

塔筒产能加速扩张, 发电规模持续增长

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2022 年上半年实现营业收入 12.2 亿元, 同比增长 14.5%; 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比下降 45.6%; 实现扣非归母净利润 1.1 亿元, 同比下降 45.9%; EPS 为 0.2 元。2022 年二季度实现营收 7.8 亿元, 同比增长 9.3%; 归母净利润 0.9 亿元, 同比下降 26.8%。
- **Q2 盈利环比改善, 看好新能源装机持续提升带动的盈利恢复。** 2022H1, 公司期间费用率管控良好, 同比下降 2.4pp; 2022Q2, 公司毛利率为 28.1%, 环比增长 3.5pp; 净利率为 11.9%, 环比增长 5.5pp, 二季度盈利水平环比回升。2022H1 我国新增风电装机 12.9GW, 预计全年超 50GW, 装机量的快速提升有望带动公司塔筒销售收入增长, 预计公司 2022 年市场份额有望超 9%。
- **基地布局广泛, 产能储备将超 100 万吨。** 2020 年陆风“抢装潮”后, 为防止陆上风电建设规模下降对塔筒销量产生较大影响, 公司顺应海上风电发展趋势, 自北向南建成三个海工装备基地。截至 2022H1, 公司已在山东、新疆、吉林等地建成投产 11 个生产基地, 合计产能约 59.1 万吨, 另有在建产能 24 万吨及东营海工基地待建产能 10 万吨、技改项目新增产能 8 万吨。全部达产后, 公司共有产能 101.1 万吨, 其中海风基地产能达 66 万吨, 陆风基地产能达 35.1 万吨。
- **纵向延伸产业链, 电站运营业务有效支撑业绩增长。** 2021 年, 公司积极推进产业链拓展, 新能源发电业务实现营收 4.9 亿元, 同比增长 87.5%。截至 2022H1, 公司共持有新能源发电业务规模约 481.8MW, 上半年实现营收 2.8 亿元, 同比增长 23.3%。根据 2022 年 3 月募投公告, 公司拟为天能重工武川 150MW 风电项目投资 7.9 亿元, 继续加大新能源并网发电业务的规模, 有望凭借发电业务高毛利率的优势, 带动提升公司整体毛利率水平。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年营收分别为 51.9 亿元、70.8 亿元、83.4 亿元, 未来三年归母净利润将保持 40.5% 的复合增长率。公司加强制造板块产能区域布局、扩张电站运营板块并网规模, 长期来看业绩有望充分兑现。给予公司 2023 年 15 倍 PE, 对应目标价 15.45 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 风电订单需求下降明显、公司产能利用率下降的风险; 钢材价格大幅上涨, 侵蚀公司利润的风险; 疫情反复导致投产进度不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4080.95	5192.84	7075.12	8340.06
增长率	19.16%	27.25%	36.25%	17.88%
归属母公司净利润(百万元)	395.40	522.97	829.08	1096.13
增长率	-7.53%	32.26%	58.53%	32.21%
每股收益 EPS(元)	0.49	0.65	1.03	1.36
净资产收益率 ROE	10.44%	13.11%	17.52%	19.28%
PE	23	17	11	8
PB	2.37	2.19	1.86	1.56

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn
联系人: 李昂
电话: 021-58351923
邮箱: liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.08
流通 A 股(亿股)	6.08
52 周内股价区间(元)	7.49-16.72
总市值(亿元)	89.44
总资产(亿元)	99.88
每股净资产(元)	4.41

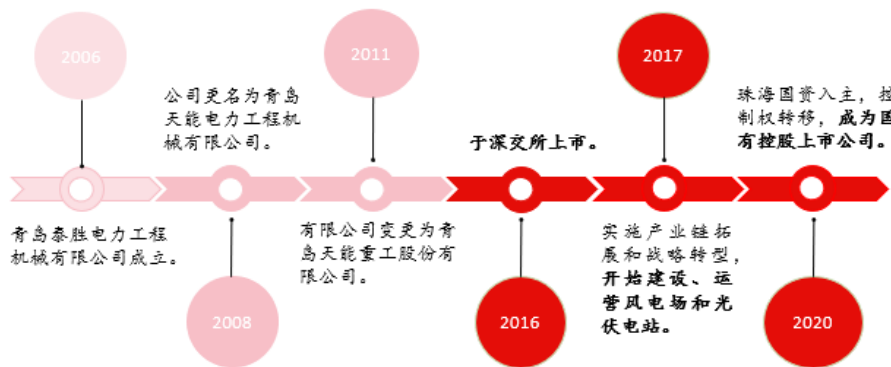
相关研究

1 风机塔筒领先企业，发电业务打造第二增长曲线

青岛天能重工股份有限公司（简称“天能重工”）成立于 2006 年，于 2016 年 11 月深交所上市。公司自成立至今一直从事陆上风电塔筒、海上风电塔筒及基础管桩、陆上风电锚栓等风电设备的制造和销售，目前已发展成为风机塔筒生产的龙头企业之一。同时，公司坚持塔筒制造业务与新能源发电业务的“双轮驱动战略”，积极向下游新能源产业进行延伸，储备、投资建设并持有运营风力发电场、光伏电站业务。

