

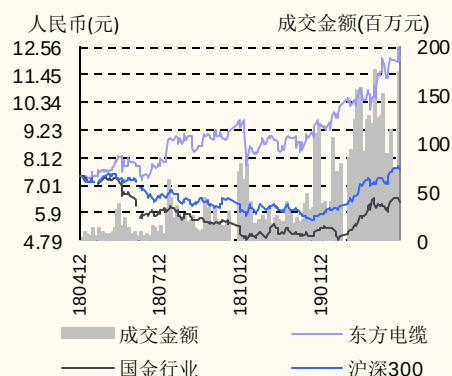
东方电缆 (603606.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 12.08 元
 目标价格 (人民币): 15.40-15.40 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 491.42
 总市值(百万元) 4,946.04
 年内股价最高最低(元) 9.83/7.14
 沪深 300 指数 3141.05
 上证指数 2581.00



相关报告

- 1.《东方电缆业绩预告点评-海上风电项目核准加快，海缆利润占比快速...》，2019.1.22
- 2.《东方电缆深度报告-海风正盛，海缆订单爆发助力业绩转折》，2018.11.26

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
 (8621)61357595
 yaoy@gjzq.com.cn

十年磨一剑，海缆龙头进入业绩加速释放期

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.135	0.341	0.616	0.851	1.076
每股净资产(元)	4.24	3.44	3.05	3.77	4.68
每股经营性现金流(元)	-1.83	0.99	0.60	0.80	1.08
市盈率(倍)	85.99	26.21	19.60	14.20	11.22
净利润增长率(%)	-3.20%	241.55%	80.89%	38.00%	26.55%
净资产收益率(%)	3.17%	9.91%	15.56%	17.37%	17.70%
总股本(百万股)	372.71	503.16	503.16	503.16	503.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件:

- 公司发布年度报告，2018 年营收 30.2 亿，同比增长 46.7%，归母净利润 1.71 亿，同比增长 242.6%。

经营分析:

- **海上风电装机超预期，现有海缆产能供不应求:** CWEA 披露 2018 年新增海上风电装机 1.65GW，累计装机达到 4.44GW，新增装机容量超出此前市场预期。根据第三方咨询机构 WoodMackenzie 统计，仅 2018 年最后两个月，即有超过 32GW 的海上风电项目(含“核准前公示”)完成核准。2018 年在建、已核准待建和处于核准前公示阶段的海上风电项目总规模达到 49.3GW。2018 年广东、江苏海上风电的核准分别达到 9.4GW、7.5GW，继续领跑。仅仅是去年 11-12 月份期间核准的项目就高达 15.4GW，核准氛围浓厚，但该现象背后也反映了产业对 2019 年海上风电竞价的担忧，但根据最新核准项目来看，在 0.85 元/kwh 的标杆基础上电价竞价下浮空间不超过 0.05 元/kwh，整体相对温和，海上风电运营商整体盈利能力还是比较突出。目前来看 220kV 以上海缆行业仅有两大竞争对手中天科技和亨通光电，当前均仅有大约 12 亿的年产能，至今仍未有正式公告扩充产能计划，公司现有产能规模 15 亿，三者年产能 40 亿左右仅仅能满足大约 2.4GW 需求，处于供不应求局面。公司率先扩产，预计在 2020 年二季度开始阳江新建产能将陆续释放，2020 年底海缆产能达到 30 亿左右。
- **业绩持续高增长确定性高:** 公司 2017-2018 年新增海缆及敷设订单分别为 13.8 亿、19.6 亿，今年截至一季度新增海缆及敷设订单达到 9.7 亿，当前在手订单生产计划已经排至 2020 年，预计 2019-2020 年新增订单超过 55 亿。在竞价机制下，预计上网电价下降可能会使得单位建设投资下降加快，但由于行业海缆产能仍然处于严重供不应求状态，所以整体海缆价格下降空间应会小于风机价格下降速度，另外叠加铜等上游原材料大宗商品仍处于价格下跌趋势，公司海缆业务毛利率将保持在 30%附近，业绩将维持高增长。

盈利调整和投资建议:

- 海上风电核准和装机超预期下，海缆招标总额有望提升，公司 2019-2021 归母净利润为 3.1 亿(上调 7%)、4.3 亿(上调 8%)、5.4 亿，业绩复合增长 47%，对应三年 PE 分别为 20x、14x、11x，目标价 15.4 元，买入评级。

风险提示:

- 海上风电电价下滑超预期;海上风电技术进步及成本下降存在不确定性;上游铜价波动;非公开发行募资项目实施进度不达预期;

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,742	2,062	3,024	3,839	4,598	5,542
增长率		18.4%	46.7%	26.9%	19.8%	20.5%
主营业务成本	-1,527	-1,795	-2,524	-3,103	-3,657	-4,367
%销售收入	87.7%	87.1%	83.5%	80.8%	79.5%	78.8%
毛利	214	267	500	736	941	1,175
%销售收入	12.3%	12.9%	16.5%	19.2%	20.5%	21.2%
营业税金及附加	-8	-10	-11	-14	-17	-20
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-65	-74	-109	-138	-166	-197
%销售收入	3.8%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
管理费用	-83	-103	-148	-190	-230	-283
%销售收入	4.8%	5.0%	4.9%	5.0%	5.0%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	58	80	233	394	529	675
%销售收入	3.3%	3.9%	7.7%	10.3%	11.5%	12.2%
财务费用	-13	-33	-35	-41	-46	-64
%销售收入	0.7%	1.6%	1.2%	1.1%	1.0%	1.2%
资产减值损失	-7	-8	-14	-16	-18	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	7	8	10	12
%税前利润	n.a	n.a	3.5%	2.3%	2.0%	1.9%
营业利润	38	56	198	355	488	617
营业利润率	2.2%	2.7%	6.5%	9.2%	10.6%	11.1%
营业外收支	23	0	-2	0	2	3
税前利润	61	56	196	355	490	620
利润率	3.5%	2.7%	6.5%	9.2%	10.6%	11.2%
所得税	-9	-5	-25	-45	-62	-78
所得税率	14.9%	9.7%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
净利润	52	50	171	310	428	542
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	52	50	171	310	428	542
净利率	3.0%	2.4%	5.7%	8.1%	9.3%	9.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	52	50	171	310	428	542
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	45	48	69	86	124	196
非经营收益	16	34	32	51	50	69
营运资金变动	47	-814	224	-56	-82	-98
经营活动现金净流	160	-682	496	392	521	708
资本开支	-159	-159	-118	-467	-596	-945
投资	-3	0	3	0	0	0
其他	34	11	-37	8	10	12
投资活动现金净流	-128	-148	-153	-459	-586	-933
股权募资	0	691	4	31	43	54
债权募资	43	536	19	-175	230	433
其他	-19	-53	-63	-139	-62	-84
筹资活动现金净流	24	1,174	-40	-283	211	403
现金净流量	56	345	303	-349	145	178

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	562	834	1,170	821	966	1,144
应收账款	556	648	961	927	1,071	1,247
存货	393	702	545	680	751	838
其他流动资产	10	135	43	71	83	99
流动资产	1,522	2,318	2,718	2,499	2,871	3,328
%总资产	74.0%	78.4%	79.7%	69.6%	64.5%	58.6%
长期投资	3	3	0	0	0	0
固定资产	382	471	533	917	1,394	2,141
%总资产	18.6%	15.9%	15.6%	25.5%	31.3%	37.7%
无形资产	124	134	139	150	161	183
非流动资产	536	638	695	1,091	1,583	2,355
%总资产	26.0%	21.6%	20.3%	30.4%	35.5%	41.4%
资产总计	2,058	2,956	3,413	3,591	4,455	5,683
短期借款	443	979	998	834	1,062	1,492
应付款项	719	351	590	669	814	995
其他流动负债	18	16	49	60	79	98
流动负债	1,180	1,347	1,637	1,564	1,955	2,585
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	24	29	42	30	32	35
负债	1,204	1,375	1,679	1,594	1,987	2,620
普通股股东权益	854	1,581	1,730	1,993	2,463	3,059
少数股东权益	0	0	4	4	4	4
负债股东权益合计	2,058	2,956	3,413	3,591	4,455	5,683

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.167	0.135	0.341	0.616	0.851	1.076
每股净资产	2.745	4.242	3.439	3.047	3.766	4.677
每股经营现金净流	0.513	-1.830	0.986	0.599	0.796	1.083
每股股利	0.045	0.060	0.105	0.120	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.07%	3.17%	9.91%	15.56%	17.37%	17.70%
总资产收益率	2.52%	1.70%	5.02%	8.64%	9.61%	9.53%
投入资本收益率	3.81%	2.84%	7.45%	12.16%	13.11%	12.96%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.39%	18.40%	46.67%	26.94%	19.77%	20.53%
EBIT增长率	-19.22%	38.52%	189.57%	69.14%	34.39%	27.55%
净利润增长率	2.92%	-3.20%	241.55%	80.89%	38.00%	26.55%
总资产增长率	17.97%	43.66%	15.45%	5.21%	24.06%	27.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	94.2	92.6	81.4	74.0	72.0	70.0
存货周转天数	95.5	111.3	90.1	80.0	75.0	70.0
应付账款周转天数	29.5	27.3	20.7	29.0	30.0	31.0
固定资产周转天数	69.7	65.0	57.7	58.0	72.0	101.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.99%	9.20%	-9.91%	0.69%	3.92%	11.36%
EBIT利息保障倍数	4.5	2.4	6.6	9.7	11.6	10.5
资产负债率	58.51%	46.52%	49.19%	44.39%	44.61%	46.10%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	3	3	6	9
增持	1	2	3	4	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.40	1.50	1.40	1.44

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-11-26	买入	8.40	11.20~11.20
2	2019-01-23	买入	9.27	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH