柔软度、阻燃性等特点	就目前市场上的产品，通过调整配方，在耐刮性、柔软度及阻燃性等方面均有提升
500kV超高压电缆用交联聚乙烯绝缘料产业化研究	持续研发	11人	3,800	通过树脂的筛选、交联副产物的控制以及严格的工艺过程杂质控制，以实现500kV超高压电缆用交联聚乙烯绝缘料的国产化	就目前市场上的产品，通过配方设计及工艺控制，实现该产品的国产化，具有打破国外超高压电缆用绝缘料垄断的重要意义
35kV及以下交流电缆用改性聚丙烯绝缘料的研发	中试阶段	11人	750	通过改性配方研发、生产技术研发等，开发一款35kV及以下基于聚丙烯为基材的绝缘料，以满足电线电缆行业未来更高的环保要求	就目前市场上的产品，通过将基材从聚乙烯改变为聚丙烯，具有更高的经济环保优势

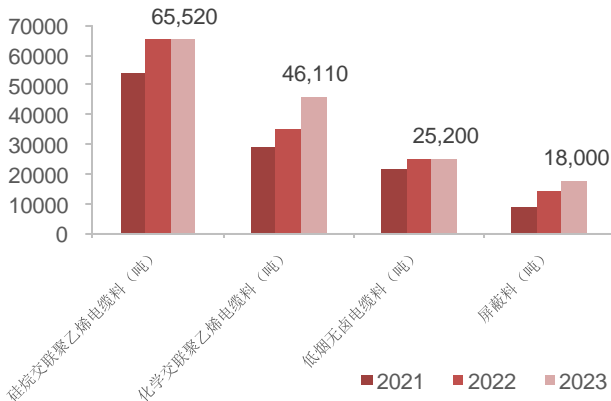
在研项目名称	所处阶段及进展	主要人员	经费预算(万元)	拟达到的目标	科研项目与行业技术水平比较
硅烷交联水上光伏电缆专用料的开发	中试阶段	4人	700	通过调整改性配方,研发一款专用于水上光伏项目的硅烷交联绝缘料,替代传统辐照交联型绝缘料,并具有更好的防水性能	就目前市场上的辐照交联产品,通过调整改性配方,能够免辐照,提高电缆生产效率,同时具有更好的防水性能
新型阻燃剂的制备及其在绝缘电缆上的应用研究	持续研发	5人	1,560	通过添加新型无卤阻燃剂,使得电缆绝缘料阻燃性能达到 UL94V-0 等级,氧指数 OI%≥28%	就目前市场上的低烟低卤产品,通过使用了新型无卤阻燃剂,更加安全环保
额定电压 110kV 交流挤包绝缘电缆用可交联导电屏蔽料	持续研发	5人	800	通过树脂筛选、添加高洁净度导电炭黑,严格的工艺控制,实现 110kV 超光滑屏蔽料国产化	就目前市场上的产品,通过配方设计及工艺控制,实现该产品的国产化,具有打破国外垄断的重要意义
与西安交通大学合作的 500kV 超高压电缆用可交联聚乙烯绝缘料产业化项目	/	/	/	/	/

数据来源:公司招股说明书,西南证券整理

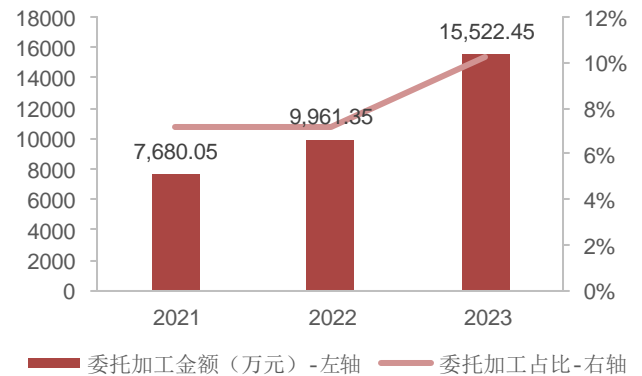
以超高压系列电缆料、新能源特种线缆料和特定用途高分子材料为发展重点,挖掘又一增长引擎。在新能源特种线缆料方面,公司陆续开发了充电桩线缆用硅烷交联无卤低烟阻燃聚烯烃绝缘料、汽车用薄壁绝缘料、车内高压线缆用硅烷交联无卤低烟阻燃绝缘料等等。在高压电缆料方面,公司先行研发了 66kV 及以下超光滑可交联型屏蔽料、高压半导体阻燃屏蔽料、110kV 及以下超高压半导体聚乙烯护套料等等高压屏蔽料和护套料,为研发超高压绝缘料及屏蔽料做好了准备。2022 年末,公司“500kV 超高压电缆用可交联聚乙烯绝缘料产业化”项目正式启动,并成功入选浙江省 2023 年度第一批尖兵计划项目。

