新能源与汽车部

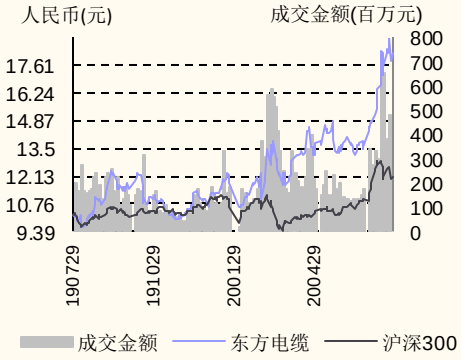
东方电缆 (603606.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：18.20 元
目标价格（人民币）：26.80-26.80 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.54
已上市流通 A 股(亿股)	6.39
总市值(亿元)	119.05
年内股价最高最低(元)	18.97/14.39
沪深 300 指数	4528
上证指数	3205



相关报告

1.《东方电缆年报点评-融资加速产能落地，公司业绩增长确定性高》，2020.4.2
2.《东方电缆三季报点评-海缆盈利能力维持高位，三季报业绩大超预期》，2019.10.27

高端化、国际化进程加快，业绩长虹可期

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.341	0.691	1.064	1.338	1.436
每股净资产(元)	3.44	3.27	4.32	5.64	7.04
每股经营性现金流(元)	0.99	0.99	0.39	1.40	1.84
市盈率(倍)	26.21	15.88	17.10	13.60	12.67
净利润增长率(%)	241.55%	163.74%	53.96%	25.72%	7.33%
净资产收益率(%)	9.91%	21.14%	24.63%	23.71%	20.39%
总股本(百万股)	503.16	654.10	654.10	654.10	654.10

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2020 年中报，营收和归母净利润分别为 21.22 亿元、3.65 亿元，同比分别增长 42.41%、102.75%。实际披露业绩和业绩预增公告一致。

经营分析

- **公司 Q2 毛利率创纪录达到 31.4%，助力业绩大幅增长。**公司半年度海缆系统和海洋工程合计确认营收 11.2 亿元，占总营收比例从去年同期的 40.86%、52.93%，高毛利率海缆占比快速提升使得总体毛利率达到 29.53%，同比 3.7 个百分点，毛利率提升明显主要是由于今年确认的海缆订单价格对应去年较高铜价（疫情下，实际执行铜价同比有一定下滑）。由于公司业绩出色，因此管理费用计提了 1500 万 OIMS 奖励基金，使得公司管理费用同比去年增长 96%，达到 5400 余万。
- **今明两年海上风电确定性高景气，今年新签海缆订单同比将大幅增长。**受益于 4 月份拿下的三峡新能源阳西沙扒三、四、五期价值量在 17.2 亿元大单，公司今年上半年新签含税订单金额 34.7 亿元，同比大幅增长 257%，目前公司存量海缆及总包订单超过 70 亿元以上，2020 年海缆产能有望达到 30 亿附近，即目前在手订单可以排期至 2022 年。2019 年国家新增海上风电并网容量 198 万千瓦，累计装机并网容量超过 6.4GW，同比增长约 20%，由于 2018 年底核准 30GW 以上海上风电均需在 2021 年底前完成并网才能享受 0.85 元/kwh 电价，因此今年上半年约有 30 个项目合计 13GW 正在施工，其中三个项目已经完成全部并网，根据海上风电建设进程，我们判断今明两年海上风电装机容量将分别达到 3GW、4GW，将有效支撑公司订单和业绩双增长。
- **公司启动新一轮融资加速宁波 2 期高端海洋能源装备系统项目达产。**公司公告启动 8 亿元可转债发行工作用于投资宁波 2 期基地建设，预计 2021 年海缆产能陆续释放，基地整体将于 6 月竣工达产，实现海缆、脐带缆、特种装备缆产值约 45 亿元。
- **公司正在加快产品高端化和国际化步伐。**公司正加紧直流 525kv 软接头项目研发，同时中标德电 525kV 直流海陆项目、海外强电复合脐带缆等项目。

