

公司深度

大金重工 (002487.SZ)

电力设备 | 风电设备

“双海”战略下海塔产能释放，海外订单爆发式增长

2022年12月13日

评级 **买入**  
评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	40.27
52周价格区间(元)	20.32-55.99
总市值(百万)	22376.50
流通市值(百万)	22039.00
总股本(万股)	55566.10
流通股(万股)	54728.10

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
大金重工	-12.68	-16.21	-5.06
风电设备	-4.68	-12.81	-27.19

袁玮志 分析师

执业证书编号:S0530522050002  
yuanweizhi@hncasing.com

相关报告

1 大金重工 (002487.SZ) 2022 年半年报点评:  
海塔“两东”布局, 聚焦“双海”战略 2022-08-30

预测指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(亿元)	33.25	44.32	55.00	110.00	145.00
净利润(亿元)	4.65	5.77	5.07	13.41	18.90
每股收益(元)	0.84	1.04	0.91	2.41	3.40
每股净资产(元)	4.34	5.40	6.28	8.60	11.87
P/E	49.27	39.68	45.16	17.09	12.12
P/B	9.51	7.64	6.57	4.80	3.47

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **塔筒环节兼具“升级大兆瓦+出口+海风”三大逻辑，风电装机大年看量价共振。**塔筒环节的生产技术壁垒不高，因此产能布局带来量的逻辑是关键，价的逻辑则取决于陆塔、海塔和导管架的产品结构，以及国内和出口的结构。23年为风电装机大年，重点关注产能释放匹配市场需求，同时出口业务带来产品结构改善进而提升公司单吨售价和盈利的个股。
- **重点扩产海风基地，产能释放匹配“十四五”海风高增长需求。**公司产能基地布局合理，三大陆风基地位于辽宁阜新、内蒙古兴安盟和河北张家口，临近陆风资源丰富的“三北”地区；两大海风基地位于山东蓬莱和广东阳江，可凭借绝对的区位优势直接承接“两东”庞大的海风需求。山东蓬莱基地预计于2022年三季度完成七期技改，广东阳江基地也在加快推进建设，两大基地预计在2025年形成100万吨海风产能，处于行业领先地位。
- **反倾销税、自有深水码头和出口业绩三大优势，未来出海战略值得期待。**公司在欧盟地区的反倾销税为7.20%，比其他塔筒企业低7%~12%，在欧洲海上风电市场具有绝对的出口优势。2022年以来，公司海外订单尤其是单桩订单呈现爆发式增长，随着蓬莱基地七期技改的完成，公司对欧洲海上风电产品的生产和交付能力有望进一步提升。公司拥有优质深水蓬莱码头，具有得天独厚的泊位优势和基础设施优势，可节省约200元/吨的运费成本，有效保障“双海战略”顺利推进。
- **产业链纵向延伸至叶片和电站，避免单一业务带来的经营风险。**1) 叶片：大兆瓦加速发展趋势下，小兆瓦叶片的加速出清带来竞争格局的改善，公司作为新进入者主要生产7-13MW大兆瓦叶片。相比行业内现有竞争对手，公司没有低效率的小兆瓦叶片产线意味着可以轻装上阵带来后发优势。公司目前拥有三大叶片生产基地，预计全部投产后可实现年产能1000套左右，同时叶片与塔筒均属于不便运输的风电大部件，公司可以充分利用现有的码头使叶片与塔筒业务形成协同发展，实现就近配套供应，持续增强市场竞争力。2) 电站：公司拥有在建风场300MW，预计将于2022年下半年实现全容量并网，同时还规划三年

内建成并网 200 万千瓦新能源项目，储备新能源开发资源 500 万千瓦。此外，公司与新疆伊吾县政府签订投资框架协议，当地政府承诺协助公司获取风电项目规模不低于 100 万千瓦。电站业务不仅毛剪率高、收益稳定，同时也可与公司的叶片和塔筒制造业务实现资源整合。

- **盈利预测与估值。**预计公司 2022-2024 年实现营收 55/110/145 亿元，归母净利润 5.07/13.41/18.90 亿元，eps 为 0.91/2.41/3.40 元，对应 PE 为 45.16/17.09/12.12 倍。2023 年是风电装机大年，公司蓬莱和阳江海塔产能释放值得关注，电站和叶片业务可以有效烫平单一塔筒业务的经营风险，我们不仅看好公司 23 年的业绩表现，也看好公司未来海塔产能持续放量、出口订单带动产品结构持续改善带来的量价持续共振，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：下游装机需求不及预期，出口订单交付不及预期，原材料价格大幅上涨。**

## 内容目录

<b>1 公司：抢抓机遇顺势转型，海风高增速提供成长机会</b>	<b>5</b>
1.1 国内第一家风电塔筒上市企业，龙头地位稳固	5
1.2 风电产业链协同布局，乘行业东风快速发展	6
1.3 海上风电势头迅猛，蕴藏巨大成长空间	8
<b>2 塔筒：盈利改善，海塔空间更为广阔</b>	<b>10</b>
2.1 塔筒：量的逻辑取决于产能布局，价的逻辑取决于产品结构	10
2.2 风电发展由周期性转向成长性，塔筒桩基市场空间广阔	11
2.3 海塔价值量高于陆塔，具备更大掘金空间	12
2.4 大型化趋势重塑行业格局，头部企业市占率有望提升	13
2.5 未来钢价中枢下行，塔筒盈利端有望改善	13
2.6 率先完成国产替代，出口优势明显	14
<b>3 核心竞争力：率先提出“双海战略”，推进业务纵深协同</b>	<b>15</b>
3.1 产能：合理布局，陆塔靠“三北”、海塔靠“两东”	15
3.2 出口：“0到1”后加速“1到100”	17
3.3 码头：自有优质深水码头，成本优势凸显	20
3.4 产业链延伸：叶片和塔筒协同发展，发电业务便于整合资源	21
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>23</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>23</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：大金重工股权结构	6
图 3：公司业务板块及主要产品	6
图 4：公司 2015-2022H1 整体营收及增速	7
图 5：公司 2015-2022H1 归母净利润及增速	7
图 6：公司历年主营构成情况	7
图 7：公司主要产品毛利率情况	8
图 8：2010-2021 年全球风电累计装机	8
图 9：2010-2020 年欧洲海上风电装机情况	9
图 10：2021 年全球海上风电新增装机量占比	9
图 11：2021 年全球海上风电累计装机量占比	9
图 12：未来欧洲海上风电发展预测	9
图 13：风电设备零部件分析框架	11
图 14：各企业塔筒吨售价，单位：元	12
图 15：陆塔和海塔毛利率对比	13
图 16：国内塔筒企业市占率	13
图 17：头部企业塔筒 2021 年出货量，单位：万吨	13
图 18：塔筒营业成本构成	14
图 19：大金重工塔筒吨成本与中厚板价格关系	14
图 20：参考价:中厚板:季:平均值	14
图 21：2019 年风电产业链各环节国产化率	15
图 22：各国中厚板价格对比，单位：元/吨	15
图 23：公司历年海外销售收入，亿元	18

---

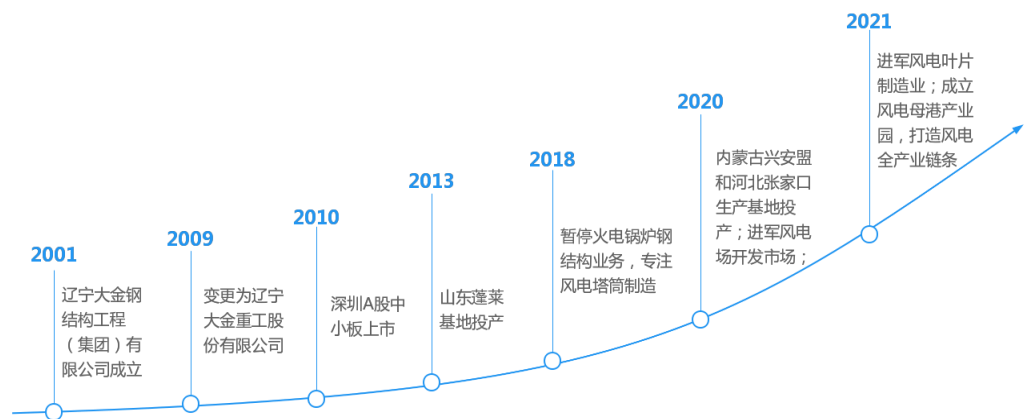
图 24: 公司历年海外营收占比, %.....	18
图 25: 法国 NOY-Ile D'Yeu et Noirmoutier 海上风电场.....	19
图 26: Moray West 海上风电场.....	19
图 27: 2015-2021 年全国港口万吨级以上泊位数量, 个.....	20
图 28: 塔筒企业运费比较, 单位: 元/吨.....	21
图 29: 2010-2020 年中国新增风电机组平均风轮直径 (单位: 米) .....	22
表 1: 沿海各省“十四五”海风发展规划 .....	10
表 2: 国内塔筒市场空间.....	12
表 3: 大金重工生产基地及产能情况, 万吨.....	16
表 4: 头部塔筒企业海塔产能布局情况.....	17
表 5: 海外对中国塔筒企业的反倾销税率 .....	18
表 6: 各塔筒厂商码头资源情况 .....	21

## 1 公司：抢抓机遇顺势转型，海风高增速提供成长机会

### 1.1 国内第一家风电塔筒上市企业，龙头地位稳固

深耕行业二十余载，是国内塔筒企业龙头。公司成立于 2001 年，前身为辽宁大金钢结构工程（集团）有限公司，2009 年整体变更为辽宁大金重工股份有限公司，2010 年在 A 股上市。公司在 2001-2003 年从事建筑钢结构生产和销售业务，2004 年开始从事火电锅炉钢结构的生产和销售业务，2007 年切入风电塔架的生产和销售行业；2018 年公司暂停了火电锅炉钢结构业务，开始专注风电领域；2020 年，公司开始向风电场开发运营领域扩展；2021 年 4 月，公司与烟台市蓬莱区签订《风电母港产业园项目战略合作框架协议》，决定双方共同建设以风电装备研发制造、运维为主的北方海上风电母港。

