

2021年12月18日

干变龙头，乘“风”而起 买入（首次）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 柴嘉辉

执业证号：S0600521080002

chaijh@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

xiezd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,423	3,000	3,974	5,340
同比(%)	7.9%	23.8%	32.5%	34.4%
归母净利润(百万元)	232	254	376	538
同比(%)	10.3%	9.7%	47.9%	43.1%
每股收益(元/股)	0.60	0.60	0.88	1.26
P/E(倍)	51.43	52.09	35.21	24.60

投资要点

■ **金盘科技是全球干式变压器头部企业，主要面向新能源等中高端市场直销。**公司干式变压器占主营70%以上(2020A)，其他产品含干式电抗器、中低压成套开关、箱式变电站SVG等。2020年三大下游应用新能源(含风电、光伏、电网等)、高端装备(含轨道交通等)、节能环保分别占营收的46%/13%/11%。客户结构优质，公司已与维斯塔斯、西门子歌美飒、GE等国际知名企业，及中国铁路、国家电网&南方电网、上海电气、阳光电源等头部公司建立长期合作。

■ **受益于风机大型化+海风装机提升，干式变压器在国内渗透率快速提升，市场远期空间广阔，且公司具备显著竞争优势，有望维持领先地位。**风机降本压力下，大功率风机+海上风机蓬勃发展，干式变压器凭借运行性能优良、系统综合成本低等优势逐渐成为大功率风机及海风首选方案。海外风电干变以存量市场为主，而国内仍处于起步阶段、渗透率提升空间较大，我们预计到2025年全球风电干变新增市场规模将达82亿元，2021-2025年CAGR达到29%。公司长期绑定西门子歌美飒、GE等全球风电龙头，装机量市占率全球领先。风电领域干变产品壁垒高、格局长期稳固，相比外资对手，公司产品性价比、服务响应更快；内资暂无竞争对手，且风电干变工艺难度高，需要项目经验积淀，国内竞争对手中期难以构成威胁。因此，公司在国内业务拓展中有望复刻海外干变龙头地位。

■ **轨交/节能等下游领域稳增，巩固优势地位，储能/光伏发力伊始，定位中长期发展。**1)公司深耕轨道交通领域多年，中标份额国内领先，公司配套特种干变需求有望随轨交建设稳步增长；节能相关变压器受益于能效管控政策，公司绑定龙头共享红利，份额提升空间大；2)公司成立子公司金盘新能源，重点聚焦光伏EPC领域，分布式&集中式同步发力，截至2020年业务规模和订单金额相对少，但未来可期；抽蓄相关产品自2009年起累计承接订单超亿元、增长较为稳定，电化学储能通过子公司金盘储能布局，有望实现快速增长。

■ **产能加码助力订单消化，数字化赋能精益化制造管理。**2019-2020年公司产能紧张而订单高增长，故加码产能建设，海口/桂林/武汉/上海四大生产基地均有一定程度扩产，我们预计到2022年底干变产能相较2020年同期接近翻番，达到5000万kVA+，支撑近40亿元产值。公司生产交付能力有望显著提升，同时数字化运营助力多品种、小批量柔性化生产，进一步增强公司干式变压器系列产品的竞争力。

■ **盈利预测与投资评级：**因公司风电干变高增、多下游表现较好，我们预计公司2021-2023年归母净利润分别2.54亿元、3.76亿元、5.38亿元，同比分别+10%、+48%、+43%，对应现价(12月17日)PE分别52倍、35倍、25倍。可比公司均是变压器及风电零部件相关头部企业，可比公司2022年PE或2021年PE(TTM)均为40倍及以上。考虑到公司是风电干式变压器全球龙头，国内干变渗透率提升叠加竞争格局优异，2022年给予公司50倍PE作为估值依据，目标价44.0元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格波动，竞争加剧，产能扩张不及预期，中美贸易摩擦风险，客户集中度过高等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.09
一年最低/最高价	14.74/37.68
市净率(倍)	5.54
流通A股市值(百万元)	1124.98

基础数据

每股净资产(元)	5.61
资产负债率(%)	51.34
总股本(百万股)	425.70
流通A股(百万股)	36.18

内容目录

1. 全球干变领先企业，风电领域一枝独秀	4
1.1. 干式变压器领先企业，聚焦三大领域	4
1.2. 市场高举高打，客户结构优质	5
1.3. 经营情况稳健，风电领域结构性高增	6
1.4. 股权结构集中，核心团队稳固	8
2. 国内风电干变渗透率快速提升，公司竞争优势显著	10
2.1. 风机大型化+海风装机增长，带动国内干变渗透率提升	10
2.2. 特种干变格局稳固，金盘竞争优势显著	13
3. 轨交、节能、新能源等领域稳步发展	14
3.1. 轨道交通干变需求稳定	14
3.2. 节能干变受益能效政策，公司绑定龙头共享红利	15
3.3. 布局光伏、储能，接力远期发展	16
4. 产能提量提质，为订单放量保驾护航	17
4.1. 量：加码干变产能，交付压力有望缓解	17
4.2. 质：智能制造排头兵，数字化能力国内领先	18
5. 盈利预测与投资建议	19
6. 风险提示	21

图表目录

图 1: 金盘科技主要产品情况.....	4
图 2: 公司历史沿革.....	4
图 3: 公司研发基地、生产基地、营销位置分布.....	5
图 4: 金盘科技主要客户均为国内外知名企业.....	5
图 5: 2017 年-2021Q1-3 总营收情况.....	6
图 6: 2017 年-2021Q1-3 归母净利润情况.....	6
图 7: 2017-2020 年公司产品结构以干式变压器为主.....	6
图 8: 2018-2020 年公司国内业务占比 80%左右.....	6
图 9: 2017-2020 年公司风能领域干变系列产品及前三大客户营收.....	7
图 10: 2017-2020 年公司分产品毛利率情况.....	7
图 11: 2017-2021Q1-3 公司费用率情况.....	8
图 12: 2017-2021Q1-3 公司现金流情况 (万元).....	8
图 13: 金盘科技股权结构 (截至 2021Q3, 列举部分子公司).....	8
图 14: 全国不同单机容量风电机组新增装机占比.....	11
图 15: 2020 年全国风电新增装机结构 (分单机容量).....	11
图 16: 干式变压器通常用在风机塔内完成升压过程, 以节省线缆用量.....	12
图 17: 公司特种干变前三大客户全球风电装机量市占率约 35% (2020A).....	14
图 18: 2011-2020 年我国城市轨道交通运营线路长度.....	15
图 19: 2017-2019 我国城市轨道交通投资建设情况.....	15
图 20: 公司产品在地铁牵引供电系统中的应用.....	15
图 21: 公司产品在高铁牵引供电系统中的应用.....	15
图 22: 2012-2025 年中国高压变频器市场规模 (含预测).....	16
图 23: 2019 年公司移相整流变压器三大主要客户在国内市场销售额占有率.....	16
图 24: 公司光伏发电占比逐年提升.....	17
图 25: 2019-2020 年公司核心产品产能利用率接近 100%.....	18
图 26: 海口数字化工厂及数据运营中心.....	19
表 1: 2018-2020 年新能源&高端装备&节能环保三大下游板块合计占总营收 60%以上.....	7
表 2: 金盘科技股权激励制度.....	9
表 3: 金盘科技 2021 年股权激励解锁条件.....	9
表 4: 核心管理团队履历.....	9
表 5: 干式变压器与油浸式变压器性能比较.....	11
表 6: 风电干式变压器市场空间规模测算.....	12
表 7: 金盘科技干式变压器产能情况梳理.....	18
表 8: 公司盈利预测拆分 (分产品).....	19
表 9: 可比公司估值 (截至 12 月 17 日).....	21

1. 全球干变领先企业，风电领域一枝独秀

1.1. 干式变压器领先企业，聚焦三大领域

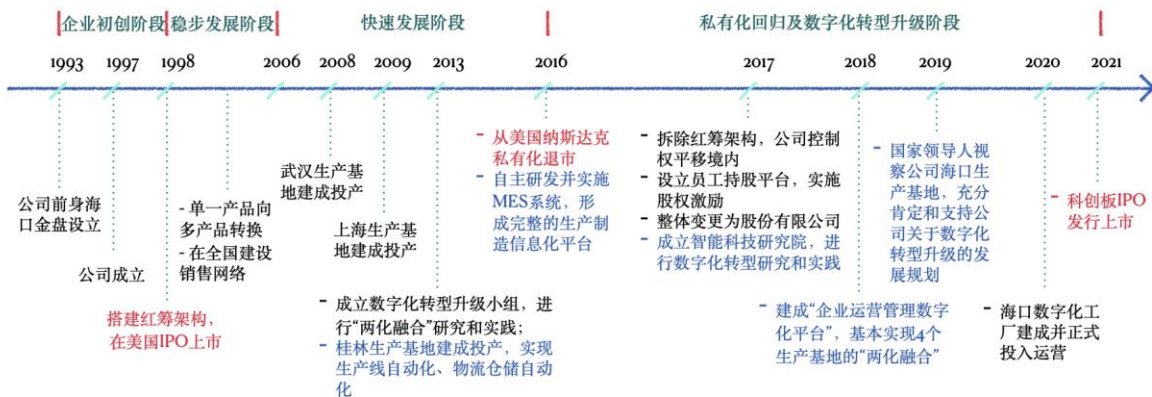
金盘科技主营主要为干式变压器系列产品，是全球干式变压器头部企业之一。海南金盘科技成立于1997年，1998年在美国纳斯达克上市，2016年私有化退市、2017年变更设立股份有限公司，2020年被工信部评为专精特新“小巨人”企业。主要产品以电力一次设备为主，包含干式变压器（主要为特种干式变压器）、干式电抗器、中低压成套开关设备、箱式变电站、一体化逆变并网装置、SVG等。公司产品广泛应用于新能源（含风电、光伏、智能电网等）、高端装备（含轨道交通、海洋工程）、节能环保等中高端市场。

