

# 起帆电缆（605222）

## 乘闽沪之海风，属地优势二次腾飞

买入（首次）

2024年07月26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 王紫敬

执业证书：S0600521080005  
021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003  
guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 李康桥

执业证书：S0600523050004  
likq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	20644	23348	24242	25551	26601
同比（%）	9.36	13.10	3.83	5.40	4.11
归母净利润（百万元）	366.65	423.19	498.06	732.18	924.12
同比（%）	(46.39)	15.42	17.69	47.01	26.21
EPS-最新摊薄（元/股）	0.88	1.01	1.19	1.75	2.21
P/E（现价&最新摊薄）	18.83	16.31	13.86	9.43	7.47

### 投资要点

- 公司是国内领先的电线电缆行业龙头，近年布局海缆业务。公司总部位于上海市金山市，产品涵盖电力电缆、电气装备用电线电缆、通信电缆和裸电线四大类。公司目前拥有湖北宜昌、福建平潭（在建）两个海缆生产基地。2021年公司在启东交付第一批26/35KV的海底电缆，正式进入海工装备领域。公司近年营业收入增长趋势持续，经营态势良好。2019-2023年公司营业收入稳定增长，年均复合增长率到达25%。
- 福建海风十四五规划剩余量大、紧迫性强，且后续电价提升空间大。受疫情、政策等多重因素影响，各省十四五海风装机进度放缓，其中福建省海风资源最为优质，剩余10GW规划建设进度紧迫性最强。前期福建、上海等地的海风项目电价较低，未来项目电价不作为竞配因素是趋势，福建、上海等地后续竞配项目上网电价有望对标燃煤电价大幅提升，项目回报率有望大幅提升，提振产业链开工意愿。
- 公司作为唯一在福建拥有完整海缆产线的厂商，有望显著受益于闽沪海风建设，属地优势显著。2023年10月公司与平潭实验区管委会合资投资建设福建平潭海缆基地（公司持股90%），计划投资20亿元，产能设计40亿，建设周期24个月，预计24年Q3开始贡献组装产能，预计25年Q3完全竣工。连通宜昌基地，公司总海缆产能将达60-70亿。起帆电缆是唯一在福建本地设有完整海缆生产基地的厂商，属地优势显著。  
弹性测算：近海海缆价值量一般为10-12亿/GW，远海海缆15亿/GW。按照福建省十四五期间剩余10GW风电规划量测算，海缆总需求量约在120~130亿元。假设起帆电缆凭借属地优势获得50%份额，便有60~65亿元海缆业务增量，空间巨大。  
目前公司海缆在手订单约10亿，今年新增广东大唐勒门2.8亿、上海金山2.5亿、浙江台洲玉环2.5亿、浙江温州瑞安1-2亿等项目，后续各地方潜在业务订单空间巨大。
- 上海29.3GW深远海风电规划获得国家批复，起帆作为本地厂商优势显著。2024年7月18日，上海市政协召开“推进能源结构转型，助推上海实施双碳战略”重点提案专题督办办理推进会上，指出本市获批29.3GW深远海风电规划，全部建成后每年可提供约1000亿千瓦时绿电。起帆作为上海本土优秀海缆厂商，长期发展空间巨大。
- 盈利预测与投资评级：我们看好公司凭借属地优势，在即将到来的海风加速建设机遇中打造海缆第二增长曲线。预计公司2024-2026年归母净利润4.98/7.32/9.24亿元。参考行业公司平均估值水平，给予公司2025年15倍PE，目标市值110亿元，目标价26元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：招标政策推进不及预期，军事和地缘政治因素影响开工建设，上游原材料价格波动

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	17.01
一年最低/最高价	13.70/20.80
市净率(倍)	1.59
流通A股市值(百万元)	7,023.44
总市值(百万元)	7,112.51

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.70
资产负债率(% ,LF)	65.53
总股本(百万股)	418.14
流通A股(百万股)	412.90

### 相关研究

## 内容目录

1. 公司概况：国内一流电线电缆制造企业 .....	4
1.1. 基本概况：国内一流电线电缆制造企业，近年入局海缆领域 .....	4
1.2. 经营情况：规模持续增长，经营态势良好 .....	4
2. 风电十四五收官在即，各地海风项目加速推进 .....	6
3. 乘福建、上海之海风，公司海缆业务二次曲线腾飞在即 .....	7
4. 盈利预测与估值 .....	12
5. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1:	公司发展历程 .....	4
图 2:	2019 年-2023 年公司营业收入及增速 (亿元) .....	4
图 3:	公司扣非归母净利润及增速 (亿元) .....	4
图 4:	2020 年-2023 年公司主营业务分产品营收 (亿元) .....	4
图 5:	2020 年-2023 年公司主营业务分产品毛利率 .....	4
图 6:	2016-2023 年我国海上风电行业装机量统计情况 .....	4
图 7:	海风项目开工审批流程 .....	4
图 8:	海风行业产业链 .....	4
图 9:	海缆分类 .....	4
图 10:	国内沿海风能资源模拟 .....	4
图 11:	上海深远海风电未来潜力巨大 .....	10
图 12:	起帆电缆平潭基地 .....	1
表 1:	各省“十四五”海上风电规划 .....	4
表 2:	部分省份的海上风电项目评分要求及中标项目电价情况 .....	10
表 3:	部分海缆厂家产线布局分布 .....	1
表 4:	海缆招标项目的属地优势十分显著 .....	1
表 5:	起帆电缆业务拆分预测 (单位: 亿元, %) .....	1
表 6:	起帆电缆盈利预测 .....	1
表 7:	同行公司盈利预测与估值情况 .....	1

