

东方电缆（603606.SH）

公司中标欧洲海风大单，国内外海缆招标有望起量

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 电网设备

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：王蔚祺	010-88005313	wangweiqi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980520080003
证券分析师：王晓声	010-88005231	wangxiaosheng@guosen.com.cn	执证编码：S0980523050002

事项：

公司公告：近期，公司陆续收到相关方的《中标通知书》及合同。其中，中电建华东院海底电缆约 0.8 亿元，英国 SSE 公司海底电缆约 1.5 亿元、Inch Cape Offshore 公司海底电缆约 18 亿元，海缆系统合计中标金额约 20.30 亿元人民币。

国信电新观点：

- 1) 欧洲海风开发走出低谷，2023 年融资规模创历史新高。根据 Wind Europe、GWEC 和 Sif 数据，2023-2026 年欧洲海风新增装机 CAGR 有望达到 30%，2026-2028 年 CAGR 将达到 21%。受海上风电与海洋输电项目需求共同带动，欧洲主要海缆企业在手订单持续创新高。2017 年以来，中国头部海缆企业已陆续积累欧洲业绩，后续海缆订单有望持续向中国头部企业外溢。
- 2) 国内海上风电蓄势已久，2024 年招标有望迎来拐点，其中下半年有望形成密集招标。根据海上风电项目推进节奏，我们预计 2024-2026 年全国海上风电新增装机容量将分别达到 9/15/16GW，2023-2027 年新增装机 CAGR 达到 26%。根据不完全统计，未来一年粤西、浙江待海缆招标项目容量超 15GW，且高规格海缆占比有望持续提升，公司作为本土优势企业有望实现较好的中标表现。
- 3) 考虑 2024 年上半年国内海风项目招标开工进度不及预期，下调 2024 年盈利预测；考虑 2024 年部分项目递延交付和公司近期中标情况，上调 2025-2026 年盈利预测。我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润分别为 12.04/20.96/23.52 亿元（原预测值为 13.69/18.57/22.47 亿元），对应当前 PE 分别为 27/15/14 倍，维持“优大于市”评级。公司是国内海缆龙头企业，未来一年国内海风招标有望进入密集释放，高规格海缆需求占比稳步提升；欧洲本土海缆企业订单饱和，随着海上风电和海洋输电需求的双重释放，公司海外订单有望实现较快增长。

评论：

◆ 海上风电与海洋输电共同带动欧洲海缆需求，订单有望持续向我国头部企业外溢

欧洲海风开发走出低谷，2023 年融资规模创历史新高。2023 年受电价上限过低影响，英国第五轮 CFD（差价合约）以零申报告终；2023 年 11 月，英国政府决定提高第六轮 CFD 海上风电报价上限至 73 英镑/MWh，增长 66%。此外，从融资成本看，英国新能源项目 WACC 在 2022 年 10 月左右达到高点，此后有所回落。根据 Wind Europe 和 4C offshore 数据，2023 年欧洲海上风电完成 FID（最终投资决策）容量高达 9.3GW，对应融资金额高达 300 亿元，走出 2020-2022 年持续下行态势。参考历史数据，欧洲海上风电自 FID 至并网大约需要 2-3 年时间；考虑 2020-2022 年海上风电项目融资情况，预计 2024 年欧洲海上风电投产容量将保持低位，2025-2026 年有望迎来装机拐点。