图 1：金盘科技主要产品情况

特种干式变压器	 环氧树脂浇注特种干式变压器	 真空压力浸渍特种干式变压器	标准干式变压器	 环氧树脂浇注标准干式变压器	 真空压力浸渍标准干式变压器
干式电抗器	 环氧树脂浇注干式电抗器	 真空压力浸渍干式电抗器	中低压成套开关设备	 中低压成套开关设备	
箱式变电站	 箱式变电站		电力电子设备	 一体化逆变并网装置	 高压静止式动态无功功率补偿及谐波抑制装置 (SVG)

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 2：公司历史沿革



数据来源：招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

金盘科技研发制造基地、营销网点辐射全国。截至 2021H1，公司在国内拥有海口、桂林、武汉和上海等四大生产和研发基地，在国内重点城市设有 51 个营销网点，辐射全国市场。公司在境外设立墨西哥生产基地及美国研发基地，并设有美国、香港国际营销中心，负责亚太（不含中国）、美洲、欧洲等市场的拓展。

图 3：公司研发基地、生产基地、营销位置分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 市场高举高打，客户结构优质

金盘科技客户包括国际知名企业与国内大型企业，客户粘性强。公司干式变压器系列产品主要面向中高端市场进行直销，2018-2020 年直销占总营收比重在 97%以上。公司在细分行业（尤其是风电）的产品性能、品牌力等具备国际竞争力：1）在风能领域，公司为全球前五大风机制造商的通用电气（GE）、维斯塔斯（VESTAS）、西门子歌美飒（SIEMENS Gamesa）等风电干式变压器的主要供应商之一。2020 年，公司前三大客户、维斯塔斯、西门子、GE 收入合计占总营收达 36%；2）在高效节能领域，公司为国内前五大中高压变频器厂商的西门子、施耐德、东芝三菱电机等移相整流变压器的主要供应商之一。3）此外，公司与中国铁路工程集团、中国铁道建筑集团、中国移动、国家电网 & 南方电网、上海电气、科士达、阳光电源等国内头部企业建立了长期合作关系。

图 4：金盘科技主要客户均为国内外知名企业

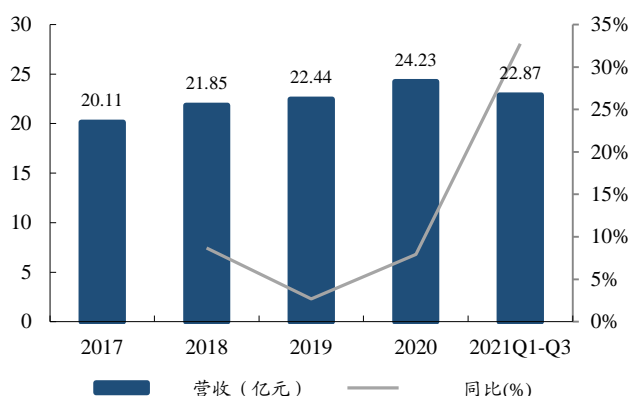


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.3. 经营情况稳健，风电领域结构性高增

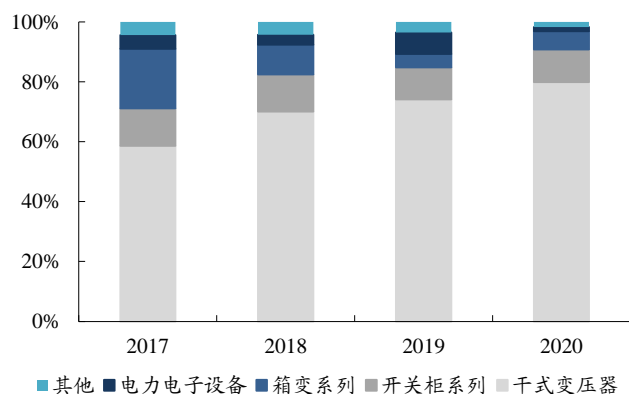
公司产品以干式变压器为主，三大优势板块占比较高。2017-2020 年营业收入/归母净利润 CAGR 分别达 6.4%/55.9%。1) 产品结构方面，2020 年干式变压器（后文简称“干变”）实现营收 18.3 亿元；分下游看，2018-2020 年新能源&轨道交通&节能环保合计占营收 60%+。其中风电领域干变系列产品收入边际高增，2017-2020 年公司风电领域干变系列产品（含干式变压器/电抗器、高低压开关柜等）收入由 2.73 亿元增长至 8.05 亿元，CAGR 达 43.4%；其中，2020 年风电干变出货总金额约 6.31 亿元。因 2020 年国内风机抢装，至 2020 年末公司已承接风电特种干变未发货订单 3.83 亿元，较上一年同期增长 202.2%，由于风电干变订单交付周期通常在半年到一年间，有望为 2021 年带来较大营收增量。2) 海外方面，2020 年海外业务 4.9 亿元，占总营收的 20.3%，基本来自于风电领域干变系列产品的出口，对应客户为维斯塔斯、西门子歌美飒、GE 等。

图 5：2017 年-2021Q1-3 总营收情况



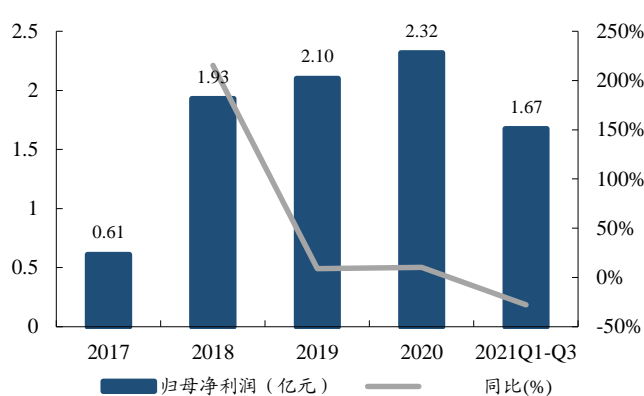
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：2017-2020 年公司产品结构以干式变压器为主



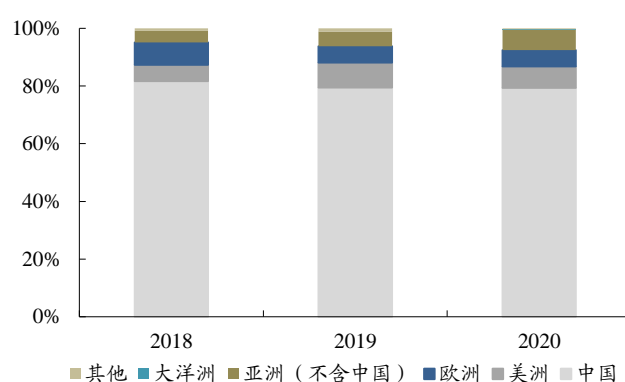
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2017 年-2021Q1-3 归母净利润情况



数据来源：招股说明书，Wind，东吴证券研究所

图 8：2018-2020 年公司国内业务占比 80%左右



数据来源：Wind，东吴证券研究所

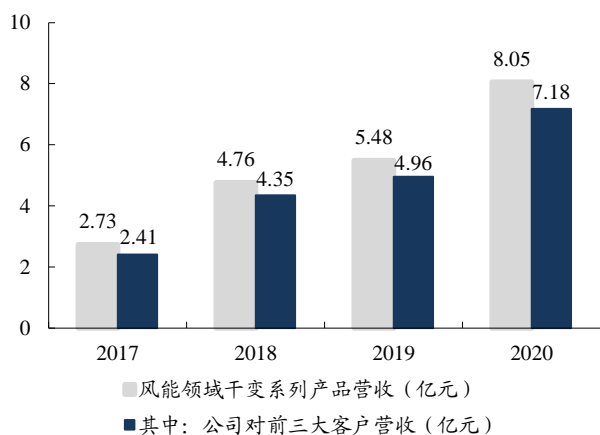
表 1: 2018-2020 年新能源&高端装备&节能环保三大下游板块合计占总营收 60%以上