公司前身为青岛泰胜电力工程机械有限公司，自 2006 年起即专注于风电设备制造领域，是国内专业的风机塔筒生产商。上市后，公司于 2017 年起积极进行战略转型和产业链拓展，主营业务从塔筒制造逐步拓展至风电场、光伏电站的建设运营。截至 2021 年末，公司已持有新能源发电业务规模约 481.8MW，其中光伏 118MW，风电 363.8MW。

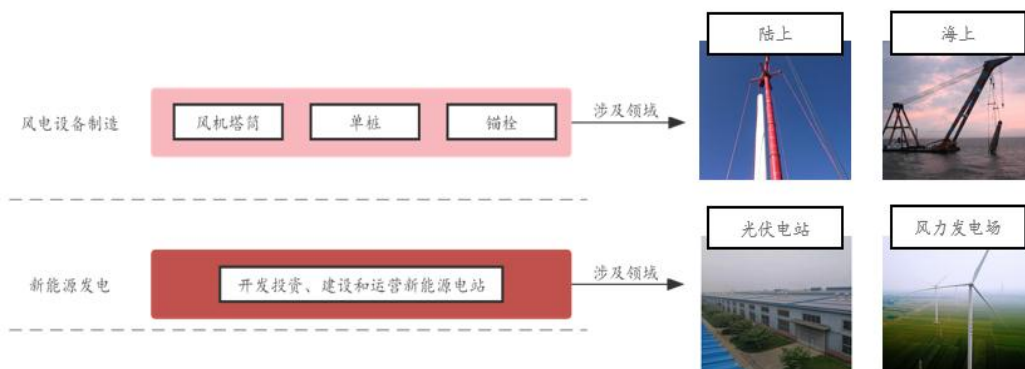
图 1：天能重工历史沿革



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

公司为风机塔筒龙头企业，主业突出。公司以风机塔筒起家，并逐步开拓下游新能源发电业务。公司产品可分为风电设备制造和新能源发电两大板块。其中，风电设备制造板块以塔筒为主，截至 2021 年末，公司在全国共有 13 个生产基地（含在建），合计产能共 83.1 万吨；新能源发电涉及光伏发电项目及风电场项目，未来公司计划继续加大对新能源发电业务的投入力度，重点提升公司风力发电场的持有规模。

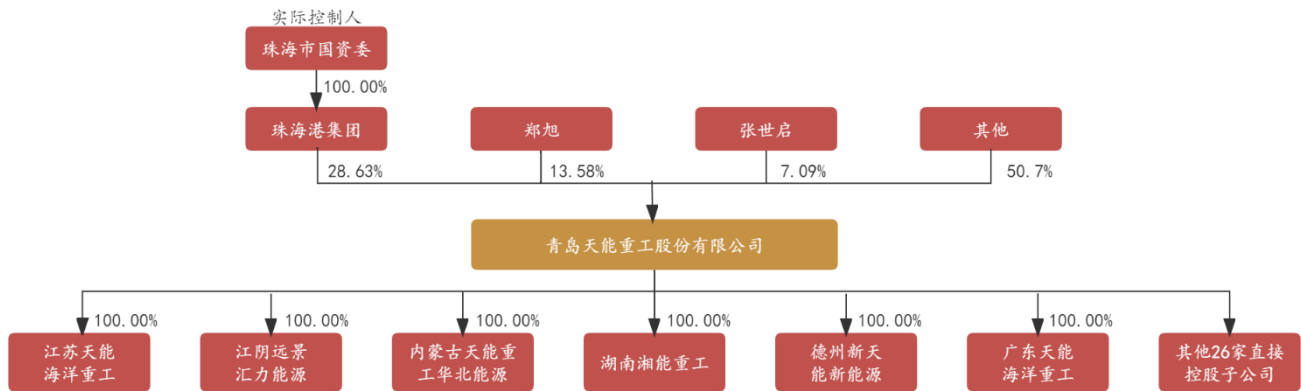
图 2：风机塔筒为主，拓展发电业务



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

国有控股公司，股权结构清晰。公司实际控制人为珠海市国有资产监督管理委员会，系国有企业。截止 2022H1，珠海市国资委通过控股珠海港控股集团有限公司持股上市公司 28.6% 股份。公司直接控股子公司达 32 家，自开展新能源发电业务后，公司除了自建电站，还陆续通过收购公司获取光伏、风电电站资产并得到电站建设运营的相关经验。