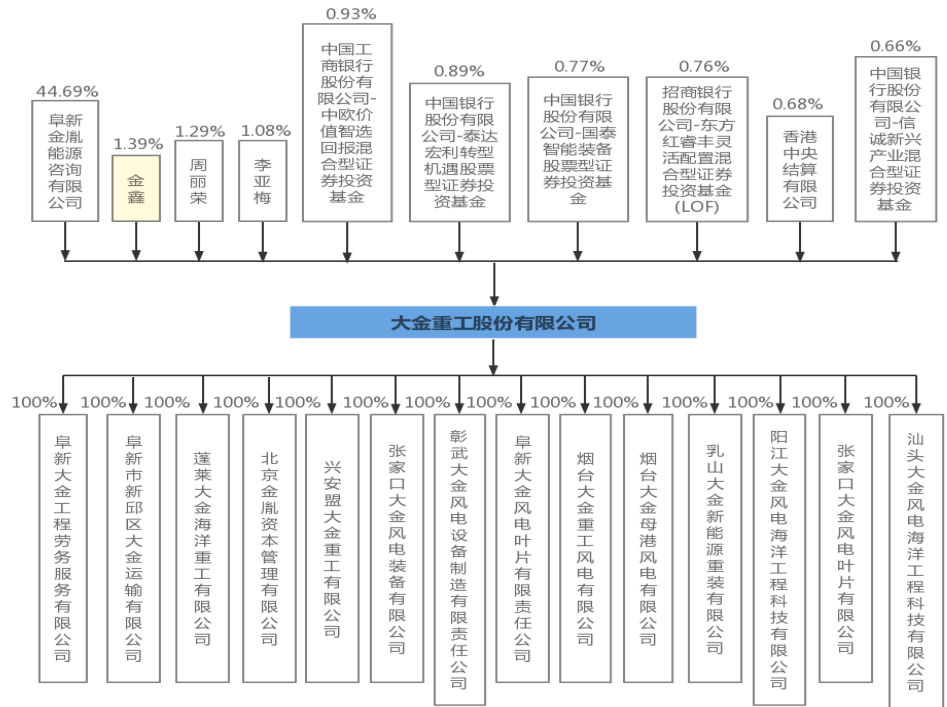
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，财信证券

**公司股权结构稳定。**截止 2022 年中报，公司前 10 大股东合计持股 53.14%，其中公司实际控制人金鑫直接持股 1.39%，并通过阜新金胤能源咨询有限公司间接持股 44.69%。公司实控人持股比例稳定且长期维持在 40% 以上，便于公司长远稳定发展。公司的核心子公司包括蓬莱大金海洋重工有限公司和阳江大金风电海洋工程科技有限公司，分别负责公司山东蓬莱和广东阳江的海塔基地。

图 2：大金重工股权结构



资料来源：同花顺iFinD，财信证券

### 1.2 风电产业链协同布局，乘行业东风快速发展

公司集中发展风电领域，协同布局三大业务板块。公司业务板块包括新能源装备制造板块、新能源投资开发板块和风电产业园运营板块。其中新能源装备制造板块涵盖了陆塔、海塔、单桩、导管架等一系列风力发电设备；新能源投资开发板块主要涉及风电场资源的开发和运营；风电产业园运营板块旨在聚集风电产业链，巩固产业链优势。

图 3：公司业务板块及主要产品



资料来源：公司官网，财信证券



充分受益行业发展东风，业绩增速亮眼。2019 和 2020 年恰逢国内风电的快速发展阶段，公司充分受益行业发展东风，营业收入和归母净利润均呈现爆发式增长，其中营收分别为 16.87、33.25 亿元，同增 73.99%、97.08%；归母净利润分别为 1.76、4.65 亿元，同增 179.93%、164.75%；归母净利润的增速远超营收增速，在行业趋势向好的同时也凸显了公司的行业龙头地位和产品竞争力。2021 年公司营收增速有所减缓，主要是受陆风抢装退潮后的需求疲软和疫情影响出货的影响：2020 年国内风电新增装机 71.67GW，其中陆风 68.61GW、海风 3.06GW，而 2021 年是陆风平价元年，国内风电新增装机 47.57GW，其中陆风 30.67GW、海风 16.90GW，整体装机下滑明显。2022 前三季度，虽然国内风电新增装机仅 1924 万千瓦，较去年同期的 1643 万 kw 仅增加 281 万 kw，但公司实现营收 37.07 亿元，同比增长 16.57%，充分彰显了公司在风电小年的稳健经营能力。

图 4：公司 2015-2022H1 整体营收及增速

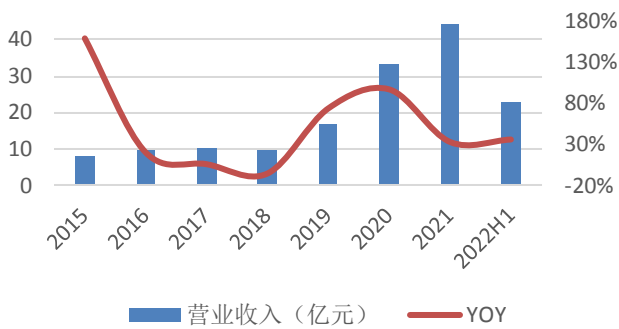
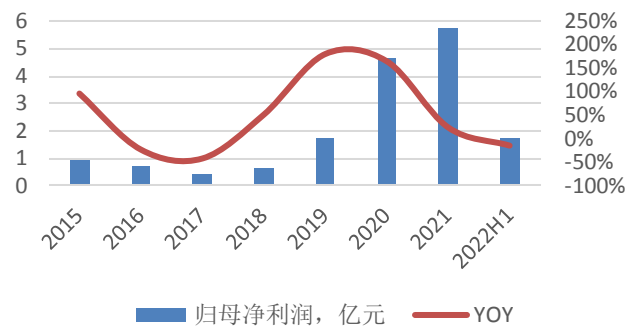


图 5：公司 2015-2022H1 归母净利润及增速

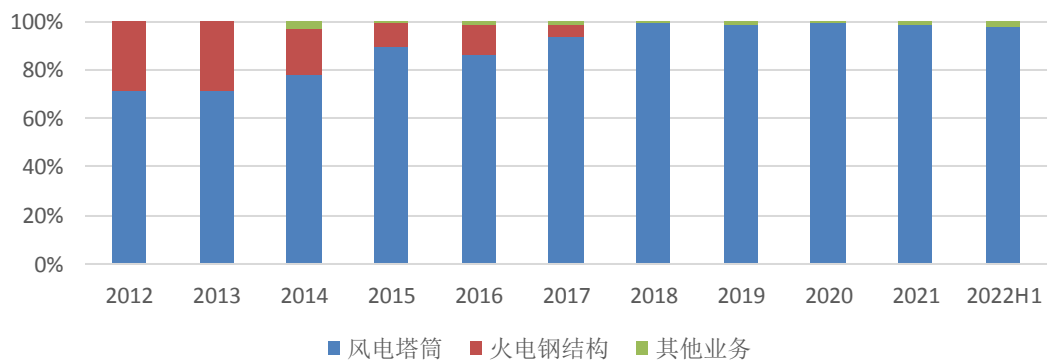


资料来源：公司公告，财信证券

资料来源：公司公告，财信证券

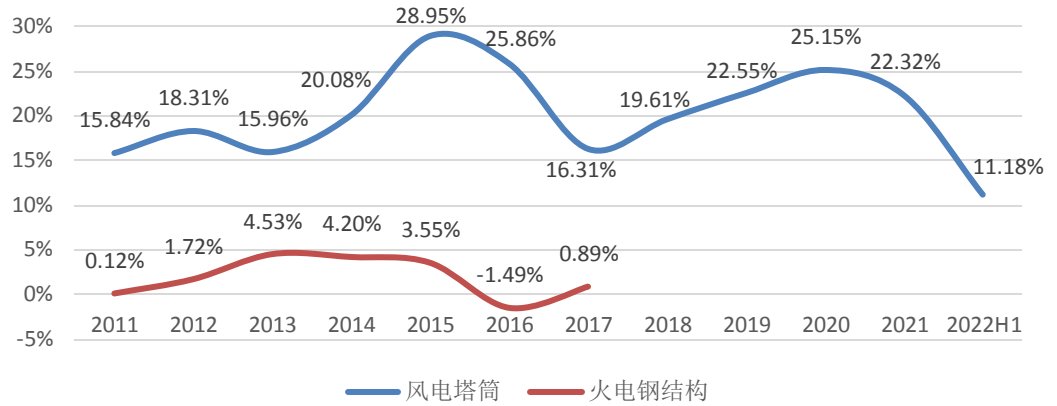
风电塔筒为主营产品，毛利率受原材料价格影响维持在 15%到 25%。自剥离了火电钢业务后，公司专注于风电塔筒的生产与销售，风塔业务营收占比由 2012 年的 71.25% 大幅提升至 2018 年的 98.88%，此后一直维持在该水平。2017-2021 年公司风电塔筒业务收入为 9.58/9.59/16.65/32.87/43.58 亿元，同比+16.03%/-5.08%/+73.64%/+97.42%/+32.58%，毛利率分别为 16.31%/19.61%/22.55%/25.15%/22.32%，2021 年塔筒业务毛利率下滑主要系当年原材料钢材价格上涨的影响。2022H1 风塔业务毛利率降至 11.18%，主要是因为钢材等原材料价格上涨、上半年风电装机减少、疫情影响交付等不利因素影响。

图 6：公司历年主营构成情况



资料来源：公司公告，财信证券

图 7：公司主要产品毛利率情况

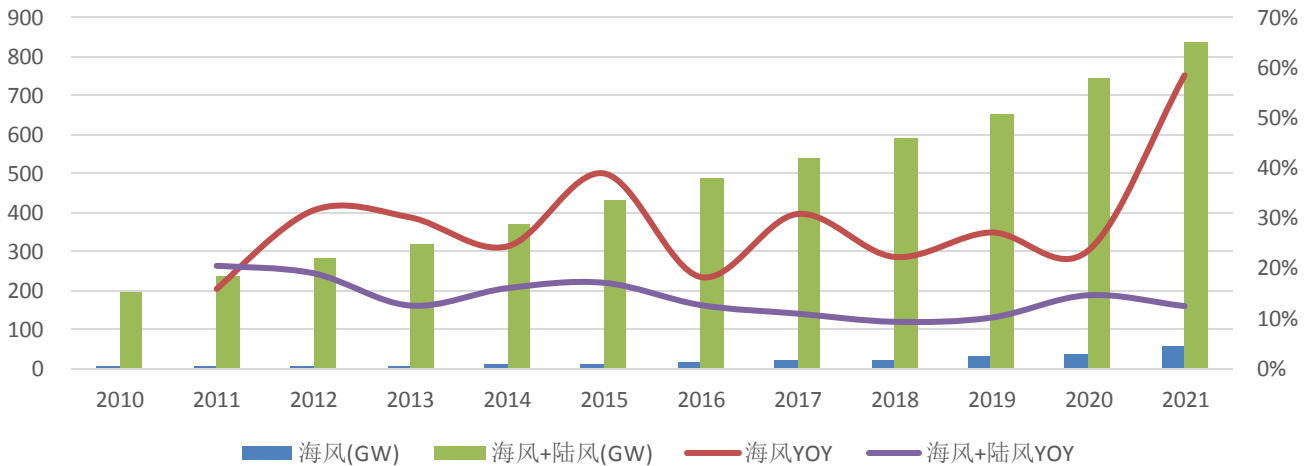


资料来源：公司公告，财信证券

### 1.3 海上风电势头迅猛，蕴藏巨大成长空间

各国积极推动海风建设，发展海风已成全球共识。根据 GWEC 统计，2010-2021 年全球风电累计装机量从 38.99GW 提升至 93.61GW，CAGR 为 15.36%，而全球海上风电累计装机量从 3.55GW 提升到 57.18GW，CAGR 为 28.73%，增速更为显著。GWEC 在《2022 全球海上风电报告》中预测全球海上风电新增装机将在未来 5 年达到 90GW 以上，未来 10 年将达 315GW。2031 年全球海上新增装机量有望达到 54.9GW，在全球新增装机中的占比将从 2021 年的 23% 提升到 30% 以上。