3.3 募投项目助力产能再升级,瞄准高压电缆用高分子材料及新能源特种材料新产品

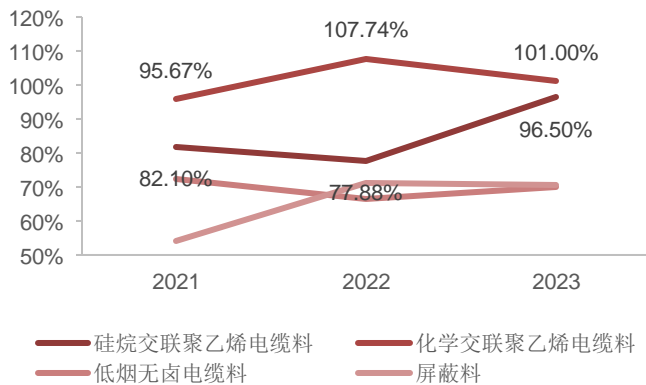
产能瓶颈为主要限制因素,外协加工占比约 10%。自 2021 年,公司产能不断提升,但产能依然面对瓶颈。公司交联聚乙烯电缆料产品的产能利用率已处于较高水平,同时随着未来下游电缆行业市场需求的进一步扩大,以及产品技术水平的进一步提升,公司现有生产场地、生产设备无法满足未来产能增长和新产品、新工艺的生产需要。公司将部分工序交由委托加工商完成。截至 2023 年,公司委托加工产生营收 1.6 亿元,占总营收的 10.2%。自 2021 年以来,公司各产品产销比保持在 95% 以上,部分产品产销比在 100% 以上。因此产能瓶颈依然是限制公司快速发展的一大问题,公司在急需进行产能升级。

图 21：2021-2023 年公司产能情况


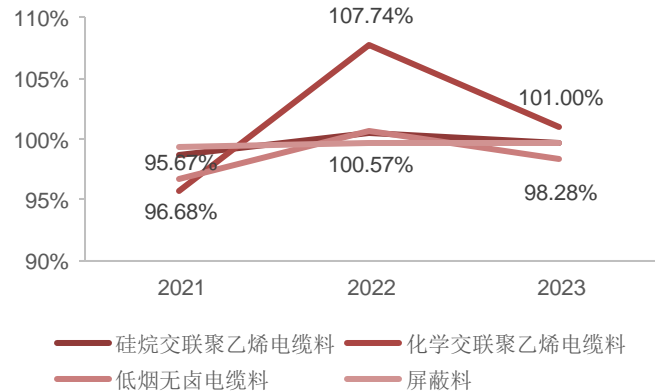
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 22：2021-2023 年公司外协加工情况


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 23：2021-2023 年公司产能利用率情况


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 24：2021-2023 年公司产销率情况


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

募投项目助力公司产能升级，同时开展高压电缆用高分子材料及新能源特种材料新产品的生产销售。公司计划投资 3.0 亿元，其中募集资金 1.2 亿元，新增 4 套生产线，其中 500kV 及以下过氧化物可交联电缆料生产线设备 1 套，35kV 及以下过氧化物可交联电缆料生产线设备 1 套，新能源特种材料生产线设备 2 套。项目建设期为 2.5 年，达成后每年将新增 500kV 及以下过氧化物可交联电缆料 2 万吨，35kV 及以下过氧化物可交联电缆料 1.2 万吨，新能源特种材料 3.8 万吨的产能。

表 10：公司募投项目情况

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟使用募集资金投资额 (万元)
1	特种线缆用环保型高分子材料产业化扩建项目	30,015.10	8,410.00
2	补充流动资金	4,000.00	4,000.00
	合计	34,015.10	12,410.00

数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

4 投资建议

本次公司发行价为 17.00 元/股，对应 PE 为 11.2 倍（不行使超额配售选择权）。我们选取了国内电线电缆材料领域龙头企业万马股份、国内电缆行业最大规模和最佳效益企业之一杭州高新、处于国内同行企业的前十的电缆材料优质供应商中超新材、在光电线缆用高分子材料领域中具有一定的影响力和竞争力的科普达作为可比公司，可比公司 PE 平均值为 32.8 倍。考虑到公司作为国内大型知名电缆企业的主要供应商，受下游电线电缆行业稳步增长带动，募投项目解除产能限制，同时公司高压电缆用高分子材料及新能源特种材料新产品有望开辟全新增长曲线，建议积极关注。

表 11：可比公司估值

证券代码	简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	PE (TTM)	2023 年收入 (亿元)	2023 年归母净利润 (百万元)	2023 年毛利率 (%)	2023 年 ROE (%)
002276.SZ	万马股份	67.57	6.53	12.17	151.21	555.41	14.27	10.82
300478.SZ	杭州高新	9.42	7.44	39.85	3.89	23.65	5.97	29.39
831313.NQ	中超新材	3.99	4.43	46.26	3.78	8.62	9.63	8.78
874129.NQ	科普达	/	/	/	6.93	19.45	7.16	11.33
平均值				32.76	41.45	151.78	9.26	15.08
920118.BJ	太湖远大	/	/	/	15.24	77.46	10.77	21.05

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2024 年 8 月 15 日）。注：太湖远大发行后市盈率为本次发行价格除以每股收益，每股收益按 2023 年归母净利润除以发行后总股本计算；可比公司市盈率为 8 月 15 日收盘市值除以每股收益，每股收益按 2023 年归母净利润除以总股本计算

5 风险提示

原材料价格波动风险、市场竞争加剧的风险、境外销售风险、产品质量风险、应收类款项回收风险、经营活动现金流的风险、新股发行失败风险、募投项目实施不及预期风险、新增产能消化风险和收益不及预期风险。

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