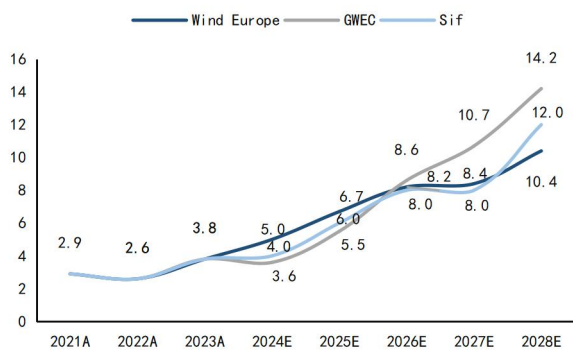
表1：英国历次差价合约（CFD）固定式海上风电场址申报结果

轮次	发布时间	实际中标容量 (MW)	投产时间	上网电价 (元/kWh)	报价上限 (元/kWh)	总补贴额度 (亿英镑)
1	2015.2	1162	2017-2019	1.03、1.08	1.40	-
2	2017.9	3196	2021-2023	0.52、0.67	0.95	2.90
3	2019.9	5466	2023-2025	0.36、0.37	0.50	0.60
4	2022.7	6994	2026-2027	0.34	0.41	2.85
5	2023.9	0	-	-	0.40	2.05
6	预计 2024 年	-	-	-	0.66	-

资料来源：英国 BEIS, CWEA, 国信证券经济研究所整理 注：英镑/人民币汇率按照 9.0 计算，总补贴额度包括太阳能、陆上风电、潮汐能、漂浮式海上风电等

欧洲海风规划项目仍存较大缺口，2024-2026 年有望迎来新一轮资源释放。根据初步统计，目前欧洲地区主要国家计划在 2023-2030 年并网的已规划/披露/竞配的海上风电项目容量约为 75-80GW，距离各国 2030 年目标仍有约 60-65GW 的缺口，考虑到欧洲海上风电建设周期（规划-并网）普遍在 5 年以上，我们预计 2024-2026 年欧洲海上风电将迎来新一轮开发资源释放，其中德国、丹麦、挪威、波兰有望成为资源释放的主要来源。

图1：欧洲海上风电新增装机容量预测（单位：GW）



资料来源：Wind Europe, GWEC, Sif Group, 国信证券经济研究所整理

图2：欧洲海上风电项目历年融资情况（单位：亿欧元，GW）



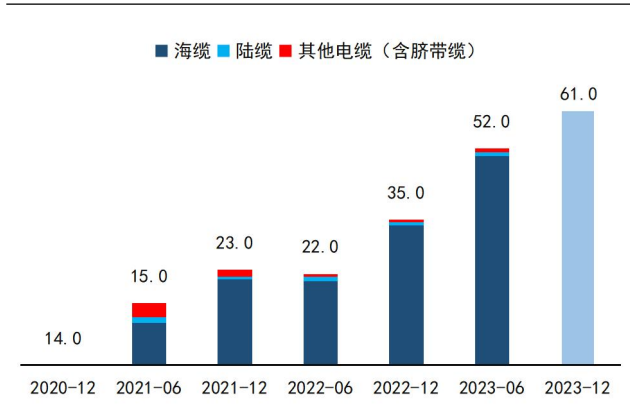
资料来源：Wind Europe, 4C offshore, 国信证券经济研究所整理

欧洲海风装机 2025-2026 年有望迎来拐点。根据 Wind Europe、GWEC 和 Sif 预测，2026 年欧洲海风新增装机将分别达到 8.2/8.6/8.0GW，按照均值计算，2023-2026 年 CAGR 达到 30%，2026-2028 年 CAGR 将达到 21%，2028 年欧洲新增海风装机将突破 10GW。

海上风电与海洋输电项目共同推动海缆需求，欧洲主要海缆企业在手订单持续创新高。2022 年以来，包括耐克森、NKT 和普睿司曼在内的欧洲海缆巨头在手订单持续创新高。随着欧洲 RepowerEU 计划的持续推

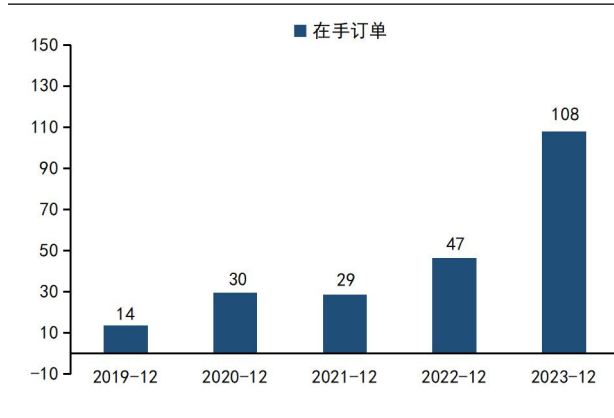
进，未来欧洲电源侧将由气电向新能源转型，考虑到新能源的一次能源不可运输和欧洲风光资源和负荷的逆向分布特征，未来跨海输电通道将成为欧洲电网投资的重点。受海洋输电需求持续释放带动，欧洲头部海缆企业订单与排产饱和，且其中以大长度高压直流海缆为主。

