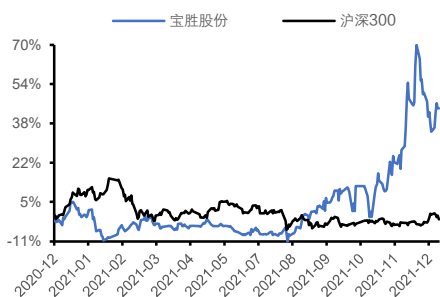


投资评级:增持(首次)

基本数据 2021-12-17

收盘价(元)	6.30
流通股本(亿股)	12.52
每股净资产(元)	3.40
总股本(亿股)	13.71

最近 12 月市场表现



分析师 **龚斯闻**

SAC 证书编号: S0160518050001

gsw@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ▶ **事件:** 公司 12 月 14 日公告, 拟向控股子公司中航宝胜海洋工程电缆有限公司增资 35000 万元, 增资完成后持股 70%; 拟向子公司宝胜长飞海洋工程有限公司增资 22500 万元, 增资完成后持股 30%。
- ▶ **海缆生产厂房区位优势得天独厚。** 宝胜股份子公司宝胜海缆拥有 201.7 米全球最高的电缆交联立塔、5 万吨级全国最大海缆码头、18 万平方米全国单体最大海缆厂房, 可为客户提供海底电缆、光缆、光电复合缆、特种缆及脐带缆等产品从设计、制造到安装的一体化解决方案, 是国内高端海底电缆领域的后期之秀。
- ▶ **高附加值大长度 220kV 海上风电送出缆集中交付。** 公司陆续切入高端海缆市场, 近期连续向国电投山东半岛 3 号海风项目、华能山东半岛项目、福建长乐外海项目及华能大连庄河等项目交付 9 条 220kV 大长度光电复合海缆, 合计长度超过 300 千米。
- ▶ **海风高景气, 双碳背景下十四五期间海风需求高企。** 2021Q3 全国海上风电新增并网 1.67GW, 同比增长 227%, 全国海上风电累计装机量已达 13.19GW, 同比增长 75.7%。尽管面临国家补贴退坡, 各沿海省市仍大力支持海上风电开发: 江苏“十四五”海上风电规划建设风场 28 个, 装机量 9.09GW; 福建漳州提出 50GW 海上风电大基地方案, 计划投资额超过万亿; 广东省“十四五”规划明确提出打造粤东千万千瓦级海风大基地。
- ▶ **投资建议:** 当前公司营收主要来自传统电线电缆业务, 后续发展重点主要在海缆业务, 公司海缆厂房及码头配置较高, 当前处于产能扩张及高端产品开拓期, 后续发展潜力大。我们预计公司 2021-2023 年营收 402/483/569 亿元, 归母净利润 3.09/3.77/4.86 亿元, 对应 PE 27.99/22.91/17.77, 给予“增持”评级。

- ▶ **风险提示:** 海上风电项目推进不及预期; 海上风电平价上网不及预期。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	33283	34138	40200	48300	56900
收入增长率(%)	3.41	2.57	17.76	20.15	17.81
归母净利润(百万元)	154	219	309	377	486
净利润增长率(%)	30.87	41.87	41.26	22.19	28.88
EPS(元/股)	0.13	0.16	0.23	0.28	0.35
PE	29.23	27.19	27.99	22.91	17.77
ROE(%)	4.03	4.85	6.41	7.26	8.56
PB	1.22	1.32	1.79	1.66	1.52

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

内容目录

事件：增资海工海缆子公司，加码投资海工海缆领域	3
1、海缆后起之秀，高起点定位	3
1.1 高标准布局海缆业务，订单连续交付	3
1.2 国内电缆领域的集大成者	4
2、海风大型化加速，海缆备受关注	6
2.1 抢装叠加双碳，海上风电加速放量	6
2.2 风机大型化，海缆壁垒明显	7

图表目录

图 1：交联聚乙烯绝缘光电复合海底电缆	3
图 2：公司海缆码头	3
图 3：公司海缆敷设船	4
图 4：公司交联电缆生产专用立塔	4
图 5：公司营业收入（亿元）	5
图 6：公司归母净利润（亿元）	5
图 7：公司各项业务营收占比	5
图 8：公司各项费用占比水平	5
图 9：公司各项业务毛利率水平	6
图 10：国内风电累计装机量（GW）	6
图 11：国内海风年新增装机量（GW）	6
图 12：美国新增风机单机平均扫风半径、塔筒高度、额定功率	7
图 13：风电机组大型化趋势	7
图 14：海上风场架构	8