盈利调整和投资建议：

- 海风未来两年内将迎抢装潮。受益技改升级、规模效应公司海缆毛利率大幅提升，上调公司 2020-2022 归母净利润为 6.96 亿（+12%）、8.8 亿（+11%）、9.4（+8%）亿。目标价 26.8 元，对应 2021 年 20x。

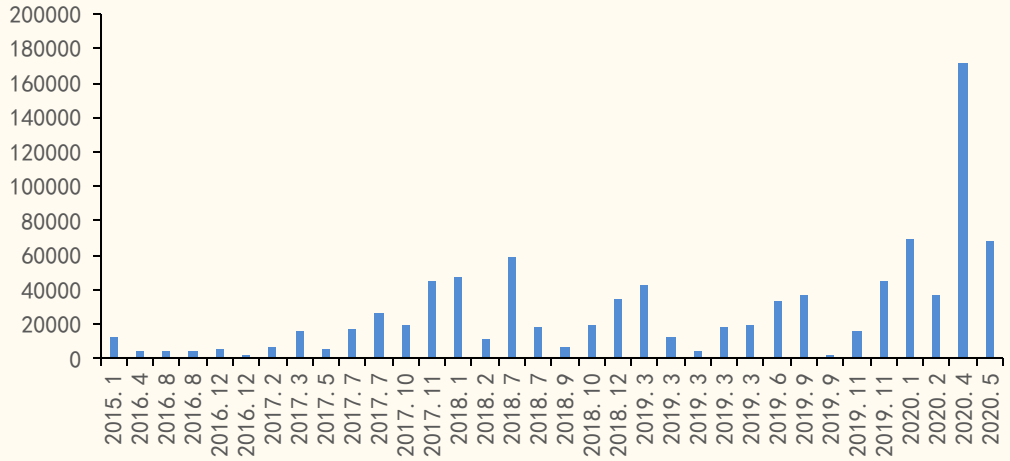
风险提示：

- 海上风电建设不达预期；海上风电技术进步及成本下降不达预期；

邓伟 分析师 SAC 执业编号：S1130519070002
(8621)60935389
dengwei@gjzq.com.cn

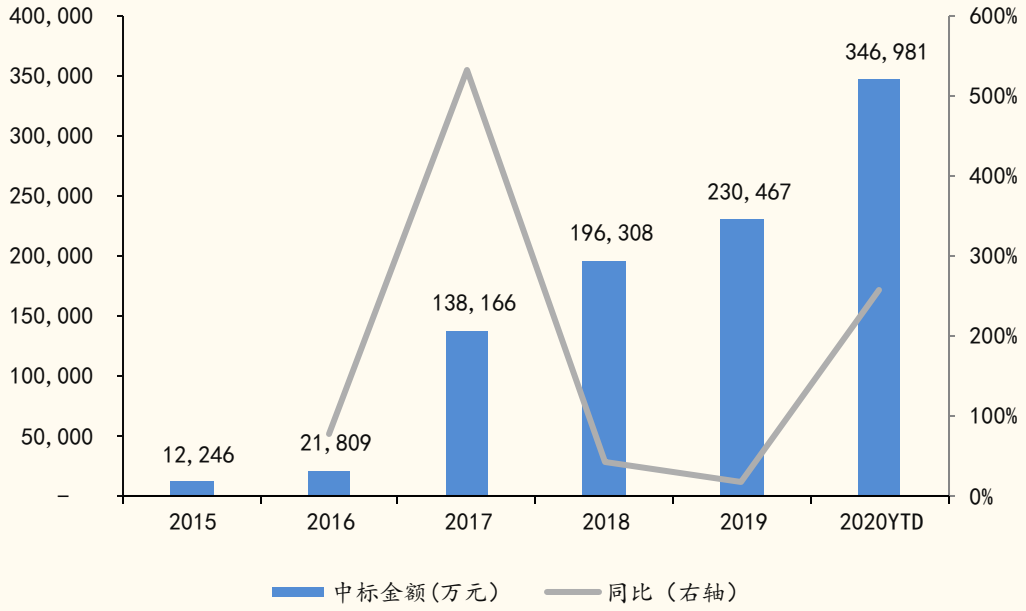
姚遥 分析师 SAC 执业编号：S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

