

中天科技(600522)

深度报告

公司研究—通信设备行业

证券研究报告

低估的海缆龙头，光伏/储能驱动成长

——中天科技深度报告

✎ 分析师：张建民

执业证书编号：S1230518060001

✎ 分析师：汪洁

执业证书编号：S1230519120002

报告导读

公司是国内海缆龙头企业，海上风电平价进程超预期驱动海缆业务预期乐观，新能源业务布局光伏、储能全产业链，有望成为新增长引擎。

投资要点

□ 海洋和新能源是未来重点

市场认知停留在公司是光缆头部厂商，事实上公司海洋板块利润贡献已超50%。双碳机遇，公司明确以新能源为突破、海洋经济为龙头、智能电网为支撑、5G通信为基础、新材料为生长点的产业布局，海洋和新能源是未来发展重点。

□ 海上风电平价进度超预期，海缆预期持续乐观

10月，中广核象山涂茨和华润电力苍南1#海风风机采购招标价格下降幅度大超市场预期，海上风电有望提前进入平价时代。GWEC预计未来十年全球新增海上风电装机235GW，到2050年累计需求将达2000GW，平价进程超预期有望进一步加快海风建设。公司是国内海缆龙头，具备海缆、勘探、风机吊装于一体的海洋系统工程全产业链能力，未来海洋板块持续乐观。

□ 新能源领域布局被低估，业绩增速有望超预期

公司布局新能源领域已久，由于业务规模占比较小，公司新能源业务被市场忽视，而事实上公司已具备完整光伏电站、储能产业链及服务体系，光伏拿下如东沿海滩涂约300万千瓦光伏资源开发权增厚未来业绩并有望进一步扩大规模；储能以大型储能系统技术为核心发力电网/用户/电源侧储能应用，积极扩产规划形成年产5GWh储能系统生产能力；新能源业务成长性有望超预期。

□ 盈利预测及估值

海上风电平价进度超预期有望带动海洋板块持续增长，光纤光缆量价齐升带动光通信板块盈利能力恢复，新能源布局光伏储能双赛道成长性有望超预期。

预计公司2021-2023年归母净利润3.02亿元、36.33亿元、43.97亿元；对应PE为162.9倍、13.5倍、11.2倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

可能的催化剂：海上风电装机量超预期。新能源业务进展超预期。

风险提示：1) 高通业务风险影响超预期；2) 海缆毛利率下降幅度超预期；3) 光纤光缆后续发展不及预期；4) 原材料价格上涨幅度超预期等。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	44066	40329	40970	45021
(+/-)	13.66%	-8.48%	1.59%	9.89%
净利润	2275	302	3633	4397
(+/-)	2.28%	-86.73%	1103.37%	21.02%
每股收益(元)	0.74	0.10	1.18	1.43
P/E	21.62	162.89	13.54	11.19

评级

增持

上次评级

首次评级

当前价格

¥16.04

单季度业绩

元/股

3Q/2021

0.07

2Q/2021

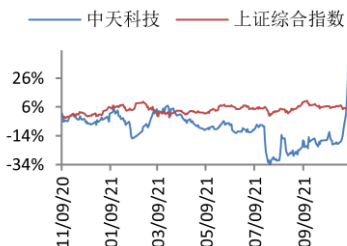
-0.07

1Q/2021

0.18

4Q/2020

0.24



公司简介

中天科技起步于1992年，以信息通信起家，当前形成信息通信、智能电网、新能源、海洋系统、新材料、智能装备等多元产业格局。

报告撰写人：张建民

联系人：汪洁

正文目录

1. 公司概况.....	4
1.1. 双碳赛道主力军.....	4
1.2. 风险已有效隔断.....	5
2. 海洋：海风平价进度超预期.....	6
3. 新能源：光伏储能空间广阔.....	9
4. 光通信：行业回到健康盈利.....	13
5. 投资建议与盈利预测.....	15
5.1. 盈利预测.....	15
5.2. 估值分析.....	17
5.3. 投资建议.....	18
6. 风险提示.....	19

图表目录

图 1：公司多元产业布局.....	4
图 2：中天科技收入及增速.....	4
图 3：中天科技归母净利润及增速.....	4
图 4：中天科技细分业务收入情况.....	5
图 5：中天科技细分业务收入占比.....	5
图 6：中天科技海洋系统工程全产业链布局.....	6
图 7：海上风电成本构成.....	7
图 8：公司海洋系列板块收入情况.....	7
图 9：公司海洋系列板块毛利率情况.....	7
图 10：全球海上风电装机情况.....	8
图 11：上市公司海洋板块收入对比，亿元.....	9
图 12：公司光伏产业链业务布局.....	9
图 13：公司储能产业链业务布局.....	9
图 14：我国新增光伏装机量规模预测.....	10
图 15：中国储能市场累计装机规模.....	10
图 16：中国电化学储能市场累计装机规模.....	10
图 17：公司光伏解决方案.....	11
图 18：我国磷酸铁锂材料出货量.....	12
图 19：2019 年中国内资企业高性能电子电路铜箔产量及占比.....	12
图 20：中国移动普通光缆招标价格情况.....	13
图 21：我国光缆产量.....	14
图 22：公司光通信板块收入情况.....	14
图 23：公司光通信板块毛利率情况.....	14
图 24：中天科技 PE TTM 情况.....	18

图 25: 新能源指数 PE 情况	18
表 1: 公司高端通信业务情况	6
表 2: 各地海上风电相关规划	8
表 3: 公司储能领域相关进展	11
表 4: 公司锂电池产品实力在运营商、中国铁塔集采招标中得到充分认证	12
表 5: 国内光纤光缆企业光棒产能情况(吨)	14
表 6: 公司细分业务盈利预测	17
表 7: 可比公司估值情况	18
表附录: 三大报表预测值	20

1. 公司概况

1.1. 双碳赛道主力军

中天科技成立于1992年，以信息通信业务起家，1999年、2000年、2011年分别进入海洋领域、电网传输领域、新能源领域。多年脚踏实地的耕耘，公司在通信、电力、海洋装备三大领域均发展成为国内头部企业，新能源板块形成光伏、储能全产业链布局。

碳中和碳达峰大趋势下，公司全力争当“双碳”超长赛道主力军，进一步明确以新能源为突破、海洋经济为龙头、智能电网为支撑、5G通信为基础、新材料为生长点的产业布局，未来有望实现长足发展。

