

东方电缆 (603606)

海风低开工率致 Q2 量利下滑，平价过渡期毛利率符合预期

买入 (维持)

2022 年 08 月 07 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006

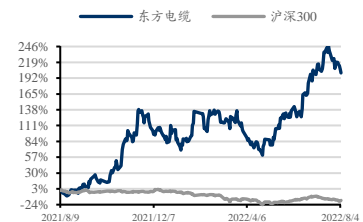
chenyao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	7,932	9,636	13,455	16,787
同比	57%	21%	40%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	1,189	1,202	1,952	2,510
同比	34%	1%	62%	29%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.73	1.75	2.84	3.65
P/E (现价&最新股本摊薄)	43.58	43.09	26.55	20.64

投资要点

- **事件:** 公司 2022H1 实现营收 38.59 亿元, 同增 13.96%; 实现归母净利润 5.22 亿元, 同降 18.02%。其中 2022Q2 实现营收 20.43 亿元, 同增 5.29%, 环增 12.52%; 实现归母净利润 2.44 亿元, 同降 32.09%, 环降 12.40%。2022H1 毛利率为 23.66%, 同降 6.11pct, 2022Q2 毛利率 20.58%, 同降 9.12pct, 环降 6.56pct; 2022H1 归母净利率为 13.53%, 同降 5.28pct, 2022Q2 归母净利率 11.93%, 同降 6.57pct, 环降 3.39pct。报告期内营收同比增长, 归母净利润同比下降主要系产品结构中陆缆系统占比提高, 且海缆系统毛利率有所下降。受疫情和平价进程影响, 海缆及海工业务营收小幅下滑。
- **受疫情和抢装后周期影响, 海缆及海工营收、盈利出现下滑。** 2022H1 海缆系统及海洋工程营收 18.4 亿元, 同减 0.28%, 占主营收入 47.60%, 我们测算其中海缆系统营收约 14.5 亿, 毛利率约 41%, 同比下滑 9pct, 系所执行订单主要为 2020 年底所获, 价格低于抢装期间执行订单, 毛利率逐渐回归合理水平, 海工营收约 3.8 亿, 毛利率约 27%; 陆缆系统营收 20.22 亿元, 同增 31%, 我们测算毛利率约 11%。Q2 单季来看, 海缆系统及海洋工程营收合计 8.3 亿元, 我们测算其中海缆系统营收 7.1 亿, 同降 23%, 环降 3.7%, 主要系 Q2 受疫情影响, 交付低于预期。毛利率约 38.6%, 除价格因素外, 二季度北仑工厂转固计提折旧及交付规模较小对成本有一定影响。陆缆系统营收 12.23 亿元, 同增 37%, 环增 53%。2022 年海缆系统毛利率将逐渐回归合理水平, 我们预计 35%-40%, 2023 年随着高端产品占比提升, 盈利能力有望再度提升。
- **在手订单充足, 下半年优势项目招标有望再创新高。** 截至 2022 年 7 月 31 日, 在手订单 105.22 亿元, 其中海缆系统 63.11 亿元 (220kV 及以上海缆约占 64%, 脐带缆约占 10%), 陆缆系统 26.47 亿元, 海洋工程 15.64 亿元, 在手订单充足, 2023 年业绩高增动力足。近期阳江帆石一风机招标已开启, 我们预计海缆年内有望招标, 此外青洲五、七, 浙江苍南 2 号、台州 1 号、岱山 1 号海缆有望招标, 均为公司优势项目, 年内中标规模或再创新高 (目前海缆+海工合计约 72 亿)。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑海风施工进度影响产品交付, 我们对盈利预测进行小幅下调, 2022/2023/2024 年归母净利润为 12.02/19.52/25.10 亿元 (前值为 13.15/20.99/28.56 亿元), 同比 +1%/62%/29%, EPS1.75/2.84/3.65 元, 对应 PE43/27/21 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 十四五海风装机规模不及预期; 竞争加剧导致市场份额收缩; 平价、原材料涨价导致盈利下滑等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	75.34
一年最低/最高价	22.87/86.82
市净率(倍)	10.24
流通 A 股市值(百万元)	51,812.48
总市值(百万元)	51,812.48

