

宝胜股份 (600973)

传统线缆厂商，海风高增下，海缆业务有望突围

深耕线缆制造，海缆模块导入打造新增长曲线

宝胜股份属中航集团旗下的大型国有控股企业，深耕电线电缆行业，业务涵盖各领域线缆制造。公司起先聚焦于传统线缆业务，于2016年开始布局海缆市场，2017-2021年内CAGR接近20%。2021年公司实现海缆营收15.09亿元，毛利率达38.66%，显著高于公司其他主营业务。

行业集中度提升+原材料价格下行，线缆业务持续受益

1) **市场重振优化格局，稳定占据线缆头部地位。**自2018年起我国电线电缆行业规模跌落至谷底，其后逐步复苏，21年销售收入达1.12万亿元。头部企业的市场份额均有所上升，宝胜股份21年市占率居首，达3.78%。

2) **原材料成本趋于下滑。**铜、铝价格占电线电缆成本70%以上，自22年起均呈高位下滑趋势。随着大宗价格回落，公司线缆业务毛利率有望趋稳回升。

3) **拓展航空电缆业务，有望贡献业绩增量。**公司依托中航优势，突破航空电缆壁垒，其EWIS技术位于全国领先地位。公司于2020年已正式进入商飞供应商目录，利于公司抢占航空电缆市场份额。

高景气行业+门槛限制摆脱，海缆业务进一步放量

1) **海风提振海缆需求，高毛利抗通缩属性，拉动盈利增长。**根据各省海风十四五规划，我们预计22-25年国内海风新增装机量CAGR达37%，预计我国2025年海缆行业市场规模322亿元，2021-2025年CAGR达26%。海缆抗通缩属性凸显，ASP预计维持稳定。

2) **220kV业绩背书+生产要件优势，突破行业固有壁垒。**海缆市场存在两方面的行业壁垒：业绩资质门槛与资源门槛。公司背靠中航有利于获取海缆订单，自2020年以来陆续中标多项220kV海缆项目。手握国内海底电缆项目最大码头，生产基地资源丰富，带来属地优势。

盈利预测

我们预测公司2022-2024年归母净利润分别为1.2/4.4/6.3亿元，23-24年同比增长267%/43%。考虑到公司已有多项220kV海缆业绩背书，参与海南海上风电招商会，我们预计公司后续有望在海南或其他新兴海风发展省份投资以获取地域优势，给予公司23年PE 23X，对应市值101亿元，对应股价7.38元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：海缆市场需求不及预期；原材料价格波动风险；新冠疫情影响风险；测算具有主观性，仅供参考。

投资评级

行业	电力设备/电网设备
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	6.01元
目标价格	7.38元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,371.37
流通A股股本(百万股)	1,251.96
A股总市值(百万元)	8,241.91
流通A股市值(百万元)	7,524.30
每股净资产(元)	2.47
资产负债率(%)	79.23
一年内最高/最低(元)	7.68/3.48

作者

孙潇雅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	34,138.50	42,878.36	45,859.94	49,928.06	55,421.35
增长率(%)	2.57	25.60	6.95	8.87	11.00
EBITDA(百万元)	1,587.29	2,243.28	1,253.51	1,762.29	2,127.31
归属母公司净利润(百万元)	218.51	(762.99)	119.82	439.80	630.13
增长率(%)	41.87	(449.17)	(115.70)	267.04	43.28
EPS(元/股)	0.16	(0.56)	0.09	0.32	0.46
市盈率(P/E)	38.91	(11.14)	70.96	19.33	13.49
市净率(P/B)	1.89	2.35	2.31	2.06	1.79
市销率(P/S)	0.25	0.20	0.19	0.17	0.15
EV/EBITDA	9.03	7.73	15.75	10.56	9.77

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 深耕线缆制造，海缆模块导入打造新增长曲线.....	4
1.1. 央企背景联合光纤巨头，拓展业务布局.....	4
1.2. 减值落地+海缆导入，扩大业绩空间.....	5
2. 行业集中度提升+原材料价格下行，线缆业务持续受益.....	6
2.1. 市场重振优化格局，稳定占据线缆头部地位.....	6
2.2. 成本下滑，市占率稳步提升.....	7
2.3. 依托中航优势，拓展航空领域.....	8
3. 高景气行业+门槛限制摆脱，海缆业务进一步放量.....	8
3.1. 海风提振海缆需求，高毛利抗通缩属性，拉动盈利增长.....	8
3.2. 220kV 业绩背书+生产要件优势，突破行业固有壁垒.....	10
4. 盈利预测.....	11
5. 风险提示.....	12

图表目录

图 1: 宝胜股份发展历程.....	4
图 2: 宝胜股份股权结构图（截止 22H1）.....	4
图 3: 宝胜股份 2017-2022H1 营收情况.....	5
图 4: 宝胜股份 2017-2022H1 归母净利润情况.....	5
图 5: 宝胜股份主营业务收入占比.....	6
图 6: 宝胜股份主营业务毛利率情况.....	6
图 7: 宝胜股份 2017-2022H1 费用情况.....	6
图 8: 国内电线电缆行业销售收入及增速.....	6
图 9: 2020 年线缆行业市场份额.....	7
图 10: 2021 年线缆行业市场份额.....	7
图 11: 铜价走势图.....	7
图 12: 铝价走势图.....	7
图 13: 宝胜股份电线电缆业务销售收入及增速.....	8
图 14: 宝胜股份研发产品编织套管.....	8
图 15: 国内各省“十四五”海上风电规划.....	9
图 16: 各省“十四五”海上风电装新增装机量占比.....	9
图 17: 国内海上风电新增装机量情况及预测.....	9
图 18: 国内海上风电海缆市场预测.....	10
图 19: 海缆、陆缆产品毛利率对比.....	10
图 20: 宝胜股份海缆码头.....	11
图 21: 主要海缆厂商已投运生产基地（截至 2022 年 4 月 2 日）.....	11

