

强于大市

风电行业 2023 年度策略

聚焦高成长与抗通缩环节

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
天顺风能	002531.SZ	13.32	买入
恒润股份	603985.SH	25.04	买入
东方电缆	603606.SH	65.21	增持
汉缆股份	002498.SZ	4.13	增持
大金重工	002487.SZ	37.09	增持
海力风电	301155.SZ	88.09	增持
泰胜风能	300129.SZ	7.01	增持
五洲新春	603667.SH	13.63	增持
新强联	300850.SZ	58.20	增持
金雷股份	300443.SZ	36.87	增持
日月股份	603218.SH	19.20	增持
三一重能	688349.SH	30.27	增持
运达股份	300772.SZ	14.55	增持
金风科技	002202.SZ	11.07	增持
亨通光电	600487.SH	14.50	未有评级
起帆电缆	605222.SH	25.35	未有评级
宝胜股份	600973.SH	4.62	未有评级
天能重工	300569.SZ	8.19	未有评级
长盛轴承	300718.SZ	23.27	未有评级
力星股份	300421.SZ	11.99	未有评级
明阳智能	601615.SH	24.59	未有评级

资料来源：万得，中银证券

以 2022 年 12 月 16 日当地货币收市价为标准

相关研究报告

《电力设备与新能源行业 12 月第 2 周周报：宁德时代获本田 123GWh 大单，硅料持续降价》
20221212

《电力设备与新能源行业 12 月第 1 周周报：光伏产业链价格普降，新势力销量差距拉大》
20221204

《光伏行业动态点评：硅料价格下行，光伏产业链中下游有望受益》 20221201

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电力设备

证券分析师：李可伦

(8621)20328524

kelun.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518070001

联系人：许怡然

yiran.xu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030006

风电招标持续指引需求向好，海风进入高增长兑现期；整机价格持稳、原材料价格松动有望修复产业链盈利。建议优先配置业绩增速有望匹配或超越行业需求增速的海风、国产化替代环节的龙头企业；维持行业强于大市评级。

支撑评级的要点

- **2022 年装机节奏延后，2023 年海风增速可期**：受到疫情与大型化供应瓶颈的影响，2022 年装机节奏有所延后，2022 年 1-11 月我国风电新增并网容量为 22.52GW，同比减少 8.83%。但风电招标数据再创新高，指引明年需求向好。具体而言，2022 年前三季度国内公开招标市场风电新增招标量 76.30GW，同比增长 82.10%；其中海上风电新增招标容量 11.40GW，同比增长 1040.00%，贡献较多增量。我们预计 2022-2024 年国内新增风电装机分别约 48GW、70GW、85GW，同比增速分别约 0.90%、45.83%、21.43%，若后续风电核准制大面积转为备案制，则项目审批效率有望提升，需求或将上修。
- **海风成长加速，海缆、桩基有望受益于当地需求提升，漂浮式风电打开长期成长空间**：根据我们的不完全统计，截至 2022 年 12 月 5 日，国内海上风电已招标未并网项目容量已超过 17GW，我们预计 2022-2023 年我国海上风电新增装机量有望分别达到 5GW、10GW，2023 年的新增装机容量增速或有望达到 100%。从地区装机结构来看，“十四五”期间，海风开发重心或从江苏地区转向广东、山东地区，在当地提前布局产能的桩基、海缆企业有望凭借属地优势获取较多本土订单。此外，深远海漂浮式风电已经进入示范阶段，示范项目与海南万宁商业化项目的逐步落地有望为系泊链打开广阔市场空间，头部企业有望受益。
- **国产替代持续推进，轴承、滚子发展空间广阔**：由于风电轴承尚未完成国产化替代且价值量占比较高，风机平价竞争时代，整机厂商具备较强国产化降本诉求。在海外轴承厂普遍涨价背景下，国内产品性价比优势或进一步凸显，掌握大兆瓦主轴轴承、齿轮箱轴承量产技术的国内企业有望领衔国产替代；此外，专业化第三方轴承厂或凭借规模化生产带来的成本优势与技术优势，逐渐提升自身市占率。

投资建议

- 风电招标量维持高位，整体需求景气持续验证，海上风电高增长进入兑现期。整机价格持稳有助于稳定产业链盈利中枢，大宗原材料价格松动有望修复中游盈利能力，产业链方面，建议优先配置业绩增速有望匹配或超越行业需求增速的海风、国产化替代环节的龙头企业。海风方面，海缆、桩基环节或受益于 2023 年海风需求同比翻倍式增长；此外，深远海化是海风长期发展的大方向，漂浮式风机项目逐步落地或带动锚链环节需求快速增长。国产替代方面，海外轴承厂涨价背景下，国内轴承性价比优势有望凸显，掌握大兆瓦主轴轴承量产技术的企业有望领衔国产替代，同时国内专业化第三方滚子厂商或凭借成本优势，提升市场份额。推荐东方电缆、汉缆股份、大金重工、海力风电、泰胜风能、天顺风能、五洲新春、新强联、恒润股份、金雷股份、日月股份、三一重能、运达股份、金风科技等，建议关注亨通光电、起帆电缆、宝胜股份、天能重工、长盛轴承、力星股份、明阳智能等。

评级面临的主要风险

- 价格竞争超预期；原材料价格出现不利波动；国际贸易摩擦风险；大型化降本不达预期；新能源政策风险；消纳风险；新冠疫情影响超预期。

目录

2022 年装机节奏延后，2023 年海风增速可期	6
海风成长加速，海缆、桩基有望受益于当地需求提升	8
“十四五”海风开发重心或转向广东山东，深远海化为长期发展方向	8
桩基环节：布局占优者有望受益，头部企业跨地区接单能力凸显	10
海缆环节：技术与业绩壁垒较高，一二线企业跑马圈地建立属地优势	13
锚链环节：深远海化为未来方向，漂浮式项目逐步落地打开锚链市场空间	15
国产替代持续推进，轴承、滚子发展空间广阔	18
风机轴承价值量占比较大，平价时代轴承存在降本诉求	18
轴承环节：国内厂商逐步突破大兆瓦技术，性价比优势凸显	19
滚子环节：规模化第三方厂商具备较强成本优势	20
投资建议	22
风险提示	23
五洲新春	25
汉缆股份	34
运达股份	43

图表目录

图表 1. 2019-2022 年国内风电月度并网情况.....6

图表 2. 2014-2022 年前三季度国内风电公开招标情况.....6

图表 3. 2018-2022Q3 国内海上风电招标容量.....7

图表 4. 2018-2022Q3 国内陆上风电招标容量.....7

图表 5. 国内风电年新增装机量预测7

图表 6. 2017-2021 年海风装机容量统计.....8

图表 7. 2021 年分省份海风装机容量统计.....8

图表 8. 已招标未并网海上风电项目预计并网容量与时间9

图表 9. 各省份已招标海上风电项目预计并网容量与时间9

图表 10. 各省份已招标海上风电项目容量占比.....9

图表 11. “十四五”重大海上风电开发建设重点.....10

图表 12. 部分沿海地区“十四五”期间海风发电规划10

图表 13. 2021-2023 年海上风电塔筒桩基供需平衡表.....11

图表 14. 2022-2023 年各省海上塔筒桩基产能分布11

图表 15. 2022 年各省海上塔筒桩基供需情况12

图表 16. 2023 年各省海上塔筒桩基供需情况12

图表 17. 2023 年上市公司在山东省塔筒桩基产能分布12

图表 18. 2023 年上市公司在广东省塔筒桩基产能分布12

图表 19. 大金重工海外订单情况12

图表 20. 海力风电省外订单情况13

图表 21. 海缆主要分类及用途.....13

图表 22. 第一、二梯队海缆企业近期 220kV 海缆业绩.....13

图表 23. 2021-2023 年海缆供需平衡表.....14

图表 24. 2022-2023 年各省海缆产能分布.....14

图表 25. 2022 年各省海缆供需情况.....15

图表 26. 2023 年各省海缆供需情况.....15

图表 27. 不同水深条件下适用的海上风电基础结构类型.....15

图表 28. 海上风电三类基础结构对比16

图表 29. 国内漂浮式示范项目统计.....16

图表 30. 海洋平台系泊系统构成.....17

图表 31. 风电整机轴承分类（以双馈式风机为例）18

图表 32. 风电轴承国产化情况.....18

图表 33. 风力发电机中各类轴承价值量占比18

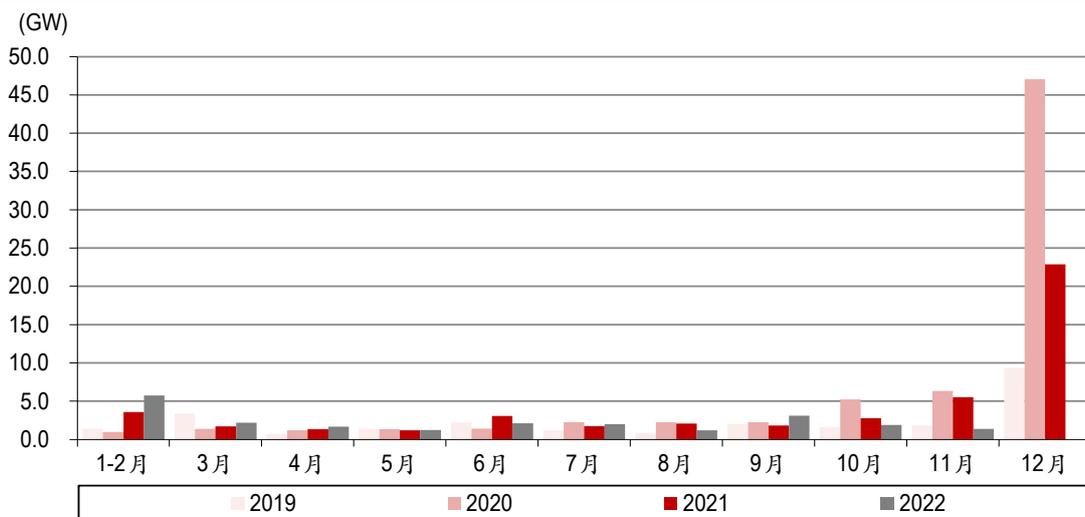
图表 34. 各国际轴承厂涨价情况.....	19
图表 35. 我国主要轴承生产商技术进展.....	19
图表 36. 轴承核心组成结构.....	20
图表 37. 滚子市场主要参与者.....	21
图表 38. 第三方专业化滚子厂商客户开拓进展.....	21
附录图表 39. 报告中提及上市公司估值表.....	24
图表 40. 五洲新春发展历程.....	26
图表 41. 五洲新春股权结构图（截至 2022 年 9 月 30 日）.....	26
图表 42. 2017-2022Q3 五洲新春收入情况.....	27
图表 43. 2017-2022Q3 五洲新春归母净利润情况.....	27
图表 44. 2017-2022Q3 五洲新春盈利能力.....	27
图表 45. 2018-2021 年五洲新春各业务板块盈利能力.....	27
图表 46. 轴承产业链主要工艺.....	28
图表 47. 公司主要客户.....	29
图表 48. 风电滚子主要技术难点及公司优势.....	29
图表 49. 全球风电滚子市场空间测算.....	29
图表 50. 公司风电滚子产品主要客户.....	30
图表 51. 公司汽车板块主要产品布局.....	30
图表 52. 五洲新春营业收入与毛利率预测.....	31
图表 53. 五洲新春可比上市公司估值比较.....	31
图表 54. 汉缆股份发展历程.....	35
图表 55. 汉缆股份股权结构图（截至 2022 年 9 月 30 日）.....	35
图表 56. 2017-2022Q3 汉缆股份收入情况.....	36
图表 57. 2017-2022Q3 汉缆股份归母净利润情况.....	36
图表 58. 2017-2022Q3 汉缆股份盈利能力.....	36
图表 59. 2021 年汉缆股份收入结构.....	36
图表 60. 公司主要电线电缆产品及用途.....	37
图表 61. 公司电力电缆产品覆盖的电压等级区分与应用场景.....	37
图表 62. 主要电网企业“十四五”期间投资额变化趋势.....	37
图表 63. 2022 年计划开工“三交九直”特高压项目.....	37
图表 64. 汉缆股份近期 220kV 高压海缆中标情况梳理.....	38
图表 65. 悬链式和立塔式优劣对比.....	38
图表 66. 山东海上风电项目内部收益率敏感性分析（考虑 800 元/kW 补贴）.....	39
图表 67. 山东地区海上风电已招标未并网项目.....	39
图表 68. 山东已招标未并网海风项目中送出海缆市占率.....	39