年份	2018 年		2019 年		2020 年	
下游应用行业	金额 (百万元)	比例	金额 (百万元)	比例	金额 (百万元)	比例
新能源	860.0	39.8%	918.3	41.5%	1100.9	45.6%
其中: 风能	511.7	23.7%	567.9	25.7%	876.9	36.3%
太阳能	289.2	13.4%	296.6	13.4%	183.1	7.6%
智能电网	56.9	2.6%	49.3	2.2%	19.9	0.8%
垃圾发电等	2.2	0.1%	4.5	0.2%	21.1	0.9%
高端装备(轨交为主)	273.9	12.7%	251.1	11.3%	306.9	12.7%
节能环保	185.8	8.6%	245.8	11.1%	267.0	11.1%
工业企业电气配套	252.3	11.7%	223.3	10.1%	302.7	12.5%
其他	590.1	27.3%	574.7	26.0%	436.3	18.1%
主营业务收入合计	2162.2	100.0%	2213.2	100.0%	2413.8	100.0%

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

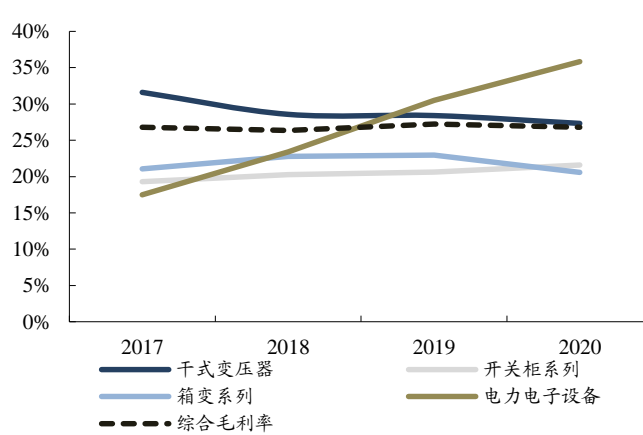
整体毛利率维持在 27% 左右(2017-2020 年), 我们预计风电相关产品因壁垒更高, 毛利率高于整体 3-4pct, 轨交、节能等领域毛利率在均值以下。由于变压器、电抗器等直接材料(如铜、钢)占成本比重超过 80%(2018-2020 年), 故毛利率受上游大宗价格变化有一定波动。2021 年受制于大宗原材料涨价, 而价格端在前期基本锁定, 故毛利有所承压; 我们预计到 2022 年年中, 整体毛利率有望回归 27% 左右合理水平。

图 9: 2017-2020 年公司风能领域干变系列产品及前三大客户营收



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

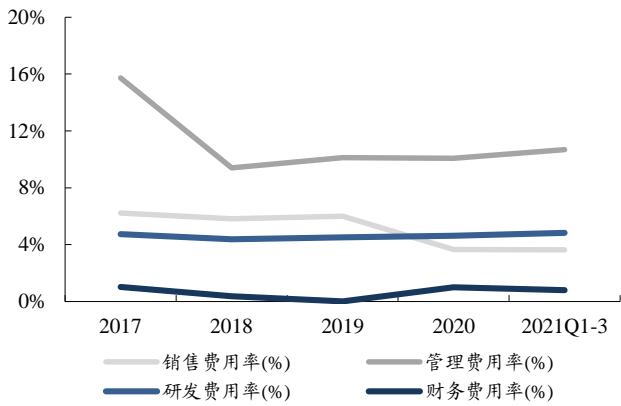
图 10: 2017-2020 年公司分产品毛利率情况



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

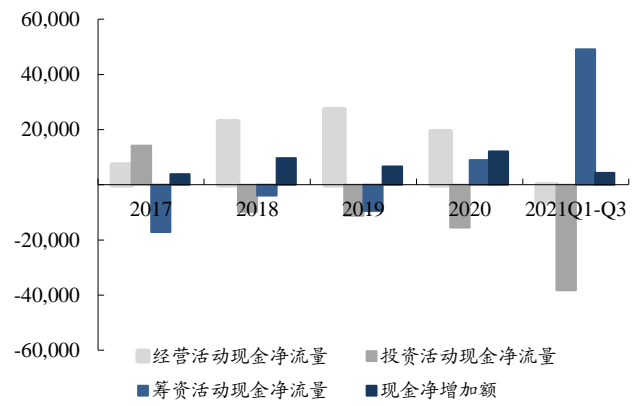
公司费用基本保持稳定, 现金流因大宗涨价备库需求而短期承压。公司面向多行业头部企业直销, 故销售费用率相对较低; 2017 年-2021Q1-3 研发费用率水平为 4%-5%, 投入随产品迭代、品类扩张而稳中有升。现金流方面, 2017-2020 年经营活动现金流均较好, 2021Q1-3 公司业务规模扩大, 为应对原材料涨价而进行了策略性备货, 故消耗较多现金流。

图 11: 2017-2021Q1-3 公司费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 2017-2021Q1-3 公司现金流情况 (万元)

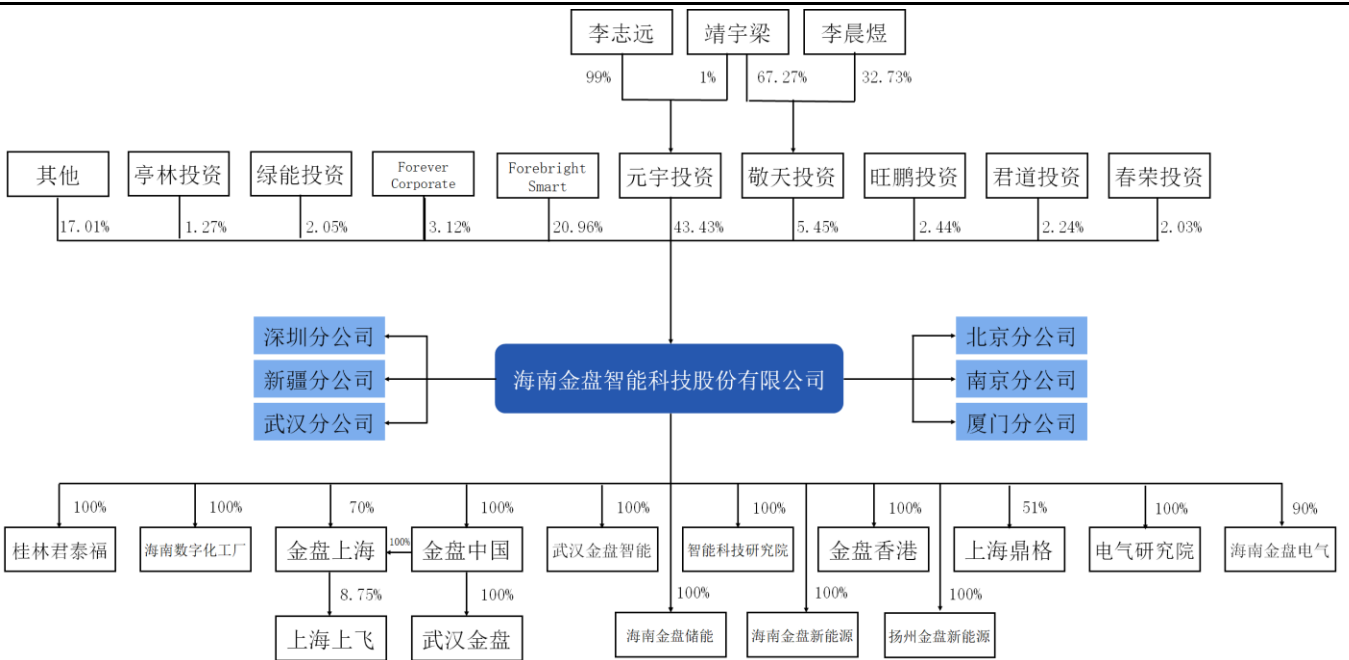


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.4. 股权结构集中, 核心团队稳固

公司股权结构清晰。公司实际控制人李志远通过元宇投资间接控制公司 43.00% 股份, 股权较为集中。子公司中上海鼎格主营工业软件, 对内及对外提供管理、制造等数字化解决方案。

图 13: 金盘科技股权结构 (截至 2021Q3, 列举部分子公司)



数据来源: 公司公告, 招股说明书, 东吴证券研究所

二度实施股权激励计划, 助力公司长期发展。公司于 2017 年通过议案, 推出股权激励计划, 设立旺鹏投资、君道投资、春荣投资三大平台作为持股平台, 共有 142 名管理层及骨干员工通过持股平台, 旺鹏投资、君道投资、春荣投资合计间接持有公司 6.71% 股权 (截至 2021Q3)。2021 年 9 月 24 日公司发布公告, 向激励对象授予限制性股票, 首次拟授予对象 279 人 (占员工总人数 14.38%), 授予价格为 14.02 元/股。此外, 设置

阶梯解锁考核制度——基本的“触发值”+更高的“目标值”。2021-2023 年剔除股份支付费用影响的归母净利润触发值分别为 2.55 亿元/2.78 亿元/3.01 亿元，上述归母净利润触发值对应 2020-2023 年 CAGR 为 9%，目标保守确保行权顺利。