表 1: 宝胜股份子公司情况	5
表 2: 部分海上风电项目海缆招标业绩要求	10
表 3: 宝胜股份海缆中标项目情况（不完全统计）	10
表 4: 公司盈利预测	11
表 5: 可比公司 PE 估值（根据 wind 一致预期，2022 年 10 月 25 日收盘价）	12

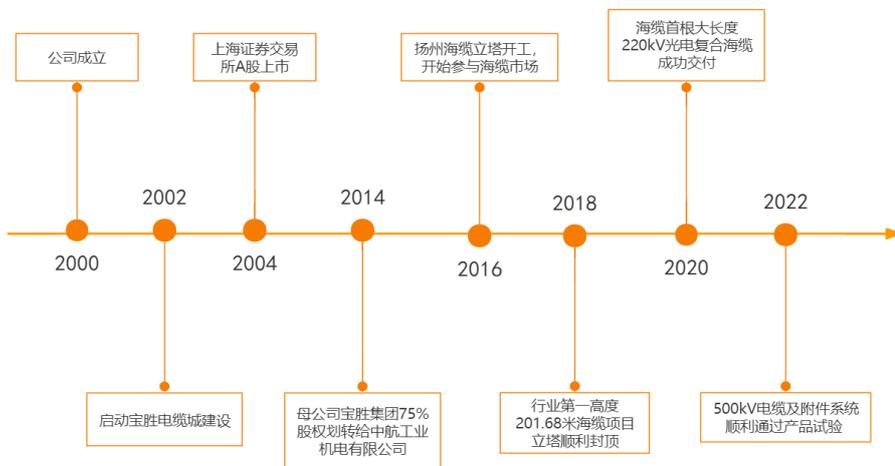
1. 深耕线缆制造，海缆模块导入打造新增长曲线

深耕电线电缆行业，于 2004 年 8 月上交所上市。宝胜科技创新股份有限公司属中国航空工业集团旗下的大型国有控股企业。业务涵盖各领域电线电缆制造，例如航空航天、核电、海工、轨道交通、智能装备、数字通信、新能源和超导等，同时公司提供各类系统研发与工程化服务。

1.1. 央企背景联合光纤巨头，拓展业务布局

宝胜股份于 2000 年由宝胜集团等五家公司联合发起成立，2004 年上交所发行上市。2014 年母公司转让股权于中航机电，中航工业集团成为实际控制人。公司起先聚焦于传统电线电缆业务，于 2016 年开始布局海缆市场。后凭借多年电缆制造经验与海缆资源优势，2020 年开始陆续交付 220kV 海缆项目，并掌握 500kV 高压电缆技术。

图 1：宝胜股份发展历程

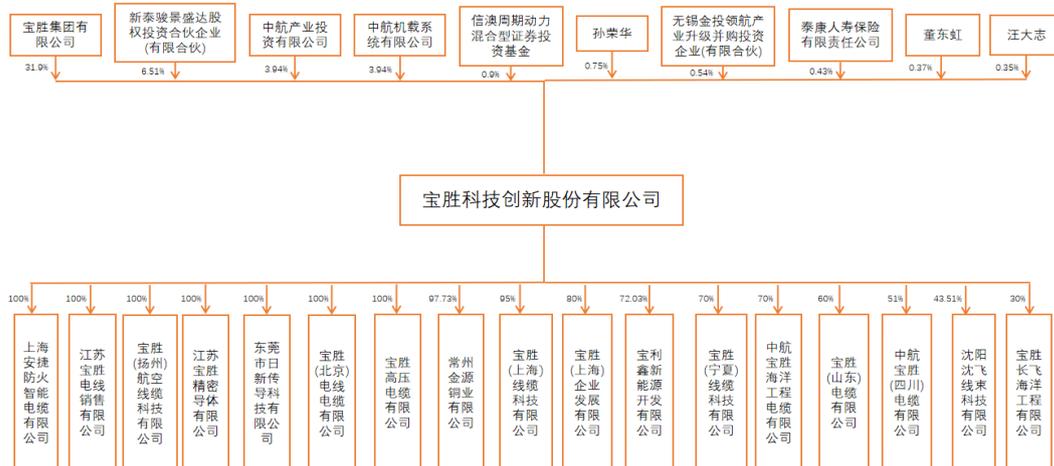


资料来源：公司官网，Wind，天风证券研究所

央企背景优势，子公司众多业务明确。公司第一大控股股东为宝胜集团，其 75%股权归中航集团所有，属中央直属企业。同时旗下子公司众多，大多为线缆相关企业，加持公司主营业务发展，此外覆盖分布式光伏、航空电缆、海洋工程等。

联合光纤巨头，扩大海洋布局。公司联合长飞光纤，先后合资成立中航宝胜海洋工程电缆有限公司、宝胜长飞海洋工程有限公司，其中宝胜海缆拥有行业最高 201.68 米立塔资源，携手进一步拓展海洋模块布局。

图 2：宝胜股份股权结构图（截止 22H1）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1: 宝胜股份子公司情况