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.36
资产负债率(% ,LF)	43.03
总股本(百万股)	687.72
流通 A 股(百万股)	687.72

相关研究

《东方电缆(603606): 中标青州六等项目, 价值量保持预期高位》

2022-07-22

《东方电缆(603606): 2022 年一季报点评: 业绩符合预期, 毛利率环比显著改善》

2022-04-25

《东方电缆(603606): 高端路线占尽先机, 海缆龙头迎风而上》

2022-04-09

图表目录

图 1:	2022H1 收入 38.59 亿元, 同比+13.96% (亿元, %)	3
图 2:	2022H1 归母净利润 5.22 亿元, 同比-18.02% (亿元, %)	3
图 3:	2022Q2 收入 20.43 亿元, 同比+5.29% (亿元, %)	4
图 4:	2022Q2 归母净利润 2.44 亿元, 同比-32.09% (亿元, %)	4
图 5:	2022H1 毛利率、净利率同比-6.11、-5.28pct (%)	4
图 6:	2022Q2 毛利率、净利率同比-9.12、-6.57pct (%)	4
图 7:	公司海缆及海工营业收入及同比 (亿元, %)	5
图 8:	公司陆缆营业收入及同比 (亿元, %)	5
图 9:	截至 2022 年 7 月 31 日东方电缆海缆中标项目汇总	5
图 10:	2022H1 期间费用 2.57 亿元, 同比+0.62% (亿元, %)	6
图 11:	2022Q2 期间费用率 6.90%, 同比-1.17pct (%)	6
图 12:	2022Q2 经营活动现金净流入 3.43 亿元, 同比+277.15% (亿元)	7
图 13:	2022Q2 期末合同负债 3.57 亿元, 同比-26.03% (亿元)	7
表 1:	2022H1 收入 38.59 亿元, 同比增长 13.96%; 盈利 5.22 亿元, 同比下降 18.02% (单位: 亿元)	3

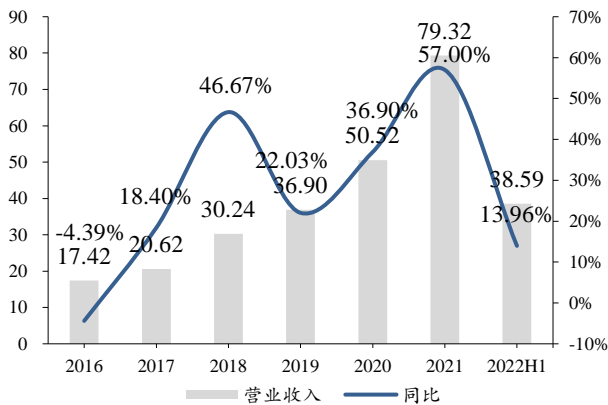
事件: 公司 2022H1 实现营收 38.59 亿元, 同增 13.96%; 实现归母净利润 5.22 亿元, 同降 18.02%。其中 2022Q2 实现营收 20.43 亿元, 同增 5.29%, 环增 12.52%; 实现归母净利润 2.44 亿元, 同降 32.09%, 环降 12.40%。2022H1 毛利率为 23.66%, 同降 6.11pct, 2022Q2 毛利率 20.58%, 同降 9.12pct, 环降 6.56pct; 2022H1 归母净利率为 13.53%, 同降 5.28pct, 2022Q2 归母净利率 11.93%, 同降 6.57pct, 环降 3.39pct。报告期内营收同比增长, 归母净利润同比下降主要系产品结构中陆缆系统占比提高, 且海缆系统毛利率有所下降。受疫情和平价进程影响, 海缆及海工业务营收小幅下滑。