事件：增资海工海缆子公司，加码投资海工海缆领域

12月14日公司发布公告，为进一步支持子公司在海工海缆领域发展，公司联合长飞公司向子公司增资。公司拟向子公司中航宝胜海洋工程电缆有限公司增资35,000万元，增资完成后持股70%，长飞公司拟同时增资15,000万元，增资完成后中航宝胜海洋工程电缆有限公司注册资本由100,000万元增加至150,000万元。公司拟向子公司宝胜长飞海洋工程有限公司增资22,500万元，增资完成后持股30%，长飞公司拟同时增资52,500万元，增资完成后宝胜长飞海洋工程有限公司注册资本由10,000万元变为85,000万元。

1、海缆后起之秀，高起点定位

1.1 高标准布局海缆业务，订单连续交付

220kV 高端订单连续交付。宝胜股份子公司宝胜海缆拥有201.7米全球最高的电缆交联立塔、5万吨级全国最大海缆码头、18万平方米全国单体最大海缆厂房，可为客户提供海底电缆、光缆、光电复合缆、特种缆及脐带缆等产品从设计、制造到安装的一体化解决方案，是国内高端海底电缆领域的后期之秀。公司强势切入高端海缆市场，近期连续向国电投山东半岛3号海风项目、华能山东半岛项目、福建长乐外海项目及华能大连庄河等项目交付9条220kV大长度光电复合海缆，合计长度超过300千米。

图1：交联聚乙烯绝缘光电复合海底电缆



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图2：公司海缆码头



数据来源：苏商会，财通证券研究所

高起点定位，锁定优质海工资源。公司对海缆业务布局始于 2016 年，后为实现海底线缆市场全覆盖，引进长飞光纤光缆，合资成立中航宝胜海洋工程电缆有限公司（宝胜海缆），其中宝胜股份占股 70%。为抢占海缆行业制高点，宝胜海缆生产基地按照世界一流标准进行规划设计。公司坐落扬州经济技术开发区，总投资额 50 亿元，占地面积 40 万平方米，其中厂房占地面积 18 万平方米，为国内单体最大。宝胜海缆码头直接毗邻厂房，码头依托长江深水岸线 228 米，最大可停靠 5 万吨级船舶，年电缆运输量可超过 10 万吨，是国内单体最大的海缆码头。

