

金杯电工 (002533)

证券研究报告
2024年07月01日

主网变压器电磁线赛道“隐形冠军”

公司业务主要为电线电缆、电磁线，2022Q4起公司变压器用扁电磁线订单开始显著增长，并持续维持高景气。公司核心看点：

- 1) 短期-受益于国内主网建设+竞争格局优，单位盈利稳定。
- 2) 中期-有望受益于欧洲电网建设周期，或受益于直接下游西门子、ABB、GE等。后续关注海外建厂和进一步斩获订单的能力。
- 3) 高分红：2023年分红比例超过50%，持续回报股东。

受益于主网建设，竞争格局优

电磁线为变压器核心部件，公司电磁线产品主要集中在高压、特高压市场。“十四五”期间，国家电网规划特高压“24交14直”，21、22年部分项目延误，23年起建设加快，带动变压器及电磁线需求。

超高压/特高压电磁线企业与变压器企业粘性较强，需要通过长期稳定的产品、服务形成稳定的客户关系。电磁线采取“浮动铜价+固定加工费”定价模式，公司通过套保/供应商锁定铜价，规避大宗商品价格波动的风险。

公司扁电磁线客户有西电、特变、ABB、西门子等。2023年底公司电磁线年产能9.5万吨，24年新增1.5万吨变压器电磁线产能。

海外电网资本开支加速，加快出海步伐

欧美地区新能源占比提升，且电力设备更换需求，电网投资加速。

- ✓ 英国国家电网公司：公司预计将在24年3月-29年3月，合计对英国、美国投资600亿英镑，用于能源网络投资，对应总投资CAGR+10%。
- ✓ 意大利电力公司Enel：计划24-26年仅在意大利就向电网分配约122亿欧元，相比21-23年投资额增长47%。
- ✓ 西门子能源：电网业务24Q1订单37.4亿欧元，同增27.4%，原因为电网产品及解决方案显著增长，包括意大利大型高压直流（HVDC）订单。公司将24财年电网业务收入增速指引从18-22%上修至32-34%。

23年公司扁电磁线出口发货约6000吨（23年扁电磁线销量共7.1万吨），主要海外客户包括ABB（日立能源）、西门子能源、GE和东芝等。23年海外业务毛利率16.6%，比国内高5.5pct，盈利能力显著高于国内。此外，公司积极考察海外市场，加快海外产能布局落地。

盈利预测与估值

预计2024-2026年营收170.3、190.9、214.6亿元，同增11%、12%、12%；归母净利5.9、6.6、7.5亿元，同增12%、12%、14%，与同类电磁线/电网企业相比，精达股份、中国西电、四方股份2024年PE分别为16、33、22x，考虑未来三年利润增速，高压电磁线领域高市占率及2018年以来每年超过50%分红率，给予2024年PE16x，对应股价12.9元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：特高压建设进度不及预期、地产行业增速放缓、海外业务开拓不及预期、铜价大幅上涨抑制需求、股价波动大、测算具有主观性。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,202.74	15,293.08	17,029.17	19,090.38	21,461.06
增长率(%)	2.89	15.83	11.35	12.10	12.42
EBITDA(百万元)	1,140.35	1,314.42	1,002.44	1,087.32	1,210.54
归属母公司净利润(百万元)	370.61	522.80	586.80	658.76	750.60
增长率(%)	11.85	41.07	12.24	12.26	13.94
EPS(元/股)	0.50	0.71	0.80	0.90	1.02
市盈率(P/E)	19.70	13.97	12.44	11.09	9.73
市净率(P/B)	2.02	1.89	1.76	1.64	1.53
市销率(P/S)	0.55	0.48	0.43	0.38	0.34
EV/EBITDA	3.08	3.48	6.52	4.79	5.14

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电力设备/电网设备
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	9.95元
目标价格	12.9元

基本数据

A股总股本(百万股)	733.94
流通A股股本(百万股)	627.50
A股总市值(百万元)	7,302.71
流通A股市值(百万元)	6,243.62
每股净资产(元)	5.43
资产负债率(%)	46.83
一年内最高/最低(元)	11.11/6.67

作者

孙潇雅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 引言	4
2. 二十余年稳步发展，细分行业头部企业	4
2.1. 电线电缆、电磁线为两大主要业务，盈利能力稳定	4
2.2. 内生+并购稳步增长，参与国内重大工程项目	6
2.3. 股权结构较为集中，高分红比例	7
3. 受益于主网建设，竞争格局优	8
3.1. 专注于高压变压器电磁线，特高压建设进度加速	8
3.1. 行业属性：电磁线为变压器核心材料，高压领域客户粘性强	9
3.2. 绑定优质客户，扩产节奏提速	10
4. 海外电网资本开支加速，加快出海步伐	11
4.1. 欧洲电网资本开支加速，电网企业上调收入指引	11
4.2. 海外布局加速，盈利能力高于国内	12
5. 盈利预测与估值	12
5.1. 电线电缆：国内万亿市场规模，集中度有待提升	12
5.2. 预计 2024-2026 年营收 170.3、190.9、214.6 亿元，同增 11%、12%、12%；归母净利润 5.9、6.6、7.5 亿元，同增 12%、12%、14%	13
5.3. 给予 2024 年 PE 17X，给予“买入”评级	14
6. 风险提示	15

图表目录

图 1：金杯电工 2019-2023 年分业务营收（亿元）	4
图 2：金杯电工 2019-2023 年营收结构（%）	4
图 3：电线电缆行业产业链结构图	5
图 4：金杯电工电线电缆产品	5
图 5：金杯主要扁电磁线产品	5
图 6：电线电缆净利润（亿元）及净利率（%）	6
图 7：电磁线净利润（亿元）及净利率（%）	6
图 8：金杯电工发展历程	6
图 9：金杯电工近年参与的部分重大工程项目	7
图 10：公司与实际控制人之间的产权及控制关系（截至 2023 年报）	7
图 11：我国电力系统发电侧、输电侧和配电侧示意图	8
图 12：中国输变电、配网电压等级	8
图 13：特高压直流、交流开工数量（条）	9
图 14：宏远股份 2022 年高电压电磁线成本结构（%）	10
图 15：宏远股份 2022H1 高电压电磁线原材料构成（%）	10
图 16：金杯电工生产基地	11

图 17: 英国国家电网公司 600 亿英镑投资	11
图 18: 2019-2023 年中国电线电缆产量 (万千米) 及增速 (%)	13
图 19: 金杯电工电线电缆销量(万千米) 及增速 (%)	13
图 20: 金杯旗下扁电磁线及线缆品牌	13
表 1: 金杯电工电磁线年销量 (万吨) 及吨净利 (万元)	6
表 2: 金杯电工下游客户/终端企业	10
表 3: 金杯电工电磁线产能 (万吨)	10
表 4: 金杯电工国内外收入 (亿元)、毛利率 (%)	12
表 5: 金杯电工盈利预测	14
表 6: 同类企业估值对比 (PE)	15