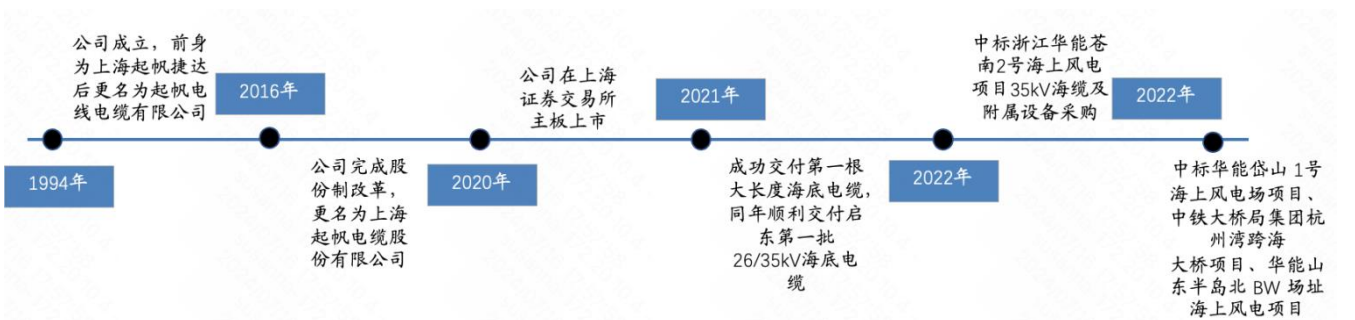
## 1. 公司概况：国内一流电线电缆制造企业

### 1.1. 基本概况：国内一流电线电缆制造企业，近年入局海缆领域

公司深耕电线电缆行业近三十年，处于国内领先水平。公司成立于1994年，前身为上海起帆捷达后更名为上海起帆电线电缆有限公司，总部位于上海市金山市，2020年在上交所主板上市。公司是一家从事电线电缆研发、生产、销售和服务的专业制造商，产品涵盖电力电缆、电气装备用电线电缆、通信电缆和裸电线四大类。公司以“成为国内一流的电线电缆制造企业，为用户提供一站式服务”为愿景，始终如一地推行“以质量求生存、以信誉求发展、以服务为保障”的经营理念，凭借“质量高、规模大、品种全、交货快、服务好”取得一定的竞争优势和品牌影响力，跻身线缆行业头部。

公司海缆业务成为新的增长点。公司目前拥有湖北宜昌、福建平潭（在建）两个海缆生产基地。2021年公司在启东交付第一批26/35KV的海底电缆，正式进入海工装备领域。2022年，公司中标华能岱山1号海上风电项目、中铁大桥局集团杭州湾跨海大桥项目、华能山东半岛北BW场址海上风电项目其中为华能山东半岛北BW场址海上风电项目提供的220kV-3×630mm<sup>2</sup>海缆产品系公司首根大长度220kV电压等级的海缆，标志着起帆海缆产品在海上风电领域取得重大突破。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网新闻资讯，公司公众号，东吴证券研究所

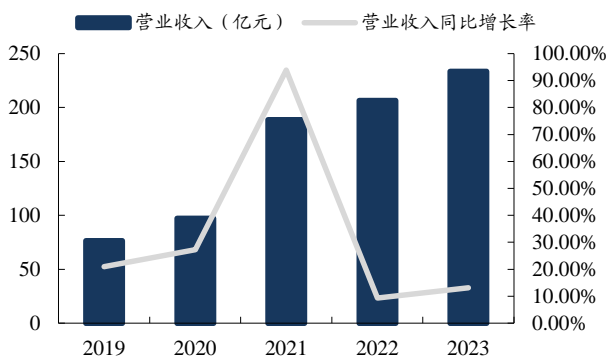
### 1.2. 经营情况：规模持续增长，经营态势良好

公司近年营业收入增长趋势持续，经营态势良好。2019-2023年公司营业收入稳定增长，年均复合增长率到达25%，2023年达233.5亿元。扣非归母净利润在2022年有所波动，主要系在近两年行业竞争日益激烈的情况下，为获取更多的市场份额，公司进行了一定程度的销售让利。

