

日丰股份 (002953) \ 电力设备与新能源

——装备电缆隐形冠军，扩产迎来增长拐点

投资建议: **买入**
 首次覆盖
 当前价格: 17.15元
 目标价格: 31.20元

投资要点:

➤ **装备电缆市场规模约2369亿元，公司行业龙头，扩产提高市场份额。**

装备电缆市场规模大，广泛应用于家电、机器人、工程机械、风电等各个领域，市场规模超2369亿元，公司20年市占率约0.69%。公司绑定格力、美的等大客户，规模化生产降低公司产品成本，在完全竞争市场中，具备成本优势。未来三年，通过扩产和并购不断扩张，公司市场占有率有望从0.69%提升至2.15%。参考欧美国家电缆龙头CR10市占率超70%，公司产品标准化程度高，下游大客户（格力、美的、华为、中兴）消费和科技属性强，中长期市占率有望持续提升，成长空间大。

➤ **公司募投扩产预计从2020年15亿营收提高至2023年近40亿元。**

公司2020年实现收入约15亿元，IPO项目于2020年底达产，预计新增营收6.4亿元/年，可转债项目年产电源连接组件3亿条，预计2022年下半年达产后实现年销售收入约11亿元/年，炼胶中心预计达产实现5亿/年，公司扩产将提高公司营收从2020年约15亿元提高至2023年近40亿元。

➤ **通过并购切入5G通讯、新能源等行业装备电缆，进入更高壁垒市场**

一方面公司于2020年收购天津有容，切入华为中兴供应链。公司收购后进行管理效率改善，预计收入从2020年约7亿元，提升至2023年约20亿元，另一方面，公司通过收购切入新能源汽车以及充电桩领域，研发超级充电桩电缆产品有望取得突破，研发成功后，公司将有望进入新能源领域，增厚公司收入利润。

➤ **首次覆盖给予“买入”评级，目标价31.20元。**

预计公司在21-23年的营业收入分别为30.58、41.26、57.19亿元，归属母公司净利润分别为1.54、2.54、3.66亿元，对应EPS分别为0.63、1.04、1.50元。未来三年CAGR为51.68%，考虑突破产能瓶颈并不断切入新领域，给予目标价31.20元，对应22年30倍PE，首次覆盖给予“买入”评级。

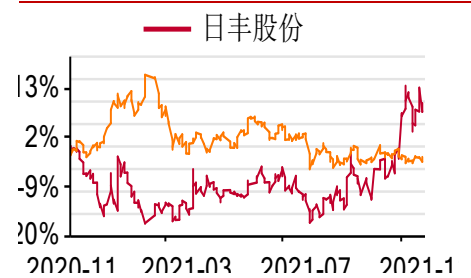
➤ **风险提示**

新能源产品研发低于预期，产能扩张低于预期

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	243/75
流通A股市值 (百万元)	1,293
每股净资产 (元)	4.69
资产负债率 (%)	50.87
一年内最高/最低 (元)	18.77/18.00

一年内股价相对走势



张旭 分析师

执业证书编号: S0590521050001

电话: 0510-85613713

邮箱: zxu@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1539.54	1628.94	3057.52	4125.57	5719.16
增长率 (%)	-0.92%	5.81%	87.70%	34.93%	38.63%
EBITDA (百万元)	143.20	149.34	214.98	349.68	483.63
净利润 (百万元)	108.44	104.90	153.82	253.92	366.05
增长率 (%)	-6.18%	-2.93%	46.31%	65.07%	44.16%
EPS (元/股)	0.45	0.43	0.63	1.04	1.50
市盈率 (P/E)	38.81	40.11	27.36	16.57	11.50
市净率 (P/B)	4.47	4.09	3.65	3.10	2.54
EV/EBITDA	20.70	20.82	14.62	9.44	7.04

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所, 2021年11月22日收盘价

正文目录

1. 投资聚焦	3
2. 下游市场规模大，行业竞争格局分散	4
2.1. 深耕电缆行业，是国内家电电缆细分龙头	4
2.2. 电力电缆行业市场规模超万亿，装备电缆占比 22%	7
3. 突破产能瓶颈，提升市场份额	9
3.1. 绑定大客户，竞争优势明显	9
3.2. 公司即将突破产能瓶颈	10
3.3. 劳动密集型，人工替代空间大	11
4. 并购驱动公司成长	12
4.1. 通过并购横向拓展更多客户	12
4.2. 纵向并购向大客户供应更多产品	12
5. 盈利预测	13
5.1. 公司经营情况稳健	13
5.2. 预计未来三年快速增长	13
6. 风险提示	16

1. 投资聚焦

1.1 有别于市场的观点

市场普遍认为公司所处电缆行业壁垒低、行业竞争激烈、盈利能力差，公司成长空间有限。我们认为装备电缆市场规模大，应用领域广，2020 年公司市占率约 0.69%。公司作为国内行业龙头，大客户基础雄厚，规模效应能有效降低公司产品成本，在完全竞争市场中，公司凭借成本和产品优势，可通过扩产和并购不断扩张，未来三年，公司市场占有率有望从 0.69% 提升至 2.15%，盈利能力也将大幅提升。

1.2 公司主要看点

公司产品橡胶电缆与 PVC 电缆广泛应用于家电、工程机械等领域，市场规模大，2020 年市场规模超 2369 亿元，在完全竞争市场中，公司成本和品质优势突出，可支持公司不断扩产成长。橡胶与 PVC 电缆行业规模效应非常强并且客户对价格敏感度高，公司在现有规模不断扩产的基础上，生产线不断应用自动化设备替代人工，能有效降低公司产品成本，形成非常大的市场竞争力，公司大客户基础雄厚，在绑定格力、美的等大客户基础上，不断拓展 5G 通讯和新能源客户，扩大产能，未来营收规模增长和净利润规模增长有望超市场预期。

1.3 投资评级







预计公司在 2021-2023 年的营业收入分别为 30.58、41.26、57.19 亿元，归属母公司净利润分别为 1.54、2.54、3.66 亿元，对应 EPS 分别为 0.63、1.04、1.50 元，未来三年 CAGR 为 51.68%。考虑公司突破产能瓶颈以及不断切入新领域，给予公司目标价 31.20 元，对应 2022 年 30 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

2. 下游市场规模大，行业竞争格局分散

2.1. 深耕电缆行业，是国内家电电缆细分龙头

公司生产橡胶电缆产品以及 PVC 产品属于电气装备电缆。公司主要产品空调连接线组件、小家电配线组件和特种装备电缆属于电气装备用电线电缆，电缆行业根据结构分类可分为电力电缆、裸导线、电器装备用电缆、通信电缆、绕组线等，其中电力电缆和电气装备电缆市场需求处于前列。