图表 69. 山东已招标未并网海风项目中阵列海缆市占率.....	39
图表 70. 公司产能利用率测算.....	40
图表 71. 汉缆股份营业收入与毛利率预测.....	40
图表 72. 汉缆股份可比上市公司估值比较.....	41
图表 73. 运达股份发展历程.....	44
图表 74. 运达股份股权结构图（截至 2022 年 9 月 30 日）.....	44
图表 75. 2017-2022Q3 运达股份收入情况.....	45
图表 76. 2017-2022Q3 运达股份归母净利润情况.....	45
图表 77. 2017-2022Q3 运达股份盈利能力.....	45
图表 78. 2017-2021 年运达股份风机出货情况.....	45
图表 79. 全球风电新增装机量预测.....	46
图表 80. 风机月度投标均价.....	47
图表 81. 原材料价格分析.....	47
图表 82. 国内风机市场份额变化.....	47
图表 83. 2022 年 1-10 月风电项目中标统计.....	48
图表 84. 不同技术路线风机特性的简要对比.....	48
图表 85. 3MW 风力发电机成本对比.....	49
图表 86. 运达股份与友商单瓦成本对比.....	49
图表 87. 运达股份营业收入与毛利率预测.....	49
图表 88. 运达股份可比上市公司估值比较.....	50

2022 年装机节奏延后，2023 年海风增速可期

受到疫情与大型化供应瓶颈的影响，2022 年装机节奏有所延后：据国家能源局数据，2022 年 1-11 月我国风电新增并网容量为 22.52GW，同比减少 8.83%，相比较 2021 年全年 54.15GW 的风电招标容量，今年 1-11 月风电实际开工与并网节奏较为缓慢。我们认为，上半年，由于风电施工本身存在季节性，同时疫情反复对供应链稳定性形成较大挑战，风电开工情况不容乐观；进入下半年，疫情影响减弱，但由于去年风机大型化进程明显提速，今年如叶片、铸件等零部件环节的大型化供应能力出现一定瓶颈，导致风电市场的交付仍然受到一定限制。

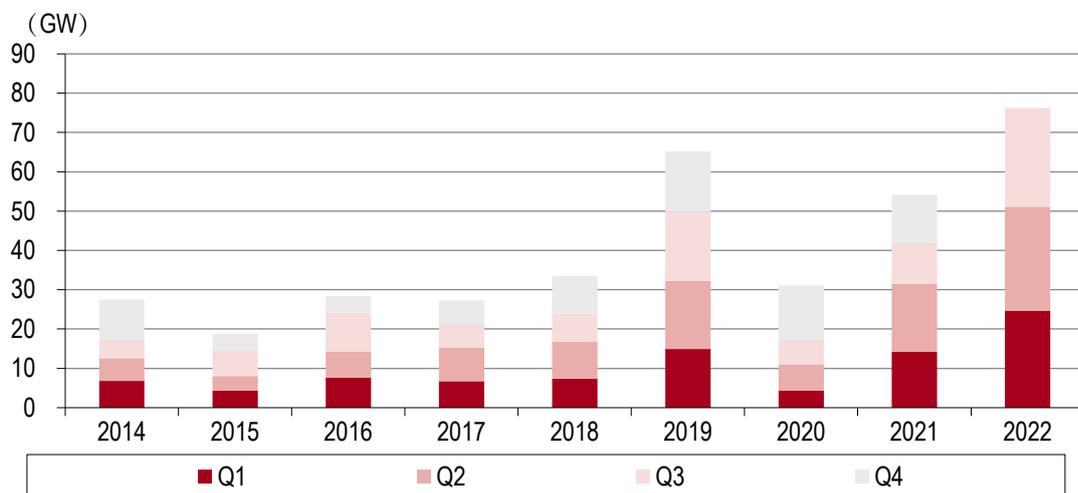
图表 1. 2019-2022 年国内风电月度并网情况



资料来源：国家能源局，中银证券

招标容量有望创新高，海风贡献主要增速：根据金风科技业绩材料，2022 年前三季度国内公开招标市场风电新增招标量 76.30GW，同比增长 82.10%；而根据每日风电的不完全统计，2022 年 1-11 月，风电已开标项目规模已经达到 90.06GW。我们认为，2022 年全年风电招标量或将达到 100GW 上下，指引后续需求向好。同时拆分招标容量结构来看，海上风电项目的招标增速较快，2022 年前三季度海上风电新增招标容量 11.40GW，同比增长 1040.00%。长期来看，由于我国陆上风电可开发资源较为有限，海上风电项目预计将在“十四五”后期成为重要的风电装机补充。

图表 2. 2014-2022 年前三季度国内风电公开招标情况



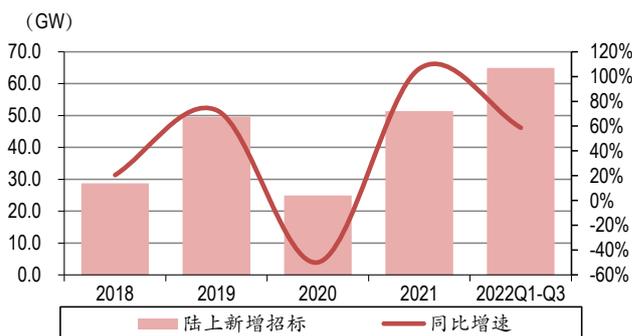
资料来源：金风科技业绩展示材料，中银证券

图表 3. 2018-2022Q3 国内海上风电招标容量



资料来源：金风科技业绩展示材料，中银证券

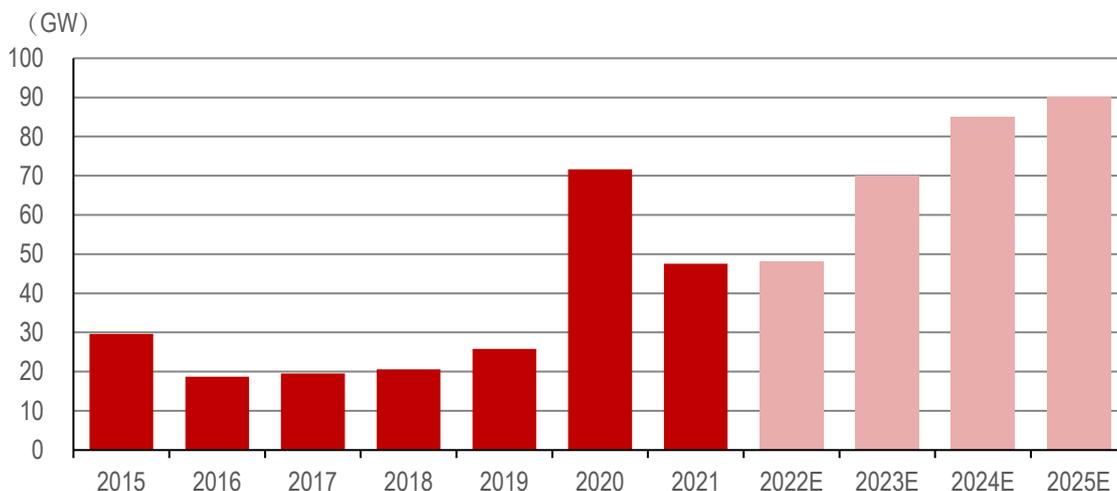
图表 4. 2018-2022Q3 国内陆上风电招标容量



资料来源：金风科技业绩展示材料，中银证券

风电项目有望由核准制转为备案制，国内装机有望快速增长：在风机价格超预期下降、陆上风电经济性充分显现的情况下，当前国内季度风电场新增招标量连续保持高位，指引后续装机需求增速提升，海上风电经济性加速体现则有望进一步增厚“十四五”中后期需求。此外，政策亦在积极简化风电项目审批手续，提高项目审批效率。5月30日国家发改委、国家能源局发布的《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》提出：要深化新能源领域“放管服”改革，推动风电项目由核准制调整为备案制。我们认为如风电项目按照备案制管理，风电开发周期有望明显缩短，有利于后续风电潜在需求落地，2023年国内风电装机需求或有望上修。整体而言，我们预计2022-2024年国内新增风电装机分别约48GW、70GW、85GW，同比增速分别约0.90%、45.83%、21.43%。

图表 5. 国内风电年新增装机量预测



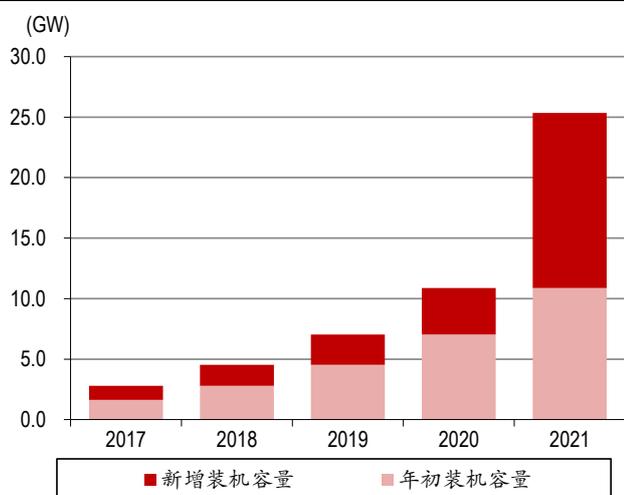
资料来源：国家能源局，中电联，中银证券

海风成长加速，海缆、桩基有望受益于当地需求提升

“十四五”海风开发重心或转向广东山东，深远海化为长期发展方向

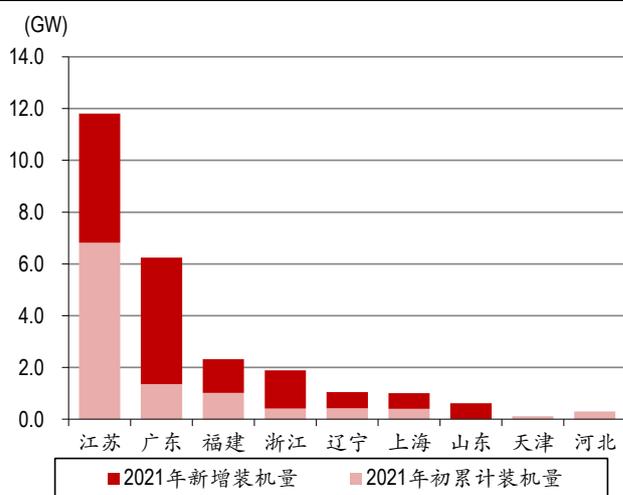
回顾历史，早期海上风电开发以水深较浅的江苏海域为主：根据中国风能协会（CWEA）的统计，截至 2021 年年底，中国海上风电累计装机容量达到 25.35GW。其中，江苏省的滩涂型海岸、低风速风场可以在海风技术发展初期为产业提供适宜的开发环境，因此江苏海上风电起步较早，当地累计装机容量领跑全国，达到 11.81GW，占国内海上风电累计装机容量的 46.56%。其次，风资源较好的广东、福建、浙江等地区累计装机量占比亦分别达到 24.61%、9.15%、7.45%。2021 年新增海风装机量同样延续了类似趋势，全国新增 14.48GW 海风装机主要分布在江苏、广东、福建、浙江、辽宁、上海、山东 7 个地区。其中江苏、广东贡献主要增长量。