伴随着2022年国际形势突变，主要原材料铜的价格出现大幅下跌，导致存货出现大额减值损失以及与其相关的套期投资收益下降。同时，公司发行可转换公司债券利息

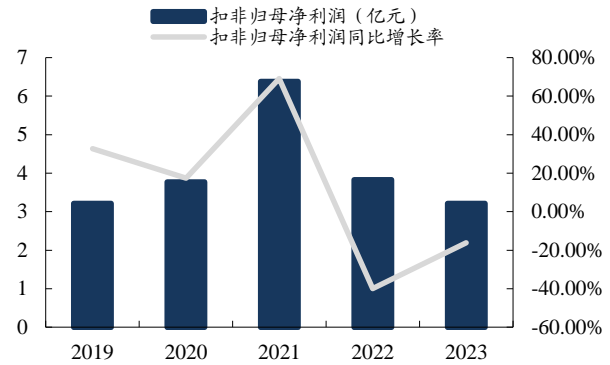
费用分摊增加以及银行贷款增加导致的借款利息增加，财务费用增长，限制性股权激励费用分摊以及研发费用增加造成这一时期扣非归母净利润有较大幅度的下降。2023 年则由于收到政府补助金额较大，伴随非经常性损益金额增加，导致这一时期非经常性损益的利润下降。

图2: 2019年-2023年公司营业收入及增速(亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 公司扣非归母净利润及增速(亿元)

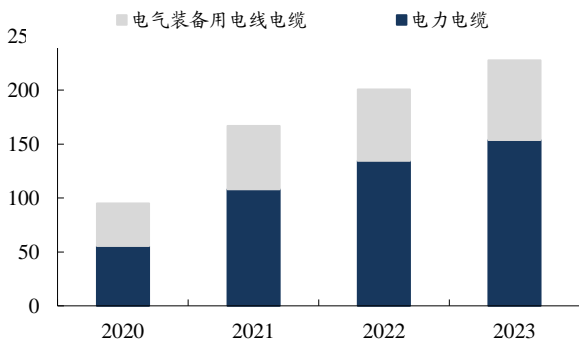


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司产品主要分为电力电缆和电气装备用电线电缆，其中电力电缆占公司收入比重最高。2020年-2023年，电力电缆营收从55.49亿上涨至153.89亿元，占总营收比例从57%上升至65%。

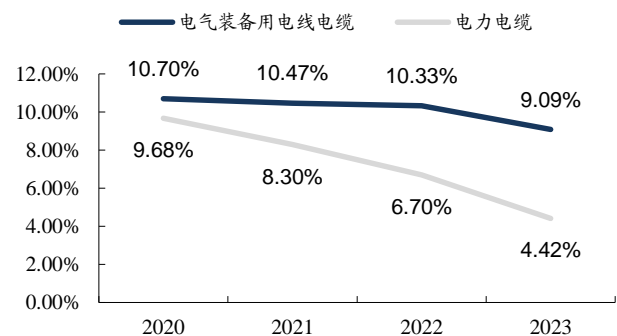
分产品毛利率方面，电气装备用电线电缆产品毛利率高于电力电缆。同时，2020-2023年两个产品均呈现毛利率下降趋势。2021年主要由于铜价上涨，2022-2023年则主要由于市场竞争加剧公司低价抢市场份额。

图4: 2020年-2023年公司主营业务分产品营收(亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 2020年-2023年公司主营业务分产品毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

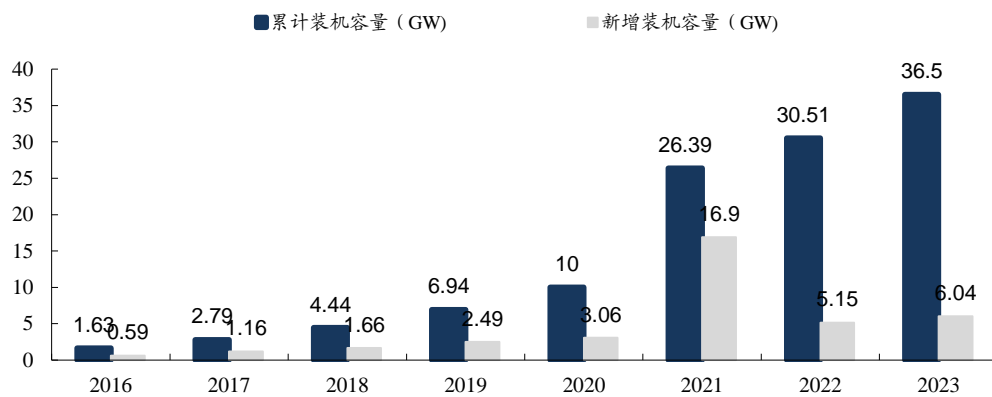
铜价波动与份额拓展阶段性扰动利润率。2019-2023年，公司销售毛利率、销售净利率逐年下降。主要由于随着我国电缆行业的快速发展进入成熟期，行业内企业制造技

术趋同竞争激烈,为保持以及进一步扩大市场份额,公司进行销售让利,毛利有所降低。

## 2. 风电十四五收官在即,各地海风项目加速推进

全球海上风电装机量稳步上升,中国连续多年海风装机位居全球首位。根据 GWEC 发布的《2023 年全球海上风电报告》,自 2006 年,全球海上风电装机量稳步增加。中国海风建设较晚但整体增速较快,逐步走向领先地位。自 2021 年以来,我国海上风电连续三年位居全球首位,占比达全球的一半左右。根据 GWEC 发布的《2021 全球海上风电报告》数据显示,中国在 2020 年新增并网海上风电装机容量超过 3GW,连续三年成为全球最大的海上风电市场。