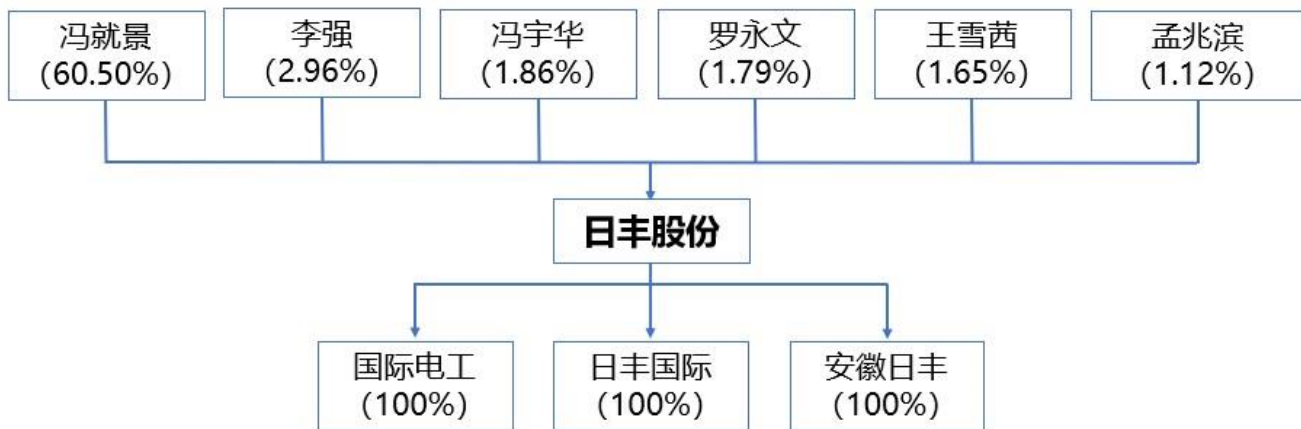
图表 1：公司电力电缆产品丰富

产品名称	示意图	细分产品	产品特性
国际橡胶绝缘电线电缆		电气装备用、电动工具电缆 YQW、YQ、YCW、YC、YZW、YZ、60245IEC 66 (YCW)、60245IEC 53 (YZ)、60245IEC 57 (YZW)	导电性能强，低电阻、柔软性好，具有良好的耐气候和耐油性能，具有足够的绝缘电阻和介电强度
美规橡胶绝缘电线电缆		电气装备用电缆 HPN/HPN-R、SV、SVO、电气装备用、电动工具电缆 SJ、SJO、SJOW、S、S0、SOW	导电性能强，低电阻，柔软性好，使用材料绝缘电阻高，电缆具有阻燃性，电缆柔软，便于安装使用
日规橡胶绝缘电线电缆		电气装备用电缆 2PNCT、HHFF、PNCTF	导电性能强，低电阻，柔软性好，使用材料绝缘电阻高，电缆具有阻燃性，适宜在户外和接触油污的场合使用
欧规橡胶绝缘电线电缆		电气装备用、电动工具电缆 H05RN4-F、H03RN-F、H05RR-F、H07RN-F、电动工具电缆 H05RN-F	导电性能强，低电阻，柔软性好，具有足够的绝缘电阻和介电强度，电缆具有优良的耐气候和耐油性能
澳规橡胶绝缘电线电缆		电气装备用、电动工具电缆 H05RR-F、H07RN-F、H05RN-F	导电性能强，低电阻，柔软性好，具有足够的绝缘电阻和介电强度，电缆具有优良的耐气候和耐油性能
韩规橡胶绝缘电线电缆		电气装备用、电动工具电缆 60245IEC 53 (H05RR-F)、60245IEC 66 (H07RN-F)、60245IEC 57 (H05RN-F)	导电性能极强，低电阻，柔软性好，具有足够的绝缘电阻和介电强度，电缆具有优良的耐气候和耐油性能

数据来源：公司官网；国联证券研究所

公司于 2009 年 12 月成立股份有限公司，并于 2019 年 5 月上市，公司股权集中，董事长冯就景为实际控制人，持股比例 60.50%。

图表 2: 公司主要股东和重要控股公司



数据来源: 公司公告; 国联证券研究所

实际控制人聚焦电缆行业 30 年, 积累丰富行业技术经验。公司前身最早 1986 年进入电缆行业, 1993 年进入通信电缆行业, 深耕行业近 30 年。2011 年, 公司首次被认定为高新技术企业, 同年被认为省级企业技术中心。2014 年, 公司再次被评为高新技术企业, 建立广东省海工建工电缆工程技术研发中心。2015 年, 公司第三次被评为高新技术企业, 同年成立安徽日丰科技有限公司。2013 年从俄罗斯引进电子加速器, 技术革新, 同年产值突破 10 亿元。2014 年和 2017 年公司两度被评为高新技术企业, 在 2017 年成立安徽日丰科技有限公司, 当年产值突破 15 亿元。2018 年公司产值成功突破 18 亿元, 出口创汇突破 4000 万美元。2019 年 5 月, 公司在深交所中小板上市。

图表 3: 公司产品以电气装备电缆为主

名称	产品性能	特点
空调连接线组件	主要适用于各种空调设备, 分体式空调器把空调器分成室内机组和室外机组两部分, 空调连接线组件的作用是连接室内机部分与室外机部分, 用以传输电能及控制信号, 保证空调设备正常工作	具有优异的电气绝缘和机械特性性能, 具有柔韧性强、防水、防晒、防油、耐温、抗 UV、抗老化、阻燃、耐磨、加工及敷设方便等特点
小家电配线组件	主要适用于家用电热烘烤器具及微波炉、电饭锅、空调等家电产品连接外部电源, 其应用范围广泛	具有优异的电气绝缘和机械特性性能, 柔韧性强、防水、防油、耐温、抗 UV、抗老化、阻燃等
特种装备电缆	主要适用于特种重机、机器人/柔性拖链电缆、电动工具和风能等特殊使用场合, 用以传输电能及控制信号, 保证设备正常工作, 其应用范围广泛	具有优异的抗拉、抗扭、耐磨、阻燃、防水、抗化学腐蚀性能
其他电缆	主要为通信电缆, 主要适用于城市与乡镇电信线路(室外电缆), 电信工程布线、室内电话通信电缆系统布线之间的连接等	产品具有优越的电气性能、机械性能、抗压性能以及施工方便等特点