图 3：公司股权结构及子公司（截止 2022H1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：公司收购电站资产

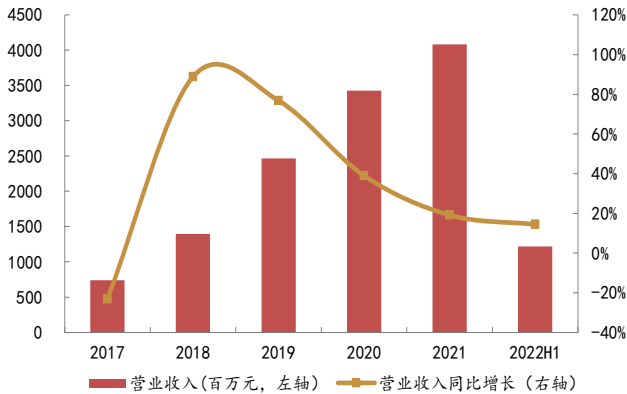
时间	收购公司	持股比例 (%)	获得电站资产	规模 (MW)
2017 年 12 月	北京上电新能源投资有限公司	100%	三座光伏扶贫电站	50
2018 年 3 月	济源金控新能源科技有限公司的	100%	一座分布式光伏电站	6
2019 年 5 月	江阴远景汇力能源有限公司	100%	长子石哲风电电站	74.8
2019 年 8 月	靖边县风润风电有限公司	100%	靖边新墩自主化国产大功率风电机组示范工程项目	49
2019 年 12 月	常州永鑫新能源投资建设有限公司	100%	阿巴嘎旗鑫昇新能源投资建设有限公司风电项目	100

数据来源：公司公告，西南证券整理

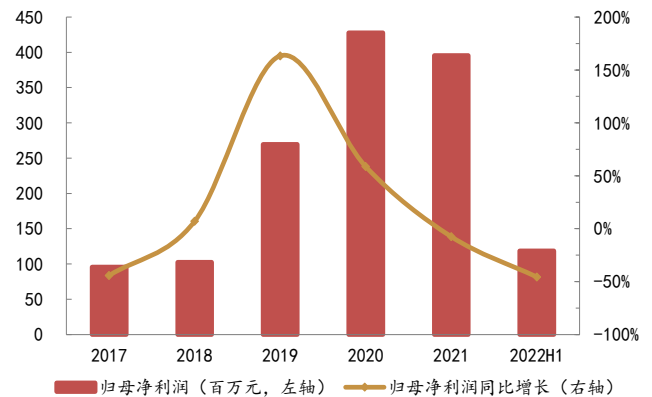
2 公司经营状况良好，盈利能力受上游影响波动

积极进行产能布局，营收规模持续扩大。2017 年至 2021 年，公司营收从 7.4 亿元增长至 40.8 亿元，CAGR 达 53.3%。公司积极发展塔筒主业并进行纵向产业链的延伸，实现了业绩的快速增长。2021 年受益于海风“抢装潮”及公司对三个海工装备基地的提前布局，总产能约为 83.1 万吨（含在建），营收同比增长 19.2%。2022 年上半年，风机塔架制造板块实现销售约 10.2 万吨，同比增长 8.3%；电站运营板块新能源发电业务规模约 481.8MW，同比增长 346.1%。公司实现营收 12.2 亿元，同比增长 14.5%。

受宏观环境影响较大，2022H1 归母净利润大幅下滑。2017 年至 2021 年，公司归母净利润从 1 亿元增长至 4 亿元，CAGR 达 42.6%。2021 年受原材料价格上涨及市场竞争压力增加等因素影响，公司归母净利润同比下降 7.5%。2022 年上半年，公司对试运行销售相关的收入和成本进行了追溯调整，叠加疫情影响下运输费用增加，参与市场交易电厂增多、抢装期后市场竞争加剧等因素的影响，实现归母净利润 1.2 亿元，同比下降 45.6%。

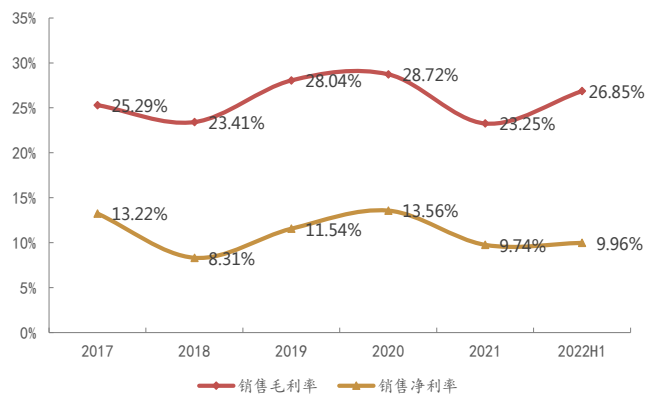
图 4：2022H1 营业收入同比增长 14.5%


数据来源：公司公告，西南证券整理；注：2022H1 同比数据为对试运行销售相关的收入和成本进行追溯调整后而得

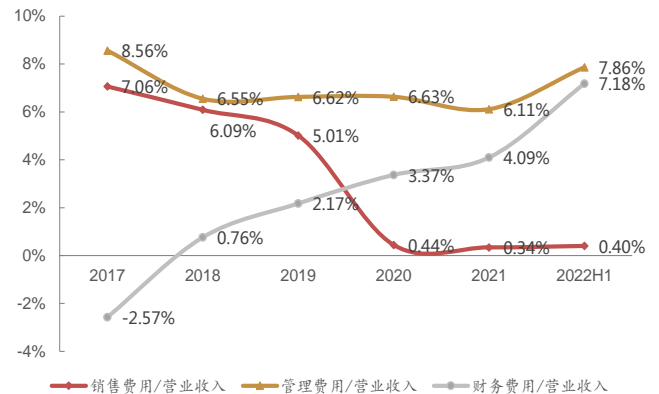
图 5：2022H1 归母净利润同比下降 45.6%


数据来源：公司公告，西南证券整理；注：2022H1 同比数据为对试运行销售相关的收入和成本进行追溯调整后而得

毛利率及净利率均有所下降，费用率管控优异。2022 年上半年，公司销售毛利率为 26.9%，同比下降 9.2pp；销售净利率为 10%，同比下降 5.5pp，受运费等成本上升及电价市场化改革加速后收入下降等影响，公司整体盈利能力有所下降。2022 年上半年，公司销售费用率为 0.4%，同比下降 0.3pp；管理费用率为 7.9%，同比下降 1.1pp；财务费用率为 7.2%，同比下降 1.1pp。

图 6：销售毛利率、销售净利率均有所下降


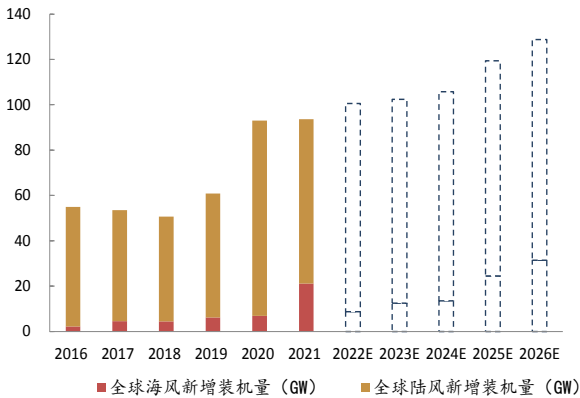
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：三费率均同比下降


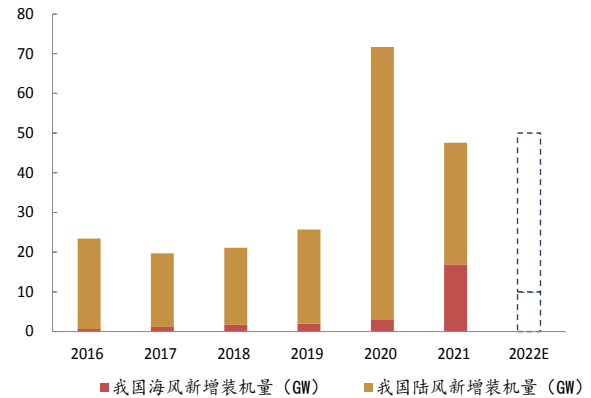
数据来源：公司公告，西南证券整理

全球风电市场有望加速发展。风能发电凭借装机容量大、环保成本低等优势受到各国广泛重视。2021 年全球新增风电装机 93.6GW，其中陆风新增 72.5GW，海风新增 21.1GW，为历史第二高年份。根据 GWEC 预测，到 2026 年全球风电新增装机预计为 128.8GW，CAGR 为 6.6%，其中陆风为 97.4GW，海风为 31.4GW。但根据阶段性目标，2022-2030 年的理想 CAGR 应保持 17.5% 以上，全球风机装机速度有望进一步加快。

我国是世界最大风电市场，开启平价新周期。我国拥有丰富风力资源，叠加政策面持续向好，2021 年我国新增风电装机 47.6GW，全球占比超 50%，其中陆风新增 30.7GW，海风新增 16.9GW，受益海风抢装潮装机同比增长 452.3%。2022 年我国风电进入平价时代，1-5 月新增装机 34GW，预计全年超 50GW，并且伴随强劲的招标和项目进度推进顺利，未来装机量有望快速提升。

