

# 华伍股份 (300095)

证券研究报告

2022年03月03日

## 具备风电、军工双翼，制动器龙头乘风而起

### 1、公司介绍：

公司最早成立于1992年，产品链不断拓展，目前公司主营业务主要可分为工业制动器、航空工装及零部件、金属铸管件业务，其中前两者为目前主要增量。

1) 公司业绩保持稳定增长，营业收入逐年增加，由2016年的5.94亿元增加至2020年的13.15亿元，年复合增长率为21.96%；归母净利润由2016年的0.46亿元增加至2020年的1.64亿元，年复合增长率为37.17%。2) 盈利能力方面，公司毛利率维持在40%左右，2021年前三季度净利率达到16.19%，相较于以往9%左右的水平有了明显的提升。3) 在费用方面，管理费用率和销售费用率降幅明显。4) 在分业务业绩方面，风电制动系统营收占比逐年增加，在2020年达到38.63%，已成为公司的主要营收来源。

### 2、制动器业务：

公司为国内工业制动器龙头，产品大量广泛应用于港口、轨道交通、风力发电、及建筑机械等领域，在风电领域市场占有率约45%。我们认为，风电或将成为公司制动器业务最主要的增量方向，1) 在风电制动器领域，公司已达到国际先进水平，风电偏航制动在全国范围内保持市场领先地位。2) 我们预计“十四五”期间风电年均新增装机容量在50GW以上，且制动器单位价值量有望随风机大型化趋势有所增加，头部公司优势更为明显。3) 是国内唯一一家西门子风电全球合格供方，有望打开海外市场。

### 3、军工业务：

公司全资子公司安德科技是成飞公司、航发科技等知名企业的重要供应商，产品主要为工装、模具、发动机反推、机匣等。目前主机厂产能扩张不断加快，航空零部件外协加工比例和数量将继续增长，安德科技有望充分受益。另外随着某型号涡扇航空发动机定型批量生产，安德科技紧跟配套研发的机匣及反推产品将批量供应，公司将直接受益于该款发动机型号的快速上量。

### 4、盈利预测：

预计2021-2023年公司营业收入分别为14.28亿、17.61亿、21.81亿，YOY为8.60%、23.36%、23.81%；归母净利润分别为2.32亿、3.01亿、4.18亿，YOY为41.18%、29.52%、39.12%，对应PE 27X、21X、15X。根据可比公司估值，因而选择2021年38.37X作为目标估值，目标市值89.02亿元，上涨空间为48.60%，对应目标价为21.19元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**风电建设不及预期、原材料价格波动风险、商誉减值风险等

### 投资评级

行业	机械设备/通用机械
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	14.26元
目标价格	21.19元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	420.09
流通A股本(百万股)	378.71
A股总市值(百万元)	5,990.49
流通A股市值(百万元)	5,400.42
每股净资产(元)	4.18
资产负债率(%)	44.92
一年内最高/最低(元)	20.10/8.54

### 作者

李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuye@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

1 《华伍股份-公司深度研究:工业制动器龙头的再次腾飞》2017-01-15

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,073.68	1,314.83	1,427.86	1,761.42	2,180.74
增长率(%)	16.04	22.46	8.60	23.36	23.81
EBITDA(百万元)	304.02	439.43	377.88	470.10	608.04
净利润(百万元)	78.21	164.36	232.05	300.56	418.15
增长率(%)	(178.66)	110.16	41.18	29.52	39.12
EPS(元/股)	0.19	0.39	0.55	0.72	1.00
市盈率(P/E)	79.77	37.96	26.88	20.76	14.92
市净率(P/B)	5.15	4.56	2.89	2.63	2.34
市销率(P/S)	5.81	4.74	4.37	3.54	2.86
EV/EBITDA	9.72	9.91	13.12	11.32	7.42

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 公司简介：工业制动器龙头，盈利能力优秀	4
1.1. 产品系列丰富，应用领域不断拓展	4
1.2. 公司业绩稳定增长，净利率提升明显	6
1.3. 股权结构稳定，激励计划绑定核心人员	7
2. 行业分析：风电、军工行业 $\beta$ 优异，双领域高增	8
2.1. 风正帆扬，风电制动器需求高增	8
2.1.1. 风电远不止抢装！“十四五”期间有望年均增长超 50GW	8
2.1.2. 制动器占风电成本比例较小，大型化下价值量提升	12
2.2. 军机面临升级换代，新机型配套工装企业利好	13
3. 核心竞争力：龙头地位稳固，业务拓展打开天花板	16
3.1. 竞争优势明显，积极开拓海外市场	16
3.2. 风电业务需求增加，带动业绩增长	17
3.3. 航空军工蓄势待发，有望成为新的业绩增长点	18
3.4. 客户积累浑厚，巩固市场地位	19
4. 盈利预测与估值	19
5. 风险提示	20

## 图表目录

图 1：公司历史沿革	4
图 2：公司工业制动器主要领域	5
图 3：2016-2021 年三季报营业收入（百万元）	6
图 4：2016-2021 年三季报净利润（百万元）	6
图 5：2016-2021 年三季报毛利率与净利率	6
图 6：2016-2021 年三季报 ROE 与 ROA	6
图 7：2016-2021 年三季度各项费用率对比	6
图 8：2016-2021 年三季度期间费用率	6
图 9：2018-2020 年各业务营收占比	7
图 10：2018-2020 年各业务毛利率	7
图 11：公司股权结构	7
图 12：2020 年中国风电新增装机容量占全球比例	8
图 13：2016~2020 年中国风电新增与累计装机容量（GW）	8
图 14：陆风已实现平价，海风成本下降明显	10
图 15：3S、4S 机组月度公开招标市场均价（元/KWh）	11
图 16：国内公开招标量情况（GW）	12
图 17：风电整机成本结构	12
图 18：2010-2020 年我国国防预算支出及 GDP 增速对比	13

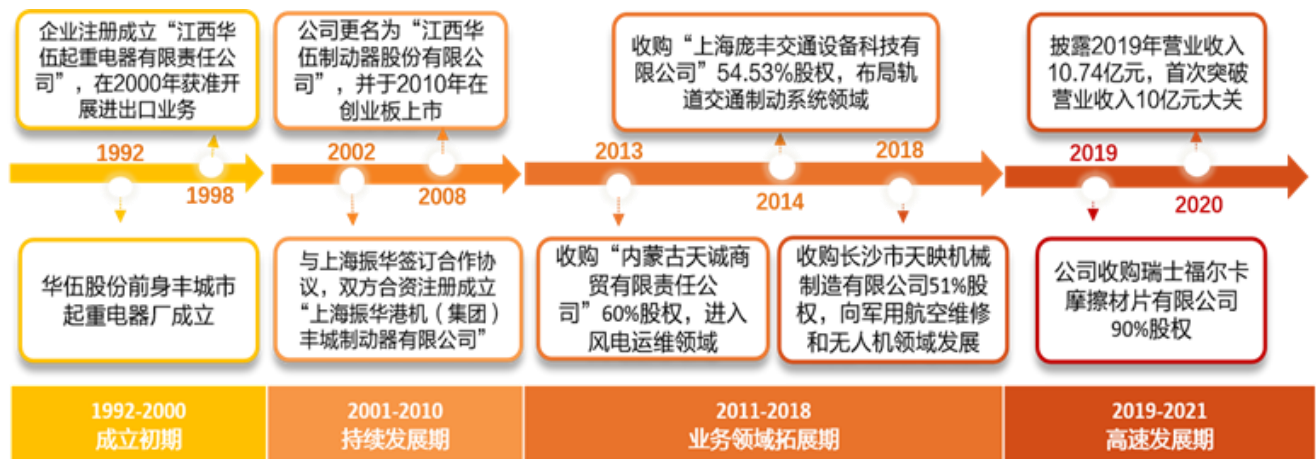
图 19: 2010-2017 年我国武器装备费及其他费用占比.....	13
图 20: 飞机工艺装备的分类.....	14
图 21: 2016-2021 年我国民用航空工装市场规模 (亿元) .....	15
图 22: 发动机风扇机匣示意图.....	15
图 23: 反推装置示意图.....	15
图 24: 2017 年国内工业制动器竞争格局.....	16
图 25: 2017 年制动器行业主要企业主营业务收入和利润情况.....	16
图 26: 2016-2020 年公司国外销售额 (百万元) .....	16
图 27: 2016-2020 年对振华重工的销售额及营收占比 (百万元) .....	17
图 28: 公司 2018-2020 年风电制动器销售额 (亿元) .....	17
图 29: 2016-2020 年明阳智能新增装机容量及占比 (GW) .....	18
图 30: 2017-2020 年对明阳智能的销售额及营收占比 (百万元元) .....	18
图 31: 公司主要客户.....	19
表 1: 公司产品介绍.....	4
表 2: 风电补贴政策变更.....	8
表 3: 风电建设规划.....	9
表 4: 各基地“十四五”规划 (万千瓦) .....	9
表 5: 2010 与 2020 年成本变化对比.....	10
表 6: 华润电力苍南 1#海风项目风力发电机组 (含塔架) 投标情况.....	11
表 7: 中广核象山涂茨海上风电场风机采购招标情况.....	11
表 8: 风电领域制动器空间测算.....	13
表 9: 业绩测算.....	20
表 10: 可比公司估值 (亿元) .....	20

## 1. 公司简介：工业制动器龙头，盈利能力优秀

### 1.1. 产品系列丰富，应用领域不断拓展

公司是国内工业制动器龙头，是较强自主创新能力的工业制动器专业生产商和工业制动系统解决方案提供商。公司最早成立于1992年，主要从事工业制动器及其控制系统的研发、设计、制造和销售，现已拓展至向航空军工、风电、轨交等领域。产品大量广泛应用于港口、轨道交通、风力发电、冶金、矿山及建筑机械、水利电力工程、船舶及海洋重工、石油钻采等行业，并大量配套出口到全球92个国家和地区。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网、天风证券研究所