表1: 2022H1 收入 38.59 亿元, 同比增长 13.96%; 盈利 5.22 亿元, 同比下降 18.02% (单位: 亿元)

东方电缆	2022H1	2021H1	2022H1 同比	2022Q2	2021Q2	2022Q2 同比	2022Q1	2022Q2 环比
营业收入	38.59	33.87	14.0%	20.43	19.41	5.3%	18.16	12.5%
毛利率	23.7%	29.8%	-6.1pct	20.6%	29.7%	-9.1pct	27.1%	-6.6pct
营业利润	5.97	7.38	-19.1%	2.77	4.14	-32.9%	3.20	-13.3%
利润总额	6.01	7.38	-18.6%	2.77	3.25	-14.8%	3.24	-14.8%
归属母公司净利润	5.22	6.37	-18.0%	2.44	3.59	-32.1%	2.78	-12.4%
扣非归母净利润	5.29	6.32	-16.3%	2.52	3.57	-29.5%	2.77	-9.3%
归母净利率	13.5%	18.8%	-5.3pct	11.9%	18.5%	-6.6pct	15.3%	-3.4pct
股本	6.88	6.54	-	6.88	6.54	-	6.88	-
EPS	0.76	0.97	-22.0%	0.35	0.55	-35.4%	0.40	-12.4%

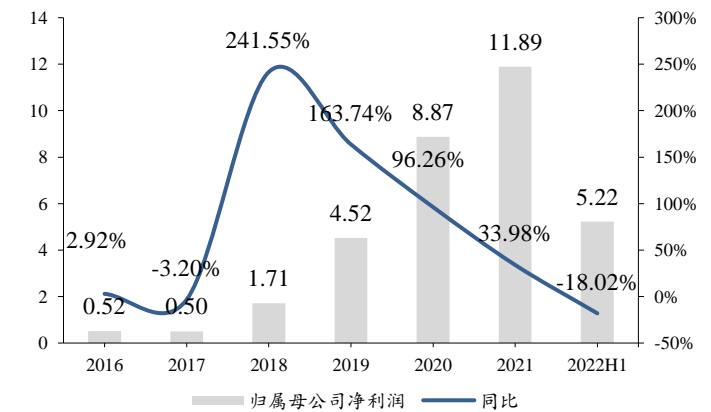
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022H1 收入 38.59 亿元, 同比+13.96% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022H1 归母净利润 5.22 亿元, 同比-18.02% (亿元, %)



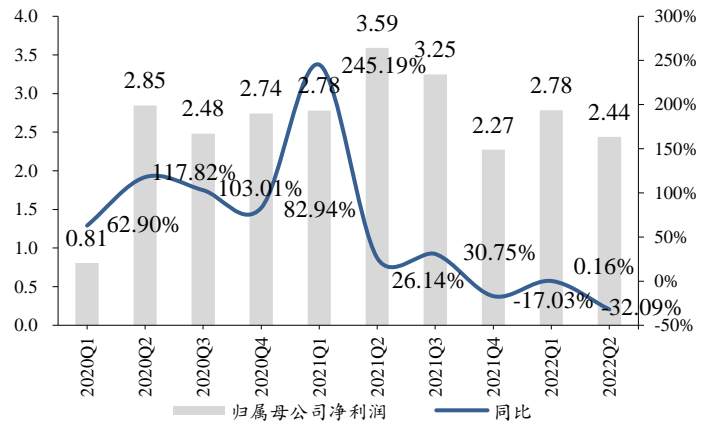
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q2 收入 20.43 亿元, 同比+5.29% (亿元, %)