子公司	业务情况
上海安捷防火智能电缆有限公司	电线电缆的加工、制造、销售
江苏宝胜电线销售有限公司	建筑电线、电气装配用电线、特种电线等销售
宝胜(扬州)航空线缆科技有限公司	航空线缆、电气(光纤)线路互联系统及相关产品的研发、生产、销售
江苏宝胜精密导体有限公司	铜制品、铝制品(不含冶炼)制造、销售
东莞市日新传导科技有限公司	航空线束、军工、电力线缆等的研发与产销
宝胜(北京)电线电缆有限公司	五金产品、电气设备的销售
宝胜高压电缆有限公司	电缆和电缆系统产品的开发、生产
常州金源铜业有限公司	光亮铜杆及其关联产品的制造, 销售自产产品
宝胜(上海)线缆科技有限公司	电线电缆生产与销售, 高压和超高压电缆附件的研发、生产、销售, 智能输配电及控制设备销售
宝胜(上海)企业发展有限公司	企业管理服务, 房地产开发, 商务信息咨询
宝利鑫新能源开发有限公司	光伏设备及元器件制造与销售, 风电场、海上风电相关装备销售与研发
宝胜(宁夏)线缆科技有限公司	特种铝合金导线、架空导线、航空航天特种铝芯线缆与新能源发电用装备用特种电缆等产品的研发、制造
中航宝胜海洋工程电缆有限公司	研发、制造和销售海底电缆、海底光缆、光电复合缆、海底特种电缆
宝胜(山东)电缆有限公司	电线电缆、特种电缆制造、销售, 铜材、铝材、电缆材料及其附件加工、销售及售后安装服务
中航宝胜(四川)电缆有限公司	生产、销售电线电缆, 机械加工
沈阳沈飞线束科技有限公司	电气(光纤)线路互联系统及相关线束组件等研发、生产
宝胜长飞海洋工程有限公司	海洋工程建筑, 销售海底电缆、海底光缆、光电复合缆等

资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.2. 减值落地+海缆导入, 扩大业绩空间

减值落地释放风险, 业绩情况稳中向好。2017、2021 年公司营业收入分别为 206.91、428.78 亿元, 四年内 CAGR 接近 20%。其中 2019 年开始营收增幅放缓, 21 年增速回升至 25.6%。2017-2020 年公司归母净利润保持稳定增幅, 而 21 年出现由盈转亏情况, 达 -7.63 亿元, 同比下降 449.2%, 2022 年 H1 回升至 -0.22 亿元。主要系 2021 年公司地产类业务计提 12.99 亿元信用减值损失, 释放坏账风险, 减值落地后未来发展有望提速。

图 3: 宝胜股份 2017-2022H1 营收情况

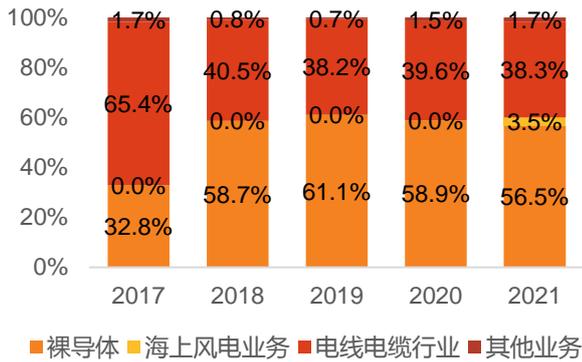

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 宝胜股份 2017-2022H1 归母净利润情况


资料来源: Wind, 天风证券研究所

海缆业务逐步引入, 盈利增速有望加快。公司早期因裸导体毛利率较低, 利润率不佳, 2013 年归母净利润仅达 0.99 亿元, 2016 年开始逐步切入海缆市场。近年来裸导体与线缆业务稳定占据主要收入来源, 2021 年公司实现海缆营收 15.09 亿元, 毛利率达 38.66%, 显著高于公司其他主营业务。未来随着公司海缆进度逐步加快, 盈利能力有望存在明显提升。整体上公司各项费用保持平稳, 其中财务与销售费用存在下滑趋势。

图 5：宝胜股份主营业务收入占比



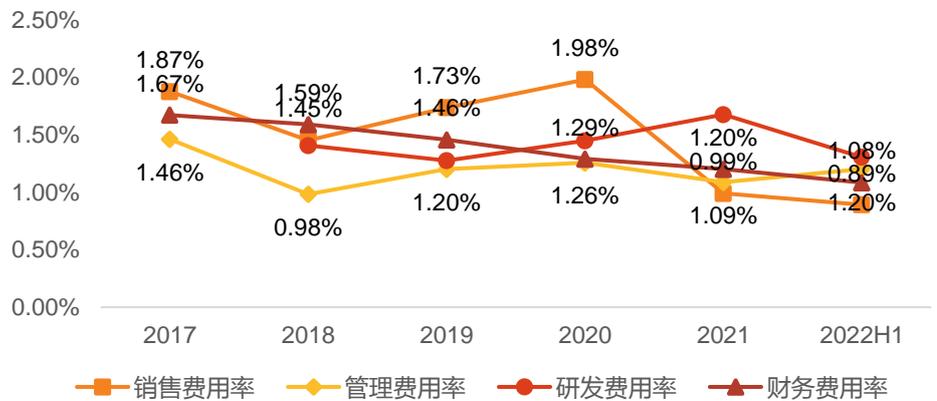
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：宝胜股份主营业务毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：宝胜股份 2017-2022H1 费用情况