现在公司主营业务主要包括工业制动器、航空工装及零部件、金属铸管件业务等。1) 工业制动器细分为港机制动装置、风力发电机制动装置、起重机械制动鼓装置、冶金及矿山机械制动装置、建筑工程机械制动装置、水利及电力工程制动装置、船舶及海上重工制动装置；2) 航空工装细分为工装型架、工装模具、工装夹具，航空零部件细分为发动机机匣、反推装置；3) 金属铸管件细分为阀门、管件、连接器等。

表 1：公司产品介绍

具体产品	产品图示	产品介绍
工业制动器类		<p>公司从事工业制动器业务，产品广泛应用于港口装卸、风力发电、工矿装备、工程建设等，产品为国内同行业技术和质量标杆</p>
军工类		<p>军工类业务分为两块，航空零部件及军机维修，航空零部件主要为机匣和反推：机匣是航空发动机中重要的支撑和承力部件，其内部安装有主轴、叶片和各种连接附件等；反推主要用于飞机减速的装置。</p>

金属铸件类

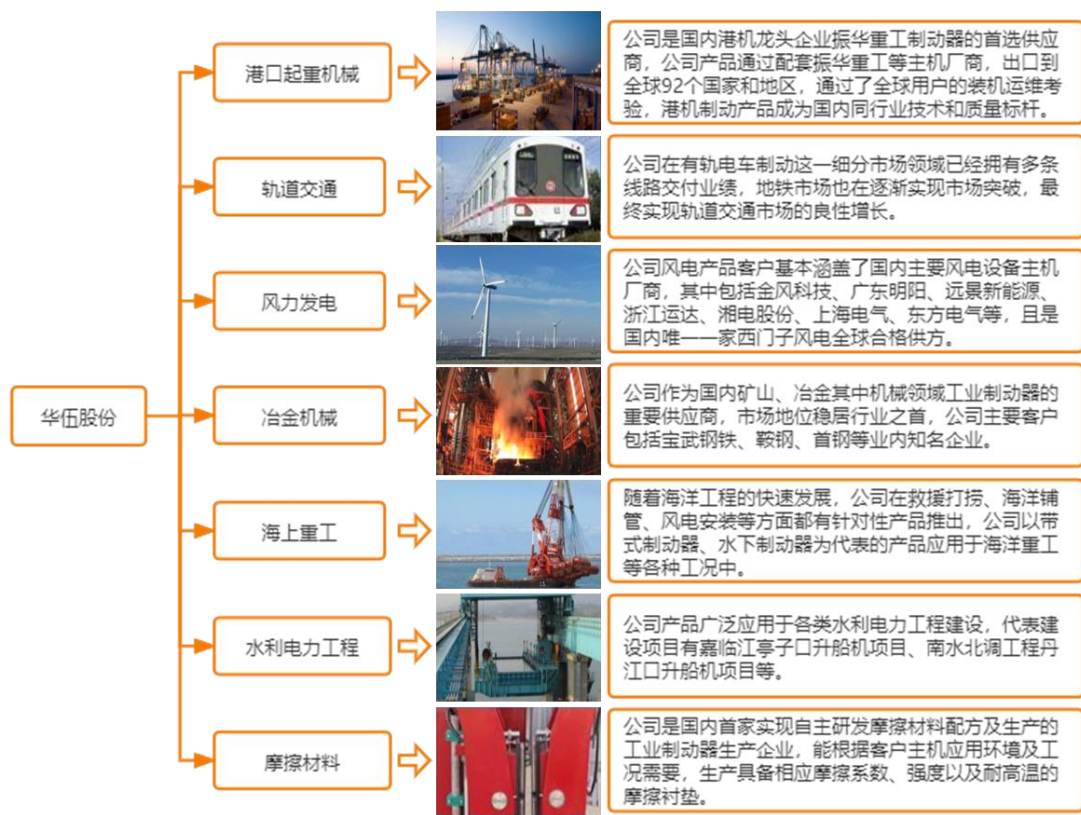


阀门、管件等产品作为重要的管网建设产品，广泛应用于市政工程建设、电力、石化、核电、石油、天然气输送管道等国民经济各领域和水利、城市等基础设施建设。

资料来源：公司官网、金贸流体官网、公司年报、天风证券研究所

公司是目前国内生产规模大、产品品种全、行业覆盖面广，并具备较强自主创新能力的工业制动器专业生产商和工业制动系统解决方案提供商，是我国工业制动器现有多项行业标准的第一起草单位。公司制动器产品应用领域主要涉及港口、冶金等起重运输机械领域、风电新能源领域、轨道交通、摩擦片等领域。

图 2：公司工业制动器主要领域



资料来源：公司年报、天风证券研究所

**开拓军工业务，提高企业竞争力。**公司积极投身“军民融合”发展浪潮，先后于 2016 年和 2018 年收购四川安德科技 100%股权和长沙天映 51%股权，把握军用航空高端装备制造行业的发展黄金期，优化公司自身产业布局，实现工业制动器领域与航空领域的双引擎发展。其业务主要包括航空工装及零部件和军机维修两部分：

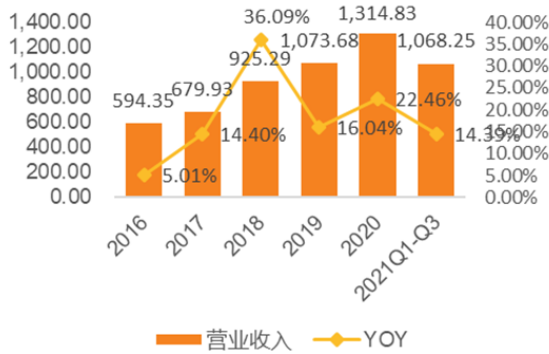
- **航空工装及零部件业务：**安德科技立足航空领域，致力于各类航空工艺装备、发动机零部件的研发和制造，主要产品包括工装、模具、发动机反推、机匣等。安德科技已取得二级保密资格单位证书、武器装备科研生产许可证、装备承制证书、武器装备质量管理体系认证证书等系列证书。
- **军机维修：**长沙天映主要从事航空装备、飞机试验和维修检测保障设备等的研发和制造。长沙天映已取得三级保密资格证书、武器装备科研生产许可证、武器装备质量管理体系认证、装备承制单位注册证书，是中航工业主要主机厂所的合格供应商，在多个业务领域有广泛的业务合作。

此外，公司积极探索多元化，布局金属铸管件业务。公司于 2013 年对芜湖市金贸流体科技股份有限公司增资扩股，目前持有公司 43.99% 股份。金贸流体为新三板上市企业，主要从事球墨铸铁、特种材质金属管件、快速连接器、阀门等各类流体工程产品的研发、生产和销售，产品主要运用领域为民用水利管网建设。

## 1.2. 公司业绩稳定增长，净利率提升明显

**公司业绩保持稳定增长。**公司营业收入逐年增加，由 2016 年的 5.94 亿元增加至 2020 年的 13.15 亿元，年复合增长率为 21.96%；2018 年由于对环宇园林股权回购款采取单项计提大额坏账准备金 1.6 亿，以及对华伍轨交上海公司股权形成的商誉计提减值准备 588 万元，导致该年归母净利润波动较大，但除 2018 年外归母净利润逐年增加，由 2016 年的 0.46 亿元增加至 2020 年的 1.64 亿元，年复合增长率为 37.17%。

图 3：2016-2021 年三季度营业收入（百万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

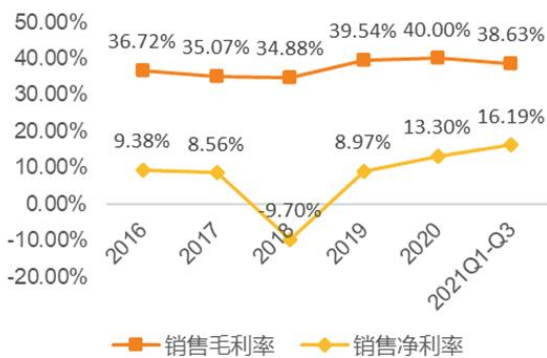
图 4：2016-2021 年三季度净利润（百万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

**公司盈利能力优秀且保持提升。**公司历年毛利率维持在 30% 以上，在 2020 年达到 40%，净利率除 2018 年的特殊情况外都在 8% 以上，并在 2019 年开始逐年增加，于 2021 年三季度达到 16.19%。ROE 和 ROA 除 2018 年特殊情况外逐年增长，2020 年 ROE 增长至 12.02%，ROA 增长至 6.41%。

图 5：2016-2021 年三季度毛利率与净利率



资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：2016-2021 年三季度 ROE 与 ROA

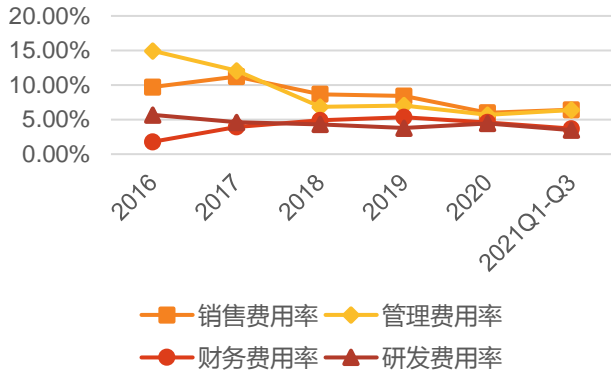


资料来源：wind、天风证券研究所

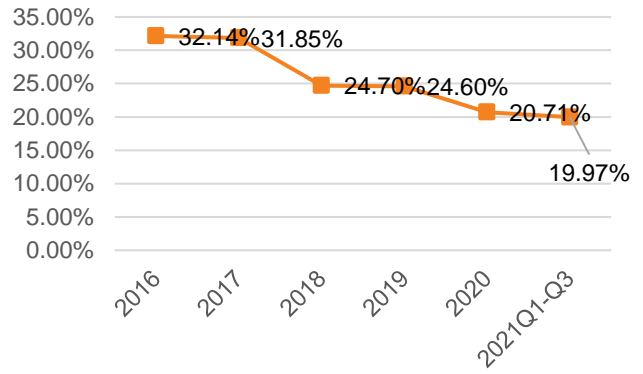
公司近年来费用管控效果显著，期间费用率逐年降低，从 2016 年的 32.14% 逐渐降到 2021 年第三季度的 19.97%。具体来看，其中管理费用率与销售费用率降幅比较明显，2016 到 2021 三季度区间内管理费用率下降 8.55pct，销售费用率下降 3.29pct。