图表 1：2015 年-2020 年 6 月份公司海缆订单梳理（万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：2015-2020 年 6 月份公司海缆订单汇总



来源：公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**2,062**	**3,024**	**3,690**	**4,433**	**5,454**	**5,851**
增长率		*46.7%*	*22.0%*	*20.1%*	*23.0%*	*7.3%*
主营业务成本	-1,795	-2,524	-2,773	-3,211	-3,937	-4,270
%销售收入	*87.1%*	*83.5%*	*75.1%*	*72.4%*	*72.2%*	*73.0%*
毛利	267	500	918	1,222	1,517	1,580
%销售收入	*12.9%*	*16.5%*	*24.9%*	*27.6%*	*27.8%*	*27.0%*
营业税金及附加	-10	-11	-18	-23	-28	-29
%销售收入	*0.5%*	*0.4%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*
销售费用	-74	-109	-132	-162	-196	-208
%销售收入	*3.6%*	*3.6%*	*3.6%*	*3.7%*	*3.6%*	*3.6%*
管理费用	-103	-48	-88	-120	-142	-149
%销售收入	*5.0%*	*1.6%*	*2.4%*	*2.7%*	*2.6%*	*2.6%*
研发费用	0	-101	-128	-153	-185	-193
%销售收入	*0.0%*	*3.3%*	*3.5%*	*3.5%*	*3.4%*	*3.3%*
息税前利润（EBIT）	80	233	551	764	966	1,001
%销售收入	*3.9%*	*7.7%*	*14.9%*	*17.2%*	*17.7%*	*17.1%*
财务费用	-33	-35	-25	7	-5	-1
%销售收入	*1.6%*	*1.2%*	*0.7%*	*-0.2%*	*0.1%*	*0.0%*
资产减值损失	-8	-14	-1	-33	-39	-28
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	7	-1	2	5	10
%税前利润	*n.a*	*3.5%*	*n.a*	*0.2%*	*0.5%*	*0.9%*
营业利润	56	198	522	805	1,003	1,072
营业利润率	*2.7%*	*6.5%*	*14.2%*	*18.2%*	*18.4%*	*18.3%*
营业外收支	0	-2	-5	-5	3	8
税前利润	**56**	**196**	**518**	**800**	**1,006**	**1,080**
利润率	*2.7%*	*6.5%*	*14.0%*	*18.1%*	*18.4%*	*18.5%*
所得税	-5	-25	-65	-104	-131	-140
所得税率	*9.7%*	*12.6%*	*12.6%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*
净利润	50	171	452	696	875	939
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**50**	**171**	**452**	**696**	**875**	**939**
净利率	*2.4%*	*5.7%*	*12.3%*	*15.7%*	*16.0%*	*16.1%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	50	171	452	696	875	939
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	48	69	66	103	149	183
非经营收益	34	32	18	26	14	3
营运资金变动	-814	224	109	-571	-125	78
经营活动现金净流	**-682**	**496**	**646**	**254**	**913**	**1,204**
资本开支	-159	-118	-302	-652	-815	-395
投资	0	3	0	-50	0	0
其他	11	-37	-1	2	5	10
投资活动现金净流	**-148**	**-153**	**-302**	**-700**	**-810**	**-385**
股权募资	691	4	0	70	88	94
债权募资	536	19	-546	363	123	-695
其他	-53	-63	-81	-89	-120	-139
筹资活动现金净流	**1,174**	**-40**	**-627**	**343**	**91**	**-740**
现金净流量	**345**	**303**	**-284**	**-103**	**194**	**78**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	834	1,170	991	889	1,082	1,161
应收款项	648	961	1,267	1,766	2,066	2,113
存货	702	545	625	669	809	866
其他流动资产	135	43	81	128	143	149
流动资产	2,318	2,718	2,964	3,451	4,100	4,289
%总资产	*78.4%*	*79.7%*	*75.2%*	*69.1%*	*64.6%*	*63.2%*
长期投资	3	0	0	0	0	0
固定资产	471	533	656	1,142	1,811	2,036
%总资产	*15.9%*	*15.6%*	*16.6%*	*22.9%*	*28.5%*	*30.0%*
无形资产	134	139	277	374	411	433
非流动资产	638	695	979	1,541	2,250	2,498
%总资产	*21.6%*	*20.3%*	*24.8%*	*30.9%*	*35.4%*	*36.8%*
资产总计	**2,956**	**3,413**	**3,943**	**4,992**	**6,350**	**6,787**
短期借款	979	998	456	24	450	106
应付款项	352	591	1,184	1,182	1,524	1,731
其他流动负债	15	48	108	111	139	149
流动负债	1,347	1,637	1,748	1,317	2,113	1,985
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	29	42	52	845	543	192
负债	**1,375**	**1,679**	**1,800**	**2,162**	**2,656**	**2,177**
普通股股东权益	1,581	1,730	2,139	2,826	3,690	4,606
其中：股本	373	503	654	654	654	654
未分配利润	392	524	878	1,496	2,273	3,094
少数股东权益	0	4	4	4	4	4
负债股东权益合计	**2,956**	**3,413**	**3,943**	**4,992**	**6,350**	**6,787**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.135	0.341	0.691	1.064	1.338	1.436
每股净资产	4.242	3.439	3.270	4.320	5.642	7.042
每股经营现金净流	-1.830	0.986	0.987	0.389	1.396	1.840
每股股利	0.045	0.060	0.105	0.120	0.150	0.180
回报率						
净资产收益率	3.17%	9.91%	21.14%	24.63%	23.71%	20.39%
总资产收益率	1.70%	5.02%	11.47%	13.94%	13.78%	13.84%
投入资本收益率	2.84%	7.45%	18.50%	18.19%	18.09%	17.90%
增长率						
主营业务收入增长率	18.40%	46.67%	22.03%	20.11%	23.05%	7.27%
EBIT增长率	38.52%	189.57%	136.49%	38.73%	26.38%	3.68%
净利润增长率	-3.20%	241.55%	163.74%	53.96%	25.72%	7.33%
总资产增长率	43.66%	15.45%	15.54%	26.61%	27.20%	6.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	92.6	81.4	97.3	135.0	130.0	125.0
存货周转天数	111.3	90.1	77.0	76.0	75.0	74.0
应付账款周转天数	27.3	20.7	32.8	40.0	41.0	42.0
固定资产周转天数	65.0	57.7	46.1	45.5	63.7	65.9
偿债能力						
净负债/股东权益	9.20%	-9.91%	-25.47%	-4.42%	-5.24%	-20.95%
EBIT利息保障倍数	2.4	6.6	22.0	-112.6	206.8	785.5
资产负债率	46.52%	49.19%	45.66%	43.31%	41.82%	32.08%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-11-26	买入	8.40	11.20～11.20
2	2019-01-23	买入	9.27	N/A
3	2019-04-12	买入	12.08	15.40～15.40
4	2019-07-17	买入	9.15	11.80～11.80
5	2019-10-27	买入	11.23	16.60～16.60
6	2020-04-02	买入	12.31	18.90～18.90

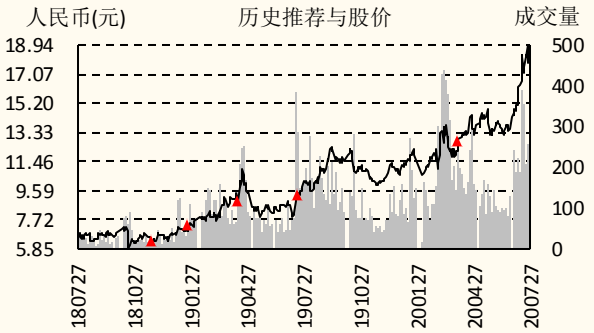
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH