

太湖远大 (920118)

乘绿色环保与国产替代东风，募投产产能放量可期

投资评级 (暂无)

2024年08月20日

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1392	1524	1651	1846	2239
同比 (%)	29.96	9.43	8.34	11.86	21.26
归母净利润 (百万元)	61.09	77.46	78.34	89.79	108.66
同比 (%)	33.11	26.79	1.14	14.61	21.02
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.40	1.78	1.80	2.06	2.49
P/E (现价&最新摊薄)	12.13	9.57	9.46	8.25	6.82

证券分析师 朱洁羽
 执业证书: S0600520090004
 zhujiayu@dwzq.com.cn
证券分析师 易申申
 执业证书: S0600522100003
 yishsh@dwzq.com.cn
证券分析师 余慧勇
 执业证书: S0600524080003
 yuhy@dwzq.com.cn
研究助理 钱尧天
 执业证书: S0600122120031
 qianyt@dwzq.com.cn
研究助理 武阿兰
 执业证书: S0600124070018
 wual@dwzq.com.cn

投资要点

- 环保型线缆用高分子材料“小巨人”，规模化生产国内领先。**太湖远大成立于2004年，是一家集环保型线缆用高分子材料研发、制造、销售、服务为一体的国家级专精特新“小巨人”企业。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，同时自主参与设计高产能、高自动化、低能耗的新工艺硅烷交联料生产线，极大提升产品质量稳定性，是国内少数实现生产规模化的线缆材料生产企业之一，积累了较好的市场口碑和客户资源。2020-2023年，公司销售规模的持续提升、客户订单不断增加，营收由8.18提升至15.24亿元，CAGR+23.05%；归母净利润由0.37提升至0.77亿元，CAGR+27.67%。从营收占比来看，中压销售收入持续增长，2021-2023年分别实现营收8.14/11.42/12.79亿元，CAGR达25.35%，为公司主要盈利来源。
- 市场空间稳步扩增，环保及高性能特种材料需求提升。**线缆用高分子材料为电线电缆行业上游环节，随着我国用电需求和电力建设投资逐年增长，5G以及中国“双千兆”网络建设提速，新能源电力系统与高速铁路建设推进，线缆用高分子材料市场空间将稳步增长。根据《中国电线电缆市场2023白皮书》，2022年国内电线电缆整体市场达12,166亿元，2024-2026年预期增速分别为5.8%/4.5%/3.1%。同时，行业绿色化发展趋势明显，未来环保型线缆产品的市场占有率将持续得到提升。此外，国内高性能和特种材料需求亦呈现增长趋势，推动行业向高端化、智能化发展，高端市场国产替代趋势为本土线缆材料厂商带来发展机遇。
- 乘绿色环保与国产替代东风，募投产产能放量潜力可期。**
 - 1) 产品:** 国内少数实现产品系列化生产的企业之一，包括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，在品种多样性、性能稳定性和质量可靠性等方面均位于行业前列。
 - 2) 客户:** 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家为公司的合作客户，公司市占率在国产企业梯队位于前列，在同类供应商中竞争力较强。此外，公司已拥有70家境外合作客户，覆盖24个国家及地区。
 - 3) 募投项目:** 公司现有生产线已基本满负荷运转，募投项目将新增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，有望进一步提高公司生产能力；公司计划研发500KV及以下过氧化物可交联电缆料，高压超高压技术有望打破垄断，助力产品结构升级。募投项目100%达产后预计贡献营收超9亿元，贡献净利润近7千万。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2024-2026年归母净利润为0.78/0.90/1.09亿元，对应发行市值PE分别为9.46/8.25/6.82倍，新股上市暂不给予投资评级。
- 风险提示:** 1) 原材料价格波动风险。2) 经营活动现金流风险。3) 募投项目实施不及预期风险。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	0.00
一年最低/最高价	-/-
市净率(倍)	0.00
流通A股市值(百万元)	0.00
总市值(百万元)	0.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.46
资产负债率(%,LF)	59.29
总股本(百万股)	50.90
流通A股(百万股)	0.00

相关研究

内容目录

1. 太湖远大：环保型线缆用高分子材料“小巨人”	4
1.1. 深耕线缆用高分子材料二十年，规模化生产国内领先	4
1.2. 国内少数产品系列化厂商之一，完善布局四大产品线	5
1.3. 产能释放驱动业绩快速增长，中低压产品占比超九成	6
2. 千亿市场空间稳步扩增，环保及高性能特种材料需求提升	8
2.1. 线缆用高分子材料：电线电缆行业上游环节，品种繁多且性能各异	8
2.2. 需求驱动加战略导向，线缆用高分子材料市场持续扩大	9
2.3. 行业绿色化发展趋势明显，高端品种仍需依赖进口	11
3. 乘绿色环保与国产替代东风，募投产能放量潜力可期	12
3.1. 产品覆盖绝缘/屏蔽/护套三大领域，系列化规模化生产居行业前列	12
3.2. 获国内外大型知名电缆企业信赖，覆盖 24 个国家和地区	13
3.3. 募投产能放量潜力可期，预计新增产值超 9 亿元	14
4. 盈利预测与投资建议	16
5. 风险提示	18

图表目录

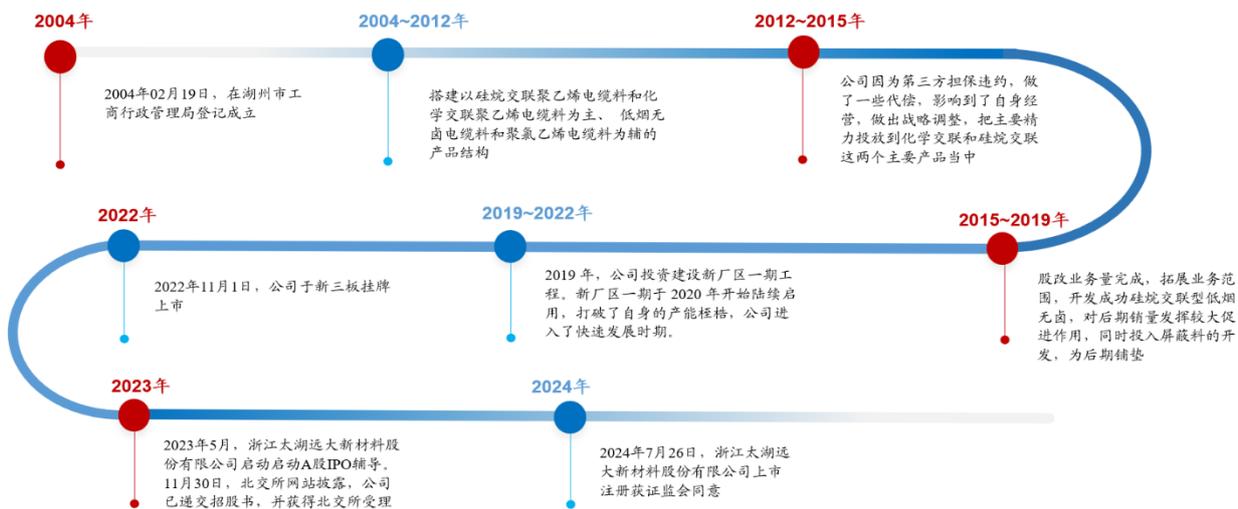
图 1:	太湖远大发展历程.....	4
图 2:	太湖远大股权结构图（截至 2024 年 8 月 16 日，为发行前股权结构）.....	5
图 3:	2020-2023 年公司营业收入及同比增速.....	6
图 4:	2020-2023 年公司归母净利润及同比增速.....	6
图 5:	2020-2023 年公司主要产品营业收入（百万元）.....	7
图 6:	2020-2023 年公司各项业务毛利率（%）.....	7
图 7:	2021-2023 年公司不同电压等级产品结构.....	7
图 8:	2020-2023 年公司毛利及毛利率情况.....	8
图 9:	2020-2023 年公司期间费用率情况（%）.....	8
图 10:	线缆用高分子材料产业链.....	8
图 11:	线缆产品结构示意图.....	9
图 12:	2015-2023 年中国全社会用电量及增速情况.....	9
图 13:	2019-2023 年中国电力建设投资情况.....	9
图 14:	2015-2022 年中国电线电缆产量及增速情况.....	10
图 15:	2015-2022 年中国电线电缆销售收入及增速情况.....	10
图 16:	中国五大类线缆产品市场空间（2022 年）.....	11
图 17:	2019-2024 年中国线缆用高分子材料需求量.....	11
图 18:	2016-2020 年线缆用高分子材料市场份额情况.....	11
图 19:	中国线缆用高分子材料市场格局.....	12
图 20:	2023 年公司头部客户同类供应商份额占比.....	14
图 21:	2020-2023 年境内外业务营收毛利率.....	14
图 22:	2020-2023 年境内外业务营业收入.....	14
图 23:	公司产能利用水平.....	15
图 24:	公司产销率情况.....	15
图 25:	分业务盈利预测.....	17
表 1:	公司主要产品介绍.....	5
表 2:	线缆用高分子材料主要生产企业简介.....	13
表 3:	公司研发项目介绍.....	15
表 4:	募投项目经济效益测算.....	16
表 5:	可比公司估值（截至 2024 年 8 月 19 日）.....	18

1. 太湖远大：环保型线缆用高分子材料“小巨人”

1.1. 深耕线缆用高分子材料二十年，规模化生产国内领先

专注线缆用高分子材料研产，规模化生产国内领先。太湖远大(证券代码: 873743.BJ)成立于 2004 年，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。通过前期积累，公司的经营规模、研发能力、资金实力均得到较大提升，积累了较好的市场口碑和客户资源。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，同时自主参与设计了高产能、高自动化、低能耗的新工艺硅烷交联料生产线，极大提升了产品质量稳定性。伴随新厂区一期于 2020 年开始陆续启用，公司打破自身的产能桎梏，进入快速发展期，是国内少数实现生产规模化的线缆材料生产企业之一。

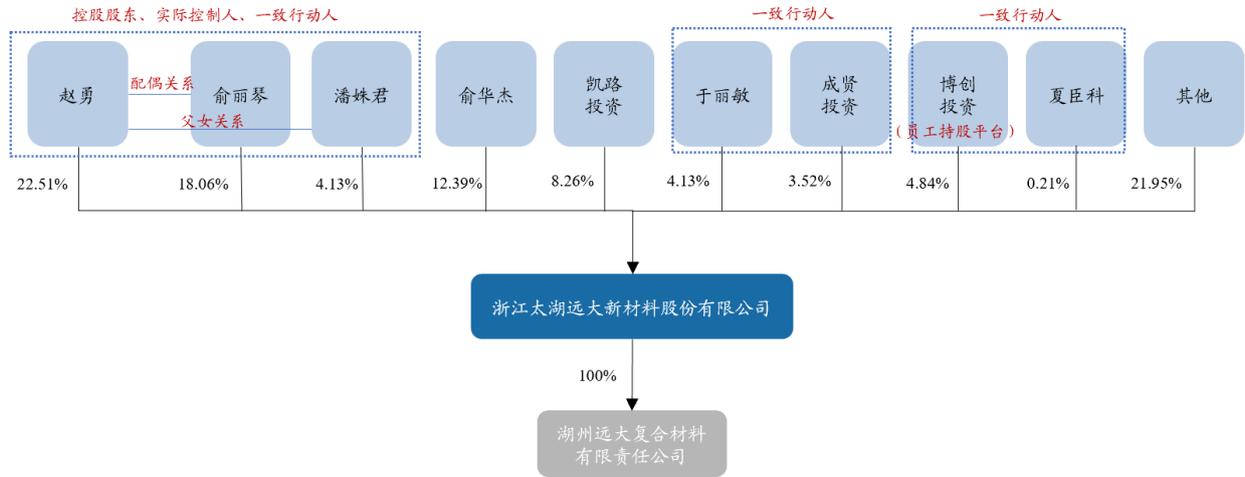
图1：太湖远大发展历程



数据来源：公司公告，百度百科，企查查，东吴证券研究所

股权结构较为集中。截至 2024 年 8 月 16 日，公司发行前持股情况为：俞丽琴、赵勇与潘姝君分别持有公司 22.51%、18.06%和 4.13%的股份，赵勇与俞丽琴系夫妻关系，赵勇与潘姝君系父女关系，三人一致行动人，合计控制公司 44.7%的股份，为公司控股股东、实际控制人。除控股股东、实际控制人外，直接或间接持有公司 5%以上股份的股东分别为俞华杰、凯路投资、于丽敏及成贤投资、博创投资及夏臣科。其中，俞华杰直接持有公司 12.39%的股份；凯路投资直接持有公司 8.26%的股份；于丽敏与成贤投资为一致行动人，合计持有公司 7.65%的股份；博创投资为员工持股平台，夏臣科与博创投资为一致行动人，合计持有公司 5.05%的股份。

图2: 太湖远大股权结构图 (截至 2024 年 8 月 16 日, 为发行前股权结构)



数据来源: iFind, 公司招股书, 东吴证券研究所

1.2. 国内少数产品系列化厂商之一, 完善布局四大产品线

公司是国内少数产品系列化厂商之一, 目前已形成四大主要产品系列。公司产品目前以绝缘料为主、屏蔽料为辅, 而护套料相对较少。经多年发展, 公司产品在品种多样性、性能稳定性和质量可靠性等方面均位于行业前列, 是国内少数实现产品系列化生产的线缆材料企业之一, 已形成硅烷交联、化学交联、低烟无卤、屏蔽料四大主要产品系列, 并有新能源特种材料的技术储备, 亦可根据客户要求研发具有特殊性能的高分子材料。未来伴随电缆下地对绝缘屏蔽的必需性以及高压超高压材料进口替代作用, 公司化学交联和屏蔽料有望实现快速增长。

表1: 公司主要产品介绍

产品分类	产品系列	产品特点	产品示例	产品用途
交联聚乙烯电缆料	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



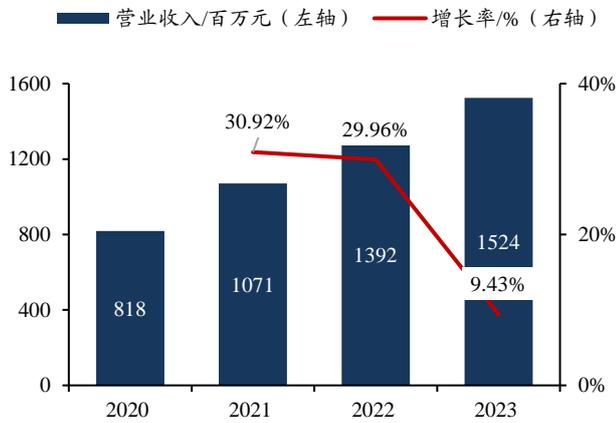
主要作用是使电场分布均匀，降低电场强度，以减少交界面上的气隙，提高电缆起始电晕放电电压和电缆耐游离放电性能，并在一定程度上降低绝缘层的温升，以保护主绝缘。

