

# 起帆电缆 (605222.SH)

## 高压海缆里程碑式突破 优良布局把握成长空间

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,736	18,878	21,493	25,690	29,788
增长率 yoy (%)	27.3	93.9	13.9	19.5	16.0
归母净利润(百万元)	410	684	545	813	980
增长率 yoy (%)	23.1	66.7	-20.3	49.2	20.5
ROE (%)	14.8	18.3	13.1	16.4	16.6
EPS 最新摊薄(元)	0.98	1.64	1.30	1.94	2.34
P/E(倍)	23.0	13.8	17.3	11.6	9.6
P/B(倍)	3.4	2.7	2.4	2.0	1.7

资料来源: 同花顺, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023年3月27日收盘价

公司由电线电缆起家, 首次突破高压海缆订单, 开启新成长曲线。公司是上海地区电线电缆行业龙头, 传统业务包括电力电缆和电气装备用电线电缆。2017 年来公司业绩快速增长, 2021 年实现营收 188.78 亿元, 同比增长 93.90%, 归母净利润 6.84 亿元, 同比增长 66.66%。2022 前三季度受到疫情等影响, 利润出现小幅下滑, 随着国民经济重回正轨, 公司业绩有望修复。2021 年公司交付大长度海缆正式进军海上风电领域, 近日首次预中标 220kV 高压送出海缆订单(华能山东半岛北 BW 项目), 意味着公司从产品布局到产业布局的里程碑式突破, 打开崭新成长空间。

全球海上风电发展空间广阔, 深远海将带动公司海缆业务。2021 年全球新增海上风电装机 21.1GW, 同比增长约 250%, 我国新增海风装机 16.9GW, 同比增速超 450%。我国海上风电装机容量连续保持世界第一, 截至 2022 年底, 我国累计装机容量达 31.44GW。根据 GWEC 预测, 我国自 2023 年起每年海上风电新增并网容量将超 10GW。部分省市出台针对海风的补贴政策和具体执行方案, 鼓励项目加快落地。深远海风电催生海缆市场巨大需求, 有望为公司提供的海缆产品带来高附加值。

海缆高壁垒高利润, 三大技术发展趋势+三大竞争优势下公司有望受益。随风电场规模扩大、离岸距离增加和风电机组大型化, 海缆朝大长度、高电压和柔性直流输电方向发展。海缆市场有望自 2023 年进入新增长周期, 预计 2025 年将超 400 亿元, 单 GW 价值量保持在 20 亿元以上。海缆行业壁垒的特殊性, 铸就高利润和较为稳定的竞争格局。公司突破五大壁垒切入海缆, 整体盈利能力将得到提升。海风高景气下海缆市场需求旺盛, 公司凭借其技术团队、品牌质量和产能区位优势有望提升获单能力。

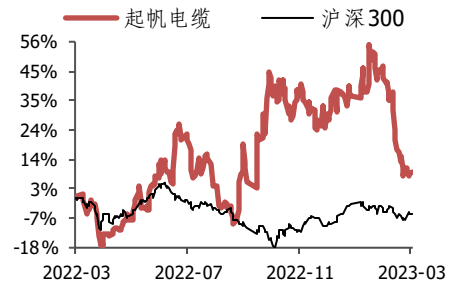
**投资建议:** 公司在海缆产品和市场方面的突破, 拓展了未来业绩成长空间, 优良布局获得了区域优势, 大大增加了后续订单获取的可能性, 有望逐步减小与一线海缆企业的差距。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 214.9 亿元、256.9 亿元和 297.9 亿元, 实现归母净利润分别为 5.45 亿元、8.13 亿元和 9.80 亿元, 对应 EPS 为 1.30 元、1.94 元和 2.34 元。对应当前股价(2023 年 3 月 27 日收盘价), PE 分别为 17X、12X 和 10X。首次覆盖, 予以“买入”

### 买入 (首次评级)

#### 股票信息

行业	电力设备及新能源
2023 年 3 月 27 日收盘价(元)	22.57
总市值(百万元)	9,437.29
流通市值(百万元)	2,416.83
总股本(百万股)	418.13
流通股本(百万股)	107.08
近 3 月日均成交额(百万元)	108.05

#### 股价走势



#### 作者

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

联系人 王泽雷

执业证书编号: S1070121120022

邮箱: wangzelei@cgws.com

#### 相关研究

评级。

**风险提示：**原材料价格短期剧烈波动风险，海上风电项目延期及装机不达预期风险。广西项目审批及建设进度不确定性风险。宏观经济下行风险，全球政治形势风险，市场竞争加剧风险等。

## 内容目录

1. 公司：陆缆起家，斩获海缆订单，进军海上风电	5
1.1 预中标高压海缆订单，开启第二成长曲线	5
1.2 产销两旺加大研发，业绩快速增长，静待盈利改善	6
1.3 陆缆营收稳步增长，打开高附加值海缆市场	7
2. 行业：海陆齐驱并进，需求高景气	9
2.1 电线电缆：国民经济增长带动行业市场空间持续提升	9
2.2 海上风电	10
2.2.1 能源低碳转型，海风空间广阔	10
2.2.2 补贴政策+行动方案出台，海风项目加速落地	10
2.3 海底电缆	12
2.3.1 招标市场火热，奠定高增基础	12
2.3.2 行业格局清晰，高壁垒铸就高利润率	13
2.3.3 二线厂商订单份额提升，拿单能力增强	14
2.3.4 海上风电深远海化，驱动海缆需求高增	14
3. 亮点：精进技术，品质保证，布局区位优势地区	19
3.1 技术：产品技术水平优异，自主研发高压海缆	19
3.2 品质：品牌质量保证，国内外多项认证	19
3.3 市场布局：抢先布局广西，积极投标获单	20
4. 盈利预测与投资建议	20
4.1 盈利预测	20
4.2 投资建议	21
风险提示	21

## 图表目录

图表 1: 起帆电缆历史沿革	5
图表 2: 起帆电缆股权结构（截至 2022 年中报）	5
图表 3: 公司上海总部	6
图表 4: 公司宜昌工厂	6
图表 5: 公司主要产品	6
图表 6: 公司 2017-2022 前三季度营收	7
图表 7: 公司 2017-2022 前三季度归母净利润	7
图表 8: 公司净利率和毛利率	7
图表 9: 公司各项费用及费用率（亿元）	7
图表 10: 公司电缆产品产销量及产销率	8
图表 11: 2017-2021 年公司分产品营收	8
图表 12: 2017-2021 同行业可比公司电力电缆毛利率	8
图表 13: 陆缆海缆行业平均毛利率水平对比	8
图表 14: 2021 年电线电缆产业集中度对比	9
图表 15: 全社会用电量与国民经济增长趋势相似	9
图表 16: 中国电线电缆行业销售收入及增速	9
图表 17: 2021 全球新增海上风机容量(GW)	10
图表 18: 2014-2022 全球及我国海上风电新增装机容量	10

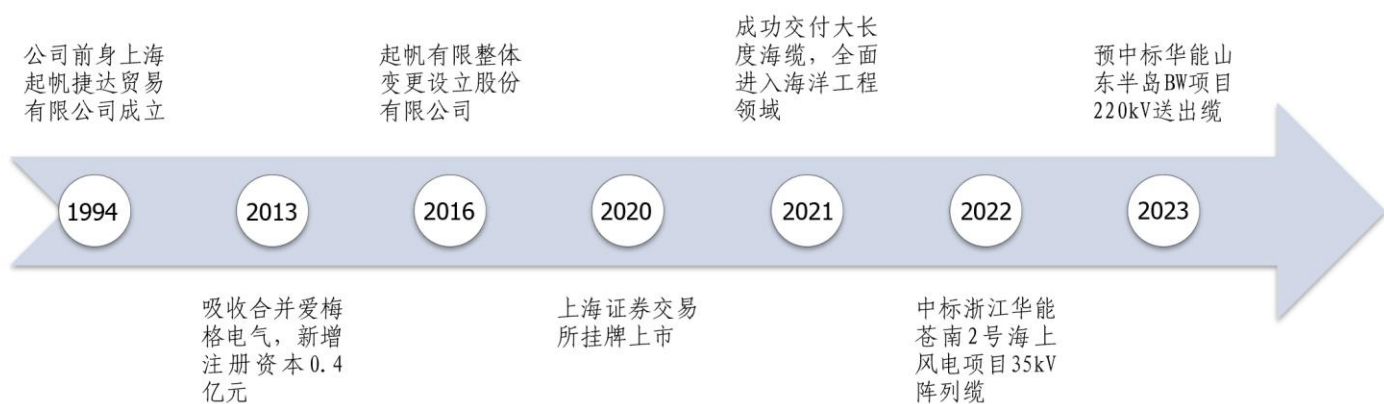
图表 19:	2022 全球海风累计总装机容量(GW).....	10
图表 20:	全球海上风电新增装机预测(GW).....	10
图表 21:	全球加权平均海风项目建设成本、容量因子和 LCOE.....	11
图表 22:	2023 年以来各省出台海风项目具体执行方案.....	11
图表 23:	海各省风项目补贴政策.....	11
图表 24:	2014-2021 全球及我国海缆交付量情况.....	12
图表 25:	2022 年全国公开招标海缆中标项目规模 (GW) .....	12
图表 26:	2023 年海缆中标项目情况.....	13
图表 27:	海缆主要企业毛利率对比.....	14
图表 28:	海缆行业六大壁垒.....	14
图表 29:	2020 年海缆市场中标金额份额统计.....	14
图表 30:	2022 年海缆市场中标金额份额统计.....	14
图表 31:	全球海上风电项目平均离岸距离和水深.....	15
图表 32:	2022 年国内海上风机招标机型分布.....	15
图表 33:	海风项目离岸距离随项目规模增长.....	15
图表 34:	典型海上风电交流集电和输电系统示意图.....	16
图表 35:	300MW 海上风电场主要电气设备及电缆成本.....	16
图表 36:	不同电压等级、不同截面交流海缆输送容量.....	16
图表 37:	如东海上风电柔直输电项目送出方案.....	17
图表 38:	远海风电海缆输电发展方向.....	17
图表 39:	海缆占 1GW 规模海风项目总投资价值量.....	17
图表 40:	中国海缆市场规模预测.....	17
图表 41:	"十四五"期间海缆市场规模测算.....	18
图表 42:	公司研发的交联聚乙烯绝缘三芯光纤复合海底电缆.....	19
图表 43:	公司通过多项国际权威机构认证.....	19
图表 44:	公司已中标和已布局地区近期项目汇总.....	20
图表 45:	主要业务板块盈利预测.....	21
图表 46:	可比行业上市公司估值比较.....	21