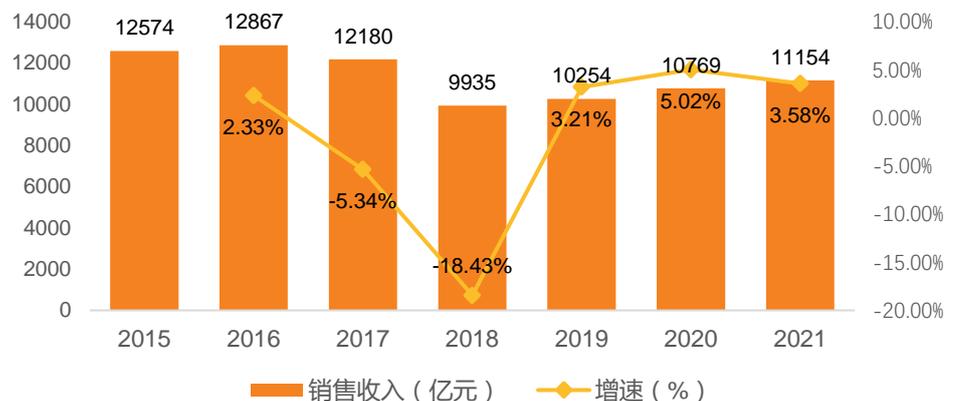
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 行业集中度提升+原材料价格下行，线缆业务持续受益

2.1. 市场重振优化格局，稳定占据线缆头部地位

线缆行业重振，市场规模有望稳定增长。自 2016 年起我国电线电缆行业规模呈逐年下滑态势，18 年跌落至谷底，销售收入仅为 0.99 万亿元，主要系当时宏观经济疲软与行业内产量下降。其后随着我国电网改造及特高压工程相继提速，线缆行业逐步复苏，21 年销售收入达 1.12 万亿元，同比增长 3.58%。

图 8：国内电线电缆行业销售收入及增速



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

竞争格局优化，集中度逐步提升。线缆行业厂商分散，市场集中度低，其中头部企业主要包括宝胜股份、亨通光电、远东股份等。近几年内头部企业的市场份额均有所上升，其中宝胜股份 21 年市占率居首，达 3.78%。由于线缆行业存在一定的规模效应，头部企业占据较大竞争优势，未来行业集中度有望不断优化，公司市场份额有望进一步提升。

图 9：2020 年线缆行业市场份额

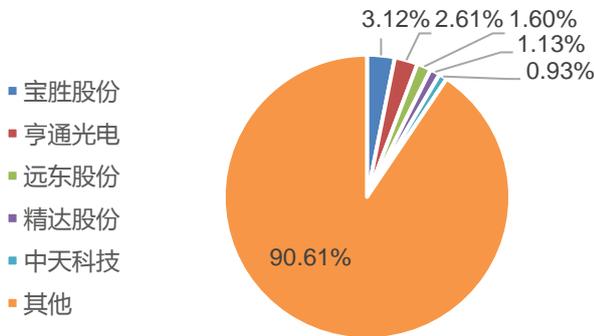
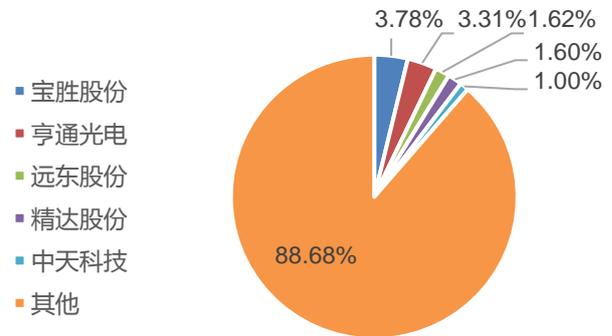


图 10：2021 年线缆行业市场份额



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 成本下滑，市占率稳步提升

电线电缆行业原材料成本占其总成本超 80%，其中铜、铝价格占据较大比重，占电线电缆成本 70%以上，原材料价格波动对行业毛利率的影响较为明显。铜和铝属大宗商品，供应充足，但价格波动较大，公司通过对铜、铝进行套期保值操作规避原材料价格波动的风险。

原材料成本趋于下滑，线缆毛利有望回升。公司主要原材料成本铜、铝的价格自 22 年起均呈高位下滑趋势。我们预计未来随着大宗价格回落，在价格企稳的基础上，公司电线电缆业务毛利率有望趋稳回升。

图 11：铜价走势图



图 12：铝价走势图

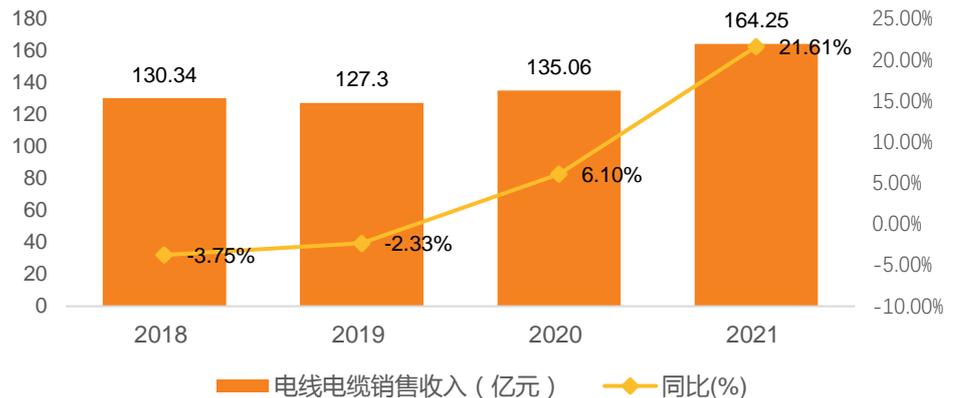


资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

线缆业务稳健增长，市占率有望提升。公司电线电缆业务位于行业前列，为目前公司营收的主要来源。自 2018 年以来市场规模稳步提升，21 年增速高达 21.61%，公司线缆业务有望受益于未来原材料价格下行与行业集中度提升。

