

东方电缆（603606）

证券研究报告

2019 年 12 月 30 日

海缆撑起营收半壁江山，海洋工程再树一帜

海缆板块支撑业绩

海缆板块包括海缆及海洋脐带缆。由于技术要求严格，行业壁垒较高，价格及毛利率相对较高。2018 年海缆板块毛利率约为 30%。公司海缆国内市占率有望达到 40%。公司为华能集团、中广核、三峡新能源等公司供应海缆产品，积累了大量的制造经验，累计提供 500KV 海底电缆 36 公里、高压海底电缆约为 1500 公里、中低压海底电缆约 20000 公里，直流海底电缆约 100 公里，累计长度超过 3500 公里。此外，公司为中海油供应海洋脐带缆，是国内唯一的供应商。目前，公司在手订单量持续增加，产能利用率 100%。预期今年该板块营收占公司总营收 40%，2020 年有望达到 50%。

新建基地支撑海缆发展

公司高端海洋能源装备电缆系统项目已开工建设，我们预期将于 2021 年 6 月建成投产。新厂资本开支总投资 15 亿元，固定资产投资 12 亿元。项目需新增主要工艺设备及测试仪器设备 249 台（套），新增建筑物面积 149,792 平方米，规划年产能可为海洋新能源装备电缆 630KM、海洋电力装备电缆 250KM、海洋油气装备用电缆、智能交通装备电缆 92450KM，预期将为公司贡献营收 45 亿元/年。

海洋工程支持海缆业务

公司提供海缆敷设及抢修服务。2018 年，公司积极打造集高端海洋缆产品设计研发、生产制造、安装敷设及运维服务于一体的产业体系，配备敷缆船东方海工 1 号和东方海工 2 号。敷缆船搭载 DP-2 平衡定位系统，稳定性较好。盈利能力方面，2018 年海洋工程板块毛利率约为 50.81%。

投资建议

公司将业务板块有序整合，重点向海上推进，海缆产量提升及海洋脐带缆的交付有效巩固了公司行业龙头地位。预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 34.83、47.04、59.05 亿元，同比增长 15.16%、35.06%和 25.53%；归母净利润为 4.14、6.29、8.47 亿元，同比增长 141.68%、51.91%和 34.61%；对应 EPS 分别为 0.63、0.96、1.3 元，对应 PE 分别为 17.21、11.33、8.41 倍，我们给予“增持”评级。考虑到公司在海缆制造行业的龙头地位及未来业务的高成长性，给予目标价 14.4 元，对应 2020 年 PE 倍数为 15 倍。

风险提示：新建产能进度不及预期、原材料价格波动、政策性风险、产品产量不及预期、未来宏观经济环境下行风险、运营管理风险、市场竞争风险、因海上风电政策变化导致产业投资放缓的风险；

投资评级

行业	电气设备/高低压设备
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	10.74 元
目标价格	14.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	654.10
流通 A 股股本(百万股)	638.84
A 股总市值(百万元)	7,025.08
流通 A 股市值(百万元)	6,861.18
每股净资产(元)	3.03
资产负债率(%)	49.03
一年内最高/最低(元)	15.00/7.87

作者

王纪斌 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519010001
wangjibin@tfzq.com

马妍 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519100002
may@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,061.97	3,024.22	3,482.84	4,703.83	5,904.81
增长率(%)	18.40	46.67	15.16	35.06	25.53
EBITDA(百万元)	176.95	379.98	640.19	943.20	1,215.90
净利润(百万元)	50.19	171.43	414.33	629.42	847.28
增长率(%)	(3.20)	241.55	141.68	51.91	34.61
EPS(元/股)	0.08	0.26	0.63	0.96	1.30
市盈率(P/E)	142.04	41.59	17.21	11.33	8.41
市净率(P/B)	4.51	4.12	3.11	2.06	1.65
市销率(P/S)	3.46	2.36	2.05	1.52	1.21
EV/EBITDA	24.97	11.28	9.32	6.76	3.94

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

内容目录

1. 公司简介	5
1.1. 公司发展历程	5
1.2. 公司股权结构	6
1.3. 公司产能	6
1.4. 产品核心技术优势	6
1.5. 公司产销量	7
1.6. 公司经营情况	7
1.6.1. 营收情况	7
1.6.2. 营业成本	8
1.6.3. 费用情况	9
1.6.4. 利润情况	9
2. 主营业务	10
2.1. 陆缆系统	10
2.1.1. 陆缆系统营收情况	10
2.1.2. 陆缆系统成本情况	11
2.2. 海缆系统	11
2.2.1. 海缆	11
2.2.1.1. 产品情况	11
2.2.1.2. 产能持续扩张	12
2.2.2. 海洋脐带缆	13
2.2.3. 订单情况	13
2.2.4. 海缆系统营收情况	14
2.2.5. 海缆系统成本情况	14
2.3. 海洋工程	15
3. 行业现状	15
3.1. 全球海上风电现状	15
3.2. 国内海上风电情况	17
3.3. 同业竞争情况	18
3.4. 行业壁垒	19
3.4.1. 海缆生产及运输壁垒	19
3.4.2. 招标条件	19
3.4.3. 海洋脐带缆海外竞争者进入困难	19
3.5. 政策影响	20
4. 盈利预测	20
5. 风险提示	21
5.1. 新建产能进度不及预期	21
5.2. 原材料价格波动	21
5.3. 政策性风险	21

5.4. 产品产量不及预期	21
5.5. 未来宏观经济环境下行风险	21
5.6. 运营管理风险	21
5.7. 市场竞争风险	21
5.8. 因海上风电政策变化导致产业投资放缓的风险	22

图表目录

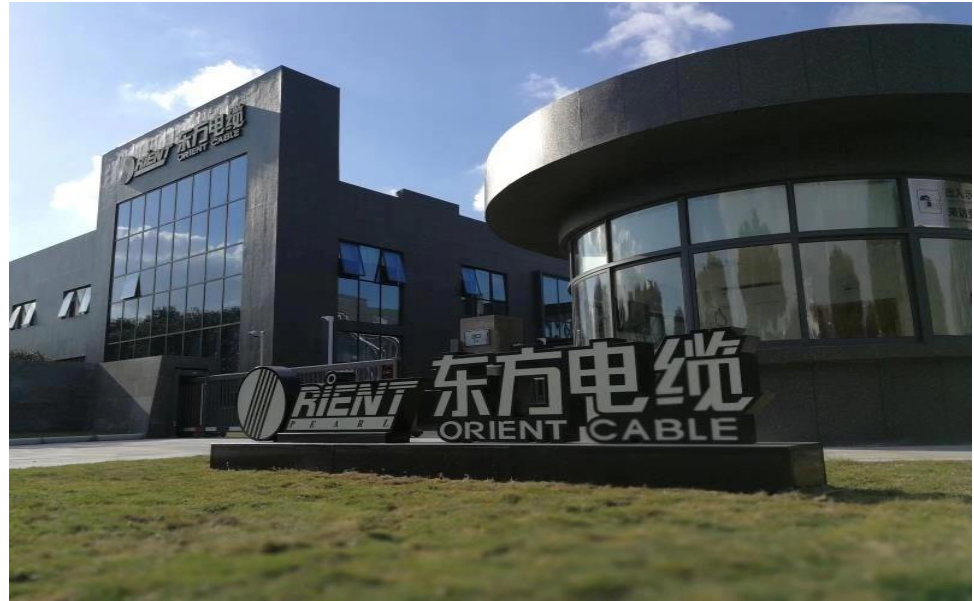
图 1: 公司基地	5
图 2: 公司发展历程	5
图 3: 公司股权结构	6
图 4: 2014-2018 营业收入	8
图 5: 2014-2019Q3 成本	8
图 6: 主营板块费用拆分	9
图 7: 2013-2019Q3 四费情况	9
图 8: 2014-2019Q3 归母净利润及增长率	10
图 9: 110kV 高压（光电复合）电力电缆	10
图 10: OPMC 光纤复合中压电缆	10
图 11: 2014-2019E 陆缆板块营收	11
图 12: 2014-2019E 陆缆板块成本	11
图 13: 海缆产品截面图	12
图 14: 普通三芯圆钢丝铠装海缆	12
图 15: 海缆生产基地	13
图 16: 新规划基金	13
图 17: 海洋脐带缆	13
图 18: 海底集束动态缆	13
图 19: 2014-2019E 海缆系统营收情况	14
图 20: 2014-2018 海缆系统成本情况	15
图 21: 敷缆船	15
图 22: 2010-2018 年全球海上风电装机容量	16
图 23: 2018 年各国海上风电装机容量和电力供应份额	16
图 24: 2018 年海上风电行业的主要市场参与者	17
图 25: 2018 国内海缆供应商市占率	19
表 1: 公司产能	6
表 2: 2007-2018 科技项目	7
表 3: 2015-2018 年公司产品产销量及库存量	7
表 4: 2018 年至今重大海缆及海洋脐带缆中标情况	14

表 5: 2018-2020E 江苏、福建、广东海上风电装机量情况 （单位：万千瓦）	17
表 6: 2018.12-2019.12 海上风电项目核准情况.....	18
表 7: 中海油流花 29-2 项目深水脐带缆中标候选人公示 （2019 年 12 月 16 日发布）	20
表 8: 板块业务营收预期 （单位：亿元）	20
表 9: 可比公司估值比较.....	21

1. 公司简介

公司于 1998 年在浙江省宁波市成立，并于 2014 年在上交所上市。2018 年，公司将主营业务整合为陆缆系统、海缆系统、海洋工程三个板块，致力于电力、建筑、通信、石化、轨道交通、风力发电、核能、海洋油气勘探、海洋军事等领域的光、电、复合缆的设计、研发，制造，安装和技术支持。目前，公司拥有 500kV 及以下交流海缆、 $\pm 320\text{kV}$ 及以下直流海缆的系统研发生产能力，并涉及海底光电复合缆，海底光缆，智能电网用光电复合缆，核电缆，通信电缆，控制电缆，电线，综合布线，架空导线等一系列产品。牵头起草了海底电缆国家标准，是国内唯一掌握海洋脐带缆的设计分析并能进行自主生产的企业。公司是国家级高新技术企业、国家创新型企业。

图 1：公司基地

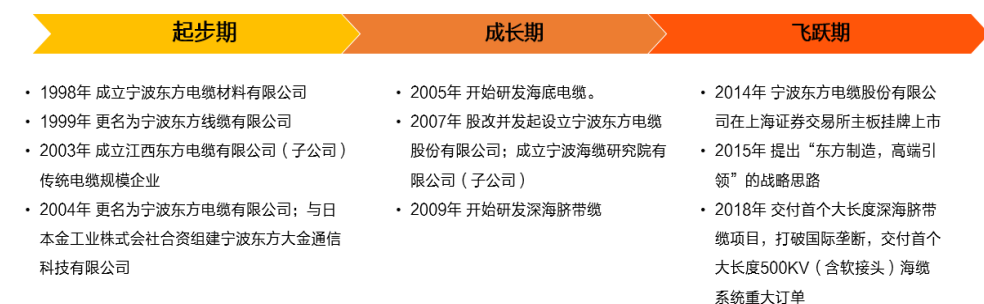


资料来源：东方电缆官网、天风证券研究所

1.1. 公司发展历程

公司于 2014 年在上交所挂牌上市。1998-2004 年，公司发展处于起步阶段，公司的前身宁波东方电缆材料有限公司于 1998 年成立，2004 年更名为宁波东方电缆有限公司。2005 年，公司发展进入成长期，开始大力研发海底电缆，并于 2009 年开始研发海洋脐带缆。2014 年宁波东方电缆股份有限公司在上海证券交易所主板挂牌上市，这也标志着公司发展进入飞跃期。上市后，公司进步愈加迅速，在主营业务上大力推进海上板块产品研发制造，2018 年交付了首条海洋脐带缆，打破了国际垄断局面，成为国内唯一的海洋脐带缆供应商。

图 2：公司发展历程

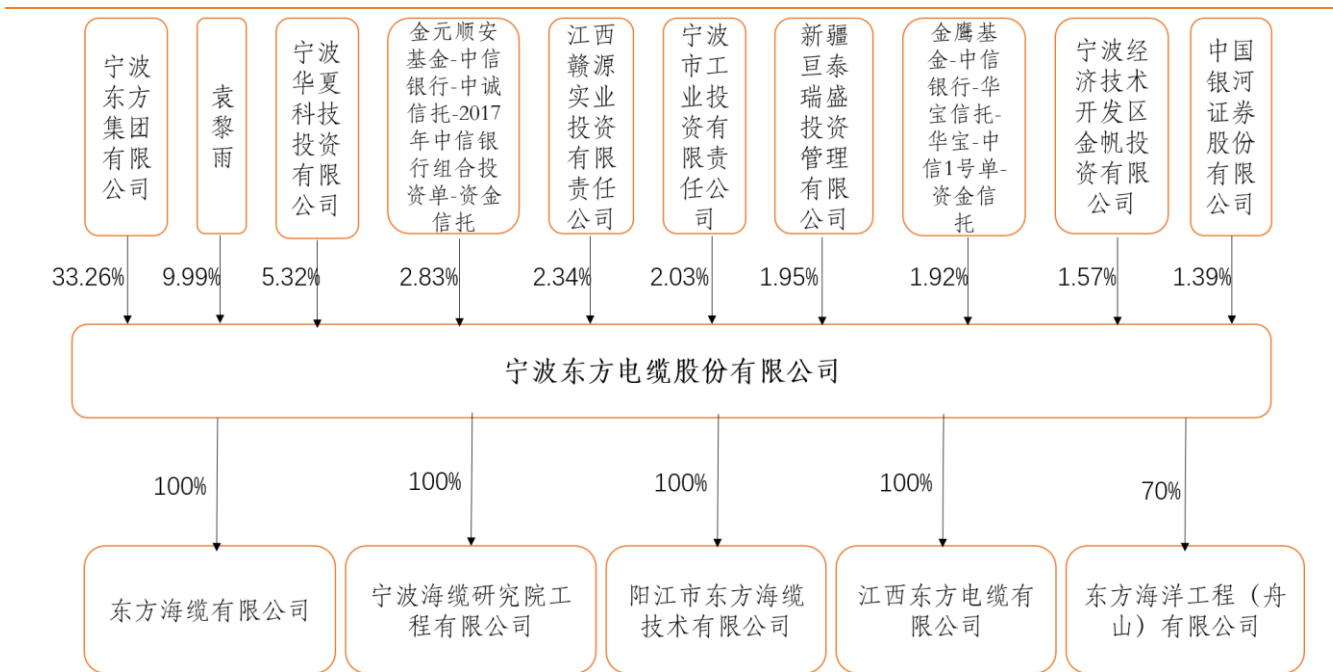


资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.2. 公司股权结构

公司实际控制人为夏崇耀、袁黎雨。公司控股股东为宁波东方集团有限公司，持股比例 33.26%。公司有参控公司有 5 家，皆为控股子公司，其中 4 家为全资子公司，分别为：东方海缆有限公司、阳江市东方海缆技术有限公司、江西东方电缆有限公司以及宁波海缆研究院工程有限公司。

图 3：公司股权结构



资料来源：wind、天风证券研究所

1.3. 公司产能

2020 年，我们预期公司陆缆产能约为 25 亿元/年，海缆产能约为 20 亿元/年。此外，公司在宁波市北仑区新规划了高端海洋能源装备电缆系统项目，形成以海洋新能源装备用电缆、海洋电力装备用电缆、海洋油气装备用电缆和智能交通装备用电缆为主的生产能力。该项目现已开工建设，新厂资本开支总投资约 15 亿元，固定资产投资 12 亿元，项目需新增主要工艺设备及测试仪器设备 249 台（套），新增建筑物面积 149,792 平方米，该基地有望于 2021 年 6 月建成投产。

表 1：公司产能

新规划基地	产品	产能
宁波	海洋新能源装备电缆	630KM
	海洋电力装备电缆	250KM
	海洋油气装备用电缆	510KM
	智能交通装备电缆	92450KM

资料来源：公司公告、公司企业简介、天风证券研究所

1.4. 产品核心技术优势

公司拥有多专业、多学科的高水平技术创新团队，并被认定为浙江省首批重点创新团队。公司先后承担了国家 863 计划、国家重点研发计划和国家科技支撑计划十余项，牵头起草了海底电缆国家标准，是国内唯一掌握海洋脐带缆的设计分析并能进行自主生产的企业。公司通过持续的技术创新和自主研发，在海底电缆和海洋脐带缆产品制造领域独创了 17 项核心技术，并获得 60 项专利，国内海洋缆专利数第一，技术创新走在行业最前沿，是国内少数拥有成熟的 500kV 及以下海底电缆制造技术的企业，也是首个具备海洋脐带缆设计分析能力并自主生产的企业，打破了国外线缆生产巨头在该领域多年的垄断。其中大长

度无接头海缆生产、工厂软接头、立式成缆等技术分别获得了省部级和宁波市科学技术奖。

公司研制的 220kV 海缆是国内首个实现海缆工程应用的产品。2015 年，公司开始研发 500kV 海缆系统，全面掌握了大长度 500kV 光电复合交联海缆结构设计、大长度制造及工厂软接头等核心技术。2017 年 1 月，公司独家通过圆铜丝和扁铜丝两种铠装结构的 500kV 交联聚乙烯绝缘海缆系统（含工厂软接头）型式试验，并于 2018 年 11 月交付第一回路，2019 上半年交付第二回路。项目采用的 500kV 软接头技术，是行业公认的技术难题，被称为中国“芯”技术。此次产品交付体现了公司海缆软接头技术引领者的地位。

表 2：2007-2018 科技项目

序号	项目名称	项目类型	项目编号	立项时间
1	220kV 及以下光电复合海底电缆、海底交联电缆及生产装备开发	国家科技支撑计划项目	2007BAE19B00	2007
2	核电站用耐辐照 1E 级电缆	国家火炬计划	2007GH010125	2007
3	水下生产系统脐带缆关键技术研究	国家 863 计划	2008AA09Z346	2008
4	大长度 110kV 光电复合交联海底电缆	国家火炬计划	2008GH051066	2008
5	单芯 110kV 光电复合交联海底电缆接头、连接器及附件	中小企业创新基金	10C2621311593	2009
6	水下勘测与作业装备用脐带缆	国家海洋经济区域示范	财建【2012】841	2012
7	±320kV 及以下柔性输电用直流海缆关键技术研究	国家 863 计划	2013AA050102	2013
8	水下生产系统脐带缆关键技术研究 II 期	国家 863 计划	2014AA09A224	2014
9	±500kV 直流电缆及附件设计与制造关键技术	国家重点研发计划	2016YFB0900703	2016
10	深海动态动力脐带缆与综合脐带缆系统产业	国家海洋经济区域示范	甬财政发【2016】1140	2016
11	超深水强电复合脐带缆系统研制与作业示范	国家重点研发计划	2017YFC0307200	2017
12	1500 米水深大孔径中心管式脐带缆系统产业链构建	国家海洋经济区域示范	甬财政发【2018】94	2017
13	深水动态脐带缆研制及应用	高技术船舶科研项目	工信部装函【2018】473 号	2018

资料来源：公司 2019 半年报、天风证券研究所

1.5. 公司产销量

2018 年开始，公司大力推进海缆板块业务发展，海缆产品产销量显著提升。海缆产量 444km，较去年同期提升 133.11%；销量 415.39km，较去年同期提升 142.26%；库存量 101.92km，同比提升 38.93%。

表 3：2015-2018 年公司产品产销量及库存量

主要产品	项目	2015	2016	2017	主要板块	项目	2018
电力电缆	生产量 km	53,321.00	43,506.78	34,954.30	陆缆系统	生产量	110,545.95
	销售量 km	52,929.96	42,745.23	37,244.45		销售量	109,828.32
	库存量 km	3,250.91	4,180.12	2,108.11		库存量	13,704.31
海底电缆	生产量 km	174.55	106.859	190.445	海缆系统	生产量	443.953
	销售量 km	145.15	144.187	171.466		销售量	415.393
	库存量 km	91.71	54.382	73.361		库存量	101.921
电气装备用电线电缆	生产量 km	40,477.36	59,341.07	100,566.58			
	销售量 km	43,630.27	56,826.96	95,001.09			
	库存量 km	2,954.89	5,313.08	10,878.57			

资料来源：公司年报、天风证券研究所

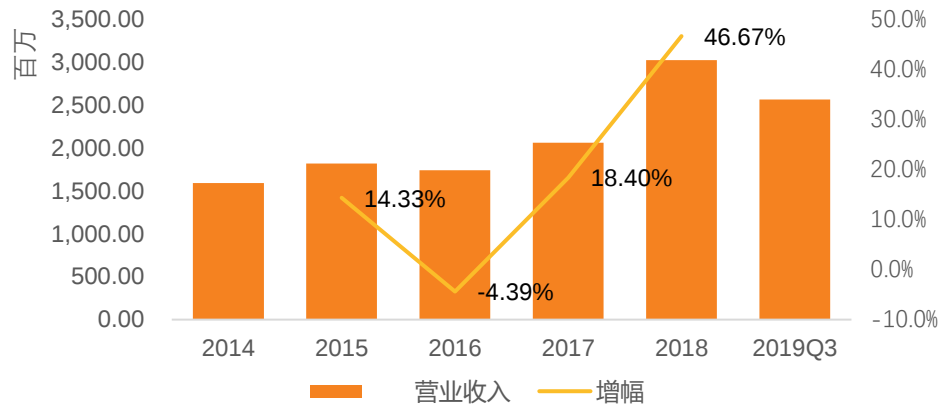
1.6. 公司经营情况

1.6.1. 营收情况

2019 年前三季度，公司实现营业收入 25.68 亿元，同比增长 17.32%；其中第三季度贡献营

收 10.78 亿元，同比增长 34.39%。公司收入增长主要源于海缆产品销售收入及占比增加。报告期内海缆产品收入同比增加 3.1 亿元，增长 44.86%，占总收入比重 39.51%，占比同比增加 7.51 个百分点，并且本期供应的海缆产品中技术含量更高，特别是附加值更高的超高等级电压海缆产品占比提高，带动公司整体业绩快速提升。

图 4：2014-2018 营业收入

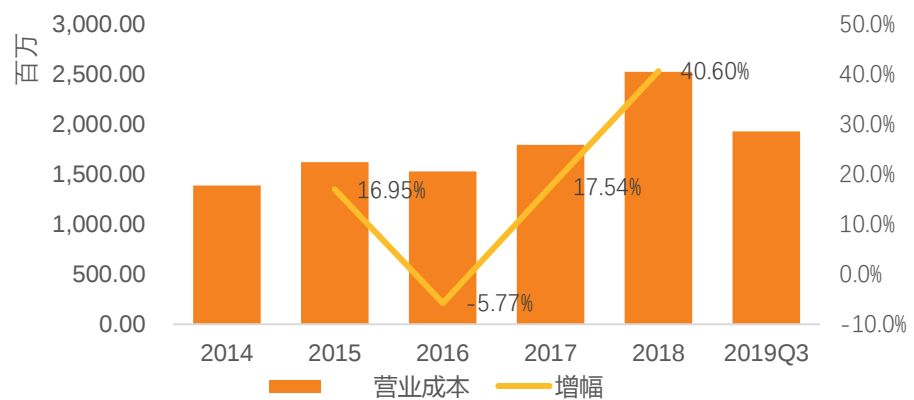


资料来源：公司年报、天风证券研究所

1.6.2. 营业成本

2019 年前三季度，公司营业成本为 19.27 亿元，同比增长 4.52%。其中第三季度营业成本为 8.21 亿元，较去年同期增长 23.08%。营业成本主要包括陆缆板块、海缆板块、海洋工程三个板块的成本。近年来陆缆板块成本呈小幅上升态势，主要源于产量增加；海缆板块产品原材料大多需要进口，成本相对较高，并且近年来受产销量显著增加，因此 2018 年至今成本占营业总成本比例快速提高。由于 2018 年，公司对主营业务板块进行了整合，海洋工程板块成本成为了新的营业成本组成部分。

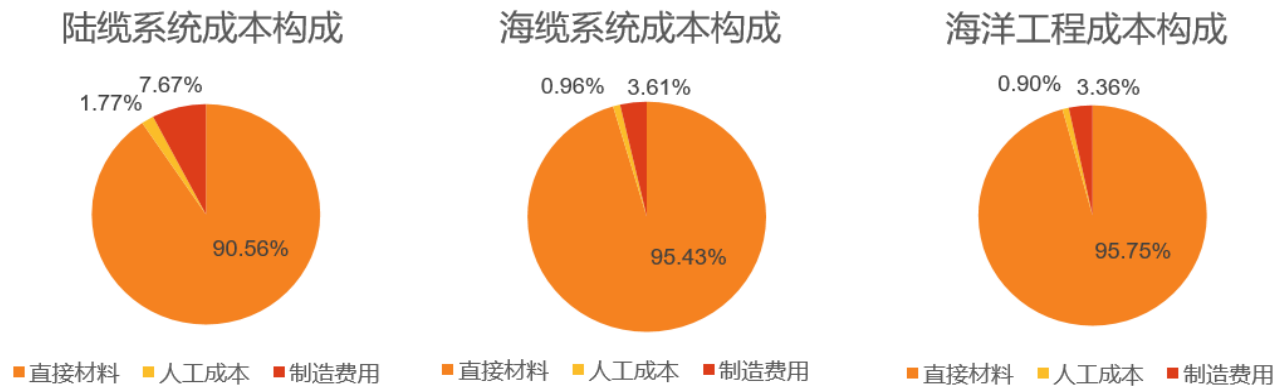
图 5：2014-2019Q3 成本



资料来源：公司公告、天风证券研究所

下图为陆缆、海缆、海洋工程板块的成本结构，直接材料成本均占板块总成本 90%以上。此外，陆缆板块分制造费用显著高于海缆及海工板块。

图 6：主营板块费用拆分

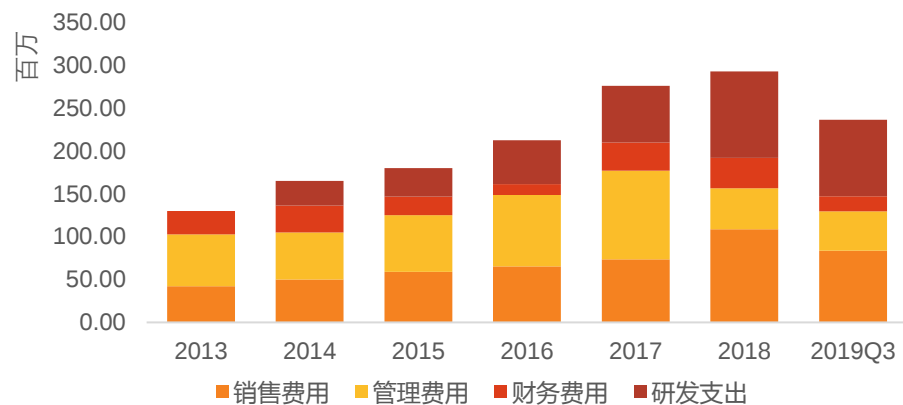


资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.6.3. 费用情况

2019 年前三季度四项费用总计 2.36 亿元，其中销售费用 0.84 亿元，同比增长 21.74%；管理费用 0.46 亿元，同比增长 39.39%；研发费用 0.89 亿元，同比增长 34.85%；财务费用 0.17 亿元，同比下滑 32%。管理费用增加是由于报告期人员增加及计提奖金增加，募投项目新增土地、土地摊销费用同比增加。研发费用增加系公司持续加大对相关海洋缆产品、超高压陆缆等高端产品的研发投入所致。财务费用显著减少主要由于本期借款规模缩小及借款利率降低。

图 7：2013-2019Q3 四费情况

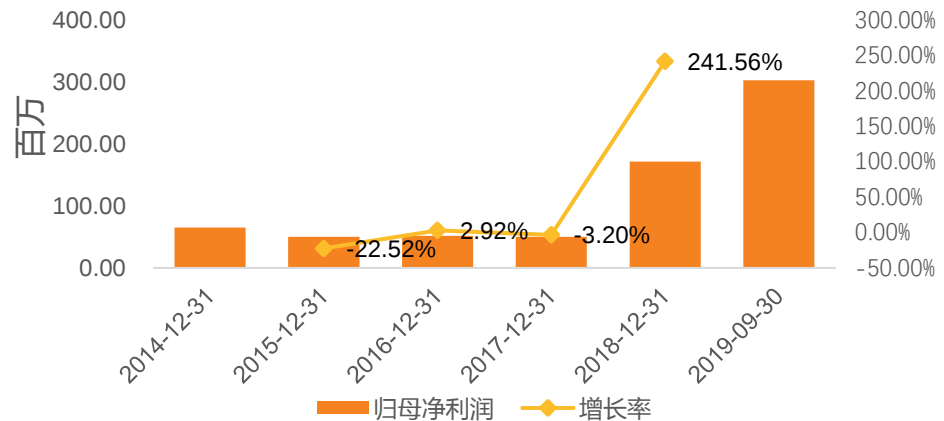


资料来源：wind、天风证券研究所

1.6.4. 利润情况

2019 年前三季度，公司实现归母净利润 3.02 亿元，同比增长 162.31%；归母扣非净利润 2.99 亿元，同比增长 167.24%。其中第三季度贡献净利润 1.22 亿元，较去年同期增长 107.24%。净利润增加主要由于海缆产品销售量增加，该产品利润率高，并且在公司整体收入中占比显著上升。

图 8：2014-2019Q3 归母净利润及增长率



资料来源：wind、天风证券研究所

2. 主营业务

2018 年，公司对现有业务进行整合，将其分为陆缆系统、海缆系统及海洋工程三个板块。目前，公司在保障陆缆产能产量及毛利率的水平稳定的前提下，大力发展海洋板块，未来海缆板块有望成为公司利润的支柱型板块。2018 年，三大营板块实现营收 30.22 亿元，同比增长 56.11%，整体毛利率为 16.54%。

2.1. 陆缆系统

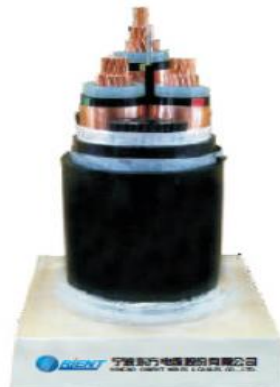
公司陆缆系统主要产品涵盖电力电缆、电气装备用途电缆、特种点按及架空绝缘电缆、布电线、铜芯电缆、铜轴电缆、耐火阻燃低卤低烟电缆等。电线线缆可用于国家工程、石化工程、大交通、新能源、智能家居等领域。例如，公司参与了杭州 G20 峰会配套项目拱墅区霞湾 220kv 线路工程。板块产能方面，预期 2020 年将会有小幅提升。盈利能力方面，由于行业竞争对手较多，该板块毛利率相对偏低，2018 年陆缆板块毛利率仅为 7.75%。

图 9：110kV 高压（光电复合）电力电缆



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 10：OPMC 光纤复合中压电缆

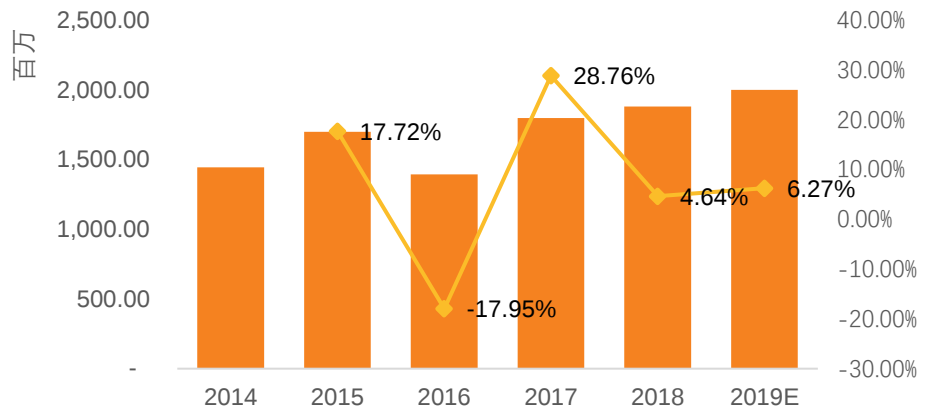


资料来源：公司官网、天风证券研究所

2.1.1. 陆缆系统营收情况

近年来，陆缆板块收入呈现稳步上升趋势。2018 年，公司陆缆板块实现营收 18.82 亿元，同比增长 4.64%。预期 2019 年全年有望贡献营收 20 亿元，较去年同期增加 6.27%。

图 11：2014-2019E 陆缆板块营收

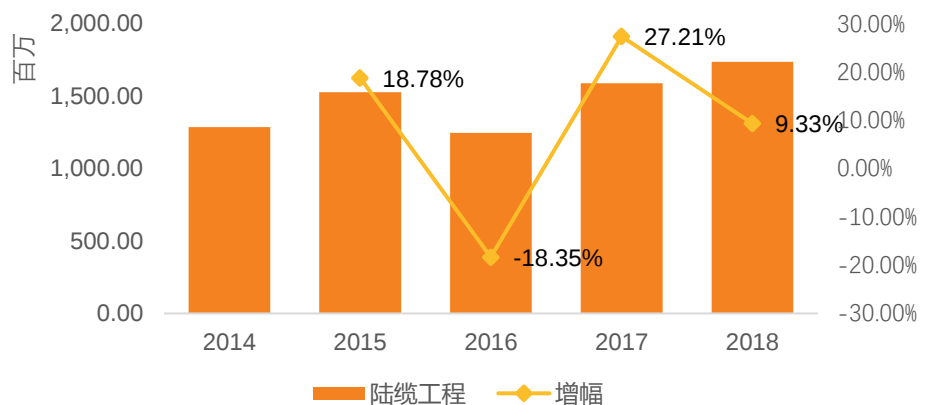


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.1.2. 陆缆系统成本情况

成本方面，2018 年陆缆板块成本为 17.36 亿元，较去年同期增长 9.33%。公司对成本进行了严格的管控，使得成本增长率下滑。

图 12：2014-2019E 陆缆板块成本



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.2. 海缆系统

2.2.1. 海缆

2.2.1.1. 产品情况

公司提供的海底电缆包括交流（光电复合）海缆、直流（光电复合）海缆，海底光缆及附件产品。海上风电场最常用的海缆规格有 35KV 和 220KV 两种，35KV 海缆用于风电场风机间的连接，220KV 主缆用于从海上风电场升压站到主网的连接。目前，主缆大多采用双回路设计，双回路设计保证电场在能够在一条回路发生故障时，另外一条回路继续输电，至少做到不全部影响海上风电场运营，现在有些项目开始尝试三回路设计。海缆在风电场投资中的投资占比较高，产品以公里数计价，离岸距离越长，主缆价值越高。

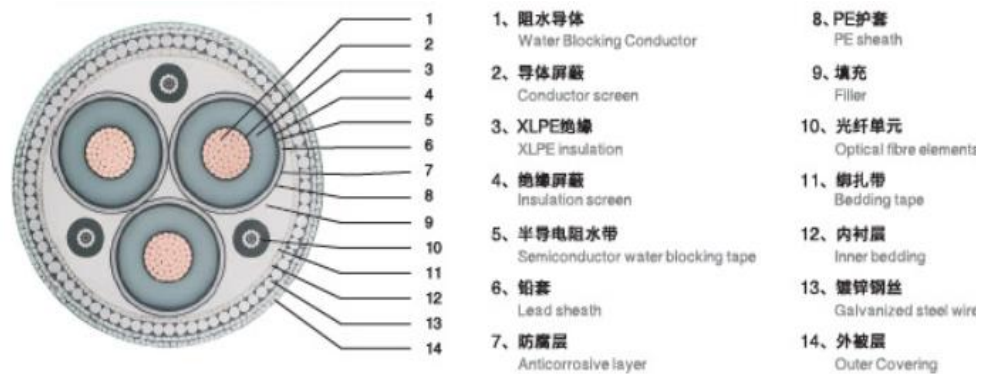
图 13：海缆产品截面图



资料来源：东方电缆官网、天风证券研究所

我们以普通三芯圆钢丝铠装海缆产品为例，阻水导体周围是导体屏蔽层、XLPE 绝缘层以及绝缘屏蔽层。产品生产需要保证 XLPE 绝缘层密度相同，若绝缘层密度误差不能保障，或出现阻水导体偏芯现象，使用时电压会有击穿电缆的风险。为了保证产品质量，公司使用 VCV 立塔交联生产线，绝缘加料采用重力落料方法，垂直制作电缆的屏蔽层、XLPE 绝缘层和绝缘屏蔽层，从而使得阻水导体周围绝缘层密度偏差较小。

图 14：普通三芯圆钢丝铠装海缆



资料来源：东方电缆官网、天风证券研究所

由于技术要求严格，行业壁垒较高，价格及毛利率相对较高。2018 年海缆板块毛利率约为 30%。海洋脐带缆方面，由于产品高度定制化，每根缆的价格较高。例如，2018 年交付的海工文昌 9-2/9-3/10-3 气田群开发项目脐带缆项目中标价格为 68,625,430.12 元。

2.2.1.2. 产能持续扩张

公司宁波基地以生产海缆为主，我们预计目前产能约为 20 亿元/年。2020 年春节后，公司将进行技改，我们预期技改后产能约为 25-28 亿元/年。2021 年 6 月，公司新建基地将竣工投产。该基地拥有新的立塔，可为海洋脐带缆提供独立生产线，有助于脐带缆实现量产（目前海洋脐带缆和海缆共用一条生产线）。届时，公司海缆板块营收有望增加约 45 亿元/年。

图 15：海缆生产基地



资料来源：东方电缆官网、天风证券研究所

图 16：新规划基金



资料来源：东方电缆企业介绍、天风证券研究所

2.2.2. 海洋脐带缆

海底脐带缆是集电缆、光缆、钢管和热塑性软管的组合，根据需要的特定功能添加相关组件。这些部件组装成圆形截面。脐带的设计结合了机械强度，以承受搬运、安装和使用过程中的压碎和拉伸载集体荷。脐带缆及其牵引头/终端设计允许安装到设施引道中，钢管构件的壁厚应满足所有安装和运行条件下的许用应力要求。海上油井作业人员使用海底脐带和生产控制设备控制海底井口油气流动，监测井下和井口条件，并进行化学注入。它们还用于向其他水下处理硬件（包括泵和油气分离设备）提供动力和流体。

公司主要提供水下生产系统脐带缆、海洋动态缆、装备用脐带缆、综合生产脐带缆等四类产品。水下生产系统脐带缆分为软管脐带缆和光管脐带缆两类，为水下生产提供电力、信号控制、液态和化学药剂通道等连接；海洋动态缆为浮式平台与平台、浮式平台与水下设施、浮式平台与岸上设施提供中高压电力连接。装备用脐带缆主要是与绞车一同为水下挖沟机、RVO 等设备提供电力及信号控制连接；综合生产脐带缆主要是为水下生产系统提供液压动力、电力、信号控制、化学药剂、气举、油气输送通道的连接。

图 17：海洋脐带缆



资料来源：东方电缆产品展厅、天风证券研究所

图 18：海底集束动态缆



资料来源：东方电缆产品展厅、天风证券研究所

2.2.3. 订单情况

近年来，公司为华能集团、中广核、三峡新能源等公司供应海缆产品，积累了大量的制造

经验，累计提供 500KV 海底电缆 36 公里、高压海底电缆约为 1500 公里、中低压海底电缆约 20000 公里，直流海底电缆约 100 公里，累计长度超过 3500 公里。2018 年度重大海缆项目累计中标金额近 20 亿元。中标的国内重点项目有三峡新能源阳江项目、福建莆田南日岛项目、中广核阳江南鹏岛项目、国网舟山 500kV 项目、华能江苏大丰项目等；国际重点项目有中国-文莱—恒逸 PMB 石油化工项目、孟加拉国、中东 33kV 海缆及陆缆项目等。

表 4：2018 年至今重大海缆及海洋脐带缆中标情况

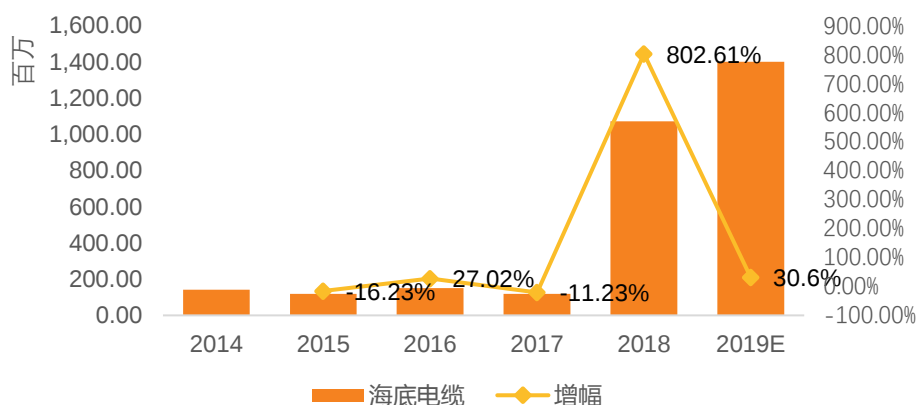
序号	项目
1	华能江苏大丰 300MW 海上风电项目 220KV 海底电缆项目
2	福建莆田南日岛海上风电一期项目 220KV 海底电缆（II 回）采购项目
3	三峡新能源广东阳江西沙扒 300MW 海上风电项目 220KV/35KV 海缆设备及敷设施工项目（PC 总包）
4	中广核阳江南鹏岛海上风电项目 35KV 海底电缆项目（PC 总包）
5	浙江舟山 500 千伏联网北通道第二回输电线路工程
6	华能江苏大丰 300 兆瓦海上风电项目 35KV 海底光电复合电缆及附属设备项目
7	粤电阳江沙扒海上风电项目 220KV、35KV 海缆及附件采购及敷设（PC 总包）
8	华能灌云海上风电项目 35KV 交联聚乙烯绝缘交流海底光电复合缆及其附件设备公开招标采购项目
9	华能江苏大丰扩建 100MW 海上风电项目 35KV 交联聚乙烯绝缘交流海底光电复合缆及其附件设备公开招标采购项目
10	中广核岱山 4#海上风电项目（一期）
11	阳江南鹏岛海上风电项目 35KV 海底电缆及敷设（标段二）（PC 总包）
12	第 001 标段国华投资 2019 年 3 月海底光缆采购项目（竹根纱 H1）
13	国网南鹿岛联网输电变电工程项目
14	中国海洋石油集团有限公司旅大 21-2/16-3 油田项目
15	龙源电力江苏海上风力发电有限公司射阳海上南区 H2#30 万千瓦风电项目
16	龙源电力发电有限公司射阳海上南区 H2#30 万千瓦风电项目
17	中广核浙江嵊泗 5#、6#海上风电 220kV 海缆与陆缆项目（新中标，12 月 21 日公告）

资料来源：公司公告、东方电缆企业介绍、天风证券研究所

2.2.4. 海缆系统营收情况

2018 年，公司把握国家重要战略机遇，大力开拓海洋输配电及海洋新能源等高端产品市场，海缆板块业务快速增长，报告期内交付了多个重大海缆订单，产品结构中毛利率较高的海洋缆产品比重的快速提升，大幅提升了公司的盈利水平。2018 年，海缆系统贡献收入 10.72 亿元，较去年同期提升 802.61%。

图 19：2014-2019E 海缆系统营收情况

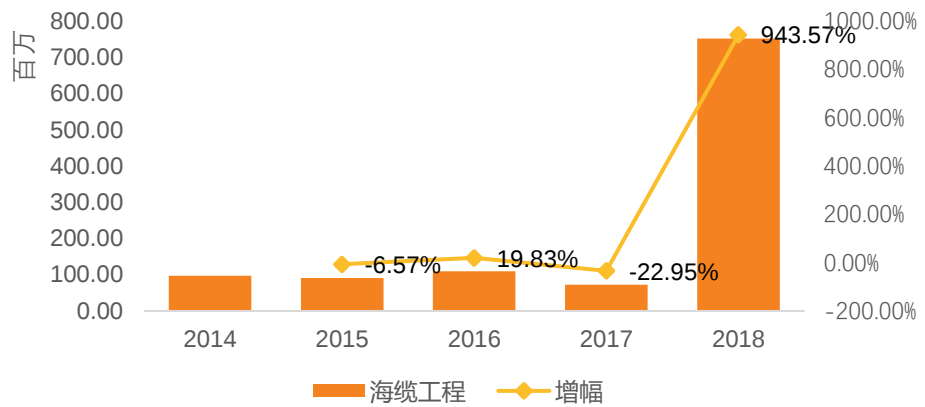


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.2.5. 海缆系统成本情况

2018 年海缆系统成本 7.53 亿元，较去年同期提升 943.57%。成本增幅大于营收增幅主要原因是海缆第一年大规模量产，成本管控尚有提升空间，预期 2019 年成本控制效率有望提升。

图 20：2014-2018 海缆系统成本情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3. 海洋工程

海洋工程方面，公司提供海缆敷设及海上电缆抢修服务。2018 年，公司积极打造集高端海洋缆产品设计研发、生产制造、安装敷设及运维服务于一体的产业体系，配备敷缆船东方海工 1 号和东方海工 2 号。敷缆船搭载 DP-2 平衡定位系统，稳定性较好。盈利能力方面，2018 年海洋工程板块毛利率约为 50.81%。该报告期内公司提供了一些抢修服务，抢修服务毛利率高，导致了板块整体毛利率上升。但是，这种抢修属于偶发事件，一般是由于电缆被船锚勾断导致，这种情况不一定每个报告期都会出现，因此难以预期。

图 21：敷缆船



资料来源：东方电缆微信公众号、天风证券研究所

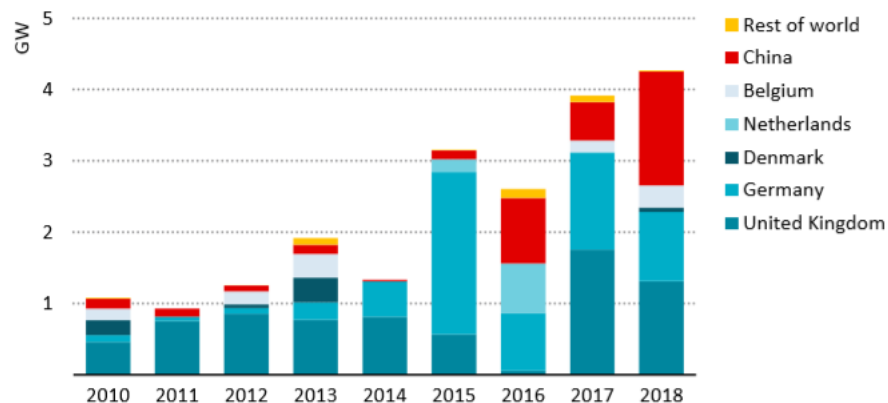
3. 行业现状

3.1. 全球海上风电现状

2018 年，全球共完成了 4.3 千兆瓦的新海上风电容量。海上风电装机累计容量从 2010 年的 3 千兆瓦增加到 2018 年的 23 千兆瓦，年装机量以每年近 30% 的速度增长。截至 2019 年中，17 个国家超过 5500 台海上涡轮机连接到电网。政策支持对这一扩张至关重要，包括通过技术特定容量招标、在海洋规划中纳入海上风电方面的进展力。欧洲北海沿岸国家促进了海上风电产业的发展，这些地区优质的风资源和相对较浅的水域为开发海上风电提

供了良好的条件。稳定的政策支持了 2010 年至 2018 年间欧洲近 17 千兆瓦的海上风电新增容量，英国、德国、比利时、荷兰和丹麦仅在 2018 年就增加了 2.7 千兆瓦的产能。

图 22：2010-2018 年全球海上风电装机容量

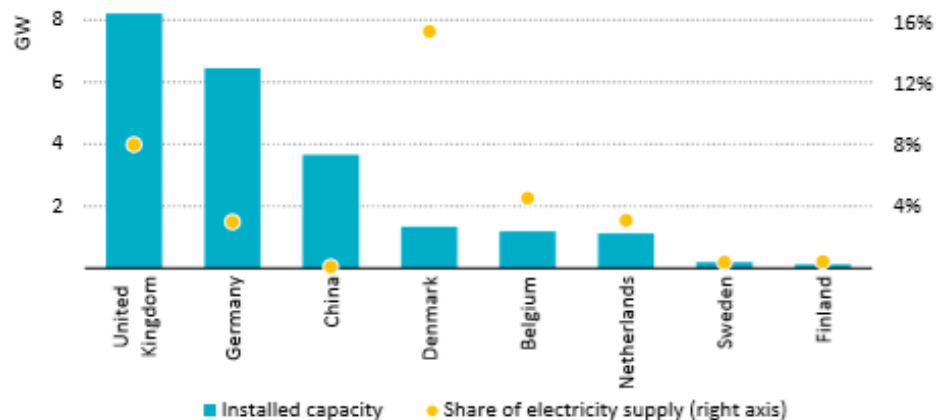


Deployment of offshore wind has increased by nearly 30% per year since 2010, second only to solar PV, as the technology and industry have matured

资料来源：国际能源署、天风证券研究所

2018 年，全球海上风电装机容量的 80% 以上位于欧洲。英国约为 8 千兆瓦，占总量的三分之一，德国约为 6.5 千兆瓦，丹麦、荷兰和比利时之间还提供了 3.6 千兆瓦。即使作为一个新进入国家，中国已经拥有 3.6 千兆瓦的海上风力发电能力。未来五年，海上风电将在新市场站稳脚跟。目前，核准的分布在 19 个国家大约 150 个新的海上风电项目，预计到 2021 年将完成 100 多个，这意味着年新增产能的速度将进一步加快。

图 23：2018 年各国海上风电装机容量和电力供应份额



Most leading countries in offshore wind are in Europe, led by the United Kingdom, though China has quickly joined the top-three and is gaining momentum

资料来源：国际能源署、天风证券研究所

2018 年，海上风电仅占全球电力供应的 0.3%，但在领先国家中发挥了更大的作用。2018 年，它为丹麦提供了 15% 的发电量，在丹麦，陆上和海上风电合起来几乎占到了发电量的 50%；海上风电占美国发电量的 8%。

近年来，海上风电产业吸引了越来越多的风电和可再生能源投资，2018 年接近 200 亿美元，高于 2010 年不到 80 亿美元。2018 年海上风电投资占全球风电行业投资的近四分之一，占可再生能源投资总额的 6%。在欧盟，投资尤其明显，2018 年，离岸风电约占风电总投资的一半，占可再生能源总投资的四分之一。

海上风电项目的投资主要来自大型公用事业和投资基金。这些项目的前期资本成本相对较高，例如一个 250 MW 的项目成本约为 10 亿美元。相比之下，太阳能光伏和陆上风电的

前期成本较低，对较小的参与者来说，进入壁垒较少。欧洲公司开发并拥有大部分海上风电资产。总部位于丹麦的 Ørsted 拥有最大的份额，并正在积极拓展到美国和其他亚洲市场。总部位于德国的莱茵集团（RWE）在收购了位于北海和波罗的海的 E.ON 和 Innogy 可再生能源资产后，巩固了其在海上风电市场的份额，目前是全球第二大海上风电运营商。

图 24：2018 年海上风电行业的主要市场参与者

Organisation	Main activities	Assets (GW)			Market share	Headquarters	Ownership
		In operation	Under construction	In development			
Ørsted	DOO	2.97	2.79	5.23	12.86%	Denmark	Private
RWE	DOO	2.41	0.51	1.83	10.44%	Germany	Private
China Longyuan	DOO	1.23	0.40	1.00	5.34%	China	Public
Vattenfall	DOO	0.88	1.01	4.92	3.82%	Sweden	Public
Macquarie Capital	Investor	0.87	0.07	0.10	3.78%	Australia	Private
Northland Power	DOO	0.64	0.27	0.63	2.78%	Canada	Public
Global Infrastructure Partners	Investor	0.63	0.61	-	2.73%	United States	Private
Iberdrola	DOO	0.55	0.97	0.81	2.36%	Spain	Private
Equinor	DOO	0.48	-	2.17	2.10%	Norway	Public
Siemens Financial Services	Investor	0.46	-	-	1.98%	Germany	Private
Public Pension, Denmark	Investor	0.45	-	-	1.97%	Denmark	Public
Électricité de France	DOO	0.43	-	1.67	1.85%	France	Public
Stadtwerke München	Investor	0.41	-	-	1.79%	Germany	Public
China Three Gorges	DOO	0.40	0.88	6.87	1.74%	China	Public
Scottish and Southern Energy	DOO	0.34	0.24	0.52	1.49%	United Kingdom	Public

Notes: DOO = developer, owner and operator. Market shares are adjusted to reflect each company's equity stake across all of its projects.

资料来源：国际能源署、天风证券研究所

中国公司在市场中的份额不断增加。中国有两家国有企业跻身行业十大开发商之列，拥有率约为 7%。中国龙源电力集团是亚洲最大的风电生产商，而中国三峡集团公司是世界上最大的能源公司之一，此前以水电项目闻名，目前已积极参与海上风电行业。三峡集团为自己设定了成为中国海上风电开发领导者的目标，并拥有 5 个风电设施，总容量为 1.2 千兆瓦，尽管有些正在建设中。

3.2. 国内海上风电情况

2018 年底海上风电累计核准总量达到 53.53GW，在建规模 8.5GW-11GW。2019 年前三季度，海上风电新增并网容量为 1.6GW。江苏、广东、福建省作为海上风电大省，2018 年贡献新增并网容量 1.51GW，累计并网规模达到 3.23GW。

表 5：2018-2020E 江苏、福建、广东海上风电装机量情况（单位：万千瓦）

地区	并网情况	2018	2019 (1-3)	2020
江苏	新增并网规模	140	9.64	并网规模预期
	累计并网规模	302.5	312.15	100
福建	新增并网规模	10.5	0	并网规模预期
	累计并网规模	19.94	19.94	100
广东	新增并网规模	0.9	2.7	并网规模预期
	累计并网规模	0.9	3.6	100
合计	合计新增并网规模	151.4	12.34	合计并网预期
	累计并网规模	323.34	335.69	300

资料来源：国家发改委、天风证券研究所

目前，国内沿海主要的海上风电大省均已推出明确的海上风电发展指导建议，并且拥有明确的海上风电建设规划。开发企业积极投入海上风电，海上项目发展不断加速。中国东部沿海在土地、可再生能源资源条件、经济承受能力、产业发展要求等方面与欧洲具有较高的一致性。海上风电发展契合地方政府在经济转型、能源变革、环境治理等方面的发展诉求。此外，海上风电在盈利能力、规模化开发、战略布局等方面的自身特性满足大型能源

企业发展模式。已经具备海风业绩的 17 家开发企业几乎均将江苏作为起点。区域发展目标及势头得以确立，政策环境相对稳定，近期价格政策调整及竞争性资源配置方式对海上风电项目上网价格和经济性收益影响有限。

中国最近在海上风电领域取得了长足的进步，目前已跻身市场领导者之列。2018 年，中国新增海上风电装机容量 1.6GW，居世界之首。这一快速增长是由政府的“十三五”规划推动的，该规划要求到 2020 年完成 5GW 的海上风力发电能力，并要求建立供应链，以支持此后的进一步扩张。我们预期未来三年，中国海上风电并网容量约为 3GW/年。此外，在建项目将维持在 10GW 以上。2018 年 12 月至今，海上风电新核准容量接近 7GW，部分有望在 2020 年开工建设。

表 6：2018.12-2019.12 海上风电项目核准情况

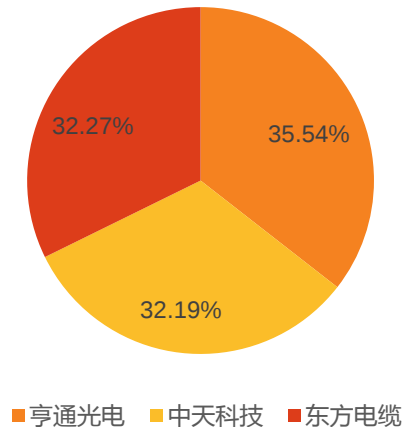
序号	项目名称	项目容量(MW)	核准单位	核准日期
1	花园口海上风电场项目	400	大连市发改委	2019 年 12 月 4 日
2	庄河海上风电场址 I 项目	100	大连市发改委	2019 年 12 月 4 日
3	庄河海上风电场址 V 项目	250	大连市发改委	2019 年 12 月 4 日
4	庄河海上风电场址 IV 项目	550	大连市发改委	2019 年 12 月 4 日
5	三峡新能源江苏如东 H6 海上风电场项目	400	江苏省发改委	2018 年 12 月 28 日
6	中广核江苏如东 H8#海上风电项目	300	江苏省发改委	2018 年 12 月 29 日
7	三峡新能源江苏如东 H10 海上风电场项目	400	江苏省发改委	2018 年 12 月 29 日
8	江苏新能海力江苏如东 H2#海上风电场工程	350	江苏省发改委	2018 年 12 月 29 日
9	如东海翔海上风力发电有限公司江苏如东 H7#海上风电场项目	400	江苏省发改委	2018 年 12 月 29 日
10	如东和风海上风力发电有限公司江苏如东 H4#海上风电场项目	400	江苏省发改委	2018 年 12 月 29 日
11	如东海上风力发电有限公司江苏如东 H5#海上风电场工程	300	江苏省发改委	2018 年 12 月 29 日
12	三峡新能源江苏大丰 H8-2#海上风电场工程项目	300	江苏省发改委	2018 年 12 月 29 日
13	盛东如东海上风力发电有限责任公司海上风电场扩容	100	江苏省发改委	2018 年 12 月 29 日
14	国家电投滨海 H3#300MW 海上风电项目	300	江苏省发改委	2018 年 12 月 29 日
15	如东智鑫海上风电有限公司协鑫如东 H13#海上风电项目	150	江苏省发改委	2018 年 12 月 29 日
16	龙源江苏大丰 H6#300MW 海上风电项目	300	江苏省发改委	2018 年 12 月 29 日
17	龙源江苏大丰 H4#300MW 海上风电项目	300	江苏省发改委	2018 年 12 月 29 日
18	盐城国能大丰 H5#海上风电场工程项目	200	江苏省发改委	2018 年 12 月 29 日
19	江苏华威启东 H1#海上风电场项目	250	江苏省发改委	2018 年 12 月 29 日
20	华能江苏大丰扩建 100MW 海上风电项目	100	江苏省发改委	2018 年 12 月 29 日
21	江苏华威启东 H2#海上风电场项目	250	江苏省发改委	2018 年 12 月 29 日
22	启东华尔锐启东 H3#海上风电场项目	300	江苏省发改委	2018 年 12 月 28 日
23	如东 H14#海上风电场项目	200	江苏省发改委	2018 年 12 月 28 日
24	莆田平海湾海上风电场三期项目	312	福建省发改委	2018 年 12 月 29 日

资料来源：大连市发改委、江苏省发改委、福建省发改委、天风证券研究所

3.3. 同业竞争情况

海缆方面，公司目前的竞争对手主要有中天科技、亨通光电、汉缆股份等三家公司。其中，中天科技与东方电缆同为行业领军企业。2018 年，公司海缆产品市占率约为 32.27%，2019 年国内市占率有了进一步提升，有望达到 40%左右。

图 25：2018 国内海缆供应商市占率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.4. 行业壁垒

3.4.1. 海缆生产及运输壁垒

首先，海缆制造设备要求较高，公司采用德国 TROESTER 设备，并配备 SIKORA 和 ZUMBACH 同心度测偏仪等设备，达到行业领先水平。此外，海缆生产技术壁垒较高，公司经过多年的研发，拥有多项专利，技术水平处于行业龙头地位。并且，公司具有地理优势，由于海缆难以运输，生产基地需要临近港口。公司拥有港口和敷缆船，可以独立完成整套生产和敷缆服务。目前，同时拥有高端设备、前沿技术及敷缆配套服务的海缆供应商较少，行业壁垒相对较高。

3.4.2. 招标条件

项目招标方多为央企，在招标时对投标人提出一定条件，例如需要提供同类产品一定时期、一定公里数的稳定运行数据，否则无投标资格。这样的条件使得新竞争者进入时间成本显著增高。例如，近期招标的华能汕头海门（场址二、场址三）海上风电场项目 35kV 海缆及附属设单价采购招标公告中对投标人资格进行了通用、专用资格条件的限定。其中，专用资格条件要求投标人具有国家主管部门或具有相应资质机构针对 35kV 海底光电复合电缆（3X300 平方毫米及以上）出具的有效形式实验报告。并且，招标人近五年（2014 年 1 月 1 日至今，以合同签订时间为准）具有海上风电 35kV 三芯交联聚乙烯绝缘交流海底光电复合电缆投运业绩，需提供反应供货电缆规格型号的供货清单、签字盖章、机组投产证明材料。

3.4.3. 海洋脐带缆海外竞争者进入困难

受产品价格、人工成本、海洋勘测材料运输困难等因素影响，外企建设成本高，难以进入中国市场。下图以近期发出的中海油流花 29-2 项目深水脐带缆中标候选人公示为例，我们可以看出海外企业人员费用远高于国内，竞争力薄弱。此外，国内供应商产品技术等级已经达到国际水平，具有较强竞争优力。

表 7：中海油流花 29-2 项目深水脐带缆中标候选人公示（2019 年 12 月 16 日发布）

序号	中标候选人	货到现场含税固定价	陆地费率	陆地动复员	海上费率	海上动复员
1	东方电缆	78,000,000 元	3000 元/人天	10,000 元/人天	4,000 元/人天	20,000 元/人天
	海外候选人	FOB Newcastle+non-contact steel tube cross-section section	陆地费率（不含增值税）	陆地动复员（不含增值税）	海上费率（不含增值税）	海上动复员（不含增值税）
2	Oceaneering International Services Limited	8,234,348.37 USD+303,685 USD	2234 USD/人天	26,808 USD/人天	2,666 USD/人天	10,664 USD/人天
3	FMC Technologies Singapore Pte Ltd.	11,880,500 USD	2452 USD/人天	15,710 USD/人天	2,658 USD/人天	16,466 USD/人天

资料来源：中海油采办业务管理与交易平台、天风证券研究所

3.5. 政策影响

2019 年 5 月，国家发改委发布关于完善风电上网电价政策的通知，对海上风电的电价及补贴期限提出了新的要求。将海上风电标杆上网电价改为指导价。新核准海上风电项目全部通过竞争方式确定上网电价。2019 年符合规划、纳入财政补贴年度规模管理的新核准近海风电指导价调整为每千瓦时 0.8 元，2020 年调整为每千瓦时 0.75 元。新核准近海风电项目通过竞争方式确定的上网电价，不得高于上述指导价。新核准潮间带风电项目通过竞争方式确定的上网电价，不得高于项目所在资源区陆上风电指导价。在并网期限上，2018 年底前已核准的海上风电项目，如在 2021 年底前全部机组完成并网的，执行核准时的上网电价；2022 年及以后全部机组完成并网的，执行并网年份的指导价。

海缆产品的市场主要依靠于海上风电行业的发展。根据补贴政策指引，目前公布的电价可以延续到 2021 年底，行业相对景气。由于新的补贴政策以并网时间为节点，导致开发商为了能够按时并网，获得预期的上网电价，加快建设速度，力求缩短工期，导致新一轮抢装潮到来。由于海缆需要根据风场建设及风机安装进度进行排产，整个流程时间需要一年，因此 2020 年是开发商集中招标签约的时间。公司订单量有望在 2020 年进一步攀升。

4. 盈利预测

营收方面，我们对公司产能、成本、毛利水平进行假设，产能假设 2020 年海缆产能如期增加 30%，2021 年 6 月新基地竣工投产；成本端我们假设原材料成本较 2019 年无显著变化；当前海缆行业技术壁垒较高，竞争格局较为未定，预期延续今年的市占率，毛利率短期内能够保持当前水平。

表 8：板块业务营收预期（单位：亿元）

	2019E			2020E			2021E		
板块	营业收入	毛利	净利	营业收入	毛利	净利	营业收入	毛利	净利
陆缆系统	20	2.2	0.4	25	2.75	0.5	26	2.86	0.52
海缆系统	14	5.6	3.68	20	8	5.59	30	12	7.69
海洋工程	0.8	0.24	0.06	2	0.6	0.2	3	0.9	0.26
合计	34.8	8.04	4.14	47	11.35	6.29	59	15.76	8.47

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 9：可比公司估值比较

公司	业务	收盘价（元）	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
东方电缆	陆缆、海缆、海洋工程	10.9	0.63	0.96	1.30	17.21	11.33	8.41
中天科技	光纤、电缆、导线	8.2	0.66	0.78	0.94	12.44	10.56	8.73
亨通光电	光纤光缆、电力电缆	15.93	0.91	1.09	1.34	17.51	14.66	11.93

资料来源：wind、天风证券研究所；中天科技、亨通光电数据来自 wind 一致预期

公司将业务板块有序整合，重点向海上推进，海缆产量提升及海洋脐带缆的交付有效巩固了公司行业龙头地位。预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 34.83、47.04、59.05 亿元，同比增长 15.16%、35.06%和 25.53%；归母净利润为 4.14、6.29、8.47 亿元，同比增长 141.68%、51.91%和 34.61%；对应 EPS 分别为 0.63、0.96、1.3 元，对应 PE 分别为 17.21、11.33、8.41 倍，我们给予“增持”评级。考虑到公司在海缆制造行业的龙头地位及未来业务的高增长性，给予目标价 14.4 元，对应 2020 年 PE 倍数为 15 倍。

5. 风险提示

5.1. 新建产能进度不及预期

公司位于宁波北仑开发区穿山半岛峙南区块的高端海洋能源装备电缆系统项目当前处于建设阶段，建设期为 3 年。若无法按时竣工投产，将导致 2021 年营收不及预期。

5.2. 原材料价格波动

铜、铝是电线电缆行业最重要的原材料，其价格的大幅波动将直接影响线缆企业的利润情况，极端情况下甚至导致企业大幅亏损。

5.3. 政策性风险

国家产业政策的出台以及调整都会对相关行业产生重大影响。目前，与线缆行业相关的产业政策主要有电网建设相关规划、铁路网建设相关规划、轨道交通和先进装备制造及新能源等战略性新兴产业规划、节能减排类规划，另外还包括针对房地产的控制及保障房建设等政策，这些产业的发展将直接影响到对电线电缆的需求。但是，由于政策的制定与实施往往会根据国民经济及行业实际的发展情况进行相应调整，这种调整将使得市场的预期供求发生变化，从而影响电线电缆行业的发展。

5.4. 产品产量不及预期

生产设备故障、产品革新等有可能导致产量不及预期，从而影响收入。

5.5. 未来宏观经济环境下行风险

宏观经济的下行将影响正常的市场需求。

5.6. 运营管理风险

近年来公司业务发展情况良好。随着各投资项目的有效实施，公司资产和经营规模将迅速扩张，产销规模大幅增加，将在资源整合、科研开发、市场开拓等方面对公司管理层提出更高的要求。

5.7. 市场竞争风险

我国电线电缆行业企业数目众多，行业高度分散，市场集中度低。据国家统计局数据，目前我国电线电缆行业内的大小企业达上万家，其中形成规模的有 4000 多家左右。目前，中低压电力电缆技术含量以及对设备投资的要求不高，相关市场竞争极为激烈。此外，国外电线电缆生产厂商直接或通过联营、合资等间接方式进入国内市场，加剧了行业竞争，上述因素均使公司中低压产品面临市场激烈的竞争，公司面临一定程度的市场竞争风险。

5.8. 因海上风电政策变化导致产业投资放缓的风险

2019 年海上风电将采取竞价上网，目前竞价上网的相关政策尚不明确。如果海上风电补贴政策发生重大调整，可能影响国内海上风电发展节奏以及对海缆的需求，行业增速存在不确定性因素。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	833.96	1,169.92	1,779.84	1,787.46	2,766.11
应收票据及应收账款	624.28	888.64	1,433.25	1,702.64	2,233.90
预付账款	71.99	40.34	106.94	108.78	184.13
存货	701.55	544.69	486.23	886.49	822.12
其他	86.62	74.75	37.37	112.41	74.79
流动资产合计	2,318.40	2,718.35	3,843.64	4,597.77	6,081.05
长期股权投资	2.65	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	367.47	477.80	946.53	1,287.74	1,406.09
在建工程	103.82	55.54	45.32	52.26	43.35
无形资产	119.82	122.62	118.73	114.84	110.94
其他	43.94	38.55	39.57	39.76	40.21
非流动资产合计	637.70	694.51	1,150.14	1,494.59	1,600.60
资产总计	2,956.10	3,412.86	4,993.78	6,092.36	7,681.66
短期借款	979.40	998.00	650.00	1,069.38	450.00
应付票据及应付账款	282.79	348.64	1,860.50	1,081.07	2,580.25
其他	84.32	290.58	134.63	417.56	271.53
流动负债合计	1,346.51	1,637.22	2,645.13	2,568.01	3,301.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	28.53	41.51	47.80	52.58	57.84
非流动负债合计	28.53	41.51	47.80	52.58	57.84
负债合计	1,375.04	1,678.72	2,692.93	2,620.59	3,359.62
少数股东权益	0.00	4.00	5.46	7.67	10.64
股本	372.71	503.16	654.10	654.10	654.10
资本公积	751.64	621.19	621.19	1,160.48	1,160.48
留存收益	1,208.35	1,226.98	1,641.30	2,810.01	3,657.29
其他	(751.64)	(621.19)	(621.19)	(1,160.48)	(1,160.48)
股东权益合计	1,581.06	1,734.13	2,300.86	3,471.77	4,322.03
负债和股东权益总	2,956.10	3,412.86	4,993.78	6,092.36	7,681.66

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	50.19	171.43	414.33	629.42	847.28
折旧摊销	39.67	55.73	115.38	175.75	214.44
财务费用	35.92	40.51	58.55	59.86	49.39
投资损失	0.30	(6.90)	(4.83)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(869.98)	337.56	845.99	(1,238.46)	853.30
其它	61.87	(102.00)	1.28	2.24	3.02
经营活动现金流	(682.02)	496.34	1,430.69	(376.20)	1,962.43
资本支出	120.42	102.71	563.71	515.22	314.74
长期投资	(0.30)	(2.65)	0.00	0.00	0.00
其他	(267.77)	(252.89)	(1,128.88)	(1,030.22)	(629.74)
投资活动现金流	(147.65)	(152.82)	(565.17)	(515.00)	(315.00)
债权融资	979.40	998.00	650.00	1,069.38	450.00
股权融资	658.08	(35.48)	92.39	479.43	(49.39)
其他	(462.53)	(1,003.49)	(998.00)	(650.00)	(1,069.38)
筹资活动现金流	1,174.95	(40.97)	(255.61)	898.81	(668.77)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	345.28	302.54	609.92	7.61	978.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,061.97	3,024.22	3,482.84	4,703.83	5,904.81
营业成本	1,795.06	2,523.80	2,650.96	3,529.88	4,393.58
营业税金及附加	9.81	10.68	13.93	18.82	23.62
营业费用	73.61	108.70	111.45	150.52	188.95
管理费用	37.35	47.62	69.66	94.08	118.10
研发费用	65.74	100.51	104.49	141.11	177.14
财务费用	33.09	35.48	58.55	59.86	49.39
资产减值损失	7.97	13.56	12.20	7.00	7.00
公允价值变动收益	0.00	(0.26)	(0.18)	0.03	0.04
投资净收益	(0.30)	6.90	4.83	5.00	5.00
其他	(16.08)	(20.42)	(9.30)	(10.06)	(10.08)
营业利润	55.72	197.67	466.26	707.60	952.07
营业外收入	0.03	0.05	0.03	0.03	0.04
营业外支出	0.19	1.57	1.73	1.90	2.09
利润总额	55.56	196.15	464.56	705.73	950.01
所得税	5.36	24.72	48.78	74.10	99.75
净利润	50.19	171.43	415.78	631.63	850.26
少数股东损益	0.00	0.00	1.46	2.21	2.98
归属于母公司净利润	50.19	171.43	414.33	629.42	847.28
每股收益（元）	0.08	0.26	0.63	0.96	1.30

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	18.40%	46.67%	15.16%	35.06%	25.53%
营业利润	46.61%	254.78%	135.88%	51.76%	34.55%
归属于母公司净利润	-3.20%	241.55%	141.68%	51.91%	34.61%
获利能力					
毛利率	12.94%	16.55%	23.89%	24.96%	25.59%
净利率	2.43%	5.67%	11.90%	13.38%	14.35%
ROE	3.17%	9.91%	18.05%	18.17%	19.65%
ROIC	11.35%	12.10%	30.81%	60.66%	33.01%
偿债能力					
资产负债率	46.52%	49.19%	53.93%	43.01%	43.74%
净负债率	9.20%	-9.91%	-49.11%	-20.68%	-53.59%
流动比率	1.72	1.66	1.45	1.79	1.84
速动比率	1.20	1.33	1.27	1.45	1.59
营运能力					
应收账款周转率	3.59	4.00	3.00	3.00	3.00
存货周转率	3.77	4.85	6.76	6.85	6.91
总资产周转率	0.82	0.95	0.83	0.85	0.86
每股指标（元）					
每股收益	0.08	0.26	0.63	0.96	1.30
每股经营现金流	-1.04	0.76	2.19	-0.58	3.00
每股净资产	2.42	2.65	3.51	5.30	6.59
估值比率					
市盈率	142.04	41.59	17.21	11.33	8.41
市净率	4.51	4.12	3.11	2.06	1.65
EV/EBITDA	24.97	11.28	9.32	6.76	3.94
EV/EBIT	32.05	13.13	11.37	8.31	4.78

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com