## 1. 公司：陆缆起家，斩获海缆订单，进军海上风电

### 1.1 预中标高压海缆订单，开启第二成长曲线

多年经验积累提升技术工艺，坚持自主创新丰富产品种类。公司于1994年成立，2013年吸收合并爱梅格电气，2016年实现股份制改革，2020年在上交所上市，2021年首次交付26/35kV大长度海缆，2022年9月中标华能浙江苍南2号海上风电项目35kV阵列海缆及附属设备订单，2023年3月预中标华能山东半岛北BW场址海上风电项目220kV海底光电复合电缆及附件订单。公司拥有多年电线电缆生产经验，持续加大技术研发投入，不断开拓市场，投资布局多个生产基地。2021年以来加速优化产业布局，进军海缆市场，打开崭新成长空间。

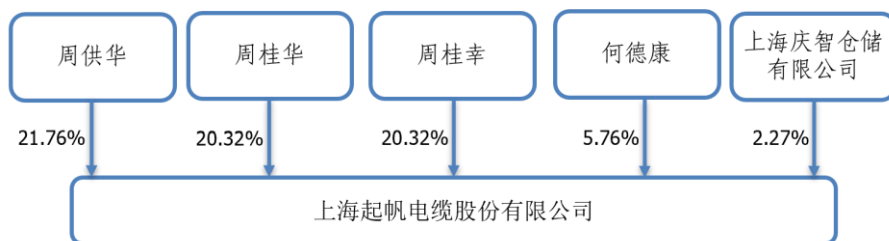
图表1: 起帆电缆历史沿革



资料来源：公司招股说明书，长城证券产业金融研究院

周供华、周桂华和周桂幸为公司控股股东和实控制人。根据2022年半年度报告，公司前五大股东分别为周供华、周桂华、周桂幸、何德康和上海庆智仓储有限公司，其直接持股比例分别为21.76%、20.32%、20.32%、5.76%和2.27%。

图表2: 起帆电缆股权结构（截至2022年中报）



资料来源：2022年半年度报告，长城证券产业金融研究院

公司占据电缆行业区域龙头地位，近年重点开拓海风领域。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，近三十年在电线电缆行业深耕细作，已成为上海地区规模最大的电线电缆生产销售企业、全国最大的布电线产品生产和销售商之一。公司产品主要分为电力电缆和电气装备用电线电缆，两类线缆又细分为普通电缆和特种电缆，广泛应用于电力、家装、轨道交通、建筑工程、新能源、通信、舰/船、智能装备、



冶金、石化、港口机械、海洋工程及工矿等多个领域。2023年3月，公司预中标华能山东半岛北BW项目220kV高压海缆订单，助力公司在二线海缆厂商中站稳脚跟，开启新成长曲线。

图表3: 公司上海总部



资料来源: 公司官网, 长城证券产业金融研究院

图表4: 公司宜昌工厂



资料来源: 实地调研, 长城证券产业金融研究院

图表5: 公司主要产品

类别	产品图	应用领域示意
电力电缆		
电气装备用电线电缆		

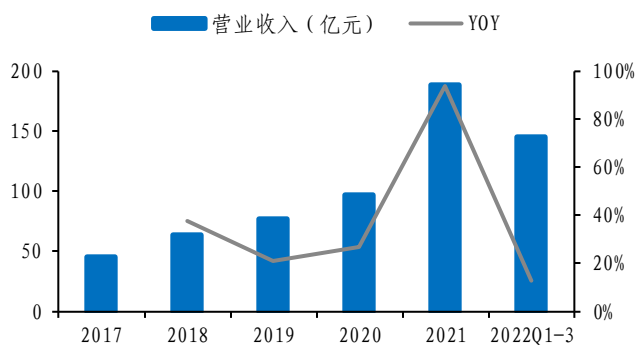
资料来源: 公司招股说明书, 长城证券产业金融研究院

## 1.2 产销两旺加大研发，业绩快速增长，静待盈利改善

**2017年以来公司营收和净利快速增长。**2021年实现营收188.78亿元，同比增长93.90%，主要原因是公司加大市场开拓力度，销售订单增加；实现归母净利润6.84亿元，同比增长66.66%，主要原因是产能和收入齐增长。

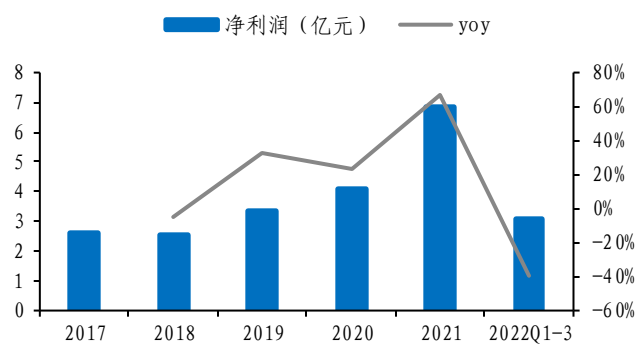
**2022前三季度业绩波动，产销正恢复到正常水平。**2022年前三季度实现营收146.06亿元，同比增长12.94%，归母净利润3.08亿元，同比下滑39.53%。主要原因是受疫情影响公司销售费用增加，同时原材料铜价于2022年5月较快下跌，公司存货减值金额大幅增加，共同导致利润有所减少。随着2022年底疫情影响持续减弱，社会面经济生产活动全面恢复，公司各地产销正逐步恢复中。

图表6: 公司 2017-2022 前三季度营收



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 长城证券产业金融研究院

图表7: 公司 2017-2022 前三季度归母净利润

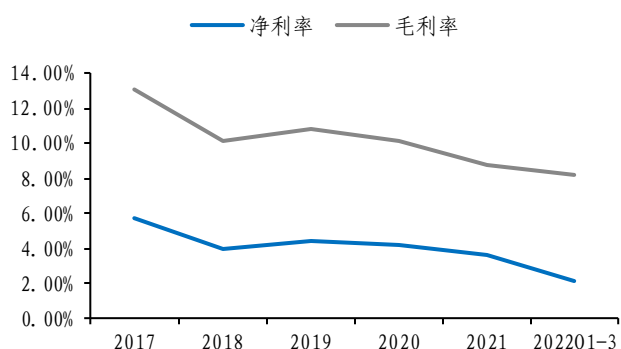


资料来源: 招股说明书, 公司年报, 长城证券产业金融研究院

原材料价格波动, 公司利润率有所下降。2018-2020 年, 公司整体毛利率稳定在 10% 以上, 净利率在 4% 左右。2020 年以来利润率有所下滑, 2022Q1-3 毛利率和净利率分别为 8.18% 和 2.11%。主营业务原材料成本占比较高, 而铜材、铝材等价格在 2022 年 H1 维持高位, 导致原材料成本增加。对于交货周期较长的订单, 公司通过向供应商购买铜材锁定价格, 并采用套期保值的方法减少原材料价格波动的影响。

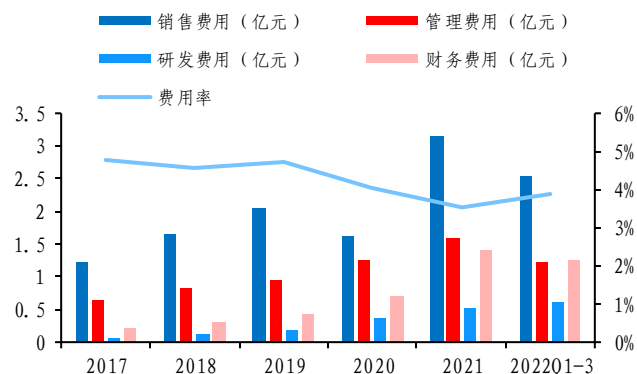
公司研发费用逐年增加, 总体费用率下行。2022Q1-3 公司研发费用为 6046.26 万元, 同比增长 53.85%。公司费用率水平总体呈现下降趋势, 2019 年后基本处于 4% 左右。

图表8: 公司净利率和毛利率



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 长城证券产业金融研究院

图表9: 公司各项费用及费用率 (亿元)



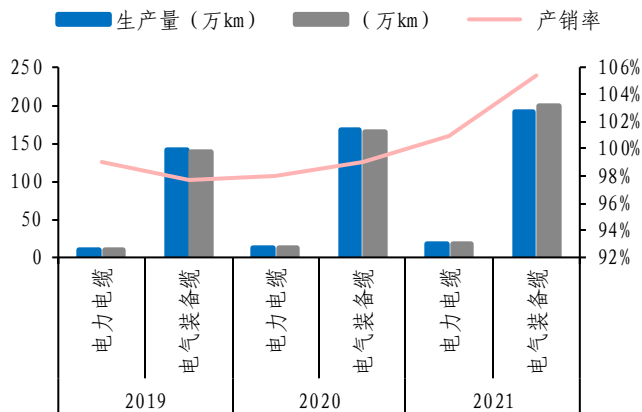
资料来源: 招股说明书, 公司年报, 长城证券产业金融研究院

### 1.3 陆缆营收稳步增长, 打开高附加值海缆市场

公司传统业务陆缆产品以电气装备用电线电缆为主, 产销量逐年增长, 产销率始终保持高位。2021 年公司生产电力电缆 16.36 万公里, 电气装备用电线电缆 189.95 万公里, 产销率分别为 100.98% 和 105.40%。2022 年受到疫情影响, 华东地区销量有所下滑; 随着国民经济活动全面恢复, 2023 年公司产销情况有望好转。

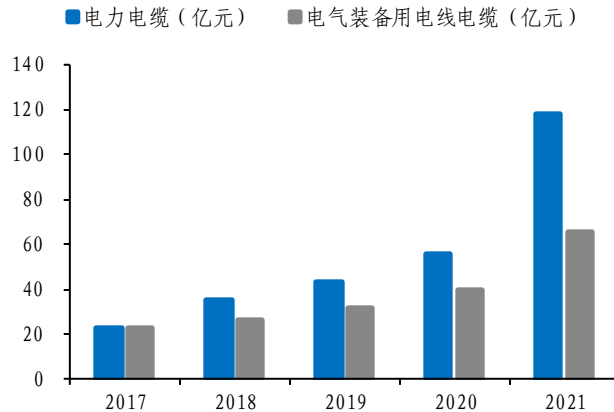
2021 年公司电缆产品营收均大幅提高, 电力电缆贡献主要收入。电力电缆营收 117.96 亿元, 电气装备用电线电缆营收 65.49 亿元。随着生产基地的投建和产能扩张, 公司陆缆产销大幅增长, 预计未来产品收入将保持稳定增长。

图表10: 公司电缆产品产销量及产销率



资料来源: 公司年报, 长城证券产业金融研究院

图表11: 2017-2021年公司分产品营收

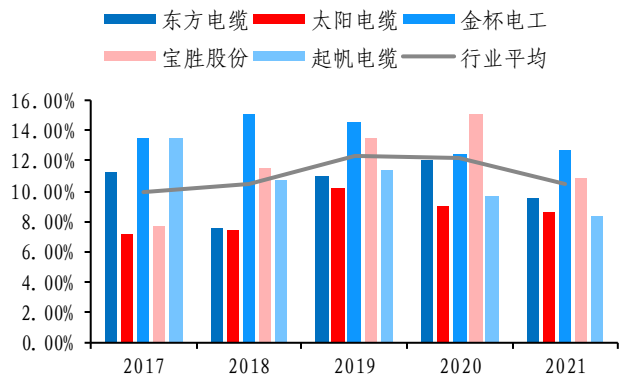


资料来源: 招股说明书, 公司年报, 长城证券产业金融研究院

电力电缆毛利较低, 海缆带动利润提升。电力电缆行业毛利率大约维持在 10%-12%, 公司近年电力电缆毛利率有所下降, 2021 年为 8.3%。主要原因是陆缆产品生产厂商众多, 竞争激烈, 利润率较低。此外, 毛利率相对较高的高压电缆产品在公司产品中占比不高, 导致公司毛利率低于行业平均水平。

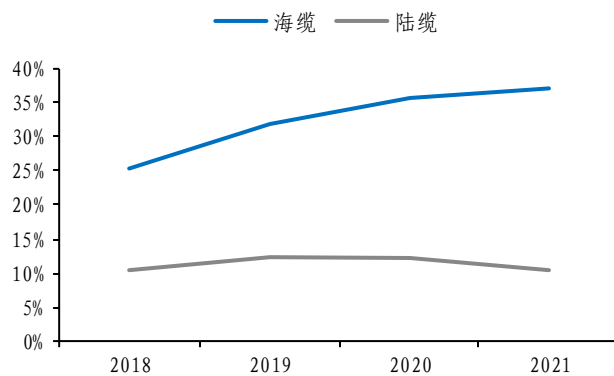
公司 2022 年以前陆地电缆产品综合毛利率在 10% 左右, 净利率 4% 左右, 与行业平均利润率水平接近; 海缆方面, 作为公司的新兴业务, 采用成本加成定价方式, 高压海缆毛利率约为 30%-40%。2018 年以来, 陆缆海缆行业平均毛利率差距逐年扩大, 公司切入海缆市场将带动整体利润率提升。

图表12: 2017-2021 同行业可比公司电力电缆毛利率



资料来源: 各公司年报, 长城证券产业金融研究院

图表13: 陆缆海缆行业平均毛利率水平对比



资料来源: 各公司年报, 长城证券产业金融研究院



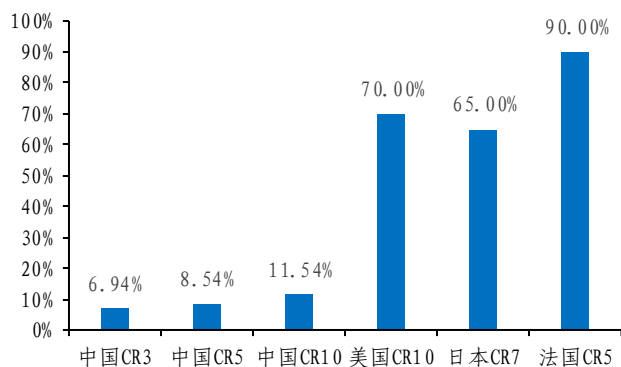
## 2. 行业：海陆齐驱并进，需求高景气

### 2.1 电线电缆：国民经济增长带动行业市场空间持续提升

电线电缆被称为国民经济的“血管”与“神经”，与国民经济发展密切相关。我国的电线电缆主要分为电力电缆、电气装备电缆、导线（裸电线）、绕组线、通信电缆、附件等五大类。其中，电力电缆应用范围最为广泛，市场规模占比最大，高达 39%。我国电线电缆企业数量较多，普遍规模较小，相比发达国家，竞争格局分散，2021 年 CR10 营业收入集中度仅为 11.54%。

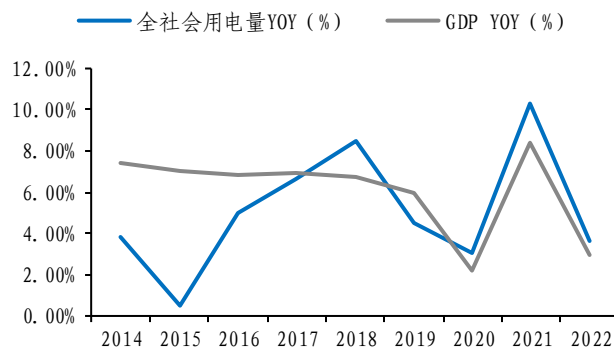
电线电缆行业产值取决于全社会用电量，用电需求随国民经济增长而增长。我国 2022 年电线电缆行业销售收入达 12166 亿元，同比增长 9.07%；全社会用电量达 86372 亿 kWh，同比增长 3.90%；GDP 为 121.02 万亿元，同比增长 3%。全社会用电量增速与 GDP 增速走势相似，随着国家提出使高质量发展转化为一定的经济增速，推动经济运行整体好转，以及“十四五”期间优化能源结构、电网转型升级，预计电线电缆行业市场将随着用电量需求的扩大而稳步提升。