资料来源: 公司招股说明书; 国联证券研究所

公司在整个电线电缆行业处于第二梯队, 在家电领域电缆细分领域市场份额约 25%, 是国内空调领域电缆细分龙头。公司 2020 年实现收入约 15 亿元, 2021 年前三季度实现收入 24.5 亿元。我国电缆行业集中度低, 2020 年 CR10 收入占比约 11.11%。从收入规模上看, 处于整个电缆行业领域第二梯队。但从公司聚焦细分领域来看, 根据公司公告估算, 公司 2018 年到 2020 年家电电缆产量约 6000 万条,

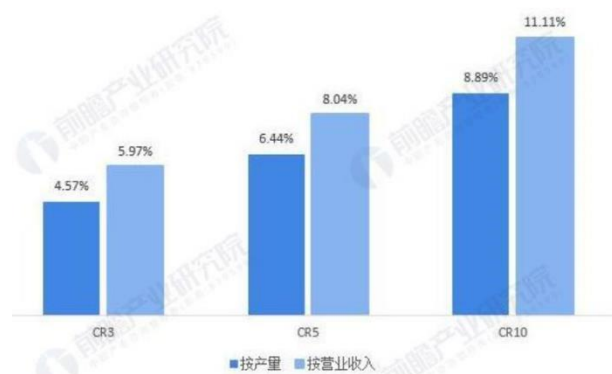
产能利用率超 95%，生产量占我国 2020 年空调产量 2.36 亿台比例约 25%，占据较大市场份额，由于电缆行业整体集中度较低，其他电缆上市公司与公司业务重合度低，所以公司在空调电缆领域是行业细分龙头。

图表 4：公司规模处于整个电缆行业第二梯队



数据来源：前瞻产业研究院；国联证券研究所

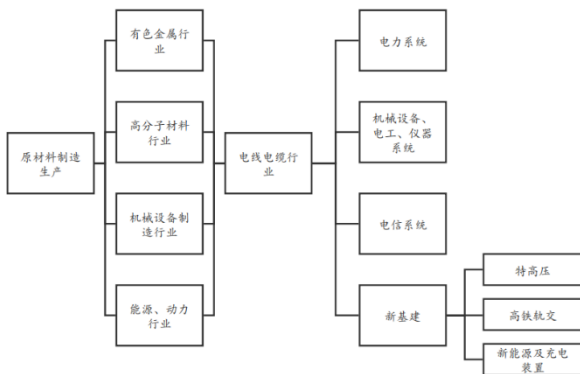
图表 5：2020 年国内电缆行业集中度低



数据来源：前瞻产业研究院；国联证券研究所

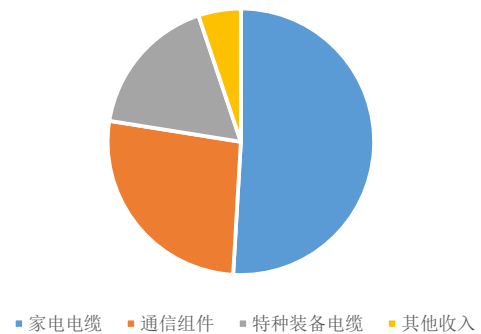
国内主要上市电缆生产商主要聚焦于电力工程相关电缆，公司产品与竞争对手在客户、行业、产品特点等方面有明显区别。公司目前产品主要集中于机械仪器领域以及新基建领域，家电电缆和通信组件占比近 80%，国内其他上市公司龙头电缆产品主要聚焦于电力工程相关电缆，虽然所处行业都是电力电缆，公司产品标准化程度高，下游大客户（格力、美的、华为、中兴）消费和科技属性强。

图表 6：公司产品聚焦于机械仪器以及新基建领域



数据来源：华经研究院；国联证券研究所

图表 7：2021H1 家电电缆与通信组件占比近 80%



数据来源：wind；国联证券研究所

图表 8：国内其他上市公司主要聚焦于电力工程类电缆

名称	电缆收入占比	公司业务介绍
中天科技 (600522)	22.70%	产业链覆盖 OPCW、包钢、铝合金、特种导线，电力金具、绝缘子、避雷器，架空绝缘导线，高中低压电力电缆，电缆附件，配电变压器，配电开关，电力工程设计与服务等，为输电，配电提供系统解决方案和装备
特变电工 (600089)	16.69%	特变电工输变电业务具有较强的研发、设计能力，形成了较为完整的输变电设备体系，为进一步发展国际成套系统集成业务奠定了坚实的基础。

宝胜股份 (600973)	98.49%	防火电缆, 10kV 和 35kV 中压电缆, 以及铁路城轨电缆多项产品, 特别是航空线缆 EWIS 技术全国领先, 目前航空航天电缆系已获得中国商飞等企业的认证。
亨通光电 (600487)	40.34%	构建起以高端电缆产品为龙头, 以系统成套解决方案和工程总包为两翼, 形成能源互联产业全价值链体系。
远东股份 (600869)	86.91%	持续拓展新基建领域的能源网、交通网、信息网高端市场, 持续推进交联聚乙烯绝缘嵌入式芯片智能电力电缆, 电力储能系统用电池连接电缆综合性能达到国际领先水平。
精达股份 (600577)	97.57%	国内规模最大的特种电磁线制造企业, 已形成安徽、江苏、广东和天津四大生产基地。主要产品为三大系列: 一是漆包圆铜线, 漆包扁铜线系列产品; 二是漆包圆铝线系列产品; 三是特种导体(镀锡线、镀银线、镀镍线、绞线、并线等)系列产品。
万马股份 (002276)	58.68%	为客户提供智能输电解决方案, 建立了完善的同轴电缆生产在线实时监控系统。
中超控股 (002471)	94.23%	主要从事电线电缆的研发、生产、销售和服务, 是国内综合线缆供应商。主要产品包括电力电缆, 电气装备用电线电缆和裸电线及电缆材料, 电缆附件等五大类产品
太阳电缆 (002300)	54.01%	主要以电线电缆为主营业务, 产品主要有电力电缆, 特种电缆、建筑用线、装备用线、数据电缆、架空线等, 具备为国内外各级重点工程提供全方位配套的能力。
汉缆股份 (002498)	100.00%	公司产品主要为电力电缆、装备用电缆等, 电线电缆产品涵盖百余个系列万余种规格, 具备为国内外各级重点工程提供全方位配套的能力。
日丰股份 (002953)	100.00%	产品主要包括空调连接线组件、小家电配线组件、特种装备电缆, 并广泛应用于家用电器、机器人、风力发电、海洋工程、港口机械、建筑机械、造船业、电动工具、仪器仪表、汽车, 照明、户外设备等领域。
金杯电工 (002533)	93.05%	集研发、生产、销售于一体的电线电缆专业生产企业, 产品覆盖电磁线、电气装备用电缆、特种电线电缆、电力电缆、探导线等五大类别, 能够生产数百个品种近 10000 个规格的产品。

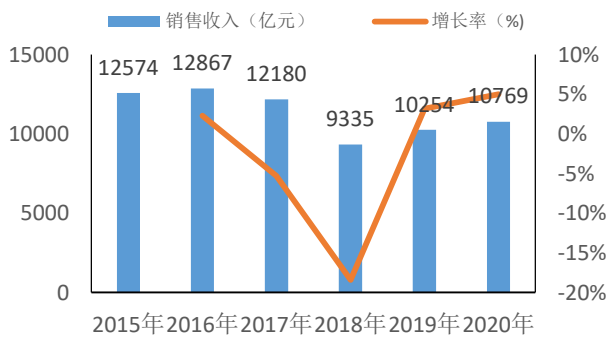
资料来源: 各公司公告; 前瞻产业研究院, 国联证券研究所

2.2. 电力电缆行业市场规模超万亿, 装备电缆占比 22%

电线电缆行业市场规模超万亿, 是国民经济最大的配套行业之一。近年来, 伴随着我国经济的快速增长以及工业化、城镇化进程的加快, 我国电线电缆行业总体保持稳定的增长态势。根据华经产业研究院, 2020 年我国电线电缆行业销售收入为 10769 亿元, 同比增长 5% 左右。

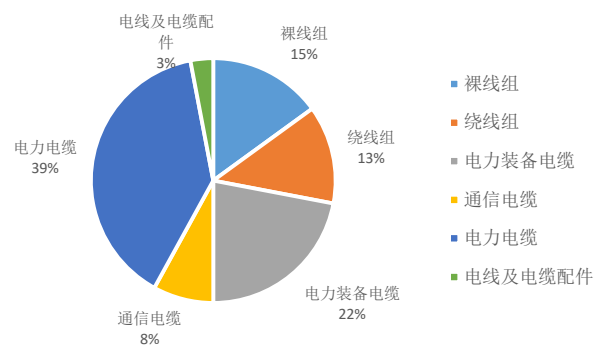
电气装备电缆占比约 22%, 对应市场规模约 2369 亿元。电缆行业根据结构分类可分为电力电缆、裸导线、电器装备用电缆、通信电缆、绕组线等, 其中电力电缆和电气装备电缆市场需求处于前列。受益于新能源汽车、风电等需求的增长, 再加上轨道交通等基础建设的快速发展, 电力电缆和电气装备电缆在需求端有了较大增长。根据华经产业数据, 2020 年电力电缆约占总电线电缆规模的 39%, 电气装备约占总规模的 22%, 裸电线和绕线组合计占总规模的 28%, 通信电缆占比约 8%。

图表 9: 电力电缆市场规模超万亿



数据来源: 华经产业研究院; 国联证券研究所

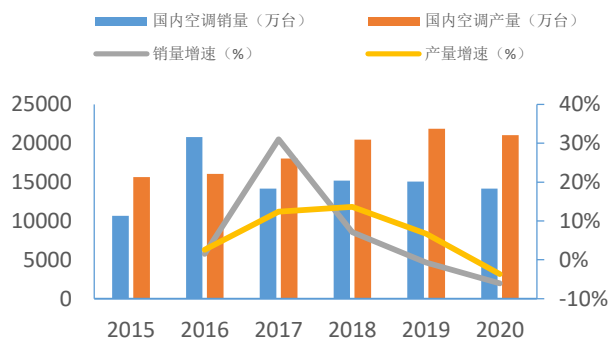
图表 10: 2020 年装备电缆行业占比约 22%



数据来源: 华经产业研究院; 国联证券研究所

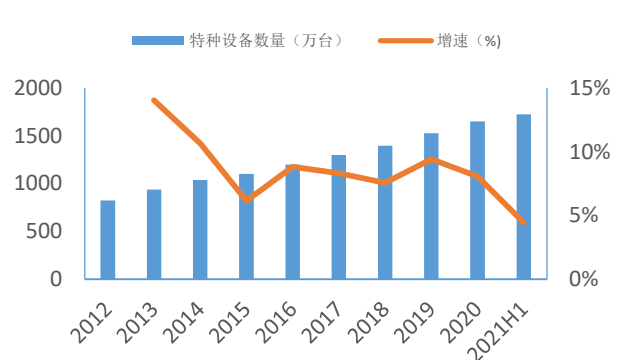
公司生产的空调连接线组件、小家电配线组件和特种装备电缆产品属于装备电缆中一部分, 下游市场需求大。空调连接线组件的下游客户空调行业 2020 年产量将达到 23593.9 万台, 销量达到 24105.7 万台, 按照公司公告, 公司 2016-2018 年空调连接组件平均价格分别为 11.62、13.36 (+15%)、14.56 (+9%) 元/条, 假设 2020 年在 18 年基础上增长约 10%, 则空调电缆组件细分市场约 38 亿元。根据中商产业研究院, 小家电配线组件的下游客户小家电行业增长, 2021 年全国小家电市场规模预计可达到 4868 亿元, 增长率 9.8%, 预计在 2021 年将达到 4868 亿元的市场规模。小家电中的主要产品电饭锅在 2020 年销量为 8242.51 万台, 微波炉销量为 7646.26 万台。根据前瞻产业网, 2020 年我国家电产业零售数据, 空调占比约 25%, 所以, 我们认为家电行业电缆组件市场规模保守超百亿。公司产品目前对应包括家电以及通信行业、特种设备等行业, 根据国家市场监管总局, 截止 2021 年 6 月份, 特种设备在用数量达到 1721.6 万台, 预计在未来几年该行业会继续保持稳定增长, 增厚公司产品对应市场规模。

图表 11: 我国空调产销量规模大



数据来源: 中商产业研究院; 国联证券研究所

图表 12: 我国特种装备数量持续增长



数据来源: 前瞻产业研究院; 国联证券研究所

公司生产的空调连接线组件、小家电配线组件和特种装备电缆产品市场化程度高价格敏感, 毛利净利率低。公司产品主要原材料铜材占产品成本的比重约 60%, 所以公司产品价格基于铜价变动及时调整产品价格, 在化工原料、包装物、人工成本等成本变动达到某个范围时调整产品基准价格, 从而使目标毛利保持相对稳定。由于行业分散且市场化程度高, 所以客户对价格比较敏感。

我国电缆行业非常分散，而公司在空调连接线细分市场占有率较高约 30%，欧美国 CR10 市占率超 70%，未来市场占有率提升空间巨大。根据前瞻研究院，2020 年，美国前 10 名线缆制造商（如通用、百通、康宁、南线等）占据了市场份额的 70% 左右；日本 7 大线缆企业（如古河、住友、藤仓、日立、昭和等）占市场份额的 65% 以上；法国五大线缆企业（耐克森、新特等）包揽了法国市场的营业额，占市场份额 90% 以上。

3. 突破产能瓶颈，提升市场份额

3.1. 绑定大客户，竞争优势明显

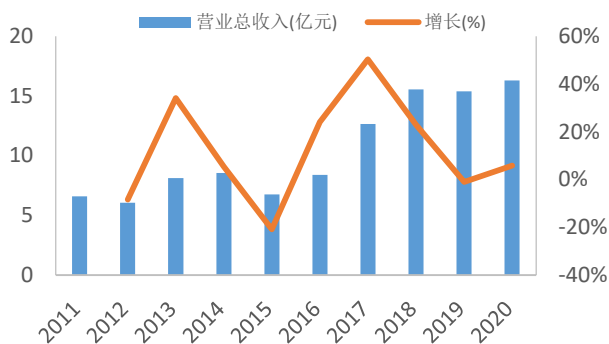
公司绑定大客户，产品性价比高，竞争优势非常明显，大客户批量采购，规模效应明显，不断增长的同时，毛利保持稳定但净利率稳中有升。公司与美的集团、格力电器、海信科龙、TCL 集团、奥克斯空调、青岛海尔、苏泊尔、新宝电器等国内外知名企业建立了长期合作关系。自 2009 年 12 月起与美的集团合作至今，近三年的销售比例分别为 23.56%、24.16% 和 22.93%；自 2013 年 1 月起与格力空调合作至今，近三年的销售比例分别 23.01%、25.03% 和 23.08%。公司向上述两家大客户的总销售金额连续 4 年超过总营业收入的 45%，成为公司稳定的收入来源，体现出公司产品具有很大的竞争力。

图表 13：向大客户销售金额占公司总营业收入比例稳定

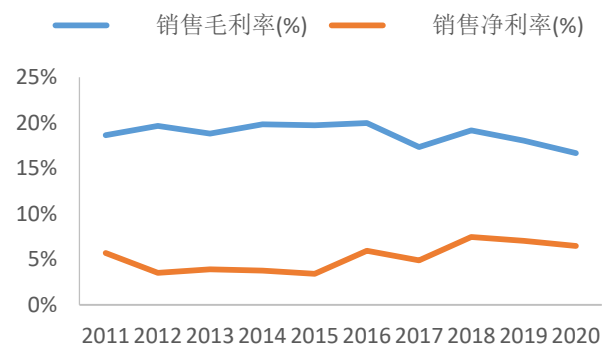
主要客户	年度	销售金额（万元）	占营业收入比例
美的集团	2020 年 1-9 月	18,550.63	24.87%
	2019 年度	35,303.55	22.93%
	2018 年度	37,537.23	24.16%
	2017 年度	29,776.39	23.56%
格力电器	2020 年 1-9 月	16,786.56	14.62%
	2019 年度	35,526.66	23.08%
	2018 年度	38,896.14	25.03%
	2017 年度	29,089.96	23.01%

数据来源：公司公告；可转债说明书披露数据截至到 2020 年 1-9 月；国联证券研究所

产品获得多个国家认证，符合销往全世界各地资格。电气设备和特种装备配套电缆供应商，相关产品不仅要符合国内的强制性产品安全认证标准和不同下游行业、大型企业客户等对各种类型的电线电缆供应商提出的一系列准入要求，还要符合出口国家的强制性产品安全认证。公司相关产品不但获得了“中国国家强制性产品认证证书”、“广东省采用国际标准产品认可证书”等国内认证证书，而且还获得了美国 UL 认证、欧盟 CE 认证、德国 VDE 认证、法国 NF 认证、英国 BSI 认证、加拿大 CSA 认证、韩国 KC 认证、日本 PSE 等 20 多个国家及地区的强制性产品安全认证。

图表 6：2018-2020 年公司营收稳定


数据来源：wind；国联证券研究所

图表 7：销售毛利率和净利率稳定


数据来源：wind；国联证券研究所

3.2. 公司即将突破产能瓶颈

公司上市以来由于募投项目更换地址，产能瓶颈明显。公司上市前 2016 年到 2018 年基本处于满产状态，2019 年上市后由于募投项目地点变更，拖延了公司扩产进程，导致公司上市后营收保持相对平稳状态，公司 2017-2019 年分别实现营收 12.64 亿元、15.37 亿元、15.39 亿元，2020 年底，公司 IPO 项目投产，2022 年下半年公司可转债募投项目达产。

图表 16：公司近几年产能瓶颈明显

年度	产品系列	单位	产能	产量	销量	产能利用率	产销率
2020 年 1-9 月	空调连接线组件	万条	3,500	3,375.85	3,431.73	96.45%	101.66%
	小家电配线组件	千米	110,000	106,543.60	111,949.06	96.86%	105.07%
	特种装备电缆	千米	16,500	17,352.72	18,178.10	105.17%	104.76%
2019 年度	空调连接线组件	万条	5,400	5,548.14	5,369.37	102.74%	96.78%
	小家电配线组件	千米	146,000	147,178.96	145,846.51	100.81%	99.09%
	特种装备电缆	千米	23,000	23,624.96	23,482.17	102.72%	99.40%
2018 年度	空调连接线组件	万条	6,000	5,899.50	5,955.51	98.33%	100.95%
	小家电配线组件	千米	121,000	122,183.86	125,058.17	100.98%	102.35%
	特种装备电缆	千米	20,000	20,945.63	22,052.12	104.73%	105.28%
2017 年度	空调连接线组件	万条	5,000	5,193.30	5,147.89	103.87%	99.13%
	小家电配线组件	千米	111,000	105,741.09	113,363.71	95.26%	107.21%
	特种装备电缆	千米	20,000	18,179.68	18,166.15	90.90%	99.93%
2016 年度	空调连接线组件	万条	3,600	3,623.57	3,569.29	100.65%	98.50%
	小家电配线组件	千米	111,000	111,136.18	107,705.38	100.12%	96.91%
	特种装备电缆	千米	15,000	13,269.28	14,448.09	88.46%	108.88%

数据来源：日丰股份招股说明书，可转债说明书；国联证券研究所

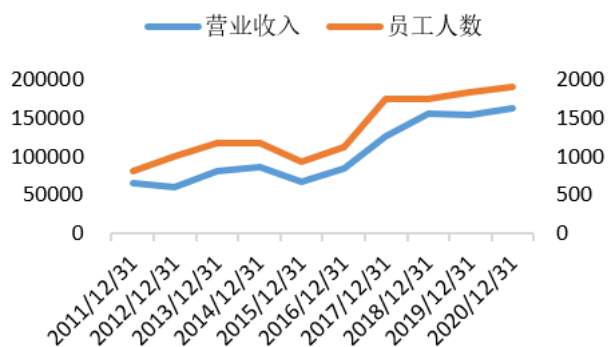
IPO 募投项目与可转债募投项目陆续达产，将大幅增加公司产能。根据公司公告，随着 IPO 募投项目于 2020 年底建设完毕，年新增销售收入 6.48 亿元，占 2020 年收入的 42%，根据公司过往产能扩张情况，我们认为该预测属中性，2021H1 公司实现收入 15.1 亿元，扣除并表天津有容 4.7 亿元，母公司实现收入约 10.4 亿元，相比 2020H1

实现收入 7.2 亿元增加 3.2 亿元，基本符合预期。另一方面，公司于 2020 年 10 月申请拟通过发行可转债募集资金 3.8 亿元，用于自动化生产电源连接组件项目，根据公司目前披露进度，我们预计 2022 年下半年逐步达产，项目年产电源连接组件 3 亿条，对应达产后实现销售收入约 11 亿元，占 2020 年收入的 71%。

3.3. 劳动密集型，人工替代空间大

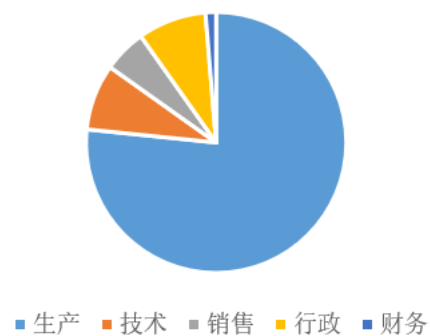
公司所处行业是劳动密集型产业，以生产人员为主。截止 2020 年底，公司拥有员工 1903 人，其中生产人员占 1458 人，生产人员占总员工数量比例 76%，属于劳动密集型产业。

图表 8：公司所处行业是劳动密集型



数据来源：iFinD；国联证券研究所

图表 9：公司以生产人员为主



数据来源：iFinD；国联证券研究所

公司成本中以直接材料为主，但由于材料市场化定价，可压缩的空间较小。由于铜材成本占产品成本较高且价格波动较大，而与铜材相比，化工原料、包装物、人工成本等成本占产品成本比例较低且价格波动幅度较小，电线电缆公司普遍采用“成本+目标毛利”的定价模式。

图表 10：铜是公司主要成本 (单位：万元)

股东名称	2020 年 1-9 月	2019	2018	2017	2016
直接材料	85.63%	86.71%	82.27%	85.76%	84.36%
其中：铜	59.91%	61.14%	60.30%	60.00%	54.48%
直接人工	8.40%	7.54%	7.55%	8.50%	8.43%
制造费用	5.97%	5.75%	5.18%	5.74%	7.22%
合计	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：公司公告；可转债说明书；国联证券研究所；注：可转债说明书仅仅披露到 2020 年 9 月

人工成本以及制造费用可以通过自动化改造进行压缩，降低成本是公司产品核心竞争力之一。从 2016 到 2018 年，主营业务成本中直接人工金额分别为 5519.31 万元、8592.10 万元和 9138.76 万元，占当期主营业务成本的比例分别为 8.43%、8.50%和 7.55%。通过引进自动化生产设备，可进一步提升公司电源连接组件生产的智能化水平，大幅提高公司电源连接组件的生产效率和有效降低生产成本，提高公司竞争力，进而提升公司盈利能力，扩大公司竞争优势。

公司于 2021 年 3 月公开发行 6 年期 3.80 亿元可转换公司债券，募集资金扣除发行费用后计划用于自动化生产电源连接组件项目。截至 2021 年 4 月 30 日，本期

债券募集资金专项账户余额为 0.62 亿元。

图表 20：可转债募投项目主要用于公司自动化改造（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金投入金额
	自动化生产电源连接组件项目	40,147.38	38,000.00

数据来源：公司公告‘国联证券研究所

4. 并购驱动公司成长

4.1. 通过并购横向拓展更多客户

公司通过并购积极向“新基建”“新能源”领域拓展。随着全球智能化时代的发展，5G 网络、物联网、数据中心等新型基础设施建设需求增长，为电缆行业迎来了新的发展空间。在此次“新基建”“新能源”的历史机遇下，公司积极开发高性能、高水平的相关系列产品，同时，公司通过并购天津有容蒂康通讯技术有限公司和上海艾姆倍新能源科技有限公司，积极向新基建及新能源领域拓展。

公司通过并购横向拓展新基建领域。公司通过现金支付的方式购买天津有容蒂康通讯技术有限公司 100% 的股权。天津有容蒂康成立于 1992 年，总资产为 4.5 亿元人民币，拥有 50000 平方米现代化厂房。公司总部位于天津华明高新区，主要产品有 MDF 电缆、DDF 电缆、同轴电缆、PCM 电缆、计算机电缆、数据缆、电力电缆和上述各种电缆组件等。公司共有约 1000 名员工，是一家集通信电缆、数据电缆、控制电缆、低压电力电缆及相应连接器产品并提供布线系统语音和数据传输解决方案的企业。2012 年公司研发成功 4G 及以上移动通信基站用光电复合缆，已经连续 4 年获得大量海外订单；目前，公司已经研发完成光伏电缆，并获得光伏电缆、充电桩电缆等的相关认证以及一些客户垂询；公司产品不仅销至华为、中兴通讯等本地工厂，亦销至上述公司海外分公司。

公司通过并购横向拓展新能源领域。公司拟以增资扩股方式收购上海艾姆倍新能源科技有限公司 65% 股权。上海艾姆倍成立于 2021 年 3 月，主营范围主要有新能源系统、新兴能源技术开发、新能源设备制造等。通过收购上海艾姆倍，实现公司多元化和长期战略规划的需要，通过资源整合与共享，有利于助力公司更顺利和有效地拓展新能源业务领域，打造公司新的产业增长点

4.2. 纵向并购向大客户供应更多产品

公司通过纵向并购更多家电零部件产品线，为大客户提供更丰富的产品线。公司与美的集团、格力电器、海信科龙、TCL 集团、奥克斯空调、青岛海尔、苏泊尔、新宝电器等国内外知名企业建立了长期合作关系，有机会利用大客户优势，通过并购扩大更多产品线，驱动公司成长。公司 2019 年与中山拓昊合资设立日丰智能，中山拓昊负责研发、生产、销售漏电保护器、小家电、日用电器及配件、磁性材料、插头和插座等产品以及货物、技术进出口业务，此次主要出资实物资产，将漏保开关等业务装入合资公司；日丰公司出货币资金控股并导入美的格力等大客户，两者互补。