图 7：2016-2021 年三季度各项费用率对比

图 8：2016-2021 年三季度期间费用率



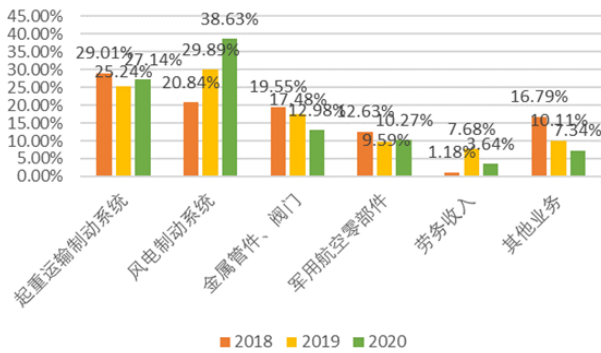
资料来源：wind、天风证券研究所



资料来源：wind、天风证券研究所

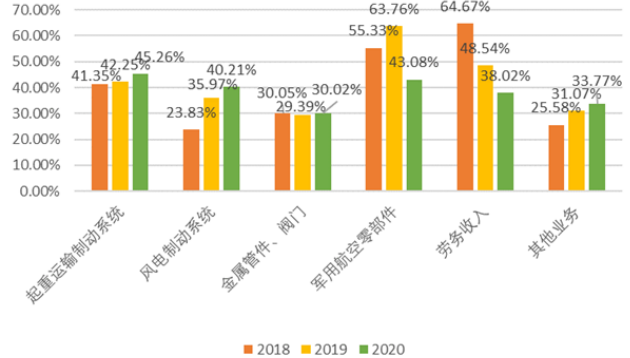
**风电业务重要性凸显。**公司主营业务包括起重运输装置、风电制动系统、金属管件和阀门、军用航空零部件等，其中风电制动系统营收占比逐年提升，从 2018 年的 20.84% 增加到 2020 年的 38.63%，在公司各项业务中占比最大，其毛利率也呈现逐年增加的状态，当前该业务已成为公司主要收入来源。

图 9：2018-2020 年各业务营收占比



资料来源：wind、天风证券研究所

图 10：2018-2020 年各业务毛利率



资料来源：wind、天风证券研究所

### 1.3. 股权结构稳定，激励计划绑定核心人员

公司董事长聂景华为公司实控人，其身为高级经济师也具备丰富的行业经验，1992 年聂景华创办了公司的前身丰城市起重厂并担任厂长。截至 2022 年 2 月 28 日，直接持有公司 14.82% 的股份，通过江西华伍科技投资有限责任公司间接持有公司 1.85% 股份，合计持有 16.67% 股份，同时大股东聂璐璐为公司的副总经理，为聂景华之女，二者为一致行动人关系，公司股权结构较稳定。

图 11：公司股权结构



资料来源：wind、天风证券研究所

股权激励计划有利于绑定公司核心技术人员，保障长远发展。公司从 2015 年至今共实施了两次员工持股计划：

- 2015 年 5 月公司实施第一期员工持股计划，本次员工持股计划持有的公司 15,275,040 股股票，占公司总股本的 4.03%，非公开发行股票的价格为 9.32 元/股，并对其办理了锁定，于 2019 年 5 月 20 日办理完毕解除限售。
- 2019 年 7 月公司实施了第二期员工持股计划，本次员工持股计划的股票来源为本公司回购专用账户，受让价格为 5.80 元/股，2021 年 3 月 8 日公司回购专用证券账户所持有的 7,323,646 股股票已非交易过户至“江西华伍制动器股份有限公司—第二期员工持股计划”专用证券账户。

## 2. 行业分析：风电、军工行业 $\beta$ 优异，双领域高增

### 2.1. 风正帆扬，风电制动器需求高增

#### 2.1.1. 风电远不止抢装！“十四五”期间有望年均增长超 50GW

陆风补贴逐步取消，开始平价上网；海风补贴退坡力度较小，潮间带受影响最大。2019 年 5 月国家发改委下发《关于完善风力发电上网电价政策的通知》，明确规定了陆风和海风的电价政策：1) 2018 年底之前核准的陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019 年 1 月 1 日至 2020 年底核准的陆上风电项目，2021 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴。自 2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。2) 对 2018 年底前已核准的海上风电项目，如在 2021 年底全部机组完成并网的，执行核准时的上网电价；2022 年及以后全部机组完成并网的，执行并网年份的指导价。

表 2：风电补贴政策变更

项目节点	陆风		海风	
	2019 年核准，2021 年底前并网	2020 年核准，2021 年底前并网	2019 年核准	2020 年核准
指导价	1~IV 类资源区每千瓦分别 0.34 元、0.39 元、0.43 元、0.52 元	1~IV 类资源区每千瓦分别 0.29 元、0.34 元、0.38 元、0.47 元	每千瓦时 0.8 元(潮间带参考所在资源区陆风电价)	每千瓦时 0.75 元(潮间带参考所在资源区陆风电价)

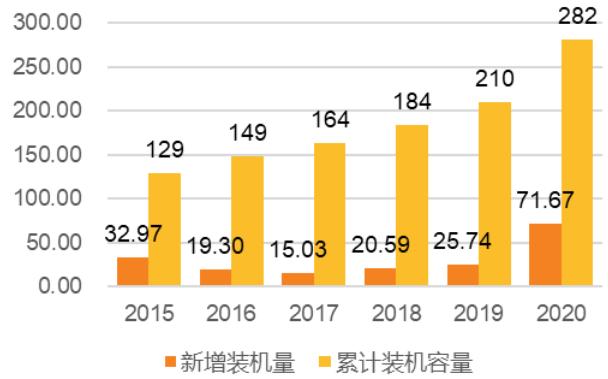
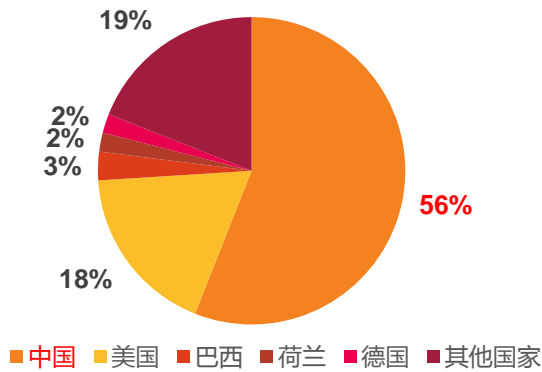
资料来源：发改委、天风证券研究所

政策加速了存量项目的建设，造成了 2020 年的抢装潮。政策中“2018 年底之前核准的陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴”一条明显加速了 2018 年底之前核准的存量项目的建设进度，2020 年我国新增风电装机容量 52GW（其中陆上风电新增装机容量 48.94GW，海上风电新增容量 3.06GW）超过 2018 年与 2019 年国内新增风电装机容量之和，同时，2020 年新增装机容量占全球总新增量 56%，居于全球第一。在风电向平价上网时代逐步靠近的过程中，政策补贴很大程度上地拉动了装机容量的增长。

图 12：2020 年中国风电新增装机容量占全球比例

图 13：2016~2020 年中国风电新增与累计装机容量（GW）





资料来源：GWEC、天风证券研究所

资料来源：GWEC、天风证券研究所

但风电行业的发展远不止受益于政策的补贴，我们从规划、成本、招标情况三个角度去判断，认为 2020 年至 2021 年的抢装潮不会是行业增速的顶点，在中长期内风电仍然拥有持续扩张的发展空间，“十四五”期间的年均增长装机容量有望超 50GW：

### 1、规划角度：

1) 在 2020 年的气候雄心峰会上，习总书记提出要在 2030 年风光总装机量达到 1200GW，是 2020 年底的累计装机容量的两倍有余（2020 年底光伏累计装机达到 252.5GW，风电累计装机达到 281.72GW，风光累计装机总容量 534GW）；2) 根据《风能北京宣言》，“十四五”期间保证年均新增装机 50GW 以上，以 2020 年的累积装机容量 282GW 来计算，2025 年累计装机容量将不低于 532GW；3) 根据全球能源互联网发展合作组织，2025 年风电装机将达到 5.36 亿千瓦，约占电源装机总量的 18.2%，其对应年均新增装机容量也略超 50GW。

表 3：风电建设规划

时间	会议	主要内容
2020 年 12 月	气候雄心峰会	2030 年非化石能源要占可再生能源一次能源消费的 25%，其中风电、太阳能发电总装机量是 12 亿千瓦以上。
2020 年 10 月	北京国际风能大会	“十四五”期间保证年均新增装机 50GW 以上。2025 年后，中国风电年均新增装机容量应不低于 60GW，到 2030 年至少达到 8 亿千瓦。
2020 年 7 月	中国能源转型与“十四五”电力规划研究	2025 年风电装机 5.36 亿千瓦，其中海上风电装机约 3000 万千瓦，约占电源装机总量的 18.2%。