图表 14: 2021 年电线电缆产业集中度对比



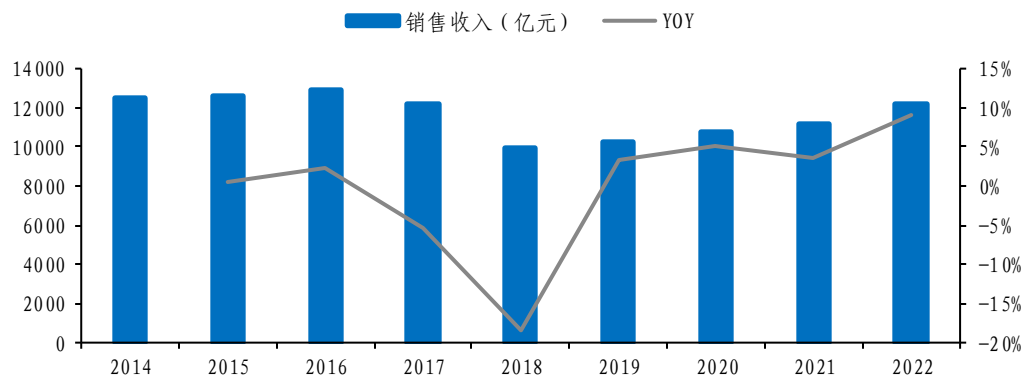
资料来源：东方电缆 2022 年年报，长城证券产业金融研究院

图表 15: 全社会用电量与国民经济增长趋势相似



资料来源：国家统计局，同花顺，长城证券产业金融研究院

图表 16: 中国电线电缆行业销售收入及增速



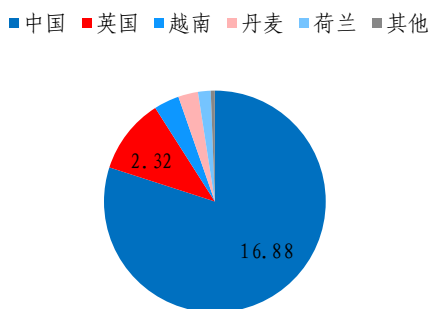
资料来源：国家统计局、中商产业研究院、永州新闻网，长城证券产业金融研究院

## 2.2 海上风电

### 2.2.1 能源低碳转型，海风空间广阔

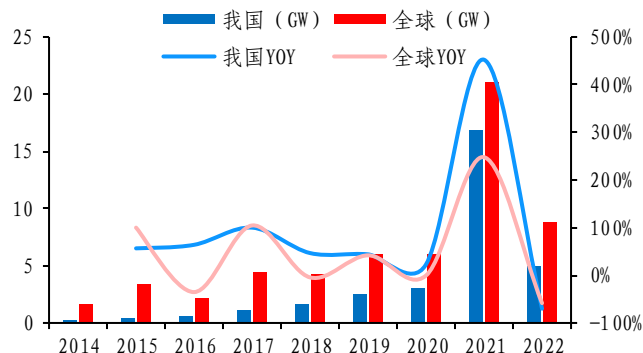
全球海上风电新增装机容量增长迅速。自 2017 年以来，我国海风新增装机容量增速始终高于全球增速。2021 年全球新增海风装机 21.11GW，同比增长约 250%，我国新增装机 16.88GW，同比增速超 450%。2014-2021 年我国 CAGR 为 84.75%，全球 CAGR43.31%。由于 2021 年是享受国家海风补贴的最后一年，为锁定上网电价催生我国海风抢装潮，全年新增装机容量创新高。我国 2021 年新增装机在全球占比 80%，其次为英国和越南，分别新增装机 2.32GW、0.78GW。

图表 17: 2021 全球新增海上风机容量(GW)



资料来源: GWEC, 长城证券产业金融研究院

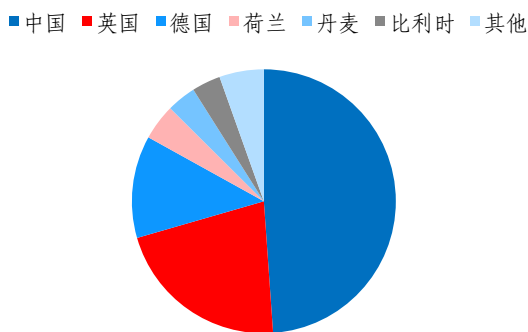
图表 18: 2014-2022 全球及我国海上风电新增装机容量



资料来源: GWEC, 中天海缆招股书, 长城证券产业金融研究院

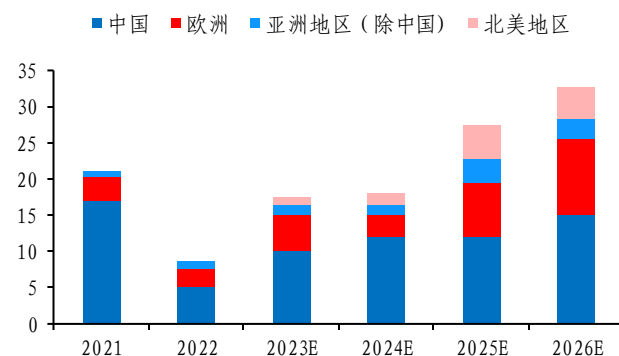
全球能源低碳转型背景下，海风市场将迎来高增长。我国海上风电装机容量连续保持世界第一。2021 年底，累计装机容量 26.39GW。截至 2022 年底，我国累计装机容量达 31.44GW，其次为英国 13.92GW、德国 8.06GW，中国、英国和德国为全球前三大海风市场。根据 GWEC 预测，我国自 2023 年起每年海上风电新增并网容量将超 10GW，开启新增长周期。

图表 19: 2022 全球海风累计总装机容量(GW)



资料来源: GWEC, 长城证券产业金融研究院

图表 20: 全球海上风电新增装机预测(GW)



资料来源: GWEC, 长城证券产业金融研究院

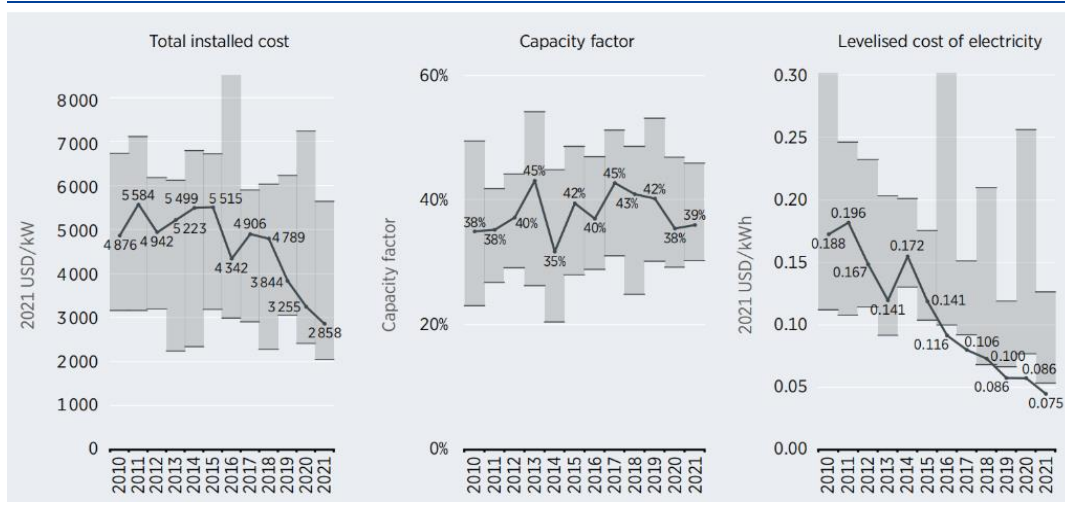
### 2.2.2 补贴政策+行动方案出台，海风项目加速落地

地方密集出台政策执行方案，海风落地预期增加。在国家“3060 碳达峰碳中和”战略目标的指导下，部分省市如广东、山东、上海和浙江相继出台针对海风项目的补贴政策，在中央财政补贴退出后为海上风电平价上网提供窗口期。此外，2023 年以来，各省/市地区接连印发海风项目的具体实施方案，推动海风集约化开发，加快项目落地，并筹备

向深远海拓展。

风电产业链积极降本，推动海风平价进程。全球海风项目平均总建设成本由 2015 年的 5515 美元/kW 下降到 2021 年的 2858 美元/kW，平准化度电成本十年来下降至 0.075 美元/kWh 以内。降本将推动海风项目实现平价开发。2022 年我国共有 15.7GW 海风项目确定中标主机供应商。根据 CWEA 统计，当前平均度电成本已下降到 0.33 元/kWh 左右。水深小于 35m，登陆距离小于 70km 的浅、近海风电场，只要基础不需嵌岩，已基本能够实现平价上网。

图表21: 全球加权平均海风项目建设成本、容量因子和 LCOE



资料来源: IRENA, 长城证券产业金融研究院

图表22: 2023 年以来各省出台海风项目具体执行方案

省份	出台海风项目具体方案
山东省	能源局在《2023 年全省工作指导意见》中要求加快海上风电基地建设，推进省管海域海上风电项目能核尽核、能开尽开、能并尽并，开工山能集团渤中 G、国家能源半岛南 U2 等项目，建成国家能源渤中 B2、国家电投半岛南 U1 一期等项目，全年开工规模 200 万千瓦。
江苏省	盐城市印发《加快建设绿色能源之城行动方案》，提出推进近海海上风电集群化发展，加快大丰 85 万千瓦海上风电、大丰 80 万千瓦海上风电和射阳 100 万千瓦海上风电等首批竞争性配置项目群建设，力争 2024 年底前全容量并网。
福建省	发改委印发《2023 年度省重点项目名单》，涉及 4 个省在建重点项目和 1 个省预备重点项目，分别为：三峡福建漳浦六鳌海上风电场二期（400MW）、平潭外海海上风电场（111MW）、宁德霞浦海上风电场 B 区（300MW）、国家级海上风电研究与试验检测基地项目以及连江外海海上风电场（700MW）。
广东省	发改委在《2022 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2023 年计划草案的报告》中指出，2023 年计划新增海上风电装机容量 150 万千瓦，保障海上风电等新能源及“风火互补”煤电基地高效送出。
广西省	钦州市《能源消费总量控制“十四五”目标任务及循环经济发展实施方案》中指出积极推进海上风电，加快推进自贸区钦州港片区风电基地建设，力争到“十四五”末期，建成海上风电规模 100 万千瓦。

资料来源: 各省市政府网站, 长城证券产业金融研究院

图表23: 海各省风项目补贴政策

省份	补贴要求	补贴方案
广东省	2018 年底前已核准，2024 前全容量并网	2022-2024 年分别补贴 1500、1000 和 500 元/kW
山东省	2022-2024 年建成并网的“十四五”项目，补贴规模不超过 200 万 kW、340 万 kW、160 万 kW	2022-2024 年分别补贴 800、500 和 300 元/kW