图表 6. 2017-2021 年海风装机容量统计



资料来源：CWEA，中银证券

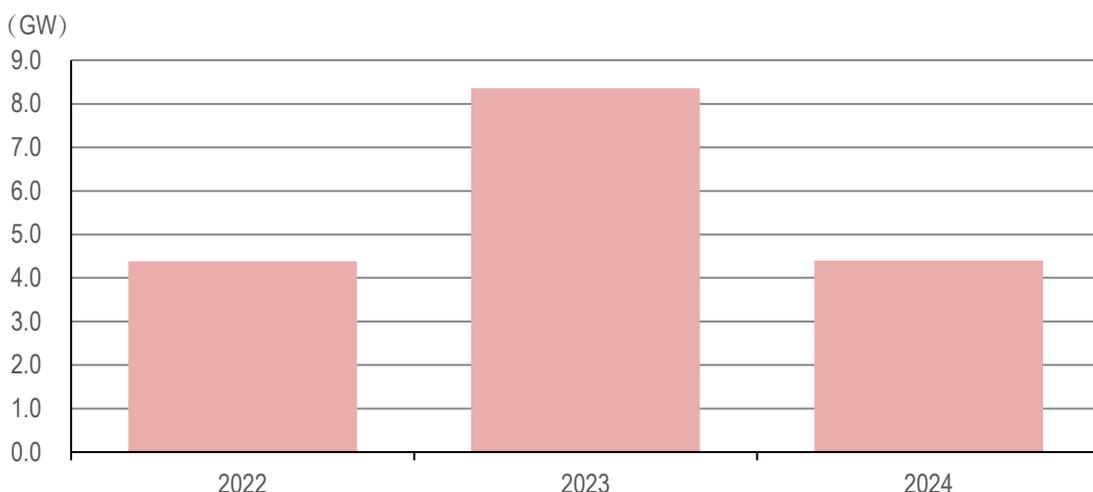
图表 7. 2021 年分省份海风装机容量统计



资料来源：CWEA，中银证券

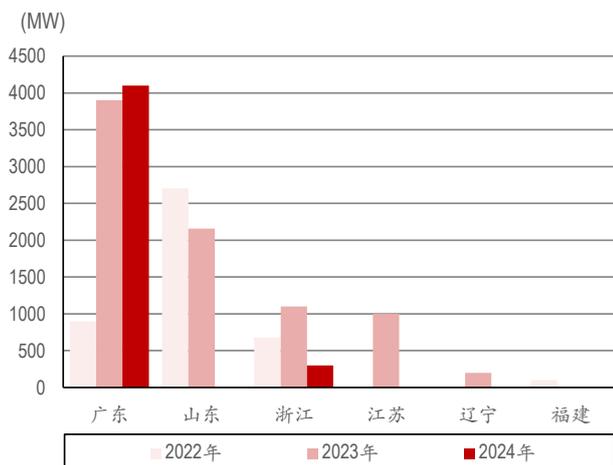
短期来看，海上风电已招标未并网容量充足，“十四五”中后期海上风电开发重心或转向广东、山东：根据我们的不完全统计，截至 2022 年 12 月 15 日，国内海上风电已招标未并网项目容量已超过 17GW（不含国电投 10.5GW 招标框架）。其中，预计在 2022-2024 年内全容量并网的项目合计体量分别为 4.38GW、8.36GW、4.40GW。考虑到部分项目可能提前并网或提前部分容量并网，我们预计 2022-2023 年我国海上风电新增装机量有望分别达到 5GW、10GW，2023 年的新增装机容量增速有望达到 100%。按省份进一步划分来看，广东省已招标未并网容量达 8.90GW，山东省已招标未并网容量达 4.86GW，分别占到总量的 50.17%和 27.41%，二者或有望成为中国未来短期海风发电最主要地区。除此之外，浙江、江苏、辽宁、福建等地预计在 2022-2024 年内亦有一定新增装机规模；海南省首个海风发电项目也于近期开始招标，或为海风发展贡献新的力量。

图表 8. 已招标未并网海上风电项目预计并网容量与时间



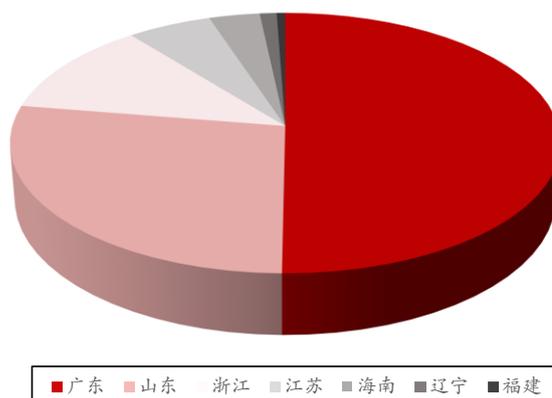
资料来源：北极星风力发电网，每日风电，风电之音，中银证券

图表 9. 各省份已招标海上风电项目预计并网容量与时间



资料来源：北极星风力发电网，每日风电，风电之音，中银证券

图表 10. 各省份已招标海上风电项目容量占比



资料来源：北极星风力发电网，每日风电，风电之音，中银证券

长期而言，海上风电基地列入“十四五”规划，福建、山东、广东等地蓝图宏伟：2022年6月1日，九部委印发《“十四五”可再生能源规划》，《规划》强调统筹推进陆上风电和光伏发电基地建设，加快推进以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电太阳能发电基地，有序推进海上风电基地建设，重点建设新能源基地和海上风电基地集群。沿海各省、市也陆续出台海上风电“十四五”规划，根据我们的不完全统计，“十四五”期间各地出台海上风电项目规划容量已超过 200GW，其中福建、山东、广东等地蓝图宏伟，分别提出了 50GW、35GW、28GW 的“十四五”规划量；此外，还有四个城市各自提出海风发展规划，分别为广东潮州 43.3GW、福建漳州 50GW、江苏盐城 33GW、河北唐山 13GW，我们认为，上述规划的提出有望长期支撑沿海各省市积极推进海上风电发展。

图表 11. “十四五”重大海上风电开发建设重点

基地	具体规划
海上风电基地集群	推动山东半岛、长三角、闽南、粤东、北部湾等千万千瓦级海上风电基地开发建设，推进一批百万千瓦级的重点项目集中连片开发，结合基地开发建设推进深远海海上风电平价示范和海上能源岛示范工程。
深远海海上风电平价示范	推进漂浮式风电机组基础、远海柔性直流输电技术创新和示范应用，力争“十四五”期间开工建设我国首个漂浮式商业化海上风电项目。在广东、广西、福建、山东、江苏、浙江、上海等资源建设和条件好的区域，结合基地项目建设，推动一批百万千瓦级深远海海上风电示范工程开工建设，2025年前力争建成1-2个平价海上风电场工程。
海上能源岛示范	结合山东半岛、长三角、闽南、粤东和北部湾等重点风电基地开发，融合区域储能、海水淡化、海洋养殖等发展需求，在基地内/附近配套建设1-2个海上能源岛示范工程。
海上风电与海洋油气田深度融合发展示范	统筹海上风电与油气田开发，形成海上风电与油气田区域电力系统互补供电模式，逐步实现海上风电与海洋油气产业融合发展。

资料来源：国家发改委，国家能源局，中银证券

图表 12. 部分沿海地区“十四五”期间海风发电规划

省份	规划来源	“十四五”启动前期规划量（含建成量）（GW）
福建	福建省“十四五”能源发展专项规划	福建 50.0
	福建漳州市人民政府 5000 万千瓦的海上风电大基地开发方案	(漳州 50.0)
山东	能源保障网建设行动计划	35.0
广东	广东省能源发展“十四五”规划	广东 28.0
	潮州市能源发展“十四五”规划	(潮州 43.3)
江苏	江苏省“十四五”可再生能源发展规划	11.7
	2021 中国新能源发展论坛盐城市委副书记、代市长周斌致辞	(盐城 33.0)
广西	广西可再生能源发展“十四五”规划	22.5
海南	海南省碳达峰实施方案	12.3
河北	唐山市海上风电发展规划（2022-2035 年）	(唐山 13.0)
浙江	浙江省可再生能源发展“十四五”规划	5.0
辽宁	辽宁省“十四五”海洋经济发展规划	3.0
上海	上海市能源发展“十四五”规划	1.8
天津	天津市可再生能源发展“十四五”规划	0.9
合计		219.8（按各地区最高规划）

资料来源：国家发改委，国家能源局，风芒能源，中银证券

桩基环节：布局占优者有望受益，头部企业跨地区接单能力凸显

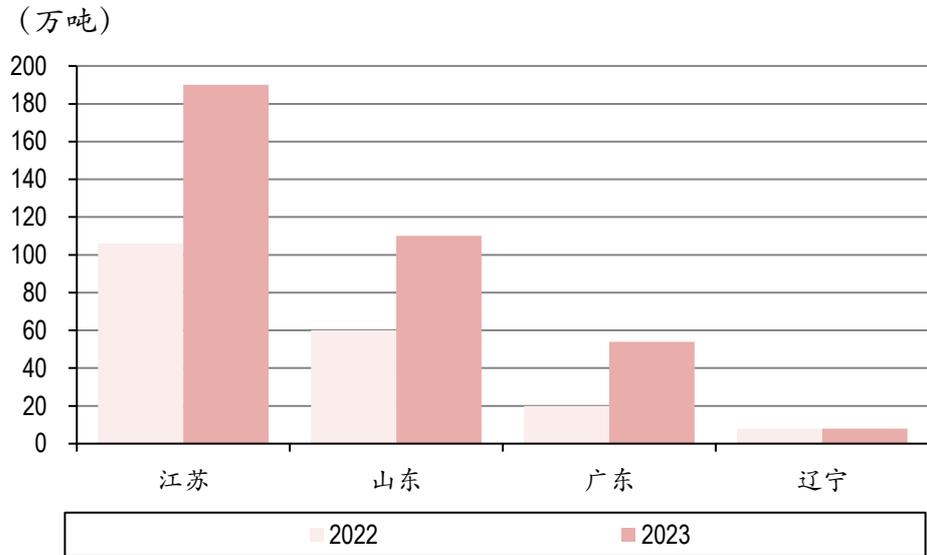
海上塔筒桩基整体供应仍较为宽松，提前布局海风新市场的企业有望受益于需求结构变化：根据当前项目招标情况，我们对 2022-2023 年的塔筒桩基需求进行测算。在 2022-2023 年我国海上风电新增装机量有望分别达到 5GW、10GW 的基础上，我们假设，随着单机容量的提升，单台风机塔筒桩基用量略有提升，但基本维持在 700-800 吨/台的范围内，我们测算出 2022-2023 年，我国海上风电对应的塔筒桩基需求量分别为 51 万吨、94 万吨，而根据我们对于 7 家塔筒桩基上市公司产能的不完全统计，2022-2023 年，其海上塔筒桩基的合计名义产能或达到 194 万吨、362 万吨，整体处于供大于求的状态。但按地理区位拆分产能来看，可以发现大部分产能仍然集中在海上风电开发起步较早的江苏、山东地区，根据我们对 7 家上市公司的不完全统计，2022 年江苏、山东海上塔筒桩基产能占到全国的 54.64%、30.93%；而以广东为代表的新兴海风主力市场中，本土产能供应仍较为有限。我们认为，伴随未来海风装机结构的变化，提前布局海风新市场的企业有望更多受益。

图表 13. 2021-2023 年海上风电塔筒桩基供需平衡表

	2021A	2022E	2023E
海风装机量 (GW)	14.4	5.0	10.0
单机容量 (MW/台)	5.6	7.5	8.5
海风装机量 (台)	2571	667	1176
单台塔筒桩基用量 (吨/台)	700	760	800
塔筒桩基用量 (万吨)	180	51	94
塔筒桩基产能(万吨)	/	194	362