图 8：预计 2021-2026 年全球风机新增装机 CAGR 为 6.6%


数据来源: GWEC, 西南证券整理

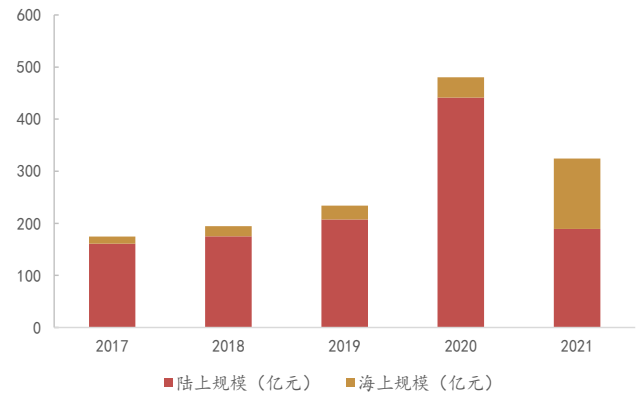
图 9：预计 2022 年我国风机新增装机超 50GW


数据来源: 国家能源局, 西南证券预测

塔筒需求受益海风装机提升，大型化趋势显著。塔筒在风力发电机组中起支撑作用，同时吸收机组震动。通常情况，塔筒的高度约为叶轮直径的 1-1.5 倍，随着风机大型化的发展趋势，也对塔筒的大型化、轻量化提出了更高的技术要求。此外，受塔筒运输半径的影响，未来塔筒增量将主要来自海风装机量的提升，海风需求高增将带动塔筒市场规模扩大。

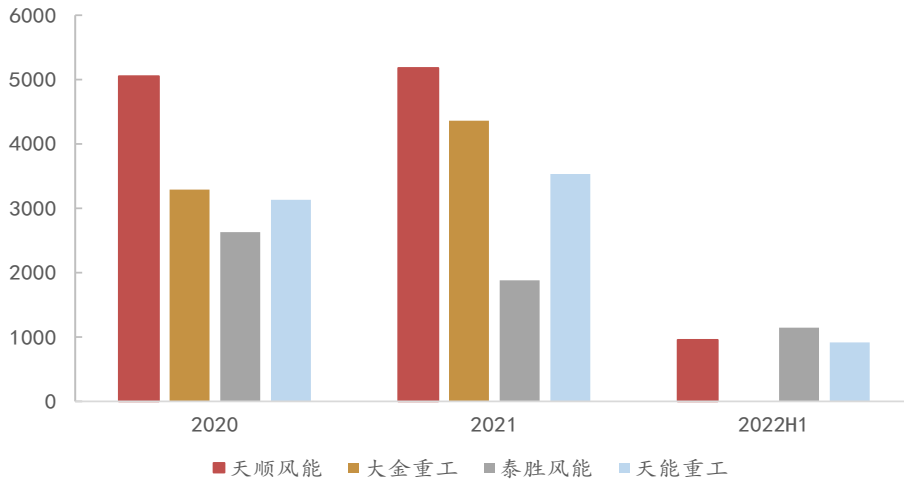
图 10：塔筒高度受风机功率提升而增大


数据来源: DOE, 西南证券整理

图 11：2017-2021 年我国塔筒规模 CAGR 约为 16.8% (不含桩基)


数据来源: 海力风电招股书, 华经产业研究院, 西南证券整理; 注: 2021 年市场规模为西南证券测算

塔筒行业集中度低，提升空间广阔。由于塔筒据有技术壁垒低、运输成本高等特点，行业集中度较低，2020 年行业 CR4 为 31.3%，公司市场份额为 6.5%，位居第四。2022 年上半年，公司塔筒实现营业收入 9.2 亿元，同比增长 22.5%。随着“十四五”九大清洁基地及四大海风基地规划提出后，风机大型化趋势显著，带动塔筒行业技术壁垒上升，下游客户更青睐与头部厂商合作，加速行业尾部出清，市场集中度有望提高。

图 12：塔筒行业主要公司塔筒业务营业收入对比（百万元）


数据来源：各公司公告，西南证券整理；注：截止报告撰写日，大金重工暂未披露 2022 年中报

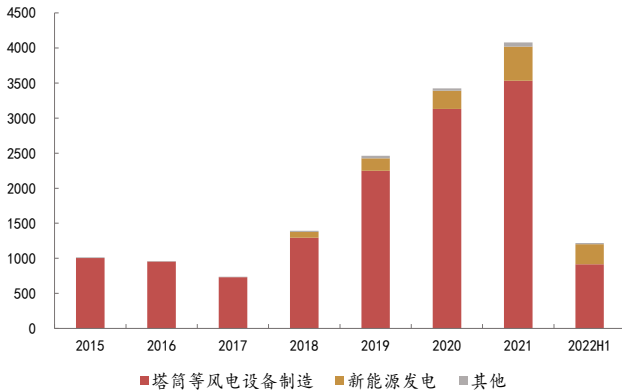
塔筒市场空间广阔，公司市场份额有望进一步提升。在风机大型化趋势下，风机单机容量的提升会对零部件成本呈现摊薄趋势，根据风能协会的历史数据，假设未来几年风机单机每提升 1MW，单 GW 塔筒用量下降幅度不变。预计 2022 年我国陆风/海风平均单机容量分别约为 3.6/6MW，对应单 GW 塔筒用量分别为 7.1/27 万吨/GW（海风含桩基），得出全年塔筒用量约为 554 万吨，2025 年有望达 810 万吨，CAGR 为 13.5%。结合公司产能扩张计划，公司 2022 年市场份额有望超 9%。

