

东方电缆 VS 中天海缆

2021 年 9 月跟踪，海底电缆产业深度梳理

今天，我们对海底电缆产业链的近况做一些跟踪，海底电缆，属于风电产业链。

东方电缆——2021 年半年报，实现营业收入 33.87 亿元，同比增长 59.57%，归母净利润 6.37 亿元，同比增长 74.43%，海缆业务快速发展，推动业绩高增长。

中天海缆——2021 年 8 月 30 日科创板 IPO 终止，无中报业绩，根据母公司中天科技中报，2021 年上半年，实现收入 39.4 亿元，同比增长 37.8%。

从机构对行业的增长预期来看：

东方电缆——2021-2023 年，wind 机构一致预测收入规模为 71.7 亿元、82.6 亿元、94.82 亿元，同比增速分别为 41.92%、15.19%、14.81%；归母净利润分别为 13.75 亿元、14.47 亿元、16.55 亿元，同比增速分别为 54.93%、5.3%、14.34%。

中天海缆——无。

海缆按功能主要分为三类：海底光缆、海底电缆、海底光电复合缆。其中，海底光缆主要受全球流量增长驱动；海底电缆和海底光电复合缆的驱动力主要为海洋风电、跨国电网互联、海洋油气开发以及偏远海岛输电的需求量，应用在海上风电的海缆目前主要是海底光电复合缆，具有电力传输和光纤信息传输的双重功能。

我们重点看用于海上风电的海底电缆，它是海上风电与陆上风电的主要差别赛道，约占海上风电投资的 8%-10%。



图：产业链图谱

来源：塔坚研究

产业链参与者有：

1) 上游——原材料，主要包括铜杆（电解铜）、铝杆、合金铅锭、铝带、钢丝等金属材料，以及绝缘料、护套料、半导体屏蔽料等化工原料材料，直接材料占营业成本的比重均在 90%以上。其中，铜杆（电解铜）、铝杆占比较高，对成本影响较大。

铜、铝属于大宗商品，且具有一定的投资属性，受市场供需、投资者情绪等因素的影响，价格波动风险较大，一般采取套期保值等方式对冲风险。（对铜、铝、锌产业链，我们在**产业链报告库**中，有过详细研究，此处不详述）

2) 中游——为海缆供应商，由于海底的环境复杂且海水具有强腐蚀性，海缆相较于陆上电缆技术更复杂，生产流程相比陆上高压电缆的生产多了约 50%的工艺流程，参与者较少。

全球来看，主要参与者包括普睿司曼（意大利）、耐克森（法国）、安凯特（丹麦）、古河电工和住友电气（日本）；国内海上风电的海缆已基本实现国产替代，主要包括东方电缆、中天科技、亨通光电、汉缆股份等。

3) 下游——主要客户，为国家电网、南方电网下属各省（自治区、直辖市）电网公司（含电力三产公司）及海上风电投资建设企业，代表公司有中广核、三峡新能源、大唐能源、中国电建等。

此外，海上风电的施工还涉及安装船、起重工程船等，建造单位有振华重工、中远海运重工。

看到这里，有几个值得思考的问题：

- 1) 行业近期的业绩变化有什么异同点，是怎样的经营逻辑？
- 2) 从关键经营数据看，各家的竞争力如何？

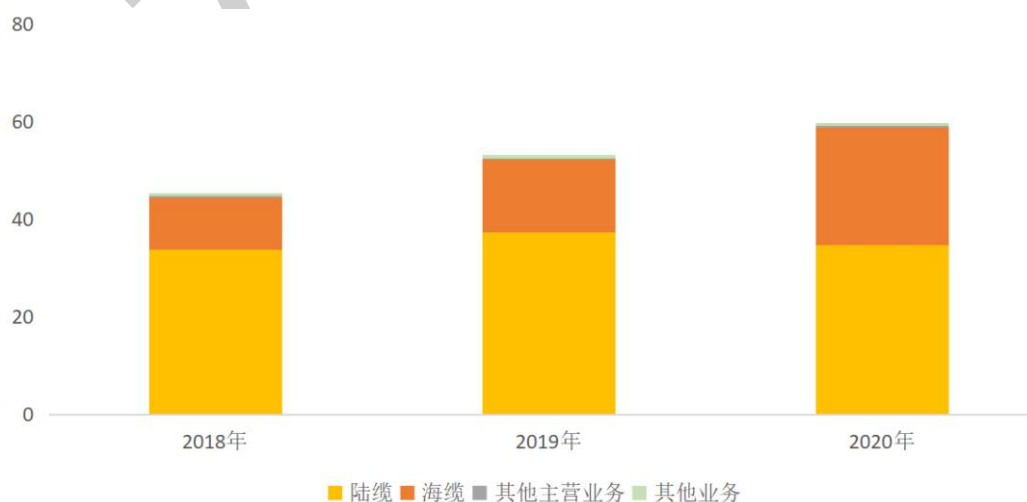
(壹)