资料来源：各公司公告（大金重工、天顺风能、海力风电、天能重工、泰胜风能、润邦股份、西部重工），北极星电力网，中银证券

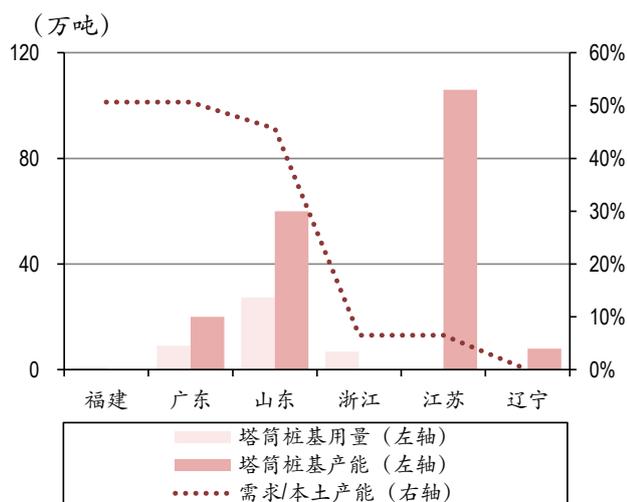
图表 14. 2022-2023 年各省海上塔筒桩基产能分布



资料来源：公司公告，中银证券

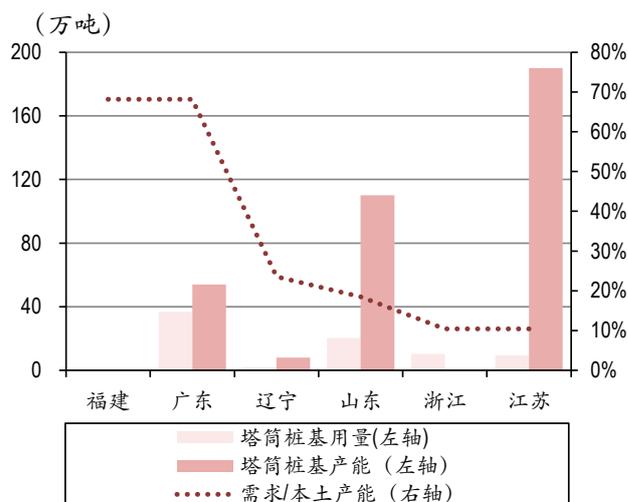
广东、山东海风塔筒桩基产能有望保持较高利用率：尽管海上塔筒桩基采用水路运输后，经济运输半径方面的限制相比陆上塔筒有所弱化，但由于塔筒桩基企业通常与产能所在地的政府与业主具备更加密切的合作关系，我们认为，在需求较好的地区具备产能布局的企业仍然拥有一定属地优势。因此，我们拆分梳理了各省项目招标情况与本土产能，并对比了各地区的本土产能供需情况，发现广东山东地区需求旺盛，当地海风塔筒桩基产能有望维持较高的开工率。具体来说，我们测算得到，福建和广东地区 2022-2023 年合计海上塔筒桩基的需求量分别约为 10 万吨、37 万吨，对应约占 7 家塔筒桩基上市公司当地合计海风产能的 51%、68%。山东地区 2022-2023 年合计海上塔筒桩基的需求量分别约为 27 万吨、20 万吨，对应约占 7 家塔筒桩基上市公司当地合计海风产能的 46%、18%；考虑到山东地区产能主要由大金重工的蓬莱基地贡献，而这一基地同时肩负大金重工出口产品的生产，实际供应山东本土的有效产能的利用率可能更高。

图表 15. 2022 年各省海上塔筒桩基供需情况



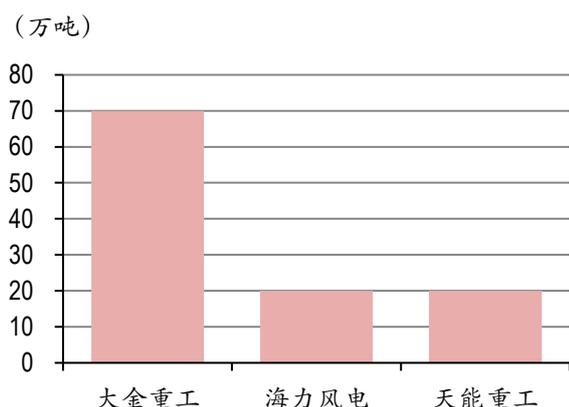
资料来源：公司公告，北极星电力网，中银证券
注：福建与广东、浙江与江苏分别合并计算产能利用率

图表 16. 2023 年各省海上塔筒桩基供需情况



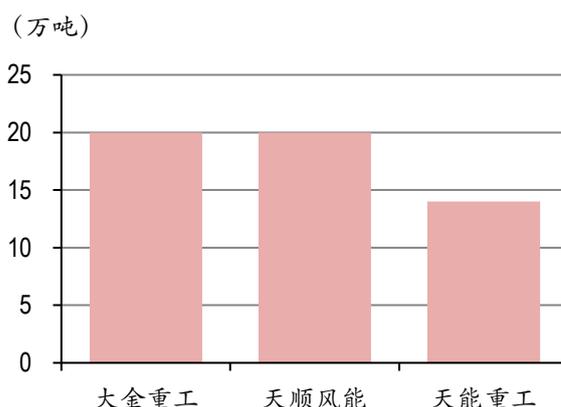
资料来源：公司公告，北极星电力网，中银证券
注：福建与广东、浙江与江苏分别合并计算产能利用率

图表 17. 2023 年上市公司在山东省塔筒桩基产能分布



资料来源：公司公告，中银证券

图表 18. 2023 年上市公司在广东省塔筒桩基产能分布



资料来源：公司公告，中银证券

图表 19. 大金重工海外订单情况

订单名称	公告日期	订单数量	金额	发往国家
NOY - Ile D'Yeu et Noirmoutier 海上风电项目	2022/10/31	62 套单桩	1.228 亿欧元	法国
UK Moray West 海上风电海塔项目	2022/11/17	12 套海上风电塔筒	7,300 万欧元	英国
英国 Dogger Bank B 海上风电项目	2022/11/21	41 套 Haliade-X 海上风电塔筒	/	英国
与帝国工程公司签订《海上风电项目战略合作意向书》	/	/	/	英国

资料来源：公司公告，中银证券

头部企业或凭借较强交付能力与资源获取能力，实现跨地区接单交付，保持较强竞争力：相比陆上塔筒，运输半径不再构成海上塔筒桩基的硬性门槛，因此头部企业若能够凭借与各地区海风开发业主良好的关系、自身较强的交付保障能力，跨省区获得订单，仍有望保持较强的竞争力与较高的出货量。以海力风电为例，尽管产能主要位于江苏省内，但公司 2022 年在山东地区中标“中国电建华东院山东能源渤中海上风电 B 场址工程总承包项目塔筒及其附件标段 2 采购项目”，该项目对应风电容量 399.5MW，单个项目就已大约占到 2022 年山东地区海上风电预计并网量的 15%。

图表 20. 海力风电省外订单情况

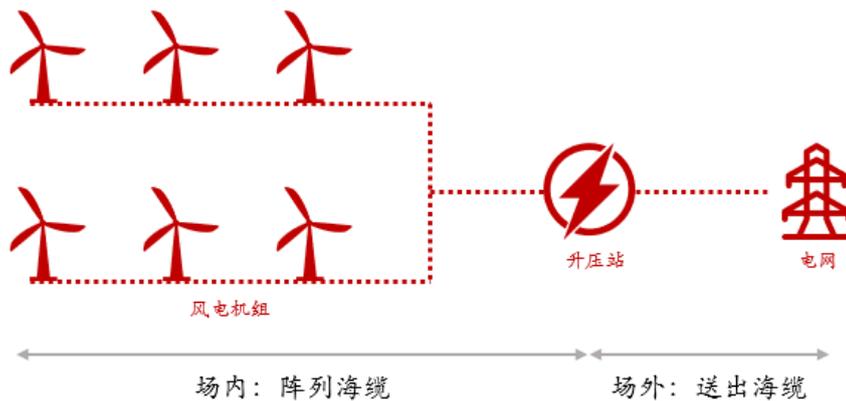
订单名称	省份	规模
中广核广东海域海上风电场单桩预制集约化采购Ⅲ标段	广东	25 套单桩预制
中国电建华东院山东能源渤中海上风电 B 场址工程总承包项目塔筒及其附件标段 2 采购项目	山东	399.5MW

资料来源：龙船风电网，中银证券

海缆环节：技术与业绩壁垒较高，一二线企业跑马圈地建立属地优势

海缆环节在风机大型化过程中具备较强“抗通缩”能力：海上风电场所使用的海缆按照功能可划分为阵列海缆与送出海缆两类。阵列海缆主要应用于风电场场内，连接各台风机并将风机所发电量输送至海上升压站，通常选用 35kV 海缆，风电场内所选用的阵列海缆总容量需要匹配风电场容量，因此场内海缆的单位用量基本保持稳定。送出海缆则应用于风电场场外，负责连接升压站与陆控站，将电流从海上风电场输送至陆上电网，目前一般采用 220kV 交流海缆。场外电缆在容量方面同样需要匹配风电场容量，而风电场的离岸距离基本决定了送出电缆的敷设长度。伴随我国海上风电建设从近海逐步推向深远海，送出海缆的单兆瓦用量仍有提升空间。

图表 21. 海缆主要分类及用途



资料来源：中银证券

技术与业绩壁垒较高，行业格局稳定：相比风电其他零部件环节，海缆环节对技术与质量的要求通常更高，这主要是因为：①海缆作为风电场与电网之间的电力输送通道，一旦发生故障往往会影响整个风电场的运行，其损失通常大于其他风机零部件出现故障导致的单台风机停运；同时由于海缆埋于海底，一旦出现故障，需要等待合适的海况条件才能出海进行维修工作，等待过程亦会为风电场带来额外的停运损失。②海缆的工作环境处于高盐、高温度的水下，需要兼备防水、抗腐蚀等性能，对技术要求较高。出于以上原因，海缆在竞标过程中通常不会刻意追求低价竞标，而是对技术质量有着较高要求。因此国内海缆招标时，通常会为投标人设置一定的业绩门槛，即要求投标人近期具备一定数量以上的海缆敷设工程业绩。在这种边界条件下，国内海缆行业目前形成了以东方电缆、中天科技为代表的头部企业聚集度较高的格局。

图表 22. 第一、二梯队海缆企业近期 220kV 海缆业绩

公司名称	中标 220kV 海缆项目	中标时间
东方电缆	浙能台州 1 号海上风电工程项目	2022/11/1
亨通光电	龙源射阳 100 万千瓦海上风电项目 220kV 海缆采购	2022/11/20
中天科技	国华渤中 B2 场址海上风电项目 220kV 海缆设备及敷设施工采购	2022/9/13
汉缆股份	大唐汕头南澳勒门 I 海上风电场项目 220kV、35kV 海缆及附件采购	2022/3/15
宝胜股份	长乐外海海上风电 C 项目 220kV 海底光电复合缆及附件采购	2020/9/8

资料来源：北极星电力网，中银证券

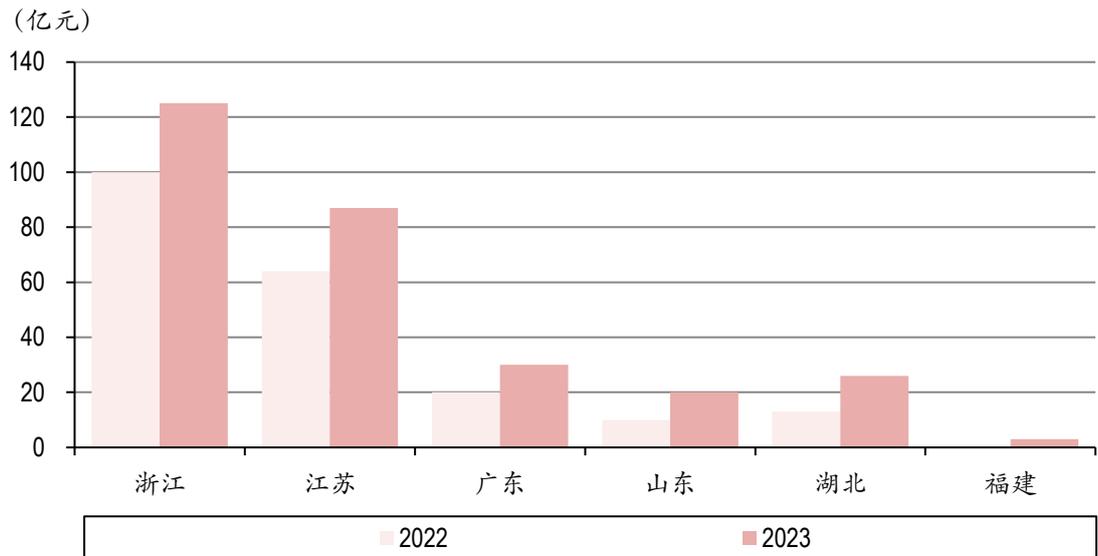
规划产能偏宽松的背景下，订单预计仍将集中在具备历史业绩的头部企业手中：根据当前项目招标情况，我们对 2022-2023 年的海缆需求进行测算。在 2022-2023 年我国海上风电新增装机量有望分别达到 5GW、10GW 的基础上，我们假设海缆的单位价值量维持在 20 亿元/GW，据此可测算出 2022-2023 年，我国海上风电对应的海缆需求量分别为 100 亿元、200 亿元，而根据我们对于 7 家海缆上市公司产能的不完全统计，2022-2023 年，其海底电缆合计名义产能或达到 207 亿元、291 亿元，产能供应仍然偏宽松。在此背景下，我们判断历史业绩或将成为海缆招标投标过程中的重要壁垒，以 220kV 送出海缆为代表的高电压、高毛利、高价值量产品订单或仍将主要集中在有历史交付业绩的头部手中。