图 13：宝胜股份电线电缆业务销售收入及增速



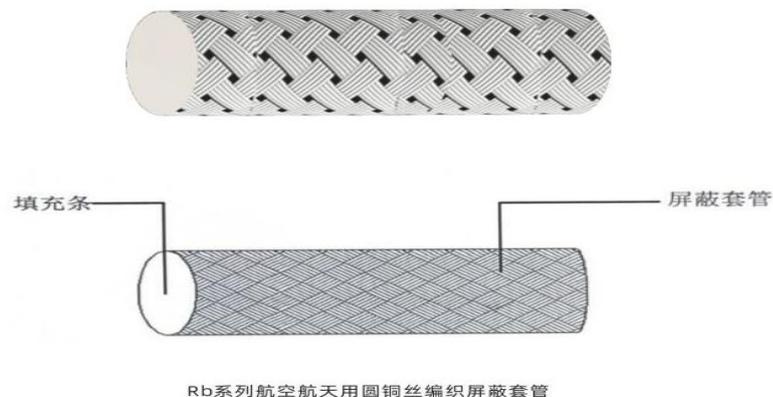
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 依托中航优势，拓展航空领域

拓展航空电缆业务，有望贡献业绩增量。基于航空特殊的应用场景，航空电缆对于性能、安全要求存在极高的特性。公司依托中航优势，突破航空电缆壁垒，其 EWIS 技术位于全国领先地位。

公司于 2020 年已正式进入中国商用飞机有限公司供应商目录，研发生产的编织套管通过商飞认证并获得合格证书。目前航空电缆市场国外进口占比较大，国产替代空间广阔。此资格认证一定程度上实现替代进口，有利于宝胜抢占航空电缆市场份额，有望进一步提升公司利润水平。

图 14：宝胜股份研发产品编织套管



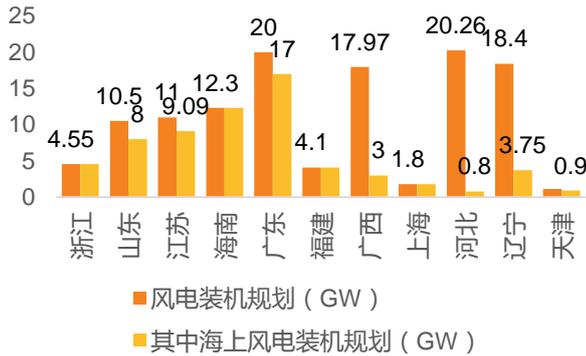
资料来源：公司官网，天风证券研究所

3. 高景气行业+门槛限制摆脱，海缆业务进一步放量

3.1. 海风提振海缆需求，高毛利抗通缩属性，拉动盈利增长

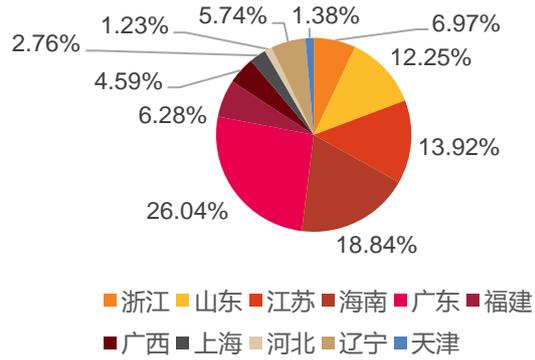
“十四五”时期海上风电规划项目饱满，新增装机已超 60GW。为贯彻双碳目标，国内沿海各省均已陆续出台“十四五”海上风电相关规划。目前广东新增海风装机量居首位达 17GW，其次是海南省达 12.3GW，公司当前已参与海南海上风电产业招商会，后续有望获取一定订单量。公司所在地江苏位居第三新增 9.09GW，各省合计新增装机量已达 65GW+。广东、海南、江苏作为海岸线资源丰富区，十四五期间新增装机量占比接近 60%。