图 1：公司多元产业布局

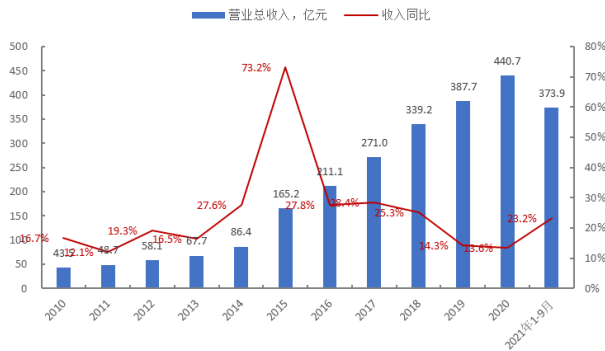


资料来源：通信产业网，浙商证券研究所

此前在电力、通信、海缆轮番驱动下，公司业务规模持续保持快速发展，2020年公司收入达到440.7亿元，归母净利率达到22.7亿元。

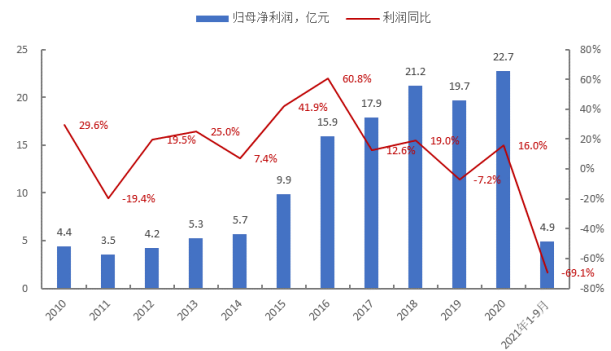
2021年前三季度，公司实现收入373.93亿元，同比增长23.16%，进一步快速增长，实现归母净利润4.88亿元，同比下降69.1%，主要系公司对高通业务计提存货减值及坏账准备所致（前三季度合计计提相关减值损失20.84亿元），三季度单季公司实现收入130.17亿元，同比增长37.55%，若扣除高通业务相关减值损失影响，公司单季的财务表现创历史新高。

图 2：中天科技收入及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：中天科技归母净利润及增速



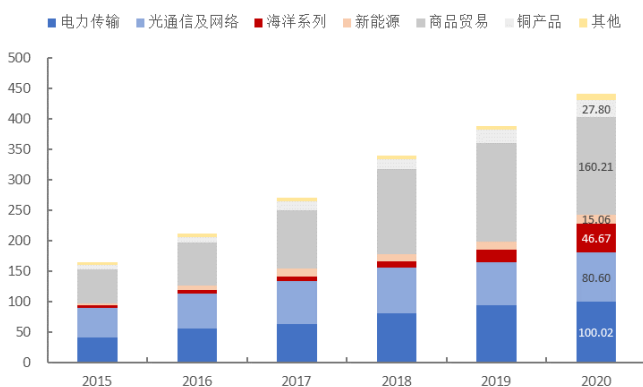
资料来源：Wind，浙商证券研究所

细分业务板块来看，2020 年公司总收入 440.7 亿元，其中光通信及网络、海洋系列、电力传输、新能源材料分别实现收入 80.60 亿元、46.67 亿元、100.02 亿元、15.06 亿元，分别占比 22.7%、18.3%、10.6%、3.4%。

2015 年-2017 年光纤光缆行业受到光纤到户建设驱动整体带动公司业绩快速增长，而 2019 年来海洋板块成为新增长驱动，2020 年海缆、海工子公司分别贡献利润 9.03 亿、4.32 亿，2021 年上半年进一步提升分别贡献利润 5.37 亿、3.68 亿。

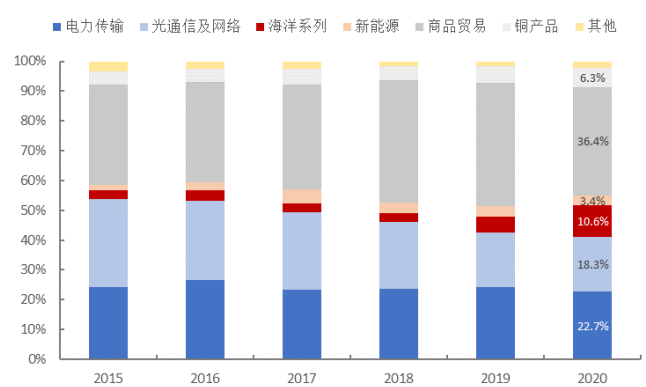
未来，海洋板块海风电平价进度超预期有望带动海洋板块持续增长，光纤光缆量价齐升带动光通信板块盈利能力恢复，新能源板块布局光伏、储能两大赛道，双碳趋势下成长预期乐观，核心业务板块全向驱动发展。

图 4：中天科技细分业务收入情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：中天科技细分业务收入占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2. 风险已有效隔断

7 月，公司公告提示公司及下属经营高端通信业务的控股子公司南通江东电科通信有限公司存在部分高端通信业务相关合同执行异常，相关风险敞口合计 37.55 亿元。10 月，公司公告，基于谨慎性原则，对合并报表范围内的资产进行了全面清查，截至三季度末，2021 年度对高端通信业务相关资产计提减值损失 20.84 亿元。

从该事项发生以来，公司积极披露、沟通、应对，三季度整个季度的跟踪来看，目前该事项的风险没有蔓延到公司其他业务。

近期，公司在中国移动光缆、5G 天线，南方电网电力传输产品等项目中标份额居前；通过邓白氏国际资信认证；获评江苏省工信部“2021 年度省工业互联网发展示范企业（标杆工厂类）”；江苏省科技发展战略研究院、科技情报研究所“2021 江苏省百强创新型科技企业”榜单第四；国家发改委专题专栏发表中天科技评论文章，点评公司发挥自身优势，找准突破方向，探索两业融合新模式。

而经营业绩层面，三季度单季公司归母净利润 2.43 亿元，去年同期为 5.03 亿元，而三季度公司合计计提各项资产减值准备 11.26 亿元（其中高通业务相关 10.62 亿元），扣除所得税因素后，相应减少单季合并报表净利润 9.57 亿元，减少归母净利润 8.54 亿元（其中按照权益比例计算影响数 5.15 亿元，因高端通信业务财务资助为南通江东电科通信有限公司少数股东承担亏损影响数 3.39 亿元），剔除高通业务资产减值影响，公司三季度单季归母净利润同比大幅增长。

未来公司风险资产预计将继续与现有主营业务保持有效分割，随着公司风险敞口减值计提的逐渐完成，明年公司有望实现轻装上阵。

表 1：公司高端通信业务情况

	风险敞口		已经计提减值，亿元	
	亿元	2021年1-6月	2021年7-9月	1-9月合计
航天神禾科技应收款	5.12	0.42		0.42
预付浙江鑫网能源原材料采购款	21.35	9.80		9.80
高通业务合并口径剩余未交付存货货值	11.07		10.62	10.62
合计	37.55	10.22	10.62	20.84

资料来源：浙商证券研究所

2. 海洋：海风平价进度超预期

公司海洋板块主要包括海底电缆、海底光缆及接驳盒、海洋工程等，目前公司已经完成海缆、勘探、风机吊装于一体的海洋系统工程全产业链布局。

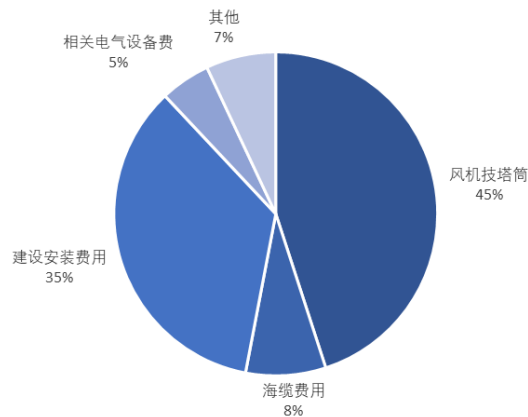
图 6：中天科技海洋系统工程全产业链布局



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

参考北极星电力网数据，海上风电项目在硬件方面主要由风电机组、风塔及基桩、海缆三部分组成，投资主要由风机及塔筒、相关电气设备（升压、换流）、建设安装费用、海缆费用（站内海缆+送出海缆）、其他费用（海地使用费、利息等）构成，占比分别约为45%、5%、35%、8%、7%，海缆产品提供商向海洋工程 EPC 厂商角色的升级大幅带动规模体量的发展。

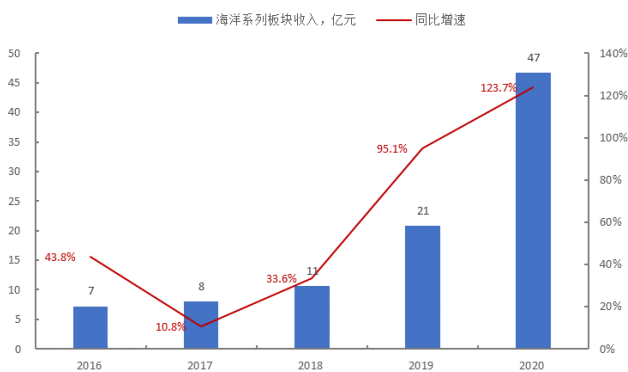
图 7：海上风电成本构成



资料来源：北极星电力网，浙商证券研究所

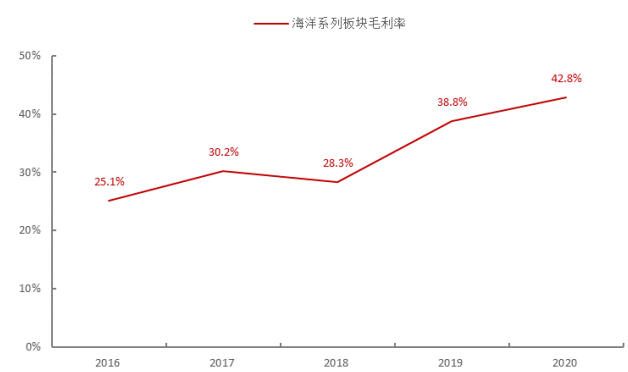
2019-2021 年海上风电抢装潮带动，公司海底电缆与海洋工程业务迎来爆发，在收入规模和利润体量上均实现高速增长，迅速成为当前利润贡献最大的板块。

图 8：公司海洋系列板块收入情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：公司海洋系列板块毛利率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

我国海上风能资源相对丰富，相较陆上风电，海上风电具备风力更加平稳、风机利用功率更高、单机装机容量更大、距离用电负荷近等优势，碳中和碳达峰趋势下，若能实现平价，海上风电建设预期将乐观。

此前考虑到国补退出以及海上风电度电成本较高等因素，市场担心 2022 年-2023 年海上风电装机量明显大幅下滑。10 月以来，行业出现积极信号，新开标的两个项目风机价格降幅大超预期，带动海上风电平价预期大幅提前。

10 月 11 日，中广核象山涂茨和华润电力苍南 1#的海风风机采购项目分别开标，其中中广核象山开标均价 4443 元/kW，华润苍南开标均价 4562 元/kW，最低报价为 4061 元/kW。考虑到去年 5 月时华润的苍南 1#风电机组中标价为 7264 元/kW，此次招标价格降幅高达 40%-50%，大幅超市场预期。

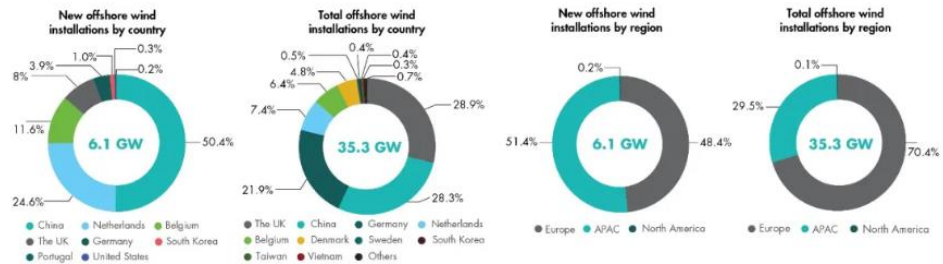
参考浙商证券机械团队《海上风电成本下降和技术进步超预期，有望提前进入平价时代》的测算，上述两个项目的整体造价预计下降至 13000 元/kW 以下，如果按照浙江省平价 0.458 元/kwh 测算，则项目内部收益率 (IRR) 可达 8%，高于某些运营商的审批项目的底线，预计海上风电有望提前进入平价时代。

全球风能理事会 (GWEC) 9 月发布的《2021 全球海上风电报告》中指出，2020 年

全球海上风电新增装机 6.1 GW，比 2019 年的 6.24 GW 略有降低，预计 2021 年将是全球海上风电装机创纪录的一年。中国在 2020 年实现了 3GW 以上的海上风电新增并网，新增装机占比 49%，连续第三年成为全球最大的海上风电市场，累计装机容量达到 10GW。

GWEC 预计在现有风电政策的情况下，未来十年全球将新增海上风电装机 235GW，这一增量相当于现有海上风电装机的 7 倍，预测值较去年预测上调了 15%。GWEC 强调，如果希望把地球温度上升控制在 1.5℃ 以内，全球海上风电装机需要在 2050 年达到 2000 GW，而现在的装机量还不到这一目标的 2%，2030 年的预测装机量也只是这一目标的 13%。

图 10：全球海上风电装机情况



资料来源：GWEC，浙商证券研究所

我国广东、江苏、山东、浙江等多地出台相关海风建设规划，规模预期可观，随着海风平价进程的超预期，国内海上风电建设规模有望进一步提升。

表 2：各地海上风电相关规划

省份	文件	具体内容
浙江	《浙江省电力发展“十四五”规划（征求意见稿）》	十四五期间打造 3 个以上百万千瓦级海上风电基地，新增海上风电装机 455 万千瓦以上
山东	《山东省能源发展“十四五”规划（征求意见稿）》	到 2025 年山东省风电装机达到 2500 万千瓦，重点打造千万千瓦级海上风电基地
广东	《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》	到 2021 年底广东省海上风电累计投产装机容量达到 400 万千瓦，到 2025 年底力争达到 1800 万千瓦
江苏	《江苏省“十四五”可再生能源发展专项规划（征求意见稿）》	到 2025 年底全省海上风电装机并网规模达到 1400 万千瓦，力争突破 1500 万千瓦
福建	漳州市政府签订 12 份清洁能源合作协议	开发 5000 万千瓦海上风电，打造东南沿海最大的清洁能源基地

资料来源：北极星电力网，浙商证券研究所

海上风电项目的建设将直接带动公司海洋板块业绩。

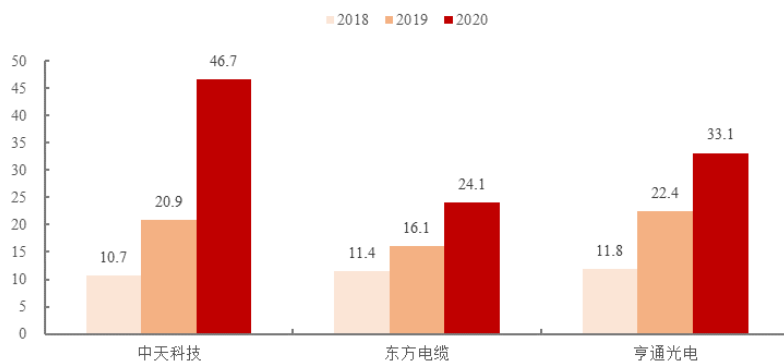
目前国内海底电缆领域主要的竞争厂商包括中天科技、东方电缆、亨通光电、青岛汉缆、安通光电、长飞宝胜等少数几家，其中中天科技、东方电缆布局更早，在产品实力和收入规模体量上优势明显，公司更是在产能和收入规模上行业领跑。

公司通过技术创新、技改提速、扩产增效等手段进一步不断提升竞争力，完成了国内线路最长的三芯 220kV 海底电缆（线路长度 96.5 公里）-国家电投如东 H4、H7 海上风电项目、国际最高电压等级 ±400kV 交联聚乙烯绝缘直流海底电缆-江苏如东海上风电项目、国内最大截面三芯 220kV 海底电缆（3 × 1000mm²）-三峡大丰 H8-2 海上风电项目、国内首个并长度最长的集束海底电缆-渤中 26-3 油田扩建项目等示范工程。

此外公司积极布局海外市场，上半年在加拿大、越南、菲律宾、印尼、卡塔尔等国家斩获 17 个订单总计约 1.3 亿美元，其中，菲律宾 230kV 总包项目为公司在国外第一个 230kV 的总包业绩，体现出国外电力业主对于公司的高度认可；卡塔尔油气的中压海底光电复合缆项目，总长度超过 230km，是迄今为止公司签约的海外油气行业最大海缆的供货类项目，进一步巩固了公司作为国际油气行业主流海缆供应商的地位。

今年 8 月，公司投建的南海海缆工厂中压海缆顺利投产，标志着南海海缆年产 1500 公里 66kV 及以下中压海缆产能规模的形成，预计可满足 2GW 海上风电的场内集电，明年 8 月，南海海缆高压、超高压海缆系列产品将计划投产，南海海缆的顺利投产将进一步大幅提升公司海缆产能，进一步提升公司竞争实力，看好双碳趋势下，公司海缆业务板块的持续增长态势。

图 11：上市公司海洋板块收入对比，亿元



备注：东方电缆统计中包括海缆+海工，亨通光电统计中包括华为海洋业务（海光缆）

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 新能源：光伏储能空间广阔

公司在新能源领域的布局此前并没有得到市场重视。而事实上公司已经在新能源领域布局多年，经过公司在海上风电、光伏、储能、铜箔等领域持续的深耕细作，公司目前已经具备完整的光伏电站、储能产业链及服务体系，连续六年入围全球新能源企业 500 强榜单，2021 年凭借在新能源领域的突出表现排名再创新高，位居第 116 位。

图 12：公司光伏产业链业务布局



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 13：公司储能产业链业务布局



资料来源：Wind，浙商证券研究所

碳中和碳达峰趋势下，光伏、储能行业发展前进乐观。

根据中国光伏行业协会预测，2020 年我国光伏新增装机规模 48.2GW，预计 2021 年将达到 55GW 至 65GW，未来五年年均新增装机可达到 70-90GW，2025 年最高可达 110G。

图 14: 我国新增光伏装机规模预测



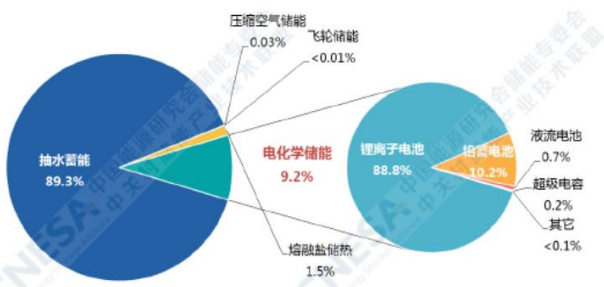
资料来源: 中国光伏协会, 浙商证券研究所

2021年7月, 国家发改委、国家能源局印发《关于加快推动新型储能发展的指导意见》, 明确到2025年, 实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变, 装机规模达30GW以上; 到2030年, 实现新型储能全面市场化发展, 技术创新和产业水平稳居全球前列, 装机规模基本满足新型电力系统相应需求。

CNESA全球储能项目库的不完全统计, 截至2020年底, 中国已投运储能项目累计装机规模35.6GW, 其中电化学储能的累计装机规模为3.27GW, 2020年新增投运1.56GW, 2020年新增投运中, 电化学储能占比约49%。未来国内储能装机规模也将大幅增长。

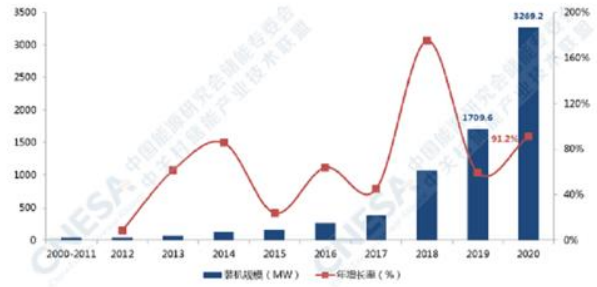
储能电池方面, 参考宁德时代公告, GGI数据, 2020年全球储能锂离子电池出货量为27GWh, 同比增长58.8%, 其中中国储能锂离子电池出货量为16.2GWh, 同比增长70.5%, 预计2025年全球储能电池出货量将达到416GWh, 未来5年年复合增长率约为72.8%

图 15: 中国储能市场累计装机规模



资料来源: CNESA, 浙商证券研究所

图 16: 中国电化学储能市场累计装机规模



资料来源: CNESA, 浙商证券研究所

光伏方面: 拿下如东沿海滩涂约300万千瓦的光伏资源开发权。

公司具备完整的光伏电站产品产业链及服务体系, 业务涵盖光伏系统产品供货、光伏资源开发、工程总承包及电站运维, 可全面提供集中式光伏发电系统解决方案、分布式光伏发电系统解决方案、户用光伏发电系统解决方案、光伏电站运维解决方案。

公司是全国首批十八家分布式光伏示范主承单位, 是国家完成示范的第一家, 也是唯一一家, 在国家能源局组织的评比中各项指标综合第一。公司开创了多个分布式历史先河, 创造了110kV分布式光伏的多点接入、二类分布式单点6MW以上的分布式光伏并网等多个全国第一。截止2019年底, 并网82个项目, 累计装机容量达524MWp。

面对碳中和碳达峰趋势下的光伏大机遇, 公司积极发挥市场资源优势, 协同运作光伏总包项目, 以光伏总包带动公司光伏支架、背板材料、新能源电缆、储能系统等产品销售。

公司氟膜产品经过阿特斯与 CPVT 联合推出的“TC50+DH200 全程紫外”测试，成为唯一一款通过测试的氟膜产品，并实现独家供应阿特斯 K 膜，在组件端和各大认证机构中的口碑持续上升，供应优势显著提升。

商业模式上，公司也积极引进央企投资，实现中天科技总包及撬动域外“新能源+储能”业务的拓展，在如东规模光伏项目推动中，公司与县国有公司东和成立合资公司，扎口开发如东地面及海域光伏资源；此外，公司与丰利镇政府完成资源协议签订，获得丰利辖区内土地资源的独家开发权，初步排查面积逾 5 万亩。

上半年公司已经成功落地 50MW 光伏总包项目，8 月公司公众号显示，公司拿下如东沿海滩涂约 300 万千瓦的光伏资源开发权，预计将有效增厚未来业绩，并且未来有望进一步扩大规模。