省份	补贴要求	补贴方案
上海市	2022-2026年投产发电的深远海海上风电项目和场址中心离岸距离 ≥ 50km 近海海上风电项目	奖励标准为 500 元/kW，分 5 年分拨，每年拨付 20%
浙江省	2022 和 2023 年全容量并网的项目，补贴规模分别按 60 万 kWh 和 150 万 kWh 控制，补贴期限为十年	2022 和 2023 年补贴标准分别为 0.03 元/kWh、0.015 元/kWh

资料来源：风能专委会 CWEA，各政府网站，长城证券产业金融研究院

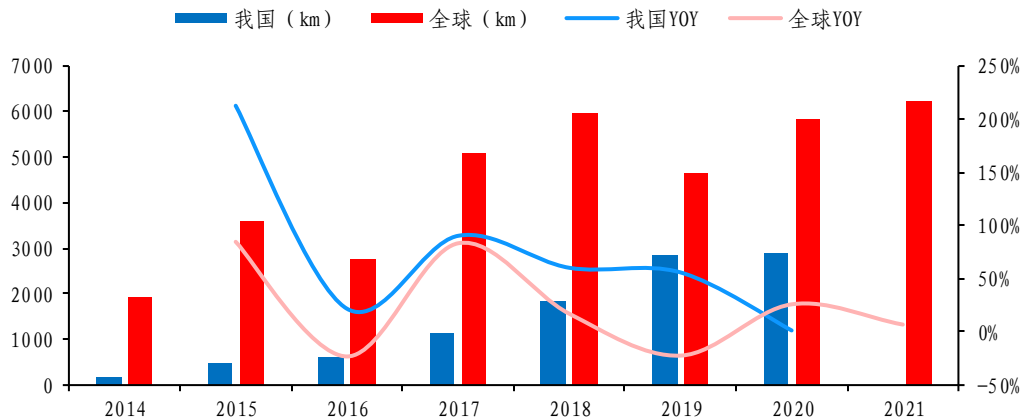
## 2.3 海底电缆

### 2.3.1 招标市场火热，奠定高增基础

**海缆市场需求大，成长空间广阔。**海缆处在海上风电领域的中游环节，是海风项目建设的重要装备之一。海缆分为阵列缆和送出缆，阵列缆电压等级一般有 35kV 和 66kV，负责连接风电机组，将电能传输到海上升压站；送出缆电压等级包括 220kV、330kV、500kV 和柔性直流海缆，负责将电能输送到陆地。2014-2020 年，我国海缆交付量由 158 公里增长到 2904 公里，CAGR 达 62.45%。2021 年全球共计交付 6240 公里，同比增长 6.92%。预计 2030 年全球累计海缆需求量将达到 7 万公里。

**沿海地区海缆招标市场火热。**2022 年海缆项目累计完成招标超 13GW，中标地区主要为广东、山东、浙江和江苏等沿海省市，高中标量为今明两年的高交付量打下基础。2023 年以来，海缆项目累计中标/预中标 1.26GW，公司预计将在山东地区获得价值 1.2 亿元的 220kV 送出缆订单。

图表 24: 2014-2021 全球及我国海缆交付量情况



资料来源：4C Offshore，中天海缆招股书，长城证券产业金融研究院

图表 25: 2022 年全国公开招投标海缆中标项目规模 (GW)

省份	中标规模
广东	4.62
山东	4.30
浙江	2.08
江苏	2.00
合计	13.00

资料来源：各公司公告，各招投标网站，长城证券产业金融研究院

图表 26: 2023 年海缆中标项目情况

项目名称	中标进度	中标内容	备注	项目规模 (MW)	离岸距离 (km)	金额 (亿元)	中标方
中广核惠州港口二 PA (北区)	中标完成	220kV 送出缆	PA 和 PB 项目共用	210	22	9.68	中天科技与上海源威建设联合体
中广核惠州港口二 PA (南区)	中标完成	&66kV 阵列缆	3 回 220kV 送出缆	240	23		
湛江徐闻海上风电场	中标完成	220kV 送出缆 &66kV 阵列缆	送出缆&阵列缆各 1 回	300	20-35	2.17	亨通高压
华能山东半岛北 BW 场址	中标候选人公示	220kV 送出缆	各中标 1 回送出缆	510	18	1.20 1.25	起帆电缆 宝胜股份

资料来源: 各招投标网站, 长城证券产业金融研究院

### 2.3.2 行业格局清晰, 高壁垒铸就高利润率

**竞争格局稳定, 高壁垒铸就高毛利。**海缆行业 CR3 在 85% 以上, 主要厂商毛利率保持在 30%-50%, 三家龙头企业的利润率和二线企业逐渐接近。主要原因是高壁垒限制了进入门槛, 目前行业内玩家较少。六大壁垒分为软性和硬性, 包括码头资源、高压技术、立塔、业绩资质、敷设船和区位布局。

#### 三项硬性壁垒

1) 码头资源: 海缆长度长、重量大, 生产完成后需直接运送上停靠在码头的敷设船或储存在附近工厂内。近年来环保力度不断加强, 码头岸线资源日益稀缺, 审批过程缓慢, 成为限制厂商进入或扩产的一大原因。起帆电缆宜昌工厂紧邻码头, 生产的海缆可经地下海缆上船隧道直接运送上船, 空间利用效率高。

2) 高压海缆生产技术: 海底环境复杂, 海缆需要采用阻水防水、抗拉耐压、耐腐蚀的材料, 并且对生产、敷设和运维要求高。220kV 及以上的高压海缆生产工艺复杂, 技术难度大, 国内仅有少数企业具备生产生产能力。公司拥有经验丰富的技术团队, 目前有能力生产高压海缆。

3) VCV 立塔交联生产线: 海缆生产设备要求高, 高压海缆使用的 VCV 立塔均采用进口设备, 此需要企业具备较强的设备引进和生产转化能力。相比 CCV 悬链交联生产线, 立塔可以防止 XLPE 绝缘材料产生绝缘偏心超标的问题。立塔的交付周期长、高度和成本高。公司在宜昌工厂投资建设了 VCV 立塔, 目前是“一塔三线”模式。

#### 三项软性壁垒

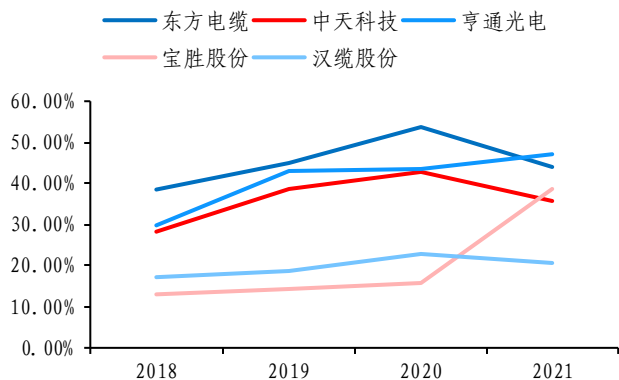
1) 业绩资质: 海缆企业生产相关产品需要按照《电线电缆产品生产许可证实施细则》《强制性产品认证目录》等相关规定办理取得《全国工业产品生产许可证》, 并通过产品 CCC 强制认证。此外, 海缆项目招标看重历史业绩资质, 大部分需要有完工的合同业绩和供货历史。公司此次若顺利交付 220kV 高压送出缆, 未来获取同类型订单的概率大大增加。

2) 施工资质及敷设船: 海缆需具备施工资质, 而资质认证的时间较长。同时, 敷设船对于海缆敷设必不可少。2021 年海风抢装潮时, 海上安装船和敷设船紧张, 租金高涨。若公司与生产敷设船的厂商合作, 拥有属于自己的敷设船, 租金成本将得到控制。

3) 布局区位优势地区: 中央财政补贴退坡后, 各地方政府出台补贴和执行政策, 成为推动海上风电建设的主要动力。公司产能需提前布局区位优势地区, 建设生产基地, 获取当地订单。起帆电缆总部位于上海金山, 目前海缆产能已布局或即将布局宜昌和广西。

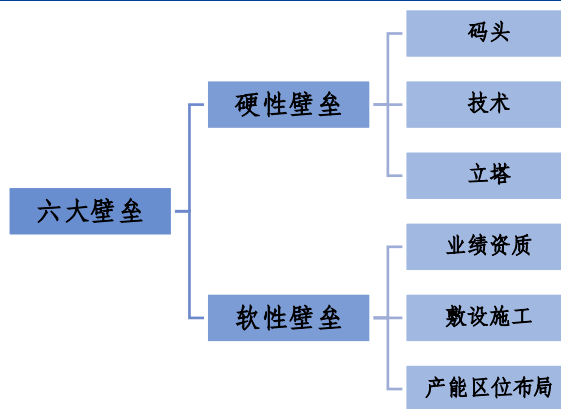


图表27: 海缆主要企业毛利率对比



资料来源: 各公司年报, 长城证券产业金融研究院

图表28: 海缆行业六大壁垒



资料来源: 长城证券产业金融研究院

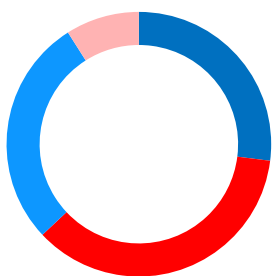
### 2.3.3 二线厂商订单份额提升, 拿单能力增强

头部厂商具备先发优势, 抢占市场大量订单。三家头部公司进入行业较早, 在国内最早从事海缆技术研发及产品制造, 积累先发优势构筑起高壁垒。根据 2021 年 11 月至 2022 年 8 月的海缆招投标市场规模, 中天科技、东方电缆和亨通光电获得订单金额合计占比达到 86%, 行业 CR5 近 100%。