图 15：国内各省“十四五”海上风电规划



资料来源：各省人民政府网，龙船风电网，天风证券研究所

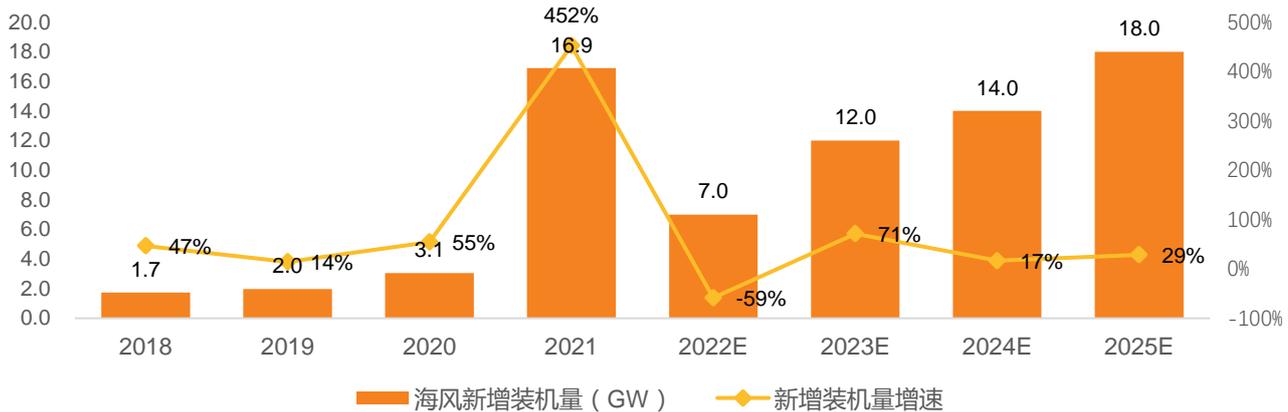
图 16：各省“十四五”海上风电新增装机量占比



资料来源：各省人民政府网，龙船风电网，天风证券研究所

海风市场前景可观，预计未来三年 CAGR 达 37%。2022 年起海风项目取消国家补贴，引发 21 年国内海风抢装潮，其新增装机达 16.9GW。目前广东、山东、浙江三省也陆续推出海风省补政策，进一步刺激海风装机需求。随着海上风电技术日趋成熟，度电成本下降，我们预计未来国内海上风电将会迅速发展。根据各省海风十四五规划，我们预计 22-25 年国内海风新增装机量 CAGR 达 37%。

图 17：国内海上风电新增装机量情况及预测



资料来源：国家能源局，龙船风电网，中国海洋工程咨询协会海上风电分会，辽宁、江苏、浙江、广东等各省人民政府网，天风证券研究所

注：本数据中“风电装机容量”指“并网量”

海风发展提振海缆需求。目前海上风电是海缆最主要的应用领域，海缆占海上风电投资约 10%。随着海风项目规模的增加，也不断刺激海缆招标需求，预计我国 2025 年海缆行业市场规模 322 亿元，2021-2025 年 CAGR 达 26%。

高毛利拉动公司盈利能力，抗通缩属性凸显，海缆 ASP 预计维持稳定。海缆相较于陆缆而言，毛利水平突出，头部企业近三年来海缆业务均维持在 40%以上。2021 年公司海缆业务毛利率达 38.66%，公司海缆模板的切入有望提升后续业绩水平。随着风电逐步进入“平价”时代，海上风电产业链各环节降本。对比海风平价使得风机等环节被大型化严重摊薄，海缆存在三方面抗通缩优势：

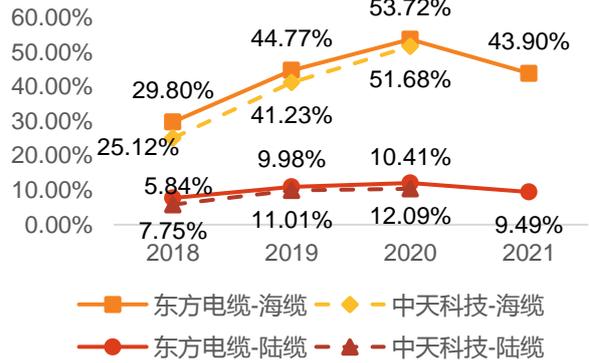
- 1) 成本中原材料占比接近 90%，不具有可替代性，价格下降空间有限；
- 2) 风场及风机的大型化，推动产品向更高电压及更大截面发展，在一定程度上缩窄了海缆单价的降幅；
- 3) 远海化趋势使得海缆所需长度增加。

图 18：国内海上风电海缆市场预测



资料来源：北极星风力发电网，GWEC，《风能》，东方电缆 2021 年年报，中天海缆招股说明书，宝胜股份 2021 年年报，天风证券研究所

图 19：海缆、陆缆产品毛利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所
注：中天科技海、陆缆业务毛利率采用中天海缆的业务数据

3.2. 220kV 业绩背书+生产要件优势，突破行业固有壁垒

海缆市场区别于其他市场而言，存在两方面的行业壁垒：1) 业绩资质门槛；2) 资源门槛。

海缆产品质量要求高，提高海缆项目业绩门槛。客户在评估潜在海缆供应商时会将历史业绩作为重要参考指标，因此海上风电项目中对海缆进行招标时，往往需要历史工程业绩。例如需要提供同类产品一定时期、一定公里数的稳定运行数据，否则无投标资格。这样的条件使得新竞争者进入时间成本显著增高。

表 2：部分海上风电项目海缆招标业绩要求

项目	对海缆业绩的要求	招标日期
华润电力苍南 1#海上风电项目	自 2016 年 11 月 1 日 (合同签订时间) 至投标截止日有 1 个及以上 35kV 三芯交联聚乙烯绝缘交流海底光电复合电缆的已投产的供货业绩	2021 年 12 月
江苏如东 H2#海上风电场工程	自 2015 年 1 月 1 日以来，至少具有 3 个 35kV 三芯交联聚乙烯绝缘交流海底光电复合缆投运业绩，其中至少拥有 1 个国内海上风电场的投运满 1 年业绩	2020 年 5 月
三峡新能源江苏如 800MW (H6、H10) 海上风电项目	近 5 年内具有至少 1 个 220kV 及以上电压等级的三芯交流海缆投运业绩	2019 年 8 月

资料来源：北极星风力发电网，三峡能源招股说明书，中天海缆招股说明书，中国招标投标公共服务平台等，《海上风电的发展与挑战》樊天慧等，欧洲海上风电，财联社，天风证券研究所

背靠中航，有利于获取海缆订单。海缆地域优势明显，公司目前海缆生产基地位于扬州，市级区域内目前并无规划海风，但公司依托中航的央企背景，已在江苏、浙江、福建、山东等各个省份获取海缆订单。

多项 220kV 海缆业绩背书，打破业绩壁垒。公司自 2020 年以来已陆续中标多项 220kV 海缆项目，业绩门槛的障碍被消除。随着 2023 年海风迎来高增，海缆订单有望外溢，二线海缆企业充分受益。