资料来源：北极星电力网、光伏资讯、华夏能源网、天风证券研究所

具体来看，“十四五”规划在东北、华北、西北、西南等地区规划了九大清洁能源基地和五大海风基地，囊括了 17 个省份，各省份都规划了大规模的“十四五”期间新能源项目建设计划，其中宁夏、河北、黑龙江等北方省份的风电规划容量较大。根据国家能源局新能源和可再生能源司司长表示，到“十四五”末可再生能源的发电装机占我国电力总装机的比例将超过 50%。

表 4：各基地“十四五”规划（万千瓦）

基地	省份	光伏	风电	十四五期间规划
松辽清洁能源基地	辽宁	981	400	风电 3.3GW，光伏 1.5GW
	吉林	577	338	达到新能源装机 3000 万千瓦
	黑龙江	686	318	-
冀北清洁能源基地	河北	2274	2190	新增风电 2026 万千瓦、光伏 3210 万千瓦

基地名称	省份	2010年装机 (万千瓦)	2020年装机 (万千瓦)	新增项目/目标
黄河几字弯清洁能源基地	内蒙古	3786	1237	新增新能源项目 5000 万千瓦以上
	宁夏	1377	1197	新增风电 450 万千瓦、光伏 1400 万千瓦
河西走廊清洁能源基地	甘肃	1373	982	新增风光合计 2645 万千瓦
黄河上游清洁能源基地	青海	843	1601	2030 年风光装机 1 亿千瓦以上
新疆清洁能源基地	新疆	2361	1266	-
金沙江上游清洁能源基地	四川	426	191	建成风光装机容量各 1000 万千瓦
雅砻江流域清洁能源基地	贵州	580	1057	发电装机突破 1 亿千瓦
金沙江下游清洁能源基地	云南	881	393	建设新能源项目装机规模累计 2590 万千瓦
广东海上风电基地	广东	564	797	底海风装机容量达到 1800 万千瓦
福建海上风电基地	福建	486	202	到 2030 年底海风装机容量达到 300 万千瓦以上
浙江海上风电基地	浙江	186	1517	新增风电装机 450 万千瓦以上，主要为海风
江苏海上风电基地	江苏	1547	1684	底风电总装机达到 2600 万千瓦
山东海上风电基地	山东	1795	2272	风电装机达到 2500 万千瓦

资料来源：中国储能网、天风证券研究所

## 2、成本角度：

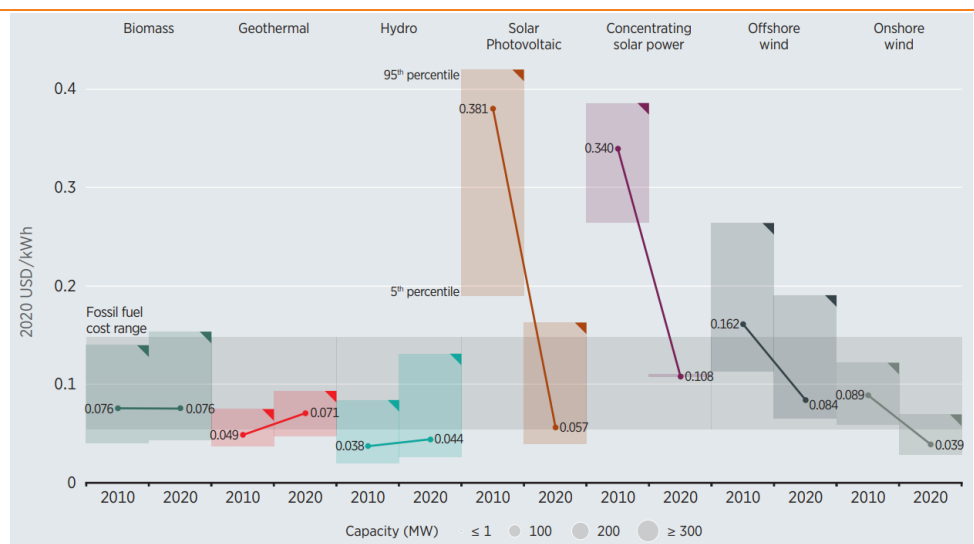
**风电平准化度电成本大幅下降，陆风已实现平价，海风存在空间。**过去 10 年，陆上风电、海上风电的总安装成本分别下降 31%和 32%，平准化度电成本分别下降 56%和 48%，降幅明显。美元汇率以 6.371 计，则 2020 年陆风的度电成本为 0.25 元，成为各类新能源发电的最低水平，海风的度电成本为 0.54 元，目前仍高于陆风和光伏。

表 5：2010 与 2020 年成本变化对比

	总安装成本 (\$/KW)			利用率 (%)			平准化度电成本 (\$/KWh)		
	2010 年	2020 年	同比	2010 年	2020 年	同比	2010 年	2020 年	同比
生物能源	2619	2543	-3%	72	70	-2%	0.076	0.076	0%
地热能	2620	4468	71%	87	83	-5%	0.049	0.071	45%
水力	1269	1870	47%	44	46	4%	0.038	0.044	18%
光伏	4731	883	-81%	14	16	17%	0.381	0.057	-85%
聚光太阳能	9095	4581	-50%	30	42	40%	0.34	0.108	-68%
陆风	1971	1355	-31%	27	36	31%	0.089	0.039	-56%
海风	4706	3185	-32%	38	40	6%	0.162	0.084	-48%

资料来源：国际可再生能源署 (IRENA)、天风证券研究所

图 14：陆风已实现平价，海风成本下降明显

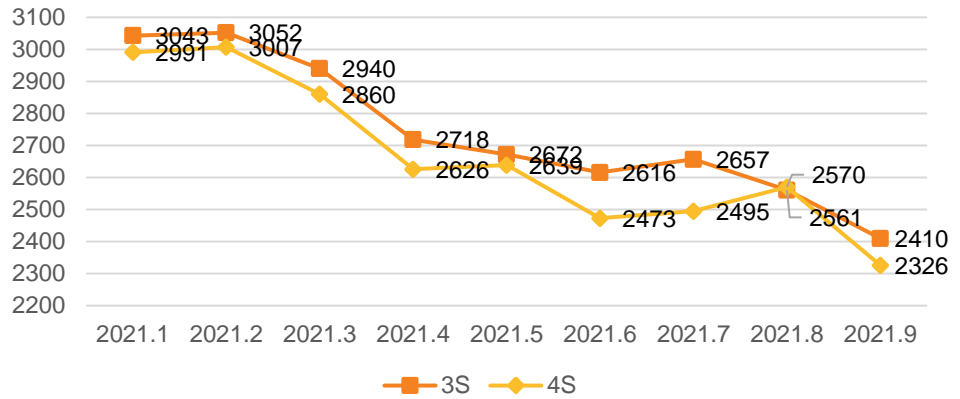


资料来源：国际可再生能源署 (IRENA)、天风证券研究所

招标价格持续下降，风电降本趋势保持。

- 陆风方面：2021年9月，3S级别机组的全市场整机商参与的投标均价为2,410元/千瓦，相比2021年年初降幅达21%；4S级别机组的全市场整机商参与的投标均价为2,326元/千瓦，相比2021年年初降幅达22%。

图 15：3S、4S 机组月度公开投标市场均价（元/KWh）



资料来源：金风科技官网、天风证券研究所

- 海风方面：据北极星风力发电网统计的2020年21个海上风电机组公开招标项目，其平均单机价格约为7095元/KW。而2021年11月中广核象山涂茨海上风电场风机采购开标，共5家整机商参与投标，最低报价为中国海装，投标折合单价为4061元/KW，所有投标人平均单价为4563元/KW。2021年10月华润电力苍南1#海上风电项目风机(含塔架)采购项目开标，共5家整机商参与投标，最低报价为中国海装，投标折合单价为3830元/kW，所有投标人平均单价为4352元/KW。海风机组价格较2020年已有较为明显的下降，降幅接近3000元/KW。

表 6：华润电力苍南 1#海风项目风力发电机组（含塔架）投标情况

序号	投标人	投标报价（万元）	单价（元/KW）
1	电气风电	200800	5020
2	明阳智能	180736	4518
3	远景能源	191880	4797
4	中国海装	162440	4061
5	东方风电	176720	4418

资料来源：风电财经、天风证券研究所

表 7：中广核象山涂茨海上风电场风机采购招标情况

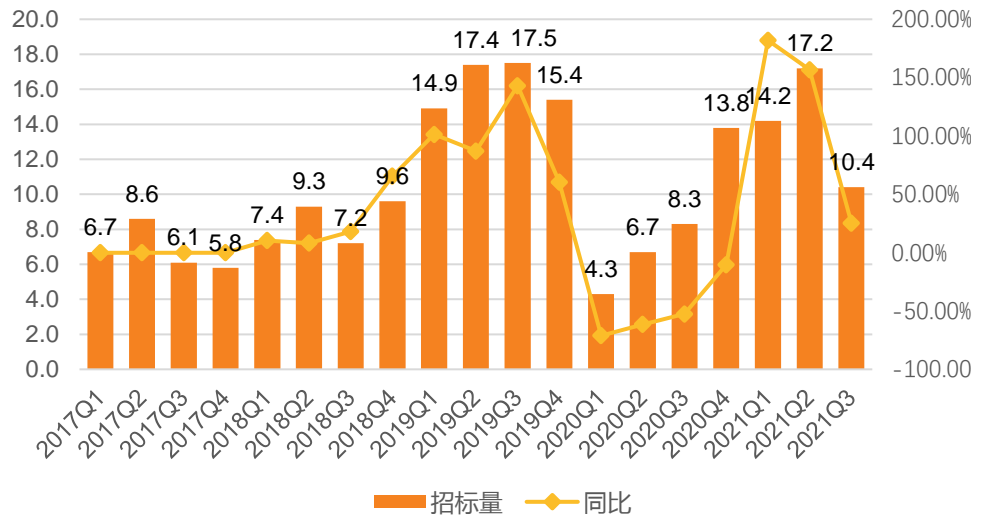
序号	投标人	投标报价（万元）	单价（元/KW）
1	电气风电	127400	4550
2	远景能源	128240	4580
3	中国海装	107240	3830
4	东方电气	134400	4800
5	云大股份	111544	3998