二线企业获单比重上升, 开拓市场机会来临。按海缆招投标市场中标份额统计, 2020 年龙头厂商中标份额占比 91%, 2022 年此比重下降至 85%, 其余厂商中标份额呈上升趋势。主要原因是海上风电发展加速, 一线厂商订单饱满, 可能出现产能不足情况, 部分订单外溢至二线厂商。公司抓住机遇有望受益, 逐步在二线市场占据一席之地。

图表29: 2020 年海缆市场中标金额份额统计

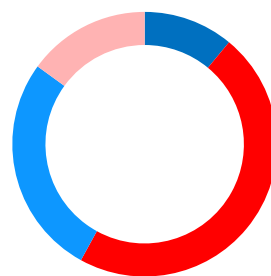
■ 中天科技 ■ 东方电缆 ■ 亨通光电 ■ 其他



资料来源: 中国招标投标公共服务平台, 长城证券产业金融研究院

图表30: 2022 年海缆市场中标金额份额统计

■ 中天科技 ■ 东方电缆 ■ 亨通光电 ■ 其他



资料来源: 中国招标投标公共服务平台, 长城证券产业金融研究院

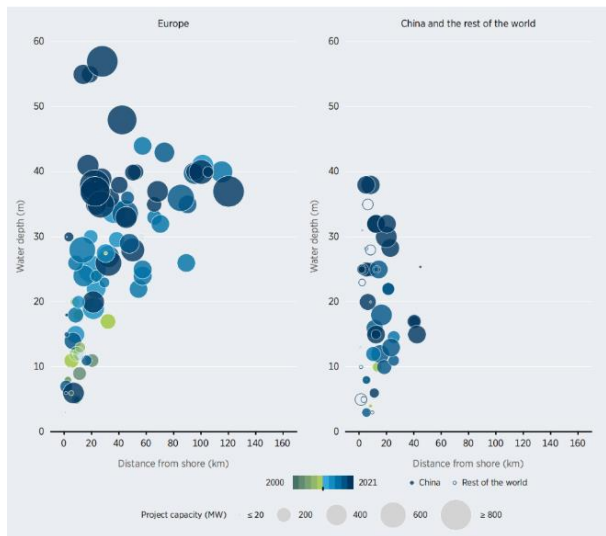
### 2.3.4 海上风电深远海化, 驱动海缆需求高增

随着近海资源的大量开发, 海上风电向深远海化拓展, 推动海缆三大发展趋势——大长度、高电压和柔性直流输电, 进一步提升价值量抵御通缩。2000 年以来, 全球海风项目平均离岸距离和水深逐步增长。欧洲地区起步早, 深远海化趋势明显, 多个项目离岸距离超 100 公里, 水深近 60 米, 项目平均容量大于我国项目容量。预计未来中国海上风电将跟随此趋势发展, 风场离岸距离增加、水深变深、项目规模扩大, 因此对大长度、高电压等级海缆的需求量上升。

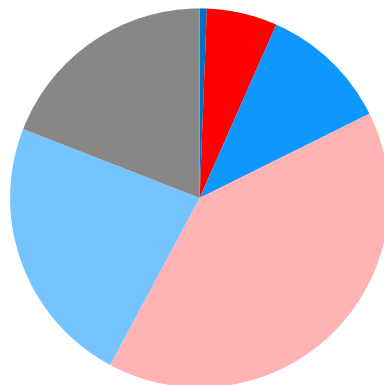
1) 风电场规模和离岸距离增加, 风电机组向大型化发展, 海缆敷设长度和电压随之提升。去年我国海风主机招标机型以 8MW+ 为主, 8MW 以下机型占比不到 18%。粤电阳江青洲一、二项目和三峡阳江青州五、六、七项目离岸距离均在 50 公里以上, 单体项目容量最高达到 1000MW, 在长距离+大兆瓦传输下采用 66kV 阵列缆和 330kV 以上交、直流送出缆可以降低损耗, 减少回路复杂程度, 从而降本增效。

图表 31: 全球海上风电项目平均离岸距离和水深

图表 32: 2022 年国内海上风机招标机型分布



■ 4. 5MW+ ■ 6MW+ ■ 7MW+ ■ 8MW+ ■ 10MW+ ■ 12MW+



资料来源: IRENA, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 国际能源网, 中国电力招标采购网, 风芒能源微信公众号, 长城证券产业金融研究院

图表 33: 海风项目离岸距离随项目规模增长

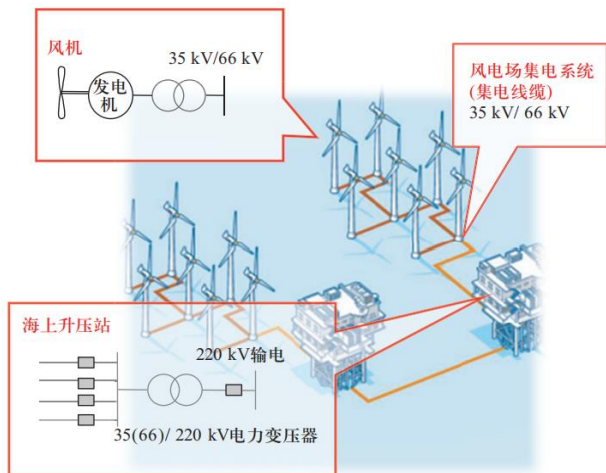
项目	规模(MW)	离岸距离(km)	阵列缆	送出缆
粤电阳江青洲一	400	50	66kV	500kV 三芯交流海缆*2
粤电阳江青洲二	600	55	66kV	500kV 三芯交流海缆
三峡阳江青州六	1000	52	66kV	330kV 三芯交流海缆*3
三峡阳江青州五、七	2000	70	66kV	± 500kV 直流海缆

资料来源: 三峡集团官网, 国际风力发电网, 长城证券产业金融研究院

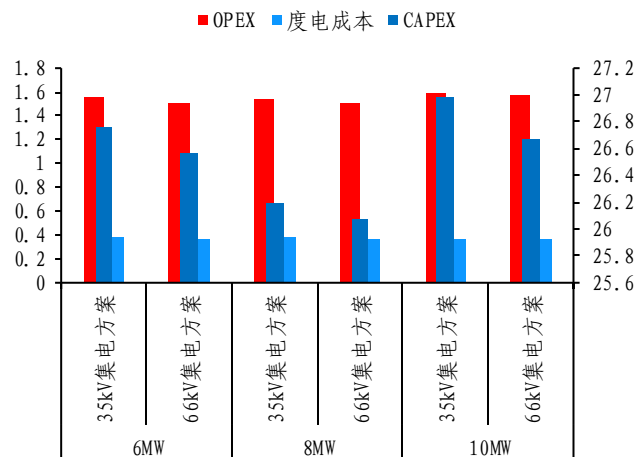
2) 随着海上风电场规模扩大和单机容量增加, 66kV 交流海缆更具备技术经济性。根据《66kV 海上风电交流集电方案技术经济性研究》的研究结果, 规模为 300MW 的风电场, 66kV 集电方案的投资成本、年运维成本、度电成本和相同传输功率的有功损耗均低于 35kV 方案。高压海上集电方案促进优化系统拓扑, 减少了集电海缆的长度以及海上升压站设备数量。

海缆电压等级越高, 截面越大, 输送容量越高。目前 220kV 海缆主要采用三芯结构, 输电容量在 18-40 万 kW 不等, 而采用 3-4 根单芯结构的 500kV 海缆输电容量均超过 100 万 kW。未来阵列缆将由 33kV 向 66kV 发展, 送出缆将由 220kV 逐步提升至 500kV。公司拥有在研发中的高电压等级阵列缆和送出缆。

图表34: 典型海上风电交流集电和输电系统示意图



图表35: 300MW海上风电场主要电气设备及电缆成本



资料来源:《海上风电场输电方式研究》, 长城证券产业金融研究院

资料来源:《66kV海上风电交流集电方案技术经济性研究》, 长城证券产业金融研究院

图表36: 不同电压等级、不同截面交流海缆输送容量

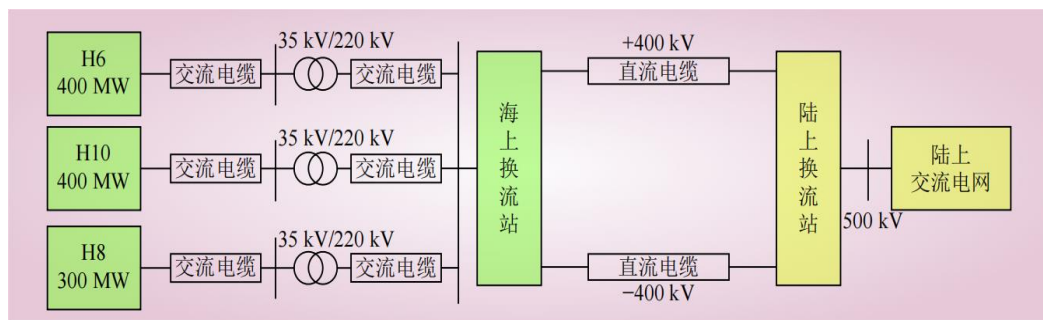
交流电压等级(kV)	截面(mm <sup>2</sup> )	容量(万 kW)	海缆数量(根)
35	3 × 300	3.5	1
110	3 × 500	14	1
	3 × 400	18	1
	3 × 500	20	1
220	3 × 1000	28-30	1
	3 × 1600	34-35	1
	1 × 2500	40	3-4
500	1 × 1800	110	3-4
	1 × 3000	140	3-4