图 17：公司光伏解决方案



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

储能方面：储能业务领域具备项目和客户先发优势，积极扩产抓住机遇。

公司储能以大型储能系统技术为核心竞争力发力电网侧、用户侧及电源侧储能应用。目前公司已形成含电池正负极材料、结构件、铜箔、锂电池、BMS、PCS、EMS、变压器、开关柜、储能集装箱等核心部件的完整储能产业链，可实现电网侧储能电站所需设备内部自主配套率 95%以上，用户侧储能电站所需设备内部自主配套率 99%以上。

公司已经承接多项重大工程项目，先后参与多个电网侧、用户侧标杆性工程。2019 年公司募集资金 15.77 亿元投资 950MWh 分布式储能电站项目。公司 2021 年中报显示，2021 年以来中天储能科技参与设计、投标项目累计落地逾 250MWh。

表 3：公司储能领域相关进展

时间	进展
2016 年	获得江苏省经信委《关于分布式储能技术装备产业化应用示范项目的批复》 与华能集团签订合同共同打造华能青海光伏电站直流侧 50MWh 锂电池储能电站；
2017 年	承建了江苏省内最大的单体商业用锂电储能项目，也是国内用户侧最大单体锂电储能项目——协鑫智慧能源（10MWh 锂电）分布式储能示范项目
2018 年	江苏镇江 101MW/202MWh 电网侧储能电站，公司参与了其中建山、丹阳、大港三个站共计 66MWh 储能项目； 湖南 120MW/240MWh 电池储能电站，公司参与其中单体容量最大的湖南长沙芙蓉 52MWh 电网侧站房式储能电站； 2018 年，公司投运和在建储能项目约 213MWh，其中用户侧约 51MWh，电网侧包括江苏一期、河南、湖南和江苏二期四大项目在内，高达 162MWh。
2019 年	募集资金 15.77 亿元投资 950MWh 分布式储能电站项目
2021 年	投资超数亿元扩充电力储能产品产能，项目建成后可形成年产 5GWh 高效锂电池储能系统的生产能力； 2021 年上半年公司参与设计、投标项目累计落地逾 250MWh

资料来源：公司公告，北极星电力网，浙商证券研究所

公司目前拥有年产 4000 吨磷酸铁锂、2000 吨三元、200 吨硅碳负极材料的产能，总体规划形成年产 2 万吨高性能锂离子电池电极材料系列产品的能力。

公司锂电池产品实力在运营商、中国铁塔集采招标中得到充分认证。面对碳中和碳达峰趋势下行业需求的爆发，公司积极扩产，2021 年 2 月公司“210 项目”（大容量高效储能系统智能工厂项目）正式揭牌，储能改扩建全面启动，项目建成后，将生产基于电力储能系统用的高功率、大容量、高安全、长寿命方形锂离子电池，形成年产 5GWh 高效锂电池储能系统的生产能力。

随着储能产业的快速发展、公司储能锂电池等产品产能的释放，公司储能业务未来增速预期高速增长。

表 4：公司锂电池产品实力在运营商、中国铁塔集采招标中得到充分认证

项目	中标份额
2021.9 中国联通 2021 年集成式磷酸铁锂电池组中标情况	24.80%
2021.7 中国移动 2021-2022 年通信用磷酸铁锂电池中标情况	7.29%
2021.2 中国铁塔与中国电信备电用磷酸铁锂电池产品联合集中招标项目中标情况	18%
2020.4 中国移动 2020 年通信用磷酸铁锂电池中标情况	18.85%

资料来源：公司公告，北极星电力网，浙商证券研究所

铜箔方面：锂电铜箔与标准铜箔进行双向发力，扩产满足需求。

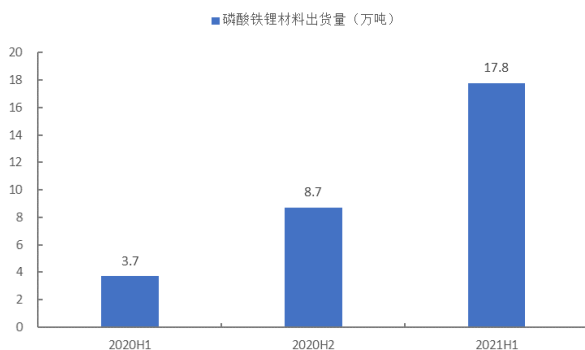
公司铜箔产业向锂电铜箔与标准铜箔进行双向发力、快速布局，为锂电池产品提供关键原材料，同时大力扩展高端电子铜箔，为客户提供优质标准铜箔。

当前锂电铜箔需求高增。由于新能源汽车补贴退坡、磷酸铁锂电池价格优势及高安全性等驱动，磷酸铁锂电池在国内动力电池装机量占比迅速提升，带动锂电铜箔需求快速增长。GGII 调研数据显示，2021 年上半年中国锂电铜箔总出货量为 11.5 万吨，达到 2020 年全年出货的 90%左右。

当前高性能电子电路铜箔被海外大厂垄断，国产化率低，公司大力拓展高端电子产品，拥有自主研发的添加剂工艺和表面处理工艺，能够生产高性能线路板用铜箔和 6 微米超薄锂电池用铜箔，公司半年报显示 2021 年上半年公司线路板铜箔市场占有率进一步提升，随着国产化进程的加速，公司高端电子铜箔产品未来持续具备较大增长空间。

面对行业机会，公司积极扩充线路板铜箔的产能。此前公司下属公司江东电子铜箔一期项目建设两条合计年产 10000 吨铜箔生产线已经投产，公司正规划进行铜箔二期扩建项目进一步提升产能满足需求，未来铜箔业务体量也将进一步扩大。

图 18：我国磷酸铁锂材料出货量



资料来源：GGII，浙商证券研究所

图 19：2019 年中国内资企业高性能电子电路铜箔产量及占比

项目	内资企业电子电路铜箔产量	内资企业高性能电子电路铜箔的产量及占比			
		挠性PCB用铜箔	高频高速电路用铜箔	105um厚铜箔	高性能铜箔产量合计
2019年产量 (吨)	144073	4274	3686	331	8291
占内资企业产量比例 (%)	-	3	2.6	0.2	5.8

资料来源：中电材协电子铜箔材料分会，智研，浙商证券研究所

2020 年公司新能源材料业务收入 15.06 亿，收入构成占比 3.4%，未来随着光伏、储能双向发力，预计公司新能源业务将迎来质变突破，步入高速成长期，成为公司未来增长的重要驱动。

4. 光通信：行业回到健康盈利

公司以光通信产业起家，目前公司产品包括各种预制棒、光纤、光缆，ODN、天线及射频电缆类、有源终端、光收发器、数据中心、高性能原材料等产品以及工程咨询、设计、施工及集成服务，从云、管、端多维度为网络建设提供线缆、组件、器件、天馈线等基础设施服务。

公司是国内光纤光缆领域头部企业，2015-2018 年中国移动大力发展光纤到户以及工信部信息基础设施重大工程建设三年行动计划带动，光纤光缆量价齐升，带动公司光通信板块高速增长。

2019 年以来，随着光纤到户的逐步建设完成加之国内厂商新产能的逐步释放，行业供需关系转换，光纤光缆价格出现大幅下跌，以中国移动的招标价为例，2019 年中国移动普通光缆招标均价 58.47 元，较 2018 年价格大幅下滑（通鼎互联公告显示其 2018 年招标报价为 111.57 元），2020 年进一步下滑 30%至 40.90 元。