资料来源：风电财经、天风证券研究所

3、招标情况角度：

在此之前的2019年是国内招标高峰期，这是因为风电的建设周期一般为1~2年，2019年招标的项目基本可以在2020年底前完成并网享受国补。2021年前三季度，国内公开招标市场新增招标量41.9GW，比去年同期增长了115.1%，相较于在风电抢装潮影响下的2019年前三季度高峰招标量的49.8GW也几乎持平，风电的发展进度并没有在抢装的热情褪去后有所衰减。

图 16: 国内公开招标量情况 (GW)

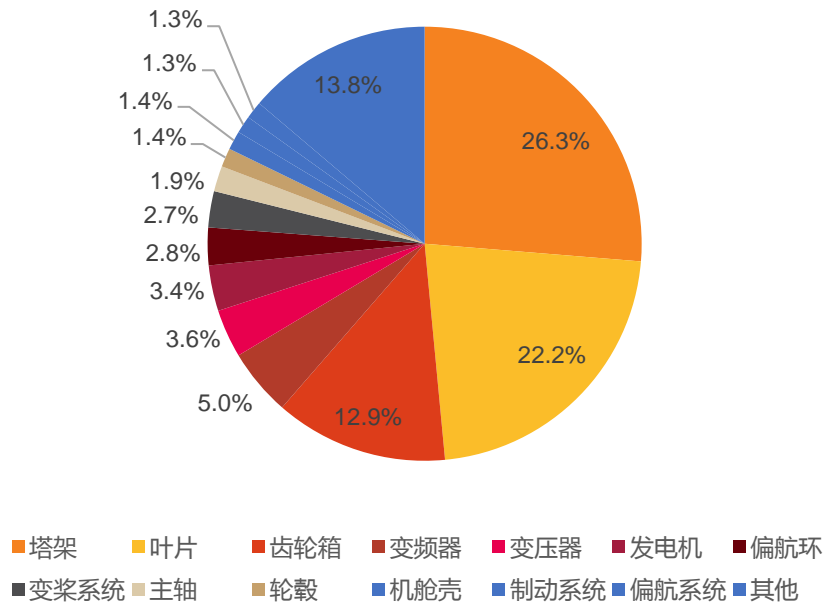


资料来源: 金风科技官网、天风证券研究所

### 2.1.2. 制动器占风电成本比例较小，大型化下价值量提升

制动器仅占整机成本的 1%-2%。根据中国产业信息网，在包含塔架的情况下，风电制动器在风电整机造价中占比仅为 1.32%，不包含塔架时比例在 1.8%左右，整体价值量占比较小，所以我们认为并非风机降本的主要环节，在降本环境下压力不大。

图 17: 风电整机成本结构



资料来源: 产业信息网、天风证券研究所

风机大型化趋势下，制动器单位价值量有望提升。风机越大单台风机对制动器的需求数量也会提升，比如 3MW 的风机需要 6~7 台制动器，而 5MW 的风机可能就需要 9~10 台。同时单个制动器的价格也有所上升，比如海上风机离岸远，维护费用高，作业工况复杂，防湿防潮防漏油等性能要求更高，所以对应产品价格更高。

“十四五”期间新增风电制动器空间百亿元。根据前文表述，十四五期间年均新增装机容量至少在 50GW，累计至少 250GW 的新增量，其中根据各大海风基地的规划，海风合计新增容量在 50GW 左右。同时，根据目前最新的招标价格，陆风风机以 2300 元/KW 的价

格计算，海风风机以 4000 元/KW 的价格计算（海风尚未实现平价以略低于目前招标价格计算），陆风中制动器价值占比以 1.8%计算，海风由于功率较大，价值占比以 2.0%计算风电领域制动器的合计新增空间超 100 亿。

表 8：风电领域制动器空间测算

	陆风	海风
十四五新增 (GW)	200	50
风机价格 (元/kw)	2300	4000
制动器占比	1.8%	2.0%
新增空间 (亿元)	82.8	40
合计新增空间 (亿元)	122.8	

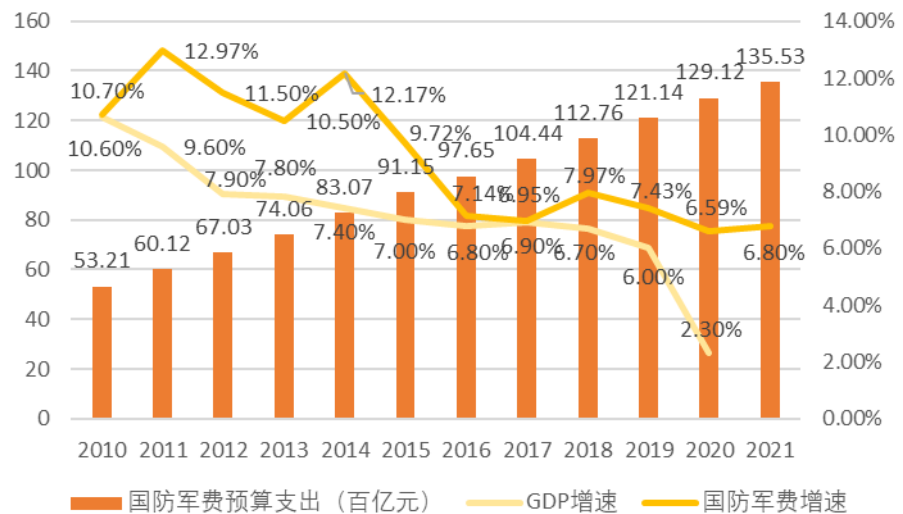
资料来源：北极星电力网、中国储能网、产业信息网、风电财经等、天风证券研究所

## 2.2. 军机面临升级换代，新机型配套工装企业利好

“十四五”规划建议指出，要加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一，加快军队机械化、信息化、智能化融合发展。党的十九大以来，逐步形成了从 2027 年实现建军一百年奋斗目标，到 2035 年基本实现国防和军队现代化，再到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队的战略安排的“三步走”蓝图。

**国防军费投入持续增加。**近 10 年我国国防预算支出逐年增长，2021 年中国军费支出为 13553.43 亿元人民币，比 2020 年增长 6.8%，国防预算增速也一直高于我国 GDP 增速。

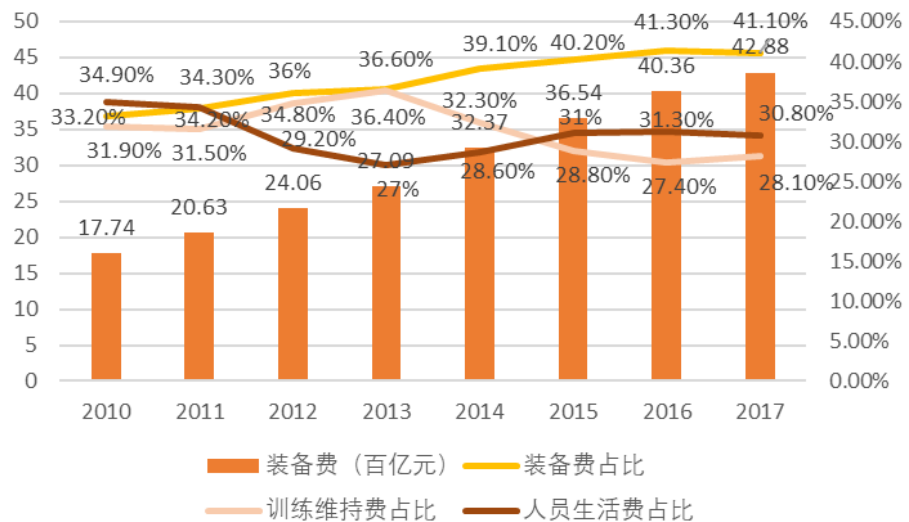
图 18：2010-2020 年我国国防预算支出及 GDP 增速对比



资料来源：wind、天风证券研究所

**武器装备费所占军费比例持续增加。**我国国防费支出主要由人员生活费、训练维持费和武器装备费三部分组成。2010 年三项费用各自占国防军费的比例分别为 34.9%/31.9%/33.2%，基本上各占 1/3，近年来装备费逐年增加，到 2016 年武器装备费达到四千亿元，占比提升至 41%，远高于另外两项支出，2017 年继续小幅增加。

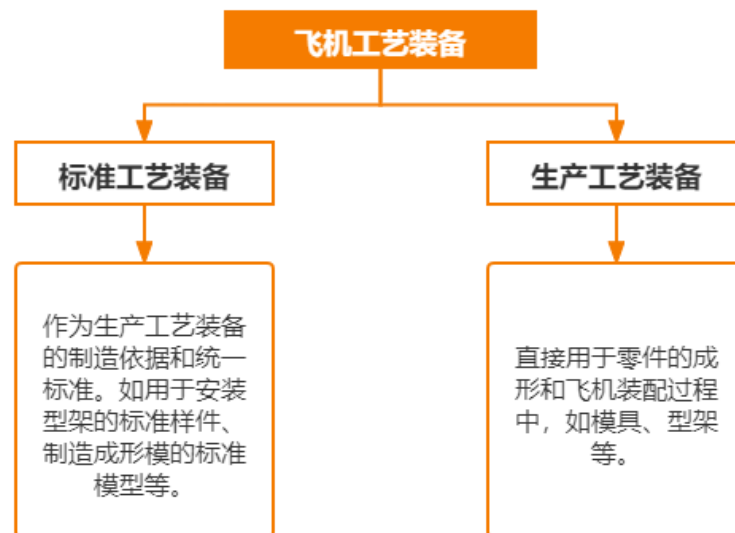
图 19：2010-2017 年我国武器装备费及其他费用占比



资料来源:《新时代的中国国防》、天风证券研究所

**工装是保证航空产品质量的关键产品。**工艺装备简称“工装”，飞机工艺装备是指飞机制造国产所需的夹具、模具、量具和工位器具的总称。飞机工艺装备是飞机制造的必备装备，由于航空产品是一种高技术、多学科的复杂产品，品种多、批量小，针对不同的零件、组合件、部件使用专用工装。飞机工艺装备可以分为标准工艺装备和生产工艺装备两种。

图 20: 飞机工艺装备的分类



资料来源:《飞机工艺装备模块化设计技术研究》-马强、天风证券研究所

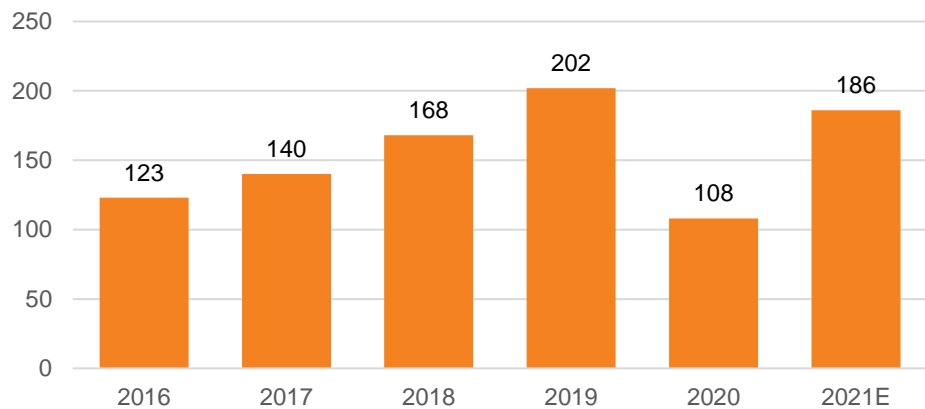
**工装成本约占总成本 20%~30%。**工装的设计、制造周期一般占航空新产品研制周期的 40% 左右，工装的成本占总成本的 20%~30%左右。在西方国家歼击机机体的研制过程中，工装的费用占总研制经费（约近 10 亿美元）的 16.5%-19.5%。如苏-27 飞机全机采用的工装总数约达 61881 项，其中标准工装约有 687 项，生产用工装约为 61194 项。在 MD-82 飞机生产中，原麦道公司采用的工装种类繁多、数量巨大、总数高达 135000 项。

在当前国内外环境下，航空企业必须能够快速响应国内外形势的要求，在短时间内生产出所需要的产品。这就要求航空企业中的工装必须能够满足不断变化的航空产品的需求，敏捷、快速的满足航空产品生产的要求。

**工装市场回暖，21 年民用市场近 200 亿。**根据 e-works 数据，2016-2019 年，我国民用航空工装市场规模从 123 亿增至 202 亿元，受全球疫情影响，2020 年市场规模有所下滑。

根据中商产业研究院预测，2021 年我国民用航空工装市场规模可达 186 亿元。

图 21：2016-2021 年我国民用航空工装市场规模（亿元）



资料来源：e-works、中商产业研究院、天风证券研究所

**机匣是重要的承力部件，结构各异、加工复杂。**发动机是飞机的“心脏”，机匣是航空发动机的重要零件之一，它是整个发动机的基座，是航空发动机上的主要承力部件，其外形结构复杂，不同的发动机、发动机不同部位，其机匣形状各不相同。由于航空发动机机匣具有各种复杂形状的凸台和型腔等集合特征结构，而且机匣在壁厚方面变化较大，对加工提出了很高要求。

图 22：发动机风扇机匣示意图



资料来源：航空制造网、天风证券研究所

**反推装置为关键减速装置，但目前依赖进口。**反推装置的原理是利用导流板使发动机喷气的方向发生偏转，从而给飞机产生一个向后的力，使飞机在着陆滑跑过程中尽快地减速。反推装置市场集中度较高，主要被奈赛、赛峰短舱、柯林斯航空系统等国外企业占据，壁垒较高，且研发周期长，市场进入难度较大，欧洲地区反推装置市场几乎处于垄断。根据新思界产业研究中心发布的《2021-2026 年中国反推装置行业应用市场需求及开拓机会研究报告》显示，在 2020 年全球反推装置市场需求量约为 5600 套，对应约 17.8 亿美元，预计到 2025 年或将突破 8000 套，达到 20 亿美元以上。

图 23：反推装置示意图



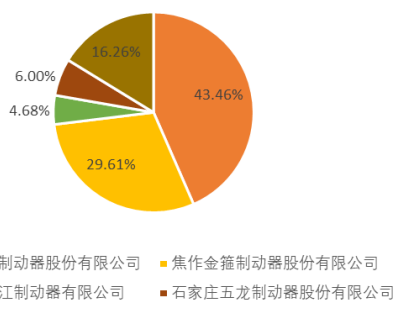
资料来源：飞商网、天风证券研究所

### 3. 核心竞争力：龙头地位稳固，业务拓展打开天花板

#### 3.1. 竞争优势明显，积极开拓海外市场

公司是工业制动器龙头企业，市场占有率约 45%。据《中国重型机械工业年鉴（2017）》统计，制动器行业排名前 4 位企业基本占据了制动器产品市场 80%左右的份额，而仅华伍股份的市占率就有 43.46%，利润总额比第二到第四企业的总和还多，其在产品的技术水平、研发能力、市场占有率方面有明显优势。根据公司近期公告，目前风电制动领域整体市占率约 45%，市场份额保持稳定，与 2017 年保持一致。

图 24：2017 年国内工业制动器竞争格局



资料来源：《中国重型机械工业年鉴》、天风证券研究所

图 25：2017 年制动器行业主要企业主营业务收入和利润情况

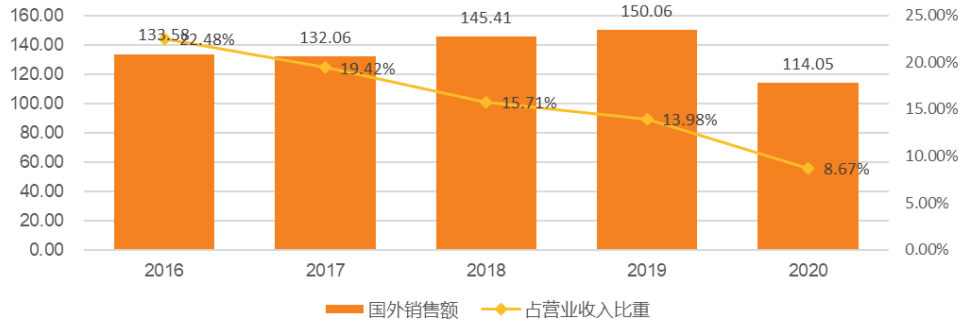
企业名称	主营业务收入 (万元)	利润 (万元)
江西华伍制动器股份有限公司	38777.1	2009.67
焦作金箍制动器股份有限公司	26418.78	1036.00
焦作市长江制动器有限公司	4178	486.00
石家庄五龙制动器股份有限公司	5350	232.00

资料来源：《中国重型机械工业年鉴》、天风证券研究所

公司的海外业务在不断拓展。2019 年公司收购了瑞士福尔卡摩擦片有限公司 90%股权，扩大在轨道交通、工业制动摩擦材料等领域具备的优势，并以此为平台，建设海外研发能力，提升全球品牌影响力，积极拓展海外市场。公司还在风力发电领域，向西门子歌美飒、Nordex、GE 等海外客户提供样机，推进产品认证等相关工作，还与西门子歌美飒签订了小批量供货订单，初步取得海外风机制动器市场的突破。公司的国外销售额基本保持上涨的趋势，但在 2020 年受到海外疫情的影响，收入产生些许波动。

图 26：2016-2020 年公司国外销售额（百万元）

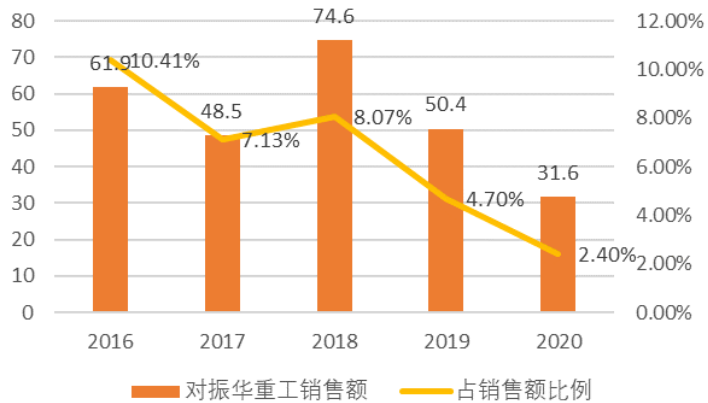




资料来源: wind、天风证券研究所

**绑定港机振华重工，传统领域保发展。**全球港机龙头企业振华重工是公司的股东之一，同时公司也是振华重工制动产品的供应商，2010 年对振华重工的销售额占营收比例达到 24.22%，公司初期对振华重工的高销售比例是公司成为制动器龙头的根基，但目前振华重工的销售份额逐步下降，而公司制动器业务整体营收逐步增长，意味着其他领域多点开花。