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.3. 产能释放驱动业绩快速增长，中低压产品占比超九成

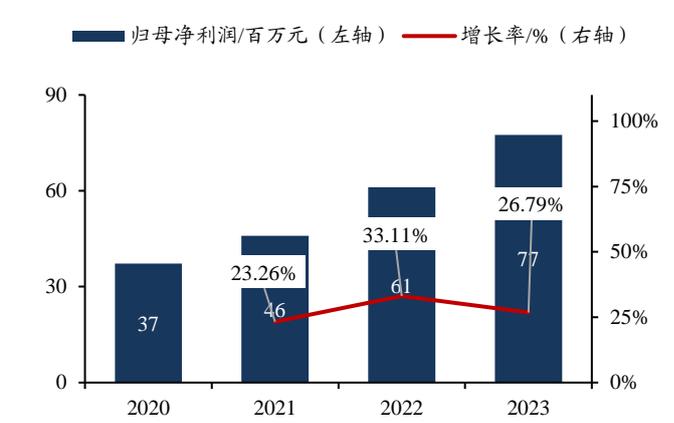
业绩体量快速增长，发展势头良好。2020-2023 年，公司实现营业收入 8.18/10.71/13.92/15.24 亿元，年均复合增速达 23.05%；实现归母净利润 0.37/0.46/0.61/0.77 亿元，年均复合增速达 27.67%。2024H1 公司实现营业收入 7.61 亿元，同比增长 4.38%；实现归母净利润 0.38 亿元，同比增长 0.79%。公司归母净利润和营收体量持续扩大，业绩实现高速增长主要得益于公司销售规模的持续提升、客户订单不断增加。

图3：2020-2023 年公司营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

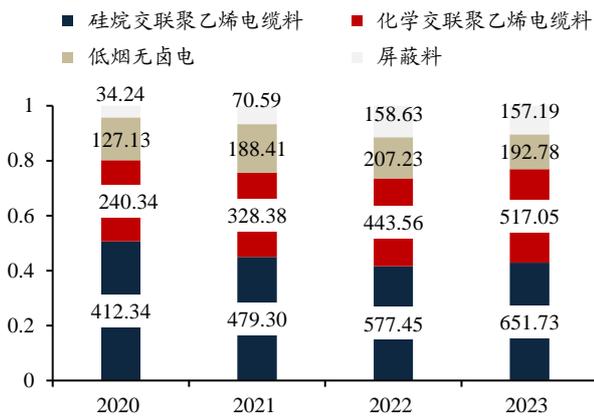
图4：2020-2023 年公司归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

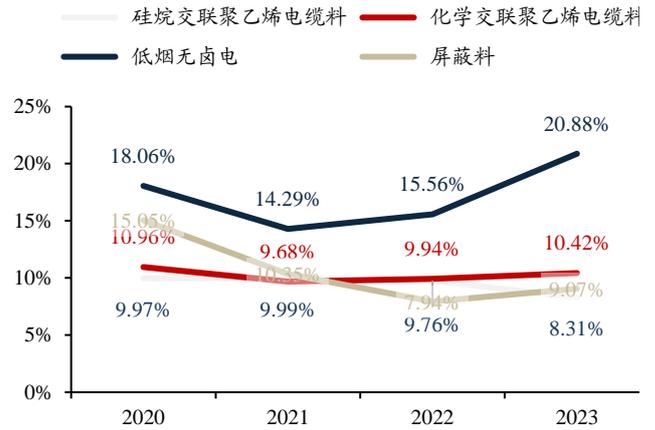
从销售结构看，化学交联及屏蔽料占比显著提升。公司化学交联聚乙烯电缆料和屏蔽料的业务收入不断增长——化学交联营业收入由 2020 年的 2.40 亿元上涨至 2023 年的 5.17 亿元，年均复合增长率达 29.15%；屏蔽料营业收入由 2020 年的 0.34 亿元上涨至 2023 年的 1.57 亿元，年均复合增长率高达 66.52%。二者占公司收入比重亦不断提高，2020-2023 年，化学交联由 29.37% 上升到 33.94%，屏蔽料由 4.18% 上升到 10.32%。此外，公司硅烷交联以及低烟无卤也取得市场成效，销售额迅速增长——硅烷交联由 2020 年的 4.12 亿元增长至 2023 年的 6.52 亿元，占营收比重维持在 40% 以上，为公司销售的主力产品；低烟无卤销售额由 1.27 亿元增长至 1.93 亿元。其中，低烟无卤的毛利率增长明显，由 2020 年的 18.06% 增长至 2023 年的 20.88%，公司盈利能力不断提升。

图5: 2020-2023 年公司主要产品营业收入 (百万元)



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

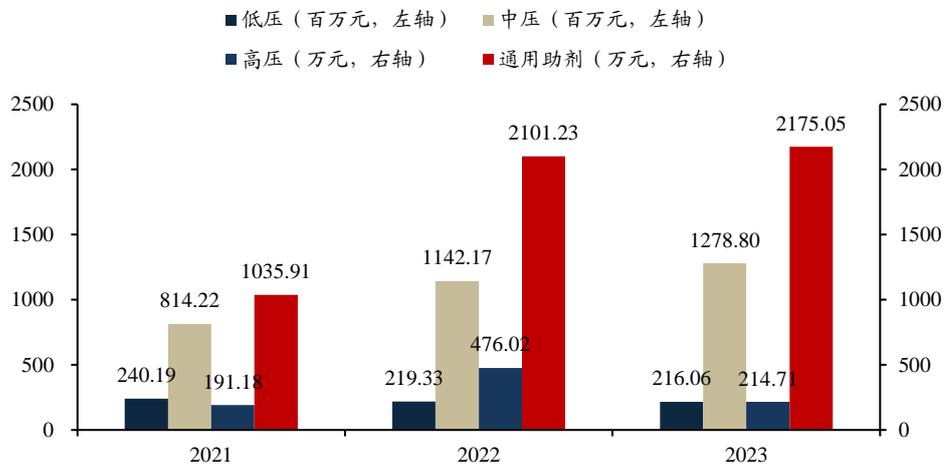
图6: 2020-2023 年公司各项业务毛利率 (%)



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

产品应用集中于中低压 (35kV 及以下) 领域, 营收占比超九成。公司目前主要产品应用的电压等级分为高压 (66-110kV)、中压 (6-35kV)、低压 (3kV 及以下) 以及通用助剂。从营收占比来看, 目前公司产品应用主要集中于中低压 (35kV 及以下) 领域, 其中又以中压为主。2021-2023 年, 中低压产品占主营业务收入比例分别为 98.65%/98.08%/98.24%; 中压销售收入持续增长, 分别为 8.14/11.42/12.79 亿元, CAGR 达 25.35%, 助力公司业绩增长。