图3: 耐克森发电与输电业务在手订单（单位：亿欧元）



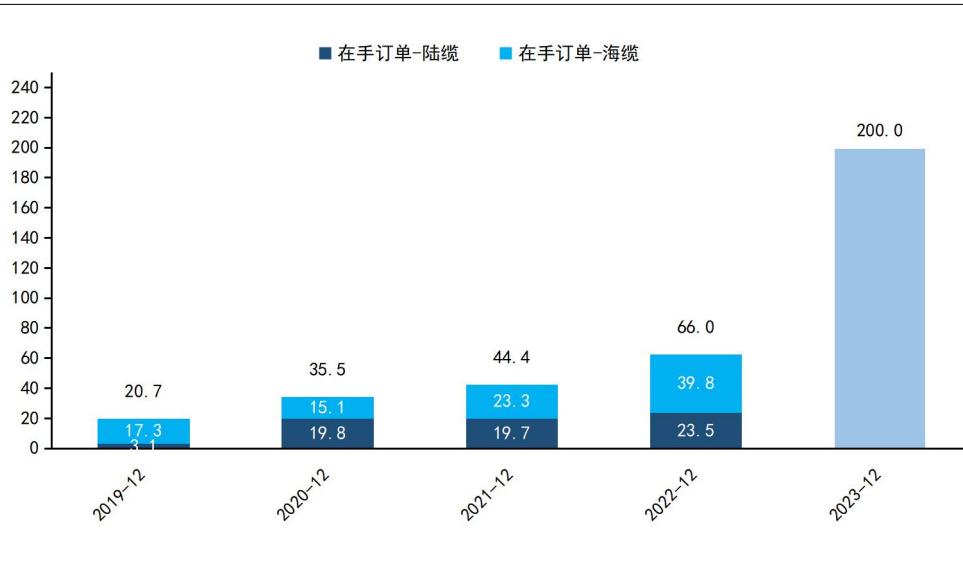
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: NKT 高压电缆业务在手订单（单位：亿欧元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 普睿司曼项目业务在手订单（单位：亿欧元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

中国头部海缆企业已积累欧洲业绩，公司是唯一同时供货海风与海洋输电下游的企业。2017年以来，包括中天科技、亨通光电和东方电缆在内的国内头部海缆企业已陆续向欧洲海上风电和海洋输电项目提供海缆产品与附件。公司在2020年以来中标欧洲海缆订单累计金额超30亿元，且是国内海缆企业中唯一同时供货海风与海洋输电项目下游的企业。公司中标的 Inch Cape 海风订单是公司有史以来最大海外单体订单，并向南苏格兰电网公司 SSEN 第三次提供海缆产品，表明公司产品质量和服务能力已获得欧洲头部客户认可。