图3：公司海缆敷设船



数据来源：电缆现货网，财通证券研究所

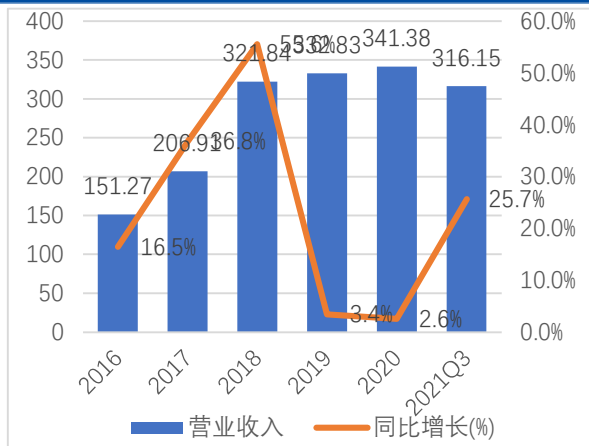
图4：公司交联电缆生产专用立塔



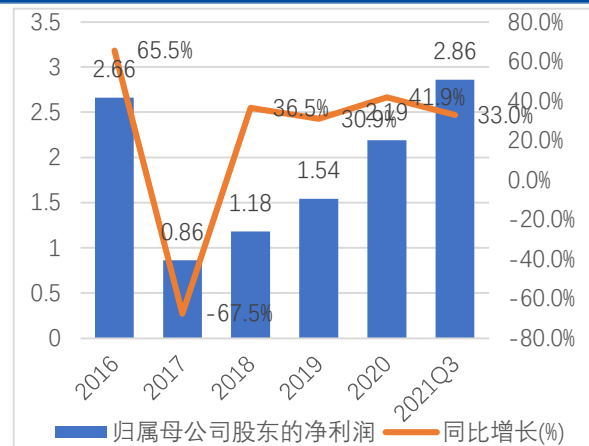
数据来源：电缆现货网，财通证券研究所

1.2 国内电缆领域的集大成者

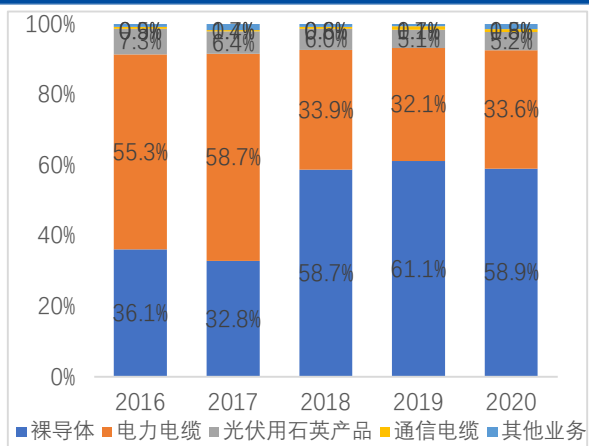
国内一流电缆制造商，研发、品牌营销及产品线均优势明显。2020 年度《中国线缆行业 100 强企业榜单》显示，宝胜股份综合实力位于全国线缆行业第二位。公司已连续十年入围财富中国 500 强；连续五年入围国内线缆行业竞争力 10 强，是国内线缆行业的领军企业。公司为国家认定企业技术中心，研发实力强大，旗下包含多个各型电缆研究中心，承担 973 等国家级项目 20 项、省级以上项目 100 项，获各类科技奖项 65 项、专利 248 项。公司产品线覆盖低压至超高压各电压等级；覆盖航天军工、特高压、海洋工程等特种领域，可提供的各型线缆产品覆盖 1000 余个品种、10 万余个型号、100 万余个规格。营销方面，公司拥有营销人员 700 余人，覆盖全国并建立快速反应机制。