表 2：公司塔筒市场份额测算

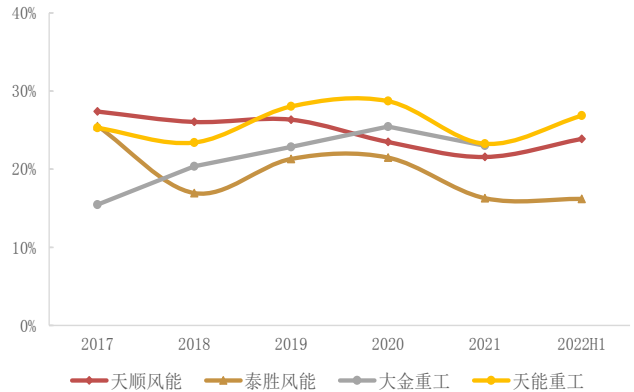
		2018	2019	2020	2021	2022E	2025E
陆风	风机平均单机容量 (MW)	2.0	2.4	2.6	3.1	3.6	6.0
	单 GW 塔筒用量 (万吨/GW)	8.3	8.0	7.9	7.5	7.1	5.3
	全年新增装机 (GW)	21.2	23.8	68.6	30.7	40.0	85.0
	全年塔筒用量 (万吨)	211.0	190.4	542.0	230.3	284.0	450.5
海风	风机平均单机容量 (MW)	3.8	4.3	4.9	5.6	6.0	8.0
	单 GW 塔筒用量 (万吨/GW)	9.2 (塔筒) +20 (桩基)	8.7 (塔筒) +20 (桩基)	8.1 (塔筒) +20 (桩基)	7.4 (塔筒) +20 (桩基)	7.0 (塔筒) +20 (桩基)	4.0 (塔筒) +20 (桩基)
	全年新增装机 (GW)	1.65	2.0	3.1	16.9	10.0	15.0
	全年塔筒用量 (万吨)	15.2 (塔筒) +33 (桩基)	17.4 (塔筒) +40 (桩基)	25.1 (塔筒) +62 (桩基)	125 (塔筒) +338 (桩基)	70 (塔筒) +200 (桩基)	60 (塔筒) +300 (桩基)
合计	全年塔筒用量 (万吨)	259.2	247.8	629.1	693.3	554.0	810.5
	公司塔筒销售量 (万吨)	17.6	28.6	39.9	39.5	50.4	90.0
	公司市场份额	6.8%	11.5%	6.3%	5.7%	9.1%	11.1%

数据来源：CWEA，海力风电招股书，西南证券测算；注：根据已有数据假设陆风单机容量增加 1MW，单 GW 塔筒用量摊薄 0.75 万吨，海风 6MW 以上风机塔筒摊薄较多为 1.5 万吨，6MW 以下假设摊薄 1 万吨

新能源发电业务收入增幅明显，双轮驱动战略提升整体盈利水平。2018 年至 2021 年，公司新能源发电业务营收由 0.8 亿元增长至 4.9 亿元，复合增长率达 39.7%。2022 年上半年，公司发电业务营业收入为 2.8 亿元，占比进一步提升至 23.3%。我们认为，未来随着东营新建年产 20 万吨海工基地的投产以及江苏、广东等基地技改项目的推进，公司有望进一步提升塔筒业务市占率。同时，公司积极拓展新能源发电业务，毛利率有望长期维持高水平。

图 13：2022H1 公司发电营收占比提升至 23.3% (百万元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：公司毛利率高于同行业可比公司


数据来源：各公司公告，西南证券整理；注：截止报告撰写日，大金重工暂未披露 2022 年中报

2021 年公司对工厂布局进一步优化，年内累计在全国建成投产 11 个生产基地，合计产能 59.1 万吨。2022 年 3 月，公司发布定增公告：募集不超过 2.1 亿元投资武川风电项目、东营塔筒项目以及江苏、吉林等技改项目。由于生产线技改会增加原有基地产能，因此募投项目全部达产后公司陆风基地产能将达 35 万吨以上，海风基地达 66 万吨以上，海风业务产能充足，为塔筒市场份额提升提供充足保障。