图6: 2016-2023 年我国海上风电行业装机量统计情况



数据来源: CWEA, 东吴证券研究所

国家双碳政策驱动下,“十四五”期间沿海各省因地制宜纷纷布设海上风电规划。“十四五”期间沿海省市海上风电规划接近 200GW。广东省潮州市 (43.3GW)、福建漳州 (50GW)、江苏盐城 (33GW) 三个城市海上风电规划超预期。

表1: 各省“十四五”海上风电规划

地区	文件	规划量
辽宁	辽宁省“十四五”海洋经济发展规划	“十四五”风电、光伏重点项目中,风电一期工程(续建)1.5GW;二期工程(辽西北及等容量替代)3.3GW;三期工程 13.60GW 左右。
山东	能源保障网建设行动计划	探索推进海上风电军民融合发展新模式。2022 年,海上风电开工 5GW,建成 2GW 左右。到 2025 年,开工 12GW,建成 8GW;到 2030 年,建成 35GW。
江苏	江苏省“十四五”可再生能源发展规划、2021 中国新能源发展论坛盐城市委副书记、代市长周斌致辞盐城	到 2025 年,全省风电装机达到 28GW 以上,其中海上风电装机达到 15GW 以上。
上海	上海市发改委发布关于金山海上风电场一期项目竞争配置	近海风电重点推进奉贤、南汇和金山三大海域风电开发,探索实施深远海域和陆上分散式风电示范试点,力争新增规模 1.80GW。
浙江	浙江省可再生能源发展“十四五”规划	到 2025 年,全省风电装机达到 6.41GW 以上,海上风电新增装机 4.55GW 以上,力争达到 5GW。在宁波、温州、舟山、台州等海域,打造 3 个以

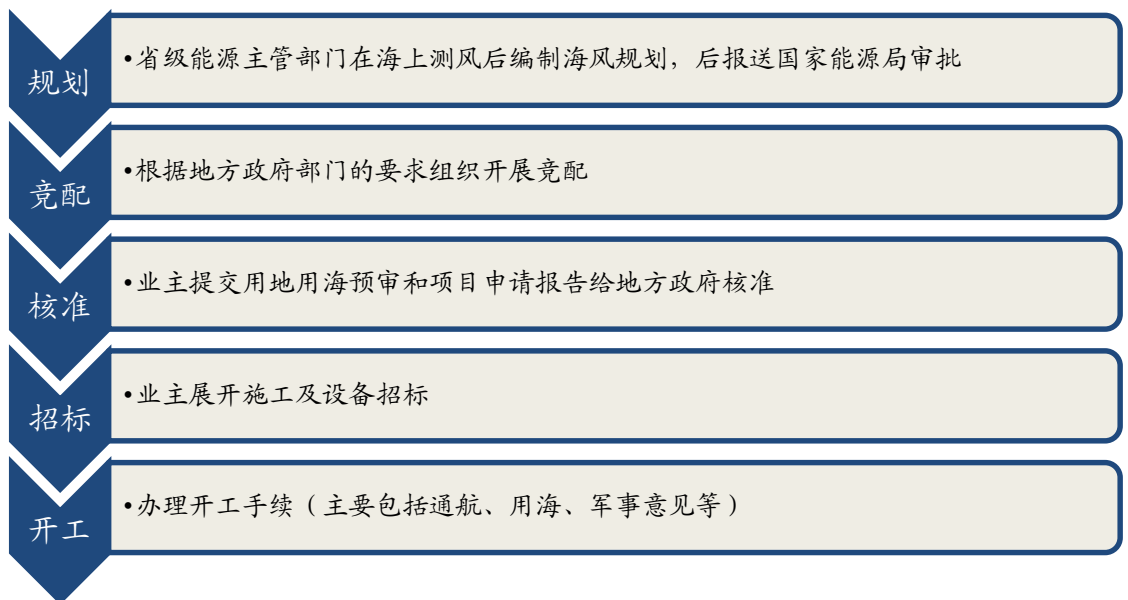
福建	福建省“十四五”能源发展转型规划、福建漳州市人民政府 5000 万千瓦的海上风电大基地开发方案	上百万千瓦级海上风电基地。 “十四五”期间增加并网装机 4.1GW，新增开发省管海域海上风电规模约 10.3GW，力争推动深远海风电开工 4.8GW。
广东	广东省能源发展“十四五”规划、潮州市能源发展“十四五”规划	“十四五”时期，大力发展海上风电，新增海上风电装机容量约 17GW。
广西	广西可再生能源发展“十四五规划”	“十四五”期间新增风电装机 17.97GW，其中海上风电新增装机 3GW。
海南	《海南省“十四五”能源发展规划》、《海南省海上风电场工程规划》、《海南省上风电项目招商(竞争性配置)方案》	海南省“十四五”期间规划 11 个场址作为近期重点项目，总开发容量为 12.30GW
天津	《天津市可再生能源发展“十四五”规划》	科学稳妥推进海上风电开发，加快推进远海 0.9GW 海上风电项目前期工作。