资料来源:《海上风电场输电方式研究》, 长城证券产业金融研究院

3) 柔性直流输电适用于远距离海风并网输电。柔性直流输电方式电压稳定、损耗小、输电功率大, 能够独立调控有功、无功功率, 具有较强的故障穿越能力。江苏如东海上风电柔性直流输电项目是中国首个海风柔直项目, 输出的电力通过海上升压站、海上换流站、陆上换流站, 并入 500kV 陆上交流电网。

远海风电趋势将推动柔性直流输送方案的发展。当海风项目离岸距离小于 60km, 容量在 50 万 kW 以下, 由于海上换流站造价较高, 宜选择交流输电方式; 当离岸距离大于 60km, 容量在 50 万 kW 以上时, 宜采用柔直输送。目前国内海风柔直项目较少, 在建的有三峡阳江青洲五、七项目, 采用 ±500kV 柔直海缆。

图表37: 如东海上风电柔直输电项目送出方案



资料来源:《大规模海上风电柔性直流输电技术应用现状和展望》, 长城证券产业金融研究院

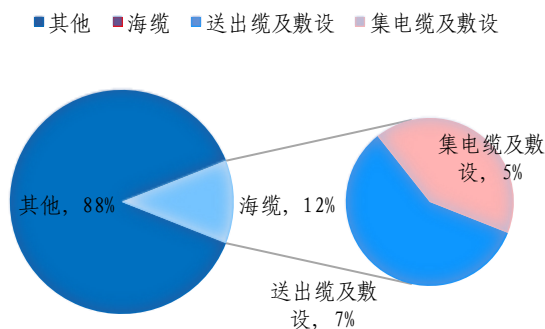
图表38: 远海风电海缆输电发展方向

离岸距离	容量(MW)	海上输电方式推荐
< 60km	< 10 万 kW	35kV 交流海缆直接送出登陆
	> 10 万 kW	建设交流升压站, 利用海上平台/风电场附近岛屿建设升压站, 风电场升压后通过 110kV 或 220kV 海缆送出登陆
> 60km	50-100 万 kW	建设海上柔直换流站, 通过单回柔直海缆送出登陆, 柔直海缆电压等级选取 $\pm 200- \pm 320kV$
	> 100 万 kW	1) 采取大容量柔直输送; 2) 采用多端柔直输送, 柔直海缆电压等级选取 $\pm 320- \pm 800kV$

资料来源:《海上风电场输电方式研究》, 彭德等, 长城证券产业金融研究院

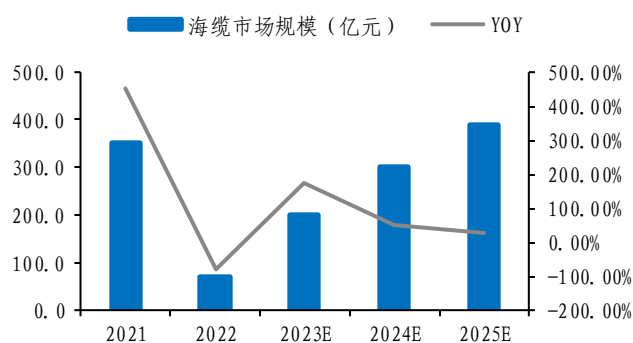
**2022 年海缆市场开启新增长, 价值量小幅提升。**根据《2022 全球海上风电大会倡议》“十四五”末我国海上累计装机达 1 亿 kW 的倡议和 GWEC 对中国海上装机预期, 假设 23-25 年新增海风并网容量在 50GW 左右。根据模型测算, 海缆市场规模自 2022 年开始进入新的增长周期, 预计 2025 年将接近 400 亿元, 22-25 年年复合增速达 76.20%。海缆占海风项目价值量约 8-13%, 抗通缩逻辑下, 海缆单 GW 价值量随技术进步有望保持在 20 亿元左右。

图表39: 海缆占 1GW 规模海风项目总投资价值量



资料来源: CWEA, 长城证券产业金融研究院

图表40: 中国海缆市场规模预测



资料来源: IRENA, 长城证券产业金融研究院

图表41: “十四五”期间海缆市场规模测算

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
国内海上风电并网 (GW)	16.9	4.08	10	15	20
风电场平均容量 (MW)	290	540	600	650	750
平均离岸距离 (km)	29	33	45	50	55
送出缆平均长度 (km)	65	89.6	126	140	154
送出海缆需求 (km)	3787.93	676.98	2100.00	3230.77	4106.67
220kV 海缆单价 (万元/km)	523	486	420	415	344
占比	100%	90%	85%	80%	65%
500kV 海缆单价 (万元/km)	-	1504	1413	1285.92	1093.032
占比	-	10%	15%	20%	35%
送出缆规模 (亿元)	198.0	39.8	119.5	190.4	248.9
35kV 集电缆单价 (亿元/GW)	5	4.72	4.34	3.7	3.3
占比	100%	90%	85%	80%	70%
66kV 集电缆单价 (亿元/GW)	-	5.97	5.67	5.39	5.12
占比	-	10%	15%	20%	30%
集电缆规模 (亿元)	85.0	19.8	45.4	60.6	76.9
敷设费用占比	20%	20%	20%	20%	20%
海缆市场规模 (亿元)	353.26	71.5	197.9	301.1	391.0
YOY	452.29%	-79.77%	176.82%	52.18%	29.86%
单 GW 价值量 (亿元)	20.9	17.5	19.8	20.1	19.6

资料来源: 中国海底电缆行业发展取数分析与投资分析前景研究报告 (2023-2029年), 各省“十四五”规划, 海风行业协会, GWEC, 长城证券产业金融研究院



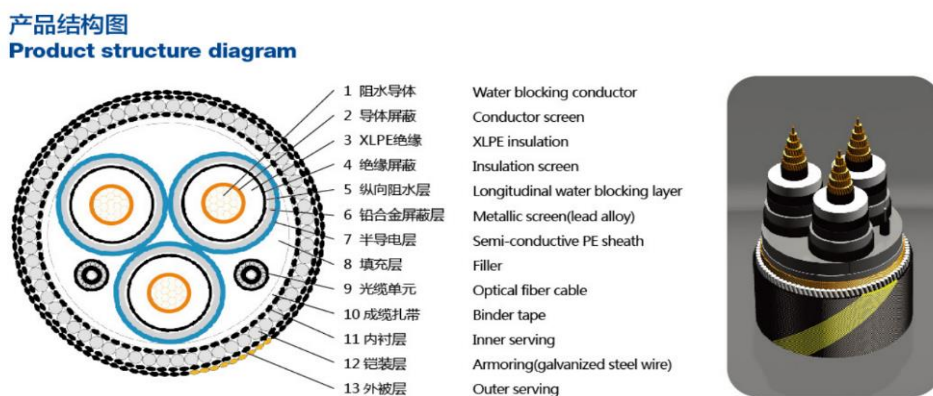
### 3. 亮点：精进技术，品质保证，布局区位优势地区

#### 3.1 技术：产品技术水平优异，自主研发高压海缆

公司积极储备高压海缆技术。公司建立了完善的技术中心和各子公司的技术创新体系，拥有上海市院士专家工作站，并会同上海交通大学、哈尔滨理工大学、上海电缆研究所等科研院所、研究机构，结合合作方的研发能力，共同推进部分前沿高端特种电缆产品的研制和技术升级，为公司发展提供技术保障。

公司总工程师韩宝忠，曾任哈尔滨理工大学电气与电子工程学院副院长、教授，博士生导师，长期从事电气绝缘与电缆技术领域的教学与科研工作。在国内外期刊、会议发表多篇论文，其中被 SCI 和 EI 检索论文 50 余篇，申请国家发明专利 20 项，为公司自主研发做出贡献。

图表 42：公司研发的交联聚乙烯绝缘三芯光纤复合海底电缆



资料来源：行业海底电缆画册，长城证券产业金融研究院

#### 3.2 品质：品牌质量保证，国内外多项认证

品牌质量有保证，国内外多项认证。公司立足行业多年，是上海规模最大电线电缆生产销售企业，已拥有 5 万余种规格的产品。公司建立了完善的质量控制体系，通过多项管理体系及产品认证，并被中国质量检验协会认定为“全国质量和服务优秀示范企业”、“全国质量检验稳定合格产品”。公司品牌效益逐步凸显，生产规模稳步提高，产品种类日益丰富，工艺技术不断优化，竞争优势得到进一步巩固。

图表 43：公司通过多项国际权威机构认证

证书名称	颁发机构	颁发日期
Certificate of Compliance	UL	2014.08.27
Certificate of Compliance	ISET S.R.L	2016.12.22
IATF	NSF International Strategic Registrations	2017.12.06
TUV Rheinland Certificate	TUV	2020.01.14