图表 23. 2021-2023 年海缆供需平衡表

	2021A	2022E	2023E
海风装机量 (GW)	14.4	5.0	10.0
每 GW 海缆的价值量 (亿元/GW)	20	20	20
海缆需求量 (亿元)	288	100	200
海缆产能 (亿元)	/	207	291

资料来源：各公司公告（东方电缆、中天科技、亨通光电、汉缆股份、宝胜股份、起帆电缆、太阳电缆），北极星电力网，中银证券

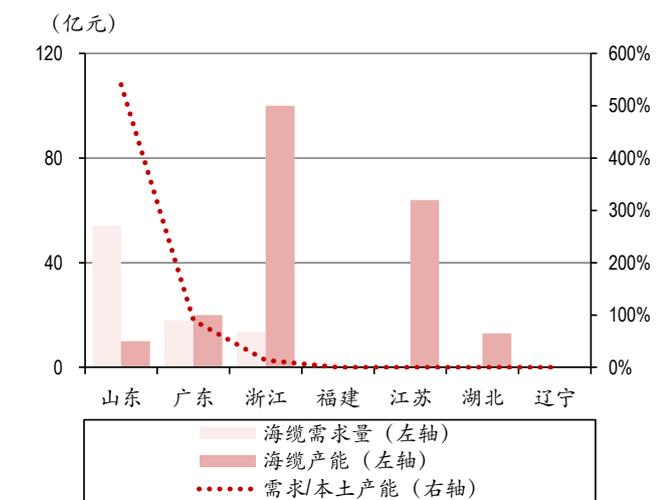
图表 24. 2022-2023 年各省海缆产能分布



资料来源：公司公告，中银证券

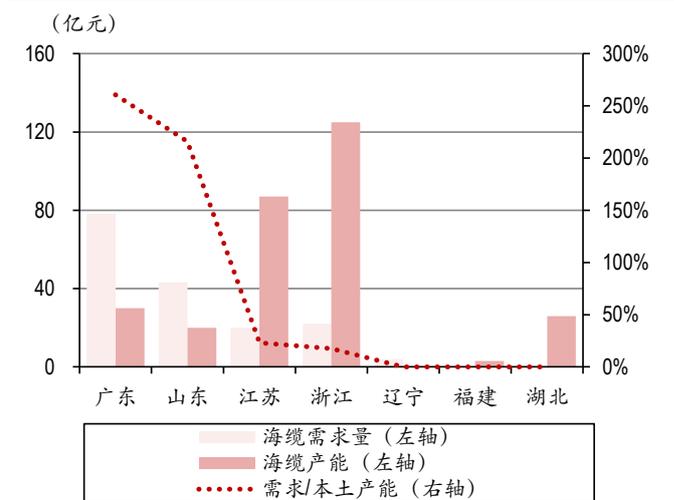
海缆具备较强属地属性，产能布局或成为头部企业间订单归属的重要影响因素：通常而言，海缆环节的准入门槛在于历史业绩，而对于同样具备历史业绩背书的头部企业，海缆的属地属性则较为凸显，产能布局更贴近需求的厂商在竞标中通常更具优势。我们比较了各省海风项目需求与海缆本土产能，发现 2022-2023 年广东、山东地区项目对应的海缆需求均超过了当地产能的供应能力。因此，我们认为，已经布局广东地区的中天科技，以及计划布局广东地区的东方电缆、亨通光电，已经布局山东地区的汉缆股份，以及计划布局山东地区的中天科技，未来都有望在相应地区的竞争中取得较大的份额。此外，也有部分二线海缆企业规划在尚未配备海缆产能的省份投资建厂，如起帆电缆、太阳电缆分别计划在广西、福建进行布局，伴随“十四五”后期各沿海省份的需求增长，上述前瞻性布局或将为相应公司带来一定成长机会。

图表 25. 2022 年各省海缆供需情况



资料来源：各公司公告，北极星电力网，中银证券

图表 26. 2023 年各省海缆供需情况

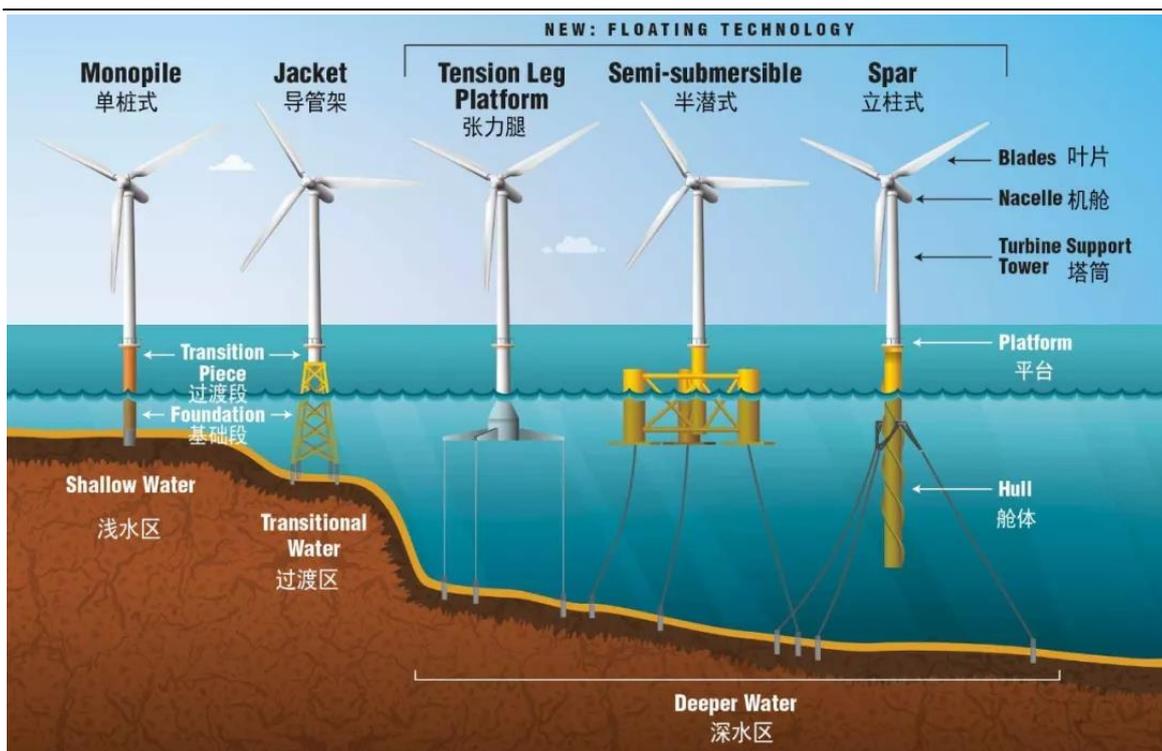


资料来源：各公司公告，北极星电力网，中银证券

锚链环节：深远海化为未来方向，漂浮式项目逐步落地打开锚链市场空间

深远海化是风资源开发的未来方向：我国海岸线辽阔，丰富的海上资源储备为我国海风产业链发展提供了较大空间，但随着海上风电开发进程的加快，近海风能资源的开发或将逐步趋于饱和，在漂浮式技术逐步成熟之后，深远海化的漂浮式风机或将成为海风发展大方向。一方面，我国深远海域的风资源通常优于近海地区，根据龙源电力，水深 50m 以上的海面风场风能密度通常约为近海区域的 2-4 倍，具有极高的开发价值；另一方面，在深远海化推进的过程中，海上风电场的可开发面积也将自然提升，根据风能资源普查成果，我国 5-25m 水深、50m 高度海上风电开发潜力约 200GW；而 5-50m 水深、70m 高度海上风电开发潜力则约 500GW。基于以上原因，我们认为，不受到水深、海底地质条件限制的漂浮式海上风电将成为远期海风发展的主要增量。

图表 27. 不同水深条件下适用的海上风电基础结构类型



资料来源：龙船风电网，中银证券

图表 28. 海上风电三类基础结构对比

	桩基	导管架	漂浮式基础
结构特征	直径大、长度长一体化的钢构件	直径较小 钢管桩与上部脚架组合而成的钢构件	由浮箱、锚索等构件组合而成 通常为钢构件
适用范围	浅海 (0-60m)	浅海 (0-60m)	深海 (>50m)
优点	生产工艺简单 安装成本较低 安装经验丰富	强度高, 重量轻 适用于大型风机	适用于深水海域 该水域海上风电发电潜力大 安装不受海床影响
安装施工	液压打桩锤、钻孔安装	蒸汽/液压打桩锤安装	与深水海洋平台施工法相同 起重船吊装系泊

资料来源: 海力风电招股说明书, 中银证券

漂浮式风电示范项目陆续落地: 目前, 我国漂浮式风机技术已经进入了示范发展期, 第一台单机容量 5.5MW 的三峡引领号漂浮式示范项目已于 2021 年并网, 第二台单机容量 6.2MW 的海装扶摇号漂浮式示范项目已在广东湛江罗斗沙海域顺利完成安装, 预计将于 2022 年并网。除此之外, 2022 年 6 月, 中国电建提出计划投资 225 亿元, 在万宁市东南部海域兴建 1GW 的漂浮式海上风电项目, 标志着我国漂浮式海上风电已经开始逐步商业化。目前, 根据我们的不完全统计, 国内已经公开的漂浮式海上风电项目规划规模已经达到了 1,065MW, 预计将在“十四五”、“十五五”期间陆续投入运行。

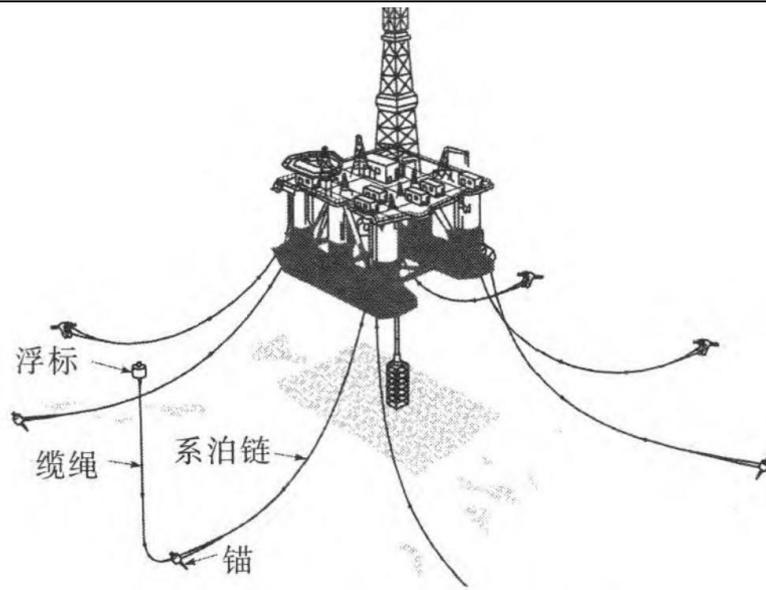
图表 29. 国内漂浮式示范项目统计

	单机容量	风电场容量	预计并网时间
三峡引领号	5.5MW	/	2021 (已并网)
海装扶摇号	6.2MW	/	2022
龙源南日岛项目	4.0MW	/	/
中海油融风	7.25MW	/	/
明阳 OceanX	16.6MW	/	2022-2023
绿能示范项目	/	25MW	/
海南万宁项目一期	/	200MW	2025
海南万宁项目二期	/	800MW	2027

资料来源: 北极星电力网, 能源局, 国际风力发电网, 海南日报, 中银证券

系泊系统通常占漂浮式风场总投资的 20%-30%, 未来系泊链市场空间广阔: 根据 CWEA 数据, 系泊系统价值量一般占到漂浮式风电场总投资 20%-30%, 以海南万宁项目一期 50 亿元的总投资规模进行测算, 假设项目单机容量为 10MW, 则单套风机系泊系统的价值量约为 5,000-7,500 万元。而在整套系泊系统中, 锚链又占据了大部分成本, 以 2021 年 6 月亚星锚链中标海装扶摇号系泊链的总报价 2,298 万元为例, 我们认为单台漂浮式风机所需的锚链价值量约为 2,000-2,500 万元。在单机容量 10MW 的假设前提下, 仅考虑国内已规划的 1,065MW 漂浮式风电项目, “十五五”前海上漂浮式风电也可为锚链带来至少 20 亿的市场空间。

图表 30. 海洋平台系泊系统构成



资料来源:《Design and Analysis of Stationkeeping Systems for Floating Structures》American Petroleum Institute, 中银证券