表 3：公司募投 5 个项目扩大产能

项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)	募投项目情况
天能重工武川 150MW 风电项目	79303.9	77000.0	项目工程装机容量 150MW，安装单机容量 6.25MW 的风电机组 24 台。本项目主要包括风力发电机组、箱式变压器、35kV 集电线路、新建升压站，新建检修道路。项目税后内部收益率 (IRR) 为 11.23%，税后静态投资回收期为 8.12 年 (含建设期)。
年产 30 万吨海上风电装备塔筒及单桩基础等配套设备制造项目 (一期 20 万吨)	46365.0	40000.0	项目实施主体为天能重工全资子公司东营天能重工有限公司，项目建设周期 1.5 年。项目建成达产后，将新增海上风电装备 20 万吨的塔筒、单桩产能。项目税后内部收益率 (IRR) 15.71%，税后静态投资回收期为 7.63 年 (含建设期)。
江苏天能海洋重工有限公司海上风电装备制造生产线技改项目	14126.0	13000.0	将现有塔筒、管桩生产线产能制造提升，提高国内外海上风电 10MW 及以上塔筒、管桩结构生产技术与交付能力，项目税后内部收益率 (IRR) 为 19.13%，税后静态投资回收期为 6.57 年 (含建设期)。
海上风电装备制造生产线技改项目	9196.7	8500.0	拟由广东天能进行实施，拟对喷漆车间进行改造，将塔筒油漆喷涂由人工喷涂改为采用自动喷漆设备进行喷涂；拟在原生产车间改建 2 生产线，配置海上风机基础管桩制造专业设备和设施，配置大

项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)	募投项目情况
			型桥吊和龙门吊。项目税后内部收益率 (IRR) 为 17.10%，税后静态投资回收期为 6.33 年 (含建设期)。
吉林天能塔筒制造生产线 技改项目	6778.6	6500.0	目前厂区较为老旧，生产线少，设备现代化程度低，加工制造能力受限，难以适应目前大兆瓦、大吨位柔性塔筒加工制造，生产效率较低，公司募集资金用于吉林天能塔筒生产线技术改造。
补充流动资金	62000.0	62000.0	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司新项目如期投产，产销率达 95% 以上。

假设 2：公司加速海工基地建设，海上风机塔筒产能快速扩张，预计 2022-2024 年公司风机塔筒产能分别为 63/83/100 万吨，销量有望达 50/70/85 万吨。

假设 3：公司坚持“塔筒+新能源发电”双轮驱动战略，光伏电站及风力发电场有望加速并网，预计 2022-2024 年光伏电站并网增速为 50%/30%/20%，风力发电场并网增速为 20%/50%/30%，发电单价每年下降 0.01 元/W。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
风机塔筒	收入	3532.3	4510.2	6122.8	7151.3
	增速	12.8%	27.7%	35.8%	16.8%
	毛利率	15.6%	16.0%	17.0%	18.0%
光伏发电	收入	488.0	615.9	878.9	1108.0
	增速	87.5%	26.2%	42.7%	26.1%
	毛利率	71.0%	72.0%	72.0%	72.0%
其他业务	收入	60.7	66.7	73.4	80.8
	增速	77.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	84.8%	80.0%	80.0%	80.0%
合计	收入	4081.0	5192.8	7075.1	8340.1
	增速	19.2%	27.2%	36.2%	17.9%
	毛利率	23.2%	23.5%	24.5%	25.8%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 相对估值

我们选取风电塔筒行业内三家可比公司，2022 年-2024 年平均 PE 分别为 21、15、14 倍。公司加强制造板块产能区域布局、扩张电站运营板块并网规模，长期来看业绩有望充分兑现。预计公司 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.65 元、1.03 元、1.36 元，给予公司 2023 年 15 倍 PE，对应目标价 15.45 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300129.SZ	泰胜风能	8.46	0.36	0.62	0.74	0.79	23.50	13.65	11.43	10.71
002531.SZ	天顺风能	14.95	0.73	0.80	1.01	1.22	20.48	18.69	14.80	12.25
002487.SZ	大金重工	46.38	1.04	1.45	2.35	2.96	44.60	31.99	19.74	15.67
平均值							29.53	21.44	15.32	13.96