首先，我们先从收入体量和业务结构对两家公司，有一个大致了解。

以 2020 年整体收入为例，中天海缆（59.7 亿元）> 东方电缆（50.5 亿元），其中，海缆业务收入上，中天海缆（24 亿元）> 东方电缆（21.79 亿元），两家海缆市场份额在 30% 左右。

从收入构成看：

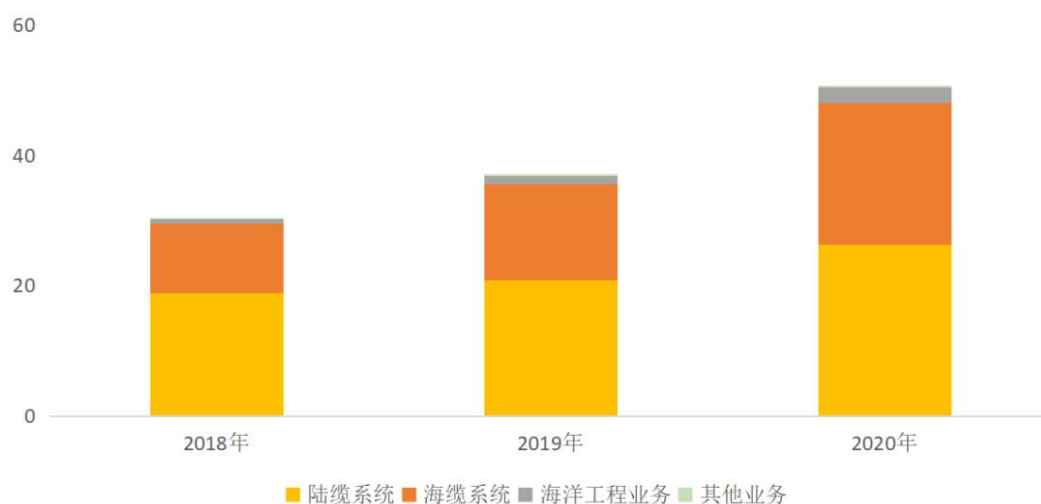
中天海缆——2020 年，陆缆收入占比 58%，海缆收入占比 40%，其他业务占比 2%。



图：收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

东方电缆——2020 年，陆缆业务占比 52%（同比下降 4pct），海缆系统占比 43%（+3pct），海洋工程收入占比 5%，几乎全部为国内业务。



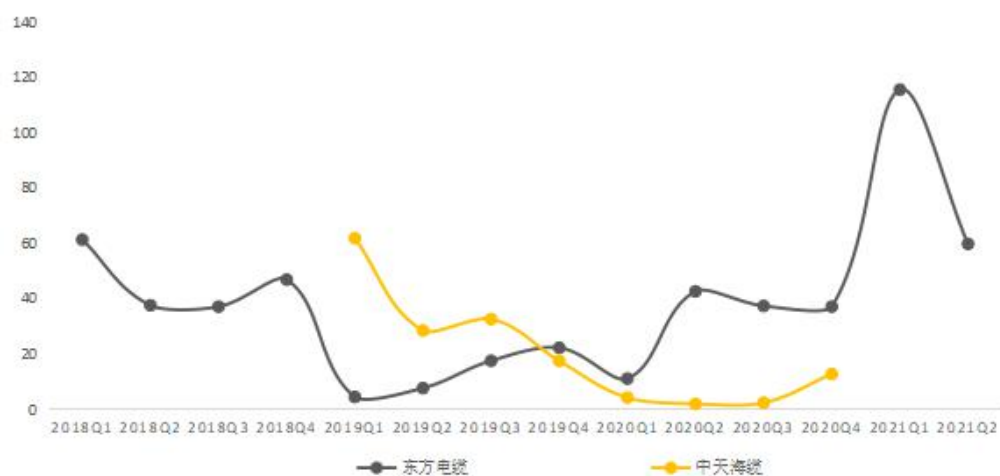
图：收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