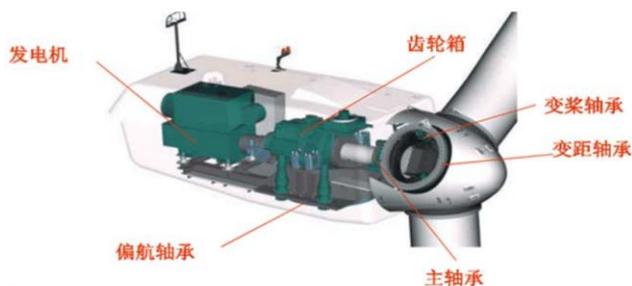
高强度系泊链技术壁垒较高，市场竞争格局稳定：系泊链是用在石油钻井平台、漂浮式海上风电等海洋结构件上起固定作用的产品，通常需要满足良好的耐海水腐蚀、抗疲劳、耐磨损性能。行业通常按照抗拉强度划分锚链等级，从 R1 到 R6 锚链强度逐步增大。目前，高强度系泊链市场竞争格局稳定，能够批量供应 R5 等级及以上的系泊链供应商仅有我国的亚星锚链与西班牙的维西尼两家公司，具备供应能力的厂商预计可以直接受益于漂浮式风电带来的市场空间增长机遇。

国产替代持续推进，轴承、滚子发展空间广阔

风机轴承价值量占比较大，平价时代轴承存在降本诉求

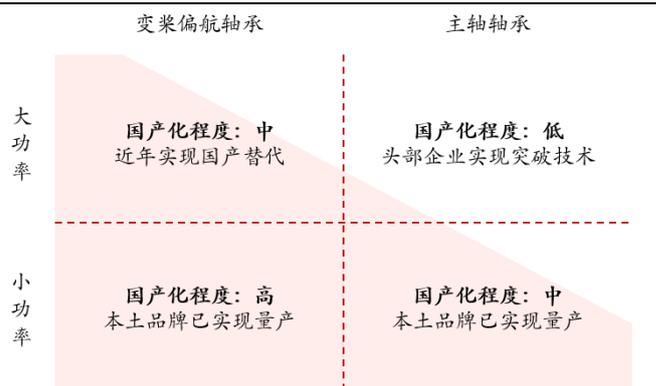
风机轴承尚未完成国产化替代：风力发电机轴承可分为主轴轴承、偏航变桨轴承、齿轮箱轴承三大类。其中，主轴轴承与齿轮箱轴承应用于风机传动链，需要同时承担多重载荷，技术指标要求与加工难度高，国内具备齿轮箱轴承、大兆瓦主轴轴承生产能力的企业依然有限；而偏航变桨轴承主要用于调整风机朝向及叶片桨距角，仅在风力风向发生变化时进行间歇性的转动调整，因此对轴承载荷承受强度要求较低，已经实现了较高的国产化率。

图表 31. 风电整机轴承分类（以双馈式风机为例）



资料来源：新强联招股说明书，中银证券

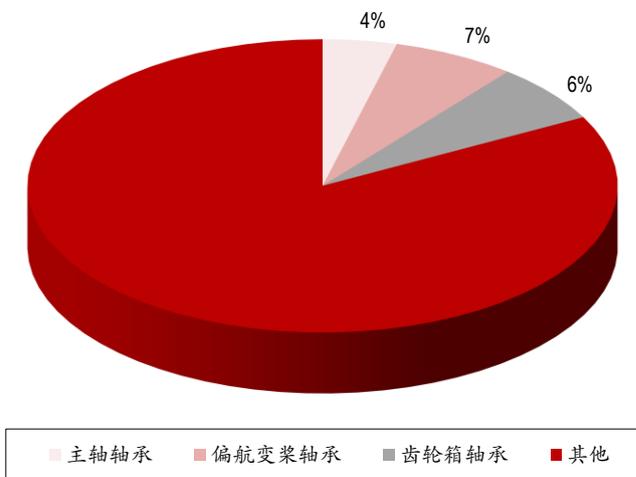
图表 32. 风电轴承国产化情况



资料来源：新强联公告，北极星电力网，中银证券

风机轴承价值量占比较大，存在降本诉求：整体而言，由于轴承属于风机零部件中的高技术壁垒环节，其价格与价值量占比均较高。根据我们的测算，主轴轴承与偏航变桨轴承合计价值量可以占到风力发电机价值量的约 11%，而对于带齿轮箱的双馈式、半直驱式风力发电机，齿轮箱轴承还将占到风机整体价值量的约 6%。由于风电轴承价值量较大，且存在国产化替代空间，这一环节的降本也是风电平价过程中备受关注的一部分。

图表 33. 风力发电机中各类轴承价值量占比



资料来源：新强联公司公告，中银证券

轴承环节：国内厂商逐步突破大兆瓦技术，性价比优势凸显

海外轴承厂商计划涨价，国内产品性价比优势或进一步凸显：近期受能源危机和俄乌战争影响，海外轴承供应商面临经营成本上升的压力，并已开始向国内经销商发放涨价函，平均涨幅在 5%-10% 不等。其中，斯凯孚宣布 10 月 1 日开始的六个月内，欧洲制造的产品价格上调 10%；舍弗勒宣布 11 月 3 日起，欧洲制造的产品价格上调 6%-8%；铁姆肯宣布 11 月 9 日起，大中华区所有进口轴承商品价格上调 5%-10%。我们认为，由于轴承头部供应商产能集中于欧洲地区，而欧洲供应商近期面临能源、原材料、运输成本上涨的挑战，短期产品销售价格出现明显上浮；但国内厂商供应链稳定，成本可控。在此情形下，国内轴承产品的性价比优势或将进一步凸显，或能够借此机会实现较快的国产化替代。

图表 34. 各国际轴承厂涨价情况

	涨价幅度	涨价开始时间	涨价范围
恩斯克	6%	2022/9/1	新增订单
斯凯孚	10%	2022/10/1	含未交付订单
不二越	/	2022/10/1	新增订单
艾克欧	5%-10%	2022/10/1	新增订单
舍弗勒	6%-8%	2022/11/3	新增订单
铁姆肯	5%-10%	2022/11/9	新增订单

资料来源：DSR 轴承，中银证券

掌握大兆瓦主轴轴承、齿轮箱轴承量产技术的国内企业有望领衔国产替代：2016 年以来，本土企业逐渐突破大功率风机主轴轴承技术，洛轴、瓦轴先后突破 6MW 主轴轴承技术并交付样品。2021 年起，伴随国内风机的快速大型化，大兆瓦国产主轴轴承的研发与量产也开始提速，目前，新强联已能够批量生产 6.25MW 主轴轴承并顺利下线 12MW 海风主轴轴承；洛轴则已与东方电气签订 6.25MW 主轴轴承供货协议并顺利下线 16MW 海风主轴轴承。与此同时，滑动轴承技术也有望凭借着更低的成本成为未来齿轮箱轴承和主轴轴承的迭代方向，当前长盛轴承 6MW 半直驱机型齿轮箱滑动轴承已完成台架测试，明后年有望逐步小批量应用于齿轮箱轴承领域。我们认为，拥有大兆瓦主轴轴承、齿轮箱轴承量产技术的头部国内企业有望受益于风机轴承的国产替代，实现高于行业平均的增速。

图表 35. 我国主要轴承生产商技术进展

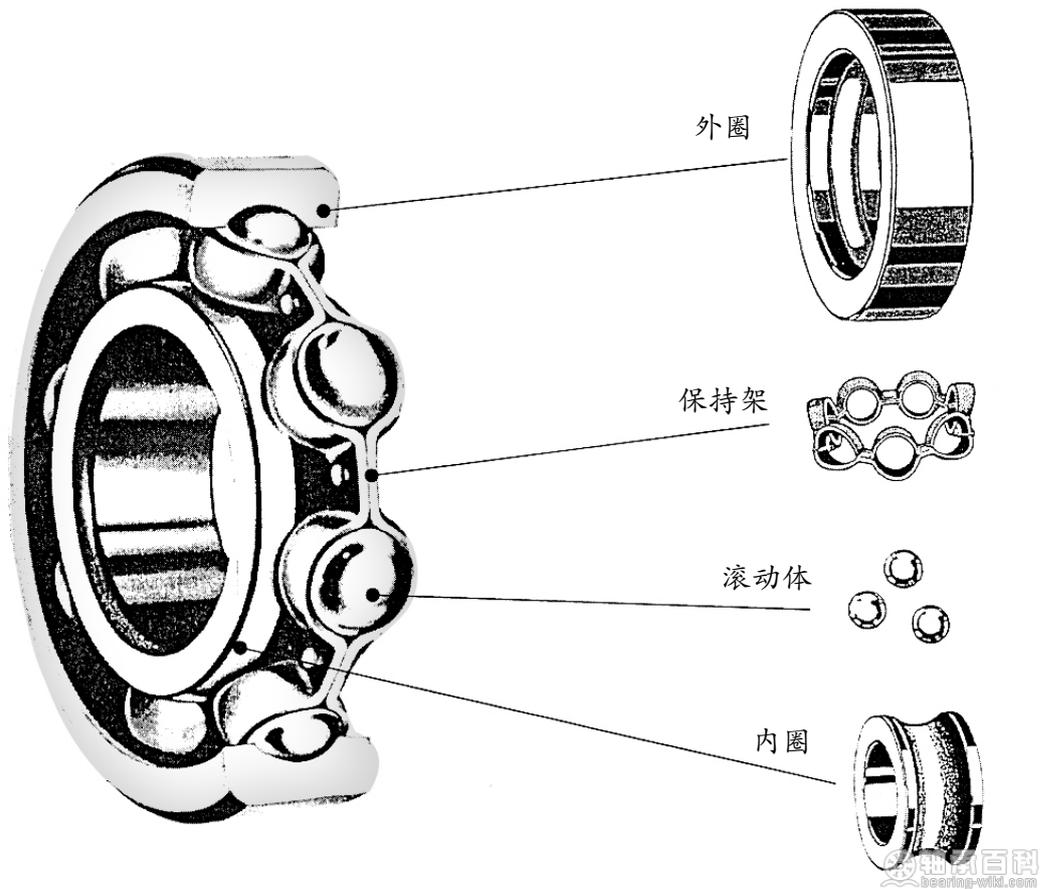
公司名称	主轴轴承技术进展	齿轮箱轴承技术进展
新强联	量产 5MW 三排柱滚子轴承 量产 6.25MW 双列圆锥滚子轴承 小批量供应 7MW 单列圆锥滚子轴承 成功下线 12MW 主轴轴承	投资 11.13 亿元用于投建 年产 2,000 个齿轮箱轴承及精密零部件项目 预计 2024 年开始产能爬坡，2026 年满产
轴研科技	量产 5-7MW 调心滚子轴承 陆续开发	/
洛轴	量产 6.25MW 调心滚子轴承 成功下线 16MW 主轴轴承	已出货
瓦轴	量产 3.5MW 及以上主轴轴承 成功下线 6MW 主轴轴承	已出货
恒润股份	规划中	/
长盛轴承	/	6MW 半直驱机型齿轮箱滑动轴承已完成台架测试

资料来源：公司公告，公司官网，轴承摇篮，北极星电力网，中银证券

滚子环节：规模化第三方厂商具备较强成本优势

滚动体是轴承核心部件，占轴承价值量的 10%-15%：轴承通常由外圈、内圈、保持架、滚动体四部分构成。其中，外圈固定在轴承座上，起到支撑滚动体的作用；内圈固定在轴颈上，与轴同步旋转；保持架将轴承中的滚动体均匀地相互隔开，保证滚动体正常滚动；滚动体则装置于内外圈之间，是决定轴承载荷承受能力、旋转精度、转速、寿命的核心零件，滚动体按形状可以划分为钢球和滚子两类，滚子的加工难度通常大于钢球，根据五洲新春的公司公告，滚子一般占到轴承价值量的 10%-15%。

图表 36. 轴承核心组成结构



资料来源：轴承百科，中银证券

专业化第三方厂商具备成本优势，市场份额或有望逐步提升：滚子市场中的主要参与玩家可以分为外资轴承厂、国内轴承厂、专业滚子厂、小型滚子厂四大类。头部国内外轴承厂商尽管掌握滚子制造技术，但其所生产的滚子主要供应自身使用，较难形成规模效应，同时由于缺乏同业间技术交流，产品生产迭代速度较为缓慢，成本相对较高，因此存在外采低价滚子的降本诉求。第三方滚子厂商中，小型滚子厂通常无法满足风电轴承要求的性能指标；而专业化第三方轴承厂商面对下游多家轴承客户进行出货，容易形成规模，同时由于需要及时响应下游差异化的需求，技术进步较快，综合竞争力较强。我们认为，专业化第三方厂商在技术、成本等方面具备优势，有望在市场竞争中逐步提升自身份额。截至 2021 年，以五洲新春、力星股份为代表的专业轴承厂商已在产品研发、客户合作方面取得了较多进展。