图 8：2010-2021 年全球风电累计装机

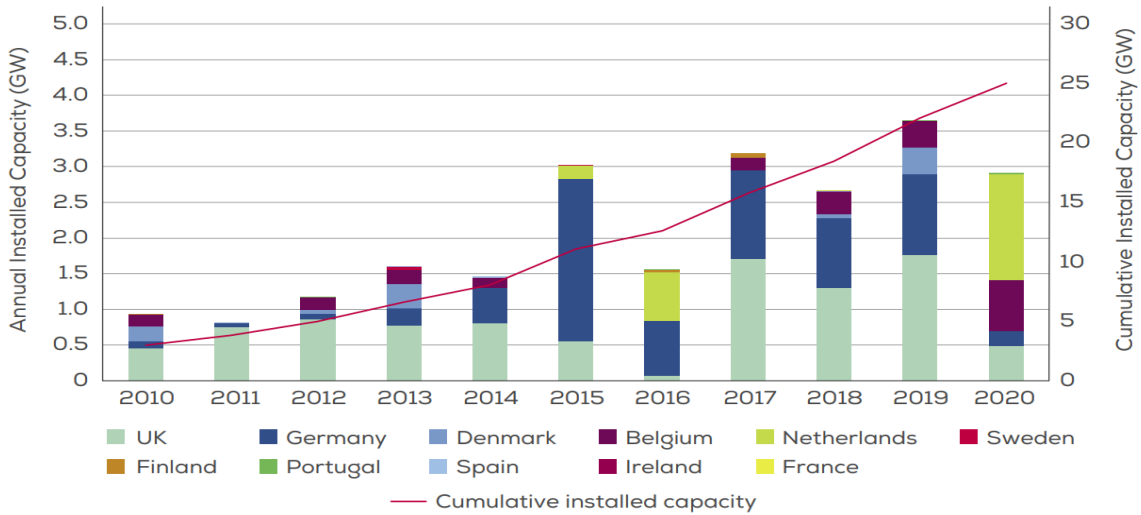


资料来源：GWEC，财信证券

欧洲是全球第二大的海上风电市场，未来仍是海上风电的增长主力。欧洲海上风电起步早、规模大，率先步入平价时代，多年来一直稳居全球海上风电霸主地位。2021 年中国海上风电抢装透支了未来大规模的海上装机，超过了欧洲成为全球第一大海上风电市场。但欧洲市场海风市场较国内更为成熟，增长趋势更为稳定，未来几年仍是海上风电发展的主力军。2021 年欧洲地区海上风电累计装机量在全球的占比在 44% 以上，预计 2025 年将新增 9.44GW，2030 年新增 19.53GW，2025-2030 年 CAGR 为 12.7%。

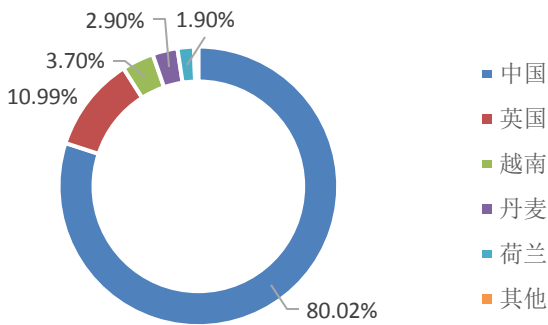


图 9：2010-2020 年欧洲海上风电装机情况



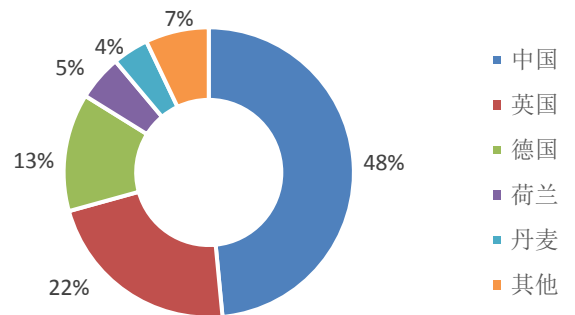
资料来源：WindEurope, 财信证券

图 10：2021 年全球海上风电新增装机量占比



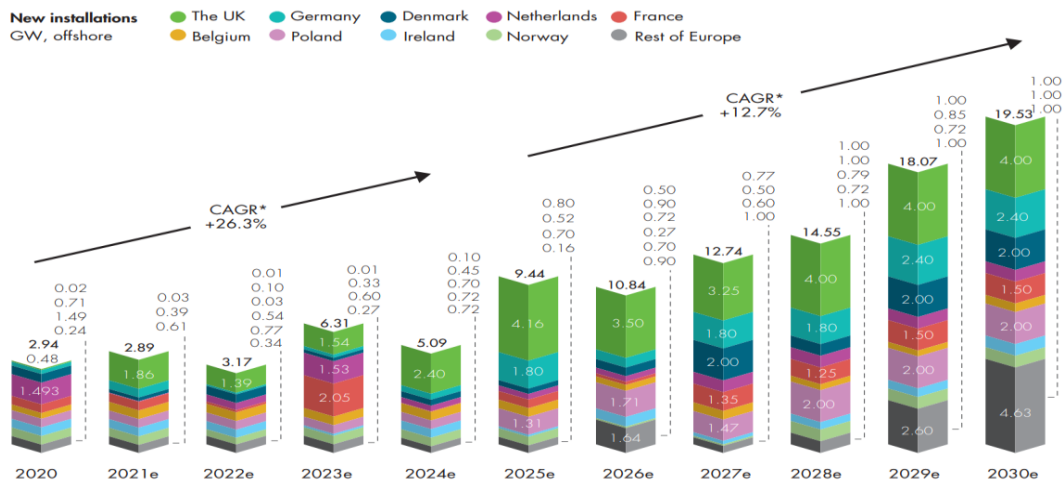
资料来源：GWEC, 财信证券

图 11：2021 年全球海上风电累计装机量占比



资料来源：GWEC, 财信证券

图 12：未来欧洲海上风电发展预测



资料来源：GWEC, 财信证券

我国各省陆续出台“十四五”海风发展规划，持续拓宽国内海风发展空间。与陆上风电相比，海上风电发电效率高、消纳条件好、土地资源占用小，再加上我国具有丰富的海风资源，使得近些年来我国海上风电发展势头迅猛，并将在未来为风电发展贡献主要增量。基于海上风电巨大的发展潜力，我国沿海各省陆续出台“十四五”海上风电发展规划，截止2022年7月末，各省累计规划装机量为78.1GW，其中广东省规划17GW，福建省规划15.1GW，江苏省规划15GW，海南省规划12.3GW。

**表 1：沿海各省“十四五”海风发展规划**

省份	规划装机	内容	来源
江苏	15GW	到2025年，全省风电装机达到2800万千瓦以上，其中海上风电装机达到1500万千瓦以上。	《江苏省“十四五”可再生能源发展专项规划》
广东	17GW	“十四五”时期新增海上风电装机容量约1700万千瓦。	《广东省能源发展“十四五”规划》
山东	8GW	2022年，海上风电开工500万千瓦，建成200万千瓦左右。到2025年，开工1200万千瓦，建成800万千瓦；到2030年，建成3500万千瓦。	《能源保障网建设行动计划》
海南	12.3GW	海南省“十四五”期间规划11个场址作为重点项目，分别位于临高西北部、儋州西北部、东方西部、乐东西部和万宁东南部海域，单个场址规划装机容量50万千瓦~150万千瓦，总开发容量为1230万千瓦。	《海南省海上风电项目招商(竞争性配置)方案》
广西	3GW	“十四五”期间，全区核准开工海上风电装机750万千瓦，其中力争新增并网装机300万千瓦。	《广西能源发展“十四五”规划》
浙江	5GW	到2025年，全省风电装机达到641万千瓦以上，其中海上风电500万千瓦以上。	《浙江省能源发展“十四五”规划》
上海	1.8GW	近海风电重点推进奉贤、南汇和金山三大海域风电开发，探索实施深远海域和陆上分散式风电示范试点，力争新增规模180万千瓦。	《上海市能源发展“十四五”规划》
天津	0.9GW	结合海洋功能区划、沿岸经济建设及产业布局等，优先发展离岸距离不少于10公里、滩涂宽度超过10公里时海域水深不少于10米的海域，加快推进远海90万千瓦海上风电项目前期工作	《天津市可再生能源发展“十四五”规划》
福建	15.1GW	“十四五”期间有序择优推进《福建省海上风电场工程规划》内省管海域海上风电项目建设，新增开发规模1030万千瓦。稳妥推进国管海域深远海海上风电项目，加强建设条件评估和深远海大容量风电机组、远距离柔性直流送电、海上风电融合发展技术论证，示范化开发480万千瓦。	《福建省“十四五”能源发展专项规划》

资料来源：各省人民政府官网，财信证券

## 2 塔筒：盈利改善，海塔空间更为广阔

### 2.1 塔筒：量的逻辑取决于产能布局，价的逻辑取决于产品结构

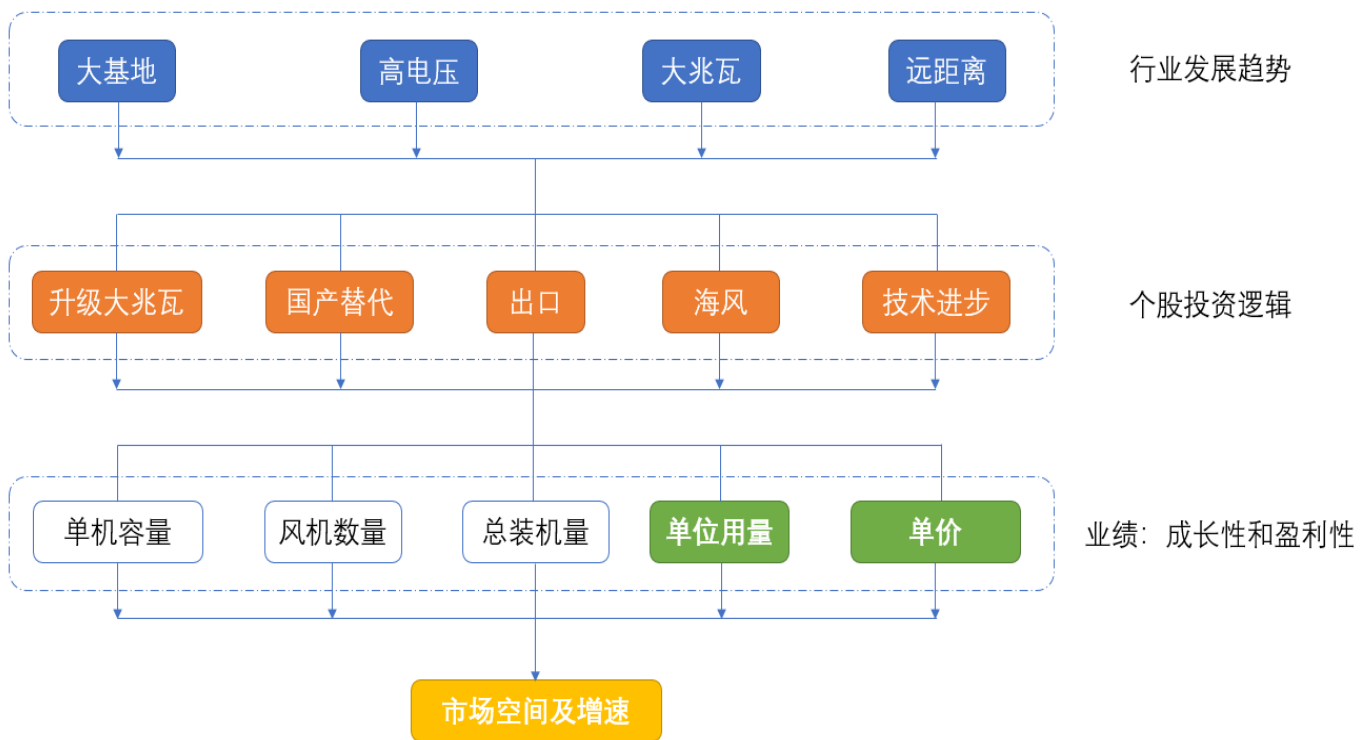
塔筒环节量的逻辑大于价的逻辑，量取决于产能布局，价取决于产品结构。按照我们对风电零部件的分析框架，在“升级大兆瓦+国产替代+出口+海风+技术进步”的投资逻辑中，塔筒主要有升级大兆瓦、出口和海风三个方面的逻辑。具体来看，收入端我们关注产品的量和价，成本端关注原材料和运费：

