# 尚伟股份(603333)/电气设备 高端市场多点开花，特种电缆龙头起航

**评级：增 持(首次)**

**市场价格：6.52**

**分析师：苏晨**

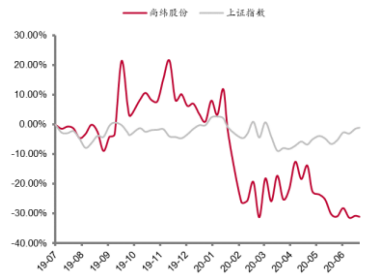
**执业证书编号：S0740519050003**

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

## 基本状况

| | |
|---|---|
| 总股本(百万股) | 520 |
| 流通股本(百万股) | 514 |
| 市价(元) | 6.62 |
| 市值(百万元) | 3351 |
| 流通市值(百万元) | 3390 |

## 股价与行业-市场走势对比




## 相关报告

## 公司盈利预测及估值

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 1,575.21 | 2,033.55 | 2,802.10 | 3,489.13 | 4,201.04 |
| 增长率 yoy% | 72.29% | 29.10% | 37.79% | 24.52% | 20.40% |
| 净利润 | 57.98 | 103.67 | 174.31 | 238.31 | 326.42 |
| 增长率 yoy% | 243.40% | 78.82% | 68.14% | 36.71% | 36.97% |
| 每股收益（元） | 0.11 | 0.20 | 0.34 | 0.46 | 0.63 |
| 每股现金流量 | -0.07 | 0.25 | 0.28 | 0.25 | 0.26 |
| 净资产收益率 | 4.10% | 6.77% | 10.11% | 12.31% | 14.67% |
| P/E | 58.5 | 32.7 | 19.4 | 14.2 | 10.4 |
| PEG | 0.98 | 0.70 | 0.17 | 0.24 | 0.22 |
| P/B | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 1.5 |

备注：股价取自 2020 年 6 月 29 日收盘价

## 投资要点

- **国内领先高端特种电缆供应商，稳步迈向国际一流。**公司成立于 2003 年，深耕特种电缆领域近 20 年，拥有四川和安徽两大智能制造基地，产品覆盖核电新能源、轨道交通、智能电网、军工舰船等高端特种电缆，为行业领先的高端特种电缆全面解决方案提供商。2018 年更名为尚纬股份，近三年营收及业绩持续高增，致力于打造国际一流特种电缆企业。

- **深耕特种电缆领域，新基建及电网投资提振需求景气度。**公司聚焦高端特种电缆市场，附加值与技术含量高、准入资质要求高，已在核电、风能、橡套电缆等特种电缆领域建立起领先优势。2020 年新基建发力，上下游配套电缆需求有望提升；电网投资加码，特高压投资超预期，电力电缆需求景气度较高。2019 年公司在钢铁、冶金、电气装备等传统优势市场收入规模达 12.21 亿元，同比增长 60%，2020 年行业需求向好，有望继续高增。

- **高端市场多点开花，海外市场顺利推进。**2019 年公司在高端特种电缆领域多点开花，在核电、新能源及轨交领域收入规模持续高增。特高压项目中电缆及相关材料投资占比约 25%，特高压电缆及配套电缆需求有望大幅提升，公司已通过四川新能源及特高压电缆工程技术中心年度考核，有望充分受益于特高压建设。公司聚焦“一带一路”沿线国家，与大型央企建立战略合作关系，以联合体的方式共同开发海外市场，有望保持高速增长。

- **产品及客户结构优化，生产效率提升，盈利能力持续稳健增长。**公司坚持高质量发展战略，严格把控项目质量、优化客户结构，并增强高附加值的高端特种电缆业务开拓力度，获取高毛利订单，同时持续提升生产管理水平与生产效率，2016 年以来毛利率及净利率持续稳健提升，2019 年已增至 21.42%。此外，公司采取成本加成的定价方式，对于核心原材料价格波动抵御能力较强。

- **投资建议：**公司为国内领先的高端特种电缆供应商，凭借品牌影响力、研发与产品优势，份额有望继续提升。2020 年新基建发力、电网投资加码、轨交投资提升，公司业务将继续高增；公司产品及客户结构持续优化，规模化效应凸显，生产效率不断提升，毛利率有望继续增长。**我们预计 2020-2022 年公司归母净利润将分别达 1.74/2.38/3.26 亿元，EPS 分别为 0.33/0.46/0.63 元，对应 2020 年 6 月 29 日收盘价 PE 分别为 19.4/14.2/10.4，首次覆盖，给与增持评级。**

- **风险提示：宏观经济不及预期、市场竞争加剧、原材料价格波动**

# 内容目录

高端特种电缆领跑者 稳步迈向国际一流 ..... - 4 -
新基建及电网投资提振需求景气度 传统优势业务持续高增 ..... - 10 -
高端领域多点开花 海外市场推进顺利 ..... - 14 -
产品及客户结构优化 盈利能力持续稳健提升 ..... - 17 -
投资建议 ..... - 18 -
风险提示 ..... - 19 -

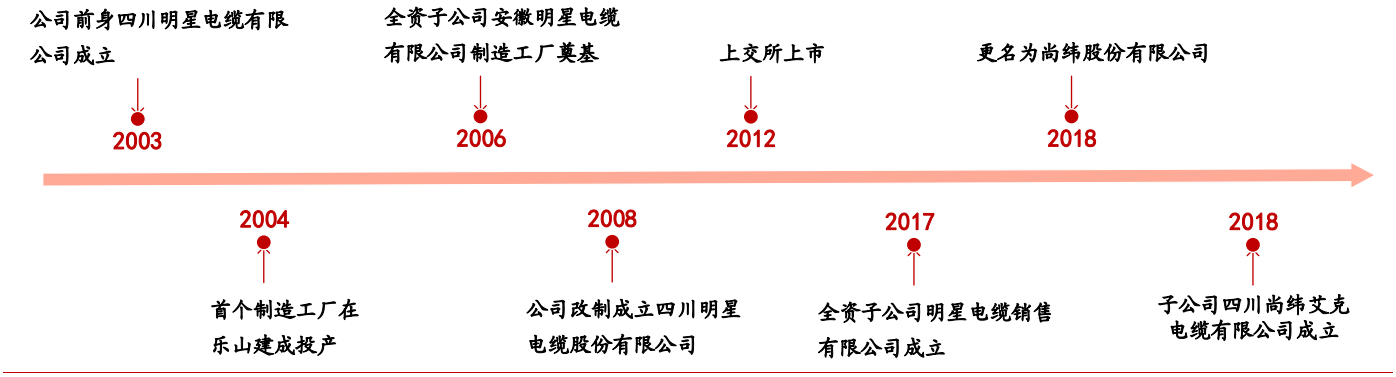
*图表 1：公司历史沿革* ..... - 4 -
*图表 2：公司主要产品总览* ..... - 4 -
*图表 3：2019 年公司特种电缆业务占比达 81%* ..... - 5 -
*图表 4：2019 年传统优势市场业务占比达 60%* ..... - 5 -
*图表 5：近三年公司毛利率持续提升* ..... - 6 -
*图表 6：主要子公司及对应业务总览* ..... - 6 -
*图表 7：公司股权结构（截至 2020Q1）* ..... - 6 -
*图表 8：2017 年以来营收及业绩持续稳健增长（金额：亿元）* ..... - 7 -
*图表 9：2017 年以来毛利率及净利率持续提升* ..... - 7 -
*图表 10：2019-2020Q1 期间费用率有所提升* ..... - 8 -
*图表 11：2019 年研发投入占比接近 4%（金额：亿元）* ..... - 8 -
*图表 12：公司资产负债率逐渐提升* ..... - 8 -
*图表 13：2019 年经营现金流大幅改善* ..... - 8 -
*图表 14：国内电线电缆市场结构* ..... - 10 -
*图表 15：近五年电线电缆行业规模持续稳健增长* ..... - 11 -
*图表 16：电线电缆行业规模与电网投资及用电量增速呈较强相关性* ..... - 11 -
*图表 17：国内电线电缆下游占比情况（2017）* ..... - 12 -
*图表 18：2020 国网投资规模有望稳健增长* ..... - 12 -
*图表 19：近三年公司传统优势业务高速增长（金额：亿元）* ..... - 13 -
*图表 20：2020 年特高压建设及投资节奏超预期* ..... - 14 -
*图表 21：线路材料占特高压投资占比约 25%* ..... - 14 -
*图表 22：2019 年公司电力电缆业务增速高达 389%（金额：亿元）* ..... - 14 -
*图表 23：2019 年公司核电及新能源市场业务同比增长 30%（金额：医院近）* - 15 -
*图表 24：轨交投资持续稳健增长* ..... - 15 -