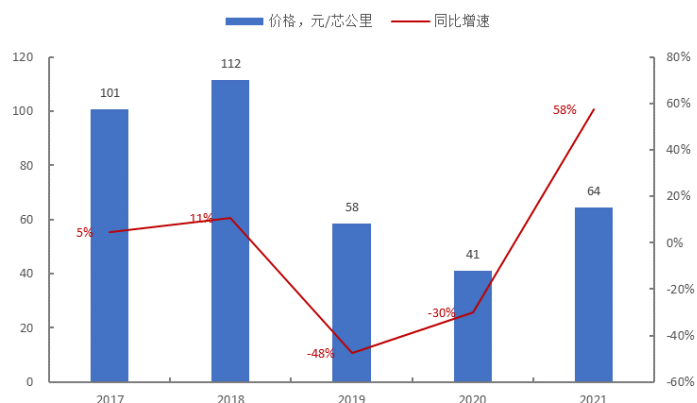
参考上市公司相关业务毛利率和净利润情况，我们认为 2020 年的报价来看，价格已经逼近成本，对部分没有预制棒生产能力的厂商而言，甚至出现亏损，部分小厂产能出清。

中国移动 2021 年光缆招标价格超预期，行业迎来拐点，最差时刻已经过去。

10 月，中国移动披露 2021 年-2022 年普通光缆集采结果，量价齐升，集采量是 1.432 亿芯公里，同比去年 1.192 亿芯公里增长 20%，集采均价是 64.49 元/芯公里（不含税），较 2020 年均价 40.90 元提升 58%，超出此前预期，超过 2019 年均价 58.47 元。

我们判断，涨价幅度能够覆盖当前原材料成本上涨的压力，在当前成本情况下，行业整体能够回到 10%-15%的正常净利润盈利区间。

图 20：中国移动普通光缆招标价格情况



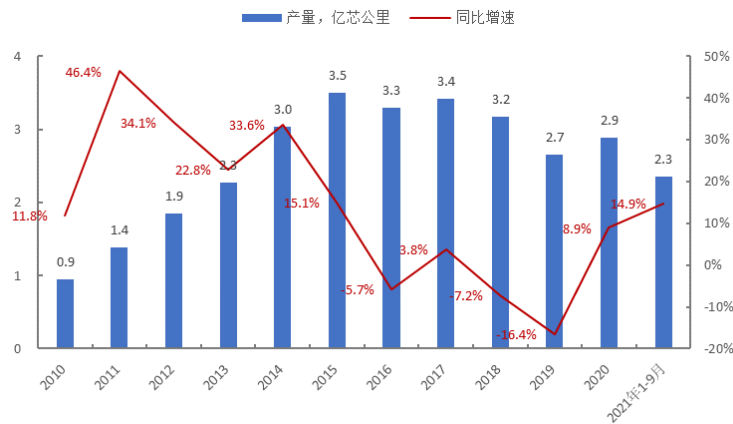
备注：2017-18 是通鼎互联报价，2019-2021 是中标均价

资料来源：Wind，浙商证券研究所

此外，疫情催生远程办公远程教育等需求，海外加大光纤网络建设拉动海外需求大幅增长，目前海外光缆价格已经超过国内价格，国内厂商也进一步加大出口力度，进一步利

好国内光纤光缆厂商发展。从国内光缆产量数据来看，2020年实现V型反转，2021年1-9月国内光缆产量2.35亿芯公里，同步增速进一步提升至14.9%。

图 21：我国光缆产量



资料来源：国家统计局，Wind，浙商证券研究所

公司是国内光纤光缆头部企业，在核心光纤预制棒环节产能国内第一梯队，并且公司光纤预制棒全部采用合成法，在成本上较两步法具备优势。

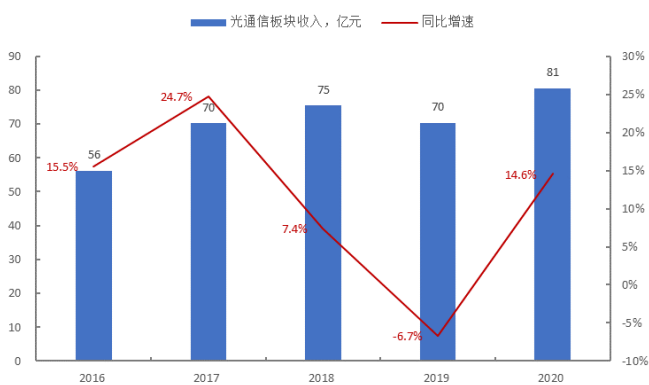
表 5：国内光纤光缆企业光棒产能情况（吨）

公司	2016	2017	2018	2019E	2020E
长飞光纤	1600	2500	3000	3000	3500
亨通光电	1300	1500	2300	3100	3100
中天科技	700	1500	1800	2200	2500
杭州富通	900	1000	1500	1500	1500
烽火通信	600	800	1000	1000	1000
其他	1300	1300	1300	1300	1300
合计	6400	8600	10900	12100	12900

资料来源：前瞻产业研究院，C114，CRU，浙商证券研究所

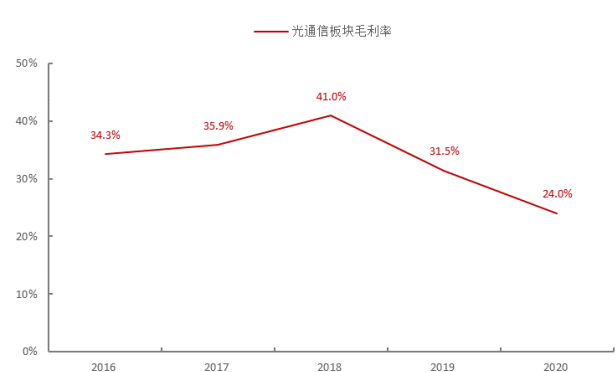
今年来公司光纤光缆产能利用率保持较高水平，在此次中国移动的招标中也获得量价齐升，中标量 1714 万芯公里，同比去年增长 554%。招标价 66.20 元/芯公里，同比增长 34%，由于更多产品的交付在明年，预计将大幅增厚明年公司光通信板块的利润。

图 22：公司光通信板块收入情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 23：公司光通信板块毛利率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5. 投资建议与盈利预测

5.1. 盈利预测

海洋板块海风电平价进度超预期有望带动海洋板块持续增长，光纤光缆量价齐升带动光通信板块盈利能力恢复，新能源板块布局光伏、储能两大赛道，双碳趋势下成长预期乐观，核心业务板块全向驱动发展。

我们预计公司 2021-2023 年实现收入 403.29 亿元、409.70 亿元、450.21 亿元，同比增速-8.48%、1.59%、9.89%，总体收入规模较为平稳主要系公司意向收缩商品贸易业务规模，而核心业务板块总体保持较快增长。

高通业务总体风险敞口 37.55 亿元，上半年和 Q3 单季分别计提 10.22 亿元、10.62 亿元，合计已经计提 20.84 亿元，我们对 2021 年利润的预测按照高通业务 37.55 亿风险全部确认减值损失假设估算，我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 3.02 亿元、36.33 亿元、43.97 亿元，同比增速-86.73%、1103.37%、21.02%。

盈利预测关键假设：

1) 光通信及网络：

公司是国内光纤光缆领域头部企业。此前由于光纤到户的逐步建设完成加之国内厂商新产能的逐步释放，行业供需失衡，光纤光缆价格出现大幅下跌，2020 年情况来看，价格已经逼近成本。

2021 年来光纤光缆行业出现向上拐点，中国移动 2021-2022 年普通光缆集采量价齐升，集采量同比增 20%，集采均价同比增 58%，我们判断在当前成本情况下，行业整体能够回到 10%-15%的正常净利润盈利区间，大幅带动公司光通信板块发展，而高通业务的退出则在收入端对增速造成负向影响。

基于公司光纤光缆产能情况、光缆价格趋势假设判断情况，我们预计公司 2021-2023 年光通信及网络板块收入增速为-26.10%、13.63%、10.55%。

基于 2021 年中国移动光纤光缆集采价格较 2020 年同比提升 58%，考虑到原材料价格的上涨，预计综合带动光纤光缆毛利率明显提升，带动总体光通信及网络业务毛利率快速提升，我们预计公司 2021-2023 年光通信及网络板块毛利率为 17.74%、23.99%、25.74%。

2) 海洋系列：

2019-2021 年海上风电抢装潮带动，公司海底电缆与海洋工程业务迎来爆发，在收入规模和利润体量上均实现高速增长。

此前由于 2022 年开始海上风电国补退出的情况以及海上风电度电成本较高的影响，市场担心 2022 年-2023 年海上风电装机量明显大幅下滑。

10 月以来，行业出现积极信号，浙江省两个新开标项目风机价格降幅大超预期，带动海上风电平价预期大幅提前，公司海洋板块收入有望持续增长。

基于公司在手订单情况、产能规划情况、海上风电未来装机规模预测情况等，我们预计公司 2021-2023 年海洋板块收入增速为 65.07%、5.28%、32.73%。

2021-2022 年大部分订单来自海上风电抢装潮期间，整体毛利率高企，抢装潮之后，在平价趋势下，预计产业链整体存在一定降价压力，毛利率预期有所下降，我们预计公司 2021-2023 年海洋板块收入增速为 48.02%、45.69%、38.63%。

3) 电力传输:

公司是国内电力传输头部企业，特别是在特高压等高端产品领域是国内龙头，2019 年市占率达到 16.5%。双碳驱动特高压建设力度持续，叠加公司持续产品升级，持续看好公司电力传输板块稳定增长，我们预计公司 2021-2023 年电力传输板块收入增速为 10%、10%、10%。

公司近年来不断产品升级提升产品毛利，但当前原材料价格存在压力，我们预计公司 2021-2023 年电力传输板块毛利率为 13.13%、13.92%、14.71%。

4) 新能源:

公司在新能源领域布局多年，双碳趋势下，公司紧抓光伏储能两大赛道，全面布局完整的光伏电站产品产业链及服务体系、完整的储能产业链及服务体系。

目前光伏方面公司已经拿下如东沿海滩涂约 300 万千瓦的光伏资源开发权，未来有望进一步扩大规模，储能方面公司先后参与多个电网侧、用户侧标杆性工程，规划形成年产 5GWh 高效锂电池储能系统的生产能力，综合带动新能源业务发展预期乐观，铜箔产品公司锂电铜箔与标准铜箔进行双向发力，积极布局扩产，新能源业务有望成为公司未来增长重要驱动。

基于光伏电站在手资源情况、储能电池/铜箔等产品产能规划情况、光伏/储能等行业未来增长情况，我们预计公司 2021-2023 年海洋板块收入增速为 33.00%、95.29%、38.38%，2022 年同比高速增长，主要基于当前储能电池、铜箔产能利用率均较高，当前储能电池和铜箔均在规划扩产，随着产能释放预计将增厚业绩，此外公司如东沿海滩涂约 300 万千瓦的光伏资源开发权也将带来极大弹性。

随着新能源板块规模的扩大，将带来较为显著的规模效应，带动公司新能源板块毛利率提升，我们预计公司 2021-2023 年新能源板块毛利率为 9.55%、11.07%、12.60%。

表 6：公司细分业务盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
光通信及网络					
收入	7036	8060	5956	6768	7482
yoy	-6.67%	14.55%	-26.10%	13.63%	10.55%
毛利率	31.47%	24.02%	17.74%	23.99%	25.74%
电力传输					
收入	9449	10002	11003	12103	13313
yoy	17.34%	5.85%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	15.45%	13.92%	13.13%	13.92%	14.71%
海洋系列					
收入	2086	4667	7704	8111	10766
yoy	95.05%	123.76%	65.07%	5.28%	32.73%
毛利率	38.79%	42.80%	48.02%	45.69%	38.63%
新能源					
收入	1326	1506	2003	3911	5411
yoy	11.98%	13.55%	33.00%	95.29%	38.38%
毛利率	11.68%	7.47%	9.55%	11.07%	12.60%
铜产品					
收入	2174	2780	2919	3065	3219
yoy	39.57%	27.90%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	5.47%	3.37%	2.91%	2.91%	2.91%
商品贸易					
收入	16109	16021	9613	5768	3461
yoy	15.48%	-0.54%	-40.00%	-40.00%	-40.00%
毛利率	0.63%	0.84%	0.84%	0.84%	0.84%
其它					
收入	590	1029	1132	1245	1369
yoy	3.31%	74.25%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	18.53%	17.91%	17.91%	17.91%	17.91%
收入合计					
收入	38771	44066	40329	40970	45021
yoy	14.29%	13.66%	-8.48%	1.59%	9.89%
毛利率	12.82%	13.27%	16.76%	19.06%	20.20%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2. 估值分析

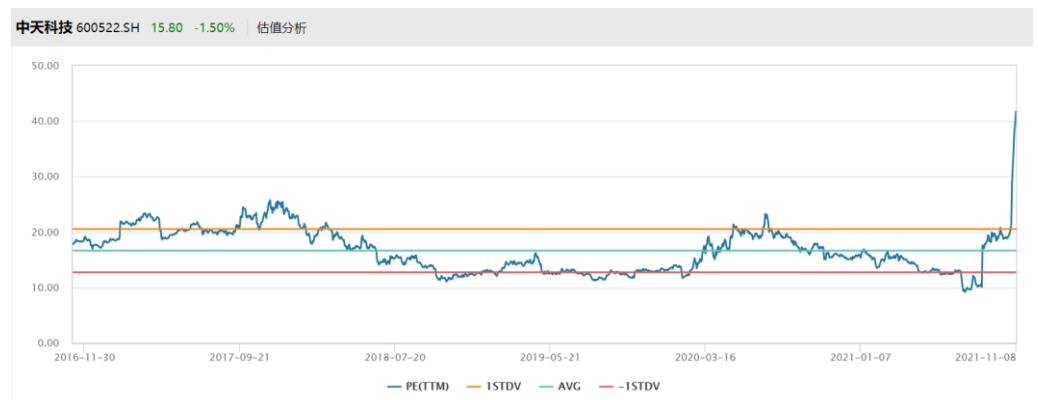
2022 年公司 PE 13.54 倍。公司历史五年 PE TTM 均值为 16.66 倍。选取光纤光缆、海底电缆等领域可比公司长飞光纤、亨通光电、东方电缆，三家可比公司 2022 年 PE 均值 20.38 倍。公司估值明显低估。