数据来源：Wind，西南证券整理；注：泰胜风能、天顺风能 2022-2024 年 EPS 为西南证券预测，大金重工为 Wind 一致预期

4 风险提示

- 1) 风电订单需求下降明显、公司产能利用率下降的风险；
- 2) 钢材价格大幅上涨，侵蚀公司利润的风险；
- 3) 疫情反复导致投产进度不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4080.95	5192.84	7075.12	8340.06	净利润	397.66	543.57	858.26	1130.70
营业成本	3132.17	3974.37	5342.71	6190.45	折旧与摊销	176.68	385.87	385.87	385.87
营业税金及附加	22.02	29.20	40.79	57.55	财务费用	167.06	207.71	247.63	291.90
销售费用	13.87	17.14	22.64	25.85	资产减值损失	1.99	-2.65	-1.97	-1.54
管理费用	142.81	311.57	389.13	417.00	经营营运资本变动	-928.44	-209.92	-687.51	-442.42
财务费用	167.06	207.71	247.63	291.90	其他	-233.84	-0.05	-6.51	-0.87
资产减值损失	1.99	-2.65	-1.97	-1.54	经营活动现金流净额	-418.88	924.54	795.77	1363.65
投资收益	5.04	4.26	4.68	4.60	资本支出	-479.66	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-1.12	-0.19	-0.28	-0.39	其他	205.43	4.08	4.40	4.21
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-274.23	4.08	4.40	4.21
营业利润	480.25	659.57	1038.58	1363.06	短期借款	150.91	-1000.69	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.19	-7.55	-8.67	-7.88	长期借款	221.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	474.06	652.03	1029.91	1355.17	股权融资	1058.35	0.00	0.00	0.00
所得税	76.40	108.46	171.65	224.47	支付股利	-103.99	-79.08	-104.59	-165.82
净利润	397.66	543.57	858.26	1130.70	其他	-375.89	-461.49	-247.63	-291.90
少数股东损益	2.25	20.60	29.18	34.57	筹资活动现金流净额	950.48	-1541.26	-352.22	-457.72
归属母公司股东净利润	395.40	522.97	829.08	1096.13	现金流量净额	257.38	-612.64	447.95	910.15
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1455.38	842.74	1290.69	2200.84	成长能力				
应收和预付款项	2437.95	2904.89	4005.20	4743.96	销售收入增长率	19.16%	27.25%	36.25%	17.88%
存货	1008.66	1279.77	1726.55	1999.01	营业利润增长率	-17.52%	37.34%	57.46%	31.24%
其他流动资产	481.61	228.54	311.38	367.05	净利润增长率	-14.35%	36.69%	57.89%	31.74%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	1.64%	52.08%	33.43%	22.05%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3882.30	3518.82	3155.35	2791.87	毛利率	23.25%	23.46%	24.49%	25.77%
无形资产和开发支出	199.63	178.22	156.81	135.41	三费率	7.93%	10.33%	9.32%	8.81%
其他非流动资产	406.29	405.30	404.31	403.32	净利率	9.74%	10.47%	12.13%	13.56%
资产总计	9871.83	9358.29	11050.29	12641.46	ROE	10.44%	13.11%	17.52%	19.28%
短期借款	1000.69	0.00	0.00	0.00	ROA	4.03%	5.81%	7.77%	8.94%
应付和预收款项	2183.65	2744.88	3657.66	4268.10	ROIC	12.94%	15.09%	21.41%	25.83%
长期借款	734.19	734.19	734.19	734.19	EBITDA/销售收入	20.19%	24.13%	23.63%	24.47%
其他负债	2143.48	1733.66	1759.22	1775.05	营运能力				
负债合计	6062.01	5212.72	6151.06	6777.34	总资产周转率	0.47	0.54	0.69	0.70
股本	797.39	807.93	807.93	807.93	固定资产周转率	1.43	1.54	2.35	3.16
资本公积	1286.33	1275.79	1275.79	1275.79	应收账款周转率	2.01	2.03	2.15	2.00
留存收益	1559.00	2002.89	2727.38	3657.69	存货周转率	3.88	3.46	3.54	3.32
归属母公司股东权益	3771.47	4086.61	4811.09	5741.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	65.38%	—	—	—
少数股东权益	38.36	58.96	88.14	122.71	资本结构				
股东权益合计	3809.82	4145.57	4899.23	5864.12	资产负债率	61.41%	55.70%	55.66%	53.61%
负债和股东权益合计	9871.83	9358.29	11050.29	12641.46	带息债务/总负债	38.50%	25.57%	21.67%	19.67%
					流动比率	1.47	1.86	1.95	2.12
					速动比率	1.19	1.41	1.49	1.67
					股利支付率	26.30%	15.12%	12.62%	15.13%
					每股指标				
					每股收益	0.49	0.65	1.03	1.36
					每股净资产	4.67	5.06	5.95	7.11
					每股经营现金	-0.52	1.14	0.98	1.69
					每股股利	0.13	0.10	0.13	0.21
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	823.99	1253.16	1672.08	2040.83					
PE	22.62	17.10	10.79	8.16					
PB	2.37	2.19	1.86	1.56					
PS	2.19	1.72	1.26	1.07					
EV/EBITDA	11.45	7.21	5.14	3.76					
股息率	1.16%	0.88%	1.17%	1.85%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn