

东方海缆再更新：有望打响板块估值切换的第一枪 20220625

核心观点：

结合我们本周在宁波调研（实验室和码头资源全球领先）、海风招标超预期和公司经营扎实、前瞻，我们认为海缆有望打响板块估值切换的第一枪，因为：

招标是前瞻指标，预计 2022 年全年国内海缆招标量有望冲刺 15GW，2023 年海缆收入端 12GW+，公司凭借广东区位优势+高电压技术储备，业绩确定性增强；

公司中长期边际变化：海缆-设立海外子公司，与海外海工合作实现量增；加快推进海工的布局-购买船体后改造，缩短周期，预计 23H1 可投入使用。

1、行业层面:招标是前瞻指标，海风招标超预期，海缆有望是第一个估值切换的细分赛道。

22 年海风招标量新高+广东项目占比高，东方电缆区位优势叠加高电压技术储备，23 年业绩确定强。

22 年海风项目招标量创新高，海缆已招标项目已达 5.8GW，预计全年海缆招标量有望冲击 15GW，其中广东阳江海风项目占比超 50%。

已招标项目：2022 年以来国内已招标的海缆项目接近 6GW，集中广东（2.65GW）、山东（1.5GW），两省占比超过 70%，浙江、江苏分别为 0.68、1GW（已招标待开标）。

表：2022 年以来海缆已招标的海缆项目汇总

2022年以来国内海缆招投标项目汇总						
项目名称	状态	招标规模（MW）	项目位置	海缆方案	离岸距离（km）	招标内容
射阳100万千瓦海上风电项目	已招标待开标	1000	江苏省	35+221	65	海缆
国华渤中1场址海上风电项目	已中标	500	山东省	220	13	海缆
华能汕头勒门（二）海上风电场项目	已中标	594	广东省	66+220	14	海缆
山东能源渤中海上风电A场址工程	已中标	501	山东省	35+220	20	海缆
山东半岛南海上风电基地V场址500MW项目	已中标	500	山东省	35+220	26	海缆
粤电阳江青洲一、二海上风电场项目	已中标	1000	广东省	66+500	53	海缆+敷设
中广核浙江象山涂茨项目	已中标	280	浙江省	66	8	海缆
国家电投揭阳神泉二350MW海上风电增容项目	已中标	560	广东省	66+220	25	海缆+敷设
明阳阳江青洲四海上风电场项目	已中标	500	广东省	35+220	55	海缆+敷设
华润电力苍南1#海上风电项目	已中标	400	浙江省	35+220	26	海缆+敷设
合计			5835			

待招标项目：2022 海风项目处于不同阶段但海缆尚未招标的仍有 16GW，对应并网时间集中在 23-24 年，广东省占比 37%。根据海风项目的建设周期，23 年及部分 24 年并网的项目预计将于 22 年完成海缆的招标，包括广东阳江青洲五、六、七，帆石一、二合计 5GW，江苏大丰 1.65GW，山东 1.6GW，浙江 1.1GW、福建 0.1GW 有望于年内完成招标的项目，加上上半年已招标的 5.8GW，我们预计 2022 年全年海缆招标量有望冲刺 15GW，2023 年海缆收入端 12GW+。

表：2022 年以来海风项目处于不同建设阶段但海缆尚未招标（按省份汇总）

2022年以来项目处于不同建设阶段但海缆尚未招标 按省份汇总		
省份	规模（GW）	当地具有生产基地的厂商
广东	5.9	中天科技、东方电缆、亨通光电
浙江	1.4	东方电缆
江苏	1.7	中天科技、亨通光电、宝胜股份
山东	1.6	汉缆股份、万达电缆
上海	0.3	起帆电缆
福建	1.1	太阳电缆
海南	1.2	-
辽宁	0.3	-
广西	2.7	起帆电缆拟投资
合计	16.1	