数据来源：各省“十四五”规划公告，东吴证券研究所

前期受疫情、政策等多重因素影响，各省海风装机进度放缓，存量项目今年有望加速推进。2022-2023 年，在各省陆续推出海风装机目标后，受到疫情、用海政策调整、军事和航道限制、双 30 等因素的影响，计划中的海上风电项目难以推进整体海风行业盈利不及预期。截止 2023 年，各省“十四五”海上风电累计装机完成度不到一半。

海风项目落地依次经历能源局批复各省海风规划、竞配/直配确定、用海预审、核准批复、取得海域使用权、开工。同时，海风项目整体落地周期较长为 1.5-2 年。为了加快进程完成目标，24 年海风项目落地有望加快。

图7：海风项目开工审批流程



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

### 3. 乘福建、上海之海风，公司海缆业务二次曲线腾飞在即

海上风电产业链包括上游的配件和材料、中游的整机组装和下游的运营和运维。上

游的配件材料包括轮毂、叶片、发电机、齿轮箱、轴承、塔架等，中游的整机组装主要包括风电主机、海底电缆。下游主要由国家电网、华电集团、国电集团等运营。

图8：海风行业产业链



数据来源：前瞻研究院，东吴证券研究所

海缆（海底电缆）行业是海上风电产业链中的重要环节，主要负责将海上风电场的电能输送到陆地电网。随着全球海上风电产业的快速发展，海缆行业也迎来了广阔的市场前景和发展机遇。海缆被誉为“国民经济的血管和神经”，在电力传输和通信中发挥着重要作用。

图9：海缆分类

	类别	电压等级	产品应用
按电压等级划分	低压海缆	<1kV	主要用于沿海浅海海域低压配电系统。受渔业活动影响导致外力破坏的风险较高，因此对光缆抗拉强度、耐冲击性能以及压扁性能要求较高。
	中压海缆	1 kV~35 kV	用于海上风电场的电力传输，连接海上风力发电机组和陆地电网，通常需要耐腐蚀和高强度的电缆。
	高压海缆	110 kV~500 kV	主要用于大陆架涉海和深海海底电力输送。其需要承载较高的电压，核心线材和绝缘材料的要求非常严格，造价相对较高。
	超高压海缆	500 kV	主要用于远距离、大容量的海底电力传输，特别是从海上风电场或远海油气平台到陆地电网的输电。由于承载电压极高，核心线材、绝缘材料和设计技术的要求更加严苛，造价更为昂贵
按功能划分	阵列缆	35kV, 66kV	主要用于风机间传输电能的海缆（也称集电海缆），它能将各个风力发电机进行串联，将风机发电传输到海上升压站。
	送出缆	220kV, 300kV, 500kV	主要用于海上升压站与大陆之间传输。将电力由海上升压站传输到岸上升压站，实现海上风力发电传输功能。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

海缆环节扛通缩性强。其中海缆由于离岸距离有所增加，用量及投资额随之增加难



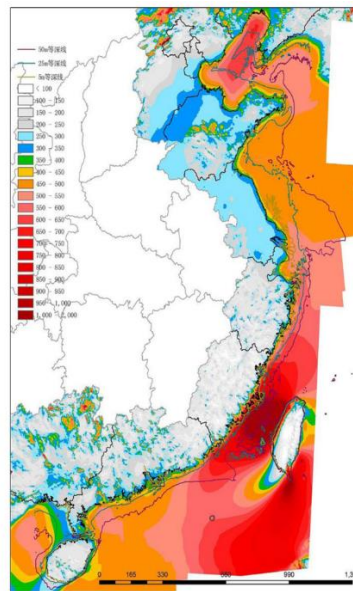
以规避。面临海上风电项目整体投资有所减少的大背景下，海缆投资额出于远海布设风电项目受地理距离的客观因素无法减少。同时，由于海缆设在海下运维成本较高对于海缆的品质要求较高。因而在整个项目中海缆的投资额难以削减并且占比较大(10%-20%)。根据调查，在远海情况下，部分 2023 年的项目中海缆的投资额达到了 15-25 亿元。

**海缆行业进入壁垒高，尚为“蓝海”。**海缆行业进入壁垒高主要由于：1) 技术壁垒：海缆生产和安装涉及高难度的技术要求，包括高压电缆制造技术、海底电缆敷设技术和连接技术。这些技术需要长期的研发投入和经验积累，非传统电缆厂商很难迅速掌握；2) 地理壁垒：海缆重量重、长度长等物理特性需要海上运输，因而需要海缆厂配备码头；3) 经验壁垒：海缆布设海下难以运维等问题使得客户对于海缆的质量提出更高的要求，这就需要企业拥有品牌和丰富的项目经验。

**福建省海上风电资源最为优越。**根据国家发改委能源研究所风能资源数值模拟结果，台湾海峡是中国近海风能资源最丰富的地区，风能资源等级达到 6 级以上。广东省、广西和海南的近海海域风能资源等级在 4-6 级之间，福建省由于受到台湾海峡狭管效应的影响，年平均风速高达 7.1-10.2 米/秒，等效满负荷小时数达到 2200-3800 小时，是全国海上风电资源最优越的省份之一。

