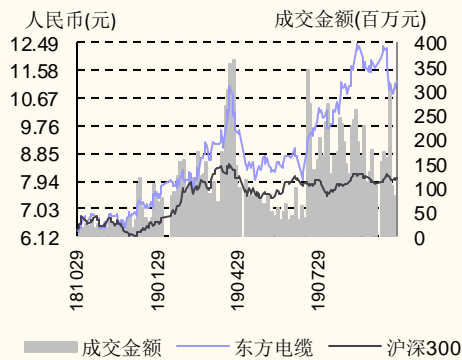


## 东方电缆 (603606.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格(人民币): 11.23 元  
 目标价格(人民币): 16.60-16.60 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) 73.46  
 年内股价最高最低(元) 12.38/10.80  
 沪深 300 指数 3897  
 上证指数 2955



## 相关报告

- 1.《东方电缆中报预告点评-行业维持高景气，中报业绩大幅预增超预期》，2019.7.17
- 2.《东方电缆年报点评-十年磨一剑，海缆龙头进入业绩加速释放期》，2019.4.12
- 3.《东方电缆业绩预告点评-海上风电项目核准加快，海缆利润占比快速...》，2019.1.23
- 4.《东方电缆深度报告-海风正盛，海缆订单爆发助力业绩转折》，2018.11.26

## 海缆盈利能力维持高位，三季报业绩大超预期

## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.135	0.341	0.620	0.832	1.095
每股净资产(元)	4.24	3.44	3.20	3.87	4.75
每股经营性现金流(元)	-1.83	0.99	0.10	1.43	1.44
市盈率(倍)	85.99	26.21	18.13	13.51	10.25
净利润增长率(%)	-3.20%	241.55%	136.38%	34.22%	31.70%
净资产收益率(%)	3.17%	9.91%	19.34%	21.50%	23.04%
总股本(百万股)	372.71	503.16	654.10	654.10	654.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司发布三季报，前三季度实现营收、归母净利润、扣非净利润分别为 25.7 亿、3 亿、3 亿元，同比分别增 17.3%、162.3%、167.2%，超市场预期。

## 经营分析

- 公司毛利率，三季报海缆盈利大超预期。公司 Q3 实现营收 10.8 亿，其中海缆相关营收约 4.4 亿，累计约 10.7 亿元，同比增 52%。Q3 单季度毛利率 23.86%，环比下降主要由于 Q2 执行了高毛利率的 500kV 海缆产品，和 Q1 基本持平。前三季度公司毛利率 25%，同比提升 9.2pct，主要由于大宗商品价格下降、高毛利率海缆营收占比大幅提升、技改带来的生产效率提升，同时三费率为 9.2%，仅提升 0.36pct，助力净利率大幅升至 11.8%，前三季度 ROE 达到了 16.3%，同比大幅提升 9.2pct，盈利能力正大幅提升。
- 公司在手订单充裕，业绩持续高增长确定性高。公司今年新增海缆和敷设项目含税订单共计 16.9 亿，其中 Q3 新增订单 3.9 亿，四季度通常为海上风电核准和招标旺季，因此全年新增订单有望继续创新高。目前公司在手海缆相关订单在 25 亿上下，存量项目排期已经到 2020 年下半年，为满足抢装带来的招标量快速提升带来的订单爆发增长，公司宁波 2 期募投项目和阳江子公司布局正在积极推进中，预计 2021 年海缆产能陆续释放，同时今年上半年新增第四条产线将在 2020 释放全产能，叠加技改升级的进一步推进，2020 年产值有望达到 25-30 亿左右。今年新增装机容量仅 300MW，预计全年新增装机容量有望达到 2.5GW，同比增长 50%，抢装效应明显，我们预计明年后年海上风电装机容量有望达到 3GW、4GW，支撑业绩高增确定性。
- 海上风电成本大幅下降叠加政府接力补贴，助力抢装期后行业高景气。东方电气 10MW 机组成功下线映射了海风机组大型化趋势，机组大型化将有效降低初始投资并提升发电效率，同时大规模开发产生的规模效应、海工船舶施工能力提升、数字化技术应用将带动全生命周期 LCOE 下降，根据中国可再生能源风能专委会预测，未来 5 年我国海上风电的度电成本有望下降 40% 以上，2025 年基本实现平价，同时地方政府有望从 2022 年接力补贴新并网项目，无疑将大幅缓解国家可再生补贴资金缺口，支撑产业长期健康发展。

## 盈利调整和投资建议:

- 海风未来两年内将迎抢装潮。受益原材料下降、技改升级和规模效应公司海缆毛利率大幅提升，上调公司 2019-2021 归母净利润为 4.05 亿 (+16%)、5.4 亿 (+26%)、7.2 亿 (+33%)，目标价 16.6 元，对应 2020 年 20x。