图 27: 2016-2020 年对振华重工的销售额及营收占比 (百万元)

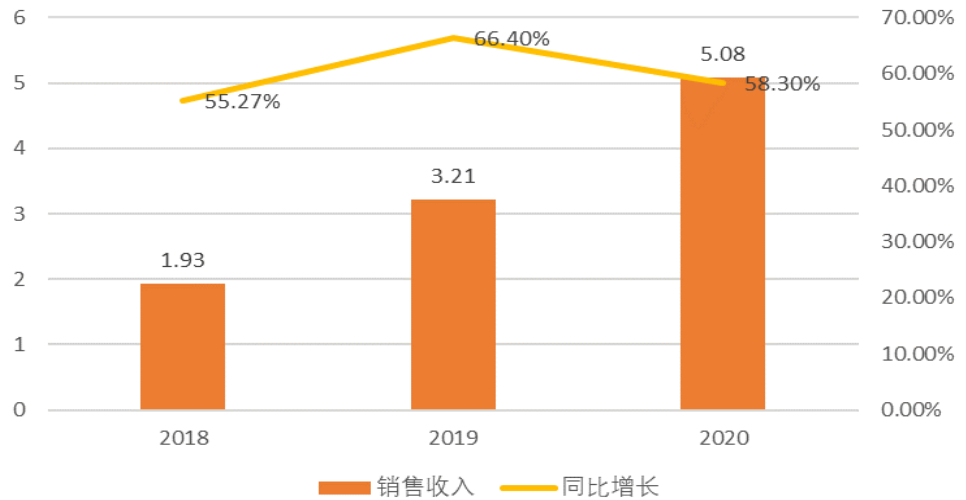


资料来源: wind、天风证券研究所

### 3.2. 风电业务需求增加，带动业绩增长

**积极布局大兆瓦产品，保障龙头地位。**公司风电制动器产品广泛运用于风力发电主机制动系统中，在风电制动器领域，公司已达到国际先进水平，公司风电偏航制动在全国范围内保持市场领先地位。公司在国内风电市场销售连续 3 年大幅增长，年复合增长率达到 62.24%。2020 年公司国际风电市场开始取得一定突破，获得西门子歌美飒风机制动器订单，为未来海外市场的开拓打下一定基础。针对海上风电大兆瓦风机的发展趋势，结合金风科技 8MW、明阳风电 5.5MW、7MW、湘电股份 5MW、4MW 等海上机型主机的技术要求，开发了相应规格的主轴制动器、偏航制动器和液压销定销，已经实现批量销售。

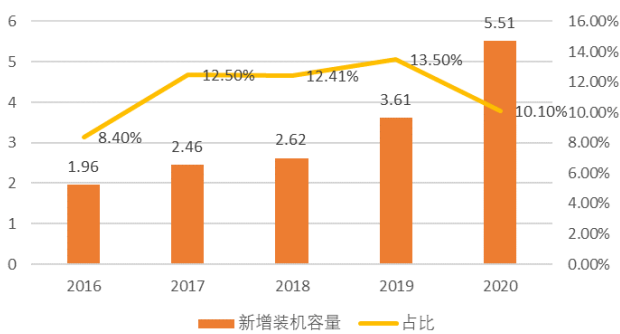
图 28: 公司 2018-2020 年风电制动器销售额 (亿元)



资料来源: wind、天风证券研究所

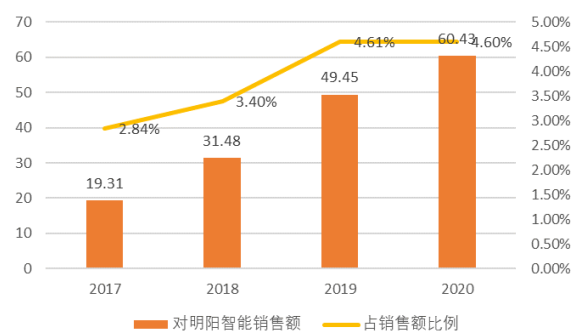
身为全球海上风电创新排名第一位的明阳智能连续多年均是公司的前五大客户，其主营业务包括新能源高端装备、兆瓦级风机及核心部件的开发设计、产品制造、运维服务、新能源投资运营，其每年新增装机容量逐年增加，客户对风电制动器的订单量创新高，对其销售额也呈现逐年增长态势，到 2020 年公司对其销售额达 0.6 亿元，占总营收 4.6%。

图 29: 2016-2020 年明阳智能新增装机容量及占比 (GW)



资料来源: 《中国风电吊装容量统计简报》、天风证券研究所

图 30: 2017-2020 年对明阳智能的销售额及营收占比 (百万元)



资料来源: wind、天风证券研究所

### 3.3. 航空军工蓄势待发，有望成为新的业绩增长点

**长沙天映：为数不多的军民飞机维修服务商。**在军用无人机领域，随着我国军用无人机近年来的快速发展，其在数量和技术的不提升，会涉及到子系统的改型升级，因此军机维修市场广阔。控股子公司长沙天映是国内目前少数具有军机维修资质的民营企业，同时也是“贵飞联合体”的核心成员单位，其主要从事航空装备、飞机试验和维修检测保障设备等的研发和制造，过去几年中积累了某型无人机的维修经验，作为从事军机维修的专业企业，长沙天映将充分受益行业发展需求。

**安德科技：掌握核心技术，工装及航空零部件的重要供应商。**军用航空发动机领域一直以来被称作工业皇冠上的明珠，是军机价值构成中占比最高的一部分，在国产发动机性能稳定性和寿命仍有提高空间，我国航空发动机产业仍是处于需求空间非常广阔的阶段。公司全资子公司安德科技主要业务为工艺装备、航空发动机机匣及反推等部件和零件的研发和制造，在军用航空零部件制造领域有着良好的口碑和扎实的研发实力，是成飞公司、航发科技等知名企业的重要供应商。在发展过程中主要立足复材工装、钛合金工装、型架，参与诸多型号工装设计制造，为客户设计制造复材工装（成型/胶接/自动铺丝），钛合金工装（热拉伸模/热压模、焊接/时效/机加夹具），装配型架。安德科技主打的某大型涡扇发动机机匣及反推装置市场需求将有望放量增长，同时依托丰富的工艺装备经验，积极布局新型涡扇发动机及机身等市场的配套业务，未来将受益于成飞、航发科技、西飞等主机厂规模不断扩张带来的发展机遇。

### 3.4. 客户积累浑厚，巩固市场地位

公司技术创新这一核心竞争力的优势，离不开公司拥有的稳定的优质客户群的支持：

- 公司以重型装备领域为代表的工业制动技术和产品的主要客户包括振华重工、中国宝武钢铁集团有限公司、中联重科股份有限公司、三一重工股份有限公司、太原重型机械（集团）制造有限公司、大连重工起重集团有限公司等业内知名企业，并配套振华重工的港口机械产品出口到全球 70 多个国家和地区的大型港口。
- 风电产品客户基本涵盖了国内主要风电设备主机厂商，其中包括金风科技、广东明阳、远景新能源、浙江运达、湘电股份、上海电气、东方电气、国电联合动力等，且是国内唯一一家西门子风电全球合格供方。
- 轨道交通制动系统的主要客户为中国中车集团。
- 公司军工业务方面有着较好的客户资源优势，安德科技及长沙天映密切跟踪军工主机厂重点型号产品配套研发，经过多年发展，和大型主机厂建立长期牢固的合作关系，形成了军工主机厂的优质客户资源。

图 31：公司主要客户



资料来源：wind、天风证券研究所

### 4. 盈利预测与估值

公司目前的主要业务为制动器类（含风电、港机、工程机械等领域）、军工类（含航空零部件及飞机维修）、金属管材等业务，我们根据公司业务布局及历史业绩情况做出估计：

- 1) **制动器类：**受益于风电行业景气值，风电制动系统为公司制动器类业务的主要增量，起重运输制动系统根据绑定的客户情况将维持稳定缓步发展。因此假设 21-23 年，起重制动系统对应收入分别为 4.10、4.72、5.43 亿元，风电制动系统对应收入分别为 5.50、7.00、8.50 亿元。
- 2) **军工类业务：**飞机面临换代需求，子公司安德科技的工装业务将受益于配套机型，因此预计 21-23 年，军用航空零部件业务对应收入分别为 1.20、2.10、3.80 亿元，劳务收入（含军机维修）业务对应收入分别为 0.62、0.75、0.82 亿元。
- 3) **金属管件及阀门业务：**此业务预计保持稳定，但受到钢材价格影响，预计短期内毛利率率会受到影响。预计 21-23 年，此业务增速以 5% 增速增长，对应收入分别为 1.79、1.88、1.98 亿元

基于此，预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 14.28 亿、17.61 亿、21.81 亿，YOY 为 8.60%、23.36%、23.81%；归母净利润分别为 2.32 亿、3.01 亿、4.18 亿，YOY 为 41.18%、29.52%、39.12%，对应 PE 27X、21X、15X。

表 9：业绩测算

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入（百万元）	925	1,074	1,315	1,428	1,761	2,181
YOY		16.04%	22.46%	8.60%	23.36%	23.81%
毛利率		22.39%	22.48%	38.40%	39.55%	41.06%
<b>起重运输制动系统</b>						
收入（百万元）	268	271	357	410	472	543
YOY		0.97%	31.63%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率		42.25%	45.26%	45.00%	45.00%	45.00%
<b>风电制动系统</b>						
收入（百万元）	193	321	508	550	700	850
YOY		66.40%	58.30%	8.27%	27.27%	21.43%
毛利率		35.97%	40.21%	36.00%	36.50%	37.00%
<b>金属管件、阀门</b>						
收入（百万元）	181	188	171	179	188	198
YOY		3.74%	-9.04%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率		29.39%	30.02%	23.00%	26.00%	30.00%
<b>军用航空零部件</b>						
收入（百万元）	117	103	135	120	210	380
YOY		-11.86%	31.16%	-11.14%	75.00%	80.95%
毛利率		63.76%	43.08%	55.00%	55.00%	55.00%
<b>劳务收入</b>						
收入（百万元）	11	83	48	62	75	82
YOY		658.27%	-42.01%	30.00%	20.00%	10.00%
毛利率		42.25%	45.26%	45.00%	45.00%	45.00%
<b>其他业务</b>						
收入（百万元）	155	109	96	106	117	128
YOY		-30.11%	-11.17%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率		31.07%	33.77%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：wind、天风证券研究所

根据公司主营业务，我们选取立足于风电行业的设备公司恒润股份和大金重工、军工行业中军及零部件精密加工的爱乐达作为可比公司，2021 年可比公司 PE 平均值为 38.37X。我们看好公司的核心竞争力，因而选择 2021 年 38.37X 作为目标估值，目标市值 89.02 亿元，上涨空间为 48.60%，对应目标价为 21.19 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值（亿元）

代码	股票	净利润			总市值		PE	
		20201231	2021231	20221231	2022/3/3	20201231	2021231	20221231
002487.SZ	大金重工	4.65	6.39	8.59	230.82	49.64	36.12	26.89
603985.SH	恒润股份	4.63	4.78	6.42	148.74	32.11	31.10	23.17
300696.SZ	爱乐达	1.37	2.51	3.68	120.24	87.92	47.89	32.65
	平均值	3.55	4.56	6.23	166.60	56.56	38.37	27.57
300095.SZ	华伍股份	1.64	2.32	3.01	59.90	36.53	25.82	19.90

资料来源：wind、天风证券研究所（除华伍股份外采用 wind 一致预期）

## 5. 风险提示

1、**原材料价格波动风险**：公司原材料成本中，钢材、铸铁等成本所占比例较高，原材料

价格的波动对公司生产成本的影响较大。原材料价格波动对公司生产成本控制产生了一定的影响，也将给公司的生产成本和经营成果的稳定性带来一定的影响。

- 2、**商誉减值风险：**前期公司先后完成全资收购安德科技、控股收购长沙天映，在公司的合并资产负债表中形成较大的商誉。但如果标的公司未来经营出现不利变化，则存在商誉减值的风险，将会对公司当期的损益造成不利影响。
- 3、**风电建设进度不及预期：**根据双碳目标和“十四五”规划，风电等新能源行业未来发展空间较大，风电在“十四五”期间的年新增装机规模有望超 50GW。但若政策规划出现变更、风机大型化进度不及预期、成本下降缓慢等因素出现会影响风电行业的建设进度，公司风电领域业务会受到影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	144.48	351.09	1,877.20	1,520.40	2,350.44	营业收入	1,073.68	1,314.83	1,427.86	1,761.42	2,180.74
应收票据及应收账款	760.36	783.48	218.15	320.07	285.70	营业成本	649.18	788.88	879.54	1,064.72	1,285.36
预付账款	40.99	38.68	90.27	59.64	106.77	营业税金及附加	11.27	12.97	14.28	17.61	21.81
存货	438.99	511.17	319.51	686.06	527.89	营业费用	90.44	78.75	91.38	110.97	135.21
其他	59.73	96.84	64.58	87.77	98.96	管理费用	75.70	74.83	85.67	105.69	130.84
<b>流动资产合计</b>	<b>1,444.55</b>	<b>1,781.25</b>	<b>2,569.71</b>	<b>2,673.94</b>	<b>3,369.75</b>	研发费用	40.69	58.58	49.98	61.65	76.33
长期股权投资	19.89	19.88	19.88	19.88	19.88	财务费用	57.33	60.21	36.12	16.56	14.19
固定资产	372.53	359.57	367.63	374.72	366.76	资产减值损失	(1.49)	(23.09)	(5.00)	5.00	5.00
在建工程	75.39	93.34	92.01	103.20	91.92	公允价值变动收益	1.70	1.74	1.70	1.70	1.70
无形资产	165.00	158.12	148.22	138.32	128.43	投资净收益	(0.83)	0.14	1.00	1.00	1.00
其他	470.50	499.93	446.65	463.18	469.18	其他	39.88	58.55	(5.40)	(5.40)	(5.40)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,103.30</b>	<b>1,130.85</b>	<b>1,074.39</b>	<b>1,099.31</b>	<b>1,076.17</b>	<b>营业利润</b>	<b>109.82</b>	<b>203.29</b>	<b>278.59</b>	<b>381.92</b>	<b>514.71</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,547.85</b>	<b>2,912.11</b>	<b>3,644.11</b>	<b>3,773.25</b>	<b>4,445.92</b>	营业外收入	0.69	2.07	2.00	2.00	2.00
短期借款	588.48	650.25	300.00	300.00	300.00	营业外支出	0.75	4.06	0.70	0.70	0.70
应付票据及应付账款	212.33	298.28	342.04	414.06	499.86	<b>利润总额</b>	<b>109.75</b>	<b>201.30</b>	<b>279.89</b>	<b>383.22</b>	<b>516.01</b>
其他	260.36	285.44	492.37	319.87	575.95	所得税	13.41	26.42	36.39	49.82	67.08
<b>流动负债合计</b>	<b>1,061.17</b>	<b>1,233.97</b>	<b>1,134.41</b>	<b>1,033.93</b>	<b>1,375.81</b>	<b>净利润</b>	<b>96.35</b>	<b>174.88</b>	<b>243.50</b>	<b>333.40</b>	<b>448.93</b>
长期借款	79.20	76.10	100.00	100.00	100.00	少数股东损益	18.14	10.52	11.45	32.84	30.78
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>78.21</b>	<b>164.36</b>	<b>232.05</b>	<b>300.56</b>	<b>418.15</b>
其他	32.13	62.41	67.68	54.07	61.39	每股收益(元)	0.19	0.39	0.55	0.72	1.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>111.33</b>	<b>138.51</b>	<b>167.68</b>	<b>154.07</b>	<b>161.39</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,172.50</b>	<b>1,372.48</b>	<b>1,302.09</b>	<b>1,188.00</b>	<b>1,537.19</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	163.23	172.44	183.89	216.73	247.51	<b>成长能力</b>					
股本	378.71	378.71	420.09	420.09	420.09	营业收入	16.04%	22.46%	8.60%	23.36%	23.81%
资本公积	579.79	579.79	1,117.93	1,117.93	1,117.93	营业利润	-243.86%	85.11%	37.04%	37.09%	34.77%
留存收益	880.52	1,037.46	1,738.03	1,948.42	2,241.13	归属于母公司净利润	-178.66%	110.16%	41.18%	29.52%	39.12%
其他	(626.90)	(628.77)	(1,117.93)	(1,117.93)	(1,117.93)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,375.35</b>	<b>1,539.63</b>	<b>2,342.01</b>	<b>2,585.24</b>	<b>2,908.73</b>	毛利率	39.54%	40.00%	38.40%	39.55%	41.06%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,547.85</b>	<b>2,912.11</b>	<b>3,644.11</b>	<b>3,773.25</b>	<b>4,445.92</b>	净利率	7.28%	12.50%	16.25%	17.06%	19.17%
						ROE	6.45%	12.02%	10.75%	12.69%	15.71%
						ROIC	8.16%	11.94%	14.89%	39.53%	31.70%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率	46.02%	47.13%	35.73%	31.48%	34.58%
净利润	96.35	174.88	232.05	300.56	418.15	净负债率	46.59%	29.17%	-58.41%	-39.46%	-63.81%
折旧摊销	57.22	57.06	63.17	71.62	79.14	流动比率	1.36	1.44	2.27	2.59	2.45
财务费用	57.35	58.52	36.12	16.56	14.19	速动比率	0.95	1.03	1.98	1.92	2.07
投资损失	0.83	(0.14)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(267.74)	(24.01)	1,011.42	(582.59)	483.20	应收账款周转率	1.49	1.70	2.85	6.55	7.20
其它	112.14	43.67	13.15	34.54	32.48	存货周转率	2.68	2.77	3.44	3.50	3.59
<b>经营活动现金流</b>	<b>56.15</b>	<b>309.99</b>	<b>1,354.92</b>	<b>(160.31)</b>	<b>1,026.16</b>	总资产周转率	0.43	0.48	0.44	0.47	0.53
资本支出	179.14	0.13	54.73	93.61	42.69	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(0.90)	(0.01)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.19	0.39	0.55	0.72	1.00
其他	(303.11)	(109.16)	(115.43)	(174.31)	(93.39)	每股经营现金流	0.13	0.74	3.23	-0.38	2.44
<b>投资活动现金流</b>	<b>(124.87)</b>	<b>(109.04)</b>	<b>(60.70)</b>	<b>(80.70)</b>	<b>(50.70)</b>	每股净资产	2.89	3.25	5.14	5.64	6.33
债权融资	785.26	800.15	509.29	500.22	494.44	<b>估值比率</b>					
股权融资	(63.31)	(62.08)	592.38	(16.56)	(14.19)	市盈率	79.77	37.96	26.88	20.76	14.92
其他	(690.96)	(719.99)	(869.77)	(599.46)	(625.67)	市净率	5.15	4.56	2.89	2.63	2.34
<b>筹资活动现金流</b>	<b>30.99</b>	<b>18.09</b>	<b>231.90</b>	<b>(115.80)</b>	<b>(145.42)</b>	EV/EBITDA	9.72	9.91	13.12	11.32	7.42
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	11.84	11.32	15.75	13.35	8.53
<b>现金净增加额</b>	<b>(37.73)</b>	<b>219.03</b>	<b>1,526.12</b>	<b>(356.81)</b>	<b>830.04</b>						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com