图5：公司营业收入（亿元）


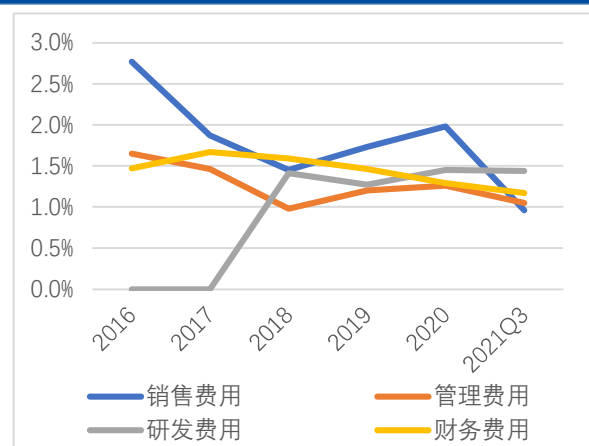
数据来源：Wind，财通证券研究所

图6：公司归母净利润（亿元）


数据来源：Wind，财通证券研究所

图7：公司各项业务营收占比


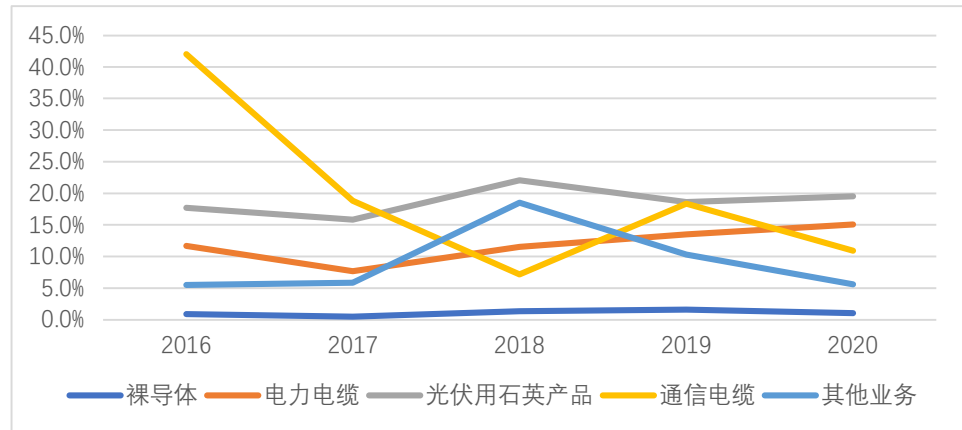
数据来源：Wind，财通证券研究所

图8：公司各项费用占比水平


数据来源：Wind，财通证券研究所

海缆业务开始放量，业绩持续增长。公司2021年前三季度实现营业收入216.15亿元，同比增长25.67%；实现归母净利润2.86亿元，同比增长32.95%。其中2021Q3单季度实现营业收入110.27亿元，同比增长19.65%；实现归母净利润0.93亿元，同比增长11.54%。公司于2020年以4.93亿元完成对宝胜高压的收购，取得高压及超高压产品完全自主权，2021年前三季度已获得多个高压电缆项目，规模合计7.88亿元。同时，海缆业务集中交付，公司年内已交付220kV光电复合海缆9条，总长超300千米。

图9：公司各项业务毛利率水平



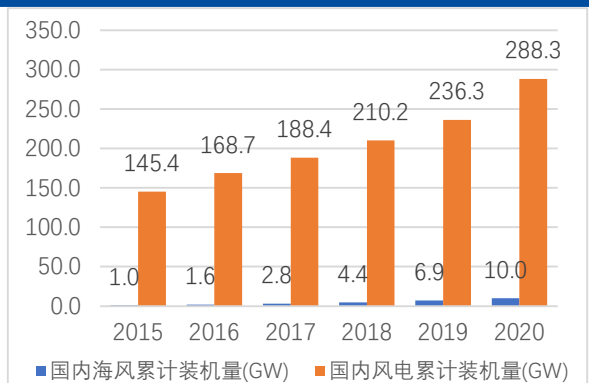
数据来源：Wind，财通证券研究所

2、海风大型化加速，海缆备受关注

2.1 抢装叠加双碳，海上风电加速放量

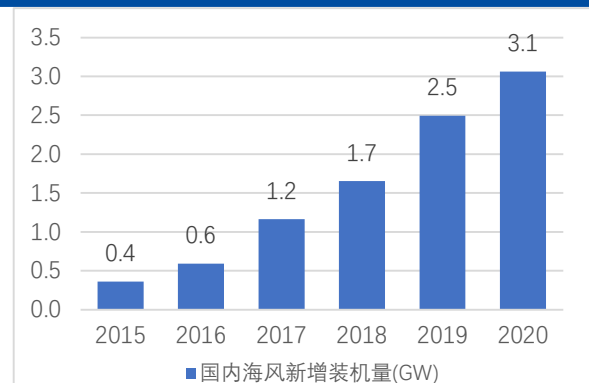
抢装潮叠加双碳宣言，政策驱动海上风电高景气。2019年5月，国家发改委下发《关于完善风电上网电价政策的通知》，规定陆上风电2021年后；海上风电2022年后并网，不再获得国家电价补贴，2021年由此成为海上风机抢装锁定期补的关键之年。2020年12月，习近平总书记在气候雄心峰会上庄严承诺，我国将于2030年实现碳排放达峰，2060年实现碳排放中和；2021年4月，总书记在气候变化领导人峰会上宣布，2030年前我国风电、光伏发电装机量将达1200GW。抢装潮和双碳宣言的大背景下，我国海上风电产业呈现高景气。全国新能源消纳检测预警中心最新数据显示，2021Q3全国海上风电新增并网1.67GW，同比增长227%，全国海上风电累计装机量已达13.19GW，同比增长75.7%。