表2：中国海缆企业欧洲海缆中标情况统计

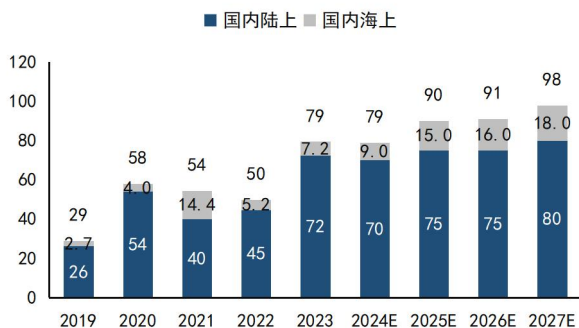
时间	中标公司	项目名称	项目所在地	客户名称	中标内容	中标价格
2017.1	中天科技	EnBw Hohe See 海上风电项目	德国	德电 Tennet	总长度 27km 的 155kV 三芯主缆+并联电抗器以及其它平台附件, 产品+运输+敷设	约 1.85 亿元
2018	亨通光电	WindFloat Atlantic 漂浮式海上风电项目	葡萄牙	葡萄牙 EDP、法国 Engie 等	150kV 送出海缆 EPC&M	-
2020.12	东方电缆	Skye-Harris 岛屿海缆项目	英国	南苏格兰电网公司 SSEN	未提及规格	0.09 亿英镑
2022.3	东方电缆	HKWB 海上风电项目	荷兰	德电 Tennet	总长度 130km 的 220kV 三芯主缆 (铝芯)+总长度 9km 的 66kV 电缆	0.75 亿欧元
2022.11	东方电缆	Pentland Firth East 输电项目	英国	南苏格兰电网公司 SSEN	35kV 海缆产品	约 1 亿元
2023.3	东方电缆	Inch Cape 海上风电项目	英国	国投电力-爱尔兰电力公司的合资公司	3*2000mm ² 、220kV 铜芯海缆供应前期工程协议	约 1400 万元
2023.5	东方电缆	Baltica 2 海上风电项目	丹麦	Orsted 沃旭	66kV 阵列缆产品及配件	约 3.5 亿元
2023.5	中天科技	Baltica 2 海上风电项目	丹麦	Orsted 沃旭	275kV 送出缆产品及配件	约 12.1 亿元
2023.9	中天科技	Gennaker 海上风电项目	德国	50Hertz	220kV 送出工程 EPCI	约 3 亿欧元
2024.7	东方电缆	Inch Cape 海上风电项目	德国	国投电力-爱尔兰电力公司的合资公司	3*2000mm ² 、220kV 铜芯海缆产品	约 18 亿元
2024.7	东方电缆	英国岛屿海缆项目	英国	南苏格兰电网公司 SSEN	未提及规格	约 1.5 亿元

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理 注：截至 2024 年 7 月 10 日

◆ 国内海风蓄势已久，海缆招标有望迎来密集释放

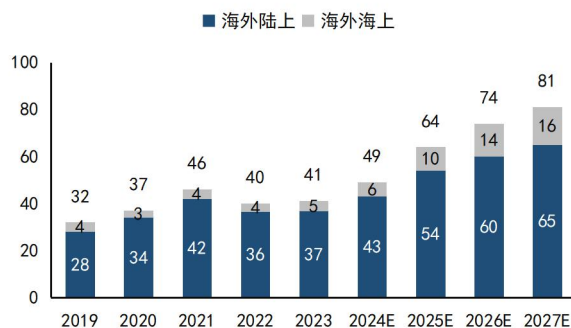
海上风电蓄势已久，2024 年招标需求有望迎来拐点。受 2022-2023 年下游交付节奏影响，2023 年国内风机招标容量同比下滑，其中海上风电同比下降 46%。2022 年以来，全国海上风电前期工作积极推进，2023 年新增核准容量达 12.1GW，同比增长 42%；2024 年 1-4 月海上风电新增核准容量已达 5.6GW。我们预计，目前已招标待开工项目、新增核准容量储备均处于高位，2024 年下半年国内海上风电招标有望迎来放量。

图6：中国风电新增装机容量预测（单位：GW）



资料来源：GWEC，国信证券经济研究所整理与预测

图7：海外风电新增装机容量预测（单位：GW）



资料来源：GWEC，国信证券经济研究所整理

2023-2027 年全国海风新增装机 CAGR 预计为 26%。2021 年随着“双碳”目标的确立、两批“风光大基地”的逐步实施，我国海上风电进入平价时代。因新增项目前期手续耗时较长、疫情和大兆瓦风机定型等因素影响，2022-2023 年我国海风装机规模不足 10GW，维持在较低水平。根据海上风电项目推进节奏，我们预计 2024-2026 年全国海上风电新增装机容量将分别达到 9/15/16GW，2023-2027 年新装机 CAGR 达到 26%。