表 3：宝胜股份海缆中标项目情况 (不完全统计)

年份	招标项目	招标规模 (MW)	项目所在省	中标价格 (万元)	工程类型	海缆类型
2020	华能山东半岛南 4 号海上风电项目	300	山东省	31841	海缆	送出海缆
2020	长乐外海海上风电场 C 区项目	498	福建省	54505	海缆	送出海缆
2020	华能瑞安 1 号海上风电项目	150	浙江省	16460	海缆	送出海缆
2020	蒋家沙 50MW 海上风电项目	50	江苏省	4857	海缆	阵列海缆
2020	国家电投山东半岛南 3 号海上风电场	300	山东省	-	海缆	送出海缆

2020	启东 H1H2H3 海上风电项目	800	江苏省	35000	海缆	阵列海缆
2020	江苏启东海上风电项目 H3	300	江苏省	19826	海缆	送出海缆
2020	大丰盐城国能 H5#20 万千瓦海上风电场项目	200	江苏省	38851	海缆	阵列+送出
2022	渤海海上风电 B2 场址工程项目	500	山东省	17724	海缆	阵列海缆
2022	山东半岛南海上风电基地 V 场址 500MW 项目	500	山东省	16471	海缆	送出海缆

资料来源：中国招标投标公共服务平台，天风证券研究所

重要生产要件码头岸线资源，日益稀缺形成行业壁垒。码头是海缆厂商生产基地的必备条件。因海底光缆单件长度大，重量达千吨以上，陆上运输难以实现，所以需要专用的海缆敷设船运到指定海域敷设安装。由于近年来环保力度不断加强，码头岸线资源日益稀缺，从而对新进入企业或行业内原有企业扩产形成一定的壁垒。

手握国内海缆项目最大码头，生产基地资源丰富，带来属地优势。宝胜海缆码头位于江苏扬州，利用长江深水岸线 228 米，拥有 3 万吨级件杂货泊位，可停靠 5 万吨级船舶，是目前国内海底电缆项目最大的码头。同时码头其他相应的配套设施全齐，港区陆域征用地 4.68 万平方米用于堆场。

出于多重因素的考量，在海风项目建设当地拥有生产基地的海缆厂商在招标中将更有优势。目前公司已在江苏建有生产基地，“十四五”期间江苏省海风新增装机量位居第三，达 9.09GW。身处海岸线资源丰富区，一定程度为公司海缆业绩带来属地优势。

图 20：宝胜股份海缆码头



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 21：主要海缆厂商已投运生产基地（截至 2022 年 4 月 2 日）



资料来源：中天科技官网，东方电缆公告，环球网，青岛日报，国家新材料测试评价平台复合材料行业中心，北极星风力发电网，天风证券研究所

4. 盈利预测

根据对公司各项业务的拆分预测，我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 458.6/499.3/554.2 亿元，同比增长 7%/9%/11%；归母净利润分别为 1.2/4.4/6.3 亿元，23-24 年同比增长 267%/43%。考虑到公司已有 220kV 的海缆业绩背书，参考东方电缆、起帆电缆、中天科技，我们给予公司 23 年 PE 23X，对应市值 101 亿元，对应股价 7.38 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：公司盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
裸导体及电线电缆					
营业收入 (亿元)	336	406	447	480	523
Yoy (%)	2%	21%	10%	7%	9%
毛利率 (%)	17%	13%	12%	13%	13%
海缆业务					
营业收入 (亿元)		15.1	3.5	10.0	20.0
Yoy (%)			-77%	186%	100%

毛利率 (%)		39%	25%	30%	26%
合计					
总营业收入 (亿元)	341.4	428.8	458.6	499.3	554.2
yoy (%)	3%	26%	7%	9%	11%
归母净利润 (亿元)	2.2	-7.6	1.2	4.4	6.3
yoy (%)	42%	-449%	-116%	267%	43%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 5: 可比公司 PE 估值 (根据 wind 一致预期, 2022 年 10 月 25 日收盘价)

证券简称	2022E	2023E	2024E
东方电缆	43.02	29.81	23.74
起帆电缆	19.38	13.18	9.46
中天科技	22.48	18.17	15.33
均值	28.29	20.39	16.17