**福建省是所有省份中海风项目进展最慢，但也是最紧迫的，十四五期间仍有 10GW 海风项目未分配。**

图10：国内沿海风能资源模拟



数据来源：国家发改委，东吴证券研究所

2024 年 7 月，上海 29.3GW 深远海风电规划获得国家批复，起帆作为本地厂商优势显著。7 月 18 日，上海市政协召开“推进能源结构转型，助推上海实施双碳战略”重点提案专题督办办理推进会上，指出本市获批 29.3GW 深远海风电规划，全部建成后每年可提供约 1000 亿千瓦时绿电。

图11: 上海深远海风电未来潜力巨大



数据来源: 新民网, 东吴证券研究所

以广西为代表的多个地区海风项目加速推进。7月19日, 国家能源招标网发布《国电电力广西风电开发有限公司海上风电竞争性配置技术服务公开招标项目招标公告》累计规划容量 6.5GW。各地海风项目进入招标、开工窗口期。

电价不作为竞配因素是趋势, 福建、上海后续竞配项目上网电价有望对标燃煤电价大幅提升。此前福建省 2022 年首批海上风电项目竞配, 华能联合体中标项目申报电价 0.19XX 元/度, 国家能源集团中标项目申报电价 0.20XX 元/度。此前上海部分海上风电项目上网电价也在 0.2XX~0.3 元/度之间。然而全国范围内, 多数省份的海上风电项目的电价是对标当地燃煤发电基准价 (0.39 元/度) 的, 上网电价不作为竞配因素。

从产业健康可持续发展角度和监管部门要求考虑, 后续福建等地的海上风电项目的上网电价有较大提升空间, 项目回报率有望大幅提升, 提振产业链开工意愿。

表2: 部分省份的海上风电项目评分要求及中标项目电价情况

省份	评分要求和项目中标情况
福建省	<p>以通过资格审查的投资主体申报的平均上网电价作为基准电价, 当申报电价高于基准电价, 每高 0.001 元/千瓦时扣 0.15 分; 当申报电价低于基准电价, 每低 0.001 元/千瓦时加 0.1 分, 最高为 40 分</p> <p>连江外海海上风电场 (70 万千瓦) 2022 年华能联合体中标项目申报电价 0.19XX 元/度</p> <p>马祖岛外海海上风电场 (30 万千瓦) 2022 年国家能源集团中标项目申报电价 0.20XX 元/度</p>
上海市	<p>以参与竞争配置企业申报的平均上网电价作为基础电价, 基础电价得 35 分。高于基础电价的申报电价以 35 分为基础扣分, 低于基础电价的申报电价以 35 分为基础加分, 最高得 40 分</p> <p>杭州湾海上风电项目 金山二期业主为上海电力股份有限公司联合体, 上网电价为 0.247 元/千瓦时; 奉贤二期业主为上海电力股份有限公司联合体, 上网电价为 0.207 元/千瓦时</p> <p>金山海上风电场一期项目 国长江三峡集团有限公司、上海绿色环保能源有限公司、中海油融风能源有限公司联合体为项目业主, 项目上网电价为 0.302 元/千瓦时</p>
广东省	燃煤发电基准价 (2022 年为 0.453 元/千瓦时), 上网电价不作为竞配因素
江苏省	2021 年江苏海上风电竞争性配置电价执行当地燃煤发电基准价

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**合资投建福建平潭海缆基地，预计明年开始释放全部产能。**2023年10月，公司公告投资起帆平潭海缆基地项目，与平潭综合实验区管委会设立项目公司平潭起帆电缆有限公司（公司持股90%、平潭实验区管委会持股10%），注册资本5亿元。计划投资金额20亿人民币（固定资产投资10亿），整合建设周期24个月。

2024年Q3基地开始贡献组装产能，预计2025年Q3完全竣工，产能设计40亿。后期将湖北宜昌基地的产能优化到平潭，总海缆产能将达到60-70亿。海风项目主要在四个地区：宁德、平潭、漳州、连江。

本项目基地的建成，可极大缩短大长度海底电缆海上运输时间，既节约运输成本，又可充分保障敷设工程进度，同时也方便今后海底电缆运行过程中的维护工作。另外，平潭地理位置优越，港口运输便捷，在此建设海底电缆生产基地有利于今后拓展周边省份和东南亚一带一路国家的海缆需求，具有广阔的市场前景。

**图12：起帆电缆平潭基地**

**平潭综合实验区关于起帆平潭海缆基地项目工程建设许可阶段审批前公示**

时间：2024-04-18 15:59 浏览量：152 A+ | A- | ☆ | 🗨 | 🔍

项目名称	起帆平潭海缆基地项目		
申报单位	平潭起帆电缆有限公司	建设单位	平潭起帆电缆有限公司
建设地点	平潭环岛南路与如意路交叉口南侧		
总投资	100000万元		
建设规模及主要内容	该项目总建筑面积93471.81平方米，计容建筑面积160089.93平方米，地下建筑面积3402.74平方米。		
受理窗口	平潭综合实验区政务服务	联系电话	12345转
	中心项目投资审批服务科	联系人	丁柯艳
电子邮箱	pt23155007@163.com	邮政编码	350400