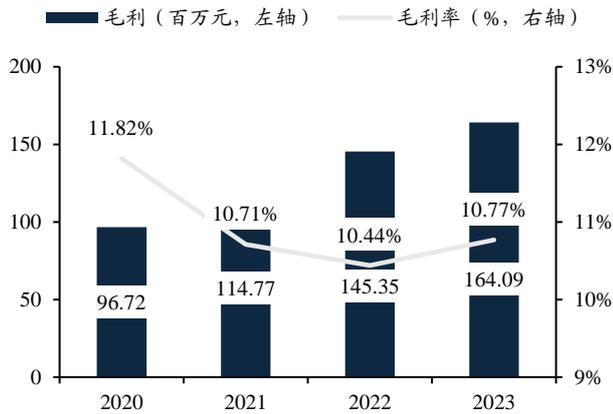
图7: 2021-2023 年公司不同电压等级产品结构



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

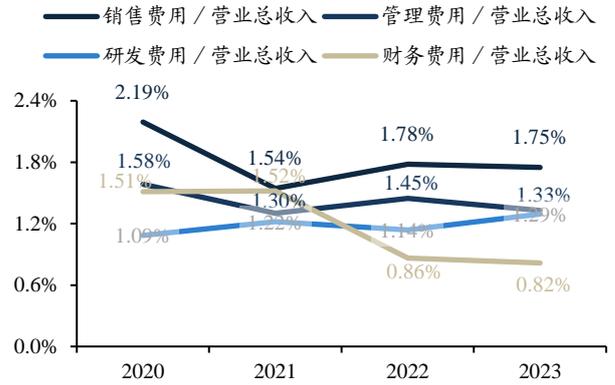
期间费用率持续优化, 公司费控能力优秀。公司加强产品质量管理和生产成本控制, 费用管控卓有成效, 2020-2023 年期间费用率稳步下降, 分别为 6.38%/5.58%/5.23%/5.19%。其中, 公司财务费率由 2020 年的 1.51% 下降为 2023 年的 0.82%; 销售费率由 2020 年的 2.19% 下降为 2023 年的 1.75%; 管理费由 2020 年的 1.58% 下降为 2023 年的 1.33%。同时, 公司高度重视技术创新, 加大研发投入, 研发费用占营收比重稳步提升, 由 2020 年的 1.09% 上升至 2023 年的 1.29%。

图8：2020-2023 年公司毛利及毛利率情况



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图9：2020-2023 年公司期间费用率情况 (%)



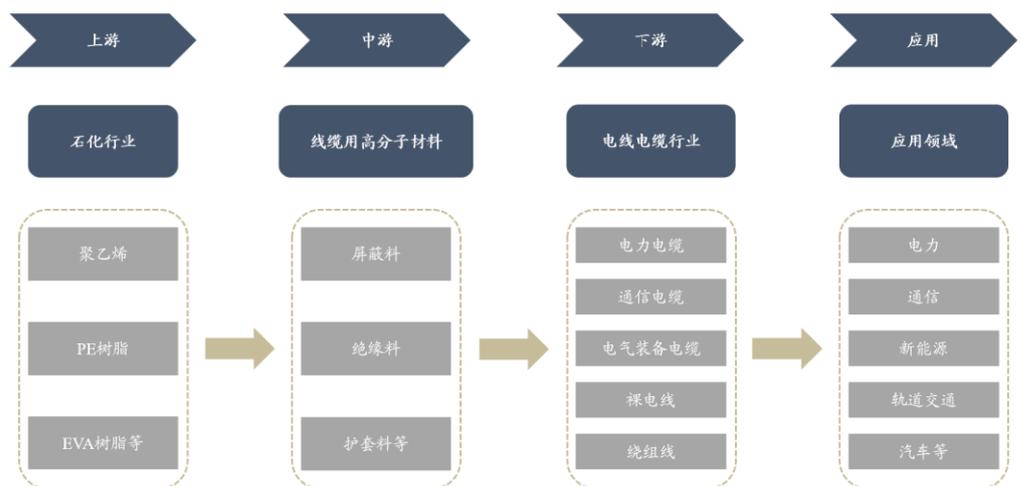
数据来源：iFinD，东吴证券研究所

2. 千亿市场空间稳步扩增，环保及高性能特种材料需求提升

2.1. 线缆用高分子材料：电线电缆行业上游环节，品种繁多且性能各异

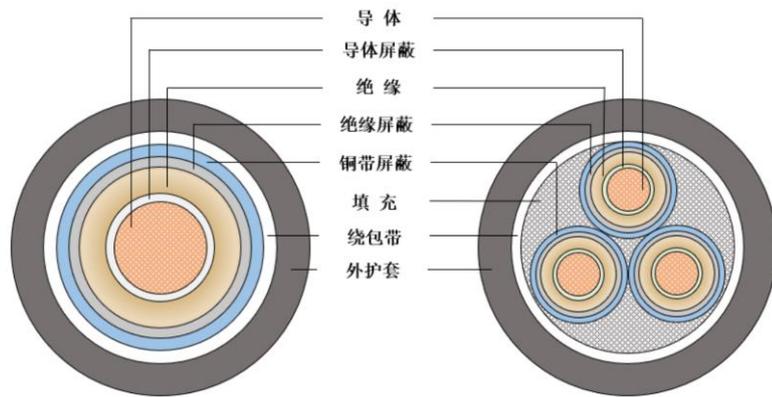
线缆用高分子材料包括绝缘材料、屏蔽料和护套料，为电线电缆行业的上游环节。电线电缆产品按照用途可分为五大类：电力电缆、电气装备用电线电缆、裸导线、绕组线、通信电缆及通信光纤。电线电缆产品的结构元件，总体上可分为导线、绝缘层、屏蔽和护层四个主要结构组成部分以及填充元件和承拉元件等。线缆用高分子材料为其中除金属导体、光纤外的主要原材料之一，包括绝缘材料、屏蔽料和护套料，为电线电缆行业的上游环节。线缆用高分子材料品种繁多，性能要求各异，主要有聚氯乙烯、聚乙烯、低烟无卤、橡胶、热塑性弹性体等种类。

图10：线缆用高分子材料产业链



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图11: 线缆产品结构示意图



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

2.2. 需求驱动加战略导向, 线缆用高分子材料市场持续扩大

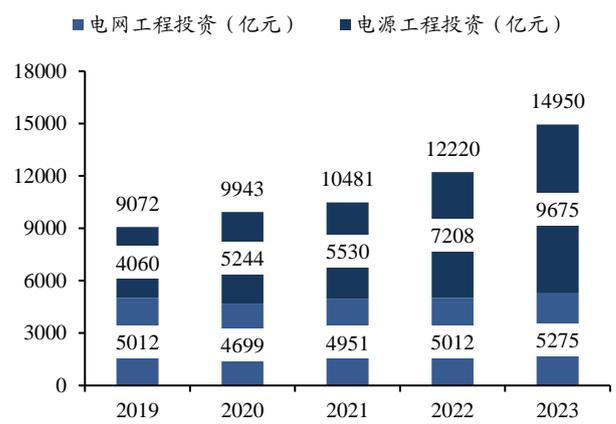
用电需求增长驱动行业发展, 电网工程建设持续加码。电力电缆是在电力系统的主干线路中用以传输和分配大功率电能的电缆产品, 因此受电力系统市场影响较大。根据国家能源局发布全国电力工业统计数据, 2023 年全社会用电量 92241 亿度, 同比增长 6.7%。根据制造业排名数据库, 2023 年全国主要发电企业电源工程建设投资完成 9675 亿元, 同比增长 30.1%, 电网工程建设投资完成 5275 亿元, 同比增长 5.4%。此外, 根据南方电网公司印发的《南方电网“十四五”电网发展规划》及国家电网公司在能源电力转型国家论坛上发布的未来五年计划, “十四五”期间我国电网计划投资额将接近 3 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。

图12: 2015-2023 年中国全社会用电量及增速情况



数据来源: 国家能源局, 东吴证券研究所

图13: 2019-2023 年中国电力建设投资情况



数据来源: 制造业排名数据库, 东吴证券研究所

5G 以及中国“双千兆”网络建设不断提速, 电线电缆市场规模进一步扩大。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

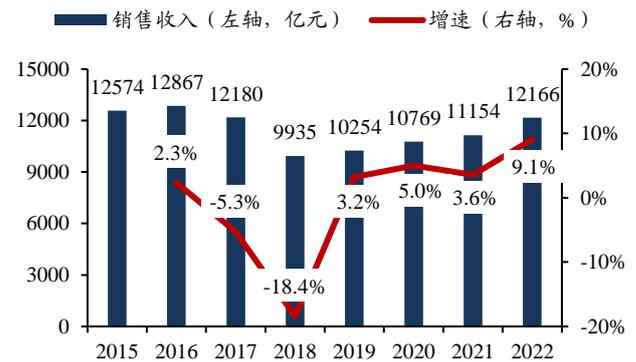
端用户达到 4.97 亿户。光通信是以 5G、数据中心为代表的新型基础设施重要的技术底座之一，也是 5G 融入千行百业的必要条件之一。随着新基建的提速和深入，光通信行业将迎来新一轮增长，其中仅移动基础设施建设将需要近 2 亿芯公里光纤光缆，到 2024 年这一数字将增长至 3 亿芯公里，年复合增长率约 14.5%。根据华经产业研究院统计数据，2022 年我国电线电缆产量为 5927 万千米，同比增长 8.2%。根据《中国电线电缆市场 2023 白皮书》，2022 年整体市场规模达 12166 亿元，同比增长 9.1%，2024-2026 年整体市场规模预期增速分别为 5.8%/4.5%/3.1%，未来呈现平稳发展趋势。

图14：2015-2022 年中国电线电缆产量及增速情况



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

图15：2015-2022 年中国电线电缆销售收入及增速情况

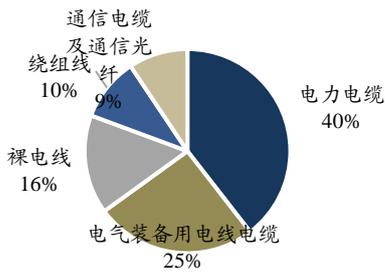


数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

“双碳”背景下，新能源电力系统建设加速推进。“双碳”战略背景下，我国正快速推进以新能源为主的低碳清洁电力系统的建设。根据国家能源局统计，截至 2023 年 12 月底，我国风电装机容量约 4.4 亿千瓦，同比增长 20.7%；太阳能发电装机容量约 6.1 亿千瓦，同比增长 55.2%；核电装机 5691 万千瓦，同比增长 2.4%。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。

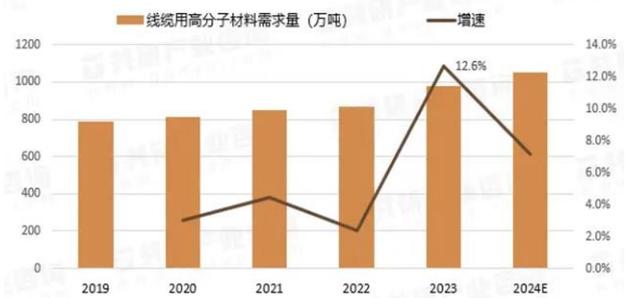
轨交建设带动电缆需求量持续增长，上游材料需求协同增长。随着建设快速网，基本贯通“八纵八横”高速铁路，我国轨道交通建设进程持续推进中。“十三五”期间，全国铁路营业里程由“十二五”末的 12.10 万千米增加到 14.63 万千米，增长 20.91%，其中高铁由 1.98 万千米增加到 3.79 万千米。“十四五”期间，铁路在建、已批项目规模为 3.19 万亿元，到 2025 年，全国铁路营业里程将达到 17 万千米左右，其中高铁（含城际铁路）5 万千米左右。轨道交通电缆的需求预计增长 30%以上，未来满足铁路机车耐高温、环保、安全性能的硅橡胶耐高温材料、高性能低烟无卤阻燃环保材料等将得到大力发展。根据共研网统计数据，2023 年中国线缆用高分子材料需求量同比增长 12.6%，预计 2024 年中国线缆用高分子材料需求量同比增长 7.1%。

图16: 中国五大类线缆产品市场空间 (2022年)



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图17: 2019-2024年中国线缆用高分子材料需求量

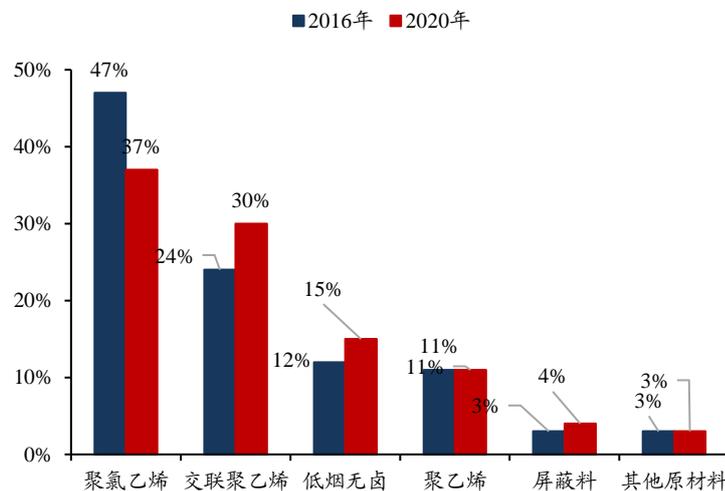


数据来源: 共研网, 东吴证券研究所

2.3. 行业绿色化发展趋势明显, 高端品种仍需依赖进口

行业绿色化发展趋势明显, 环保型线缆产品迎替代机遇。电力电缆、电气装备用电线电缆两大类线缆用高分子材料主要包括聚氯乙烯、交联聚乙烯电缆料、屏蔽料以及低烟无卤电缆料等, 其中交联聚乙烯电缆料、屏蔽料以及低烟无卤电缆料不含卤素, 属于环保型材料。从2016至2020年, 交联聚乙烯电缆料、低烟无卤电缆料对于聚氯乙烯电缆料的替代趋势明显。根据《中国电线电缆行业“十四五”发展指导意见》, “十三五”期间由于我国对安全环保的要求提高, 聚氯乙烯电缆料需求占比下降, “十四五”期间聚氯乙烯电缆料预计将持续被交联聚乙烯电缆料及低烟无卤电缆料替代, 未来环保阻燃材料的新型电缆将成为发展趋势, 绿色环保型产品的市场占有率将进一步提升。

图18: 2016-2020年线缆用高分子材料市场份额情况

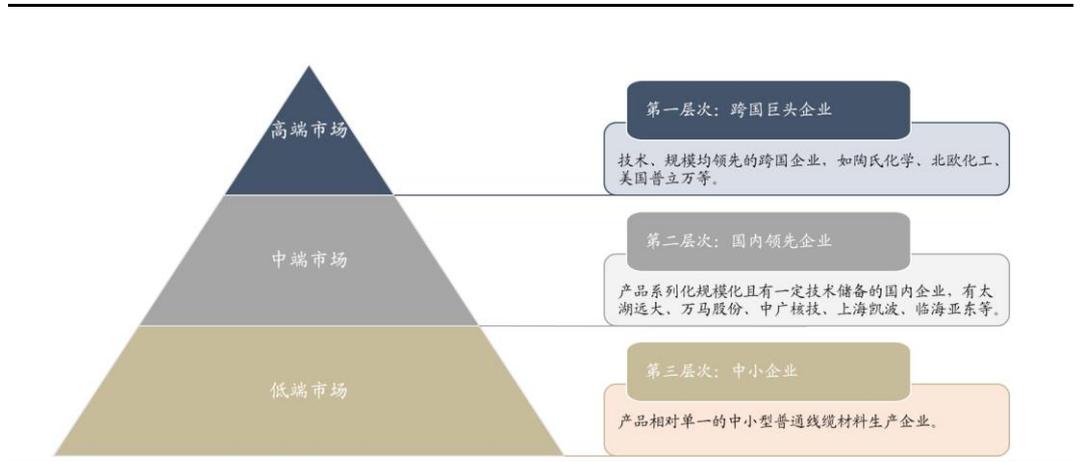


数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

国内市场格局层次分明, 整体行业集中度较低。电力电缆按照电压等级主要分为低压、中压、高压三大类, 其中低压为3kV及以下, 中压为6kV至35kV, 高压为66kV及以上。我国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, 市场竞争格局总体分为三个层次: 第一层次为技术、规模均领先的跨国企业, 如陶氏化学、北欧化工、美国普立万等在高技术含量、高附加值产品上处于垄断地