表：预计将于 2022 年完成海缆招标的项目（按省份汇总）

序号	项目所在省	招标项目	招标规模 (MW)
1	广东	青洲五	1000
2	广东	青洲六	1000
3	广东	青洲七	1000
4	广东	帆石一	1000
5	广东	帆石二	1000
6	江苏	大丰80万千瓦	800
7	江苏	大丰85万千瓦	850
8	浙江	浙能台州1号海上风电场项目	300
9	山东	渤中海上风电B1场址工程项目	500
10	山东	山东能源渤中海上风电G场址工程项目	808
11	山东	莱州湾 1 期	300
12	浙江	浙能台州1号海上风电场项目	300
13	浙江	国电象山1号海上风电场（二期）工程	500
14	浙江	苍南2号海上风电项目	300
15	福建	平潭外海海上风电场项目	100

高电压海缆项目颗粒度大，总体待招标规模已达 5.6GW，集中在广东阳江。从产品结构来看，虽然使用更高电压等级（330kV、500kV）及直流海缆的项目个数少，但其单个项目规模大，目前即将使用的项目已经达到 5.6GW，包括青洲五、六、七，帆石一、二合计 5GW，以及江苏大丰 0.6GW。

表：2022 年以来海风项目处于不同建设阶段但海缆尚未招标（按送出海缆类型汇总）

按送出缆类型汇总		
类型	规模（GW）	已有相应业绩的厂商
220kV	4.3	中天科技、东方电缆、亨通光电、宝胜股份、汉缆股份
330、500kV及直流海缆	5.6	500kV交流（舟山输电）：中天科技、东方电缆、亨通光电； 直流：中天科技、东方电缆
尚未确定海缆方案	6.2	

表：2022 年以来处于不同建设阶段但海缆尚未招标海风项目使用高电压等级海缆的具体情况

序号	招标人	招标项目	招标规模(MW)	项目所在省	具体地区	中心离岸距离(km)	其中送出海缆方案
1	三峡能源	青洲五	1000	广东	阳江	71	±500kV直流
2	三峡能源	青洲六	1000	广东	阳江	52	330kV交流
3	三峡能源	青洲七	1000	广东	阳江	70	±500kV直流
4	中广核	帆石一	1000	广东	阳江	55	500kV交流
5	中广核	帆石二	1000	广东	阳江	69	500kV交流
6	长江三峡	大丰80万千瓦	800, 其中600MW使用330kV	江苏	盐城	47-80	330kV交流
合计			5600				

东方电缆广东区位优势明显。海缆项目中标属地优势明显，东方电缆已经在广东投资设厂（子公司广东东方海缆有限公司），能够为当地政府贡献税收，将受益于22年海风招标量大及阳江项目占比高，在手订单充足。高电压等级海缆技术储备充足。公司在高电压等级海缆方面已中标粤电青洲一、二项目500kV三芯海缆（价值量达17亿），直流海缆方面已有技术储备，预计在后续高附加值的高电压等级及直流海缆的项目中技术优势明显。

估值切换第一枪：我们预计公司22/23年归母净利润为13.5/18.7亿，对应PE 36/26X。风电项目具有招标量这一前瞻性指标，随着项目的快速释放，23年业绩确定性增强，有望打响估值切换第一枪。

2、公司层面-当我们看的更远：海缆-设立子公司，与海外海工合作海外市场实现量增，加快推进海工船的布局-购买船体后改造，缩短周期
公司海外发展策略三步走：海外办事处→海外子公司获取项目→产业布局以匹配海缆的安装属性。

目前，公司在欧洲办事处的基础上，设立了全资子公司，一方面有利于公司对现有的中标项目进行技术与商务支持，另一方面也有利于公司进一步拓展海外市场，提高品牌知名度与市场竞争力。

与海外海工企业合作可实现双方业务互补：海缆相比其他环节，安装难度

大，本土化更有优势。海外海缆企业往往具备海缆全套解决方案的能力，而海工企业并不具备海缆的设计制造能力，可以与国内海缆企业实现互补，共同受益于海外海风的快速发展。

2022 年公司通过与海外海工企业 Boskalis 合作，获取 5.3 亿的 220kV 铝芯海缆订单。从公司历年来中标的海外订单看，该项目无论是中标金额还是中标产品，均有所提升，是目前在海外获得的最大体量的订单。

表：东方电缆海外中标订单汇总

招标项目	招标规模 (MW)	项目位置	中标年份	中标价格 (万元)	工程类型	毛利率	海缆要求	海缆类型
Hollandse Kust West Beta海上风电项目	700	荷兰	2022	53000	海缆	-	220kV铝芯海底电缆、66kV海底电缆及220kV高压电缆	送出海缆
中国电建华东院越南BNH DAI海上风电项目	310	越南	2020	29850	海缆+敷设	-	35kV海缆	阵列海缆
南苏格兰电网公司 (SEEN) Skye - Harris岛屿连接项目	-	英国	2020	8000	海缆	26%	-	-

公司海外业务仍处于初期阶段，通过价格优势切入海外市场，优先建立客户验证及海缆业绩。综合远洋运输的运费及国内出口退税，出口毛利率能够维持 30%左右的水平。

后续随着产品得到验证，具备相应的业绩后，能够与海外海缆厂商同台竞争。我们预计海外海风市场 21-25 年 CAGR 达 43%，公司将逐步实现海外业务 1→10 的积累，毛利率也会提升，有望实现量价的同步提升。

快速提高海工能力：购买船体后改造，缩短周期，预计 23H1 可投入使用

当前海工产能：公司目前拥有子公司东方海工的 2 艘海敷船：东方海工 01 号（载缆量 3500 吨）、东方海工 02 号（载缆量 2500 吨），负责国内的海缆敷设；合资子公司福缆的 1 艘海工船，以海外敷设为主。

海缆企业获取海工能力的模式有两种：

1) 与海工企业合作：海工企业打造海缆敷设船后，与海缆企业对接合作；

2) 海缆企业自行增加海工船：通过自建船舶（仅船体打造需要一年左右的时间，往往周期长，造价高），或者采购船体，进行甲板的加固及专业设备的安装（周期短且投资成本低）。

考虑到海风加速，公司选择周期短、造价低的模式获取海工能力：合资子公司福缆已订购 1 艘 PSV（船体海外购买+后续自行改造），另有 1 艘海敷船（大吨位级）在加快推进，预计 23 年上半年可投入使用。后续也有望与专业的海工企业合作，加速海工能力的储备。

未来海工市场：国内量增，海外量增+利增

1) 国内：公司 21/22/23 年海缆产能分别为 37/58/71 亿元，21 年海缆收入 31 亿元，结合海缆在手订单，预计 22/23 年海缆收入 37/58 亿元（海缆+海工 45/70 亿元），22→23 年海缆收入接近 60% 的增长空间。公司 22 年以来国内的海缆中标项目中，海缆包含敷设的订单金额占比总订单的 90% 以上，我们假设公司海风订单中含敷设的占比为 90%，则 22→23 年海工收入接近 54% 的增长空间。

表：东方电缆海缆有效产能（亿元）

生产基地	规划产能	2021	2022E	2023E
北仑戚家山	30	30	30	30
北仑郭巨（未来工厂）	30	7	28	30
广东阳江	15	-	-	11
合计	75	37	58	71
郭巨30亿海缆产能于21年Q3投产，22Q2满产，预计21、22年有效产能7、28亿； 广东阳江生产基地15亿海缆预计23Q2投产，预计23年有效产能11亿				

2) 海外：海工盈利好于国内，实现量增+利增

从海缆含敷设价值在海风建设项目中的占比来看，欧洲 18%，国内 13%-15%，近海项目 10%-12%，其中海外海缆的安装敷设造价远高于国内。以 220kV 海缆敷设为例，海外单价 150-200 万元/公里，国内单价仅为 100 万元/公里，海外海缆敷设价格远优于国内。

从海缆安装敷设定价方式来看，欧洲海缆敷设单独计费（按照敷设船使用的时间），若受到天气等外部因素影响而导致海敷进度延期，海缆敷设船的费用将会相应增加；国内海缆敷设为总包形式，价值在招标时已确定，由于外部因素导致进度延期带来的损失需要敷设企业自行承担。

因此，海外海缆敷设业务盈利更好，公司订购海敷船以提高海工能力，不仅能够更好地切入国际海风市场，同时也可以增厚海工盈利。

综合 2022 年以来国内海风招标量新高，公司在广东具备区位优势，海外-设立子公司增强获取订单的能力，海工-购买船体后改造，缩短周期，加快推进海工船的布局，预计有望打响板块估值切换的第一枪。