图表 11：日丰智能公司由中山拓昊和日丰公司共同出资设立

股东名称	出资方式	出资金额（万元）	出资比例	资金来源
日丰股份	货币	690	69%	自有资金
周鹏	货币	30	3%	自有资金
中山拓昊	货币及实物	280	28%	-
合计	-	1000	100%	-

数据来源：公司公告；国联证券研究所

5. 盈利预测

5.1. 公司经营情况稳健

公司销售业绩与盈利能力持续稳定。截止 2021H1，公司实现营业收入 15.12 亿元，同比增长 109.83%，各产品业务收入皆有增长，增长的主要动力是占营业收入比重为 26.58% 的通信装备组件业务收入，另外占营业收入比重为 34.62% 的空调连接线组件业务收入同比增长了 56.41%，成为公司的主要业绩来源。公司销售毛利率连续三年稳定在 16% 以上，销售净利率连续三年稳定在 7% 左右。近 5 年利差呈逐年缩小趋势，主要是公司期间费用率总体下降所致。

图表 22：小家电配线组件和特种装备电缆业务为公司营业收入主要来源（单位：万元）

	2021 年 1-6 月	占比	2020 年 1-6 月	占比	同比增减
营业收入合计	151259.23	100%	72085.16	100%	109.83%
空调连接线组件	52358.92	34.62%	33476.06	46.44%	56.41%
通信装备组件	40199.33	26.58%	-	-	-
特种装备电缆	26224.11	17.34%	19406.11	26.92%	35.13%
小家电配线组件	24631.68	16.28%	16908.51	23.46%	45.68%

数据来源：公司公告；国联证券研究所

公司财务结构逐年优化。公司近 4 年来公司的资产负债率分别为 53.63%、45.49%、24.53%、28.83%，整体呈下降趋势。截止 2021Q3，公司的流动比率和速动比率分别为 2.64 和 1.78，具备较强的偿债能力。2020 年底，公司可转债成功发行，2021Q3 为 50.87%，随着未来债转股，公司资产负债率将降低到正常水平。

5.2. 预计未来三年快速增长

只考虑公司目前业务，假设：1) 公司炼胶中心项目在 2021 年底顺利达产。2) 公司可转债募投项目并于 2022 年中下旬达产。3) 公司 5G 基站电缆并购后协同效应较好。4) 暂时不考虑新能源业务放量。预计公司在 2021-2023 年的营业收入分别为 30.58、41.26、57.19 亿元，归属母公司净利润 1.54、2.54、3.66 亿元，对应 EPS 为 0.63、1.04、1.50 元。

图表 23: 将公司业务分拆进行收入预测

项目 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
家电电缆配线	1131	1126	1408	1548	2322
增速	-	-0.44%	25.04%	9.94%	50.00%
营业成本	911	918	1168	1266	1892
毛利	19.47%	18.48%	17.04%	18.20%	18.50%
通信组件	-	-	1005	1407	1970
增速	-	-	-	40.00%	40.01%
营业成本	-	-	879	1199	1678
毛利	-	-	12.50%	14.80%	14.80%
特种电缆	372	450	585	702	913
增速	-	20.97%	30.00%	20.00%	30.06%
营业成本	312	382	498	596	775
毛利	16%	15.07%	14.90%	15.12%	15.15%
其他收入	37	54	60	469	515
增速	-	45.95%	11.11%	681.67%	9.81%
营业成本	37	54	54	397	436
毛利	0.00%	0.00%	10.00%	15.40%	15.40%
合计	1540	1630	3058	4126	5719
增速	-	5.84%	87.61%	34.92%	38.61%
营业成本	1260	1354	2599	3458	4781
毛利率	18.06%	16.93%	15.00%	16.20%	16.40%

数据来源: 国联证券研究所

公司 2018 年到 2020 年, 产能利用率均超 95%, 2020 年底, IPO 募投项目达产, 预计实现新增收入 6.4 亿元/年 (2021H1 新增 3.2 亿元), 根据表 20 预测, 公司未来随着可转债募投项目逐步达产以及天津有容并表, 预计公司销售收入从 2020 年 16.29 亿元增长至 2023 年 57.19 亿元。公司通过扩产和并购横向切入其他行业, 中长期成长空间大。由于装备电缆广泛用于各个行业, 假设市场规模增速与我国 GDP 增速相近, 假设未来三年保持 4% 增长, 公司通过扩产不断增长, 市占率有望从 2020 年约 0.69% 增长到 2023 年 2.15%。

图表 24: 公司市占率有望从 2020 年 0.69% 提升至 2023 年 2.15%

年份	2020A	2021E	2022E	2023E
公司营收 (亿元)	16.29	30.58	41.26	57.19
市场规模 (亿元)	2369	2464	2562	2665
市占率	0.69%	1.24%	1.61%	2.15%

数据来源: 公司公告 ‘国联证券研究所

图表 25: 预计公司未来三年业绩预计持续增长

损益表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1629	3058	4126	5719
营业成本	1357	2599	3457	4781
营业税金及附加	6	14	19	26
销售费用	27	55	72	97
管理费用	56	110	144	194
研发费用	57	107	144	199
财务费用	13	5	9	14
营业利润	117	168	279	403
利润总额	116	170	281	405
所得税	11	16	27	39
净利润	105	154	254	366
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	105	154	254	366

数据来源: 国联证券研究所

估值: 第一, 公司目前业务主要处于家电以及小家电、5G 通讯基站产业链并且远销全球, 下游应用场景多, 市场规模大。第二, 公司产品标准化程度更高, 下游行业消费以及科技属性优于同行业其他电缆下游工程属性, 同行业其他电缆龙头主要以电力电缆为主, 项目制为主。第三, 公司作为装备电缆龙头, 竞争优势突出, 绑定大客户的情况下不断扩产, IPO 募投项目落地, 可转债募投项目达产预计 2022 年中下旬落地, **2021 年是公司增长拐点, 未来三年扩产快速增长。**第四, 公司有望通过横向并购切入更多领域, 一方面不断提高 5G 通讯装备电缆市场份额, 另一方面横向并购切入壁垒更高的新能源汽车以及超级充电桩电缆领域, 有望打开更长远的成长空间。根据 wind 数据, 参考电缆行业平均估值中位数对应 2021 年 PE 约 30 倍, PEG 中位数约 0.46, 考虑公司 2021 年前三季度实现利润 1.2 亿元, 同比增长约 49%, 给予公司 2022 年 30PE, 对应 PEG 为 0.46, 目标价 31.20 元。

图表 26: 可比公司估值中位数约 30 倍

证券代码	证券简称	市价	EPS			PE			PEG
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
603606.SH	*东方电缆	53.99	2.07	2.12		26.03	25.49		0.50
605222.SH	*起帆电缆	25.98				17.78			
300617.SZ	*安靠智电	69.30	1.38	2.19		50.15	31.57		0.79
603897.SH	*长城科技	54.70	2.35	3.15		23.31	17.38		0.15
001208.SZ	*华菱线缆	15.76							
600577.SH	*精达股份	8.94	0.29	0.40		30.62	22.34		0.81
002276.SZ	*万马股份	9.21	0.25	0.39		36.68	23.60		2.24
002498.SZ	*汉缆股份	5.34							
600869.SH	*远东股份	6.07	0.30	0.43		20.38	13.98		0.16
	中位值					30.62	22.99		0.46
	日丰股份	17.29	0.63	1.04	1.50	27.36	16.57	11.50	0.42

数据来源: WIND。国联证券研究所注: 带*表示 EPS、PE 数据来自 WIND 一致预期; 收盘价取 2021 年 11 月 19 日收盘价。

6. 风险提示

1. 产能扩张不达预期。公司产能扩张需要场地、生产、管理人员同时不断扩张，如果资金到位后，公司在规模扩大时的场地、人员招聘等无法同步跟进，则存在产能扩张不达预期风险。

2. 并购低于预期风险。公司横向并购其他细分行业公司，以及纵向并购家电产业链公司，需要尽调、审批等流程，并购存在低于预期风险。

3. 新产品研发不及预期风险。公司目前新能源超级充电桩电缆还处于实验室研发阶段，并未量产，还不有不确定性风险

图表 27: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	122.62	60.62	122.30	165.02	228.77	营业收入	1,540	1,629	3,058	4,126	5,719
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业成本	1,262	1,357	2,599	3,457	4,781
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	税金及附加	7	6	14	19	26
应收账款	508.72	656.98	753.91	994.66	1,363.	主营业务利润	271	266	445	649	912
预付账款	2.19	12.22	13.64	24.68	29.86	销售费用	55	27	55	72	97
其他应收款	2.92	28.11	29.28	39.51	54.77	管理费用	54	56	110	144	194
存货	155.06	216.97	323.53	430.38	595.21	研发费用	47	57	107	144	199
其他流动资产	214.21	121.31	219.13	295.68	409.89	财务费用	11	13	5	9	14
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营性利润	105	113	168	280	406
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-1	-2	0	0	0
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	信用减值损失	-1	-5	-4	-5	-7
固定资产和在建工程	160.61	270.83	291.69	342.66	289.41	其他经营损益	0	-0	0	0	0
无形资产和开发支出	69.67	65.39	54.49	43.59	32.69	投资收益	3	6	0	0	0
其他非流动资产	10.81	18.07	18.07	18.07	18.07	公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	1,246.	1,450.	1,826.	2,354.	3,021.	资产处置收益	0	0	-0	-0	-0
短期借款	50.06	98.86	132.16	258.99	358.76	其他收益	6	4	3	3	3
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	111	117	168	279	403
应付票据	5.84	25.77	20.46	27.22	37.64	其他非经营损	0	0	0	0	0
应付账款	201.01	200.14	396.94	528.04	730.25	营业外收入	5	1	4	4	4
预收账款	3.42	14.00	14.81	19.98	27.70	营业外支出	1	2	1	1	1
合同负债	0.00	7.07	4.42	5.97	8.27	利润总额	115	116	170	281	405
其他应付款	31.15	58.50	80.40	106.95	147.91	所得税	7	11	16	27	39
长期借款	0.00	0.00	0.00	30.01	36.91	净利润	108	105	154	254	366
其他负债	14.32	13.90	19.73	13.83	13.98	少数股东损益	-0	0	0	0	0
负债合计	305.79	418.24	668.92	990.99	1,361.	归母净利润	108	105	154	254	366
股本	172.08	173.88	173.88	173.88	173.88						
资本公积	355.73	382.20	382.20	382.20	382.20						
留存收益	413.20	472.70	597.40	803.25	1,100.						
归属母公司股东权益	941.01	1,028.	1,153.	1,359.	1,656.						
少数股东权益	-0.00	3.46	3.64	3.93	4.34						
股东权益合计	941.01	1,032.	1,157.	1,363.	1,660.						
负债和股东权益合计	1,246.	1,450.	1,826.	2,354.	3,021.						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本支出	51.31	153.22	44.00	106.00	0.00
自由现金流	-163.0	-106.7	2.45	-103.0	-26.55
短期借款增加	-109.4	48.80	33.29	126.84	99.77
长期带息债务增加	0.00	0.00	0.00	30.01	6.90
股权筹资额			0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	20.65	20.86	29.12	48.07	69.30
长期投资	-198.4	97.45	5.19	5.19	5.19
经营性现金净流量	77.01	-83.30	107.04	37.50	35.57
投资性现金净流量	-248.8	-40.63	-44.82	-94.82	5.18
筹资性现金净流量	238.32	61.89	-0.53	100.04	23.00
现金流量净额	67.35	-63.18	61.68	42.72	63.74

主要财务比					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营收增长率	-0.92%	5.81%	87.70%	34.93%	38.63%
营业利润增长	-21.00%	2.89%	35.31%	65.63%	44.77%
EBIT 增长率	-18.18%	4.29%	43.95%	62.66%	38.31%
EBITDA 增长率	-13.45%	3.18%	32.35%	66.54%	45.15%
归母净利润增	45.03%	21.62%	13.98%	28.15%	24.44%
经营现金流增	-19.11%	8.54%	48.18%	66.65%	44.97%
盈利能力					
销售毛利率	18.06%	16.68%	15.00%	16.20%	16.40%
主营业务利润	17.60%	16.33%	14.54%	15.74%	15.94%
经营性利润率	6.79%	6.96%	5.50%	6.79%	7.10%
营业利润率	7.18%	7.20%	5.49%	6.75%	7.04%
期间费用率	10.81%	9.37%	9.04%	8.95%	8.84%
EBIT Margin	8.16%	7.94%	5.72%	7.02%	7.33%
估值倍数					
PE	38.81	40.11	27.36	16.57	11.50
PEG	-6.28	-12.29	0.59	0.25	0.26
PB	4.47	4.09	3.65	3.10	2.54
PS	2.73	2.58	1.38	1.02	0.74
EV/EBIT	23.59	24.04	17.96	11.39	8.12
EV/EBITDA	20.70	20.82	14.62	9.44	7.04
EV/NOPLAT	25.94	26.36	20.13	12.69	9.03

数据来源:公司公告,国联证券研究所预测

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所
 上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373