1) 量的逻辑大于价的逻辑，量的逻辑看产能布局。塔筒产品的技术壁垒一般，但受限于体大量沉的产品特性，具有较强的运输壁垒。因此供给量方面我们重点关注企业的产能布局和扩张节奏，需求量方面主要关注海外市场和出口订单。

2) 价的逻辑取决于产品结构。塔筒属于来料加工属性的产品，原材料占比较大，未来可能仅有塔筒直径的提升会具有一定技术升级的属性，其产品附加值较低，也难以通过技术升级提高产品附加值和产品售价。因此价的逻辑主要通过两个方面来实现：一是关注升级大兆瓦背景下的产品结构，比如陆风、海风、单桩和导管架的出货量结构；二是考虑到国内外的价格差异，出口订单的增加也有望提升公司产品的平均单吨价格。

3) 成本端关注原材料和运费，其中运费体现个股差异。

图 13：风电设备零部件分析框架



资料来源：财信证券

## 2.2 风电发展由周期性转向成长性，塔筒桩基市场空间广阔

风电发展进入稳定成长期，为塔筒和桩基带来广阔市场空间。随着陆海风国补的退出，我国风电发展由周期性转向成长性，将带动塔筒和桩基需求稳定增长。1) 陆塔：预计 2022 年陆风新增装机 40GW，2025 年新增 75GW，2022-2025 年陆风塔筒 CAGR 为 13%。2) 海塔和海风桩基：预计 2022 年海风新增装机 4.5GW，2025 年新增 18GW，2022-2025 年海塔和桩基 CAGR 为 58%，远超陆塔的增速。

表 2：国内塔筒市场空间

	2022E	2023E	2024E	2025E	22-25 年 CAGR
陆风新增(GW)	40	65	5	85	
陆风塔筒用量(万吨/GW)	7	6.44	5.92	5.45	
<b>陆风塔筒需求(万吨)</b>	<b>280</b>	<b>418.6</b>	<b>29.6</b>	<b>463.25</b>	<b>18%</b>
海风新增(GW)	4.5	12	15	18	
海风塔筒用量(万吨/GW)	8	7.36	6.77	6.23	
海风塔筒需求(万吨)	36	88.32	101.55	112.14	
海风桩基用量(万吨/GW)	20	20.5	21	21.5	
海风桩基需求(万吨)	90	246	315	387	
<b>海塔+桩基合计(万吨)</b>	<b>126</b>	<b>334.32</b>	<b>416.55</b>	<b>499.14</b>	<b>58%</b>
<b>陆塔+海塔+桩基合计(万吨)</b>	<b>406</b>	<b>752.92</b>	<b>446.15</b>	<b>962.39</b>	<b>33%</b>

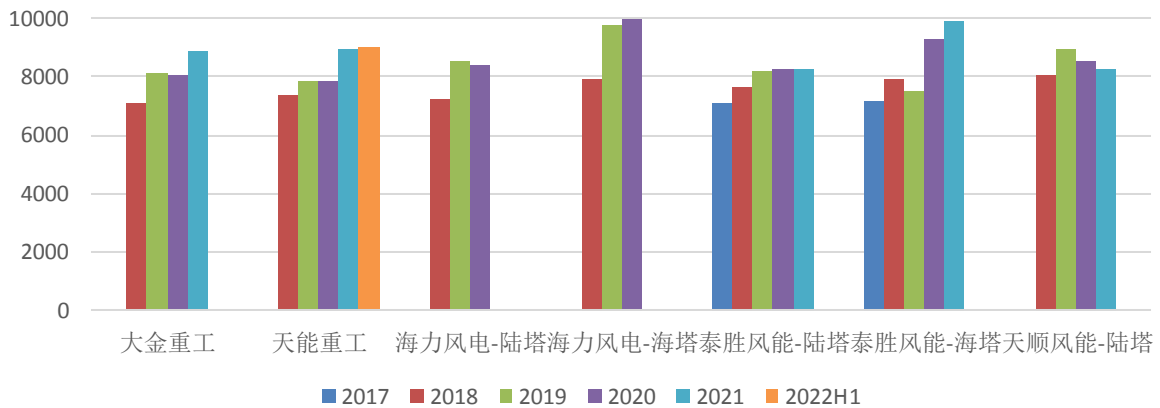
资料来源：财信证券

### 2.3 海塔价值量高于陆塔，具备更大掘金空间

海塔单吨售价比陆塔高 1000~2000 元，价值量更高。对比国内几大头部塔筒企业，目前塔筒平均单吨售价大致在 8000~10000 元之间，其中陆塔价格在 8000~9000 元之间，海塔价格在 9500~10000 元之间，海上塔筒价值量更高的原因在于海上环境复杂，对塔筒的抗腐蚀性、耐用性等要求更高。以泰胜风能为例，2021 年陆上塔筒平均单吨售价为 8244 元/吨，海上塔筒为 9886 元/吨。

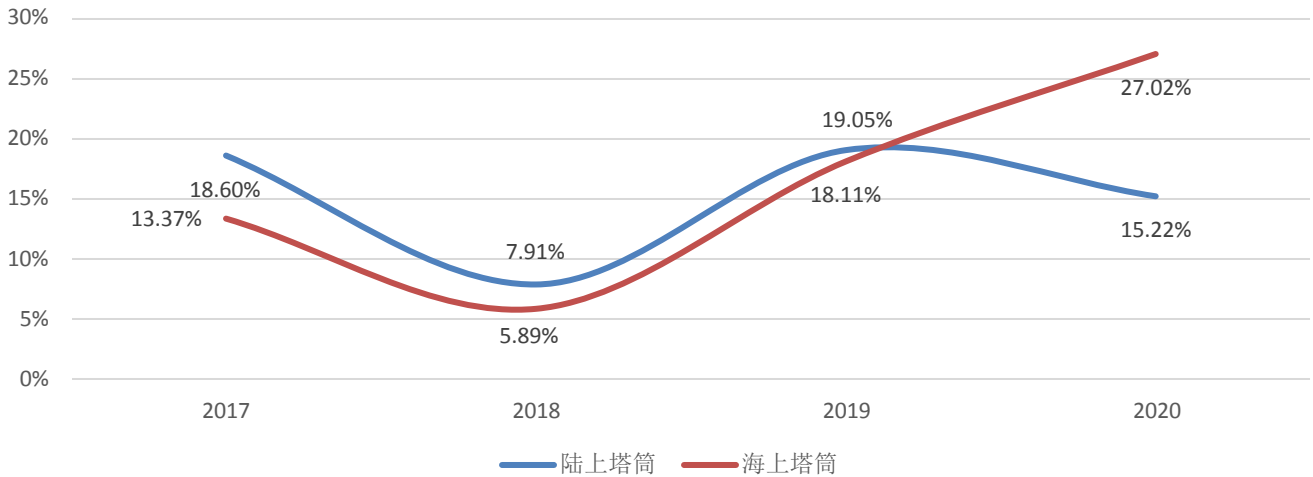
深远海风趋势提升了塔筒、桩基和导管架的需求，具备良好海塔布局的企业有望从中受益。海上风电的远海化+深海化发展趋势对塔筒高度和厚度提出更高的要求，也提升了对桩基和导管架的需求，越早布局海风、抢占市场先机的企业将在未来更具竞争优势。

图 14：各企业塔筒单吨售价，单位：元



资料来源：各公司公告，财信证券

图 15：陆塔和海塔毛利率对比

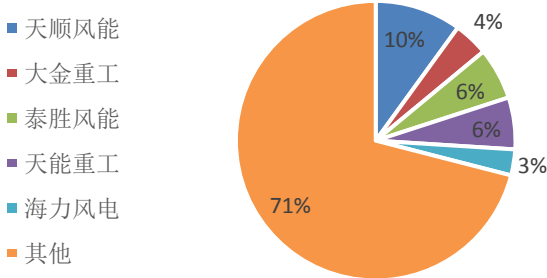


资料来源：海力风电，财信证券

## 2.4 大型化趋势重塑行业格局，头部企业市占率有望提升

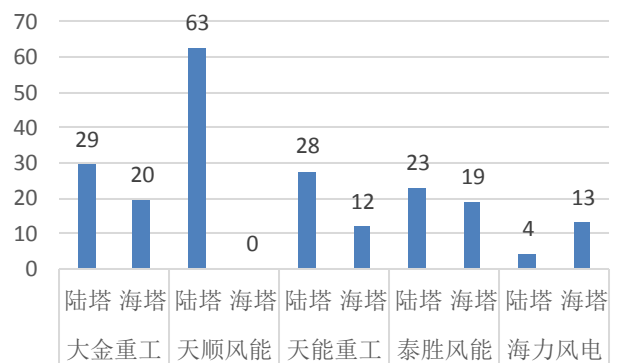
当前塔筒行业竞争格局较为分散，风机大型化有望助力竞争格局改善。塔筒制造技术门槛较低，并无太高的行业壁垒，因此竞争格局较为分散。根据海力风电招股说明书，国内主要的塔筒制造企业天顺风能、大金重工、泰胜风能、天能重工和海力风电的合计市占率为 29%。就出货量而言，天顺风能 2021 年陆塔出货量 63 万吨，遥遥领先其他企业，陆塔优势明显；而大金重工海塔出货最多，并且还有蓬莱和阳江两大海风基地蓄势待发，达产后将进一步巩固海风优势。考虑到风电政策性补贴到期，大型化降本增效的诉求日益迫切，未来临时性和区域性的小企业生存压力增大，而具备规模效应和大重量生产经营的头部企业将更具竞争优势，行业格局有望加速集中。