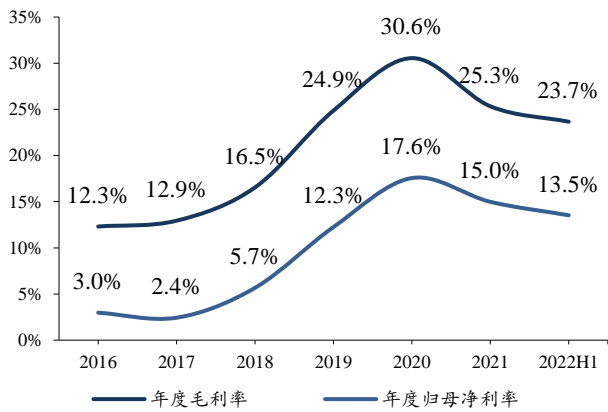
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q2 归母净利润 2.44 亿元, 同比-32.09% (亿元, %)



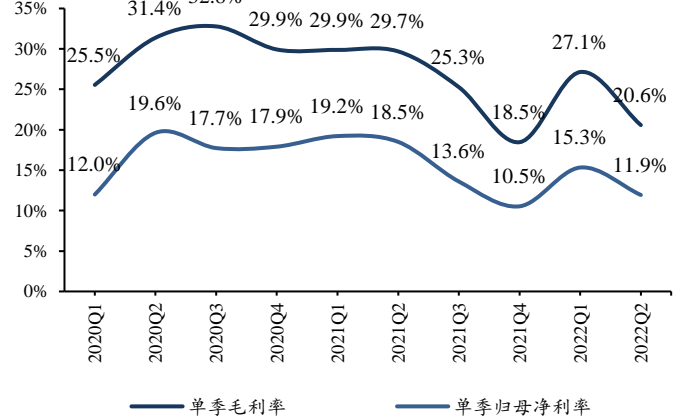
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022H1 毛利率、净利率同比-6.11、-5.28pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

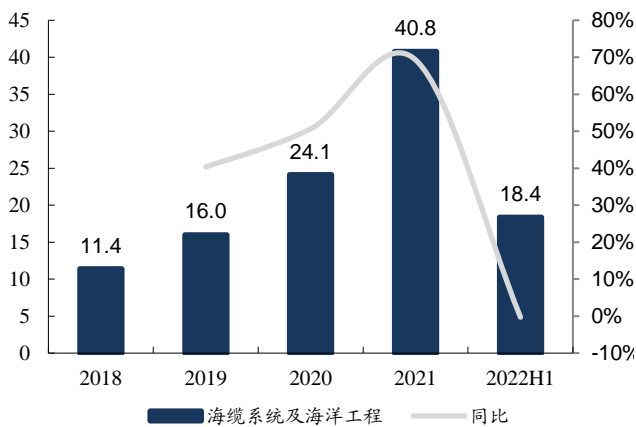
图6: 2022Q2 毛利率、净利率同比-9.12、-6.57pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

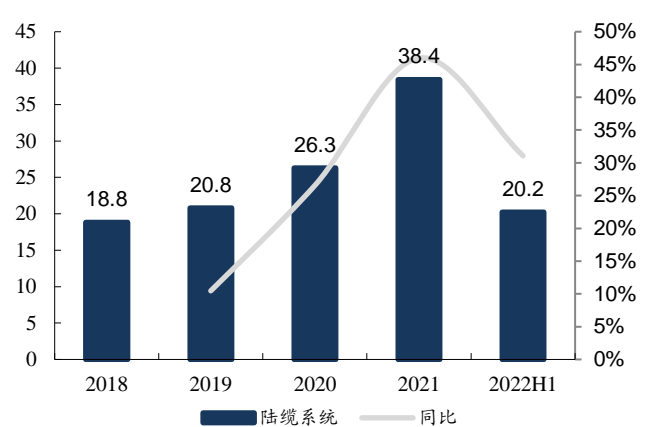
受疫情和抢装后周期影响, 海缆及海工营收、盈利出现下滑。2022H1 海缆系统及海洋工程营收 18.4 亿元, 同减 0.28%, 占主营收入 47.60%, 我们测算其中海缆系统营收约 14.5 亿, 毛利率约 41%, 同比下滑 9pct, 系所执行订单主要为 2020 年底所获, 价格低于抢装期间执行订单, 毛利率逐渐回归合理水平, 海工营收约 3.8 亿, 毛利率约 27%; 陆缆系统营收 20.22 亿元, 同增 31%, 我们测算毛利率约 11%。Q2 单季来看, 海缆系统及海洋工程营收合计 8.3 亿元, 我们测算其中海缆系统营收 7.1 亿, 同降 23%, 环降 3.7%, 主要系 Q2 受疫情影响, 交付低于预期。毛利率约 38.6%, 除价格因素外, 二季度北仑工厂转固计提折旧及交付规模较小对成本有一定影响。陆缆系统营收 12.23 亿元, 同增 37%, 环增 53%。2022 年海缆系统毛利率将逐渐回归合理水平, 我们预计 35%-40%, 2023 年随着高端产品占比提升, 盈利能力有望再度提升。

图7: 公司海缆及海工营业收入及同比 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 公司陆缆营业收入及同比 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

在手订单充足, 下半年优势项目招标有望再创新高。截至2022年7月31日, 在手订单105.22亿元, 其中海缆系统63.11亿元(220kV及以上海缆约占64%, 脐带缆约占10%), 陆缆系统26.47亿元, 海洋工程15.64亿元, 在手订单充足, 2023年业绩高增动力足。近期阳江帆石一风机招标已开启, 我们预计海缆年内有望招标, 此外青洲五、七, 浙江苍南2号、台州1号、岱山1号海缆有望招标, 均为公司优势项目, 年内中标规模或再创新高(目前海缆+海工合计约72亿)。

图9: 截至2022年7月31日东方电缆海缆中标项目汇总

项目名称	项目容量 MW	中标总价 亿元	中标单价 (万元/km)	中心离岸距离 km	送出总长度 km	中标日期
国家电网、中海油、华润电力	-	5.74	-	-	-	2022/1/21
明阳阳江青洲四海上风电场项目	500	13.92	859	55	162	2022/2/16
陵水25-1气田开发项目静态脐带缆采购	-	5.2	-	132	-	2022/3/11
中广核象山涂茨项目66kV海底电缆采购	280	2.39	332	-	72	2022/3/15
粤电阳江青洲一、二海上风电场项目EPC总承包工程-500	1000	17	1417	-	120	2022/3/22
HollandseKust West Beta 海风项目	1400	5.3	408	-	130	2022/3/25
粤电阳江青洲一、二海上风电场项目EPC总承包工程-66	1000	2.98	358	50	83	2022/4/7
国电象山1号海上风电场(二期)项目	500	4.88	-	25	-	2022/7/21
中海油蓬莱19-3油田5/10、渤中19-6凝析气田一期开发项目	-	0.53	-	-	-	2022/7/21
阳江青洲六	1000	13.81	757	52	140	2022/7/21
总计	-	72	-	-	-	-