粤西、浙江待海缆招标项目容量超 15GW，高规格海缆占比有望持续提升。2023 年以来，全国海风项目前期工作推进顺利，可招标项目池持续扩张。以公司已有产能布局的粤西地区和浙江省为例，根据我们不完全统计，未来一年待海缆招标项目规模超 15GW，公司作为本土优势企业有望实现较好的中标表现。此外，我国海风开发逐步走向“深蓝”，项目离岸距离稳步提升，500kV 交直流/330kV 交流等高规格海缆需求占比有望持续提升，公司作为头部企业具有突出优势。

表3：未来一年粤西地区待海缆招标海上风电项目列表

项目名称	装机容量 (MW)	项目类型	场址中心离岸距离 (km)
三峡阳江青洲五、七海上风电场项目	2000	“十三五”遗留项目	71-85
中广核阳江帆石一海上风电项目	1000	“十三五”遗留项目	55
中广核阳江帆石二海上风电项目	1000	“十三五”遗留项目	69
湛江徐闻东一海上风电项目	400	2023年竞配省管项目	80
湛江徐闻东二海上风电项目	300	2023年竞配省管项目	80
阳江三山岛一海上风电项目	500	2023年竞配省管项目	90
阳江三山岛二海上风电项目	500	2023年竞配省管项目	92
阳江三山岛三海上风电项目	500	2023年竞配省管项目	83
阳江三山岛四海上风电项目	500	2023年竞配省管项目	87
阳江三山岛五海上风电项目	500	2023年竞配省管项目	77
阳江三山岛六海上风电项目	500	2023年竞配省管项目	82
江门川岛一海上风电项目	400	2023年竞配省管项目	70
江门川岛二海上风电项目	400	2023年竞配省管项目	70
珠海高栏一海上风电项目	500	2023年竞配省管项目	60
珠海高栏二海上风电项目	500	2023年竞配省管项目	60

资料来源：各省、市发改委、能源局，国信证券经济研究所整理 注：部分项目场址中心离岸距离为估计值，不含2024年启动前期工作或竞争性配置项目

表4：未来一年浙江省待海缆招标海上风电项目列表

项目名称	装机容量 (MW)	项目类型	场址中心离岸距离 (km)
平阳1号海上风电项目	600	2023年核准项目	74
嵊泗3/4号海上风电项目	600	2023年核准项目	40
苍南1号扩建海上风电项目	200	2023年核准项目	25
瑞安2号海上风电项目	600	2023年核准项目	71
岱山2号海上风电项目	300	2023年核准项目	18
嵊泗1号海上风电项目	396	2023年核准项目	20
嵊泗7号海上风电项目	252	2023年核准项目	20
洞头1号海上风电项目	300	2023年启动前期工作	13
洞头2号海上风电项目	200	2023年启动前期工作	47
温岭1号海上风电项目	500	2023年启动前期工作	38
温岭2号海上风电项目	500	2023年启动前期工作	34
苍南3号海上风电项目	800	2023年启动前期工作	58
苍南4号海上风电项目	400	2023年启动前期工作	36
嘉兴2号海上风电项目	300	2023年启动前期工作	17

资料来源：各省、市发改委、能源局，国信证券经济研究所整理 注：部分项目场址中心离岸距离为估计值，不含2024年启动前期工作或竞争性配置项目

◆ 投资建议：下调24年盈利预测，上调25-26年盈利预测，维持“优大于市”评级

考虑2024年上半年国内海风项目招标开工进度不及预期，下调2024年盈利预测；考虑2024年部分项目递延交付和公司近期中标情况，上调2025-2026年盈利预测。我们预计2024-2026年公司实现归母净利润分别为12.04/20.96/23.52亿元（原预测值为13.69/18.57/22.47亿元），对应当前PE分别为27/15/14倍，维持“优大于市”评级。公司是国内海缆龙头企业，未来一年国内海风招标有望进入密集释放，高规格海缆需求占比稳步提升；欧洲本土海缆企业订单饱和，随着海上风电和海洋输电需求的双重释放，公司海外订单有望实现较快增长。

◆ 风险提示

国内海风招标/开工进度不及预期；欧洲海上风电招标进度不及预期；上游原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

相关研究报告：

- 《东方电缆（603606.SH）-海缆业务呈现强劲韧性，“3+1”产业布局助力远期发展》——2024-03-22
《东方电缆（603606.SH）-行业节奏影响公司业绩，24年海缆交付有望迎来放量》——2023-10-27
《东方电缆（603606.SH）-疫情短期拖累海缆交付进度，订单/产能为远期发展提供双保险》——2023-03-12
《东方电缆（603606.SH）-疫情短期影响海缆交期，百亿订单确保远期成长性》——2022-08-11

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2258	2142	2000	2899	4928	营业收入	7009	7310	7516	11476	11750
应收款项	2364	2684	2471	3459	3541	营业成本	5440	5467	5631	8401	8380
存货净额	1321	2148	2471	2830	3219	营业税金及附加	23	49	38	57	59
其他流动资产	98	211	68	101	84	销售费用	147	153	135	172	176
流动资产合计	6831	7917	7542	10042	12523	管理费用	112	130	135	141	144
固定资产	1789	2122	2027	1828	2116	研发费用	238	270	263	287	294
无形资产及其他	324	364	350	335	321	财务费用	21	8	11	7	(8)
投资性房地产	216	189	38	34	35	投资收益	14	3	3	3	3
长期股权投资	27	48	48	48	48	资产减值及公允价值变动	(72)	(127)	(20)	(50)	(50)
资产总计	9188	10640	10004	12288	15043	其他收入	60	169	117	95	95
短期借款及交易性金融负债	109	467	483	100	100	营业利润	957	1151	1383	2409	2703
应付款项	1671	2249	594	897	893	营业外净收支	3	(5)	0	0	0
其他流动负债	151	232	227	339	338	利润总额	960	1146	1383	2409	2703
流动负债合计	2440	3801	2056	2484	2507	所得税费用	118	145	180	313	351
长期借款及应付债券	1061	353	513	513	1313	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	193	195	195	195	195	归属于母公司净利润	842	1000	1204	2096	2352
长期负债合计	1254	549	709	709	1509	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3694	4349	2764	3193	4015	净利润	842	1000	1204	2096	2352
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	13	(70)	40	10	10
股东权益	5494	6291	7292	9147	11080	折旧摊销	144	156	210	213	227
负债和股东权益总计	9188	10640	10056	12340	15095	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	21	8	11	7	(8)
每股收益	1.22	1.45	1.75	3.05	3.42	营运资本变动	(371)	(278)	(1528)	(789)	(430)
每股红利	0.25	0.29	0.35	0.61	0.68	其它	20	383	(84)	(6)	(21)
每股净资产	7.99	9.15	10.60	13.30	16.11	经营活动现金流	647	1190	(159)	1523	2138
ROIC	21%	22%	20%	30%	30%	资本开支	(444)	(662)	(100)	0	(500)
ROE	15%	16%	17%	23%	21%	其它投资现金流	8	67	154	6	2
毛利率	22%	25%	25%	27%	29%	投资活动现金流	(436)	(596)	54	6	(498)
EBIT Margin	15%	17%	18%	21%	23%	权益性融资	11	(31)	0	0	0
EBITDA Margin	17%	19%	20%	23%	25%	负债净变化	531	(350)	176	(383)	800
收入增长	-12%	4%	3%	53%	2%	支付股利、利息	(241)	(172)	(202)	(241)	(419)
净利润增长率	-29%	19%	20%	74%	12%	其它融资现金流	(530)	357	16	(383)	0
资产负债率	40%	41%	27%	26%	27%	融资活动现金流	280	(561)	(36)	(630)	389
股息率	0.8%	0.5%	0.6%	0.8%	1.3%	现金净变动	492	33	(142)	899	2029
P/E	38.02	32.03	26.61	15.28	13.62	货币资金的期初余额	1676	2258	2142	2000	2899
P/B	5.83	5.09	4.39	3.50	2.89	货币资金的期末余额	2258	2142	2000	2899	4928
EV/EBITDA	29.97	26.04	22.61	13.31	12.26	企业自由现金流	248	299	(262)	1540	1657
						权益自由现金流	760	(59)	(175)	1151	2064

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032