位的大型化工企业。第二层次为产品系列化规模化且有一定技术储备的国内企业，如太湖远大、万马股份、中广核技、上海凯波、临海亚东等具有良好成长态势并能逐步引导行业产品实现进口替代的领先企业。第三层次为产品相对单一的中小型普通线缆材料生产企业。

图19：中国线缆用高分子材料市场格局



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

高端品种仍需依赖进口，高性能、多品种、智能化发展推动产业优化升级。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，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，如 220kV 及以上超高压交联聚乙烯绝缘料、220kV 及以上超高压半导体屏蔽料、部分高端阻燃剂品种、特种热塑性弹性体等。此外，上游原材料的开发也无法完全满足国内行业需求，很多高性能的特种树脂基本依赖进口。目前我国大型线缆材料企业已采用全自动生产工艺或对原生产线进行智能化改造，配备关键环节数据采集系统，配合精益化管理，使得产品质量更加可控。未来，市场竞争将主要集中在高性能和特种应用场景中，提升产品性能、开发高端化产品、差异化竞争、占领细分领域将逐渐成为行业发展主流。

3. 乘绿色环保与国产替代东风，募投产产能放量潜力可期

3.1. 产品覆盖绝缘/屏蔽/护套三大领域，系列化规模化生产居行业前列

公司产品规格齐全，已实现系列化生产。公司产品已覆盖绝缘、屏蔽、护套三大线缆用高分子材料领域，品种规格齐全，主要产品分为三大类：交联聚乙烯（XLPE）电缆料、低烟无卤电缆料和屏蔽料，其中交联聚乙烯电缆料又包括硅烷交联聚乙烯电缆料和化学交联聚乙烯电缆料。2019 年，公司被评为年度制定“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/ZZB2902-2022）。公司产品在品种多样性、性能稳定性和质量可靠性等方面均位于行业前列，是国内少数实现产品系列化生产的线缆材料企业之一，并可根据客户需求生产具有特殊性能的高分子材料。

位列高分子电缆料第二梯队，已实现规模化生产。近年来，成熟的常规线缆用高分子材料产品竞争愈发激烈，单纯的低价竞争已无法适应行业发展趋势，同时大量新应用场景对电缆和材料提出新要求。未来，市场竞争将主要集中在高性能和特种应用场景中。公司已实现产品系列化布局与规模化生产，且有一定高端产品技术储备，处于线缆用高分子材料行业第二梯队。在构建“以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进”的大背景下，减轻高压及超高压电缆绝缘料进口依赖，推动国产替代的需求趋势尤为迫切。公司逐步引导行业产品实现进口替代，市场占有率稳步扩大，竞争力亦逐步提升。

表2: 电缆用高分子材料主要生产企业简介

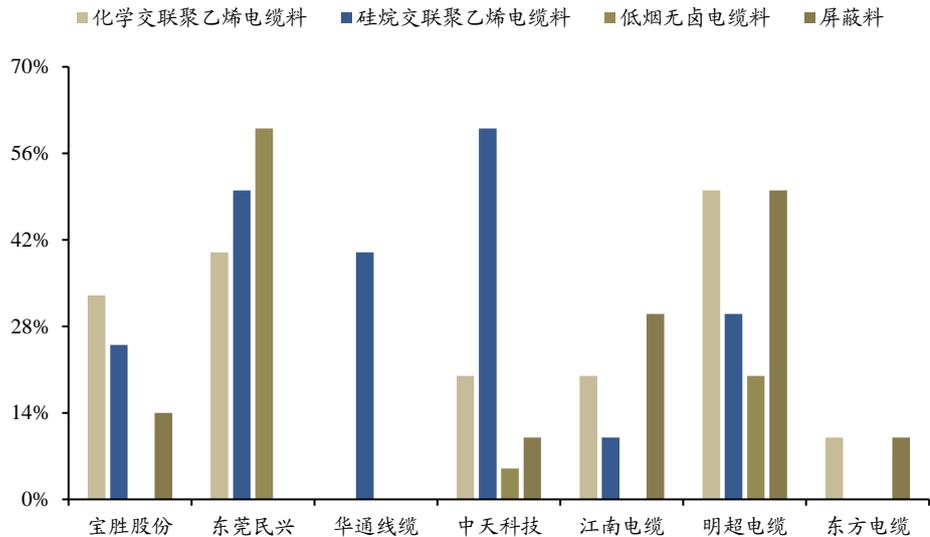
公司名称	公司简介
陶氏化学	陶氏化学是全球领先的材料科学公司，产品组合包括塑料、工业中间体、涂料和有机硅等，服务于包装、基础设施建设、交通运输、消费者护理等多个高增长市场。
北欧化工	北欧化工是一个领先的创新和增值塑料解决方案的供应商。在聚乙烯(PE)和聚丙烯(PP)业务领域有 40 多年的经验，北欧化工专注于开发能源和通信电缆、汽车和高级包装市场。
太湖远大	太湖远大是产品已覆盖绝缘、屏蔽、护套三大线缆用高分子材料领域，品种规格齐全，主要产品分为三大类：交联聚乙烯(XLPE)电缆料、低烟无卤电缆料和屏蔽料。
万马股份	万马高分子是国内电线电缆材料领域龙头企业，产销规模多年位居行业前列。公司化学交联、硅烷交联绝缘料国内市占率稳居行业第一，屏蔽料、低烟无卤电缆料、PVC 电缆料在行业前三。
中广核技	中广核技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	上海凯波是上海名牌企业，主要从事电线电缆特种绝缘及护套材料的研究、开发及生产经营活动，是电线电缆行业最知名的材料制造商。
临海亚东	临海亚东是浙江高新技术企业，公司现有第二代及第三代 K1、K2、K3 类核电缆料，150℃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。
杭州高新	杭州高新主营业务为高分子橡塑材料的研发、生产和销售，产品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等。公司拥有高分子橡塑材料的研发和生产能力，并提供相关产品的批发及进出口服务。
至正股份	至正股份主要从事电线电缆、光缆用绿色环保型聚烯烃高分子材料的研发、生产和销售，主要产品包括光通信线缆、光缆用特种环保聚烯烃高分子材料等，具有稳定的产量和销量。
中超新材	中超新材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、半导电屏蔽料、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。
科普达	科普达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。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.2. 获国内外大型知名电缆企业信赖，覆盖 24 个国家和地区

供应知名电缆企业，产品优秀口碑良好。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。公司在业内建立了良好的口碑，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；公司主营产品在同类供应商中竞争力较强，份额较高。