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

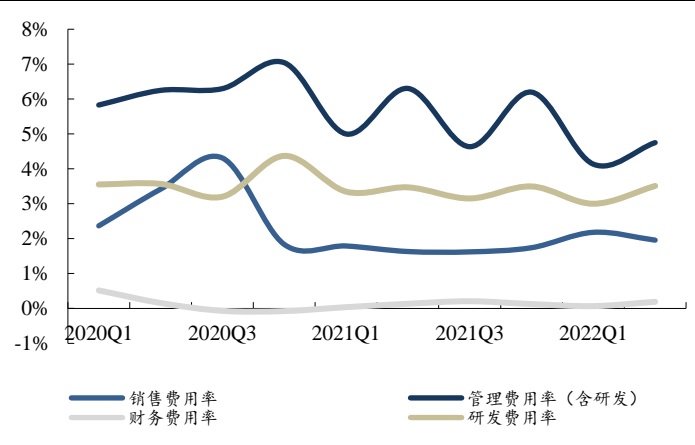
控费能力强，2022H1 管理费用率（含研发）下降明显：公司 2022H1 期间费用同比增长 0.62%至 2.57 亿元，期间费用率下降 0.88 个百分点至 6.66%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 38.35%、下降 11.54%、上升 9.02%、上升 62.76%至 0.8 亿元、1.72 亿元、1.26 亿元、0.05 亿元；费用率分别上升 0.36、下降 1.29、下降 0.15、上升 0.04 个百分点至 2.06%、4.46%、3.27%、0.13%。2022Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+26.31%/-20.64%/+6.47%/+49.06%，费用率分别为 1.96%/4.75%/3.51%/0.19%。公司 2022Q2 期间费用同比下降 9.99%至 1.41 亿元，期间费用率下降 1.17pct 至 6.90%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 26.31%、下降 20.64%、上升 6.47%、上升 49.06%至 0.4 亿元、0.97 亿元、0.72 亿元、0.04 亿元；费用率分别上升 0.33、下降 1.55、上升 0.04、上升 0.06 个百分点至 1.96%、4.75%、3.51%、0.19%。2022H1 期间费用率下降主要系 2022 年度不需要计提奖励基金，管理费用大幅下降所致。

图10：2022H1 期间费用 2.57 亿元，同比+0.62% (亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

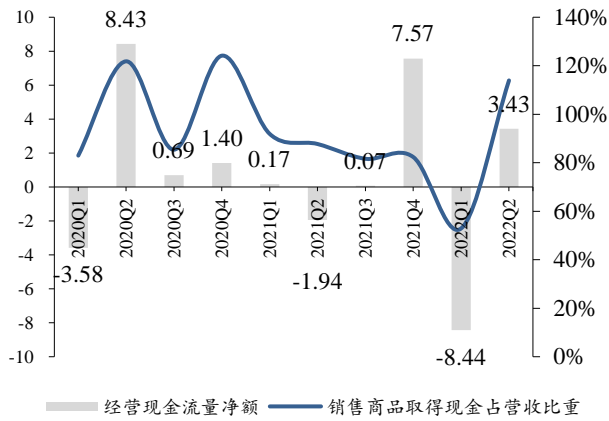
图11：2022Q2 期间费用率 6.90%，同比-1.17pct (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

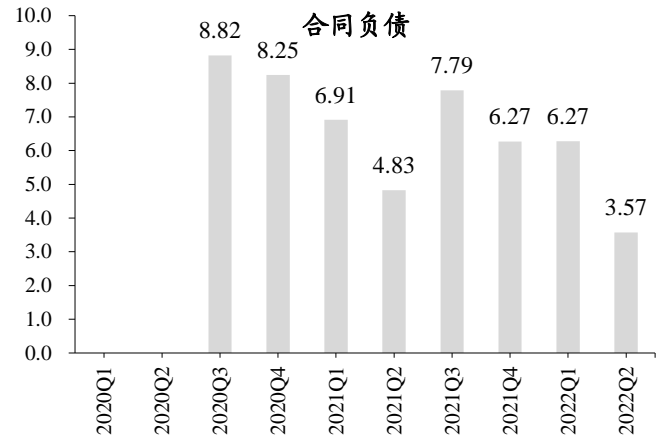
2022Q2 现金流改善：2022H1 经营活动现金流量净流入-5.01 亿元，同降 182.55%，主要系经营性往来款项增减变动；销售商品取得现金 32.89 亿元，同比增长 8.51%。2022Q2 经营活动现金净流入 3.43 亿元，同比增长 277%，改善明显；销售商品取得现金 23.28 亿元，同比增长 36.75%。报告期末合同负债 3.57 亿元，较期初下降 43%；期末存货 12.33 亿元，较期初下降 2.85 亿元。