表 7：可比公司估值情况

	PE TTM	2021E	2022E	2023E
东方电缆	25.66	22.72	22.25	19.44
长飞光纤	32.87	27.47	24.06	-
亨通光电	24.26	22.76	14.83	10.93
均值	27.59	24.32	20.38	10.12
中天科技	41.71	162.89	13.54	11.19

资料来源：Wind，浙商证券研究所

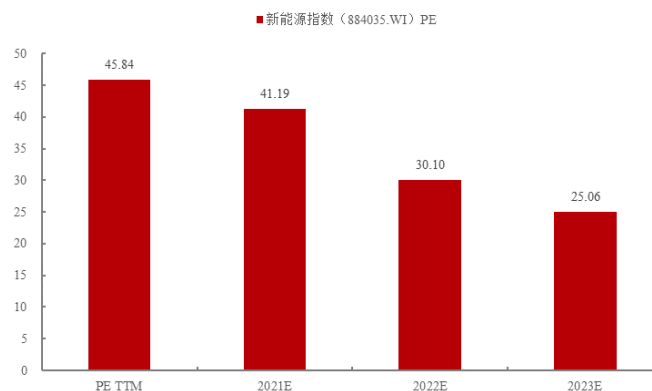
图 24：中天科技 PE TTM 情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司在光伏、储能板块全链条布局，参考新能源指数(884035.WI)PE 2021E、2022E、2023E 分别为 41.19 倍、30.10 倍、25.06 倍，随着公司新能源业务贡献占比的提升，整体合理估值中枢有望进一步提升。

图 25：新能源指数 PE 情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.3. 投资建议

海洋板块海风电平价进度超预期有望带动海洋板块持续增长，光纤光缆量价齐升带动光通信板块盈利能力恢复，新能源板块布局光伏、储能两大赛道，双碳趋势下成长预期乐观，核心业务板块全向驱动发展。

我们预计公司 2021-2023 年实现收入 403.29 亿元、409.70 亿元、450.21 亿元，同比增速-8.48%、1.59%、9.89%；归母净利润 3.02 亿元、36.33 亿元、43.97 亿元，同比增速

-86.73%、1103.37%、21.02%。EPS 为 0.10 元、1.18 元、1.43 元；对应 PE 为 162.9 倍、13.5 倍、11.2 倍。

首次覆盖，给予“增持”评级。

6. 风险提示

风险提示 1: 目前来看，公司高通业务的风险与其他业务阻断，风险敞口得到控制，但整体事件仍未完全得到解决，存在高通公司当期业绩及其他业务开展的影响超出预期的风险。

风险提示 2: 近期部分海上风机新项目招标价格大幅下滑带动整体海风平价预期提前，海上风电未来发展展望乐观，由于项目尚未得到实施，并且价格趋势的持续性尚未得到多个项目验证，存在海上风电发展不及预期的风险，导致公司海洋板块收入和毛利率不及预期的风险。

风险提示 3: 此次中国移动光缆招标量价齐升，价格对应当前成本，厂商盈利能力得到恢复，若原材料持续大幅上涨，存在光缆盈利能力不及预期的风险；若海外疫情加剧、国内外网络建设投入不及预期等，也可能对光缆行业未来需求造成影响，导致光通信板块发展不及预期的风险。

风险提示 4: 原材料涨价对公司影响超预期的风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	33745	36163	34244	38764	营业收入	44066	40329	40970	45021
现金	11098	20000	18135	21327	营业成本	38216	33569	33162	35929
交易性金融资产	102	102	102	102	营业税金及附加	129	118	120	132
应收账款	10024	5358	5191	5722	营业费用	690	585	676	720
其它应收款	199	182	185	204	管理费用	620	645	737	788
预付账款	3740	3285	3245	3516	研发费用	1217	1170	1270	1396
存货	6430	5648	5580	6045	财务费用	410	343	348	383
其他	2153	1588	1806	1849	资产减值损失	295	3831	328	405
非流动资产	13400	13650	13903	14029	公允价值变动损益	16	15	15	15
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	68	52	45	55
长期投资	449	449	449	449	其他经营收益	169	174	173	172
固定资产	8978	9619	9864	9977	营业利润	2742	309	4562	5510
无形资产	1088	1104	1120	1136	营业外收支	14	(4)	(4)	2
在建工程	495	476	461	449	利润总额	2756	306	4558	5513
其他	2390	2002	2009	2018	所得税	386	43	638	772
资产总计	47145	49813	48147	52793	净利润	2370	263	3920	4741
流动负债	18017	20004	15132	15904	少数股东损益	96	(39)	287	344
短期借款	1191	5531	767	728	归属母公司净利润	2275	302	3633	4397
应付款项	10189	8950	8841	9579	EBITDA	3786	1536	5864	6812
预收账款	250	229	1069	255	EPS (最新摊薄)	0.74	0.10	1.18	1.43
其他	6388	5295	4454	5342	主要财务比率				
非流动负债	4872	4877	4777	4677		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	499	504	404	304	成长能力				
其他	4373	4373	4373	4373	营业收入	13.66%	-8.48%	1.59%	9.89%
负债合计	22890	24882	19909	20581	营业利润	6.30%	-88.72%	1375.11%	20.79%
少数股东权益	789	750	1037	1381	归属母公司净利润	2.28%	-86.73%	1103.37%	21.02%
归属母公司股东权益	23466	24181	27201	30831	获利能力				
负债和股东权益	47145	49813	48147	52793	毛利率	13.27%	16.76%	19.06%	20.20%
					净利率	5.38%	0.65%	9.57%	10.53%
					ROE	9.94%	1.23%	13.67%	14.55%
					ROIC	8.71%	1.43%	14.09%	14.75%
					偿债能力				
					资产负债率	48.55%	49.95%	41.35%	38.98%
					净负债比率	11.95%	24.34%	5.98%	5.11%
					流动比率	1.87	1.81	2.26	2.44
					速动比率	1.52	1.53	1.89	2.06
					营运能力				
					总资产周转率	1.01	0.83	0.84	0.89
					应收帐款周转率	5.55	4.48	4.72	4.91
					应付帐款周转率	9.15	8.23	8.75	9.15
					每股指标(元)				
					每股收益	0.74	0.10	1.18	1.43
					每股经营现金	0.84	2.33	1.74	1.91
					每股净资产	7.65	7.89	8.87	10.06
					估值比率				
					P/E	21.62	162.89	13.54	11.19
					P/B	2.10	2.03	1.81	1.60
					EV/EBITDA	6.82	23.51	5.70	4.47

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2588	7139	5343	5852
净利润	2370	263	3920	4741
折旧摊销	1106	1031	1172	1302
财务费用	410	343	348	383
投资损失	(68)	(52)	(45)	(55)
营运资金变动	(2126)	866	(435)	(443)
其它	894	4688	383	(75)
投资活动现金流	(1213)	(1625)	(1382)	(1372)
资本支出	135	(1609)	(1359)	(1359)
长期投资	(89)	0	0	0
其他	(1258)	(16)	(23)	(13)
筹资活动现金流	(523)	3389	(5826)	(1288)
短期借款	(140)	4341	(4764)	(39)
长期借款	(1134)	5	(100)	(100)
其他	751	(957)	(961)	(1149)
现金净增加额	852	8902	(1865)	3191

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>