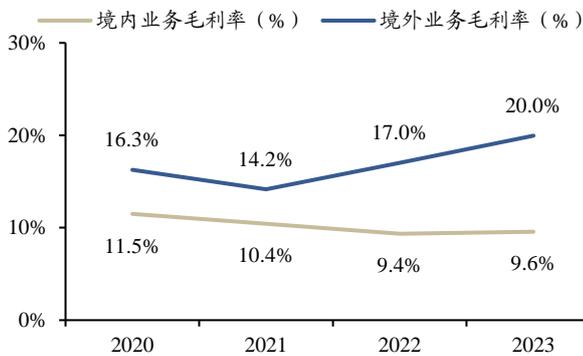
图20: 2023 年公司头部客户同类供应商份额占比



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

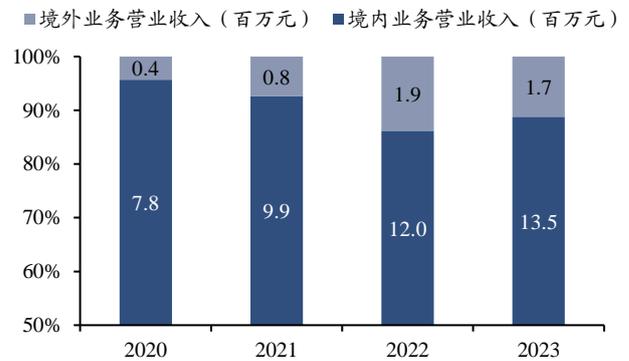
稳步推进国际化战略, 挖掘盈利增长点。公司不断加大境外市场的开拓力度, 经过持续的技术研发, 在境外的中低端市场已经形成了较强的竞争力, 市场占有率逐年提升, 境外销售收入快速增长。公司产品主要销往巴基斯坦、马来西亚、越南、土耳其等地。2020年起, 公司境外销售收入快速增长。截至2023年, 公司已在14个国家注册“太湖远大”商标, 拥有70家境外合作客户, 覆盖了24个国家及地区。

图21: 2020-2023 年境内外业务营收毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 2020-2023 年境内外业务营业收入



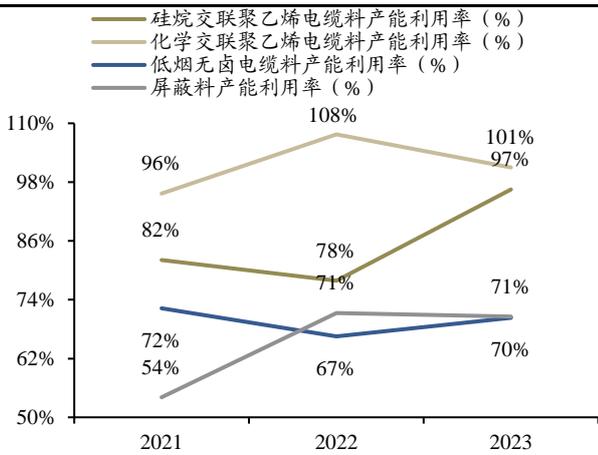
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3. 募投产能放量潜力可期, 预计新增产值超9亿元

现有生产线满产满销, 募投项目将打破产能瓶颈。由于销售规模的持续提升, 2021-2023年公司产能利用率逐年上升, 各生产线平均产能利用率分别为81%/83%/91%, 平均产销率分别为99%/100%/99%。公司生产线已基本满负荷运转, 故公司拟通过募投项目进一步扩大产能。募投项目建成后将新增35kV及以下过氧化物可交联电缆料12,000吨、新能源特种材料38,000吨的产能, 有望提高公司生产能力和市场占有率, 以支持公

司未来业绩的持续发展。

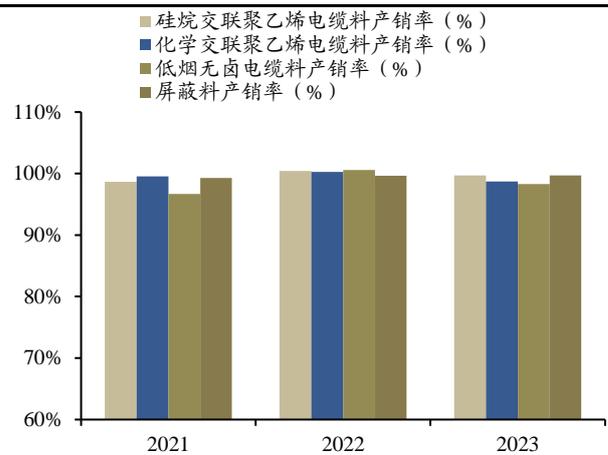
图23: 公司产能利用水平



注: 产能利用率= (自产产量 (成品) + 自产产量 (半成品)) / 产能

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图24: 公司产销率情况



注: 产销率=销量 / (自产产量 (成品) + 外协产量)

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

高压超高压技术有望打破垄断, 募投项目助力产品结构升级。公司经过长期的研发投入和实践积累, 掌握了丰富的产品生产及研发经验。截至 2023 年末, 公司拥有各类有效专利共 66 项, 其中发明专利 7 项、实用新型专利 58 项、外观设计专利 1 项, 正在申请中的发明专利 19 项。公司计划研发生产 500KV 及以下过氧化物可交联电缆料、新能源特种材料等产品; 同时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, 实现产品升级与新产品、新工艺的产业转化。公司共计在研项目 6 项, 其中 1 项新能源特种线缆料项目已经入中试阶段; 2 项高压电缆料项目正在持续研发, 预计和募投项目投产同步落地。

表3: 公司研发项目介绍

项目名称	所处阶段及进展情况	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	通过调整配方, 开发一款新能源汽车线束专用料, 在耐油性、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	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, 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	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, 具有更高的经济环保优势
硅烷交联水上光伏电缆专用料的开发	中试阶段	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, 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	通过添加新型无卤阻燃剂, 使得电缆绝缘料阻燃性能达到 UL94 V-0 等级, 氧指数 OI% ≥ 28%, 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	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, 具有打破国外垄断的重要意义

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

募投项目预计新增产能 7 万吨，预计贡献营收超 9 亿元。公司募投项目计划投资 30,015.10 万元，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。项目达成后，将新增 500kV 及以下过氧化物可交联电缆料 20,000 吨，35kV 及以下过氧化物可交联电缆料 12,000 吨，新能源特种材料 38,000 吨的产能。募投项目 100%达产后预计贡献营收超 9 亿元，贡献净利润近 7 千万。

表4: 募投项目经济效益测算

收益指标	预期数值	备注
营业收入 (万元)	91,920	100%达产后
净利润 (万元)	6,656.22	100%达产后
投资回收期 (年)	8.18	所得税后, 包含 2.5 年建设期
内部收益率 (%)	14.05%	所得税后
财务净现值 (万元)	50,035	所得税后

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入拆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、屏蔽材料和其他业务。

1) 硅烷交联聚乙烯电缆料: 为公司重点优势产品, 主流是低收缩及防铜氧化专用料, 产品规模及品牌优势相对较高。公司基于经验积累和工艺理解而参与开发设计的高产能新工艺硅烷交联料生产线, 在产能、自动化程度、耗能水平有显著改善, 产能达到2万吨/年, 为传统生产线的2倍。伴随募投项目的逐步投产, 公司硅烷交联聚乙烯电缆料业务有望持续放量增长, 预计2024~2026年公司硅烷交联聚乙烯电缆料业务实现营收6.64/7.04/8.58亿元, 毛利率分别为10.13%/10.02%/11.45%。

2) 化学交联聚乙烯电缆料: 公司产品主要应用于配电网、工业装置或其他需要大容量用电领域, 为公司另一大主导产品类型。随着募投项目落地投产, 产能扩张可以满足两到三年的业务增长需求, 从而支撑公司未来业绩的持续发展, 预计2024~2026年公司化学交联聚乙烯电缆料业务实现营收5.83/6.82/8.31亿元, 毛利率分别为10.85%/10.75%/11.98%。

3) 低烟无卤电缆料: 公司产品主要应用于船用电缆、轨道交通电缆、通信电缆等对安全要求高的领域。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新能源特种线缆料, 在环保趋势下, 低烟无卤电缆料业务有望进一步增长, 预计2024~2026年公司低烟无卤电缆料业务实现营收2.09/2.36/2.00亿元, 毛利率分别为22.18%/23.55%/24.88%。

4) 屏蔽材料: 公司产品在过去三年产销增长较快, 并先行建立研产超高压屏蔽料的研究基础。随着2万吨高压特种材料项目投产, 将替代一部分进口品牌, 未来伴随屏蔽料需求的持续增长, 屏蔽材料业务将迎来持续增长, 预计2024~2026年公司屏蔽材料业务实现营收1.89/2.22/3.43亿元, 毛利率分别为12.35%/13.48%/13.93%。

图25: 分业务盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	1,071.37	1,392.30	1,523.54	1,650.65	1,846.39	2,238.93
营收增速/%	30.92%	29.96%	9.43%	8.34%	11.86%	21.26%
毛利率/%	10.71%	10.44%	10.77%	10.79%	10.83%	11.13%
其中: 硅烷交联聚乙烯电缆料						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	479.30	577.45	651.73	664.22	704.03	857.96
营收增速/%	16.24%	20.48%	12.86%	1.92%	5.99%	21.86%
毛利率/%	9.99%	9.76%	8.31%	10.13%	10.02%	11.45%
其中: 化学交联聚乙烯电缆料						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	328.38	443.56	517.05	583.34	681.87	831.09
营收增速/%	36.63%	35.08%	16.57%	12.82%	16.89%	21.88%
毛利率/%	9.68%	9.94%	10.42%	10.85%	10.75%	11.98%
其中: 低烟无卤电缆料						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	188.41	207.23	192.78	208.97	236.15	199.94
营收增速/%	48.20%	9.99%	-6.97%	8.40%	13.01%	-15.34%
毛利率/%	14.29%	15.56%	20.88%	22.18%	23.55%	24.88%
其中: 屏蔽材料						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	70.59	158.63	157.19	189.00	222.12	343.45
营收增速/%	106.16%	124.71%	-0.91%	20.24%	17.52%	54.62%
毛利率/%	10.35%	7.94%	9.07%	12.35%	13.48%	13.93%

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

基于以上收入拆分, 我们预计公司2024~2026年分别实现营业收入16.51/18.46/22.39亿元, 同比增速为8.34%/11.86%/21.26%; 实现归母净利润0.78/0.90/1.09亿元, 同比增速为1.14%/14.61%/21.02%; 毛利率水平分别为10.79%/10.83%/11.13%。

可比公司: 我们选取万马股份和中超新材为可比公司。其中, 万马股份是专业从事电线电缆、高分子材料、汽车充电设备等产品的研发、生产和销售, 以及汽车充电设备的投资与运营服务; 中超新材主营业务是从事研发、生产、销售电缆绝缘材, 主要产品和服务为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大系列数百个品种, 与公司业务具有一定的可比性。

盈利预测与投资建议: 公司为环保型线缆用高分子材料“小巨人”, 规模化生产国内领先, 现有生产线已基本满负荷运转, 募投项目将有望进一步提高公司生产能力, 高压超高压技术的研发有望打破垄断, 助力产品结构升级。募投项目100%达产后预计贡献营收超9亿元, 贡献净利润近7千万。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为0.78/0.90/1.09亿元, 对应发行市值的PE估值分别为9.46/8.25/6.82倍。可比公司估值如下表, 新股报告暂无投资评级。

表5: 可比公司估值 (截至 2024 年 8 月 19 日)

代码	公司	PE (TTM)	流通市值 (亿元)	2023年营业收入 (亿元)	2023年归母净利润 (亿元)
002276.SZ	万马股份	12.55	66.54	151.21	5.55
831313.NQ	中超新材	46.26	3.99	3.78	0.09
平均值		29.40	35.26	77.50	2.82
代码	公司	发行市盈率	发行价对应流通市值 (亿元)	2023年营业收入 (亿元)	2023年归母净利润 (亿元)
920118.BJ	太湖远大	11.80	2.53	15.24	0.77

数据来源: 可比公司估值来自 wind, 太湖远大发行估值来自公司公告, 东吴证券研究所

5. 风险提示

(1) 原材料价格波动风险。公司生产环保型线缆用高分子材料所需的主要原材料包括主材和辅材, 主材包括 PE 树脂、EVA 树脂等, 辅材包括阻燃剂、偶联剂、抗氧化剂等, 公司主要原材料价格与石油价格相关度较高, 受到国际热点事件、宏观经济周期、市场需求和汇率波动等因素的影响, 价格存在一定波动。

(2) 经营活动现金流的风险。受经营性应收项目、存货增加等因素影响, 2021-2023 年, 公司的经营活动产生的现金流量净额与同期净利润存在较大差异。若未来公司剔除票据贴现影响后的经营活动现金流量净额仍较低, 且公司无法通过股权融资、债务融资等方式合理筹措资金及规划资金使用计划, 则公司在营运资金周转方面将会存在一定的风险。

(3) 募投项目实施不及预期风险。公司募集资金投资项目拟新增 500kV 及以下过氧化物可交联电缆料生产线设备 1 套, 目前公司尚不具备高压及超高压过氧化物可交联电缆料的生产能力, 相关核心技术尚在研发之中, 而该产品要求的技术水平较高, 若公司未来无法按照计划成功研发。则会导致项目无法实现预期收益。

太湖远大三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	771	838	912	1,048	营业总收入	1,524	1,651	1,846	2,239
货币资金及交易性金融资产	195	172	34	29	营业成本(含金融类)	1,359	1,473	1,646	1,990
经营性应收款项	508	604	811	933	税金及附加	4	5	6	7
存货	59	58	62	79	销售费用	27	30	35	45
合同资产	4	0	0	0	管理费用	20	25	27	33
其他流动资产	5	4	5	6	研发费用	20	29	31	45
非流动资产	173	235	261	280	财务费用	12	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	9	2	2	6
固定资产及使用权资产	102	148	161	170	投资净收益	(1)	(1)	(1)	(1)
在建工程	26	34	40	44	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	24	32	38	46	减值损失	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	88	89	103	124
其他非流动资产	21	21	21	21	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	944	1,073	1,173	1,328	利润总额	88	89	103	124
流动负债	519	566	576	623	减:所得税	10	11	13	15
短期借款及一年内到期的非流动负债	320	320	320	320	净利润	77	78	90	109
经营性应付款项	140	187	196	232	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2	2	2	3	归属母公司净利润	77	78	90	109
其他流动负债	56	57	58	68	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.78	1.80	2.06	2.49
非流动负债	7	10	10	10	EBIT	100	89	103	124
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	113	104	126	156
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	10.77	10.79	10.83	11.13
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	5.08	4.75	4.86	4.85
其他非流动负债	7	10	10	10	收入增长率(%)	9.43	8.34	11.86	21.26
负债合计	526	576	586	632	归母净利润增长率(%)	26.79	1.14	14.61	21.02
归属母公司股东权益	418	497	587	695					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	418	497	587	695					
负债和股东权益	944	1,073	1,173	1,328					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(166)	51	(88)	48	每股净资产(元)	9.59	11.40	13.46	15.95
投资活动现金流	(53)	(78)	(50)	(53)	最新发行在外股份(百万股)	44	44	44	44
筹资活动现金流	274	3	0	0	ROIC(%)	13.53	10.08	10.42	11.31
现金净增加额	56	(23)	(137)	(5)	ROE-摊薄(%)	18.54	15.76	15.30	15.62
折旧和摊销	12	15	23	32	资产负债率(%)	55.71	53.69	49.95	47.62
资本开支	(53)	(77)	(49)	(52)	P/E (现价&最新股本摊薄)	9.57	9.46	8.25	6.82
营运资本变动	(263)	(43)	(202)	(94)	P/B (现价)	1.77	1.49	1.26	1.07

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>