图12: 2022Q2 经营活动现金净流入 3.43 亿元, 同比+277.15% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2022Q2 期末合同负债 3.57 亿元, 同比-26.03% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 考虑海风施工进度影响产品交付, 我们对盈利预测进行小幅下调, 2022/2023/2024 年归母净利润为 12.02/19.52/25.10 亿元 (前值为 13.15/20.99/28.56 亿元), 同比+1%/62%/29%, EPS1.75/2.84/3.65 元, 对应 PE43/27/21 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 十四五海风装机规模不及预期; 竞争加剧导致市场份额收缩; 平价、原材料涨价导致盈利下滑等。

东方电缆三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,330	7,766	11,085	15,031	营业总收入	7,932	9,636	13,455	16,787
货币资金及交易性金融资产	1,822	1,829	3,040	4,936	营业成本(含金融类)	5,922	7,522	10,259	12,733
经营性应收款项	2,548	3,302	4,512	5,673	税金及附加	34	39	54	67
存货	1,518	1,963	2,661	3,309	销售费用	134	162	215	269
合同资产	402	536	726	915	管理费用	173	210	269	336
其他流动资产	41	137	147	199	研发费用	266	337	471	588
非流动资产	2,054	2,715	2,696	2,662	财务费用	11	-27	-38	-59
长期股权投资	11	16	21	26	加:其他收益	16	48	67	84
固定资产及使用权资产	765	1,686	2,029	2,137	投资净收益	0	1	1	2
在建工程	874	670	308	163	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	280	280	280	280	减值损失	-69	-73	-77	-81
商誉	1	2	3	3	资产处置收益	27	22	38	43
长期待摊费用	9	6	3	3	营业利润	1,372	1,391	2,254	2,901
其他非流动资产	115	55	52	49	营业外净收支	-2	-1	-2	-1
资产总计	8,384	10,481	13,781	17,693	利润总额	1,370	1,390	2,253	2,900
流动负债	3,413	4,201	5,434	6,695	减:所得税	181	188	301	389
短期借款及一年内到期的非流动负债	599	353	353	353	净利润	1,189	1,203	1,952	2,510
经营性应付款项	1,835	2,251	3,107	3,841	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	627	1,120	1,380	1,774	归属母公司净利润	1,189	1,202	1,952	2,510
其他流动负债	352	477	594	728	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.73	1.75	2.84	3.65
非流动负债	85	189	303	440	EBIT	1,350	1,366	2,187	2,795
长期借款	0	100	210	342	EBITDA	1,430	1,549	2,416	3,053
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.34	21.94	23.75	24.15
租赁负债	3	7	12	16	归母净利率(%)	14.99	12.48	14.50	14.95
其他非流动负债	82	82	82	82	收入增长率(%)	57.00	21.48	39.63	24.76
负债合计	3,498	4,390	5,737	7,135	归母净利润增长率(%)	33.98	1.15	62.30	28.62
归属母公司股东权益	4,882	6,086	8,040	10,553					
少数股东权益	4	4	4	4					
所有者权益合计	4,886	6,090	8,044	10,558					
负债和股东权益	8,384	10,481	13,781	17,693					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	586	1,038	1,339	2,020	每股净资产(元)	7.10	8.85	11.69	15.35
投资活动现金流	-464	-881	-235	-247	最新发行在外股份(百万股)	688	688	688	688
筹资活动现金流	412	-150	107	123	ROIC(%)	25.14	19.63	24.98	24.33
现金净增加额	534	7	1,211	1,896	ROE-摊薄(%)	24.35	19.76	24.27	23.79
折旧和摊销	79	183	229	258	资产负债率(%)	41.73	41.89	41.63	40.33
资本开支	-659	-880	-174	-180	P/E(现价&最新股本摊薄)	43.58	43.09	26.55	20.64
营运资本变动	-729	-435	-995	-882	P/B(现价)	10.61	8.51	6.44	4.91

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