*图表 25：2019 年公司轨交市场业务增长 65%* ..... - 15 -
*图表 26：公司海外业务收入维持增长势头（金额：亿元）* ..... - 16 -
*图表 27：2016 年以来公司毛利率持续稳健提升* ..... - 17 -
*图表 28：公司抵御原材料价格波动能力强* ..... - 18 -
*图表 29：同行业估值对比（股价日期为 2020 年 6 月 22 日）* ..... - 19 -
*图表 30：公司财务预测（金额：百万元，2020 年 6 月 22 日收盘价）* ..... - 20 -

# 高端特种电缆领跑者 稳步迈向国际一流

■ **国内领先高端特种电缆供应商，稳步迈向国际一流。**公司成立于 2003 年，深耕特种电缆领域近 20 年，拥有四川和安徽两大智能制造基地，下游覆盖核电新能源、轨道交通、智能电网、军工舰船等高端特种电缆领域，为国内行业领先的高端特种电缆全面解决方案提供商。2012 年公司登陆上交所，2018 年由“明星电缆”更名为“尚纬股份”，近三年营收及业绩持续高增，2019 年营收规模已达 20.3 亿元。公司锁定“高端化、精益化、智能化、国际化”战略方向，持续推进特种电缆主业的产业整合、积极进军新兴市场领域，致力于打造国际一流特种电缆企业。

*图表 1：公司历史沿革*




来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

■ **产品线齐全，聚焦高端特种电缆市场。**公司拥有四川、安徽两大智能制造基地，年产能超过 60 亿元，产品覆盖额定电压 500kV 及以下交联电缆、核电站用电缆、轨道交通用电缆、风力发电用电缆、太阳能光伏发电用电缆、军工舰船用电缆、矿用电缆、裸电线、铝合金导线及电缆等 38 大系列上万种规格型号，公司聚焦核电新能源、轨道交通、智能电网、军工舰船等高端特种电缆市场，产品广泛用于核电、轨道交通、国网、风光、化工、石化、军工、航天航空等多个领域。同时，公司与西门子等国际一流企业共同搭建 MES、ERP、CRM、OA 等信息化管理平台，高效精准实现产品质量全过程可追溯。

*图表 2：公司主要产品总览*

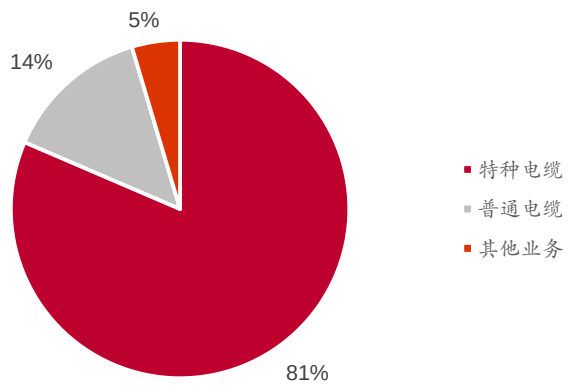
| 版块 | 产品 | 电压 | 适用场景 |
|---|---|---|---|
| 国内标准 | 圆线同心绞架空导线 | 1-220kV | 核电、轨道交通、国网、风光、化工、石化、军工、航天航空等多个领域 |
| | 预分支电缆 | 0.6/1kV 及以下 | |
| | 橡套电缆 | 450/750V 及以下 | |
| | 射频电缆 | - | |
| | 控制电缆 | 450/750V 及以下 | |
| | 聚氯乙烯绝缘电缆 | 450/750V 及以下 | |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | 计算机电缆 | 450/751V 及以下 | |
| | 航空航天用电缆 | 600V | |
| | 电力电缆 | 35kV 及以下 | |
| | 补偿电缆 | - | |
| | 变频器专用电缆 | 0.6/1kV 级、11.8/3kV 级、3.6/6kV 级、6/10kV 级 | |
| | 扁电缆 | 450/750V、0.6/1kV 和 6/10kV | |
| 国际标准 | 绝缘电力电缆 | 19/33kV | 核电、轨道交通、国网、风光、化工、石化、军工、航天航空等多个领域 |
| | 额定电压 450/750V 及以下聚录乙烯绝缘电缆 | 450/750V 及以下 | |
| | 高压和超高压电力电缆 | 48/66kV、64/110kV、127/220kV、290/500kV | |
| | 中低压电力电缆 | 1-3kV | |

来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

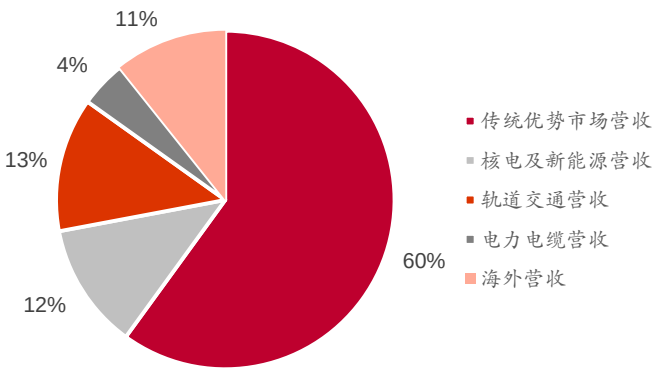
- **特种电缆为核心业务，毛利率稳健提升。**根据电缆业务种类划分，2019 年公司特种电缆业务、普通电缆业务、其他业务占比分别达 81.46%/13.94%/4.60%；根据下游市场划分，2019 年传统优势市场领域、核电及新能源领域、轨道交通领域、电力电缆领域及海外领域业务占比分别为 60.04%/12.05%/12.83%/4.43%/10.72%。从毛利率来看，2019 年特种电缆业务、普通电缆业务、其他电缆业务、其他业务毛利率分别为 22.42%/19.91%/25.61%/6.53%，整体毛利率 21.42%，已连续三年稳健提升。

*图表 3：2019 年公司特种电缆业务占比达 81%*



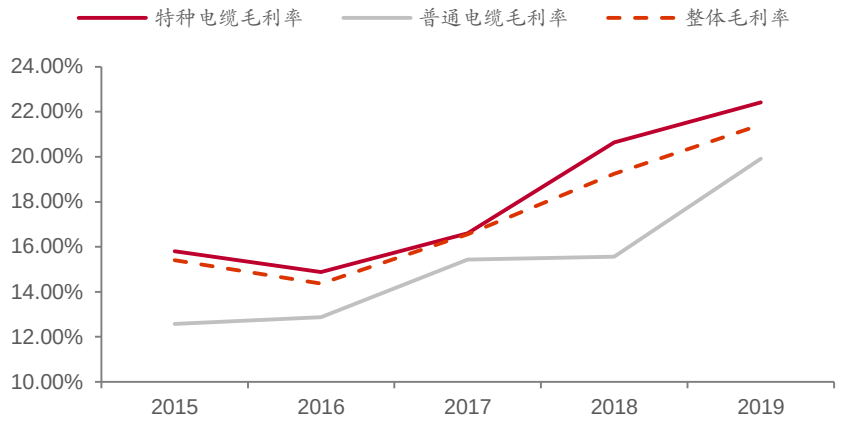

来源：wind，中泰证券研究所

*图表 4：2019 年传统优势市场业务占比达 60%*




来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：近三年公司毛利率持续提升




来源：wind，中泰证券研究所

■ **公司是集高端特种电缆产品的研发、 生产、销售和服务于一体的国家高新技术企业。**公司拥有四川、安徽两大智能制造基地，设有“东、西、南、北”四大营销片区，“重大、国际”两大事业部。截至 2019 年底，公司旗下拥有安徽尚纬电缆有限公司、尚纬销售有限公司，以及四川尚纬艾克电缆有限公司等 4 家子公司。

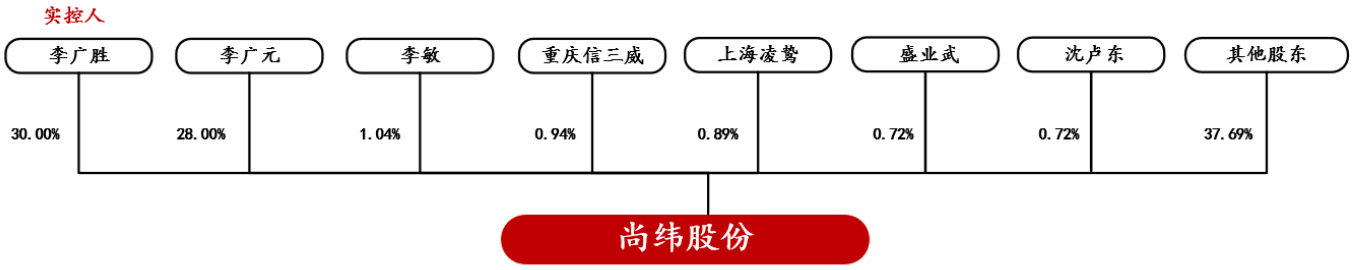
图表 6：主要子公司及对应业务总览

| 序号 | 子公司 | 持股比例（%） | 2019 营收（亿元） | 2019 净利润（亿元） | 主营业务 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 安徽尚纬电缆有限公司 | 100 | 7.96 | 0.58 | 电缆生产销售 |
| 2 | 尚纬销售有限公司 | 100 | 5.29 | -0.03 | 电缆销售 |
| 3 | 四川尚纬艾克电缆有限公司 | 51.00 | | | 电缆生产销售 |

来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

■ 截至 2020 年一季度末，李广胜先生持股比例为 30.00%，为公司实际控制人；李广元先生持股比例为 28%，李敏先生持股比例为 1.04%，前十大股东持股比例合计为 63.65%。

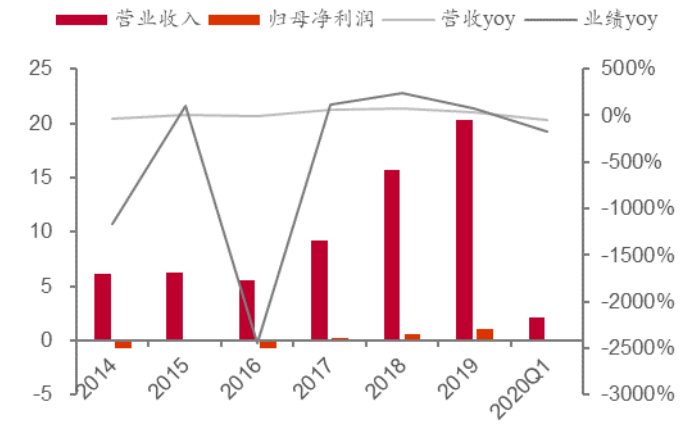
图表 7：公司股权结构（截至 2020Q1）



来源：公司公告，中泰证券研究所

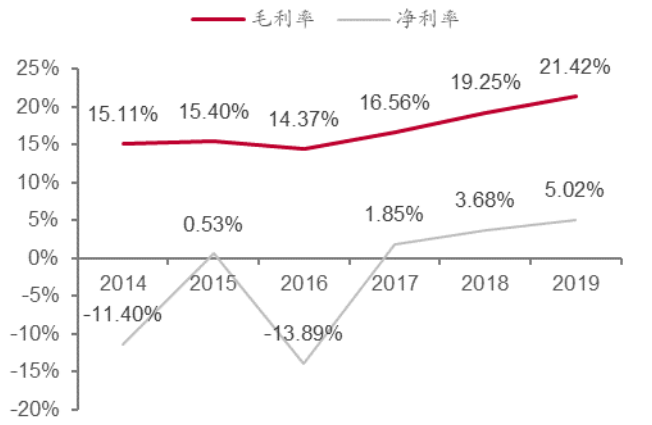
■ **近三年营收及业绩持续高增，毛利率及净利率稳健增长。**受原材料价格波动、市场竞争加剧与坏账计提等因素影响，公司 2014-2016 年业绩及净利率波动较大。2017 年以来公司营业收入与归母净利润规模恢复高增长，2017-2019 年公司营收及归母净利润复合增速分别达 49%/147%。2019 年营收达 20.3 亿元，增速 29.10%，实现归母净利润 1.04 亿元，持续大幅增长 78.82%。2020 年一季度公司营收为 2.06 亿元，同比下滑 52.73%，归母净利润为亏损 0.15 亿元，主要原因为疫情影响工程项目建设延迟与产品交货节奏。2017 年以来公司毛利率与净利率持续提升，2019 年整体毛利率为 21.42%，同比提升 2.17pct；净利率为 5.02%，同比提升 1.34pct。

*图表 8：2017 年以来营收及业绩持续稳健增长（金额：亿元）*




来源：wind，中泰证券研究所

*图表 9：2017 年以来毛利率及净利率持续提升*

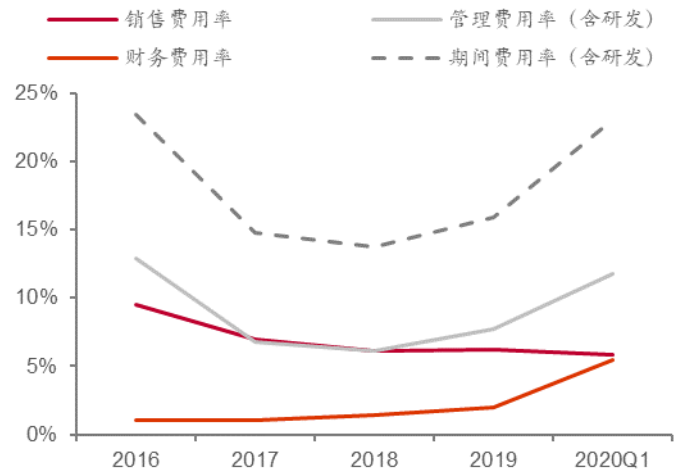



来源：wind，中泰证券研究所

■ **2019 年研发及财务费用增长致期间费用率提升。**2019 年公司管理费用（含研发）、销售费用、财务费用分别为 1.57/1.25/0.41 亿元，分别同比增长 62.54%/29.48%/79.97%,管理费用（含研发）率、销售费用率、财务费用率分别为 7.73%/6.16%/2.00%，期间费用率为 15.89%，同比增长 2.17pct；2020 年一季度管理费用（含研发）、销售费用、财务费用率分别为 11.76%/5.81%/5.44%，期间费用率为 23.02%，同比大幅增加 10.30pct，其中研发费用增长较多原因为新品研发投入加大，财务费用增长较多原因为营收增长带来的资金需求提升，导致贷款利息和承兑贴现利息增加。2019 年公司研发投入为 0.81 亿元，同比大幅增加 145.38%，

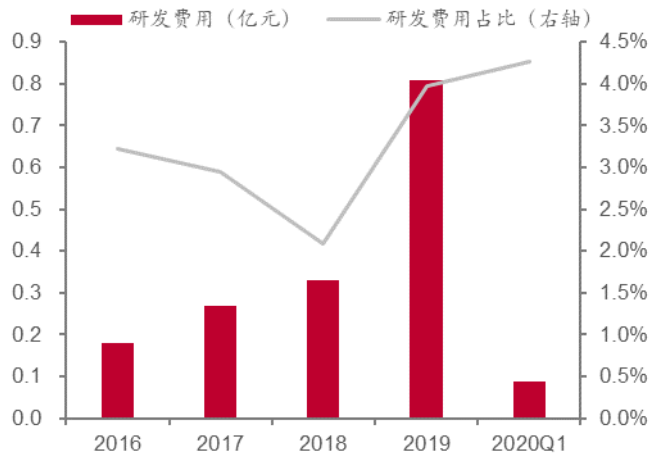
研发投入占比为 3.97%，研发投入规模及占比均有显著提升。

*图表 10：2019-2020Q1 期间费用率有所提升*




来源：wind，中泰证券研究所

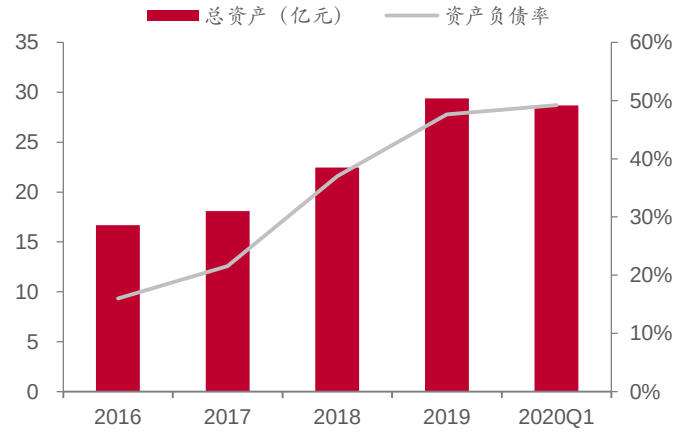
*图表 11：2019 年研发投入占比接近 4%（金额：亿元）*




来源：wind，中泰证券研究所

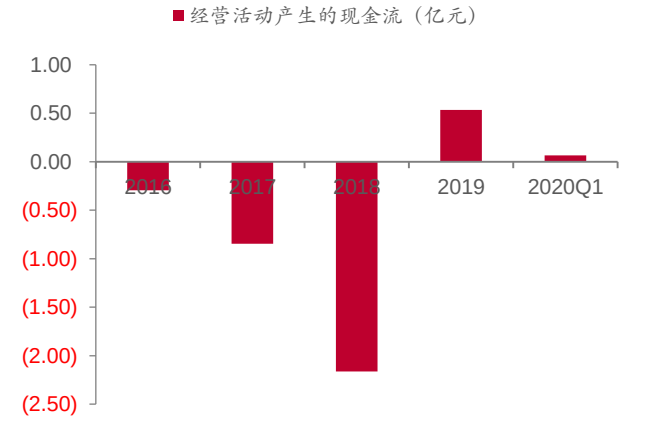
- **资产负债率逐渐提升，2019 及 2020Q1 经营现金流显著改善。**截至 2020 年一季度末，公司总资产规模为 28.69 亿元，资产负债率为 49.24%，近年来呈逐渐上升趋势。受销售费用及保证金波动、原材料及税费支付等多重因素影响，公司近年来现金流波动较大；2019 年及 2020 年一季度公司经营性现金净流量分别为 0.53/0.07 亿元，均有显著改善，原因为公司加大应收款管理力度、部分采购采用票据结算等。

*图表 12：公司资产负债率逐渐提升*




来源：wind，中泰证券研究所

*图表 13：2019 年经营现金流大幅改善*

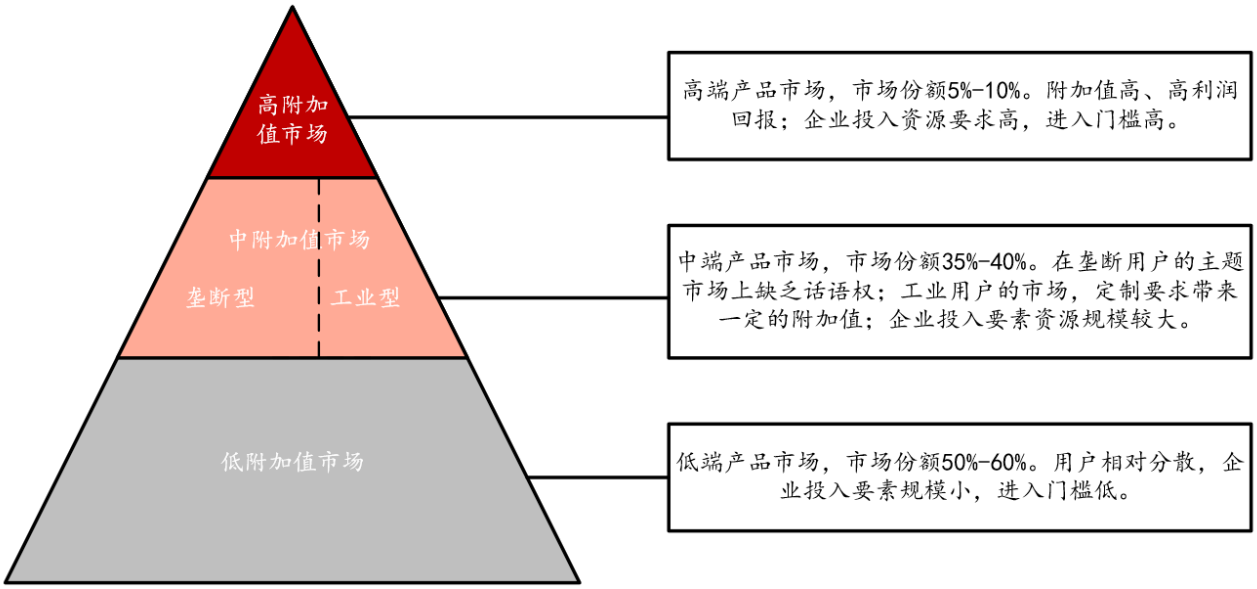



来源：wind，中泰证券研究所

# 新基建提振需求景气度 传统优势业务持续高增

■ **国内电线电缆市场分为低、中、高附加值三类，公司聚焦高端特种电缆领域。**电线电缆广泛用于电力、石油、通讯、冶金等多个下游行业，国内电线电缆市场可分为低附加值、中附加值、高附加值三类，中低压电力电缆市场技术含量较低、产能过剩、竞争激烈且份额较为分散；高压及超高压电缆市场属于中高附加值类型，国内有效产能相对不足，技术含量较高、利润水平较好；特种电缆由于需满足特殊场景要求，准入资质要求较高，因此产品附加值及利润水平高于行业平均水平。公司聚焦高端特种电缆市场，通过在核电、风能、橡套电缆等特种电缆领域大力研发建立起技术优势，迅速抢占高端产品市场，持续巩固领导地位。

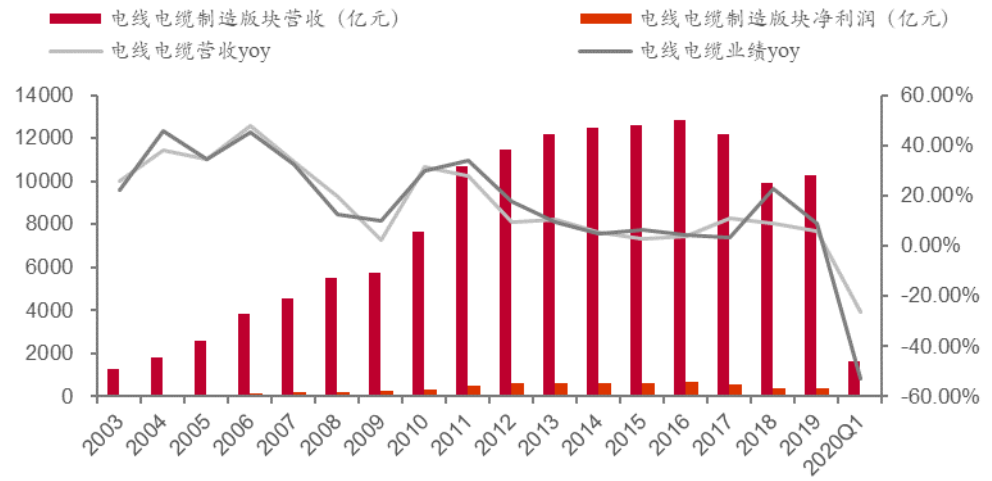
*图表 14：国内电线电缆市场结构*




来源：尚纬股份招股书，中国电器工业协会电线电缆分会《2011 年中国电线电缆行业大会报告集》

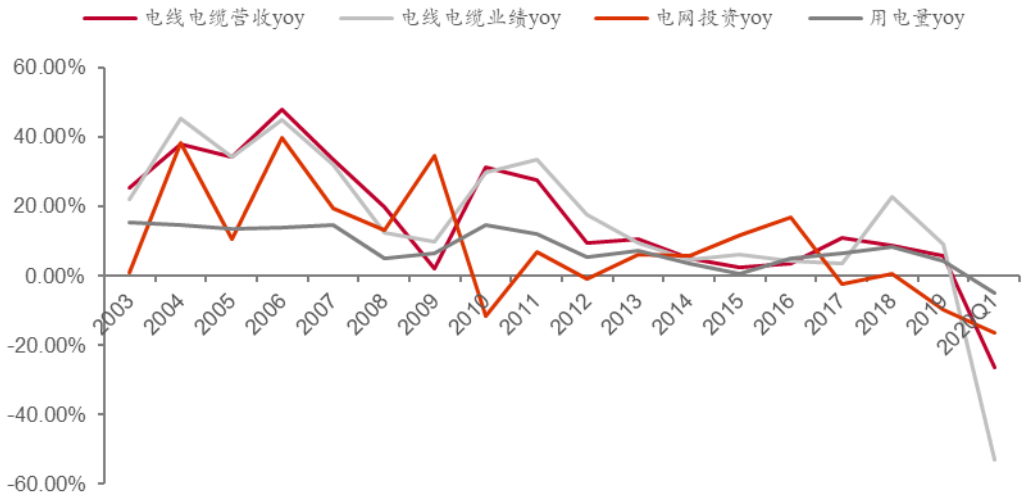
■ **电线电缆制造版块规模稳健增长，与电网投资及用电量增速密切相关。**2019 年国内电线电缆制造版块营收规模为 10254 亿元，同比增长 5.86%；电线电缆制造版块利润规模为 392 亿元，同比增长 9.02%，近年来行业规模持续稳健增长。历史来看，电线电缆制造版块营收及利润规模增速与电网投资增速、用电量增速呈较强相关性。