(贰)

接下来，我们将近期季度的收入和利润增长情况放在一起，来感知增长趋势：

1) 收入增长



图：收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

从收入增速看，东方电缆>中天海缆，其中：

东方电缆——2018 年，实现营收 30.2 亿元，同比增长 46.7%，收入增量来自海缆业务，海缆营收占比从 2017 年的 5.76% 上升到 2018 年的 35.47%，得益于 2017 年中标的 13.18 亿元海缆订单，在 2018 年落地交付。

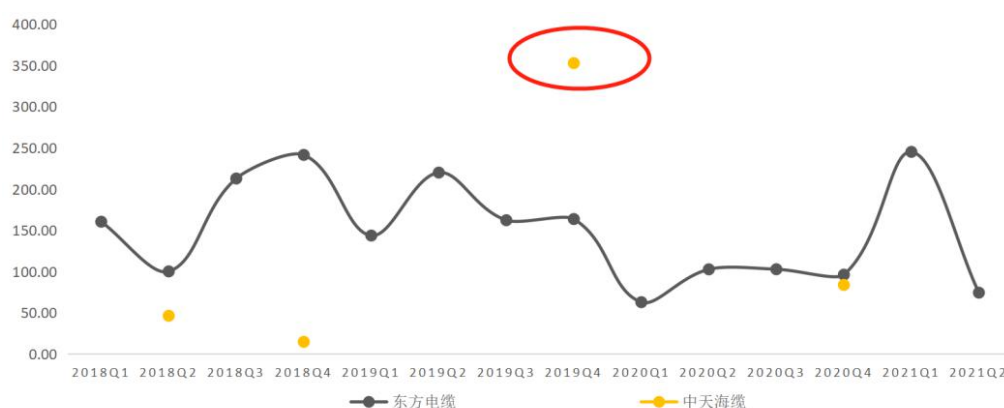
2020 年，其收入同比增长 36.9%，得益于海上风电抢装，以及过往在手订单执行，海缆业务、以及海洋工程收入拉动收入增长。

中天海缆——2020 年，其收入增速低于东方电缆，主要是陆缆业务下滑拖累，2020 年上半年，国内陆缆行业下游输电网建设项目建设进度，

受卫生事件影响相应延后，单看海缆业务同比增长 61.5%。

因此，海缆业务的增长，主要与在手订单有关。

2) 归母净利润增长



图：归母净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

对比来看，利润增速上，东方电缆>中天海缆，其中：

东方电缆——海缆系统及海洋工程毛利率较高，以及高附加值的海缆业务收入占比提高，带动公司毛利率提升。

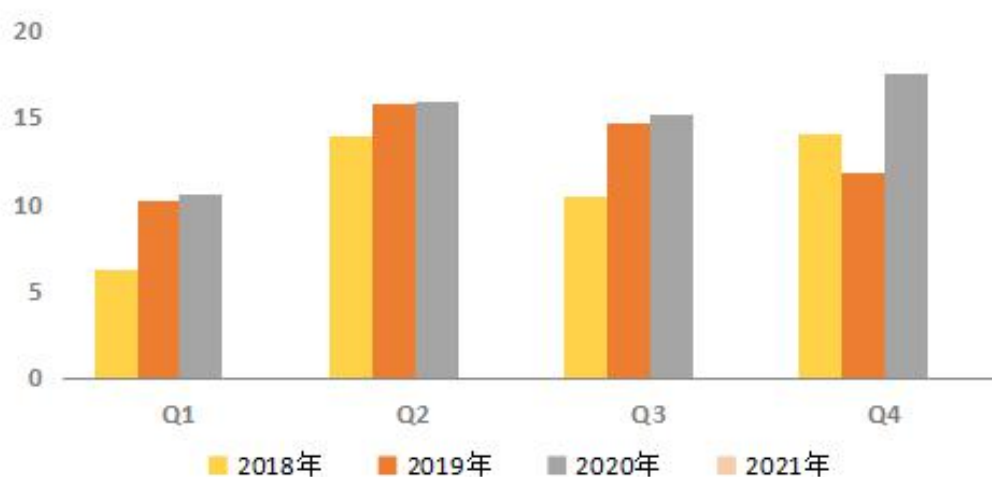
2019 年，实现归母净利润 4.52 亿元，同比增长 163.74%，其中海缆系统毛利率水平同比增加 14.97 个百分点；2020 年，归母净利润增速达到 96%，其中海缆业务受益于海上风电抢装，实现量价齐升，毛利率达 53.7%（+8.9pct）。

中天海缆——2019 年，归母净利润增长增速超过 350%，得益于海缆业务毛利率提升 16 个百分点，一是 2018 年海缆业务在前期拓展阶段，定价较低，随着国内海上风电的发展，以及合格供应商较少，其议价能力明显提升；二是海缆内部结构优化，毛利率更高的 220kV 及以上电压等级的交流海缆及直流海缆的占比提升。

(叁)

对增长态势有感知后，我们接着再将两家公司的收入和利润情况拆开，看近期财报数据。

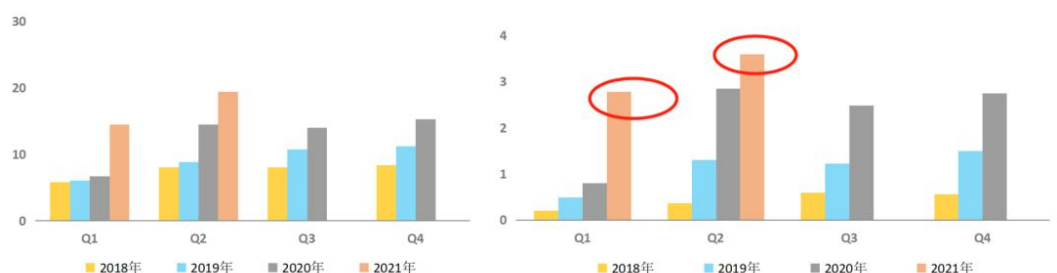
1) **中天海缆**——根据母公司中天科技中报，2021 年上半年，中天科技海缆公司实现收入 39.4 亿元，同比增长 37.8%。



图：单季度收入（单位：亿元）

来源：塔坚研究

2) 东方电缆——2021H1，实现收入 33.87 亿元，同比增长 74%；归母净利润 6.37 亿元，同比增长 95%，上半年海缆业务、陆缆业务和工程服务三大业务均实现迅速增长，受益海上风电抢装、海缆业务占比提升，盈利水平提高。

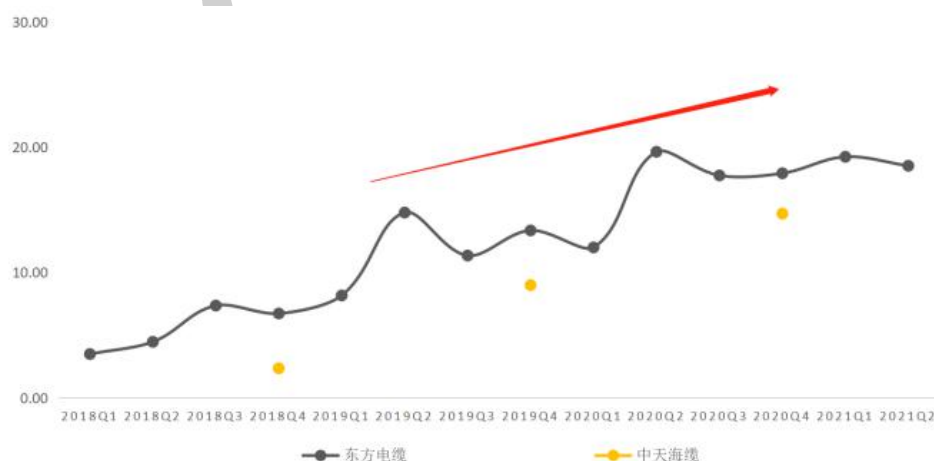


图：单季度收入（左）、归母净利润（右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

(肆)