资料来源: Wind, 天风证券研究

5. 风险提示

海缆市场需求不及预期: 2022 年进入海风平价时代政策环境发生变化, 可能导致产业投资放缓, 海上风电发展节奏存在不确定性, 海缆需求可能不及预期。

原材料价格波动风险: 公司产品原材料成本占比超 80%, 若铜、铝等主要原材料价格持续攀升, 可能会对公司毛利率水平产生较大影响。

新冠疫情影响风险: 由于新冠疫情仍存在反复的可能性, 项目开工建设与物资运输等均会受到影响, 使公司收入、利润不达预期。

测算具有主观性, 仅供参考: 本报告测算部分为通过既有假设进行推算, 仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,412.90	3,821.87	2,293.00	2,496.40	2,771.07
应收票据及应收账款	6,452.50	5,519.14	8,357.93	6,360.75	10,121.41
预付账款	94.12	333.92	45.57	395.32	79.24
存货	2,286.04	2,730.13	2,693.07	3,176.99	3,288.49
其他	1,068.32	1,093.07	1,250.40	1,086.79	1,331.39
流动资产合计	13,313.87	13,498.12	14,639.96	13,516.25	17,591.60
长期股权投资	0.51	26.45	26.45	26.45	26.45
固定资产	4,753.11	5,075.35	5,679.38	5,972.13	6,203.93
在建工程	644.14	630.17	365.09	232.54	166.27
无形资产	889.38	870.69	861.94	840.17	822.08
其他	275.78	651.24	536.43	561.11	538.84
非流动资产合计	6,562.93	7,253.90	7,469.28	7,632.40	7,757.57
资产总计	19,876.80	20,752.02	22,109.24	21,148.65	25,349.16
短期借款	9,526.67	9,594.39	10,853.50	9,543.08	11,514.29
应付票据及应付账款	1,404.32	1,202.05	1,772.31	1,390.51	2,113.89
其他	1,090.47	1,983.26	2,264.88	2,117.98	2,547.46
流动负债合计	12,021.46	12,779.70	14,890.69	13,051.57	16,175.64
长期借款	1,386.57	2,245.22	2,014.39	2,346.55	2,693.32
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	242.55	557.25	452.35	487.32	475.66
非流动负债合计	1,629.12	2,802.47	2,466.74	2,833.87	3,168.98
负债合计	14,442.33	16,097.99	17,357.43	15,885.44	19,344.63
少数股东权益	925.55	1,037.47	1,063.86	1,135.45	1,246.65
股本	1,371.37	1,371.37	1,371.37	1,371.37	1,371.37
资本公积	1,547.30	1,510.15	1,510.15	1,510.15	1,510.15
留存收益	1,511.93	686.62	806.44	1,246.24	1,876.37
其他	78.31	48.43	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	5,434.46	4,654.03	4,751.81	5,263.21	6,004.54
负债和股东权益总计	19,876.80	20,752.02	22,109.24	21,148.65	25,349.16

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	255.43	(645.91)	119.82	439.80	630.13
折旧摊销	402.11	464.10	523.20	565.00	605.99
财务费用	450.12	546.19	544.67	555.68	584.13
投资损失	(7.39)	(10.28)	(0.20)	(7.00)	(10.00)
营运资金变动	(1,493.00)	(833.90)	(1,658.74)	808.71	(2,637.21)
其它	264.66	917.44	26.39	71.59	111.20
经营活动现金流	(128.07)	437.64	(444.85)	2,433.79	(715.76)
资本支出	1,828.09	514.30	958.29	668.48	765.08
长期投资	(0.86)	25.94	0.00	0.00	0.00
其他	(2,912.90)	(1,734.12)	(1,811.48)	(1,364.92)	(1,508.51)
投资活动现金流	(1,085.67)	(1,193.88)	(853.19)	(696.44)	(743.43)
债权融资	1,351.68	928.86	(182.40)	(1,533.94)	1,733.85
股权融资	453.36	(67.04)	(48.43)	0.00	0.00
其他	(5.13)	186.90	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	1,799.92	1,048.72	(230.83)	(1,533.94)	1,733.85
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	586.18	292.47	(1,528.87)	203.41	274.66

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	34,138.50	42,878.36	45,859.94	49,928.06	55,421.35
营业成本	31,796.33	40,140.06	43,579.18	47,104.14	51,906.23
营业税金及附加	59.59	68.87	45.86	49.93	110.84
销售费用	675.81	424.26	458.60	489.29	570.84
管理费用	428.75	465.79	458.60	494.29	609.63
研发费用	494.08	718.51	591.59	604.13	720.48
财务费用	439.95	514.73	544.67	555.68	584.13
资产/信用减值损失	8.75	(1,299.21)	(4.00)	(4.00)	(8.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.39	10.28	0.20	7.00	10.00
其他	(99.51)	2,547.14	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	327.37	(712.09)	177.63	633.60	921.20
营业外收入	5.05	8.26	7.19	7.55	7.43
营业外支出	2.93	1.62	2.06	1.91	1.96
利润总额	329.48	(705.44)	182.77	639.24	926.66
所得税	74.05	(59.54)	36.55	127.85	185.33
净利润	255.43	(645.91)	146.21	511.39	741.33
少数股东损益	36.91	117.08	26.39	71.59	111.20
归属于母公司净利润	218.51	(762.99)	119.82	439.80	630.13
每股收益(元)	0.16	(0.56)	0.09	0.32	0.46

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	2.57%	25.60%	6.95%	8.87%	11.00%
营业利润	31.16%	-317.52%	-124.95%	256.69%	45.39%
归属于母公司净利润	41.87%	-449.17%	-115.70%	267.04%	43.28%
获利能力					
毛利率	6.86%	6.39%	4.97%	5.66%	6.34%
净利率	0.64%	-1.78%	0.26%	0.88%	1.14%
ROE	4.85%	-21.10%	3.25%	10.65%	13.24%
ROIC	5.34%	-1.40%	4.51%	6.38%	8.46%
偿债能力					
资产负债率	72.66%	77.57%	78.51%	75.11%	76.31%
净负债率	140.75%	186.59%	222.54%	178.47%	190.47%
流动比率	1.04	1.02	0.98	1.04	1.09
速动比率	0.86	0.81	0.80	0.79	0.88
营运能力					
应收账款周转率	5.72	7.16	6.61	6.78	6.73
存货周转率	17.40	17.10	16.91	17.01	17.14
总资产周转率	1.85	2.11	2.14	2.31	2.38
每股指标(元)					
每股收益	0.16	-0.56	0.09	0.32	0.46
每股经营现金流	-0.09	0.32	-0.32	1.77	-0.52
每股净资产	3.29	2.64	2.69	3.01	3.47
估值比率					
市盈率	38.91	-11.14	70.96	19.33	13.49
市净率	1.89	2.35	2.31	2.06	1.79
EV/EBITDA	9.03	7.73	15.75	10.56	9.77
EV/EBIT	12.01	9.69	27.03	15.54	13.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com