图表 15：近五年电线电缆行业规模持续稳健增长




来源：wind，中泰证券研究所

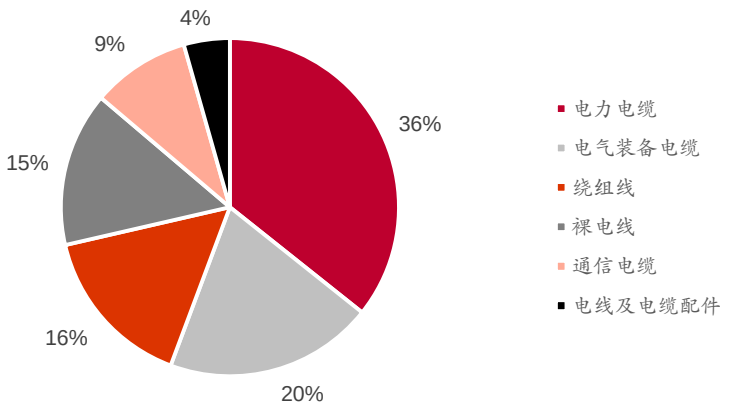
图表 16：电线电缆行业规模与电网投资及用电量增速呈较强相关性




来源：wind，中泰证券研究所

- **下游应用广泛，电力电缆占比较高**。电线电缆为国民经济中最大的配套行业之一，占国内电工行业四分之一的产值，产品广泛应用于电力、建筑、民用、通信、船舶、军工、航空以及石油化工等领域，按用途可分为电力电缆、电气装备电缆、绕组线、裸电线、通信电缆和电线及电缆配件等。根据华经产业研究数据，2017 年下游占比最大的为电力电缆、电气装备电缆与绕组线，占比分别为 35.7%/20.0%/15.7%。

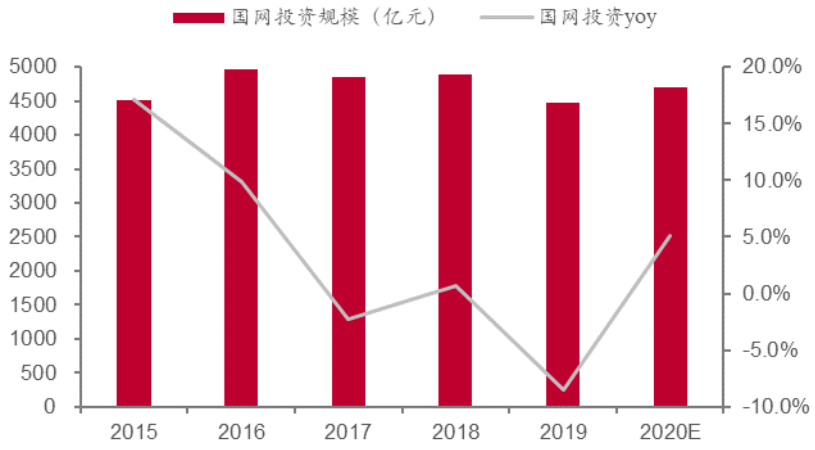
图表 17：国内电线电缆下游占比情况（2017）




来源：华经产业研究，中泰证券研究所

- **新基建带动电缆景气度提升，电网投资支撑电力电缆需求增长。**2020 年新基建持续发力，其涵盖的特高压、5G 基站、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心等环节将充分拉动上下游和软硬件配套需求，电力能源作为核心能源形式将深度贯穿新基建各环节，配套电线电缆需求景气度有望提升。此外，在下游占比最大的电力电缆领域，2020 年国网将大力推进冬奥会配套电网工程、阿里联网工程等多个重点环节，发挥基建投资助推器作用；2020 年 3 月国网“2020 年公开发行公司债券（面向专业投资者）”已获上交所受理，拟发行规模高达 800 亿元，融资规模提升将保障充沛资本开支能力。考虑到 2020 年特高压、信息化、智能化等多个环节投资加码，预计全年电网整体投资将稳健增长，从而提振电网领域电缆需求。

图表 18：2020 国网投资规模有望稳健增长

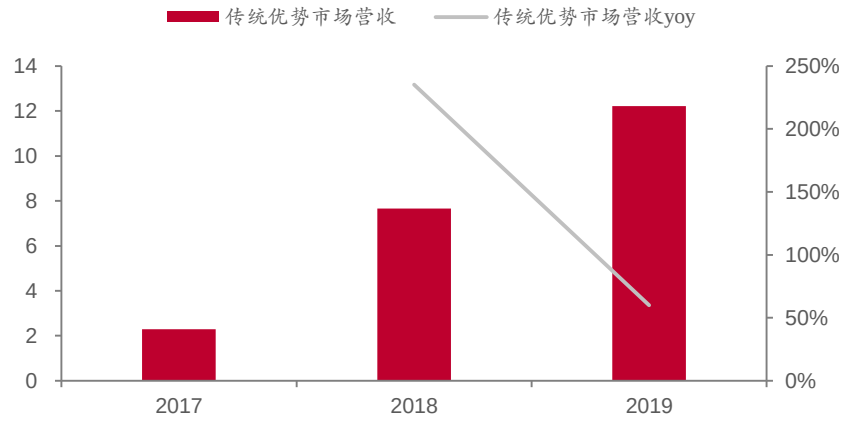



来源：国网社会责任报告，中泰证券研究所

- **传统优势业务持续高增，2019 年规模超 12 亿。**公司深耕钢铁、冶金、电气装备等传统优势领域多年，品牌影响力较强，凭借持续优化的产品性能与售后，市占率持续提升。2019 年公司传统优势市场业务收入达 12.21 亿元，同比持续大幅增长 60%，业务占比为 63%。2020 年新基

建发力、电网投资稳健增长，电网及工业领域电缆需求景气度较高，公司凭借份额提升有望继续实现高速增长。

*图表 19：近三年公司传统优势业务高速增长（金额：亿元）*

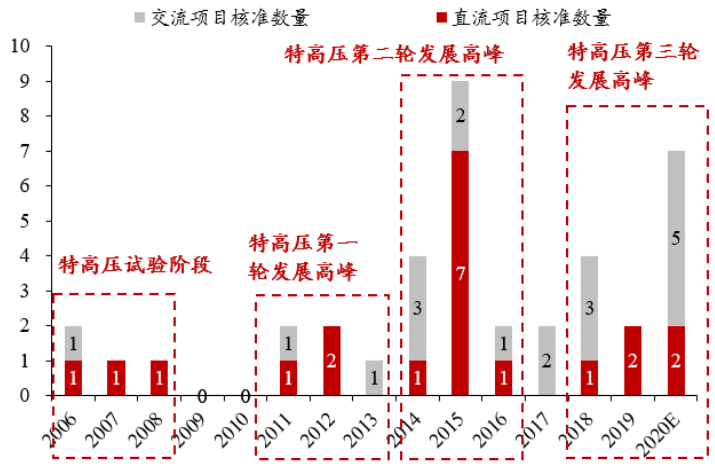



来源：公司公告，中泰证券研究所

## 高端领域多点开花 海外市场推进顺利

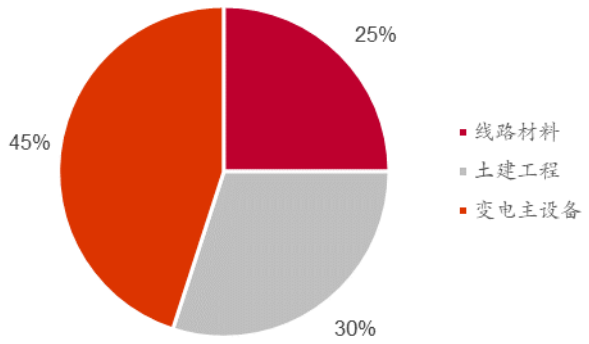
■ **特高压建设及投资加码，公司大力开拓有望受益。**在国内经济由高速增长转为高质量增长背景、节能环保经济理念发展理念下，具备“高能效、低损耗”优势的高压及超高压输电方式成为电力行业的主流趋势。3 月 14 日国家电网指出全年特高压建设项目投资规模 1811 亿元，大超市场预期。历史来看，电缆、铁塔及相关材料占特高压线路投资比例约为 25%，随着特高压项目建设及招标节奏大幅提升，特高压电缆及配套电缆需求景气度显著提升。公司持续加大超高压电力电缆市场开拓力度，2019 年收入规模大幅增长 389%至接近 1 亿元，并成功通过四川省新能源及特高压电缆工程技术中心年度考核，随着公司持续加大超高压领域市场开拓力度，有望充分受益于特高压投资加码。

*图表 20：2020 年特高压建设及投资节奏超预期*



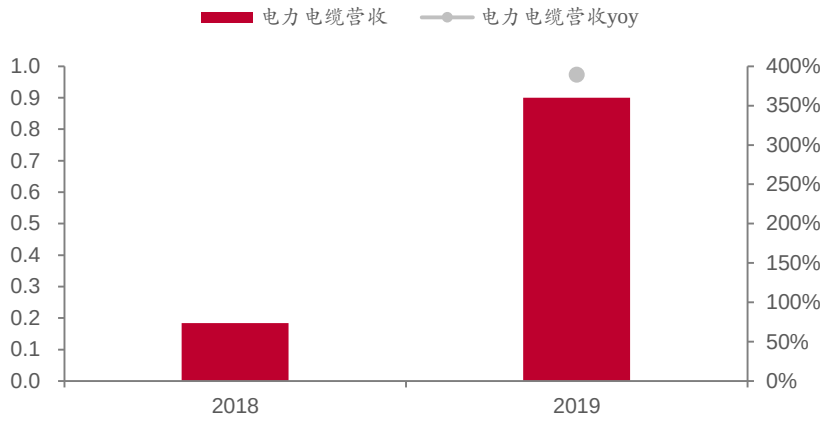

来源：能源局，发改委，国家电网，中泰证券研究所

*图表 21：线路材料占特高压投资占比约 25%*




来源：国家电网电子商务平台，中泰证券研究所

*图表 22：2019 年公司电力电缆业务增速高达 389%（金额：亿元）*

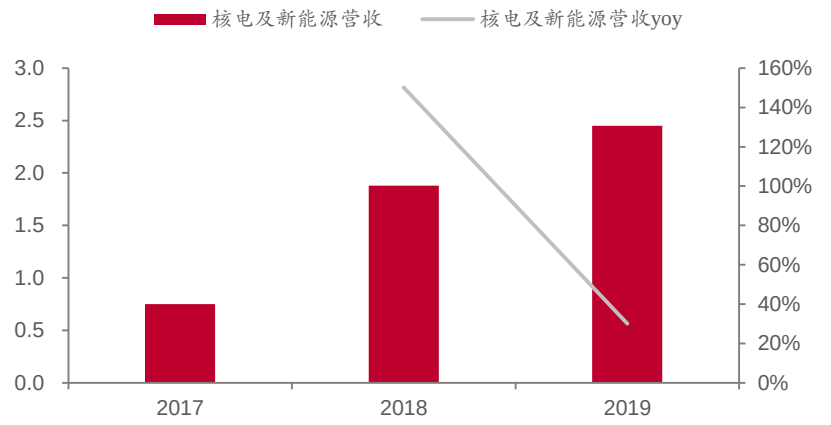



来源：公司公告，中泰证券研究所

■ **聚焦绿色发展，核电及新能源业务规模持续扩张。**根据《中国核能发展

报告（2019）》，2030 年我国核电发电量占比将从目前的 4.22%上升到 10%，核电及新能源领域配套的电线电缆需求将被有效拉动。公司不断巩固该领域竞争优势，2019 年中标“华龙一号”全球首堆示范工程——中核福清核电站 5&6 号机组项目、全球首座高温气冷堆核电站示范工程——石岛湾核电站项目订单等，聚焦绿色发展，2019 年实现核电及新能源领域收入规模 2.45 亿元，同比增长 30%。

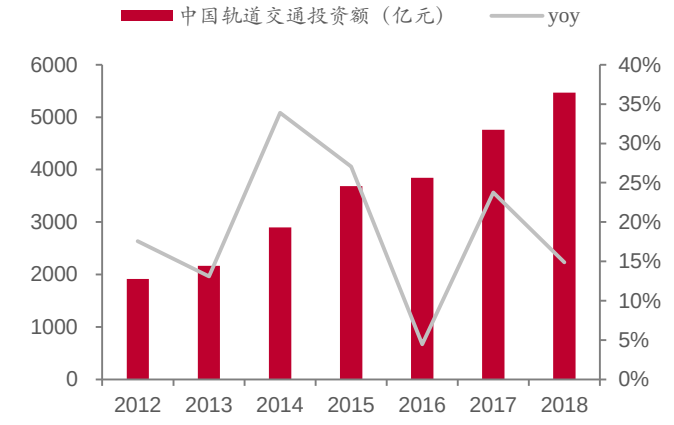
*图表 23：2019 年公司核电及新能源市场业务同比增长 30%（金额：医院近）*




来源：公司公告，中泰证券研究所

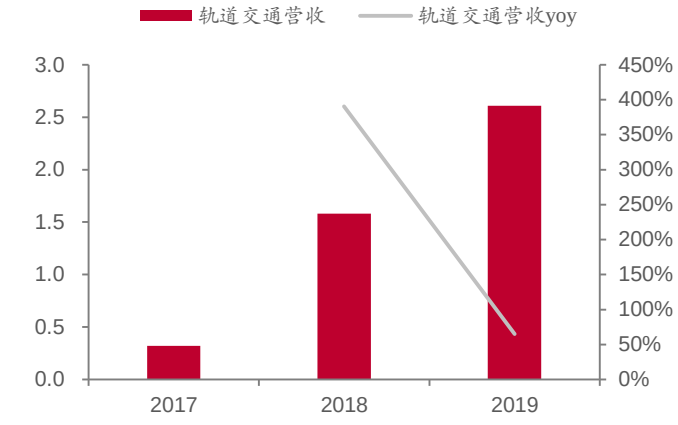
- **2020 轨交投资有望持续增长，公司份额有望继续提升。**我国城镇化需求大力带动轨道交通投资，根据中国城市轨道交通协会数据，2018 年国内轨交投资额为 5470 亿元，同比增长 14.9%，在建线路总长 6374 公里，可研批复投资额累计 42688.5 亿元。轨交基建投资是逆周期调控的主要手段之一，2020 年轨交基建资产投资额有望持续增长，从而带动配套电缆需求提升。公司持续提升该领域份额，已参与北京、西安、成都等三十余个城市的地铁项目建设，2019 年实现轨交领域收入 2.61 亿元，同比增长 65%，业务占比为 14%。

*图表 24：轨交投资持续稳健增长*




来源：中国城市轨道交通协会，中泰证券研究所

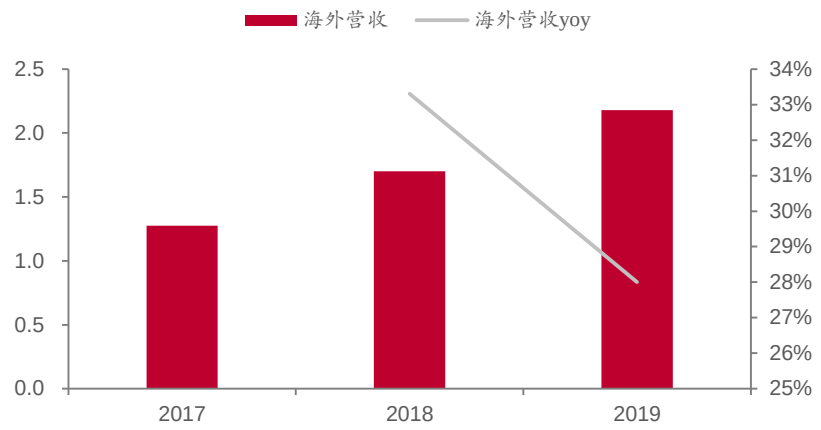
*图表 25：2019 年公司轨交市场业务增长 65%*




来源：公司公告，中泰证券研究所

- **聚焦“一带一路”，海外业务维持增长势头。**“一带一路”沿线国家拥有多个体量较大的能源工程、铁路建设以及跨境电力与输电通道建设等基础建设投资，电缆产业具备广阔的市场空间。公司国际事业部聚焦“一带一路”沿线的非洲、中东及东南亚地区，与大型央企建立战略合作关系，以联合体的方式共同开发海外市场。2019 年公司海外业务实现收入 2.18 亿元，同比增长 28%，保持稳健增长势头。

*图表 26：公司海外业务收入维持增长势头（金额：亿元）*

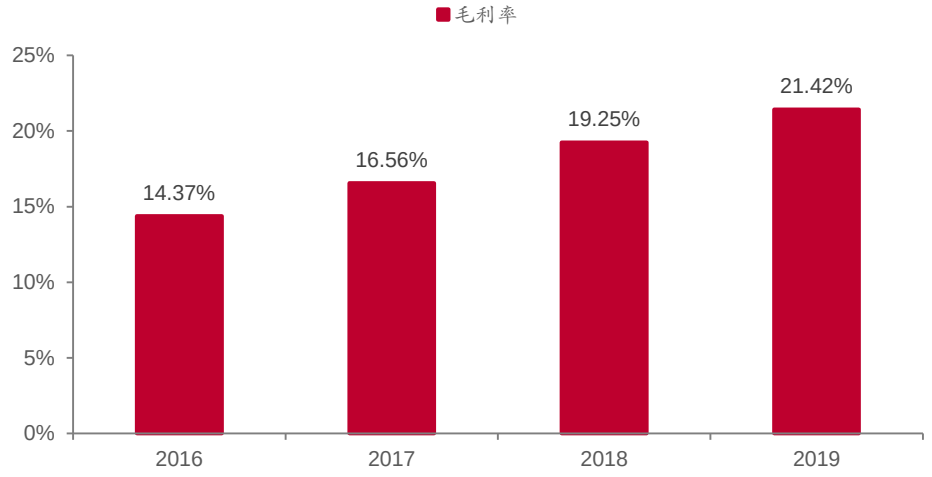



来源：公司公告，中泰证券研究所

## 产品及客户结构优化 盈利能力持续稳健提升

- **持续优化产品及客户结构，提升内部效率，毛利率持续稳健增长。**2016年以来公司毛利率与净利率水平持续提升，2019 年公司毛利率达21.42%，同比提升 2.17pct，较 2016 年的 14.34%已累计提升 7.08pct。公司毛利率持续提升原因为：1）坚持高质量发展战略，通过技术优势与品牌优势不断提升客户粘性，并严格把控项目质量、优化客户结构，从而提升各项业务毛利率水平；2）不断优化产品结构，增强高附加值的高端特种电缆业务开拓力度，获取高毛利的高端特种电缆订单，从而带动整体毛利率提升；3）收入规模持续扩张，生产规模化效应凸显；4）持续提升生产管理水平与生产效率，通过生产流程的工艺及流程优化，推动毛利率提升。

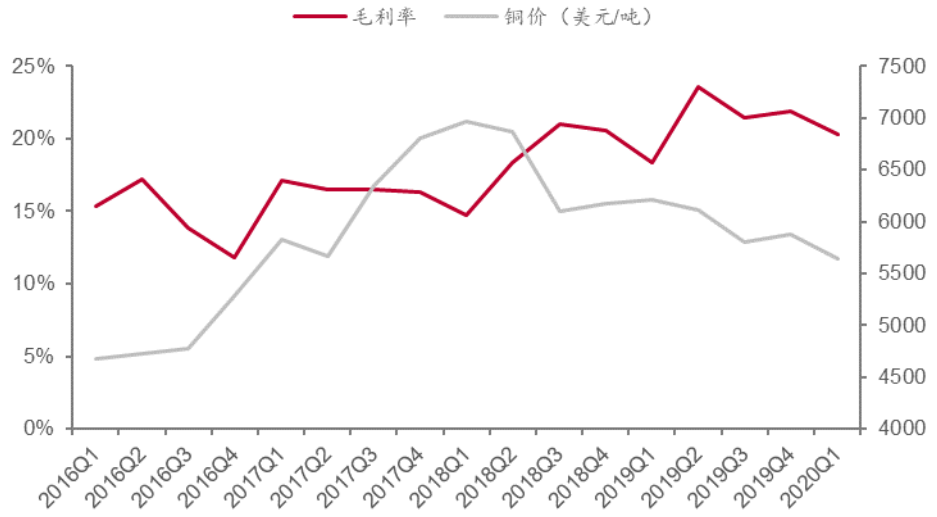
*图表 27：2016 年以来公司毛利率持续稳健提升*




来源：公司公告，中泰证券研究所

- **公司抵御原材料波动能力较强。**公司生产所需要的主要原材料为铜、绝缘料、屏蔽料及护套料等，其中原材料铜占产品成本比重高；根据公司招股说明书，电线电缆成本构成中铜占总生产成本比例约 80%。考虑到公司采取成本加成的定价方式，且对远期闭口合同订单铜材采购主要以期货套保结合现货采购进行锁价的方式采购，因此铜价等原材料价格波动对公司毛利率影响不大。

*图表 28：公司抵御原材料价格波动能力强*




来源：公司公告，中泰证券研究所

## 投资建议

- **关键假设：**
  - 2020 年新基建发力、电网投资加码、轨交基建投资提升，1）考虑到公司在特种电缆领域优势明显，预计公司特种电缆业务 2020-2022 年营收增速分别为 40%/25%/20%，2020 年铜价下跌有望提振毛利率，预计 2020-2022 年特种电缆业务毛利率分别为 24.0%/23.5%/23.0%。2）普通电缆领域竞争相对激烈，预计公司普通电缆业务 2020-2022 年营收增速分别为 25%/20%/20%，2020 年铜价下跌有望提振毛利率，预计 2020-2022 年普通电缆业务毛利率分别为 20.0%/19.5%/19.0%。

- **投资建议：**
  - 公司为国内领先的高端特种电缆供应商，凭借品牌影响力、研发与产品优势，份额有望继续提升。2020 年新基建发力、电网投资加码、轨交投资提升，公司业务将继续高增；公司产品及客户结构持续优化，规模化效应凸显，生产效率不断提升，毛利率有望继续增长。**我们预计 2020-2022 年公司归母净利润将分别达 1.74/2.38/3.26 亿元，EPS 分别为 0.33/0.46/0.63 元，对应 2020 年 6 月 29 日收盘价 PE 分别为 19.4/14.2/10.4，首次覆盖，给与增持评级。**

图表 29：同行业估值对比（股价日期为 2020 年 6 月 29 日）

| 代码 | 公司 | 市值（亿元） | 股价（元） | EPS | | | | PE | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 002276.SZ | 万马电缆 | 73.31 | 7.08 | 0.21 | 0.24 | 0.34 | 0.39 | 33.71 | 29.44 | 21.01 | 18.27 |
| 600973.SH | 宝胜股份 | 53.76 | 3.92 | 0.13 | 0.18 | 0.22 | 0.25 | 30.15 | 21.43 | 17.67 | 15.54 |
| 002879.SZ | 长缆科技 | 29.70 | 15.38 | 0.77 | 1.03 | 1.33 | 1.69 | 19.97 | 14.96 | 11.55 | 9.09 |
| **603333.SH** | **尚纬股份** | **33.90** | **6.52** | **0.20** | **0.34** | **0.46** | **0.63** | **32.60** | **19.45** | **14.22** | **10.38** |
| 平均（不含尚纬股份） | | 52.86 | 8.79 | - | - | - | - | 27.95 | 21.94 | 16.74 | 14.30 |

来源：wind，中泰证券研究所

## 风险提示

- **宏观经济不及预期风险**
  当前国内经济发展形势错综复杂，宏观指标可能出现较大波动，从而影响电线电缆下游应用领域需求，进而给公司产品销售带来一定压力。

- **市场竞争风险：**
- 国内电线电缆企业众多，中低压电力电缆和普通电缆领域产能过剩，市场竞争激烈。但随着技术的进步及其他企业的逐步加入，特种电缆领域的竞争也将逐渐加剧，公司将面临更加激烈的竞争压力。

- **原材料价格波动的风险：**
- 公司特种电缆产品的主要原材料为铜、钢等金属材料，上述原材料的价格波动可能直接影响公司的生产成本，进而影响公司的盈利水平。

*图表 30：公司财务预测（金额：百万元，2020 年 6 月 29 日收盘价）*

2020年6月29日

| 利润表 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **1,575.2** | **2,033.5** | **2,802.1** | **3,489.1** | **4,201.0** |
| 减:营业成本 | 1,272.0 | 1,598.0 | 2,162.7 | 2,711.7 | 3,289.4 |
| 营业税费 | 16.2 | 17.6 | 30.8 | 36.6 | 42.0 |
| 销售费用 | 96.8 | 125.4 | 168.1 | 202.4 | 210.1 |
| 管理费用 | 63.8 | 76.4 | 196.1 | 216.3 | 235.3 |
| 财务费用 | 22.6 | 40.6 | 53.0 | 64.0 | 73.0 |
| 资产减值损失 | 19.5 | -1.6 | 5.0 | 5.0 | 5.0 |
| 加:公允价值变动收 | - | - | - | - | - |
| 投资和汇兑收益 | 1.6 | -3.5 | -0.4 | -0.8 | -1.5 |
| **营业利润** | **57.6** | **104.6** | **185.9** | **252.4** | **344.8** |
| 加:营业外净收支 | -0.7 | 5.7 | 1.6 | 2.2 | 3.2 |
| **利润总额** | **57.0** | **110.3** | **187.5** | **254.6** | **348.0** |
| 减:所得税 | -1.0 | 8.1 | 14.1 | 17.8 | 24.4 |
| **净利润** | **58.0** | **103.7** | **174.3** | **238.3** | **326.4** |
| **资产负债表** | **2018** | **2019** | **2020E** | **2021E** | **2022E** |
| 货币资金 | 138.8 | 379.8 | 523.3 | 651.7 | 784.6 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - |
| 应收帐款 | 1,033.5 | 1,241.6 | 1,249.2 | 1,755.4 | 1,628.8 |
| 应收票据 | 109.5 | 122.7 | 188.6 | 179.7 | 240.4 |
| 预付帐款 | 53.5 | 21.4 | 80.0 | 47.2 | 107.1 |
| 存货 | 188.9 | 226.4 | 326.3 | 246.2 | 448.2 |
| 其他流动资产 | 7.5 | 186.2 | 64.6 | 86.1 | 112.3 |
| 可供出售金融资产 | 21.0 | - | 14.0 | 11.7 | 8.6 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - |
| 长期股权投资 | 12.2 | 13.6 | 18.1 | 24.1 | 28.1 |
| 投资性房地产 | 11.7 | 10.7 | 10.7 | 10.7 | 10.7 |
| 固定资产 | 519.0 | 524.1 | 469.9 | 420.5 | 373.3 |
| 在建工程 | 69.0 | 86.9 | 236.9 | 386.9 | 536.9 |
| 无形资产 | 62.8 | 61.1 | 59.3 | 57.6 | 55.9 |
| 其他非流动资产 | 18.8 | 64.7 | 28.5 | 28.3 | 30.9 |
| **资产总额** | **2,246.2** | **2,939.2** | **3,269.3** | **3,906.0** | **4,365.8** |
| 短期债务 | 470.4 | 705.0 | 827.1 | 964.9 | 1,095.4 |
| 应付帐款 | 194.2 | 205.8 | 298.8 | 333.9 | 433.6 |
| 应付票据 | - | 266.5 | 94.2 | 358.1 | 190.5 |
| 其他流动负债 | 122.2 | 129.9 | 171.7 | 130.6 | 225.4 |
| 长期借款 | - | 44.0 | 99.8 | 131.4 | 145.9 |
| 其他非流动负债 | 43.9 | 48.1 | 46.3 | 46.1 | 46.8 |
| **负债总额** | **830.7** | **1,399.4** | **1,538.0** | **1,964.9** | **2,137.7** |
| **少数股东权益** | **-** | **8.0** | **7.2** | **5.6** | **2.8** |
| 股本 | 520.0 | 519.9 | 519.9 | 519.9 | 519.9 |
| 留存收益 | 927.7 | 1,023.6 | 1,204.2 | 1,415.5 | 1,705.4 |
| **股东权益** | **1,415.5** | **1,539.8** | **1,731.3** | **1,941.1** | **2,228.1** |
| **现金流量表** | **2018** | **2019** | **2020E** | **2021E** | **2022E** |
| 净利润 | 58.0 | 102.2 | 174.3 | 238.3 | 326.4 |
| 加:折旧和摊销 | 46.0 | 44.0 | 42.7 | 43.8 | 43.8 |
| 资产减值准备 | 19.5 | -1.1 | - | - | - |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - |
| 财务费用 | 19.0 | 40.7 | 53.0 | 64.0 | 73.0 |
| 投资收益 | -1.6 | 1.0 | 0.4 | 0.8 | 1.5 |
| 少数股东损益 | - | -1.5 | -0.9 | -1.5 | -2.8 |
| 营运资金的变动 | -347.8 | -292.8 | -114.5 | -154.7 | -201.9 |
| **经营活动产生现金** | **-216.3** | **53.4** | **155.0** | **190.6** | **240.0** |
| **投资活动产生现金** | **-36.9** | **-93.9** | **-151.0** | **-141.2** | **-143.3** |
| **融资活动产生现金** | **218.9** | **169.7** | **139.6** | **78.9** | **36.2** |

| **财务指标** | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长性** | | | | | |
| 营业收入增长率 | 72.3% | 29.1% | 37.8% | 24.5% | 20.4% |
| 营业利润增长率 | 192.5% | 81.6% | 77.7% | 35.7% | 36.6% |
| 净利润增长率 | 243.4% | 78.8% | 68.1% | 36.7% | 37.0% |
| EBITDA增长率 | 101.1% | 67.3% | 9.1% | 27.9% | 28.2% |
| EBIT增长率 | 336.6% | 97.6% | 11.5% | 32.4% | 32.1% |
| NOPLAT增长率 | 220.2% | 64.9% | 64.3% | 33.1% | 32.1% |
| 投资资本增长率 | 21.1% | 8.4% | 13.1% | 11.9% | 12.7% |
| 净资产增长率 | -0.3% | 8.8% | 12.4% | 12.1% | 14.8% |
| **利润率** | | | | | |
| 毛利率 | 19.2% | 21.4% | 22.8% | 22.3% | 21.7% |
| 营业利润率 | 3.7% | 5.1% | 6.6% | 7.2% | 8.2% |
| 净利润率 | 3.7% | 5.1% | 6.2% | 6.8% | 7.8% |
| EBITDA/营业收入 | 9.8% | 12.7% | 10.1% | 10.3% | 11.0% |
| EBIT/营业收入 | 6.9% | 10.5% | 8.5% | 9.1% | 9.9% |
| **运营效率** | | | | | |
| 固定资产周转天数 | 120 | 92 | 64 | 46 | 34 |
| 流动营业资本周转天数 | 213 | 202 | 164 | 146 | 136 |
| 流动资产周转天数 | 301 | 328 | 296 | 278 | 269 |
| 应收帐款周转天数 | 184 | 201 | 160 | 155 | 145 |
| 存货周转天数 | 34 | 37 | 36 | 30 | 30 |
| 总资产周转天数 | 464 | 459 | 399 | 370 | 354 |
| 投资资本周转天数 | 354 | 313 | 252 | 227 | 212 |
| **投资回报率** | | | | | |
| ROE | 4.1% | 6.8% | 10.1% | 12.3% | 14.7% |
| ROA | 2.6% | 3.5% | 5.3% | 6.1% | 7.4% |
| ROIC | 5.8% | 7.9% | 12.0% | 14.2% | 16.7% |
| **费用率** | | | | | |
| 销售费用率 | 6.1% | 6.2% | 6.0% | 5.8% | 5.0% |
| 管理费用率 | 4.1% | 3.8% | 7.0% | 6.2% | 5.6% |
| 财务费用率 | 1.4% | 2.0% | 1.9% | 1.8% | 1.7% |
| 三费/营业收入 | 11.6% | 11.9% | 14.9% | 13.8% | 12.3% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 37.0% | 47.6% | 47.0% | 50.3% | 49.0% |
| 负债权益比 | 58.7% | 90.9% | 88.8% | 101.2% | 95.9% |
| 流动比率 | 1.95 | 1.67 | 1.75 | 1.66 | 1.71 |
| 速动比率 | 1.71 | 1.49 | 1.51 | 1.52 | 1.48 |
| 利息保障倍数 | 4.80 | 5.27 | 4.51 | 4.94 | 5.72 |
| **分红指标** | | | | | |
| DPS(元) | 0.03 | - | 0.07 | 0.08 | 0.08 |
| 分红比率 | 30.5% | 0.0% | 20.4% | 17.0% | 12.5% |
| 股息收益率 | 0.5% | 0.0% | 1.1% | 1.2% | 1.2% |
| **业绩和估值指标** | **2018** | **2019** | **2020E** | **2021E** | **2022E** |
| EPS(元) | 0.11 | 0.20 | 0.34 | 0.46 | 0.63 |
| BVPS(元) | 2.72 | 2.95 | 3.32 | 3.72 | 4.28 |
| PE(X) | 58.5 | 32.7 | 19.4 | 14.2 | 10.4 |
| PB(X) | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 1.5 |
| P/FCF | 89.1 | 13.9 | 31.2 | 21.1 | 19.3 |
| P/S | 2.2 | 1.7 | 1.2 | 1.0 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 18.7 | 21.8 | 13.3 | 10.5 | 8.2 |
| CAGR(%) | 59.8% | 46.9% | 117.4% | 59.8% | 46.9% |
| PEG | 1.0 | 0.7 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| ROIC/WACC | 0.6 | 0.8 | 1.3 | 1.5 | 1.7 |
| REP | 2.8 | 3.7 | 1.4 | 1.1 | 0.8 |

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

**重要声明：**

**中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。**

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。