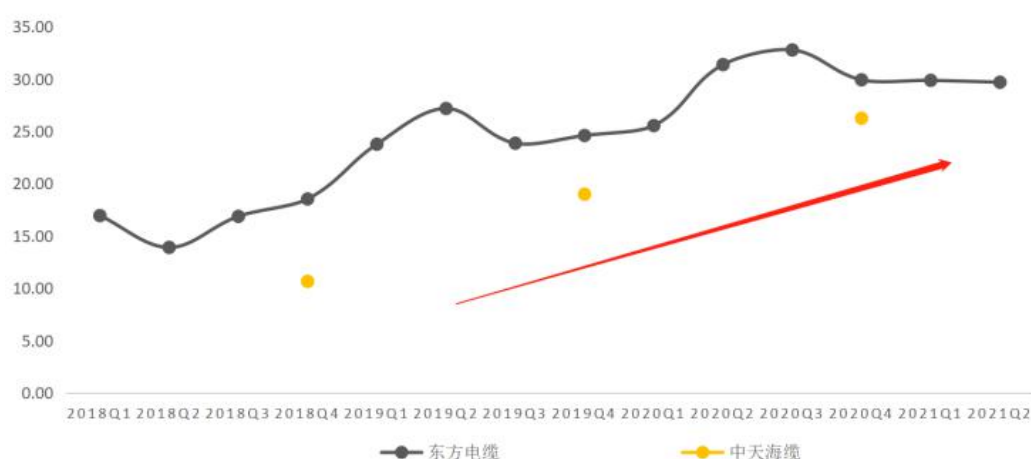
近三年来看，两家公司净利率均呈上升趋势，但东方电缆净利率更高，主要是其毛利率较高。



图：净利率（单位：%）

来源：塔坚研究

先看毛利率——



图：毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究

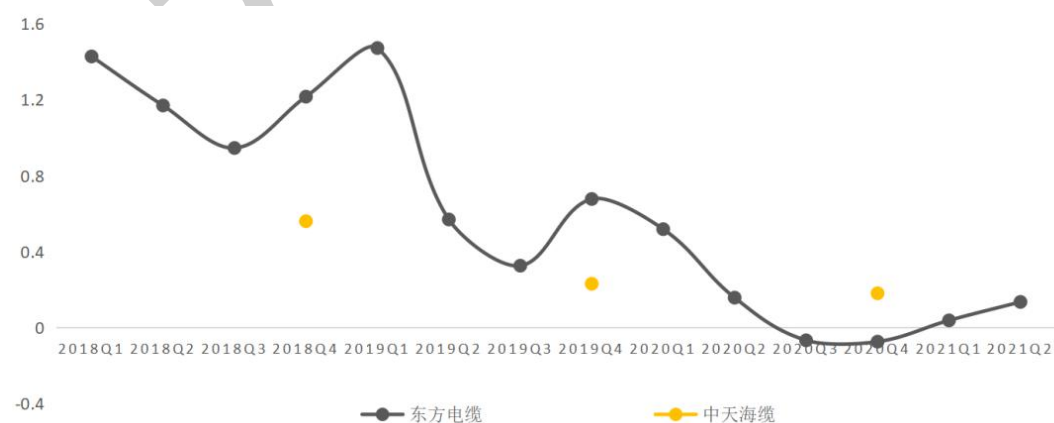
海缆成本以直接材料为主，占比 85%左右，具有明显的“料重工轻”特征，原材料主要包括铜、合金铅、绝缘料、钢材等，其中铜占采购总额的比重在 60%以上。

东方电缆的毛利率更高，主要是其毛利率较高的海缆、海洋工程业务占比更高，此外，海缆业务因产品技术要求高，行业竞争企业少，叠加下游海上风电装机量快速增长，使得海缆产品供不应求，该业务毛利率呈提升趋势。

在原材料价格高企背景下，两家公司均运用套期保值锁定铜、铝等价格，尽可能降低原材料价格波动带来的影响。2021H1，东方电缆毛利率为 29.77%，同比+0.24pct，净利率为 18.81%，同比+1.60pct。



再看期间费用率——

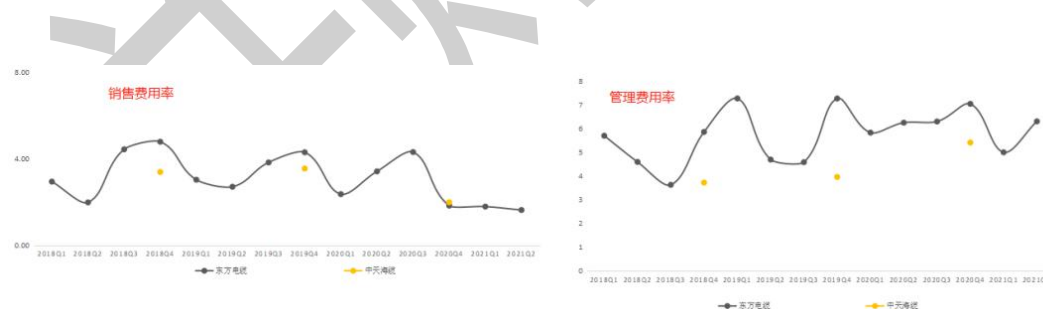


来源：塔坚研究

两家公司的财务费用主要是融资利息支出，随着银行借款减少，财务费用率均有所下降，2021H1，东方电缆财务费用率环比有所回升，主要是其 2020 年 9 月发行 6 年期 8 亿元可转换债券，募集资金计划用于高端海洋能源装备系统应用示范项目和补充流动资金。

销售费用率方面，两家差异不大，波动主要与收入季节性变化有关，一般一季度受春节假期等因素影响，发货金额较少。2021H1，东方电缆销售费用率为 1.7%（-1.39pct），主要是会计准则变动影响。

中天海缆的管理费用率比较低，主要是其办公用途的房屋建筑物面积及账面价值较小，管理费用中折旧费金额相对较少。



图：销售费用率 VS 管理费用率（单位：%）

来源：塔坚研究

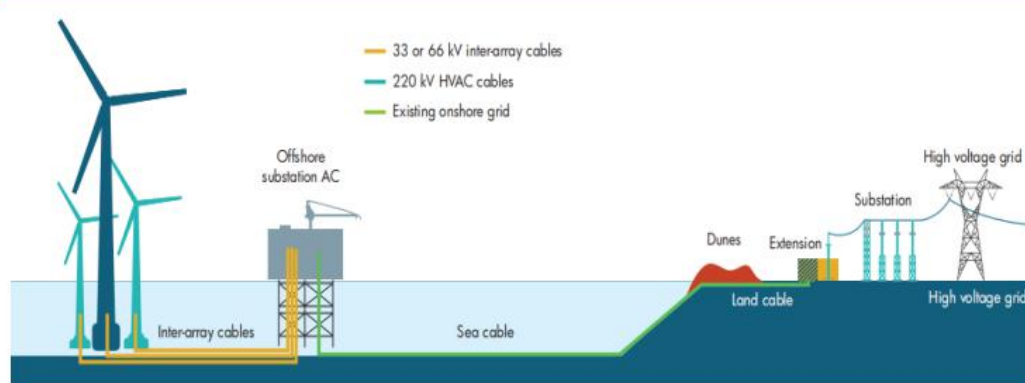
以上，基本数据情况分析清楚后，我们来看各家的增长驱动力和关键经营数据。

(伍)

海上风电项目用电缆，包括阵列电缆、送出海底电缆两部分：

- (1) 阵列电缆一般为 35kV 海底电缆，连接风力发电机与海上变电站；
- (2) 送出海底电缆，根据项目距海岸距离远近、接入电网的要求，可选择 110kV 或 220kV 海底电缆与陆上变电站相连；此外距海岸 100km 以上的远海项目，采用柔性直流并网方式。

图 1：海上风电工作原理



数据来源：GWEC，财通证券研究所

海底电缆是海上风电项目开发重要环节，约占海上风电投资的 8%-10%。

其市场需求，主要取决于海上风电新增装机容量。

用公式表示为：

海底电缆需求规模=海上风电新增装机量*单位 GW 海缆单位投资额

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可

不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注

来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未详细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。