图 16：国内塔筒企业市占率



资料来源：海力风电招股说明书，财信证券

图 17：头部企业塔筒 2021 年出货量，单位：万吨



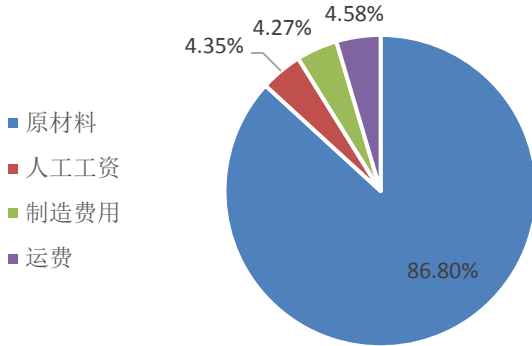
资料来源：各公司公告，财信证券

## 2.5 未来钢价中枢下行，塔筒盈利端有望改善

原材料是塔筒成本结构的主要来源。天顺风能 2021 年报显示，在风塔的营业成本构成中，原材料成本占比 86.8%，人工工资、制造费用和运费占比约 4%-5%。结合大金重工历年塔筒的单吨成本与中厚板均价，发现二者走势也基本相同。塔筒的定价方式为成

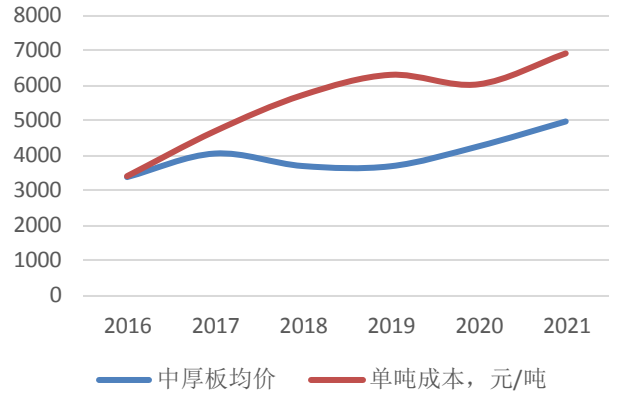
本加成，即价格=签订单时钢价成本+毛利额，因此塔筒厂商可以及时向下游传导原材料价格波动，转嫁部分风险。此外，塔筒的生产周期较短，一般为 1~2 个月，因此短期内的原材料价格波动风险也相对较低。

图 18：塔筒营业成本构成



资料来源：天顺风能 2021 年报，财信证券

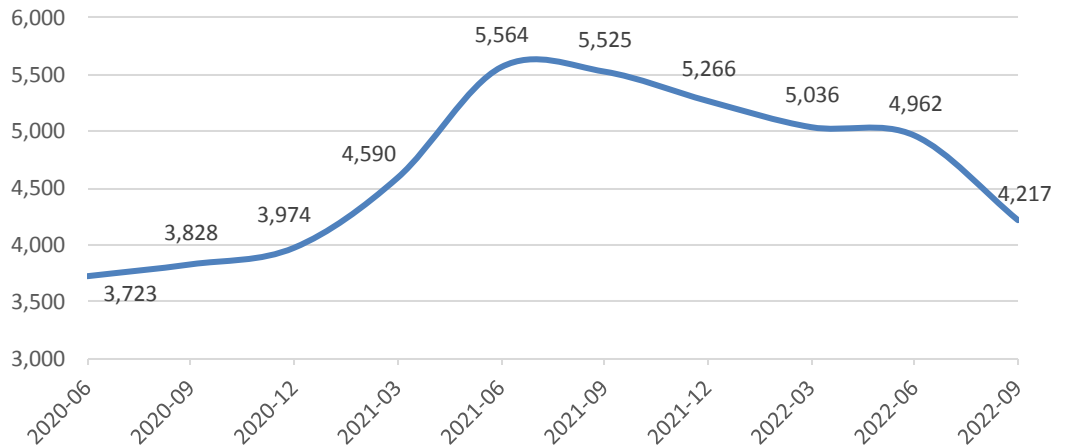
图 19：大金重工塔简单吨成本与中厚板价格关系



资料来源：公司公告，财信证券

钢材价格经历 2021 年大幅上涨后已逐渐回落，各塔筒企业盈利端有望改善。从中厚板的季度平均价来看，2021 年钢价一路上行并在高位震荡，2021 年 6 月均价高达 5564 元/吨，较 2020 年同期涨幅 50%。2022 年以来，中厚板价格逐渐回落，6 月始降幅较为明显。考虑到整体经济形势和房地产行业的疲软，未来钢价的下行趋势较为确定，预计塔筒企业成本压力将有所缓和，毛利率有望提升。

图 20：参考价:中厚板:季:平均值



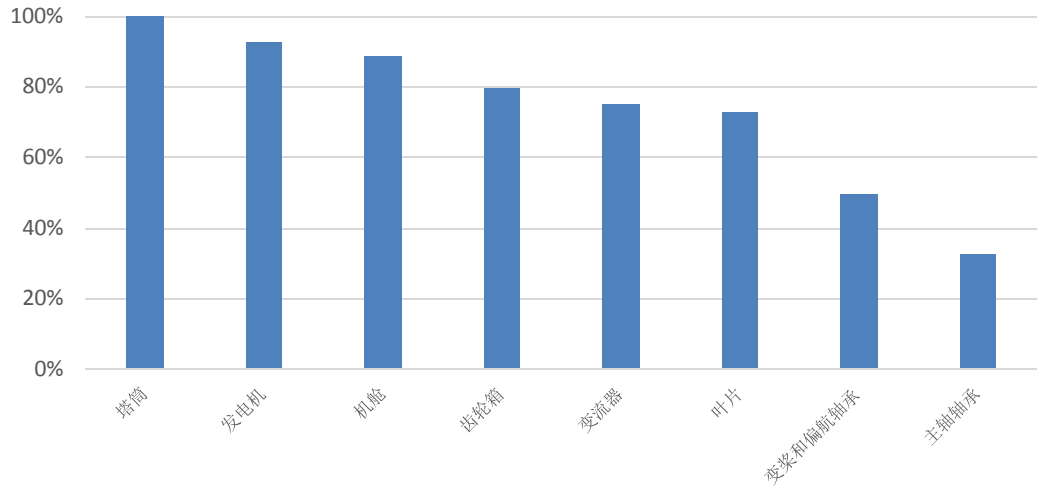
资料来源：生意社(计算)，财信证券

## 2.6 率先完成国产替代，出口优势明显

塔筒国产化率达 100%，是唯一实现全面国产替代的环节。根据 WoodMackenzie 统计，2019 年风电产业链各环节均实现了不同程度的国产化，其中塔筒国产化率为 100%，发电机为 93%，机舱为 89%，齿轮箱为 80%，变流器为 75%，叶片为 73%，轴承替代率较低，不足 50%。



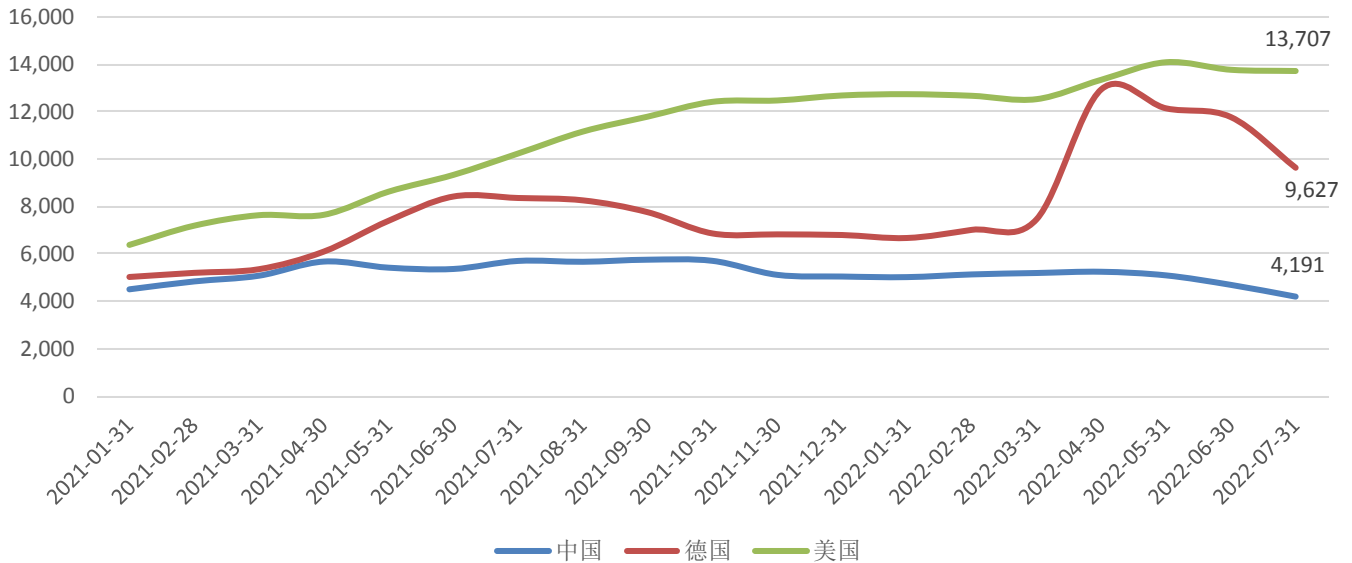
图 21：2019 年风电产业链各环节国产化率



资料来源：WoodMackenzie，财信证券

国内中厚板均价远低于国外，出口成本优势显著。与欧盟、美国、日本等海外国家相比，我国中厚板价格一直较低。自从俄乌冲突以来，欧洲钢材价格暴涨，中厚板的国内外差价进一步被拉大。2022 年 7 月美国中厚板均价为 13707 元/吨，德国为 9627 元/吨，而我国仅为 4191 元/吨，成本优势极为显著，为我国塔筒带来巨大的出口优势。

图 22：各国中厚板价格对比，单位：元/吨



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

### 3 核心竞争力：率先提出“双海战略”，推进业务纵深协同

#### 3.1 产能：合理布局，陆塔靠“三北”、海塔靠“两东”

公司产能基地布局合理，现拥有三大陆塔基地，两大海塔基地。塔筒具有体大量沉的特征，会产生较大的运输费用，因此非常考验企业的产能布局能力。公司基地布局合理，三大陆风基地位于辽宁阜新、内蒙古兴安盟和河北张家口，临近陆风资源丰富的“三

北”地区。为提高陆塔的生产和交付效率，2021年公司成立了“陆上运营中心”，由陆上运营中心统一管理运营三个陆上塔架生产基地，并整合陆上风电业务的项目主计划、物料、运输、售后、设备等资源，以实现资源快速调配，交付统筹管理和生产规模优势。

**重点扩产海风基地，预计2025年可形成130万吨海风产能。**为适应海上风电发展趋势，公司大力建设和扩产海上风电基地，目前共拥有一南一北两大海风基地，分别位于山东蓬莱和广东阳江：

1) 山东蓬莱生产基地，是公司两海战略（海上风电和海外市场）的重要实施主体，基础设施和工艺装备业内领先，码头资源区位优势得天独厚，也是业内单体产能突出和制造能力领先的海上风电塔架和桩基设备供应商。2021年第一季度，公司克服疫情带来的影响，顺利完成蓬莱生产基地的六期技改项目，技改后实现44万吨年产能，进一步提高了针对海上风电塔架、单桩等大型化发展趋势下，风电海工基础产品的生产技术能力和高质量准时交付能力，扩大了行业优势。2022年上半年开始对蓬莱基地全面进行七期技改，预计三季度完成，2023年将形成80万吨年产能。