表 2: 金盘科技股权激励制度

时间	基本情况	解锁条件
2017 年	公司共有 142 名管理层及骨干员工通过持股平台旺鹏投资、君道投资、春荣投资合计间接持有公司 6.71% 股权	—
2021 年 9 月	激励计划涉及首次拟授予的激励对象总人数为 279 人, 占公司员工总人数 1940 人 (2021 年 6 月 30 日) 的 14.38%, 授予限制性股票不超过 851.40 万股, 占公司总股本的 2%。	2021-2023 年营业收入目标值: 30.28 亿元/36.34 亿元/43.61 亿元; 触发值: 27.86 亿元/32.71 亿元/37.55 亿元; 2021-2023 年剔除股份支付费用影响的归母净利润目标值: 2.66 亿元/3.01 亿元/3.47 亿元; 触发值: 2.55 亿元/2.78 亿元/3.01 亿元

数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东吴证券研究所

表 3: 金盘科技 2021 年股权激励解锁条件

解锁业绩条件	营业收入 (亿元)			剔除股份支付费用影响的归母净利润 (亿元)			股份支付费用 (假设授予日收盘价为 22.73 元/股, 亿元)				
	2021 年	2022 年	2023 年	2021 年	2022 年	2023 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	
2021.11	目标值	30.28	36.34	43.61	2.66	3.01	3.47	0.089	0.314	0.169	0.070
	YoY		20.01%	20.01%		13.16%	15.28%				
	触发值	27.86	32.71	37.55	2.55	2.78	3.01				
	YoY		17.41%	14.80%		9.02%	8.27%				

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

管理与技术研发团队实力雄厚, 从业履历丰富。公司汇聚输配电及控制设备产品领域优秀人才, 已形成行业领先的管理和技术研发团队。核心管理团队多在公司工作 20 年以上, 凝聚力较强; 公司研发体系完善, 拥有电气研究院、智能科技研究院、上海鼎格等研发平台和各事业部的研发组。截至 2021 年 6 月 30 日, 研发人员为 304 人 (核心技术人员为 12 人), 占总人数 15.7%。

表 4: 核心管理团队履历

姓名	职务	履历
李志远	董事长	1955 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 毕业于广西农学院 (后并入广西大学) 机械专业, 本科学历。曾任广西电力设计院工程师、海南金岛游艇公司总经理、海口市荣达企业公司总经理、副董事长、海口金盘特种变压器厂董事长、金盘变压器厂董事长、

		金盘有限董事长；2017年10月至今，担任公司董事长。
KAIYUSONG	副董事长	1978年出生，澳大利亚国籍，历任光大控股管理服务有限公司高级经理、副总裁、北京宇信科技集团股份有限公司董事；担任Forebright Administration Services Limited 副总裁、执行董事、宇信数据科技有限公司董事；现任公司副董事长。
李辉	董事/总经理	1972年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于沈阳化工大学生产过程自动化专业，本科学历，拥有电气工程高级工程师职称。历任海口子午线轮胎有限公司技术员、金盘变压器厂及金盘有限技术员、技术部经理、技术总监、国内干变事业部总经理、金盘科技副总经理、金盘科技董事兼总经理。此外，兼任海南数字化工厂执行董事、春荣投资执行事务合伙人、海南金盘电气法定代表人、执行董事兼经理。
高赐威	独立董事	1977年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于上海交通大学及意大利都灵理工大学，电气工程专业工学博士。东南大学教授、博士研究生导师、电气工程学院电力经济技术研究所所长，中国电机工程学会会员，IEEE PES 会员等职务。主要研究电力市场与电力监管等方向，主持或主研电力用户智能用电和动态需求侧响应关键技术与示范等国家级，省厅级以及各类企业委托课题等近百项，先后在国内外权威期刊等发表论文 150+，作为发明人获得专利授权 28 项。现任公司独立董事。
杨青	监事会主席	1973年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于中南大学，大专学历，拥有武汉大学工商管理硕士学位，拥有电气工程师、高级经济师职称。历任金盘变压器厂浇注车间主任、金盘有限制造部经理、武汉金盘总经理等职务，现任公司监事会主席。
柳美莲	职工监事	1969年出生，中国国籍，无境外永久居留权，高中学历。历任金盘变压器厂及金盘有限绕线车间副组长、金盘有限装配车间主任；现任公司后勤主管、公司职工监事。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2. 国内风电干变渗透率快速提升，公司竞争优势显著

2.1. 风机大型化+海风装机增长，带动国内干变渗透率提升

当前全球大功率风机技术成熟，凭借成本优势快速替代小功率风机，风电机组单机容量逐年增长。以我国为例，根据 CWEA 统计，2008-2020 年全国新增风电装机平均单机容量从 1.21MW 稳步提升至 2.67MW。从 2008-2020 年新增风电装机容量变化趋势看，单机容量为 2MW 以下机组的新增装机从 2008 年的 91% 占比下降至 2020 年的 1%。单机容量 2-3MW 的机组新增装机占比升至 2020 年的 61%，其中单机容量为 3.0MW 以上

大功率机组 2020 年占比已达 38%。

图 14: 全国不同单机容量风电机组新增装机占比

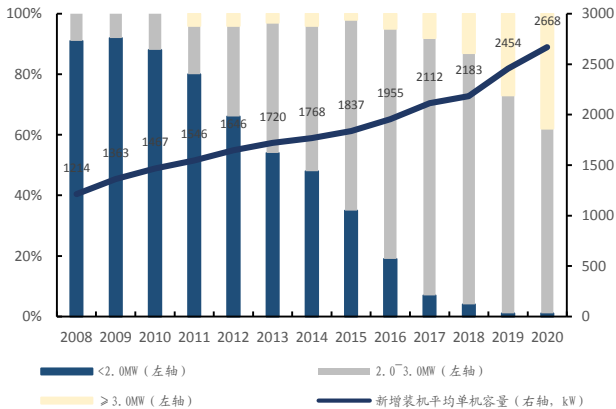
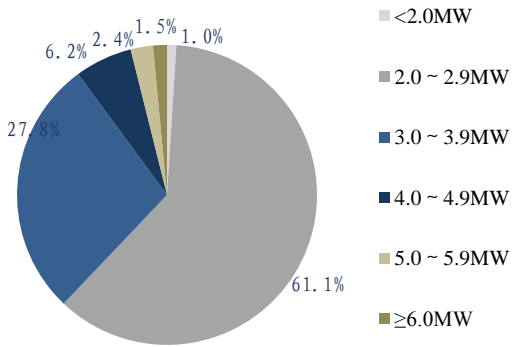


图 15: 2020 年全国风电新增装机结构 (分单机容量)



数据来源: CWEA, 东吴证券研究所

数据来源: CWEA, 东吴证券研究所

运行性能、系统综合成本优势使塔内干变方案成为国内大功率风机首选, 有望逐步替代主流的塔外油变方案。风电专用的变压器利用电磁感应原理, 将风电机组发出来的低电压交流电升至 10kV/35kV 或更高电压等级, 按绝缘及冷却方式分为干式变压器及油浸式变压器。中国风电类型以陆上风电为主, 且 2019 年以前市场主流为小功率风机, 大部分采用配套塔外油浸式变压器方案。而大型风机单机功率更高, 为节约电缆成本和减少功率损失, 需要通过塔内上置变压器的方案提高风机送出电压 (输出功率不变, 高电压意味着更小的电流, 对应更细的塔内电缆)。尽管干式变压器采购价格高于传统油式, 但“干变+细线缆”综合成本低于“油变+粗线缆”, 故干式方案更具备经济性。单机容量 3.0MW 以下陆上风机机组主要使用油浸式变压器, 3.0MW 以上机组则因塔内干式变压器综合成本低、运行可靠性高等优势, 正逐步向干变切换。

海风对产品可靠性要求很高, 干变凭借优异的性能占据核心地位。海上风电因环境恶劣、维护成本高昂的运行特性, 对风机配套变压器提出下述要求: 1) 耐候性要求高。海上盐雾、凝露等环境对变压器有较强腐蚀, 影响绝缘等关键性能指标; 2) 免维护运行。从世界上已有的海上风场如英国的荷斯韦夫、丹麦的 middlegrunden 等风场故障统计信息得知, 海上风电机组的变压器故障占机组总故障的 20%~30%, 是海上风机故障率较高的部件, 而且变压器故障时售后服务难、维护成本大。3) 综合成本低。海风机组为系统成本考虑, 很少将变压器放置在塔筒 10m 外的地方, 通常放置在塔筒内或机舱中。干式变压器具有高可靠性、免维护、阻燃性强等特点, 故在海上风电应用优势同样显著; 油变在塔内易燃, 且难以维护, 一般不适宜用在海风场景。

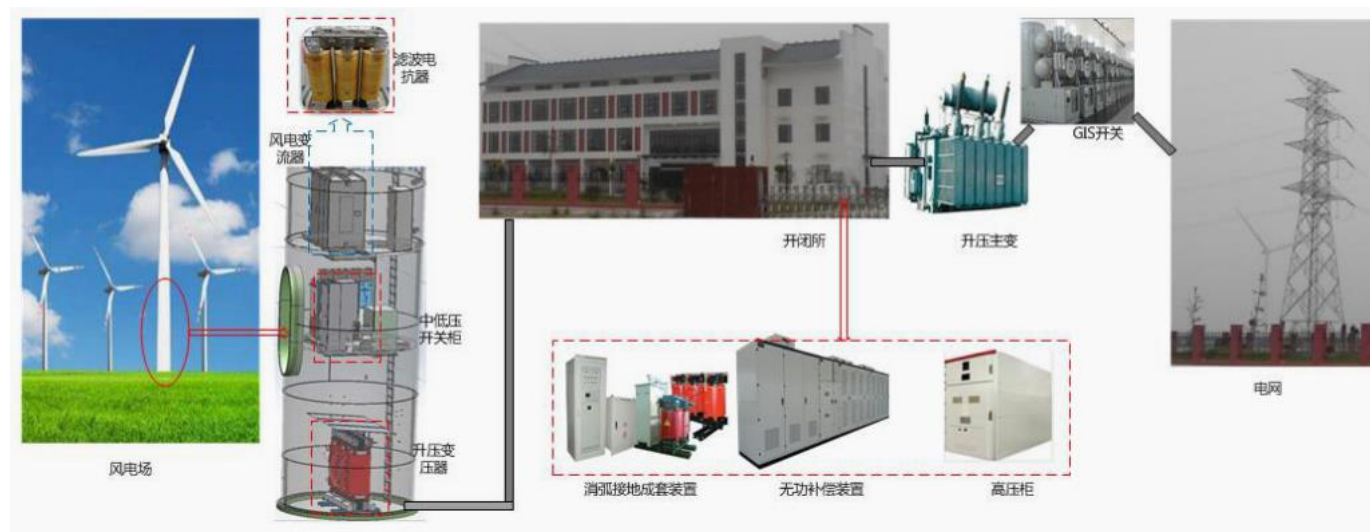
表 5: 干式变压器与油浸式变压器性能比较

项目	干式变压器	油浸式变压器
绝缘介质	环氧树脂、绝缘纸等	变压器油等
冷却方式	自然冷却、风冷、水冷等	油浸自冷、油浸风冷、油浸水冷等
安全性	无油、无污染、难燃阻燃、自熄防火	变压器油可燃、可爆

适用场所	综合建筑内、人员密集区域等安全性能要求更高的场所	独立变电场所等要求远离人群的场所
价格	相对更高	采用普通矿物质油，比干变便宜；采用硅油或植物油，与干变相当

数据来源：招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

图 16: 干式变压器通常用在风机塔内完成升压过程，以节省线缆用量



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

国内大功率风机&海上风电迅速发展，风电领域干式变压器在国内渗透率有望快速提升，而海外稳中略升。全球风电干变行业规模空间广阔，2021-2025 年 CAGR 接近 30%。分海外及国内市场来看：

- 1) 海外存量市场：海外风电起步早、发展成熟，普遍使用干变方案（如公司客户全球风电龙头维斯塔斯、西门子歌美飒等基本所有机型都采用塔内干变）。故假设 2020 年海外风电干变渗透率达 75%、后续以每年 2-3pct 缓慢提升；
- 2) 国内增量市场：受益于国内风机大型化+海上风电迅猛发展，我们假设风电干变渗透率从 2020 年 18%快速提升至 2025 年 90%；
- 3) 全球市场空间：单 GW 干变平均价格为 0.78 亿元（实际价格随机型不同、功率不同略有差异），以价格年降 1%测算，我们预计 2025 年全球风电干式变压器市场空间将达到 85 亿元，2021-2025 年 CAGR 达 29%。其中，国内风电干变市场规模基数小于海外，渗透率提升更快，故 2021-2025 年 CAGR 达 67%。

表 6: 风电干式变压器市场空间规模测算

年份	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
海外风电新增装机量 (GW)	42	40	42	44	47	50
YoY	23.8%	-4.8%	5.0%	4.8%	6.8%	6.4%

干变渗透率	75.0%	78.0%	81.0%	84.0%	86.0%	88.0%
单价(亿元/GW)	0.78	0.77	0.76	0.76	0.75	0.74
海外风电干变市场规模(亿元)	24.6	24.1	26.0	28.0	30.3	32.6
国内风电新增装机量(GW)	72	35	50	55	64	74
YoY	178.7%	-51.4%	42.9%	10.0%	16.4%	15.6%
干变渗透率	18.0%	25.0%	45.0%	70.0%	85.0%	95.0%
单价(亿元/GW)	0.78	0.77	0.76	0.76	0.75	0.74
国内风电干变市场规模(亿元)	10.1	6.8	17.2	29.1	40.8	52.1
风电干式变压器总市场规模(亿元)	34.7	30.8	43.2	57.1	71.0	84.8
YoY		-11.0%	40.1%	32.2%	24.4%	19.3%

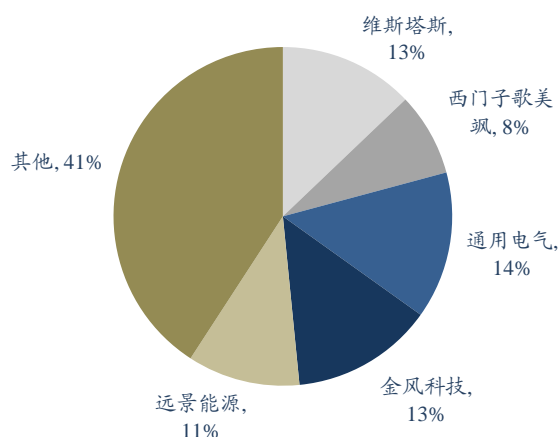
数据来源: GWEC, 招股说明书, 东吴证券研究所

2.2. 特种干变格局稳固, 金盘竞争优势显著

公司风电干变硬实力突出、绑定全球风电龙头, 装机量市占率全球领先。公司是国内外少数可生产风电特种干变的企业之一, 在风电领域拥有 10 多年的研发设计经验和项目数据积累, 客户多为国际巨头, 如维斯塔斯、西门子歌美飒、GE 等全球 TOP5 风机制造商。经公司测算, 2019 年/2020 年公司风电特种干变的全球市场装机量份额分别为 16.9%/21.3%。根据彭博新能源数据, 2020 年维斯塔斯、西门子歌美飒、GE 全球风机装机量市占率合计约 35%, 可以预估公司在三家龙头企业中的供货份额达到 60%+。

风电领域产品壁垒较高、竞争格局长期稳固。在国内拓展进程中, 金盘有望复刻海外干变龙头地位。传统电网输配电领域的变压器具备完善的行业标准, 产品同质化较严重; 而风电应用场景下, 变压器各零部件面临高盐雾/凝露、高海拔、风机扇叶强震动、负载不均衡等环境, 故结构设计、制造工艺等要求更高, 不同 MW 级别的风机应用需要进行非标定制, 产品壁垒更高, 认证周期长。**格局方面, 1) 纵观全球, 金盘科技在风电干变领域主要竞争对手为西门子、ABB、SGB 等国际电力设备巨头及国内企业顺特电气、特变电工、江苏华鹏。与国际品牌相比, 同等产品性能及质量水平下, 公司具备产品性价比高、交付能力强等优势, 故处于领先地位。2) 国内方面, 假设公司 2020 年海外营收 4.92 亿元均为风电干变系列产品, 则 2020 年公司国内风电干变系列销售额为 3.13 亿元。以前述测算得到的 2020 年国内干变市场规模 10.1 亿元计, 公司在国内风电干变领域销售额市占率为 31%, 占据龙头地位。与国内同行相比, 公司干变产品在风电领域已进行深层次迭代, 产品可靠性高、实际运行经验丰富, 获得海外龙头普遍认可; 此外, 风电干变认证周期通常为 3-5 年, 且不同功率段风机配套的干变均需要独立的验证, 而公司已成功研发 100 余种型号的风电专用干式变压器, 涵盖 2.0-5.3MW 风电平台及 10-36.75kV 电压等级, 品类齐套性强, 故公司在国内主机厂验证周期相对同行更短, 领先地位有望持续维持。**

图 17: 公司特种干变前三大客户全球风电装机量市占率约 35% (2020A)



数据来源: 彭博新能源, 东吴证券研究所

国内风电整机厂拓展顺利, 后续风电干变系列产品有望充分受益国内风机大型化&海风发展。从国内实际拓展节奏来看, 截至 2021H1, 公司干式变压器等产品已应用于国内累计 62 个风电场项目, 客户涵盖整机厂龙头企业金风科技、三一重能等头部企业。

海外稳增、国内风电干变快速渗透背景下, 我们假设公司海外市占率从 2021 年约 20% 每年以 3pct 稳步提升, 同时国内干变渗透率叠加公司市占率以每年 4pct 提升, 我们预计公司风电领域 2021-2023 年营收 CAGR 有望达到 35-40%。

3. 轨交、节能、新能源等领域稳步发展

3.1. 轨道交通干变需求稳定

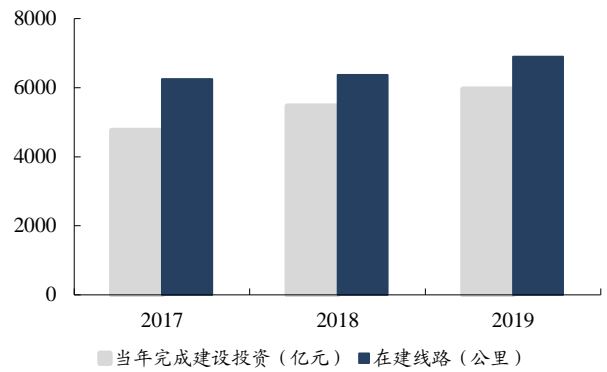
国内城轨建设项目储备充分, 配套特种干变需求随轨交建设稳步增长。截至 2020 年末, 中国内地累计有 45 个城市开通城市轨道交通运营线路长度合计 7978 公里、2011 年-2020 年 CAGR 达 18.64%, 其中地铁运营线路长度为 6303 公里, 占比 79%。根据中国城市轨道交通协会统计, 2017-2019 年我国城市轨道交通当年完成建设资金额、在建线路规模均呈逐年增长趋势, 其中当年完成建设资金额年均复合增长率达 11.87%; 截至 2019 年底国家发改委批复的 44 个城市建设规划在实施的线路可研批复总投资达 3.8 万亿元。干变因阻燃性能较强, 而油变有燃烧风险, 故通常轨交领域采购干变为主。全国共有 63 个城市规划的城轨交通线网在实施中, 规划线路总长达 7339.4 公里, 经公司测算, 按 74.36 万元/公里单价计, 2021-2025 年内每年我国新增城市轨交线路配套的干式变压器市场规模年均约 10.92 亿元。

图 18: 2011-2020 年我国城市轨道交通运营线路长度



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

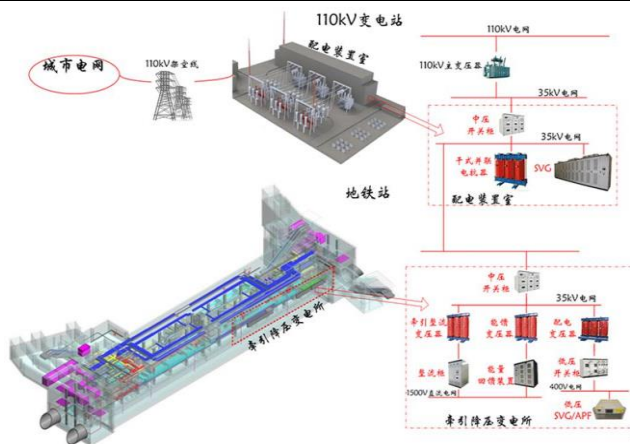
图 19: 2017-2019 我国城市轨道交通投资建设情况



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

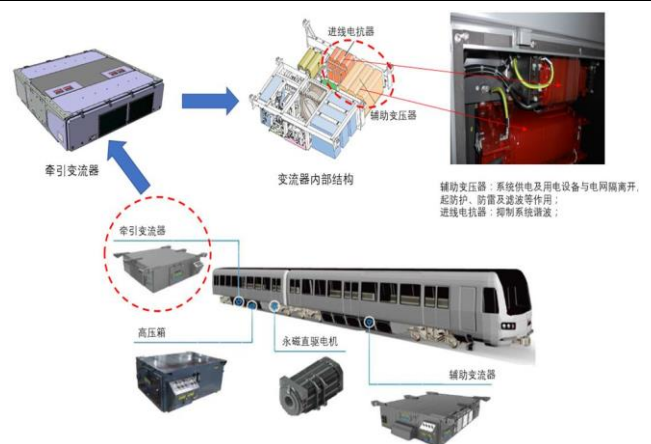
公司深耕轨道交通领域多年, 市场份额国内领先, 行业地位维持稳定。2020 年公司轨交系列产品营收为 2.95 亿元, 2018-2020 年 CAGR 约 5%。截至 2020 年底公司干变产品已应用于全国已开通城市轨道交通运营线路的 45 个城市中的 36 个, 并累计出口至全球约 80 个国家地区、应用于境外 6 个轨道交通线项目。根据 RT 轨道交通数据, 2020 年公司在国内城市轨交供电系统变压器/整流器中标项目中, 中标金额市占率位居第二(约 16.7%), 仅次于卧龙电驱旗下北京华泰变压器。其他供应商有顺特电气、特变电工、许继电气、江苏华鹏等, 2019-2020 年中标金额 CR6 均在 77%以上, 行业集中度高。后续公司也将拓展成套产品、能馈产品等, 打开业务空间。我们预计公司轨交变压器营收在 2021-2023 年保持 10-15%左右平稳增长(因轨交项目周期较长, 收入确认存在一定滞后性)。

图 20: 公司产品在地铁牵引供电系统中的应用



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 21: 公司产品在高铁牵引供电系统中的应用



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

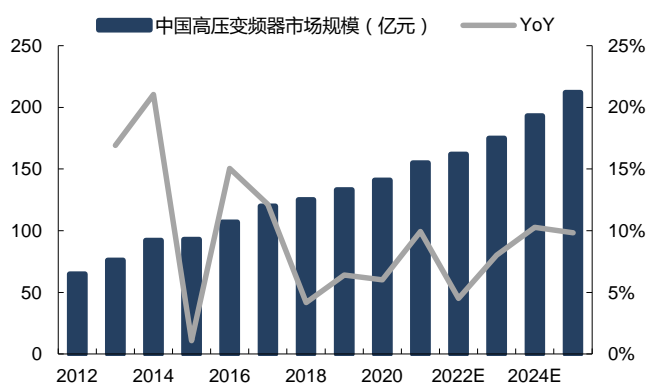
3.2. 节能干变受益能效政策, 公司绑定龙头共享红利

移相变收入逐年较快增长, 具领先市场地位。特种干变中的移相整流变压器为高压变频器(控制锅炉、电机高效节能的关键设备)的重要部件。2020 年公司移相整流变压器产品收入为 2.06 亿元, 2017-2020 年 CAGR 约 9%。经公司测算, 截至 2020 年末公司

在国内高压变频器配套移相整流变压器的市场占有率约 8.12%（对应 2020 年高压变频器配套移相变市场空间约 25 亿元），其他供应商有北变科技、中电电气等。我们预计 2021-2023 年移相变压器有望受益于国家工业能效标准提升，达到 20%左右年化增速。

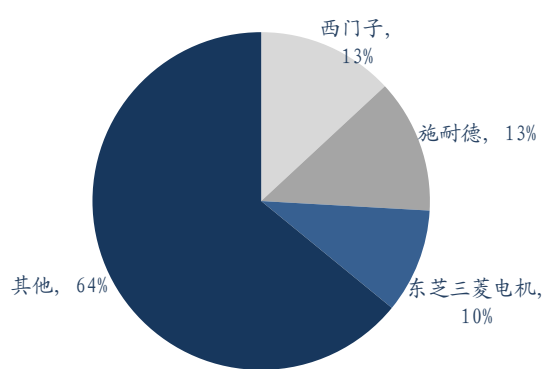
绑定行业龙头客户，份额有较大提升空间。与国内竞争对手相比，公司移相整流变压器产品的定制化开发和设计能力较强，产品线丰富，为国内前五大中高压变频器厂商的西门子、施耐德、东芝三菱电机的移相整流变压器的主要供应商，2020 年上述三家的营收占公司移相整流变压器总营收约 90%。后续公司将加强与核心客户的合作，进一步提升在核心客户供应链中的占比，我们预计公司 2021-2023 年节能应用领域营收 CAGR 约 25-30%。

图 22：2012-2025 年中国高压变频器市场规模（含预测）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 23：2019 年公司移相整流变压器三大主要客户在国内市场销售额占有率



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

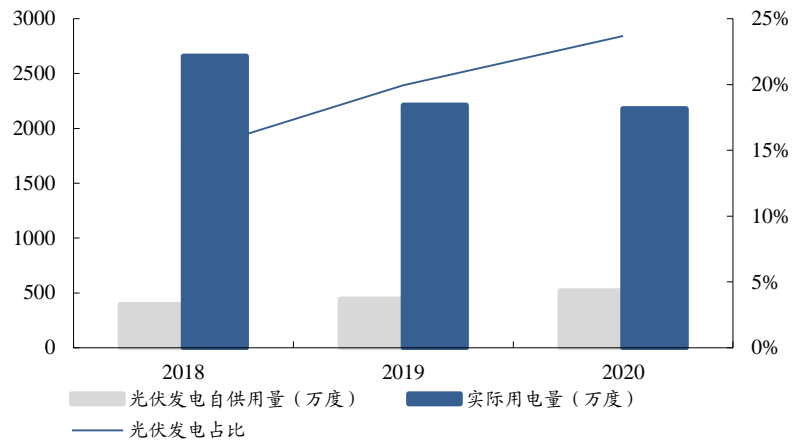
3.3. 布局光伏、储能，接力远期发展

对内：光伏自发自用降低对外能源依存度。公司自 2013 年开始在桂林、海口、武汉、上海工厂建设屋顶分布式光伏系统，采用“自发自用，余电上网”模式，2021 年上半年公司光伏电站发电量已达 165.4 万度，减少碳排放 1649 吨。2021 年 9 月，公司自投自建数字化工厂屋顶分布式光伏电站成功并网，后续仍将持续提高绿色电力占比。

对外：成立子公司切入光伏电站 EPC 业务。公司从 2014 年起陆续在广东、广西等地承接分布式光伏电站建设合同，但截至 2020 年规模和订单金额相对较少。公司可自供 EPC 项目中的部分电力设备产品，截至 2021H1，公司干变已应用于国内累计 127 个光伏电站项目，干式电抗器产品已应用于约 1.5GW 光伏电站项目，此外公司会外采油变用于 EPC 项目（在光伏领域，干变并无替代油变的显著优势）。公司于 2021 年 7 月成立全资子公司金盘新能源，着重发展建设光伏电站，含集中式和分布式项目。同时可以带动自产的变压器、开关柜等产品销售。

受益于“双碳”政策，公司分布式及集中式光伏业务均有较快增长，我们预计 2021-2023 年营收 CAGR 达到 30%+水平。

图 24：公司光伏发电占比逐年提升



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

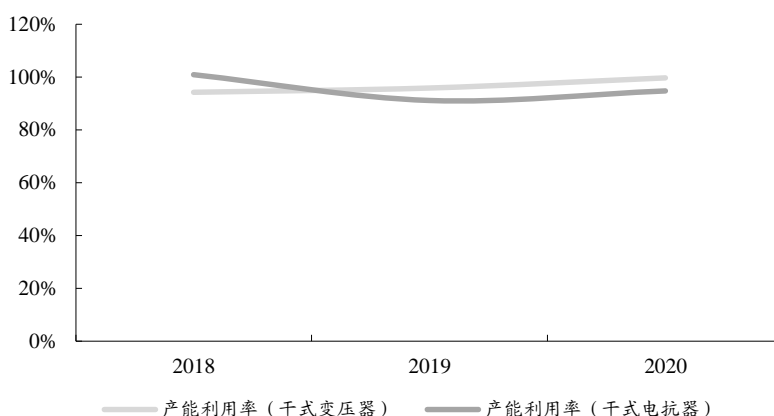
储能业务多元布局，蓄势待发。1) **抽水蓄能方面**，金盘科技从 2009 年开始进入，累计承接订单超亿元，供应抽蓄电站所需 SFC 输入输出变压器、励磁变压器、厂用变压器、高低压开关柜产品。公司在抽蓄领域同样处于领先地位，其他竞争对手为国内特变电工、顺德特变等。2021H1 公司抽水蓄能配套产品销售 603.9 万元、同比+49%，在手订单超 4600 万元，后续我们预计营收基本维持在 5000 万元+量级。2) **电化学储能方面**，自 2016 年开始研发微电网储能电站，2018 年在公司内建成 250kW 一体化智能储能交流装置并投入运行。为进一步拓展储能业务规模，2021 年 7 月公司成立全资子公司金盘储能，加大投入研发综合利用清洁能源技术，逐步形成完整产业链，后续有望实现快速增长。

4. 产能提量提质，为订单放量保驾护航

4.1. 量：加码干变产能，交付压力有望缓解

2019-2020 年公司产能紧张而订单高增长，故加码产能建设，四大生产基地均有一定程度扩产，我们预计到 2022 年底产能相较 2020 年同期提升 93%。1) **海口数字化工厂**：已于 2020 年 10 月正式投运，达产后干变的年产能为 800 万 kVA，将逐步置换海口生产基地原有的 670 万 kVA 年产能。海口工厂扩产仍在进行，我们预计到 2022 年底产能水平可达到 1500 万 kVA 左右。2) **桂林工厂**：2013 年建成投产，2020 年干式变压器 665 万 kVA，公司借助海口工厂数字化改造经验赋能桂林工厂，公司预计到 2021 年底第二期干变数字化改造完成建设，产能实现翻番。3) **武汉&上海工厂**：公司保守预计 IPO 募资项目“节能环保输配电设备智能制造项目”到 2025 年前建成达产，年产能为 1900 万 kVA 干式变压器+100 万 kvar 干式电抗器，我们预计 2022 年底可初步形成上述产能，2023 年新增产能有望落地释放。

图 25: 2019-2020 年公司核心产品产能利用率接近 100%



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

表 7: 金盘科技干式变压器产能情况梳理

不同生产基地产能情况	2020A	2022E (预测值)
海口数字化工厂 (万 kVA)	800	1500
桂林工厂 (万 kVA)	665	1330
武汉&上海工厂 (万 kVA)	800	1900
其他产能 (万 kVA)	383	383
合计产能 (万 kVA)	2648	5113
合计产值 (亿元, 单价以 0.78 亿元/GW 计)	20.7	39.9

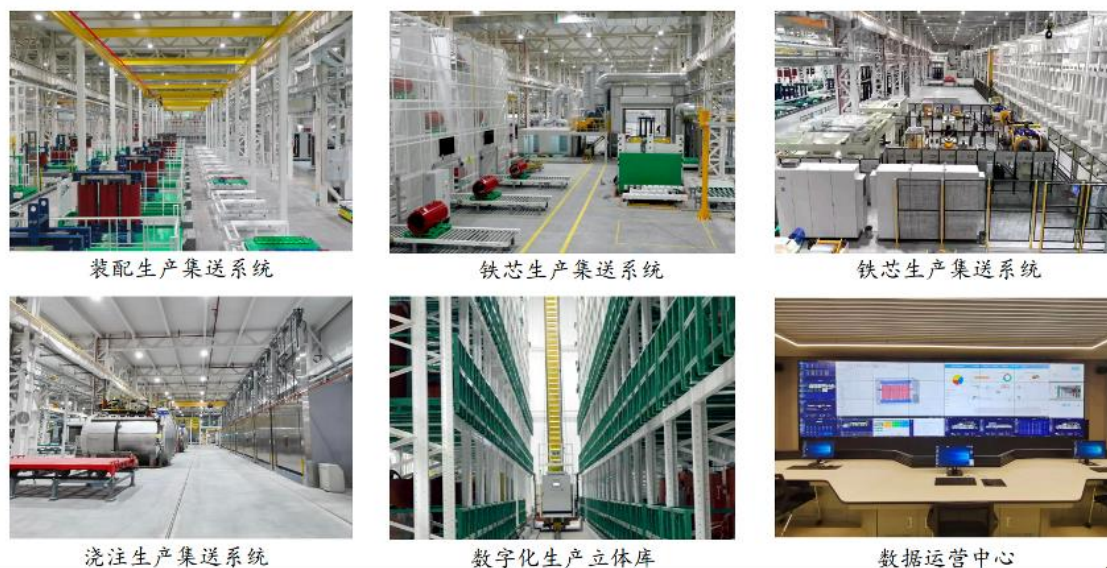
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

4.2. 质: 智能制造排头兵, 数字化能力国内领先

公司制造模式升级、生产管理体系先进, 进入全面数字化转型阶段。公司依托自身技术研发团队, 2020 年建成并正式投入运营海口数字化工厂 (总投资规模约 3.5 亿元), 实现了从产品设计、生产、交付到售后的全面数字化制造模式变革。公司软件能力同样突出, 自动化产线系统、智能仓储系统 WMS、制造执行系统 MES、高级计划排程 APS、商业智能决策分析 BI、智能制造系统 IMS、能源管理系统 EMS 等数字化工厂应用系统。基于软硬件基础, 自主规划设计了数字化工厂的自动化产线、应用架构及系统, 按全业务流程整合、打通, 实现信息系统全面集成以及设计、生产、营销和管理的数字化, 大幅提升公司产品研发、生产制造和运营管理效率, 以及提高产品质量和降低生产成本。公司通过数字化标杆工厂的建立以及柔性制造能力, 进一步增强公司的核心竞争力。

数字化整体解决方案领跑者, 凭借对数字化的理解赋能国内制造企业。2021 年 8 月公司发布公告, 全资子公司同享数字科技与伊戈尔磁电科技签订 1.32 亿元合同 (不含税), 占 2020 年营收的 5.4%。为伊戈尔募投项目“光伏发电并网设备智能制造项目厂房”提供智能制造 EPC, 包括提供专机设备、数字化产线、系统软件等软硬件产品, 项目分多阶段逐步确认收入。

图 26: 海口数字化工厂及数据运营中心



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

我们预计 2021-2023 年公司整体营收增速分别为 24%/32%/34%:

1) 主要产品干式变压器系列产品多个下游景气度较高，风电领域β更高、订单增速快，节能、轨交等稳定增长。根据公司干式变压器/电抗器当前产能情况、海口等工厂的扩产节奏，我们预计干式变压器 2021-2023 年同比增速分别为 18%/33%/35%。

2) 开关柜、箱式变电站等配套干变系列产品供给下游客户，产品“从 1 到 N”、拓展力度加大。我们预计开关柜 2021-2023 年同比增速为 50%/30%/30%，箱式变电站分别为 40%/30%/30%。

3) 电力电子产品（逆变器、SVG 等）稳中略增，2021-2023 年 CAGR=5%。

4) 其他业务考虑到公司承接伊戈尔数字化工厂 1.32 亿元（不含税）合同，在 2021-2023 年逐步确认收入，营收同比增速分别为 70%/60%/50%。

表 8: 公司盈利预测拆分（分产品）

(单位: 亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
干式变压器（含干式电抗器）				
收入	19.36	22.92	30.42	41.17
YoY	16.27%	18.41%	32.71%	35.33%
毛利	5.28	5.60	8.01	11.06
毛利率	27.3%	24.4%	26.3%	26.9%
其中：干式变压器(亿元)	18.30	21.75	29.07	39.19