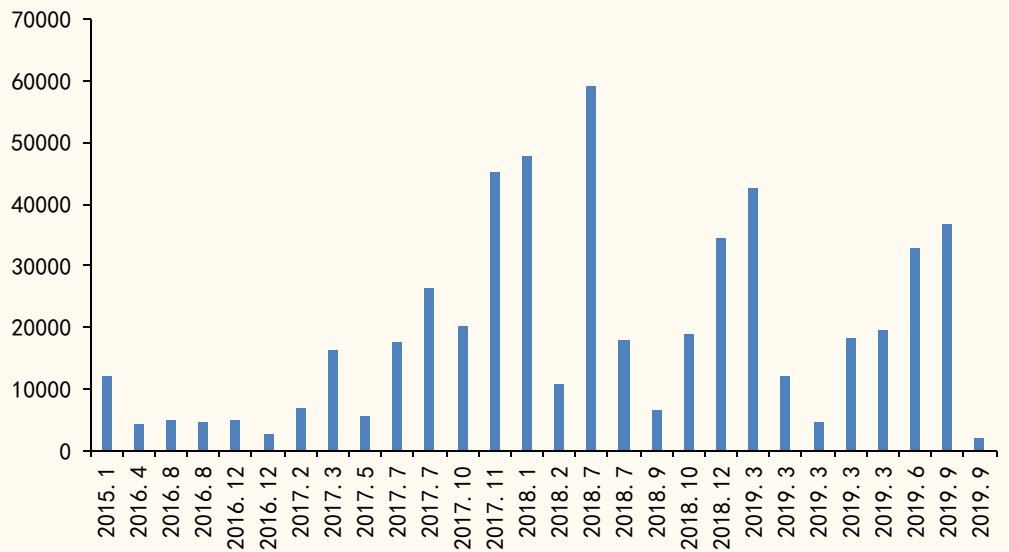
## 风险提示:

- 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

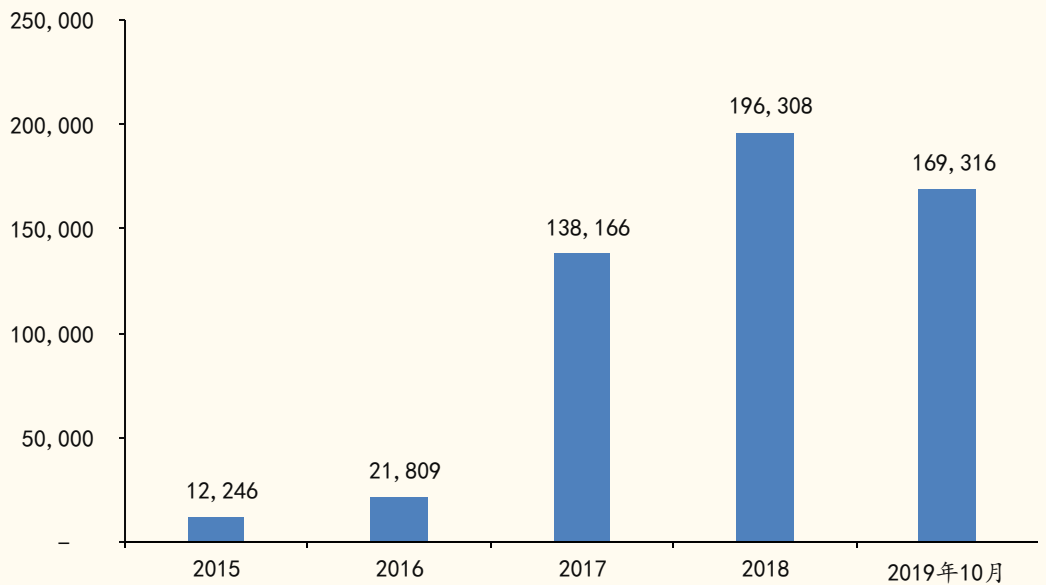
姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
 (8621)61357595  
 yaoy@gjzq.com.cn

图表 1: 2015 年至今公司单个海缆订单梳理 (万元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 2: 2015-2019 年 10 月份公司海缆订单汇总 (万元)