数据来源：平潭县人民政府，东吴证券研究所

**起帆电缆是唯一在福建本地设有完整海缆生产基地的厂商，属地优势显著。**福建省地理位置优越，临近华南五省，拥有优良的港口设施，如福州港和厦门港，能够有效降低运输成本，快速响应华南市场的需求。海缆行业的龙头企业如中天科技、东方电缆、亨通光电等，其主要生产基地均位于长三角地区和山东等地，并未在靠近华南的地方建厂。公司在福建平潭新建的海缆基地后，凭借其优越的地理位置和丰富的海风资源，预期将在华南地区海缆市场中占据重要地位，属地优势料将十分显著。

**表3：部分海缆厂家产线布局分布**

省份	海缆产线
广东	东方电缆(阳江高新区), 中天科技(汕尾), 亨通光电(揭阳)
江苏	中天科技(南通/盐城大丰), 亨通光电(常熟/射阳), 宝胜电缆(扬州),

	远东股份(南通如东)
湖北	起帆电缆(宜昌)
山东	中天科技(东营)、汉缆股份(青岛)、万达电缆(东营)
浙江	东方电缆(宁波北仑)
福建	起帆电缆(福州平潭), 太阳电缆(漳州东山, 代工)

数据来源: 相关公司公告, 东吴证券研究所

**表4: 海缆招标项目的属地优势十分显著**

广东省海上风电项目	规模	中标单位	属地(是否有子公司)
中广核汕尾甲子一海上风电	500MW	中天科技	本省本地
明阳青洲四海上风电项目	505.2MW	东方电缆	本省本地
粤电青洲一海上风电场项目	400MW	东方电缆	本省本地
中广核汕尾甲子二	400MW	中天科技	本省本地
粤电青洲二海上风电场项目	600MW	东方电缆	本省本地
江苏省海上风电项目	规模	中标单位	属地(是否有子公司)
源射阳 1GW 海上风电项目	1GW	中天科技	本省本地
三峡大丰 800MW 项目	850MW	中天科技	本省本地

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2021 年公司在启东交付第一批 26/35KV 的海底电缆, 正式进入海工装备领域。2023 年, 公司中标华能岱山 1 号海上风电场项目、中铁大桥局集团杭州湾跨海大桥项目、华能山东半岛北 BW 场址海上风电项目其中为华能山东半岛北 BW 场址海上风电项目提供的 220kV-3×630mm<sup>2</sup> 海缆产品系公司首根大长度 220kV 电压等级的海缆, 标志着起帆海缆产品在海上风电领域取得重大突破

截至 2024 年 7 月, 公司海缆在手订单约 10 亿, 今年新增广东大唐勒门 2.8 亿、上海金山 2.5 亿、浙江台州玉环 2.5 亿、浙江温州瑞安 1-2 亿等项目, 后续各地方潜在业务订单空间巨大。

**福建弹性测算: 一般近海海缆价值量 10-12 亿/GW, 远海海缆 15 亿/GW。按照福建省十四五期间剩余 10GW 风电规划量测算, 海缆总需求量约在 120~130 亿元。假设起帆电缆凭借属地优势获得 50%份额, 便有 60~65 亿元海缆业务增量, 空间巨大。**

#### 4. 盈利预测与估值

根据业内通常方法, 我们直接将公司业务划分为陆缆和海缆。

**陆缆:** 未来电力用量持续增加, 公司作为行业龙头, 陆缆需求有望持续稳健。我们预计 2024-2026 年收入 229/231/234 亿元, 对应增速 1%/1%/1%; 考虑铜价波动, 假设毛利率 5.5%/5.7%/5.9%。

**海缆:** 考虑到在手订单, 以及福建 10GW 的十四五增量以及上海和其他省份的潜在

项目,我们预计公司海缆业务 2024-2026 年收入 7.5/18/26 亿,对应增速 650%/140%/44%;伴随高压产品结构提升,毛利率假设 28.5%/30.5%/31%。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 242/256/266 亿元,同比增长 3.83/5.40%/4.11%。

**表5: 起帆电缆业务拆分预测 (单位: 亿元, %)**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	206.44	233.48	242.42	255.50	266.01
yoy	9.36%	13.1%	3.83%	5.40%	4.11%
陆缆	200.58	226.75	229.02	231.31	233.63
yoy	9.34%	13.05%	1%	1%	1%
毛利率	7.9%	5.96%	5.5%	5.7%	5.9%
海缆	0	1.00	7.50	18.00	26.00
yoy			650%	140%	44%
毛利率			28.5%	30.5%	31%

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

我们看好公司凭借属地优势,在即将到来的海风加速建设机遇中打造海缆第二增长曲线。预计公司 2024-2026 年归母净利润 4.98/7.32/9.24 亿元。参考行业公司平均估值水平,给予公司 2025 年 15 倍 PE,目标市值 110 亿元,目标价 26 元。首次覆盖,给予“买入”评级。

**表6: 起帆电缆盈利预测**

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	20644	23348	24242	25504	26535
同比 (%)	9.36	13.10	3.83	5.40	4.11
归母净利润 (百万元)	366.65	423.19	498.06	732.18	924.12
同比 (%)	(46.39)	15.42	17.69	47.01	26.21
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.88	1.01	1.19	1.75	2.21
P/E (现价&最新摊薄)	18.83	16.31	13.86	9.43	7.47

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

**表7: 同行公司盈利预测与估值情况**

证券代码	名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
600522.SH	中天科技	486	31.17	36.10	43.14	49.17	15.59	13.46	11.27	9.88
600487.SH	亨通光电	384	21.54	27.11	32.94	39.23	17.83	14.16	11.66	9.79
603606.SH	东方电缆	344	10.00	13.35	18.68	22.31	34.40	25.77	18.42	15.42
	平均值						22.61	17.80	13.78	11.70
605222.SH	起帆电缆	69	4.24	4.98	7.32	9.24	16.31	13.86	9.43	7.47

数据来源: 中天科技、亨通光电、东方电缆为 WIND 一致预期,市值为 2024 年 7 月 24 日收盘价,东吴证券研究所

## 5. 风险提示

- 1、**招标政策推进不及预期**：若风电项目落地规划进展慢，会影响公司业务节奏；
- 2、**军事和地缘政治因素影响开工建设**：福建地区海上风电建设与军事规划潜在扰动；
- 3、**上游原材料价格波动**：公司产品成本或受影响。

## 起帆电缆三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>11,257</b>	<b>12,864</b>	<b>14,584</b>	<b>16,242</b>	<b>营业总收入</b>	<b>23,348</b>	<b>24,242</b>	<b>25,551</b>	<b>26,601</b>
货币资金及交易性金融资产	2,690	4,366	5,106	6,670	营业成本(含金融类)	21,978	22,751	23,711	24,467
经营性应收款项	4,097	4,035	4,433	4,569	税金及附加	45	39	41	43
存货	3,939	3,827	4,397	4,346	销售费用	329	405	396	404
合同资产	316	376	389	393	管理费用	179	199	179	186
其他流动资产	215	260	259	264	研发费用	100	112	102	106
<b>非流动资产</b>	<b>2,291</b>	<b>2,700</b>	<b>3,042</b>	<b>3,351</b>	财务费用	209	195	211	230
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	122	121	77	80
固定资产及使用权资产	1,412	1,576	1,743	1,884	投资净收益	3	7	3	5
在建工程	375	480	628	782	公允价值变动	(5)	0	0	0
无形资产	164	189	216	232	减值损失	(53)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	(1)	0	0
长期待摊费用	19	19	19	19	<b>营业利润</b>	<b>575</b>	<b>670</b>	<b>989</b>	<b>1,248</b>
其他非流动资产	321	435	435	434	营业外净收支	(3)	0	(1)	(1)
<b>资产总计</b>	<b>13,548</b>	<b>15,564</b>	<b>17,626</b>	<b>19,593</b>	<b>利润总额</b>	<b>572</b>	<b>670</b>	<b>988</b>	<b>1,247</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,631</b>	<b>9,269</b>	<b>10,711</b>	<b>11,896</b>	减:所得税	148	170	252	319
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,283	6,537	7,991	9,110	<b>净利润</b>	<b>424</b>	<b>500</b>	<b>736</b>	<b>928</b>
经营性应付款项	1,434	1,569	1,578	1,637	减:少数股东损益	1	2	4	3
合同负债	454	516	526	544	<b>归属母公司净利润</b>	<b>423</b>	<b>498</b>	<b>732</b>	<b>924</b>
其他流动负债	460	647	616	606	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.01	1.19	1.75	2.21
非流动负债	1,340	1,296	1,296	1,296	EBIT	785	865	1,199	1,476
长期借款	99	99	99	99	EBITDA	939	1,099	1,430	1,743
应付债券	952	952	952	952	毛利率(%)	5.87	6.15	7.20	8.02
租赁负债	138	138	138	138	归母净利率(%)	1.81	2.05	2.87	3.47
其他非流动负债	150	107	107	107	收入增长率(%)	13.10	3.83	5.40	4.11
<b>负债合计</b>	<b>8,971</b>	<b>10,565</b>	<b>12,007</b>	<b>13,193</b>	归母净利润增长率(%)	15.42	17.69	47.01	26.21
归属母公司股东权益	4,570	4,990	5,606	6,384					
少数股东权益	7	8	12	16					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,577</b>	<b>4,998</b>	<b>5,619</b>	<b>6,400</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,548</b>	<b>15,564</b>	<b>17,626</b>	<b>19,593</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	455	1,181	(27)	1,165	每股净资产(元)	10.49	11.50	12.97	14.83
投资活动现金流	(282)	(636)	(572)	(573)	最新发行在外股份(百万股)	418	418	418	418
筹资活动现金流	416	1,132	1,338	973	ROIC(%)	5.58	5.43	6.49	6.98
现金净增加额	589	1,676	740	1,565	ROE-摊薄(%)	9.26	9.98	13.06	14.48
折旧和摊销	154	234	230	266	资产负债率(%)	66.22	67.89	68.12	67.33
资本开支	(313)	(529)	(574)	(578)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.31	13.86	9.43	7.47
营运资本变动	(399)	453	(993)	(27)	P/B(现价)	1.57	1.44	1.27	1.11

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>