图表 37. 滚子市场主要参与者

参与者	代表厂商	生产能力
外资轴承厂	舍弗勒、斯凯孚	滚子通常为下属滚子厂自产和进口，生产成本较高
国内轴承厂	洛轴、瓦轴、新强联	滚子自产自供，缺乏滚子产品竞争和交流
专业滚子厂	五洲新春、力星股份	具备 I、II 级精度滚子生产能力，满足各大轴承厂产品需求
小型滚子厂	-	达不到风电轴承所需的生产技术

资料来源：公司公告，中银证券

图表 38. 第三方专业化滚子厂商客户开拓进展

公司名称	滚子研发与合作进展
五洲新春	成功研发风电变桨轴承、主轴轴承、齿轮箱轴承滚子和海上风电轴承滚子全系列产品 2021 年老客户订单量快速增长，新增收到瓦轴、洛轴、轴研科技、恒润股份等客户的订单 取得罗特艾德 6MW、10MW 海上风电滚子订单，实现海上风电滚子突破
力星股份	通过远景能源、SKF 南高齿项目的跨终端审核 2021 年新增大连 SKF、新强联、福赛、劳拉贡等国内外客户的批量订单

资料来源：公司公告，中银证券

投资建议

风电招标量维持高位，整体需求景气持续验证，海上风电高增长进入兑现期。整机价格持稳有助于稳定产业链盈利中枢，大宗原材料价格松动有望修复中游盈利能力，产业链方面，建议优先配置业绩增速有望匹配或超越行业需求增速的海风、国产化替代环节的龙头企业。海风方面，海缆、桩基环节或受益于 2023 年海风需求同比翻倍式增长；此外，深远海化是海风长期发展的大方向，漂浮式风机项目逐步落地或带动锚链环节需求快速增长。国产替代方面，海外轴承厂涨价背景下，国内轴承性价比优势有望凸显，掌握大兆瓦主轴轴承量产技术的企业有望领衔国产替代，同时国内专业化第三方滚子厂商或凭借成本优势，提升市场份额。

推荐东方电缆、汉缆股份、大金重工、海力风电、泰胜风能、天顺风能、五洲新春、新强联、恒润股份、金雷股份、日月股份、三一重能、运达股份、金风科技等，建议关注亨通光电、起帆电缆、宝胜股份、天能重工、长盛轴承、力星股份、明阳智能等。

风险提示

价格竞争超预期：风电整机与部分零部件产品价格存在竞争超预期的风险，或对产业环节盈利能力造成不利影响。

原材料价格出现不利波动：大宗原材料成本对风电制造业的盈利能力影响权重较大，若原材料价格出现不利波动，将对各制造企业的盈利情况产生负面影响。

国际贸易摩擦风险：对海外市场的出口是部分风电零部件企业销售的主要组成部分，如后续国际贸易摩擦超预期升级，可能会对相关企业的销售规模和业绩产生不利影响。

大型化降本不达预期：风电制造业后续盈利能力在一定程度上依赖于机组大型化带来的制造成本下降，如大型化降本的幅度与速度不达预期，风电制造企业的盈利能力将受到负面影响。

新能源政策风险：目前风电行业整体景气度与行业政策的导向密切相关，如政策方面出现不利变动，可能影响行业整体需求，从而对制造产业链整体盈利能力造成压力。

消纳风险：随着我国光伏、风电装机容量的提升，其发电出力的不连续性对电网造成的消纳压力逐步增大，如电网企业限制后续新能源发电的新增消纳空间，将对新能源发电需求造成不利影响。

新冠疫情影响超预期：新型冠状病毒肺炎疫情尚未结束，如疫情持续或出现反弹，可能因人流、物流受限而影响风电装机需求，同时亦可能对企业研发投入造成负面影响，进而拖慢新技术研发生产进程。

附录图表 39. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2016A	2017E	2016A	2017E	
002531.SZ	天顺风能	买入	13.32	240.09	0.73	0.42	18.33	31.71	2.99
603985.SH	恒润股份	买入	25.04	110.39	1.00	0.21	24.98	119.24	3.29
603606.SH	东方电缆	增持	65.21	448.46	1.73	1.52	37.72	42.90	8.70
002498.SZ	汉缆股份	增持	4.13	137.40	0.23	0.24	17.68	16.93	2.00
002487.SZ	大金重工	增持	37.09	206.09	1.04	0.71	35.69	52.24	6.21
301155.SZ	海力风电	增持	88.09	191.50	5.12	1.49	17.21	59.12	3.52
300129.SZ	泰胜风能	增持	7.01	65.54	0.28	0.38	25.35	18.45	1.67
603667.SH	五洲新春	增持	13.63	44.77	0.38	0.55	36.25	24.65	1.96
300850.SZ	新强联	增持	58.20	191.89	1.56	1.63	37.31	35.71	5.16
300443.SZ	金雷股份	增持	36.87	96.51	1.90	1.55	19.44	23.79	2.77
603218.SH	日月股份	增持	19.20	196.91	0.65	0.53	29.51	36.23	2.29
688349.SH	三一重能	增持	30.27	360.06	1.34	1.35	22.63	22.42	3.39
300772.SZ	运达股份	增持	14.55	102.15	0.70	0.87	20.85	16.72	3.16
002202.SZ	金风科技	增持	11.07	432.89	0.82	0.91	13.53	12.16	1.34
600487.SH	亨通光电	未有评级	14.50	357.68	0.58	0.84	24.90	17.28	1.66
605222.SH	起帆电缆	未有评级	25.35	106.00	1.64	1.20	15.50	21.07	2.73
600973.SH	宝胜股份	未有评级	4.62	63.36	(0.56)	0.19	/	23.96	1.83
300569.SZ	天能重工	未有评级	8.19	66.26	0.49	0.65	16.76	12.65	1.74
300718.SZ	长盛轴承	未有评级	23.27	69.35	0.52	0.64	44.73	36.55	4.98
300421.SZ	力星股份	未有评级	11.99	29.69	0.36	0.30	32.86	39.65	2.37
601615.SH	明阳智能	未有评级	24.59	558.71	1.36	1.83	18.02	13.45	1.98

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2022 年 12 月 16 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

603667.SH

增持

市场价格：人民币 13.63

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(17.6)	(9.7)	(12.9)	(20.3)
相对上证指数	(4.8)	(11.3)	(14.2)	(6.5)

发行股数(百万)	328
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	4,477
3个月日均交易额(人民币 百万)	97
净负债比率(%) (2022E)	45
主要股东(%)	
张峰	21

 资料来源：公司公告，聚源，中银证券
 以2022年12月16日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

电力设备
证券分析师：李可伦

(8621)20328524

kelun.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518070001

联系人：许怡然

yiran.xu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030006

五洲新春

风电滚子国产化先锋，汽配业务有望持续增长

公司作为国内龙头轴承磨前产品制造商，凭借技术、成本优势引领风电滚子国产化，同时汽配业务与热管理业务受益于新能源汽车销量的提升，有望迎来渗透率与单车价值量的提升；首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **国内龙头轴承磨前产品制造商，引领风电滚子国产化：**公司是国内领先的轴承磨前产品制造商，以原材料、生产工艺协同性为抓手，积极开拓新业务。目前，公司业务广泛涉及轴承、精密机械零部件、汽车安全系统、热管理系统零部件的研发、生产和销售；其中风电滚子、汽车配件、汽车热管理系统零部件为公司未来重点的战略发展方向。
- **磨前技术成熟，风电滚子业务打开公司天花板：**公司以磨前产品起家，逐步打通轴承全环节生产。套圈业务方面，公司与头部轴承供应商密切合作，已进入全球前八大轴承厂商中七家的供应链；成品轴承方面，公司收购欧洲轴承公司FLT，实现自主品牌销售，逐步拓宽用户渠道；风电滚子方面，公司凭借磨前技术积累突破风电滚子技术壁垒，当前产品具备成本与技术优势，2021年公司滚子板块收入6,003万元，而我们测算2022年全球市场空间超20亿元，行业具备较大国产化替代潜力。
- **新能源汽车销量持续增长，为公司汽配与热管理板块带来发展机遇：**公司汽车配件业务主要包括安全气囊气体发生器、新能源动力驱动装置、新能源驱动电机零部件等三大类产品。我们认为，公司上述业务有望借助新能源车取代传统燃油车的产业变革机会，实现产品渗透率与单车价值量的双提升。这主要是因为，公司属于汽配赛道中的后进入者，燃油车汽配的竞争格局通常已由老玩家主导，但新能源市场上出现大批供应链尚未固化的造车新势力，公司有较大机会进入其中；另一方面，由于新能源汽车对被动安全系统与热管理系统的要求较高，单车价值量提升亦有望拉动公司对应产品的需求提升。

估值

- 在当前股本下，我们预计公司2022-2024年实现每股收益0.56/0.81/1.10元，对应市盈率24.4/16.8/12.4倍；首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 价格竞争超预期；原材料价格出现不利波动；新技术和新产品研发结果不达预期；大型化降本不达预期；关键技术与人才流失；新能源政策风险；消纳风险；新冠疫情影响超预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	1,754	2,423	3,383	4,266	5,089
变动(%)	(3)	38	40	26	19
净利润(人民币 百万)	62	124	184	266	362
全面摊薄每股收益(人民币)	0.189	0.376	0.559	0.811	1.101
变动(%)	(46.0)	98.9	48.7	45.0	35.8
全面摊薄市盈率(倍)	72.1	36.2	24.4	16.8	12.4
价格/每股现金流量(倍)	19.4	55.1	102.7	31.7	10.4
每股现金流量(人民币)	0.70	0.25	0.13	0.43	1.32
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.0	17.8	14.7	10.8	8.4
每股股息(人民币)	0.147	0.261	0.067	0.097	0.132
股息率(%)	1.1	1.9	0.5	0.7	1.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

国内龙头轴承磨前产品制造商，引领风电滚子国产化

国内领先的轴承磨前产品制造商，横向纵向延申，完善产业链布局：浙江五洲新春集团股份有限公司（以下简称“五洲新春”或“公司”）前身五洲实业成立于1999年，2002年更名为五洲新春。公司从轴承套圈业务出发，在此基础上进一步突出主营业务，于2010年进行重大资产重组，收购富日泰、富立钢管等6家公司，布局从轴承套圈到成品轴承的完整产业链。此后，公司以原材料、生产工艺协同性为抓手，积极开拓新业务，2014年起汽车安全气囊气体发生器开始为公司贡献收入；2018年公司收购新龙实业，将业务拓展至空调管路领域；同年公司开始生产风电滚子产品；2021年公司又收购欧洲知名轴承经销商FLT，实现轴承产品的自主品牌销售。目前，公司主营业务广泛涉及轴承、精密机械零部件、汽车安全系统、热管理系统零部件的研发、生产和销售，其中风电滚子、新能源汽车轴承、汽车安全件、汽车热管理系统零部件为公司未来重点的战略发展方向。

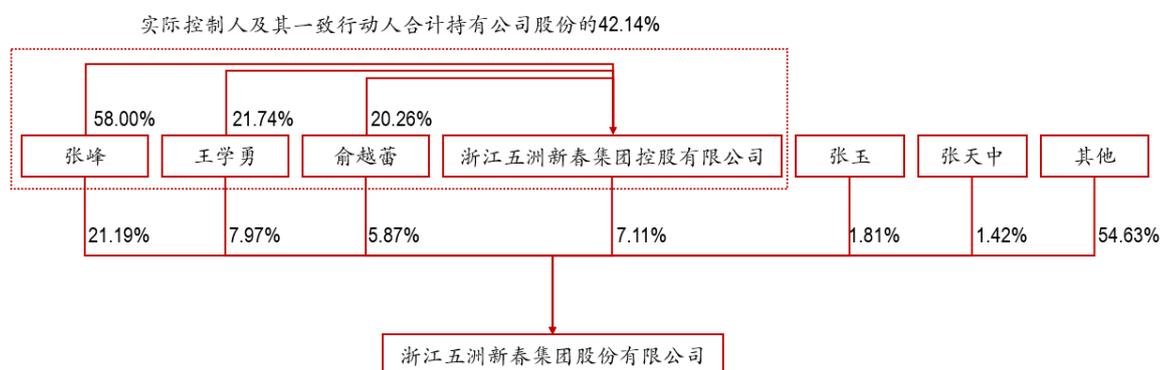
图表 40. 五洲新春发展历程



资料来源：公司公告，中银证券

公司实际控制人为张峰、俞越蕾夫妇，股权结构稳定清晰：公司实际控制人为董事长张峰先生与董事俞越蕾女士，二人系夫妻关系，分别直接持有公司股份的21.19%和5.87%；同时，副董事长王学勇先生直接持有公司7.97%的股份；三位自然人与其持股平台浙江五洲新春集团控股有限公司为一致行动人，共同持有公司42.14%的股份，股权结构稳定。此外，董事长张峰先生之堂妹张玉女士持股1.81%，之父张天中先生持股1.42%。