1. 引言

金杯电工业务主要为电线电缆、电磁线，从 2022 年第四季度起，公司变压器用扁电磁线订单开始显著增长，并持续维持高景气。公司核心看点：

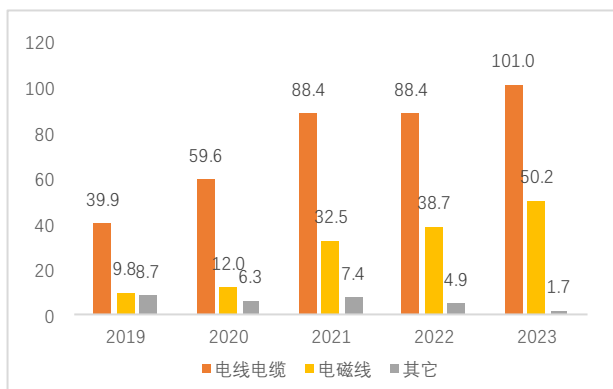
- 1) 短期-受益于国内主网建设+竞争格局优，单位盈利稳定。
- 2) 中期-有望受益于欧洲主要建设周期（英国、意大利等电网资本开支向上），或受益于直接下游西门子、日立 ABB、GE 等。后续关注海外建厂和进一步斩获订单的能力。
- 3) 高分红：2023 年公司现金股利接近 3 亿元，分红比例超过 50%，持续回报股东。

2. 二十余年稳步发展，细分行业头部企业

2.1. 电线电缆、电磁线为两大主要业务，盈利能力稳定

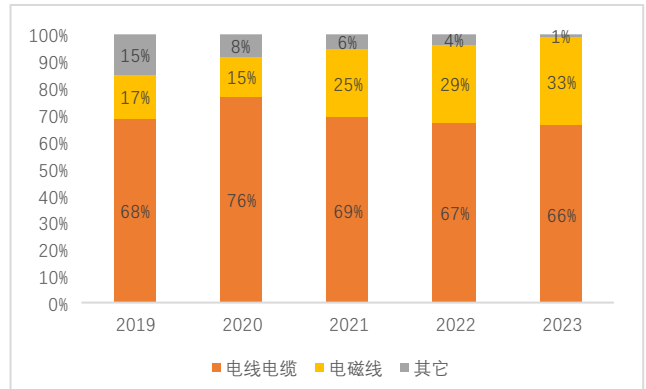
公司主营业务为电线电缆、电磁线，通过收购、开拓市场等方式实现增长。2023 年电线电缆业务营收 101 亿元，同比增长 14%，营收占比 66%；电磁线 2023 年营收 50.2 亿元，同比增长 30%，营收占比 33%。电线电缆在 2020、2021 年收入高增，营收分别为 59.6、88.4 亿元，同比增长 49%、48%，原因为公司通过收购方式加强市场开拓力度，优化客户及产品结构。2020 年新增控股子公司武汉二线为收入高增主要因素。电磁线业务在 2021 年营收 32.5 亿元，同比增长 171%，主要系二级子公司统力电工并表所致。

图 1：金杯电工 2019-2023 年分业务营收（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

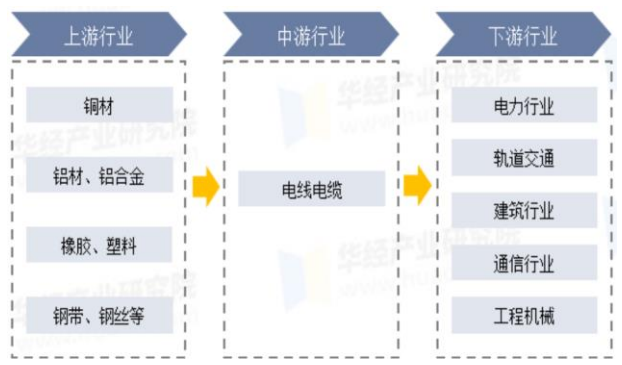
图 2：金杯电工 2019-2023 年营收结构（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

电线电缆下游应用领域广泛，公司产品线丰富。电线电缆下游主要包括电力行业、轨道交通、建筑行业、通信行业、工程机械等。金杯线缆产品广泛应用于智能电网、工业装备配套、轨道交通（高铁、地铁、磁悬浮）、民生及新能源汽车（车内高压线缆、充电桩）、风光储、安防、核电等有特殊要求的领域，以及各类建筑、家庭装修、公建装修等。从产品品类看，金杯产品线丰富，具有低压、中压、高压线缆，以及控制线缆、通讯电缆、仪表电缆等。

图 3：电线电缆行业产业链结构图



资料来源：华经情报网、天风证券研究所

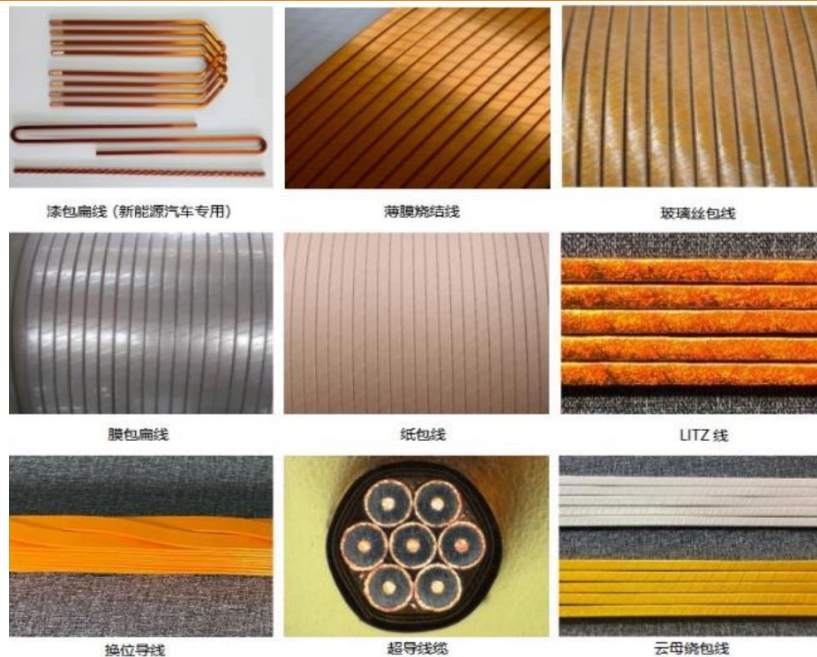
图 4：金杯电工电线电缆产品



资料来源：公司公告、天风证券研究所

金杯扁电磁线应用于变压器、新能源车等领域，为细分行业头部企业。公司扁电磁线应用于特高压、高压输变电装备、新能源车、特种电机、工业电机、轨道交通等领域，是国内为数不多能同时覆盖变压器、电机两大应用领域的电磁线制造商，年产销规模和综合实力位于细分行业头部。公司深耕扁电磁线行业 20 余年，积累了生产制造和工艺技术经验。公司拥有漆包、换位、绕包、线圈加工等生产作业单元，扁电磁线产品品类丰富，主要有漆包线、膜包线、纸包线、烧接线、复合绝缘、换位导线等。