资料来源：招股说明书，长城证券产业金融研究院

### 3.3 市场布局：抢先布局广西，积极投标获单

把握区位优势积极投标，长三角海风规划有望受益。公司总部地处上海金山，辐射长江三角洲经济最活跃地区，需求旺盛。公司已中标浙江华能苍南 2 号 35kV 阵列缆，预中标华能山东半岛 BW 项目 220kV 送出缆。上海“十四五”共规划 1.8GW 海风，包含金山一期 300MW，和今年第二批海风竞配方案中金山二期等共计 800MW 项目。

占有广西地区先机优势，差异化布局提升拿单能力。公司目前是首个布局广西的海缆企业，广西“十四五”期间全面启动重点发展海上风电，规划总装机容量 22.5GW。2022 年广西启动 1.8GW 防城港海上风电示范项目竞配，价值量 25 亿元。公司已开始建设防城港生产基地，拟投资 20 亿元，有较大可能获得当地项目海缆订单。

图表 44: 公司已中标和已布局地区近期项目汇总

省份	项目	开发方	项目规模 (MW)	海缆规格	预计并网时间	离岸 (km)	总金额 (亿元)
浙江	华能苍南 2 号	华能	300	35kV 集电缆	2023.9	23	0.95
山东	华能山东半岛北 BW	华能	510	220kV 送出缆	2023	18	1.2
上海	金山一期	三峡	300	35kV 集电缆 & 220kV 送出缆	2023 年底	19.5	
	金山二期、奉贤二期、奉贤四期、东海大桥三期	--	800	35kV 集电缆 & 220kV 送出缆			
广西	防城港	广投	1800	35kV 集电缆 & 220kV 送出缆			
	钦州	国电投	900	35kV 集电缆 & 220kV 送出缆			

资料来源：中国招标投标公共服务平台，华能电子商务平台，长城证券产业金融研究院

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

假设：

- 1) 2022-2024 年，公司已公告扩产计划如期建设，产能释放顺利；
- 2) 陆缆：随着我国经济发展和电力建设，电力电缆和电气装备用电线电缆业务稳步提升，毛利率相对稳定；
- 3) 海缆：2023 年中标部分上海、广西和浙江海上风电项目的海缆招标；华能浙江苍南 2 号项目剩余部分完成交付，华能山东半岛北 BW 项目和三峡上海金山一期项目顺利交付，防城港地区项目进行部分交付。

图表45: 主要业务板块盈利预测

	2022E	2023E	2024E
海缆			
营收 (亿元)	1.0	11.3	15.2
YOY (%)		1030.00%	34.60%
毛利率 (%)	25%	28.23%	28.14%
陆缆			
营收 (亿元)	212.1	242.9	279.3
YOY (%)		14.50%	15.00%
毛利率 (%)	9.24%	9.52%	9.65%
合计			
营收 (亿元)	213.1	254.2	294.5
YOY (%)		19.26%	15.87%
综合毛利率 (%)	9.31%	10.36%	10.60%

资料来源: 长城证券产业金融研究院

## 4.2 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 214.9 亿元、256.9 亿元和 297.9 亿元，实现归母净利润分别为 5.45 亿元、8.13 亿元和 9.80 亿元，对应 EPS 为 1.30 元、1.94 元和 2.34 元。对应当前股价（2023 年 3 月 27 日收盘价），PE 分别为 17X、12X 和 10X。首次覆盖予以“买入”评级。其它公司估值来自同花顺机构一致预测。

图表46: 可比行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	EPS			PE		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600973	宝胜股份	5.17	70.76	70.76	0.05	0.32	0.46	101.02	16.12	11.25
002498	汉缆股份	4.15	137.40	137.40	0.23	0.28	0.34	18.79	15.32	12.62
002300	太阳电缆	8.46	55.69	55.68	0.30	0.36	0.42	28.27	23.87	20.21
603606	东方电缆	48.65	335.40	335.40	1.22	2.53	3.27	55.38	19.26	14.89
	平均				0.45	0.87	1.12	50.87	18.64	14.74
605222	起帆电缆	22.57	93.24	23.88	1.30	1.94	2.34	17.33	11.61	9.63

资料来源: 同花顺, 长城证券产业金融研究院

## 风险提示

**原材料价格短期剧烈波动风险。**公司经营方式为以销定产，以产定采，公司产品以成本加成方式定价，原材料价格可以向下游客户传导，但合同执行与原料采购有一定时间差异，价格传导有一定的滞后性，若铜价短期大幅波动，将影响产品盈利水平。

**海上风电项目延期及装机不达预期风险。**海洋工程投资大、周期长，且受海洋水文和天气状况影响大，诸多因素都可能导致项目进度不达预期，进一步将影响上游产业链风电设备需求和交付。

**广西项目审批及建设进度不确定性风险。**广西投资项目尚未与政府签署相关协议，尚需向政府有关部门办理项目备案、环评审批、建设规划许可、施工许可等前置审批工作，项目能否实施、建设进度、实施进度存在一定的不确定性。

**宏观经济下行风险，全球政治形势风险，市场竞争加剧风险等。**

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4925	7970	8684	10176	10229
现金	714	2442	2655	2399	2725
应收票据及应收账款	1806	2505	2743	3592	3540
其他应收款	28	208	0	217	79
预付账款	41	38	47	82	47
存货	1787	2010	2648	3077	3193
其他流动资产	548	767	591	808	646
<b>非流动资产</b>	973	1281	1395	1695	1889
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	594	749	842	1091	1259
无形资产	90	106	109	113	116
其他非流动资产	289	425	444	490	515
<b>资产总计</b>	5898	9251	10078	11871	12119
<b>流动负债</b>	2982	4522	5017	6017	5447
短期借款	1637	1882	1451	1679	1693
应付票据及应付账款	784	1314	1920	1609	2240
其他流动负债	561	1325	1646	2729	1514
<b>非流动负债</b>	145	1003	879	872	736
长期借款	18	888	763	756	620
其他非流动负债	127	115	115	115	115
<b>负债合计</b>	3127	5525	5896	6889	6183
少数股东权益	0	36	36	36	35
股本	401	418	418	418	418
资本公积	1082	1298	1298	1298	1298
留存收益	1288	1972	2489	3248	4140
归属母公司股东权益	2771	3690	4146	4946	5901
<b>负债和股东权益</b>	5898	9251	10078	11871	12119

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	-1514	88	1080	79	970
净利润	410	683	545	813	979
折旧摊销	65	79	79	103	132
财务费用	70	140	153	136	203
投资损失	-0	-33	-6	-8	-9
营运资金变动	-2158	-531	228	-1074	-459
其他经营现金流	100	-251	81	109	125
<b>投资活动现金流</b>	-194	-388	-116	-431	-300
资本支出	74	255	193	403	326
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-120	-133	77	-28	26
<b>筹资活动现金流</b>	1724	1728	-750	96	-345
短期借款	869	245	-431	228	14
长期借款	-11	870	-124	-7	-136
普通股增加	50	18	0	0	0
资本公积增加	801	215	0	0	0
其他筹资现金流	14	380	-195	-125	-223
<b>现金净增加额</b>	15	1424	213	-256	325

## 利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	9736	18878	21493	25690	29788
营业成本	8777	17238	19515	23059	26664
营业税金及附加	12	32	86	99	140
营业费用	162	315	481	529	598
管理费用	127	159	296	474	566
研发费用	36	53	166	206	196
财务费用	70	140	153	136	203
资产减值损失	-43	-86	-81	-109	-125
其他收益	45	21	9	3	2
公允价值变动收益	0	1	0	0	1
投资净收益	0	33	6	8	9
资产处置收益	0	-1	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	554	908	730	1089	1309
营业外收入	0	5	2	3	3
营业外支出	2	2	4	3	3
<b>利润总额</b>	553	912	729	1089	1309
所得税	142	229	184	276	330
<b>净利润</b>	410	683	545	813	979
少数股东损益	0	-1	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	410	684	545	813	980
EBITDA	661	1040	836	1215	1467
EPS (元/股)	0.98	1.64	1.30	1.94	2.34

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	27.3	93.9	13.9	19.5	16.0
营业利润 (%)	23.1	63.9	-19.6	49.1	20.2
归属母公司净利润 (%)	23.1	66.7	-20.3	49.2	20.5
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	9.9	8.7	9.2	10.2	10.5
净利率 (%)	4.2	3.6	2.5	3.2	3.3
ROE (%)	14.8	18.3	13.1	16.4	16.6
ROIC (%)	9.9	10.9	8.6	10.9	11.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	53.0	59.7	58.5	58.0	51.0
净负债比率 (%)	36.3	12.8	-5.5	5.9	-2.2
流动比率	1.7	1.8	1.7	1.7	1.9
速动比率	1.0	1.3	1.2	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.1	2.5	2.2	2.3	2.5
应收账款周转率	8.0	9.7	9.1	8.9	9.2
应付账款周转率	15.8	24.5	18.1	19.5	20.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.98	1.64	1.30	1.94	2.34
每股经营现金流 (最新摊薄)	-3.62	0.21	2.58	0.19	2.32
每股净资产 (最新摊薄)	6.63	8.39	9.45	11.31	13.54
<b>估值比率</b>					
P/E	23.0	13.8	17.3	11.6	9.6
P/B	3.4	2.7	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	15.6	9.3	10.8	7.9	6.2

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 3 月 27 日收盘价



### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126  
传真：021-31829681  
网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编：100044  
传真：86-10-88366686