2) 广东阳江基地规划最大产能为70万吨，预计在2022年三季度末形成第一期年20万吨的产能，在2025年产能提升至50万吨。

值得注意的是，山东和广东“十四五”期间海风装机规划共25GW，占全国海风装机规划的32%，公司将能凭借绝对的区位优势抢占“两东”市场，直接承接当地庞大的海风需求。

表 3：大金重工生产基地及产能情况，万吨

类型	工厂	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
陆塔	辽宁阜新	10	20	20	20	20
	内蒙古兴安盟	10	10	10	10	10
	河北张家口尚义	20	20	20	20	20
陆风合计		40	50	50	50	50
海塔和管桩	山东蓬莱	44	50	80	80	80
	广东阳江	0	20	20	35	50
海风合计		44	70	100	115	130
合计		84	120	150	165	180

资料来源：公司公告，财信证券

**海风产能领先同行，牢牢夯实海上龙头地位。**近年海上风电发展趋势为远海化+深海化，对塔筒高度和厚度提出了更高的要求，也提升了对桩基和导管架的需求，越早布局海风、抢占市场先机的企业将在未来更具竞争优势。公司在山东和广东两省集中布局海风，最大规划产能为150万吨，其中山东蓬莱基地80万吨、广东阳江基地70万吨，遥遥领先同行，具有明显的产能优势，将进一步夯实公司海上龙头地位。

**表 4：头部塔筒企业海塔产能布局情况**

企业	工厂	最大规划产能，万吨
大金重工	山东蓬莱	80
	广东阳江	70
天能重工	江苏盐城	10
	辽宁大连	8
	广东汕尾	40
	山东东营	30
天顺风能	江苏盐城射阳	30
	德国基地	30
泰胜风能	江苏启东	20
海力风电	山东东营	20
	海灵重工	20

资料来源：公司公告，财信证券

除了现有的产能基地以外，公司近两年仍在陆续扩产，新疆伊吾和辽宁鞍山的后续产能值得期待：

1) 2021 年 4 月，公司与烟台市蓬莱区签订《风电母港产业园项目战略合作框架协议》，决定双方共同建设以风电装备研发制造、运维为主的北方海上风电母港，并基于该框架协议签订了《陆上风电开发协议》和《风电叶片项目投资协议》。其中：1) 协议约定上级部门核准批复的《蓬莱分散式风电开发建设规划（2020-2025）》中的陆上风电资源全部配置给公司，陆风发电项目初步规划总投资约 12 亿元，规划总装机容量为 16.5 万千瓦；2) 风电叶片项目总投资约 10 亿元（根据经营情况分阶段投入），建成 12 条生产线，年产约 800 套海上及陆上风电叶片项目。作为牵头企业，公司在产业园区内具有绝对的话语权，能够吸引配套企业入驻，有利于公司强化风电领域的全产业链布局，持续增强市场地位。

2) 2022 年 9 月 20 日，大金重工发布公告称，公司拟在新疆伊吾县建设新能源塔筒生产基地，总投资约 5 亿元。

3) 2022 年 11 月 20 日，大金重工披露，公司与鞍山市千山区政府签订了《项目投资意向协议》，就“塔筒、叶片生产基地和陆上集中式风电”项目的开发建设合作事宜达成一致意向，项目总投资为 70 亿元，包括总投资 10 亿元的塔筒、叶片生产基地和总投资 60 亿元的陆上集中式风电项目，这也是公司有史以来单笔最大规模的投资。

### 3.2 出口：“0 到 1”后加速“1 到 100”

聚焦欧洲市场，享有同业最低反倾销税率，出口竞争优势凸显。公司在欧盟地区的反倾销税为 7.20%，比其他塔筒企业低 7%~12%，具有绝对的税率优势，未来将在欧洲海风市场充分受益。此外，欧洲本土桩基供应商产能有限，SIF、EEW、Bladt、Steelwind 四家主流供应商的年设计产能之和甚至不足 600 根，且产品直径偏小，难以满足欧洲风机大型化所带来的大直径、大吨重的产品要求，存在较大的供给缺口，进一步为公司出口欧洲创造了潜在的发展机遇。

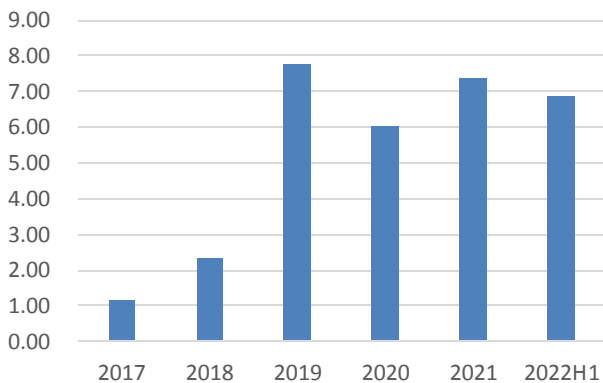
表 5：海外对中国塔筒企业的反倾销税率

地区	受影响厂商	反倾销税率
欧盟	中船澄船舶修造有限公司	7.50%
	蓬莱大金海洋重工有限公司	7.20%
	苏州天顺新能源科技有限公司	14.40%
	其他合作企业	11.20%
	其他企业	19.25%
美国	所有中国塔筒企业	双反税合计 67%~105%
墨西哥	所有中国塔筒企业	21%
澳大利亚	泰胜风能	0%
	其他中国企业	10.90%

资料来源：公司公告，财信证券

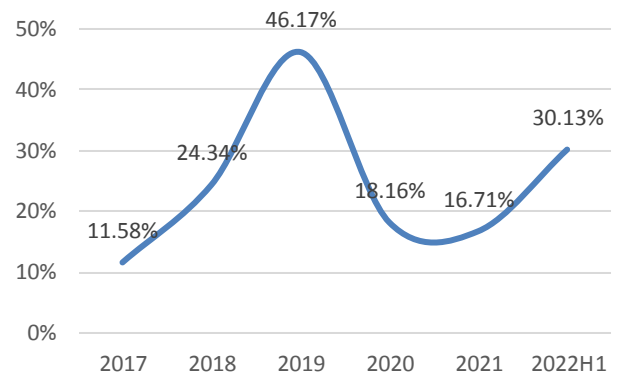
**积极拓展海外业务，不断提高海外营收占比。**公司聚焦欧洲海上风电市场，积极拓展海外业务，2022H1 实现出口销售收入 6.87 亿元，同比增长 54.40%。公司 2017-2019 年海外销售收入和营收占比均逐年递增，其中 2019 年海外营收占比由 24.34% 提升至 46.17%，销售额由 2.36 亿元提升至 7.79 亿元，增速高达 230%。2020 年新冠疫情使得公司海外业务受阻，销售收入和占比均有所下滑。随着疫情得到控制，公司海外业务有所回升，2022H1 出口业务占比为 30.13%，较 2021 年提升了 13.4 个百分点。同时，公司在继 2021Q1 对山东蓬莱生产基地完成六期技改后，在 2022H1 再次对其进行七期技改，预计 2022Q3 完工，届时将进一步提高对欧洲海上风电产品的生产和交付能力，公司也将成为欧洲海上风电的主流供应商。

图 23：公司历年海外销售收入，亿元



资料来源：公司公告，财信证券

图 24：公司历年海外营收占比，%



资料来源：公司公告，财信证券

**2022 年是公司海外业务爆发式增长的一年，继海塔后单桩也成功实现出口，截止目前已经获得 6 个海外海风订单。**2014 年，公司出口第一个陆上风电项目，实现出口业绩的历史性突破；2020 年，公司通过全球最大风电能源开发商-丹麦沃旭能源的合格供方审核认证，第一个出口海塔项目成功交付。进入 2022 年，公司海外出口业务开始了爆发式增长，上半年公司成功中标英国 Moray West48 套单桩项目、Moray West 30 套过渡段项目、Boskalis 美国海上风电大型钢结构项目，2022 年 10 月底，公司再次中标法国 NOY - Ile D'Yeu et Noirmoutier 海上风电 62 套单桩项目、英国 UK Moray West 海上风电 12 套塔筒项目、英国 Dogger Bank B 海上风电项目 41 套 Haliade-X 海上风电塔筒，海外业务在实

现“0到1”的历史性突破后，“1到100”正在加速推进。

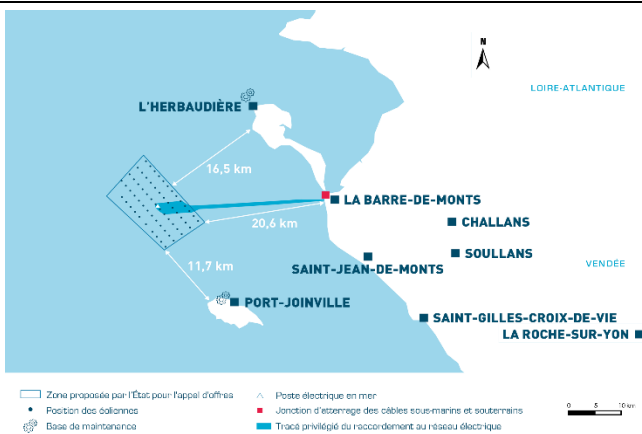
1) 英国 Moray West48 套单桩项目。首根单桩已于 10 月份顺利完成分段组对并进入最后的合拢工序，交付程序即将启动。该项目的单桩产品也是公司除塔筒产品以外，首次向欧洲出口超大单桩产品，同时也是中国厂商首次为欧洲市场提供单桩产品。

2) 法国 NOY - Ile D'Yeu et Noirmoutier 海上风电 62 套单桩项目、英国 UK Moray West 海上风电 12 套塔筒项目，两个项目中标总金额约 1.228 亿欧元（折合人民币约 8.6 亿元）。NOY - Ile D'Yeu et Noirmoutier 海上风电项目位于法国卢瓦尔河沿岸，总装机 496 兆瓦，配置 62 台西门子歌美飒 D8 海上风力发电机组，单机容量 8MW。Moray West 海上风电场位于 Moray Firth，距离 Caithness 海岸线约 22.5 公里，总装机 882 兆瓦，配置 60 台西门子歌美飒 SG14-222DD 海上直驱风机，单机容量 14.7MW。值得关注的是，公司在 Moray West 项目上先后三次中标，一定程度上彰显公司充分获得了海外客户的信任。

3) 英国 Dogger Bank B 海上风电项目 41 套 Haliade-X 海上风电塔筒，合同金额约 7300 万欧元（折合人民币约 5.3 亿元）。GE 是全球最大的海上风电主机供应商之一，2022 年首批由 GE 在广东省揭阳市的海上风电机组总装基地组装生产的 Haliade-X13MW 机组从港口起运，发往英国 Dogger Bank 海上风电项目。Dogger Bank 是目前为止全球最大的海上风电项目，总装机容量 3.6GW，由 SSE Renewables（40%）、Equinor（40%）和 Eni Plenitude（20%）共同拥有。根据协议，Dogger Bank 项目的 A、B 两标段将分别配备 95 台 GE Haliade-X13MW 机组，C 标段则将该平台 14MW 机型作为首选机组。Dogger Bank B 海上风电项目是 Dogger Bank 项目的第二阶段，装机容量为 1200MW。按照单台机组 13MW 计算，41 套 Haliade-X 海上风电塔筒对应 0.533GW，按照合同金额 7300 万欧元（折合人民币约 5.3 亿元）计算，单 GW 海塔价值量约 10 亿元。

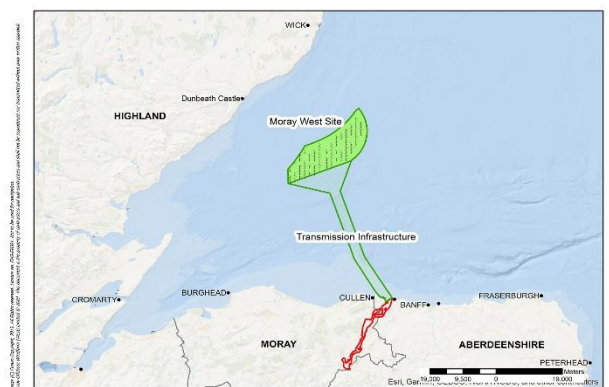
2022 年获得的 6 个海外海风订单中，合计 110 套单桩和 53 套海塔，参考国内单桩和海塔的重量粗略计算，6 个海外订单中仅海塔和单桩的出货量约在 20-25 万吨之间。此外，与其他风电零部件出海多选择小批量、小项目和中小业主合作方不同，公司自出海业务实现突破后不久就在全球最大海上风电项目上与 GE 达成合作，我们认为这不仅是对公司海塔和单桩实力的认可，也有利于公司在海外项目中获取丰富的大兆瓦产品交付能力。

图 25：法国 NOY-Ile D'Yeu et Noirmoutier 海上风电场



资料来源：NOY-Ile D'Yeu et Noirmoutier 项目官网，财信证券

图 26：Moray West 海上风电场



资料来源：Moray West 项目官网，财信证券



在海外订单爆发的同时，公司也在加紧和海外第三方合作进一步提升出海能力：

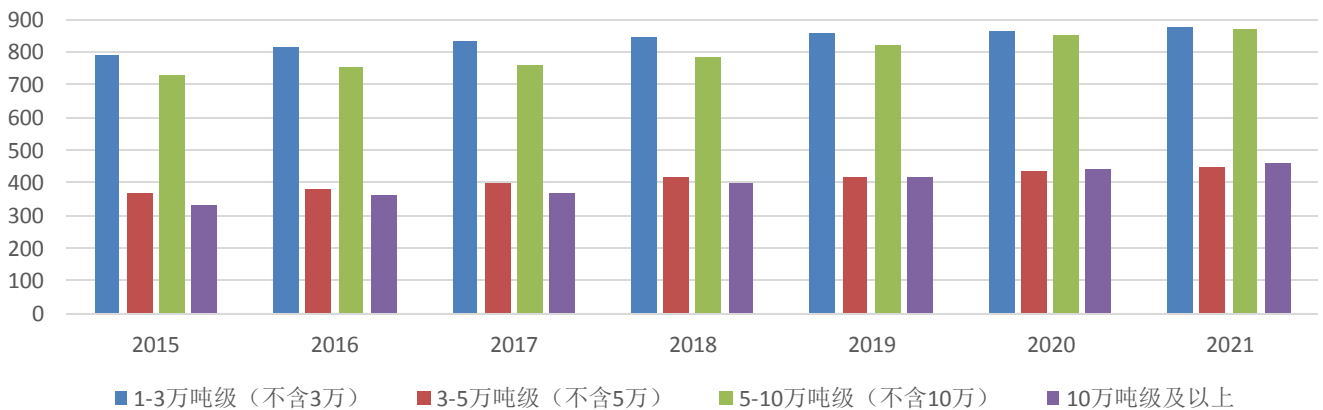
1) 2022年11月，公司与中外运沙伦氏物流有限公司（简称：沙伦氏）签订战略合作协议。作为全球最大的风电吊装、安装和运输公司，沙伦氏已先后为海上风电总包商 DEME、Jan De Nul 等国际风电巨头风提供服务。与 SIF 等多家欧洲大型管桩企业建立长期战略合作关系。公司与沙伦氏将通过资源整合互补和竞争优势叠加，提升双方的市场竞争力和运营效率，打造抱团出海，合作共赢的全球战略合作伙伴关系。

2) 2022年11月，公司与帝国工程公司 Empire Engineering Ltd.为共同开拓境内、境外市场业务范围签订《海上风电项目战略合作意向书》，双方在海上风电固定式及浮动式平台的基础设计、建造、运输、安装等方面建立合作关系，利用帝国工程在欧洲市场的专业能力、经营网络、品牌等优势，配合公司在欧洲推广产品给风电业主。

### 3.3 码头：自有优质深水码头，成本优势凸显

海塔尤其是出口的竞争关键在于码头。从技术性角度来看，海上塔筒与陆上塔筒并无区别，但是海上塔筒须有桩基和导管架配套，而单桩的单 GW 用量约是塔筒的 3 倍，因此海风设备对地基承载力的要求会大幅提升，对码头资源要求会更加严苛，这意味着塔筒企业在海风领域的竞争关键在于优质码头。目前国内码头资源稀缺，增速缓慢，原因在于港口的建设需政府严格审批，流程繁琐，且建设期长，通常需要 1-2 年。根据交通运输行业发展统计公报，2021 年我国拥有万吨级以上泊位数量 2659 个，其中 10 万吨级以上泊位仅 463 个，较 2020 年增长 23 个。

图 27：2015-2021 年全国港口万吨级以上泊位数量，个



资料来源：历年交通运输行业发展统计公报，财信证券

**自有码头可降低运输费用，摊薄单吨成本。**目前塔筒企业可利用的码头有三种类型：自有码头、公共码头和第三方码头。自有码头与其他类型码头相比，能够自由把握交付节奏，提高客户满意度和黏性，而且无须支付高昂的转运费和租赁费用，每吨可节省约 200 元运费成本。考虑到码头资源难以快速获得，因此目前已拥有码头资源的企业将具备较强的壁垒，保障自身盈利能力稳定。公司享有优质深水蓬莱码头，水深 10~16 米，并配有起重能力 1000 吨的龙门吊，目前运营有 10 万吨级对外开放专用泊位 2 个，3.5 万吨级对外开放风电专用凹槽泊位 1 个，已建成正在履行审批手续的靠泊等级 10 万吨级泊



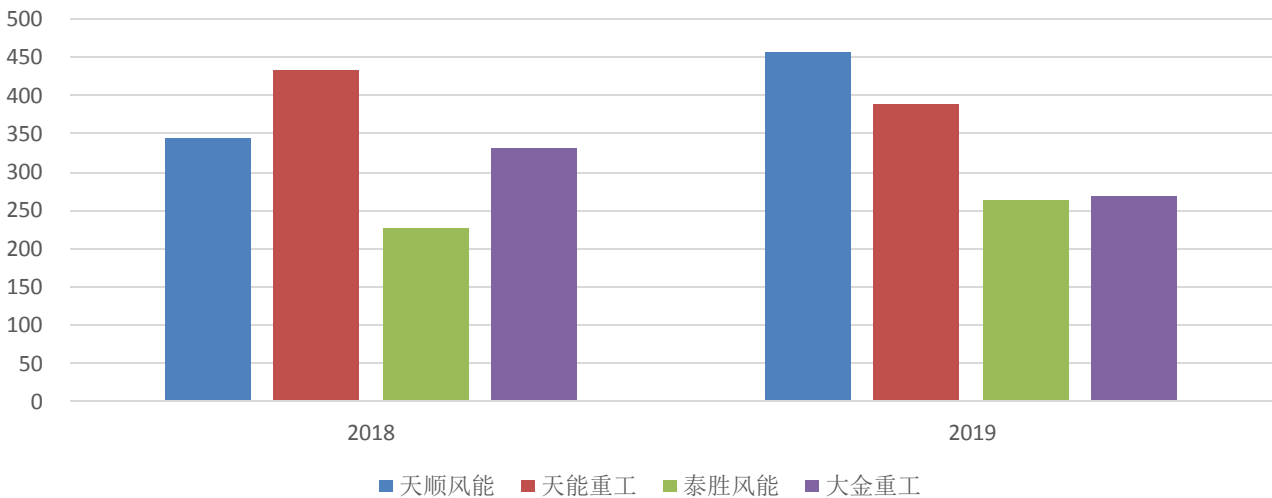
位 2 个，具有得天独厚的泊位优势。

表 6：各塔筒厂商码头资源情况

厂商	码头	泊位	备注
大金重工	蓬莱码头	10万吨级对外开放专用泊位 2 个, 3.5 万吨级对外开放专用凹槽泊位 1 个, 预计 2022 年开放 2 个 10 万吨级泊位	自有码头, 优质深水码头, 配有起重能力 1000 吨的龙门吊;
	海灵码头	1 万吨凹入式港池+2 万吨顺岸式码头	潮汐码头, 运输能力较小; 取得 339m 岸线泊位长度使用权
	小洋口码头	8 千吨凹入式港池	深水港, 租用政府码头
海力风电	三夹沙码头		非潮汐码头, 运输能力较大, 且已获得使用权, 作为海灵码头无法使用的备选项
	东营刁口港		已与政府签订投资协议, 未开工
泰胜风能	蓝岛码头		2 个码头, 码头岸线长度 760m
	东营码头		租用政府码头
天能重工	中广核码头		借用中广核码头, 支付通行费, 成本较高
	无		
天顺风能	无		

资料来源：各公司公告，财信证券

图 28：塔筒企业运费比较，单位：元/吨



资料来源：公司公告，财信证券

### 3.4 产业链延伸：叶片和塔筒协同发展，发电业务便于整合资源

公司目前已拥有阜新、蓬莱、张家口三大叶片生产基地，预计全部投产后可实现叶片年产能 1000 套左右。其中张家口大金风电叶片有限公司于 2022 年 5 月 10 日成立，主攻 7-13MW 大兆瓦叶片。我们认为公司产业链纵向延伸至叶片环节主要有以下考虑：

1) 就近满足市场需求。山东省十四五期间海上风电投运目标是 5GW，而目前中材科技和时代新材等主要叶片制造商暂未在山东有产能布局，公司在山东设立叶片生产基

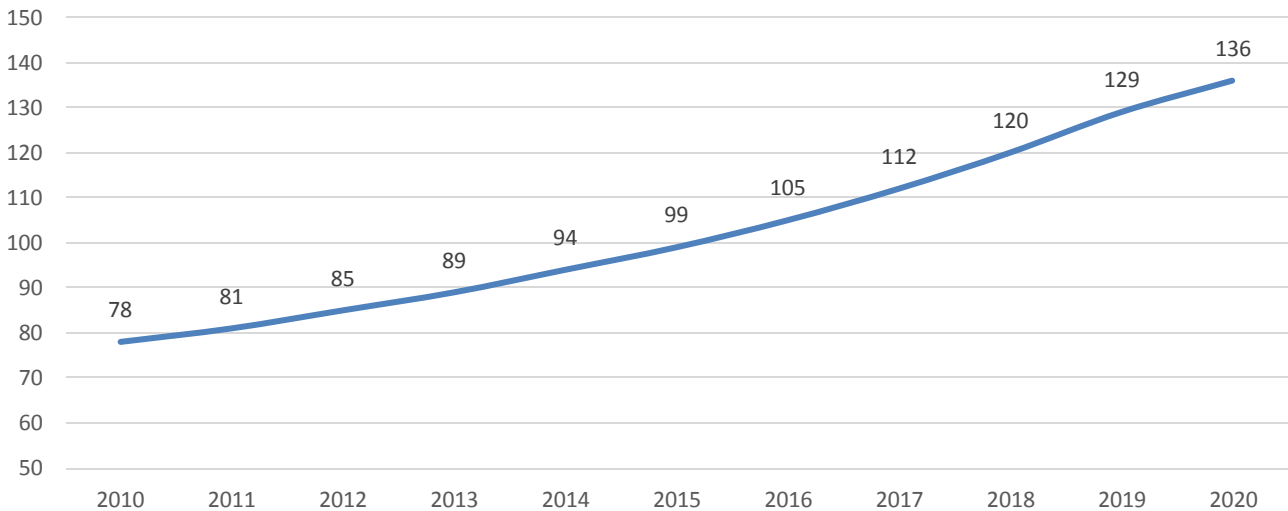
地，具备本地化生产、运输和安装的区位优势，有望就近抢占市场份额；

2) 叶片和塔筒一样，不方便运输，已有的码头可以充分利用。和海塔一样，大兆瓦海风叶片对生产场地和运输半径也有严格要求，公司在蓬莱的塔筒基地区位优势显著、自有码头不仅便于大兆瓦海风叶片运输，也同样可为叶片带来运费优势。

3) 与塔筒业务协同发展，增强下游客户粘性。与其他环节相比，叶片的毛利率并不高，仅为 10%~15%，我们认为公司开展叶片业务更多是为了依托产业园优势，实现就近配套供应，节约物流成本。同时，海塔+海风叶片在同一个基地生产，不仅在生产方面与塔筒业务形成协同发展的良好局面，也有望进一步增强客户粘性。

4) 大兆瓦趋势下跳过小兆瓦直接上大兆瓦，具有后发优势。在大兆瓦加速的趋势下，叶片也在加速向大叶型切换，小叶型供过于求、竞争激烈。根据 CWEA 统计，2020 年我国新增风机的平均风轮直径为 136 米，较 10 年前增长 58 米，其中前 5 年的年均增速为 4.2 米，后 5 年的年均增速为 7.4 米。小兆瓦叶片的加速出清意味着小旧产能的报废，叶片行业将迎来大规模的产线置换和更新。对于部分不久前投产小叶型的叶片厂商而言，利用率不高的产线不仅会导致影响公司短期业绩，而且会拖累公司向大叶型的拓展。公司跳过小兆瓦叶片直接上 7-13MW 海风叶片，相比其他叶片厂商而言，没有小兆瓦产能的负担，反而可能具有后发优势。

图 29：2010-2020 年中国新增风电机组平均风轮直径（单位：米）



资料来源：CWEA，财信证券

风电场运营毛利率在 60% 以上，经济效益显著。风电场运营的毛利率水平远高于塔筒业务，塔筒企业进军风电场领域不仅能够抬高公司的综合毛利率，带来可观且稳定的利润来源，还能降低单一行业波动带来的经营风险。近年来各大塔筒企业纷纷开展风电场投资与运营，取得了较好的经济收益，天能重工和天顺风能的发电毛利率在 65%~70%，海力风电更是超过了 80%，因此我们预计大金重工的风电场并网后也能带来较为不错的利润增量。同时，风电场投资和建设需要风机和配套设备，公司本身自营塔筒和叶片，能够实现部分设备的自给自足，既节约了交易成本，又保障了供应链的稳定。未来公司在风电产业链中既作为塔筒、叶片的提供商，又作为风电场的开发商，将能够显著增强

对主机厂商的议价能力，促进业务循环，持续巩固自身在产业链中的市场地位。

公司拥有在建风场 300MW，储备新能源开发资源 5GW+，未来收益值得期待。大金重工自 2020 年开始进军风电开发市场，截止 2022H1，公司拥有在建风场 300MW，其中 250MW 位于辽宁阜新，50MW 位于河北张家口，预计将于 2022 年下半年实现全容量并网，同时还规划三年内建成并网 200 万千瓦新能源项目，储备新能源开发资源 500 万千瓦。此外，2022 年 9 月 20 日公司与新疆伊吾县政府签订投资框架协议，拟在伊吾县投资建设新能源塔筒生产基地，总投资约 5 亿元，当地政府承诺优先使用大金重工生产的塔筒，并协助公司获取风电项目规模不低于 100 万千瓦，该项目的建设周期为两年，将极大促进公司塔筒和电场业务发展，未来收益值得期待。

## 4 盈利预测与估值

预计公司 2022-2024 年实现营收 55/110/145 亿元，归母净利润 5.07/13.41/18.90 亿元，eps 为 0.91/2.41/3.40 元，对应 PE 为 45.16/17.09/12.12 倍。2023 年是风电装机大年，公司蓬莱和阳江海塔产能释放值得关注，电站和叶片业务可以有效熨平单一塔筒业务的经营风险，我们不仅看好公司 23 年的业绩表现，也看好公司未来海塔产能持续放量、出口订单带动产品结构持续改善带来的量价持续共振，维持公司“买入”评级。

## 5 风险提示

下游装机需求不及预期，出口订单交付不及预期，原材料价格大幅上涨。

报表预测(单位: 亿元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	33.25	44.32	55.00	110.00	145.00	营业收入	33.25	44.32	55.00	110.00	145.00
减: 营业成本	24.79	34.12	44.55	85.25	110.93	增长率(%)	97.08	33.28	24.10	100.00	31.82
营业税金及附加	0.17	0.26	0.31	0.63	0.83	归属母公司股东净利润	4.65	5.77	5.07	13.41	18.90
营业费用	0.30	0.27	0.34	0.68	0.90	增长率(%)	164.75	24.17	-12.15	164.27	41.01
管理费用	0.64	1.03	1.32	2.64	3.48	每股收益(EPS)	0.84	1.04	0.91	2.41	3.40
研发费用	1.33	1.83	2.24	4.48	5.90	每股股利(DPS)	0.01	0.02	0.03	0.09	0.13
财务费用	0.04	0.16	0.04	-0.01	-0.05	每股经营现金流	0.03	0.03	1.34	0.76	2.55
减值损失	-0.60	0.00	-0.35	-0.69	-0.92	销售毛利率	0.25	0.23	0.19	0.23	0.24
加: 投资收益	0.03	0.01	0.05	0.05	0.05	销售净利率	0.14	0.13	0.09	0.12	0.13
公允价值变动损益	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.19	0.19	0.15	0.28	0.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.37	0.33	0.21	0.43	0.41
营业利润	5.50	6.73	5.97	15.76	22.22	市盈率(P/E)	49.27	39.68	45.16	17.09	12.12
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	9.51	7.64	6.57	4.80	3.47
利润总额	5.48	6.74	5.96	15.76	22.22	股息率(分红/股价)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减: 所得税	0.83	0.97	0.89	2.35	3.32	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	4.65	5.77	5.07	13.41	18.90	收益率					
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	25.45	23.01	19.00	22.50	23.50
归属母公司股东净利润	4.65	5.77	5.07	13.41	18.90	三费/销售收入	2.94%	3.31%	3.10%	3.03%	3.06%
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EBIT/销售收入	16.60	15.57	10.92	14.31	15.29
货币资金	9.43	13.11	10.04	13.60	26.95	EBITDA/销售收入	17.73	16.80	15.70	17.29	17.55
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	13.98	13.03	9.22%	12.19	13.04
应收和预付款项	14.15	17.13	23.83	47.66	62.83	资产获利率					
其他应收款(合计)	1.31	0.83	1.47	2.95	3.89	ROE	19.29	19.25	14.55	28.06	28.66
存货	10.19	20.46	25.18	48.19	62.71	ROA	9.98%	8.68%	6.27%	10.25	10.96
其他流动资产	0.36	1.40	1.38	2.76	3.64	ROIC	37.39	32.77	21.04	43.19	41.33
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构					
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	48.28	54.90	56.88	63.49	61.74
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	38.62	36.54	38.36	34.88	31.18
固定资产和在建工程	9.49	11.32	17.01	14.04	11.07	带息债务/总负债	0.00%	8.18%	1.50%	0.55%	0.22%
无形资产和开发支出	1.19	1.87	1.56	1.25	0.94	流动比率	1.77	1.74	1.55	1.49	1.59
其他非流动资产	0.48	0.39	0.39	0.39	0.39	速动比率	1.12	0.96	0.80	0.74	0.84
资产总计	46.60	66.50	80.87	130.84	172.40	股利支付率	0.96%	2.12%	3.76%	3.76%	3.76%
短期借款	0.00	2.22	0.00	0.00	0.00	收益留存率	99.04	97.88	96.24	96.24	96.24
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	14.45	21.16	33.94	65.33	85.16	总资产周转率	0.71	0.67	0.68	0.84	0.84
长期借款	0.00	0.76	0.69	0.46	0.24	固定资产周转率	3.72	4.15	4.41	8.08	13.49
其他负债	8.05	12.36	11.36	17.28	21.05	应收账款周转率	2.87	2.94	2.71	2.71	2.71
负债合计	22.50	36.51	46.00	83.07	106.44	存货周转率	2.43	1.67	1.77	1.77	1.77
股本	5.56	5.56	5.56	5.56	5.56	估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	8.16	8.21	8.21	8.21	8.21	EBIT	5.52	6.90	6.01	15.74	22.16
留存收益	10.38	16.22	21.10	34.00	52.20	EBITDA	5.90	7.44	8.63	19.01	25.45
归属母公司股东权益	24.10	29.99	34.87	47.77	65.96	NOPLAT	4.67	5.90	5.11	13.40	18.86
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	4.65	5.77	5.07	13.41	18.90
股东权益合计	24.10	29.99	34.87	47.77	65.96	EPS	0.84	1.04	0.91	2.41	3.40
负债和股东权益合计	46.60	66.50	80.87	130.84	172.40	BPS	4.34	5.40	6.28	8.60	11.87
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	PE	49.27	39.68	45.16	17.09	12.12
经营性现金净流量	0.17	0.18	7.43	4.24	14.20	PEG	0.30	1.64	-3.72	0.10	0.30
投资性现金净流量	1.27	-2.19	-7.96	0.04	0.04	PB	9.51	7.64	6.57	4.80	3.47
筹资性现金净流量	-0.13	3.87	-2.53	-0.73	-0.88	PS	6.89	5.17	4.17	2.08	1.58
现金流量净额	1.28	1.84	-3.07	3.55	13.35	PCF	1,314.6	1,300.9	30.85	54.00	16.14

资料来源: 公司公告, 财信证券, iFinD

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[stock.hnchasing.com](http://stock.hnchasing.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438