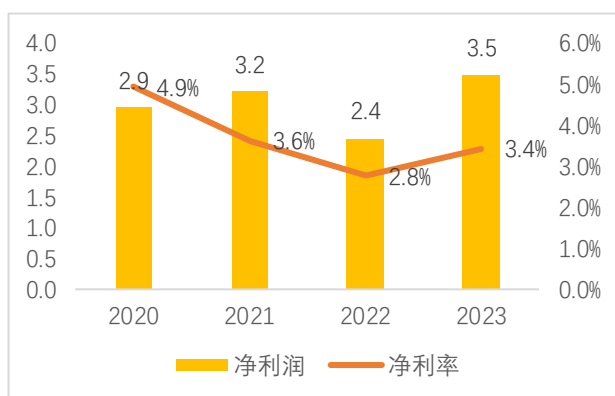
图 5：金杯主要扁电磁线产品



资料来源：公司公告、天风证券研究所

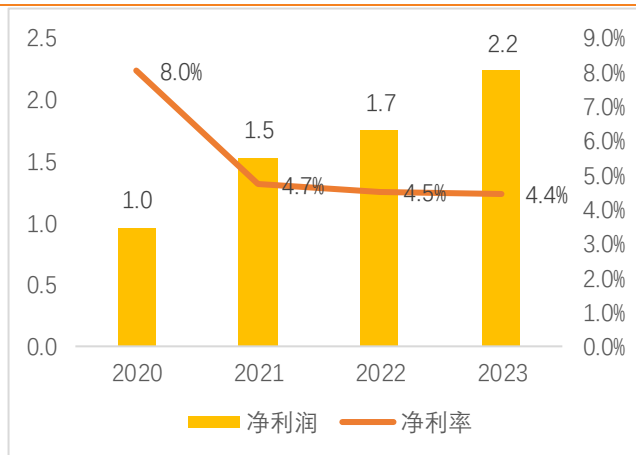
盈利能力较为稳定，电磁线吨净利 3000 元左右。电线电缆 2020-2023 年净利率分别为 4.9%、3.6%、2.8%、3.4%。2020 年净利率较高，我们认为原因为铜价较低导致售价较低；2022 年净利率仅 2.8%，原因为受宏观经济增速放缓及地产行业重大调整，线缆行业存量博弈激烈，公司线缆业务受到影响，且计提坏账准备增加，导致利润水平略有下降。电磁线 2020-2023 年净利率分别为 8%、4.7%、4.5%、4.4%，由于电磁线采用“浮动铜价+固定加工费”定价模式，售价受到铜价影响较大。2020-2023 年公司电磁线销量分别为 2.2、4.9、5.7、7.1 万吨，吨净利分别为 0.43、0.31、0.31、0.32 万元。2021 年以来吨净利基本维持在 3000 元左右。

图 6：电线电缆净利润（亿元）及净利率（%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：电磁线净利润（亿元）及净利率（%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 1：金杯电工电磁线年销量（万吨）及吨净利（万元）

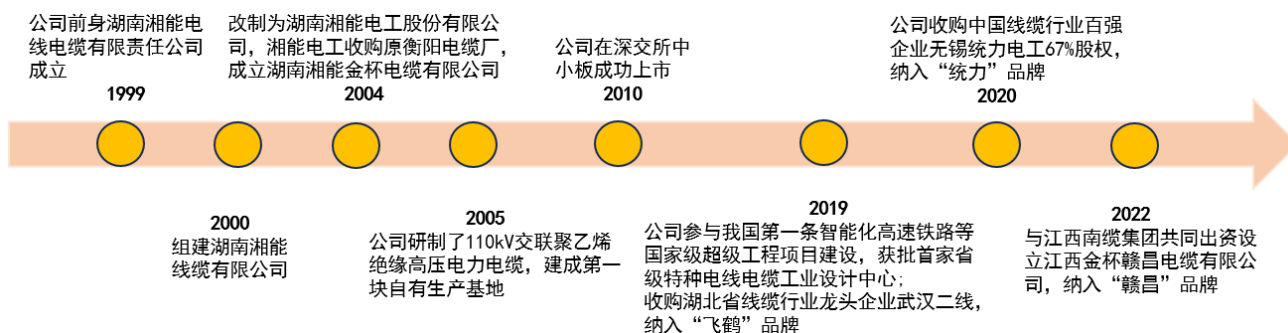
	单位	2020	2021	2022	2023
净利润	亿元	1.0	1.5	1.7	2.2
销量	万吨	2.2	4.9	5.7	7.1
吨净利	万元	0.43	0.31	0.31	0.32

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.2. 内生+并购稳步增长，参与国内重大工程项目

公司成立 20 余年，内生+并购稳步增长。金杯电工成立于 1999 年，2000 年组建湖南湘能线缆有限公司。2004 年公司改制为湖南湘能电工股份有限公司，并收购原衡阳电缆厂，在此基础上设立子公司湖南湘能金杯电缆有限公司；2005 年，公司研制 110kV 交联聚乙烯绝缘高压电力电缆，在自购土地上建成第一个自有生产基地；2010 年，公司在深交所中小板成功上市；2011 年，公司特种电缆生产基地在长沙投产；2019 年，公司参与我国第一条智能化高速铁路等国家级超级工程项目，获批首家省级特种电线电缆工业设计中心；2020 年，公司收购统力电工 67% 股权，扩张电磁线业务。

图 8：金杯电工发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司特高压电磁线、电线电缆产品参与多项重大工程项目。公司近年参与的重大工程项目包括输配电、新能源、轨交项目等：

- ✓ 输配电：湖北省电力公司农网项目、云南电网公司昆明供电局 110kV 螺蛳湾（新机场）输变电工程（基建工程）等；扎鲁特-青州 ± 800kV 特高压、渝鄂直流背靠背龙

- ✓ 泉站联网工程等。
- ✓ 新能源：巴彦浩特 110MWP 光伏发电项目、葫芦岛渤海石油 8.4MWP 分布式光伏电站项目；三峡新能源天水张家川风电场二期（50MWP）工程、山东能源 500MWP 海上风电场项目；秦山核电站、大亚湾核电站等。
- ✓ 轨道交通工程：京广高铁、京张高铁、京沪高铁等；广州地铁、广佛地铁、长沙地铁等；长沙磁悬浮、南京南站及相关工程等。

图 9：金杯电工近年参与的部分重大项目

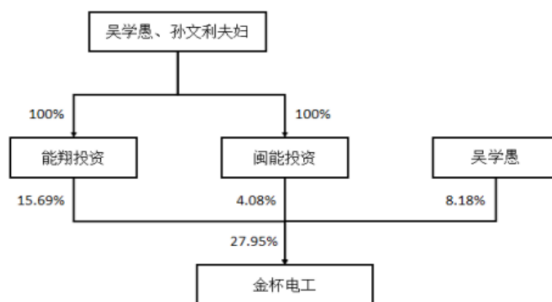
应用领域	重大工程案例
输变电	配网 湖北省电力公司农网项目、云南电网公司昆明供电局 110kV 螺蛳湾（新机场）输变电工程等项目
	特高压 扎鲁特-青州±800kV 特高压、渝鄂直流背靠背龙泉站联网工程、闽粤背靠背联网工程、荆门-长沙-武汉、川渝特高压交流工程、张北项目（直流）、宁夏-湖南、哈密-重庆、陇东-山东、金上-湖北、希腊项目（直流）等
新能源	核电 秦山核电站、“华龙一号”三代/四代核电主泵循环电机项目、大亚湾核电站、海南昌江核电站、卡拉奇核电变（巴基斯坦）等
	光伏 巴彦浩特 110MWP 光伏发电项目、葫芦岛渤海石油 8.4MWP 分布式光伏电站项目、宝丰红墩子矿区光伏发电项目等
	风电 三峡新能源天水张家川风电场二期（50MWP）工程、山东能源 500MWP 海上风电场项目、山东省莱州市海上风电与海洋牧场融合发展研究试验项目、山东半岛海上风电 230kV 项目、粤电阳江青州海上风电 500kV 项目等
民生工程	公共卫生基础设施 中南大学湘雅五医院新建项目、湖南省儿童医院儿童急救治大楼工程、雷神山医院工程、火神山医院工程等
	建筑工程 京秦高速公路机电工程（北京奥运工程）、2018 年军运会 10kV 及以下配电网建设与改造项目、华中科技大学学生宿舍改造工程、南京航空大学项目、中国人民解放军国防科技大学计算机学院软件控制中心采购项目等
轨道交通工程	高铁 京广高铁、京张高铁、京沪高铁、京沈高铁、深茂高铁、成贵高铁、沪昆高铁、武广高铁、杭长高铁、蒙华铁路、印尼雅万等
	地铁 广州地铁、广佛地铁、长沙地铁、南昌地铁等
	其他 长沙磁悬浮、南京南站及相关工程、合蚌引入“四电”系统集成项目等
高速公路工程	京港澳高速公路、厦漳高速公路、广中江高速公路、韶新高速公路等
其他工程	陆上坦克主推电机项目等

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3. 股权结构较为集中，高分红比例

实控人为吴学愚、孙文利夫妇，股权结构稳定。吴学愚、孙文利夫妇为实控人，吴学愚先生 1991 年开始从事电线电缆的销售业务，2004 年 5 月至 2007 年 1 月任公司总经理，2007 年 10 月至今任公司董事长。吴学愚、孙文利夫妇通过能翔投资、闽能投资分别持有金杯电工 15.69%、4.08% 股份，此外吴学愚先生直接持有金杯电工 8.18% 股份，实控人吴学愚、孙文利夫妇合计持有金杯股份 27.95%。

图 10：公司与实际控制人之间的产权及控制关系（截至 2023 年报）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

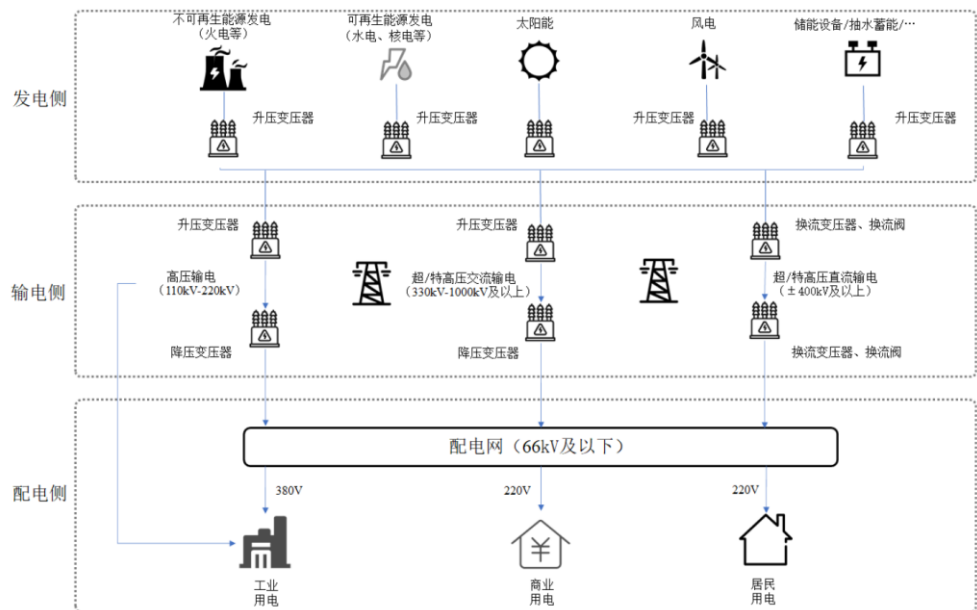
持续回报股东，2023 年分红比例超过 50%。公司自 2010 年上市以来，每年都进行现金分红，截至 2023 年累计现金分红超过 16 亿元，超过募集资金。2023 年公司现金股利达到接近 3 亿元，分红比例超过 50%。公司实行现金分红政策，与股东共同成长、共享经营成果。

3. 受益于主网建设，竞争格局优

3.1. 专注于高压变压器电磁线，特高压建设进度加速

当前公司增长最快的业务为扁电磁线，下游行业为电力系统主网建设、新能源车等。公司下游主要为变压器、电机两大应用领域。2022 年第四季度起，公司变压器用扁电磁线订单开始显著增长，并持续维持高景气，订单充裕。电力系统由发电、输变电、配电、用电四大系统共同构成。新能源并网需要升压变压，在主网的输电侧，也需要升压、降压变压器。

图 11：我国电力系统发电侧、输电侧和配电侧示意图



资料来源：宏远股份招股书、天风证券研究所

电磁线为变压器核心部件，公司电磁线产品主要集中在高压、特高压市场。高压变压器指电压等级为 110kV 至 220kV 的变压器；配电变压器为电压等级低于 110kV 的配电网变压器。高电压等级变压器指的电压等级在 110kV 以上的变压器，包括高压、超高压、特高压变压器。电磁线产品作为变压器的核心部件，也应用于高压变压器和配电变压器中。金杯变压器用扁电磁线主要集中在高压与特高压市场，且在特高压变压器用扁电磁线的市场占有率较高。

图 12：中国输变电、配网电压等级

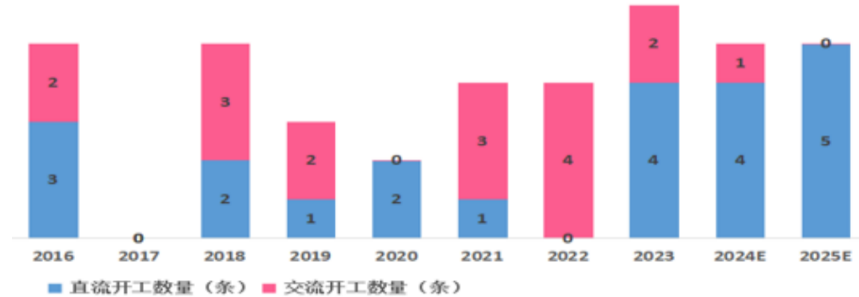
电网		电压等级	内容
配电 ^{注1}		66kV 及以下	将电能分配给城市电力用户的电力网
高压输电		110kV~220kV	长距离或大容量区域输电系统
超高压输电	超高压交流输电	330kV~750kV	跨区域超长距离和超大容量输电系统
	超高压直流输电 ^{注2}	±500kV (±400kV) ~ ±660kV	
特高压输电	特高压交流输电	1000kV 及以上	跨区域特长距离和特大容量输电线路
	特高压直流输电	±800kV 及以上	

资料来源：宏远股份招股书、天风证券研究所

特高压投资建设有望加速，带动变压器及电磁线需求。“十三五”期间国家电网累计投运

“13 交 12 直”特高压工程。而“十四五”期间，国家电网规划建设特高压工程“24 交 14 直”，总投资 3800 亿元。2021 和 2022 年部分项目有所延误，2023 年建设明显加快。“十四五”的前半程投资建设较慢，按照特高压平均建设周期 2 年计算，“十四五”规划线路不能晚于 2024 年开工，因此“十四五”后半程特高压建设有望加快。

图 13：特高压直流、交流开工数量（条）



资料来源：公司公告、国家电网、国家能源局、北极星输配电网、中国电建官网、光电通信网、清洁能源公众号、天风证券研究所

变压器节能降耗要求大幅提升，设备更换加速变压器及电磁线需求。2020 年 12 月，工信部、国家市场监管总局、国家能源局联合印发《变压器能效提升计划（2021—2023 年）》。其中要求：1、到 2023 年，符合能效标准的电力变压器在网运行比例提高 10%，当年新增高效节能变压器占比达到 75%以上；2、自 2021 年 6 月起，新增变压器须符合国家能效标准要求，鼓励使用高效节能变压器；3、加快电网企业变压器能效提升。推动电网企业开展在网运行变压器全面普查，制定淘汰计划并组织实施，加快电网企业变压器升级改造。

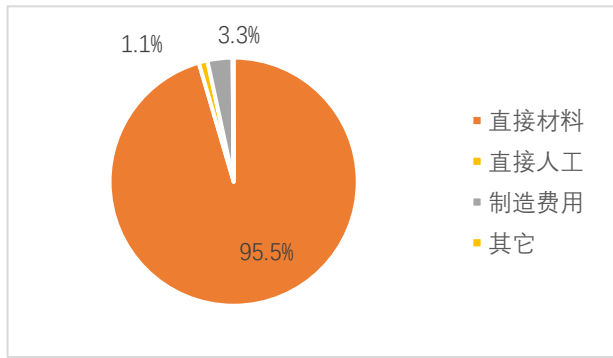
3.1. 行业属性：电磁线为变压器核心材料，高压领域客户粘性强

电磁线为变压器核心部件，在高压领域客户粘性强。在超/特高压交直流输电中，变压器是变压、传送电力的核心装备，而绕制变压器线圈用的电磁线是变压器的核心部件。电磁线企业与变压器企业粘性较强，电磁线企业需要通过长期稳定的产品、服务形成稳定的客户关系。

高电压等级电网运输线路变压器几乎都使用扁线，性能要求高。扁线能够提供更优良的散热效果、转换效率以及功率密度，且相对比圆线大幅减小变压器体积，缩减变电站的建设成本和占地面积。电网一般采用油浸式变压器，变压器油存在较强的溶解性以及含有一定量的腐蚀性硫，电磁线必须具备较好的耐变压器油的特性。此外，电网线路中常发生短路现象，自然雷击也可能导致线路故障，变压器中将产生较高的反冲电压形成强大的电磁力，温度在短时间内快速提升，电磁线也需要具备较高的耐热等级以及较高的屈服强度。

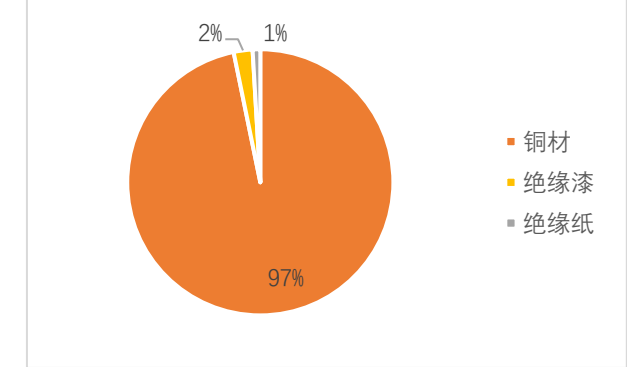
成本加成定价模式，通过套保规避大宗价格波动带来的风险。从成本结构看，以宏远股份为例，2022 年高电压变压器的电磁线直接材料、直接人工、制造费用在成本占比分别为 95.5%、1.1%、3.3%；2022 年 H1 铜材、绝缘漆、绝缘纸在原材料成本占比分别为 97%、2%、1%。扁电磁线产品采取“浮动铜价+固定加工费”定价模式，“浮动铜价”以客户与公司订单签署日的铜价进行确认，公司当即通过期货套保或供应商锁价，规避由于大宗商品价格波动所带来的风险。

图 14：宏远股份 2022 年高电压电磁线成本结构（%）



资料来源：宏远股份招股书、天风证券研究所

图 15：宏远股份 2022H1 高电压电磁线原材料构成（%）



资料来源：宏远股份招股书、天风证券研究所

3.2. 绑定优质客户，扩产节奏提速

公司绑定下游优质客户，尤其在电力变压器领域优势突出。公司扁电磁线主要分为三大领域，特高压领域占比最大，供应给变压器厂，主要客户有西电、特变、ABB、西门子等；其次是新能源汽车，终端车企有上汽、广汽、长城、蔚小理等，电机客户有汇川、联电、精进电动等驱动电机企业；风电、光伏等清洁能源领域，主要客户有远景、三一、阳光电源等。

表 2：金杯电工下游客户/终端企业

领域	客户/终端企业
电力	客户：中国电气装备、特变电工、西门子等
光伏风电	客户：京泉华、可立克、伊戈尔、雅玛西、阳光电源、固德威、solaredge 等
新能源车	客户：汇川技术、博格华纳、上海联电、舜驱动力、蜂巢电驱动、精进电动等
	终端车企：理想、广汽、上汽、一汽、大众、长城、奇瑞、吉利、长安、东风、合众、本田、现代、日产、捷豹、克莱斯勒、戴姆勒等
工业/特种电机	客户：中车、中船重工、哈电、卧龙、湘电、佳木斯等
超导磁体绝缘	客户：中科院相关科研院所、西部超导以及医疗诊断与治疗装备的西门子、GE、菲利浦等

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2023 年底产能 9.5 万吨，变压器电磁线产能紧张推进扩产。公司电磁线产业中心有湘潭、无锡两个生产基地，2023 年底拥有年产能合计 9.5 万吨。因变压器用扁电磁线产能紧张，同时考虑到未来发展规划，公司推进产能扩产。2024 年无锡事业部启动变压器用换位导线产品产能扩建项目，已开始陆续投产并释放产能，达产后将新增 1 万吨/年的换位导线生产能力；同时两个基地持续进行技改，全年将陆续释放新增产能约 5000 吨/年。

表 3：金杯电工电磁线产能（万吨）

	单位	2023	2024E	2025E
电磁线	万吨	9.5	11	预计 14
其中新能源车	万吨	2	2	5
其中变压器	万吨		新增 1.5	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

扁电磁线新增产能方向主要在新新能源车电机、变压器。湘潭和无锡生产基地均能生产全系列扁电磁线产品，但各有侧重，形成互补。其中湘潭基地侧重于工业电机、新能源车及核电等领域，无锡基地侧重于特高压高压输电变电、轨道交通、风光储及超导医疗领域。新能源汽车电机专用扁电磁线现已具备 2 万吨产能，第三期 3 万吨综合扩能项目正在稳步推进，

规划到 2025 年下半年形成年产 5 万吨的产能。目前变压器用扁电磁线产能非常紧张，公司在 24 年正通过租赁厂房、技改等新增产能 1.5 万吨左右，同时也在积极通过委外加工、外延并购来解决产能供给。

图 16: 金杯电工生产基地



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

4. 海外电网资本开支加速，加快出海步伐

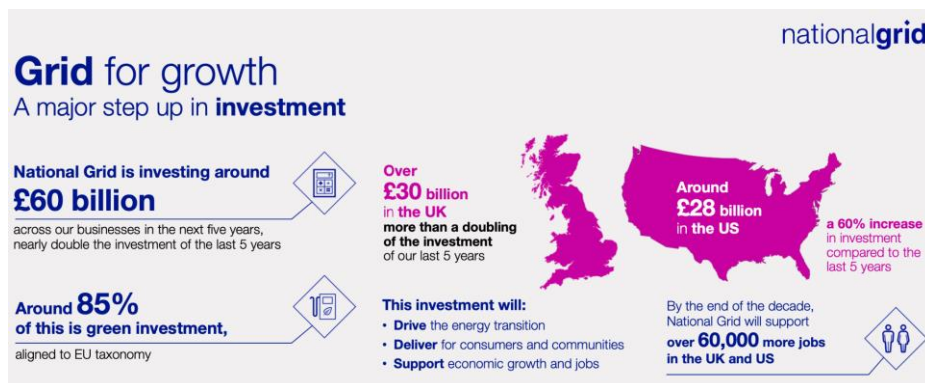
4.1. 欧洲电网资本开支加速，电网企业上调收入指引

欧美地区新能源占比提升，且电力设备更换需求，电网投资加速。欧美发达地区由于进入电气化较早，上一轮电力投资集中于 20 世纪 70-90 年代，导致现有电网设备普遍老化严重，存在较大的更新升级需求，同时叠加新能源发电占比提升，共同推动海外电力设备需求集中提升，尤其是电力变压器产品。

英国国家电网公司对英国、美国电网投资加速。根据公司发布公告，公司预计将在 24 年 3 月-29 年 3 月，合计对英美投资 600 亿英镑，用于能源网络投资，对应总投资 CAGR+10%。

- ✓ 英国：主网投资约 230 亿英镑，促进海上发电和其他新的陆上系统连接；配网投资约 80 亿英镑，用于更换、加固和新建配网系统，促进电动汽车、热泵和直接连接发电的基础设施建设。
- ✓ 美国：投资约 280 亿英镑，60%+用于投资电网升级扩容（涉及增量电缆、输电线路升压带来的新建变电站等）。

图 17: 英国国家电网公司 600 亿英镑投资



资料来源: National Grid、天风证券研究所

意大利电力公司 Enel 也加大对电网投入。2023 年 11 月，Enel 公布 2024-2026 年新的战略计划，三年内计划总投资额 358 亿欧元，其中 49%在意大利，25%在西班牙，19%在拉丁美洲，其余在北美。超过一半的投资（186 亿元）专门用于电网，Enel 计划仅在意大利就向电网分配约 122 亿欧元（相比 2021-2023 年投资额增长 47%）。

西门子能源电网业务订单高增，上调 2024 年电网业务收入指引。西门子能源 2024Q1（Q2FY 2024）电网业务实现营收 22.0 亿欧元，同比增长 25.9%；订单 37.4 亿欧元，同比增长 27.4%。订单大幅增长原因为公司电网产品增加，以及电网解决方案订单量显著增长，包括意大利的大型高压直流（HVDC）订单。该部门的订单与营收比率（Book-to-Bill Ratio）达到 1.7，订单积压创下 300 亿欧元的新纪录。基于 2024Q1 经营情况，公司将 2024 财年电网业务收入增速指引从 18%-22%上修至 32%-34%。

4.2. 海外布局加速，盈利能力高于国内

出口业务主要为变压器用扁电磁线，出口业务毛利率显著高于国内业务。2023 年公司实现海外销售收入 4.13 亿元，占收入比例 3%，海外销售主要是直接对外出口销售扁电磁线。2023 年国内业务毛利率 11.14%，海外业务毛利率 16.6%，海外业务毛利率比国内高 5.5pct，具有更高盈利水平。

表 4：金杯电工国内外收入（亿元）、毛利率（%）

	单位	2022	2023
国内	收入	亿元	132.0
	YOY		13%
	收入占比	%	98%
	毛利率	%	11.54%
国外	收入	亿元	4.1
	YOY		26%
	收入占比	%	3%
	毛利率	%	16.6%
营收合计	亿元	132.0	152.9

资料来源：Wind、天风证券研究所

金杯是国内变压器用扁电磁线出口量最大的企业之一，客户为多家海外知名企业。海外出口主要是直接对外出口变压器用扁电磁线，产品远销欧洲、南美、东南亚、日本等十多个国家和地区。公司是国内变压器用扁电磁线最大的出口供应商之一，2023 年扁电磁线出口发货规模为 6000 吨左右，产品远销欧洲、南美、东南亚、日本等十多个国家，主要海外客户包括 ABB（日立能源）、西门子能源、GE 和东芝等国际知名企业。

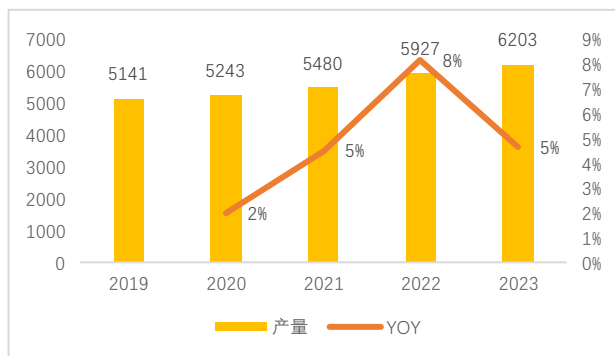
考察海外市场，有望布局海外产能。2023、2024 年公司参加了一系列国际展览并考察了多个海外市场，了解海外电力变压器扁电磁线需求。公司将以现有出口业务为基础，抓住海外电力市场容量大、需求旺盛的契机，加快海外产能布局落地。

5. 盈利预测与估值

5.1. 电线电缆：国内万亿市场规模，集中度有待提升

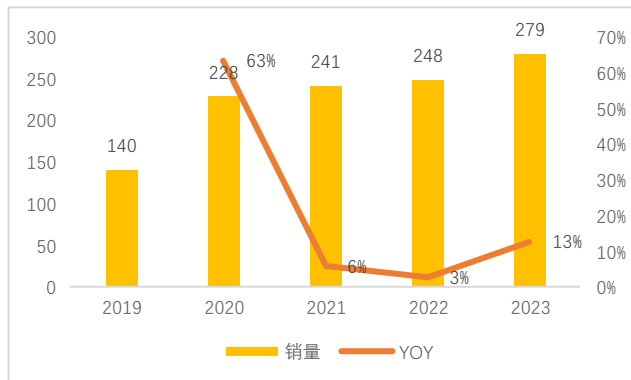
国内电线电缆万亿行业规模，但集中度有待提升。2023 年中国电线电缆产量 6203 万千米，同比增长 5%，华经产业研究院预计 2023 年行业规模接近 1.2 万亿。2023 年金杯电工电线电缆销量 279 万千米，同比增长 13%；2023 年电线电缆营收 101 亿元，同比增长 13%。

图 18：2019-2023 年中国电线电缆产量（万千米）及增速（%）



资料来源：中商产业研究院、深圳电子商会、天风证券研究所

图 19：金杯电工电线电缆销量(万千米)及增速 (%)



资料来源：公司公告、天风证券研究所

发达国家电线电缆行业高集中度高，国内格局松散有提升空间。从全球来看，欧洲、美国、日本等发达国家电线电缆行业经过长期发展历程，产业集中度非常高。如法国 CR5 占比约 90%、美国 CR10 占比约 70%、日本 CR7 占比约 65%。结合欧美日发达国家电线电缆发展史及我国电线电缆行业并购重组趋势，市场份额正逐步向具有品牌、质量、技术优势的规模化生产企业倾斜。

金杯是中国西部地区电线电缆龙头，具有区域品牌优势。公司是中西南部地区电线电缆龙头企业，旗下“金杯”、“飞鹤”、“塔牌”、“赣昌”电线电缆品牌均为所在省份第一品牌，拥有很长的品牌历史。

图 20：金杯旗下扁电磁线及线缆品牌



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司电线电缆下游包括建筑、智能装备、重大工程、新能源等。按下游应用领域来看，公司线缆产品应用于绿色建筑领域的客户主要是数量众多的广大经销商；应用于智能装备领域的客户有中国移动、三一、中联、徐工、卫华、中车株洲、中铁装备、铁建重工等；应用于重大工程领域的客户有中石油、中石化、中铁、中建、中交等；应用于清洁能源领域的客户有明阳、三一重能、中车风能以及终端汽车客户吉利、五菱等；应用于智能电网领域的客户有国家电网、南方电网及地方电力公司等。

直销产品定价方式成本加成，经销产品可及时调价。线缆产品采用成本费用加上合理利润的“成本加成”模式定价，公司对按订单生产的线缆产品及部分现货库存线缆产品进行期货套期保值。此外，未进行套期保值的经销备库的线缆产品周转快，公司拥有产品定价权并可及时调价传导。

5.2. 预计 2024-2026 年营收 170.3、190.9、214.6 亿元，同增 11%、12%、12%；归母净利 5.9、6.6、7.5 亿元，同增 12%、12%、14%

预计 2024-2026 年公司营收分别为 170.3、190.9、214.6 亿元，同比增长 11%、12%、12%。分业务看，电磁线是最主要增长点，电线电缆行业空间大但格局松散，公司在西南地区具有品牌优势份额有望提升。预计 2024-2026 年营收分别为 170.3、190.9、214.6 亿元，同比增长 11%、12%、12%；归母净利润 5.9、6.6、7.5 亿元，同比增长 12%、12%、14%。

- ✓ **电线电缆**：预计 2024-2026 年营业收入 107.1、115.6、124.9 亿元，同比增长 6%、8%、8%。电线电缆行业需求比较稳定，公司以五大线缆生产基地为依托，不断深耕湖南、湖北、四川、江西本土核心区域市场，同时不断开拓周边市场，预计收入端稳步提升。净利率方面，我们预计 2024-2026 年电线电缆净利率分别为 3.5%、3.5%、3.5%，贡献净利润 3.7、4、4.4 亿元。
- ✓ **电磁线**：预计 2024-2026 年营业收入 60.2、72.3、86.7 亿元，同比增长 20%、20%、20%；电磁线销量分别为 8.5、10.2、12.2 万吨，同比增长 20%、20%、20%。2023 年公司电磁线销量 7.1 万吨，其中变压器用扁电磁线销售量同比增长约 25%，特高压变压器用扁电磁线订单饱和，较 2022 年同比增长超 2 倍，成功中标“2 交 4 直”中川渝陇东等特高压线路多个整站项目和国内首个“交改直”输电工程——扬镇直流项目。预计 2024-2026 年电磁线吨净利 0.28、0.28、0.28 万元，贡献净利润 2.4、2.8、3.4 亿元。

表 5：金杯电工盈利预测

		单位	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电线电缆	营业收入	亿元	89.3	101.0	107.1	115.6	124.9
	YOY			13%	6%	8%	8%
	净利率	%	2.7%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
	净利润	亿元	2.4	3.5	3.7	4.0	4.4
	YOY			42%	8%	8%	8%
电磁线	营业收入	亿元	39.5	50.2	60.2	72.3	86.7
	YOY			27%	20%	20%	20%
	销量	万吨	5.7	7.1	8.5	10.2	12.2
	单价	万/吨	6.9	7.1	7.1	7.1	7.1
	吨净利	万元	0.31	0.32	0.28	0.28	0.28
	净利率	%	4.4%	4.4%	3.9%	3.9%	3.9%
	净利润	亿元	1.7	2.2	2.4	2.8	3.4
	YOY			28%	6%	20%	20%
其它	营业收入	亿元	3.2	1.7	3	3	3
	净利润	亿元	-0.49	-0.47	-0.25	-0.3	-0.3
	营业收入	亿元	132.0	152.9	170.3	190.9	214.6
	YOY			16%	11%	12%	12%
	归母净利润	亿元	3.7	5.2	5.9	6.6	7.5
	YOY			41%	12%	12%	14%

资料来源：Wind、天风证券研究所

5.3. 给予 2024 年 PE 17X，给予“买入”评级

金杯主要看点在变压器电磁线，短期看国内主网建设，中期有望受益于欧洲电网建设周期。公司在特高压变压器用扁电磁线的市场占有率较高，有望受益于国内主网建设。海外方面，公司客户包括 ABB、西门子、GE、东芝等，且海外业务有望带来更高利润率。若公司在海外进一步开拓，收入、利润有望加速增长。

与同类电磁线企业/电网企业相比，精达股份、中国西电、四方股份 2024 年 PE 分别为 16、33、22x，考虑 2024-2026 年公司归母净利 5.9、6.6、7.5 亿元，同比增长 12%、12%、14%，高压电磁线领域高市占率及 2018 年以来每年超过 50%分红率，以及同类型公司估值水平，

给予 2024 年 PE 16x，对应股价 12.9 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：同类企业估值对比（PE）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
精达股份	23	20	16	13	11
中国西电	39	29	33	24	19
四方股份	22	19	22	18	16