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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,742	2,062	3,024	3,579	4,318	5,235	货币资金	562	834	1,170	740	879	1,048
增长率		18.4%	46.7%	18.3%	20.6%	21.2%	应收账款	556	648	961	1,570	1,408	1,482
主营业务成本	-1,527	-1,795	-2,524	-2,750	-3,267	-3,917	存货	393	702	545	603	671	751
%销售收入	87.7%	87.1%	83.5%	76.8%	75.7%	74.8%	其他流动资产	10	135	43	58	68	81
毛利	214	267	500	829	1,051	1,318	流动资产	1,522	2,318	2,718	2,970	3,027	3,363
%销售收入	12.3%	12.9%	16.5%	23.2%	24.3%	25.2%	%总资产	74.0%	78.4%	79.7%	77.9%	70.2%	65.0%
营业税金及附加	-8	-10	-11	-13	-16	-19	长期投资	3	3	0	50	50	50
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	382	471	533	530	930	1,424
销售费用	-65	-74	-109	-132	-158	-190	%总资产	18.6%	15.9%	15.6%	13.9%	21.6%	27.5%
%销售收入	3.8%	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%	3.6%	无形资产	124	134	139	239	279	305
管理费用	-83	-103	-48	-63	-74	-89	非流动资产	536	638	695	843	1,287	1,809
%销售收入	4.8%	5.0%	1.6%	1.8%	1.7%	1.7%	%总资产	26.0%	21.6%	20.3%	22.1%	29.8%	35.0%
研发费用	0	0	-101	-129	-153	-182	<b>资产总计</b>	<b>2,058</b>	<b>2,956</b>	<b>3,413</b>	<b>3,814</b>	<b>4,314</b>	<b>5,172</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	3.3%	3.6%	3.6%	3.5%	短期借款	443	979	998	792	666	708
息税前利润 (EBIT)	58	80	233	493	650	839	应付款项	720	352	591	823	991	1,199
%销售收入	3.3%	3.9%	7.7%	13.8%	15.1%	16.0%	其他流动负债	17	15	48	71	92	118
财务费用	-13	-33	-35	-17	-33	-27	流动负债	1,180	1,347	1,637	1,685	1,748	2,025
%销售收入	0.7%	1.6%	1.2%	0.5%	0.8%	0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-7	-8	-14	-29	-19	-20	其他长期负债	24	29	42	30	32	35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	<b>负债</b>	<b>1,204</b>	<b>1,375</b>	<b>1,679</b>	<b>1,715</b>	<b>1,780</b>	<b>2,060</b>
投资收益	0	0	7	8	10	12	<b>普通股股东权益</b>	<b>854</b>	<b>1,581</b>	<b>1,730</b>	<b>2,095</b>	<b>2,530</b>	<b>3,109</b>
%税前利润	n.a	n.a	3.5%	1.7%	1.6%	1.5%	其中：股本	311	373	503	654	654	654
营业利润	38	56	198	464	620	817	未分配利润	361	392	524	798	1,179	1,686
营业利润率	2.2%	2.7%	6.5%	13.0%	14.4%	15.6%	少数股东权益	0	0	4	4	4	4
营业外收支	23	0	-2	0	2	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,058</b>	<b>2,956</b>	<b>3,413</b>	<b>3,814</b>	<b>4,314</b>	<b>5,172</b>
税前利润	61	56	196	464	622	820	<b>比率分析</b>						
利润率	3.5%	2.7%	6.5%	13.0%	14.4%	15.7%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-9	-5	-25	-58	-78	-103	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.9%	9.7%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	每股收益	0.167	0.135	0.341	0.620	0.832	1.095
净利润	52	50	171	405	544	716	每股净资产	2.745	4.242	3.439	3.203	3.868	4.752
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.513	-1.830	0.986	0.101	1.431	1.444
归属于母公司的净利润	52	50	171	405	544	716	每股股利	0.045	0.060	0.105	0.200	0.250	0.320
净利率	3.0%	2.4%	5.7%	11.3%	12.6%	13.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	6.07%	3.17%	9.91%	19.34%	21.50%	23.04%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	2.52%	1.70%	5.02%	10.63%	12.61%	13.85%
净利润	52	50	171	405	544	716	投入资本收益率	3.81%	2.84%	7.45%	14.89%	17.76%	19.19%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	45	48	69	92	103	151	主营业务收入增长率	-4.39%	18.40%	46.67%	18.35%	20.65%	21.24%
非经营收益	16	34	32	26	36	30	EBIT增长率	-19.22%	38.52%	189.57%	111.48%	31.99%	29.01%
营运资金变动	47	-814	224	-458	254	47	净利润增长率	2.92%	-3.20%	241.55%	136.38%	34.22%	31.70%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>160</b>	<b>-682</b>	<b>496</b>	<b>66</b>	<b>936</b>	<b>945</b>	总资产增长率	17.97%	43.66%	15.45%	11.74%	13.12%	19.89%
资本开支	-159	-159	-118	-161	-526	-650	<b>资产管理能力</b>						
投资	-3	0	3	0	0	0	应收账款周转天数	94.2	92.6	81.4	150.0	110.0	95.0
其他	34	11	-37	8	10	12	存货周转天数	95.5	111.3	90.1	80.0	75.0	70.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-128</b>	<b>-148</b>	<b>-153</b>	<b>-153</b>	<b>-516</b>	<b>-638</b>	应付账款周转天数	29.5	27.3	20.7	40.0	40.0	40.0
股权募资	0	691	4	41	54	72	固定资产周转天数	69.7	65.0	57.7	47.8	58.3	74.2
债权募资	43	536	19	-218	-124	45	<b>偿债能力</b>						
其他	-19	-53	-63	-166	-211	-254	净负债/股东权益	-13.99%	9.20%	-9.91%	2.47%	-8.42%	-10.93%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>24</b>	<b>1,174</b>	<b>-40</b>	<b>-344</b>	<b>-281</b>	<b>-137</b>	EBIT利息保障倍数	4.5	2.4	6.6	29.8	19.6	30.9
<b>现金净流量</b>	<b>56</b>	<b>345</b>	<b>303</b>	<b>-430</b>	<b>139</b>	<b>169</b>	资产负债率	58.51%	46.52%	49.19%	44.96%	41.27%	39.82%

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	8	16
增持	1	1	2	3	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	1.27	1.27

来源：朝阳永续

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

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

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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