图10：国内风电累计装机量（GW）



数据来源：iFind，全球风能协会，财通证券研究所

图11：国内海风年新增装机量（GW）

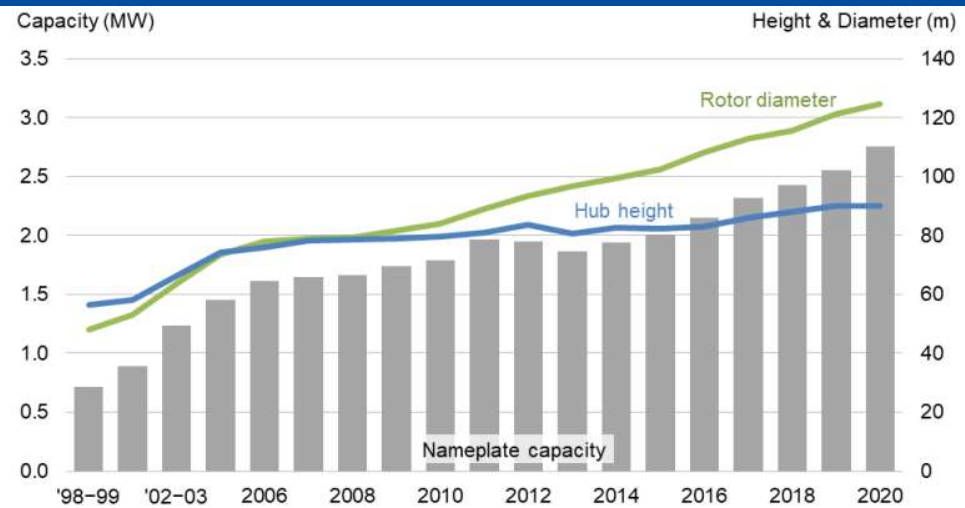


数据来源：iFind，全球风能协会，财通证券研究所

2.2 风机大型化，海缆壁垒明显

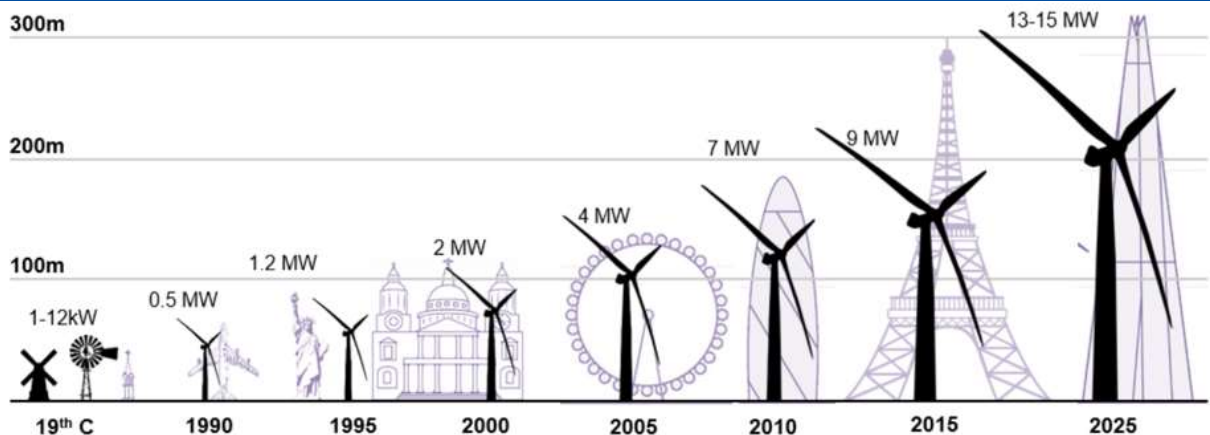
风机大型化驱动成本下降。近年来全球风机大型化趋势明显，美国国家能源局数据显示，美国新增陆上风机平均单机功率于 2006 年突破 1.5MW；2015 年突破 2.0MW；2019 年突破 2.5MW，塔筒高度及扫风半径均同步提升。国内新增风机平均功率也于 2011 年突破 1.5MW；2017 年突破 2.0MW。头部整机厂商纷纷推出 9~16 兆瓦机型，6MW 以上机型已在大基地批量招标。风机大型化趋势加速，本质上源于风机塔筒增高、叶片加长及结构件轻量化。大型化风机实现降本可通过：塔筒增高、扫风面积增大后风机利用小时数增加；结构件轻量化减少单位装机功率的结构件使用量；风场容量固定情况下增加单个风机体量有效减少所需风机数量，因此减少建设成本和土地需求。

图12：美国新增风机单机平均扫风半径、塔筒高度、额定功率



数据来源：美国国家能源局，财通证券研究所

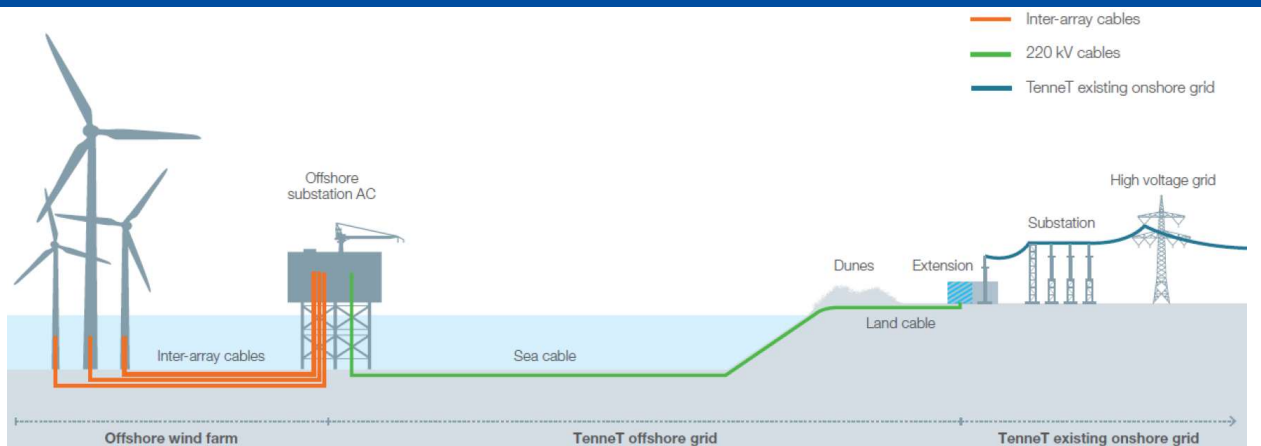
图13：风电机组大型化趋势



数据来源：IEEFA，财通证券研究所

海缆市场空间大，十四五期间海风扩张确定。根据中国风能协会评估，我国海上风电潜在资源可达 3500GW，且资源分布与用电密集的东部南部沿海地区高度重合。尽管面临国家补贴退坡，各沿海省市仍强有力支持海上风电开发：《江苏省“十四五”海上风电规划》披露计划建设风场 28 个，装机量 9.09GW；福建漳州提出 50GW 海上风电大基地方案，计划投资额超过万亿；广东省十四五规划明确提出打造粤东千万千瓦级海风大基地。根据北极星风力发电网数据，苏浙闽粤四省单千瓦海风总造价在 14400 元至 18500 元不等，以均价 16450 元每千瓦计算，保守假设十四五期间海上风电装机 30GW，则总投资额可达 4935 亿元。35kV 风机阵列海缆占比约 3%，约 150 亿元；220kV 送出电缆占比约 5%~10%，市场规模可达 250 至 500 亿元。

图14：海上风场架构



数据来源：Tennet公司官网，财通证券研究所

海缆海工竞争壁垒高。目前国内海底电缆领域参与厂商较少，主要厂商为东方电缆、中天科技及亨通光电。其中东方电缆及中天科技在海上风电电缆领域布局最早，在营收规模、产能布局上有优势。海风电缆中 220kV 及更高电压级别送出电缆存在较高竞争壁垒：海缆敷设在水压大、腐蚀强且海况复杂的海底，对绝缘、耐磨、耐腐蚀等属性要求高，因此技术、工艺要求高；海缆制造需一次成型，为避免交联绝缘聚乙烯偏离轴心，产线必须配备高立塔；220kV 及以上送出海缆长度可达几十公里，一次性运输敷设需要专用敷设船及资质；220kV 及以上送出缆单根长度长重量大，生产厂房必须靠近码头，形成一体化。宝胜海缆拥有业内领先的海缆厂房及海缆码头，220kV 送出缆年内交付已达 300 千米，在海缆业内已形成强有力的竞争力。

公司财务报表及指标预测

公司财务报表						财务指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表						成长性					
营业收入	33283	34138	40200	48300	56900	营业收入增长率	3%	3%	18%	20%	18%
减:营业成本	31114	31796	37600	45110	53030	营业利润增长率	35%	31%	49%	24%	29%
营业税费	71	60	60	97	114	净利润增长率	31%	42%	41%	22%	29%
销售费用	577	676	402	531	740	EBITDA 增长率	21%	25%	98%	10%	12%
管理费用	400		442	580	740	EBIT 增长率	22%	33%	213%	11%	13%
研发费用	424	494	603	773	910	NOPLAT 增长率	18%	35%	211%	11%	13%
财务费用	484	440	592	629	614	投资资本增长率	2%	16%	8%	6%	0%
资产减值损失	-22	-8	0	0	0	净资产增长率	4%	11%	7%	8%	10%
加:公允价值变动收益	0	0	0	0	0	利润率					
投资和汇兑收益	5	7	6	7	7	毛利率	7%	7%	6%	7%	7%
营业利润	250	327	487	603	777	营业利润率	1%	1%	1%	1%	1%
加:营业外净收支	0	2	2	2	2	净利润率	1%	1%	1%	1%	1%
利润总额	249	329	489	605	779	EBITDA/营业收入	2%	2%	4%	3%	3%
减:所得税	59	74	112	139	179	EBIT/营业收入	1%	1%	3%	3%	2%
净利润	154	219	309	377	486	运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	35	51	44	38	34
货币资金	2773	3413	3712	4223	4337	流动营业资本周转天数	70	71	68	60	51
交易性金融资产	0	0	0	0	0	流动资产周转天数	123	142	131	120	104
应收帐款	4442	3502	3827	4240	4371	应收帐款周转天数	49	37	35	32	28
应收票据	1034	2950	2753	3044	3118	存货周转天数	19	26	27	23	20
预付帐款	58	94	113	135	148	总资产周转天数	186	213	193	171	147
存货	1638	2286	2781	2843	2906	投资资本周转天数	155	176	162	142	120
其他流动资产	460	573	720	720	720	投资回报率					
可供出售金融资产						ROE	4%	5%	6%	7%	9%
持有至到期投资						ROA	1%	1%	1%	2%	2%
长期股权投资	1	1	28	28	28	ROIC	1%	2%	5%	5%	6%
投资性房地产	0	0	0	0	0	费用率					
固定资产	3195	4753	4863	5038	5273	销售费用率	2%	2%	1%	1%	1%
在建工程	1410	644	694	494	94	管理费用率	1%	1%	1%	1%	1%
无形资产	794	889	894	899	904	财务费用率	1%	1%	1%	1%	1%
其他非流动资产	107	58	58	58	58	三费/营业收入	4%	5%	4%	4%	4%
资产总额	16980	19877	21285	22634	22886	偿债能力					
短期债务	8514	9527	9342	9916	9261	资产负债率	71%	73%	73%	72%	70%
应付帐款	752	874	1030	1236	1453	负债权益比	247%	266%	266%	261%	233%
应付票据	225	530	618	742	872	流动比率	1.06	1.04	1.14	1.17	1.23
其他流动负债	0	101	110	110	110	速动比率	0.90	0.85	0.91	0.95	1.00
长期借款	633	1387	2552	2552	2552	利息保障倍数	0.53	0.78	1.60	1.65	1.87
其他非流动负债	0	0	0	0	0	分红指标					
负债总额	12083	14442	15474	16357	16009	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	1078	926	993	1082	1196	分红比率					
股本	1222	1371	1371	1371	1371	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
留存收益	1341	1512	1821	2198	2684	业绩和估值指标					
股东权益	4897	5434	5811	6277	6877	EPS(元)	0.13	0.16	0.23	0.28	0.35
现金流量表						BVPS(元)	3.12	3.29	3.51	3.79	4.14
净利润	190	255	376	466	600	PE(X)	29.23	27.19	27.99	22.91	17.77
加:折旧和摊销	338	402	396	430	470	PB(X)	1.22	1.32	1.79	1.66	1.52
资产减值准备	-7	-9	28	-5	-6	P/FCF					
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	P/S	0.14	0.17	0.21	0.18	0.15
财务费用	499	450	685	732	729	EV/EBITDA	18.56	18.13	11.37	10.35	8.83
投资收益	-5	-7	-6	-7	-7	CAGR(%)					
少数股东损益	0	0	68	88	114	PEG	0.95	0.65	0.68	1.03	0.62
营运资金的变动	-968	-1218	-842	-540	21	ROIC/WACC					
经营活动产生现金流量	49	-128	634	1073	1804	REP					
投资活动产生现金流量	-830	-1086	-579	-406	-306						
融资活动产生现金流量	-298	1800	245	-158	-1384						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%;

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 10%之间;

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5%之间;

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%;

无评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数;

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平;

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此, 客户应注意, 在法律许可的情况下, 本公司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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策, 而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见;

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、发表或引用, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。