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：估值来自 Wind 一致预期，数据截止日期：2024.06.28

6. 风险提示

特高压建设进度不及预期：国内特高压建设预计在“十四五”后半程加速，若建设进度不及预期，或影响公司电磁线需求。

地产行业增速放缓：电线电缆业务下游包括地产，若地产行业增速放缓对公司业绩或造成一定影响。

海外业务开拓不及预期：公司海外业务增速较快，若海外市场开拓不顺利，或影响公司收入及利润率。

铜价大幅上涨抑制需求：电线电缆、电磁线主要原材料为铜，若铜价大幅上涨可能影响终端需求。

股价波动大：公司受电网板块股价影响较大。

测算具有主观性：公司电线电缆需求与宏观经济相关，电磁线需求与电网、新能源车等领域相关，行业变化较大，相关测算具有主观性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,286.75	1,982.09	1,362.33	2,411.19	1,716.88
应收票据及应收账款	2,136.45	2,431.80	3,023.23	2,885.69	3,873.02
预付账款	53.42	116.47	97.08	127.80	133.17
存货	955.02	1,163.44	1,170.64	1,449.33	1,494.10
其他	569.85	502.30	789.75	763.31	864.84
流动资产合计	5,001.48	6,196.09	6,443.04	7,637.33	8,082.02
长期股权投资	57.16	47.76	47.76	47.76	47.76
固定资产	1,408.24	1,491.62	1,457.99	1,418.36	1,391.73
在建工程	152.64	77.24	77.24	77.24	77.24
无形资产	255.22	292.94	280.23	267.52	254.82
其他	592.70	628.00	610.30	607.42	599.75
非流动资产合计	2,465.97	2,537.55	2,473.52	2,418.30	2,371.29
资产总计	7,467.45	8,733.64	8,916.57	10,055.63	10,453.31
短期借款	312.92	163.69	557.19	350.00	590.88
应付票据及应付账款	1,881.00	2,344.67	2,045.95	3,031.46	2,589.15
其他	542.95	657.88	1,399.15	1,539.13	1,727.70
流动负债合计	2,736.87	3,166.24	4,002.29	4,920.60	4,907.73
长期借款	279.00	680.20	201.59	90.00	120.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	118.83	117.56	118.19	117.88	118.03
非流动负债合计	397.83	797.76	319.79	207.88	238.03
负债合计	3,134.70	3,963.99	4,322.08	5,128.47	5,145.77
少数股东权益	354.16	412.49	447.19	486.14	530.52
股本	733.94	733.94	733.94	733.94	733.94
资本公积	1,394.06	1,394.78	1,394.78	1,394.78	1,394.78
留存收益	1,465.75	1,731.61	1,995.67	2,292.11	2,629.88
其他	25.47	12.16	22.91	20.18	18.41
股东权益合计	3,973.38	4,284.98	4,594.49	4,927.15	5,307.54
负债和股东权益总计	7,467.45	8,933.05	8,916.57	10,055.63	10,453.31

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	418.26	591.50	586.80	658.76	750.60
折旧摊销	159.07	163.41	166.34	172.34	179.34
财务费用	48.99	60.64	34.00	19.29	16.08
投资损失	2.40	(45.59)	(30.00)	(35.00)	(40.00)
营运资金变动	(327.72)	(311.13)	(896.27)	980.82	(1,380.49)
其它	390.00	(48.66)	66.22	87.29	101.77
经营活动现金流	690.99	410.17	(72.92)	1,883.50	(372.71)
资本支出	310.55	192.95	119.36	120.32	139.84
长期投资	(3.33)	(9.41)	0.00	0.00	0.00
其他	(591.92)	(171.86)	(187.59)	(206.79)	(246.12)
投资活动现金流	(284.71)	11.68	(68.23)	(86.47)	(106.28)
债权融资	(461.45)	233.72	(124.21)	(335.52)	253.52
股权融资	(261.56)	(303.59)	(354.40)	(412.66)	(468.84)
其他	156.88	373.70	(0.00)	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(566.13)	303.83	(478.61)	(748.18)	(215.31)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(159.85)	725.69	(619.76)	1,048.86	(694.30)

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,202.74	15,293.08	17,029.17	19,090.38	21,461.06
营业成本	11,679.50	13,566.28	14,985.67	16,799.53	18,885.73
营业税金及附加	39.91	44.93	51.09	57.27	64.38
销售费用	290.53	320.91	343.99	383.72	431.37
管理费用	206.67	242.85	272.47	324.54	364.84
研发费用	460.06	497.64	561.96	649.07	729.68
财务费用	35.01	28.45	34.00	19.29	16.08
资产/信用减值损失	(70.27)	(47.44)	(33.00)	(33.00)	(33.00)
公允价值变动收益	(1.14)	(3.39)	(10.89)	0.73	3.14
投资净收益	(2.40)	36.83	30.00	35.00	40.00
其他	113.01	(81.86)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	451.86	687.89	766.11	859.69	979.12
营业外收入	4.45	2.70	3.00	4.00	5.00
营业外支出	4.71	10.79	6.00	7.00	8.00
利润总额	451.59	679.80	763.11	856.69	976.12
所得税	33.33	88.30	99.20	111.37	126.90
净利润	418.26	591.50	663.91	745.32	849.23
少数股东损益	47.65	68.69	77.10	86.56	98.63
归属于母公司净利润	370.61	522.80	586.80	658.76	750.60
每股收益(元)	0.50	0.71	0.80	0.90	1.02

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	2.89%	15.83%	11.35%	12.10%	12.42%
营业利润	11.02%	52.23%	11.37%	12.22%	13.89%
归属于母公司净利润	11.85%	41.07%	12.24%	12.26%	13.94%
获利能力					
毛利率	11.54%	11.29%	12.00%	12.00%	12.00%
净利率	2.81%	3.42%	3.45%	3.45%	3.50%
ROE	10.24%	13.50%	14.15%	14.83%	15.71%
ROIC	15.46%	23.16%	27.68%	22.61%	36.82%
偿债能力					
资产负债率	48.01%	52.03%	48.47%	51.00%	49.23%
净负债率	-17.34%	-26.19%	-12.90%	-39.73%	-18.72%
流动比率	1.58	1.66	1.61	1.55	1.65
速动比率	1.29	1.36	1.32	1.26	1.34
营运能力					
应收账款周转率	5.85	6.70	6.24	6.46	6.35
存货周转率	14.55	14.44	14.59	14.57	14.58
总资产周转率	1.76	1.85	1.91	2.01	2.09
每股指标(元)					
每股收益	0.50	0.71	0.80	0.90	1.02
每股经营现金流	0.94	0.56	-0.10	2.57	-0.51
每股净资产	4.93	5.28	5.65	6.05	6.51
估值比率					
市盈率	19.70	13.97	12.44	11.09	9.73
市净率	2.02	1.89	1.76	1.64	1.53
EV/EBITDA	3.08	3.48	6.52	4.79	5.14
EV/EBIT	3.55	3.94	7.82	5.70	6.04

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com