干变产能(万 kVA)	2,648	2,800	3,800	5,200
干变销量(万 kVA)	2,452	2,856	3,876	5,304
干变单价(元/kVA)	74.66	76.15	75.01	73.88
干变毛利率	26.9%	23.5%	25.5%	26.5%
干变毛利(亿元)	4.93	5.11	7.41	10.38
干式电抗器(亿元)	1.06	1.17	1.35	1.98
电抗产能(万 kvar)	101	101	101	201
电抗销量(万 kvar)	95.43	104.03	121.20	180.90
电抗单价(元/kvar)	110.57	112.78	111.09	109.42
电抗毛利率	34.0%	31.0%	33.0%	34.0%
电抗毛利(亿元)	0.36	0.36	0.44	0.67
开关柜				
收入	2.65	3.98	5.17	6.72
YoY	11.37%	50%	30%	30%
毛利	0.57	0.80	1.14	1.55
毛利率	21.6%	20.0%	22.0%	23.0%
箱式变电站				
收入	1.47	2.05	2.67	3.47
YoY	43.33%	40%	30%	30%
毛利	0.30	0.41	0.59	0.80
毛利率	20.6%	20.0%	22.0%	23.0%
电力电子(逆变器、SVG等)				
收入	0.35	0.37	0.38	0.40
YoY	-78.25%	5%	5%	5%
毛利	0.12	0.12	0.13	0.14
毛利率	35.8%	34.0%	35.0%	35.0%
其他(含数字工厂等业务)				
收入	0.40	0.68	1.09	1.64
YoY	-48.98%	70%	60%	50%
毛利	0.12	0.24	0.33	0.46
毛利率	30.62%	35%	30%	28%
合计				
收入	24.23	30.00	39.74	53.40
YoY	7.95%	23.84%	32.45%	34.39%
毛利	6.49	7.16	10.20	14.00
毛利率	26.77%	23.35%	25.15%	26.22%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

费用率假设：由于公司加大风电干变、储能、数字化等业务研发及市场开拓力度，我们假设公司 2021-2023 年管理费用率（含研发）分别为 10.0%/10.2%/10.3%，销售费用率分别为 3.8%/4.0%/4.2%。

表 9：可比公司估值（截至 12 月 17 日）

股票代码	股票简称	股价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS(元)			PE			投资评级
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
301012.SZ	扬电科技	65.40	0.84	55	0.78	—	—	110 (TTM)			未评级
000533.SZ	顺钠股份	5.42	6.91	37	0.12	—	—	59 (TTM)			未评级
603063.SH	禾望电气	37.61	4.36	164	0.61	0.65	0.96	62	58	39	未评级
平均值								62	58	39	
688676.SH	金盘科技	31.09	4.26	132	0.60	0.60	0.88	51	52	35	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所，其中风电零部件企业禾望电气 2021-2022 年盈利预测来自 Wind 一致预期，变压器企业扬电科技、顺钠股份均无 Wind 一致预期，故采用 PE(TTM)作为估值参考。

盈利预测与投资建议：因公司风电干变高增、多下游表现较好，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别 2.54 亿元、3.76 亿元、5.38 亿元，同比分别+10%、+48%、+43%，对应现价（12 月 17 日）PE 分别 52 倍、35 倍、25 倍。可比公司均是变压器及风电零部件相关头部企业，可比公司 2022 年 PE 或 2021 年 PE(TTM)均为 40 倍及以上。考虑到公司是风电干式变压器全球龙头，国内干变渗透率提升叠加竞争格局优异，2022 年给予公司 50 倍 PE 作为估值依据，目标价 44.0 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) 原材料价格波动。**公司变压器产品原材料占成本比重较高，若铜、钢等大宗原材料涨价超预期，将对公司利润产生一定影响。
- 2) 竞争加剧。**若公司干式变压器等产品在风电、节能、轨交等下游领域面临的竞争加剧，将对公司相关产品收入产生一定影响。
- 3) 产能扩张不及预期。**公司产能利用率较高，故加大产能投资布局，若产能扩张不及预期，将影响公司订单交付能力及后续接单。
- 4) 中美贸易摩擦风险。**若美国对公司主要产品进一步加征关税，则美国客户将加征的关税全部转嫁给公司承担，将影响公司利润水平。
- 5) 客户集中度过高。**公司前五名客户销售额合计占总营收 40%以上（2020A），若大客户销售不及预期，可能对公司业绩产生一定影响。
- 6) 下游行业周期波动的风险。**若未来国内外宏观经济环境及国家相关产业政策发生变化，新能源、高端装备、节能环保等下游行业景气度下降或者相关投资需求下降，从而影响公司主要产品的市场需求，将对公司的经营业绩产生一定不利影响。

7) **应收账款余额较大风险。**随着公司业务规模及营业收入持续增长,2018-2020年应收账款余额较大且呈上升趋势,且各年末应收账款周转率逐年下降;此外,存货中的发出商品余额较大,若未来受经济环境及产业政策的影响,部分客户经营情况发生重大不利变化,则公司将面临不能按期收回或无法收回其应收账款的风险,从而对公司经营活动净现金流量产生不利影响。

8) **发出商品余额较大风险。**2018-2020年公司存货中的发出商品余额较大,各期末其占总资产比例分别为17.05%、16.89%、17.02%,主要为1年以内的发出商品,主要系公司部分干式变压器、箱式变电站等产品的安装调试和通电验收周期较长,且受轨道交通等领域客户项目工程整体建设进度的影响,导致各期末部分发出商品无法在当期验收确认收入。未来随着公司业务规模扩张,公司发出商品余额可能进一步增加并持续处于较高水平,且可能面临部分发出商品验收周期延长、资金占用增加等风险,从而对公司经营活动净现金流量产生不利影响。

金盘科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3075.2	3751.6	4402.8	5446.1	营业收入	2422.7	3000.1	3973.6	5340.2
现金	541.3	912.4	887.6	998.9	减:营业成本	1774.1	2299.7	2974.4	3940.0
应收账款	1214.8	1429.1	1798.2	2295.8	营业税金及附加	15.1	18.0	23.8	32.0
存货	1050.6	945.1	1140.9	1457.2	营业费用	89.0	114.0	158.9	224.3
其他流动资产	268.5	465.0	576.2	694.2	管理费用(含研发)	244.2	300.0	405.3	550.0
非流动资产	944.9	1187.5	1478.6	1803.6	财务费用	24.6	6.1	4.2	3.2
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	0.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	624.9	884.9	1171.5	1505.4	其他	-22.9	13.3	13.8	13.6
无形资产	174.8	169.0	163.2	157.3	营业利润	253.3	275.7	420.7	604.2
其他非流动资产	145.1	133.7	143.9	140.9	加:营业外净收支	6.9	8.2	6.4	7.2
资产总计	4020.0	4939.1	5881.4	7249.8	利润总额	260.1	283.9	427.1	611.4
流动负债	1801.0	2108.3	2780.1	3765.8	减:所得税费用	28.2	29.8	51.3	73.4
短期借款	45.7	90.0	67.8	78.9	少数股东损益	0.4	0.0	0.0	0.0
应付账款	1147.0	1271.8	1725.2	2337.2	归属母公司净利润	231.6	254.1	375.9	538.0
其他流动负债	608.4	746.5	987.1	1349.7	EBIT	412.2	268.4	411.2	593.9
非流动负债	256.8	260.8	268.2	274.2	EBITDA	469.3	344.0	514.4	729.7
长期借款	186.3	186.3	186.3	186.3					
其他非流动负债	70.5	74.4	81.8	87.9	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	2057.8	2369.1	3048.3	4040.0	每股收益(元)	0.60	0.60	0.88	1.26
少数股东权益	5.3	5.3	5.3	5.3	每股净资产(元)	5.11	6.02	6.64	7.53
归属母公司股东权益	1956.9	2564.7	2827.8	3204.4	发行在外股份(百万股)	383.13	425.70	425.70	425.70
负债和股东权益	4020.0	4939.1	5881.4	7249.8	ROIC(%)	18.4%	10.0%	13.5%	18.3%
					ROE(%)	11.8%	9.9%	13.3%	16.8%
					毛利率(%)	26.8%	23.4%	25.2%	26.2%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	9.6%	8.5%	9.5%	10.1%
经营活动现金流	192.2	275.1	480.4	711.9	资产负债率(%)	51.2%	48.0%	51.8%	55.7%
投资活动现金流	-154.6	-302.1	-370.3	-450.3	收入增长率(%)	7.9%	23.8%	32.5%	34.4%
筹资活动现金流	89.2	398.1	-134.9	-150.3	净利润增长率(%)	10.3%	9.7%	47.9%	43.1%
现金净增加额	120.9	371.0	-24.8	111.3	P/E	51.4	52.1	35.2	24.6
折旧和摊销	57.1	75.6	103.3	135.8	P/B	6.1	5.2	4.7	4.1
资本开支	-278.6	-302.4	-370.3	-450.3	EV/EBITDA	29.8	41.5	29.1	21.9
营运资本变动	-16.2	-41.3	15.1	51.7					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>