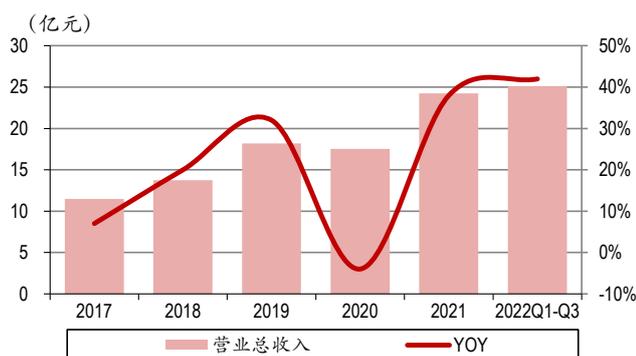
图表 41. 五洲新春股权结构图（截至2022年9月30日）



资料来源：公司公告，中银证券

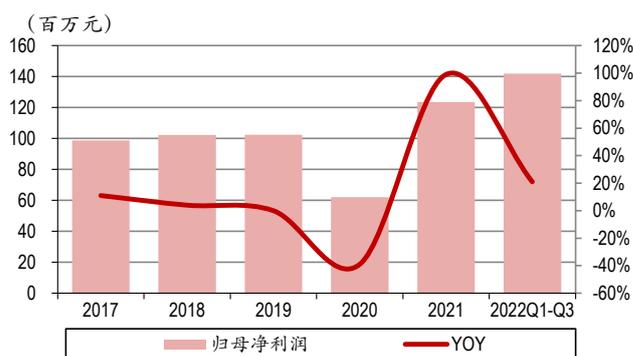
营业收入整体较快增长，盈利能力受到业务结构变化影响：拆分2021年公司收入结构来看，轴承相关业务贡献公司主要收入，成品轴承与风电滚子占到公司总收入的57.26%；空调管路贡献公司收入的25.89%；汽车安全件及其他零部件贡献公司收入的13.48%。2017-2021年，公司整体营业收入从11.46亿元增长至24.23亿元，年均复合增速达到20.58%；2022前三季度公司实现营业收入25.12亿元，同比增长42.29%，收入规模基本维持稳定增长态势，仅2020年受到新冠肺炎疫情、贸易摩擦冲击较大。同时，公司2017-2021年的归母净利润则从9,873万元增长至1.24亿元，年均复合增速为5.76%；2022前三季度公司实现归母净利润1.42亿元，同比增长21.45%。而从盈利能力角度来看，2017到2020年公司毛、净利率均呈现下滑趋势，主要是因为这一时期公司处在汽车安全件业务拓展阶段，该板块早期盈利能力偏低，拉低了公司整体利润率水平；而在2020年之后，公司新增高毛利率的风电滚子板块，同时汽车安全件业务在产品良率逐步提升之后，盈利能力有所改善，公司净利率呈现向上趋势。未来，随着高毛利率业务的持续放量，我们预计公司整体盈利能力仍有提升空间。

图表 42. 2017-2022Q3 五洲新春收入情况



资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

图表 43. 2017-2022Q3 五洲新春归母净利润情况



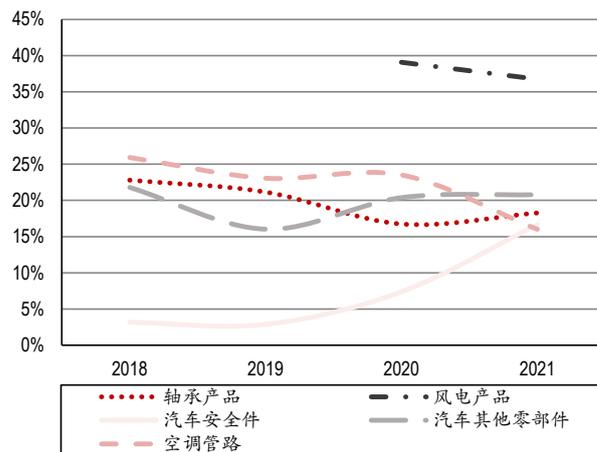
资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

图表 44. 2017-2022Q3 五洲新春盈利能力



资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

图表 45. 2018-2021 年五洲新春各业务板块盈利能力

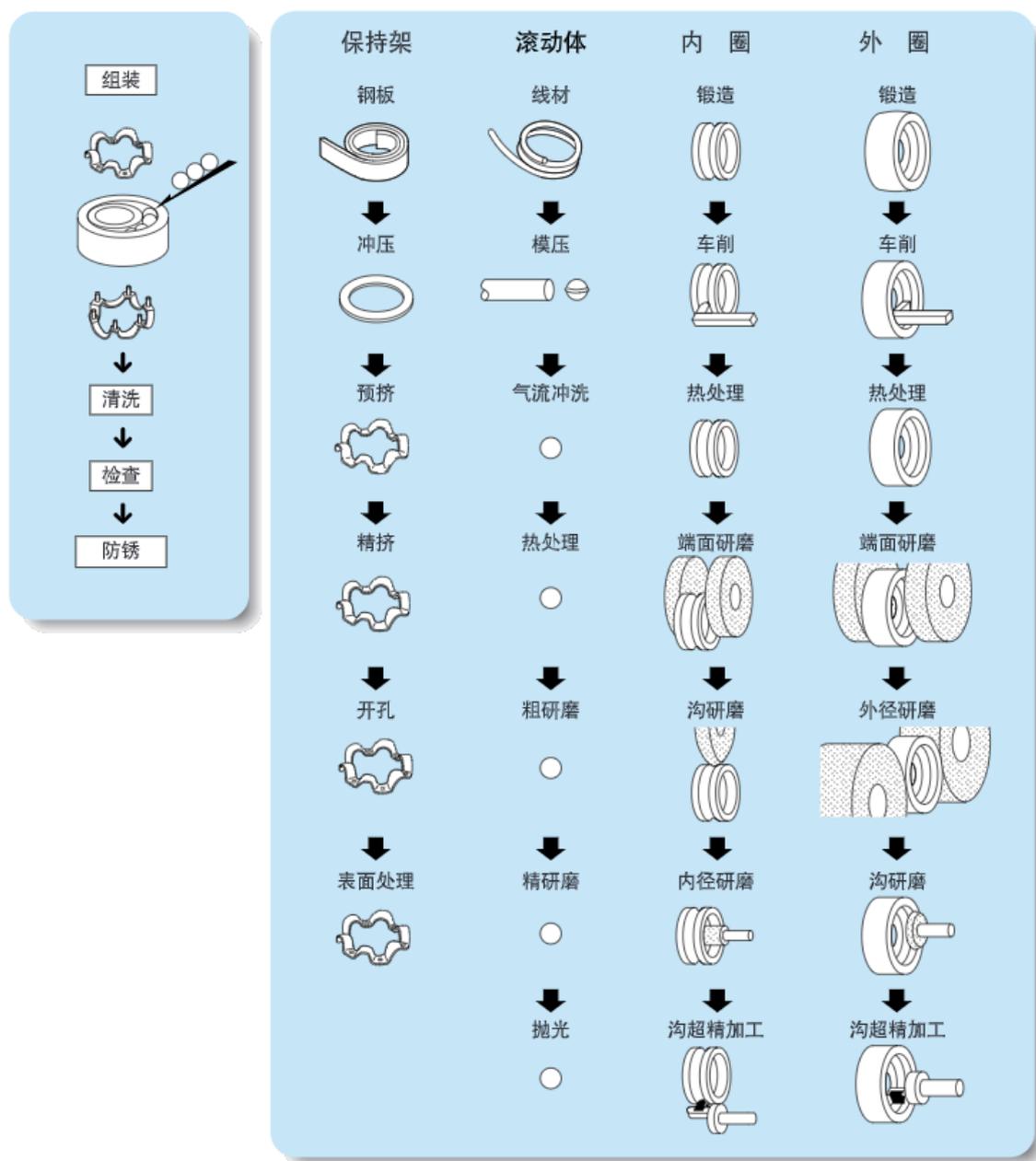


资料来源：公司年报，中银证券

磨前技术成熟，风电滚子业务打开公司天花板

公司以磨前产品起家，逐步打通轴承全环节生产：滚动轴承的制造通常分为套圈毛坯成型、套圈车加工、热处理、套圈磨加工、装配五个环节。前三项工序为轴承套圈制造工序，生产出的产品统称为磨前产品；后两项工序称为磨装工序，生产出的产品为成品轴承。公司最初以磨前产品为主，向全球头部轴承厂供应轴承套圈，钢管制造、传统锻造、精密高速锻造、冷辗加工、车加工、热处理工艺成熟；后续公司通过收购整合的方式，陆续进入到成品轴承、风电滚子等领域。

图表 46. 轴承产业链主要工艺



资料来源：《滚动轴承入门手册》NTN，中银证券

套圈业务与头部轴承供应商密切合作，成品轴承领域逐步拓宽用户渠道：轴承套圈方面，公司生产的产品主要供应国际领先的轴承制造商，目前公司已经进入全球前八大轴承厂商中七家的供应链，是瑞典斯凯孚（SKF）、德国舍弗勒（FAG）的全球主要轴承套圈战略合作供应商，并获得日本恩梯恩（NTN）优秀供应商、德国舍弗勒（FAG）大中华区及全球优秀供应商、日本恩斯克（NSK）优秀品质等奖项。成品轴承方面，随着公司研发能力的增强，以及对欧洲轴承公司 FLT 的并购，公司客户结构快速优化并实现了自主品牌销售。根据公司 2021 年年报情况，公司成品轴承销售的前六大客户均为全球行业领先的工业和汽车系统制造商，终端配套用户为欧洲主流工业主机、汽车整机品牌，公司的成品轴承逐步进入全球主流配套体系。

图表 47. 公司主要客户

业务类型	客户类型	主要客户
成品轴承	工业和汽车系统制造商 (直接客户)	德国 BPW、意大利邦飞利、美国德纳、 英国吉凯恩、意大利卡拉罗、中国万向集团等
	汽车整机厂 (终端客户)	菲亚特、宝马、丰田、比亚迪、蔚来等
轴承套圈	轴承厂	瑞典斯凯孚、德国舍弗勒、美国铁姆肯、日本恩斯克、 日本恩梯恩、日本捷太格特、日本不二越、瓦轴等

资料来源：公司公告，中银证券

风电滚子方面，公司作为专业第三方滚子厂，具备成本与技术优势：成本方面，公司作为专业化第三方轴承厂商，面对下游多家轴承客户进行出货，容易形成规模规模化生产，同时由于需要及时响应下游差异化的需求，技术进步与迭代降本的速度较快。技术方面，风电滚子制造工艺与轴承制造工艺类似，包括材料成分控制、机加工、可控气氛热处理、磨加工等，因此公司可以凭借自身在轴承加工方面积累的丰富经验，在较短时间内突破风电滚子的技术壁垒。目前，公司已成功研发风电变桨轴承、主轴轴承、齿轮箱轴承滚子和海上风电轴承滚子全系列产品，且在技术指标上具备一定优势。

图表 48. 风电滚子主要技术难点及公司优势

技术指标	公司优势
精度	滚子精度等级达到 I 级精度和 II 级精度
形状	轮廓对数曲线，凸度达 0.15，曲线完美程度达国内、国际领先水平
热处理	热处理工艺解决了淬透性及芯部网状问题 依据风电滚子工况实现合理的梯度控制表面到芯部硬度 严格控制表面残奥含量、表面游离铁素体、脱贫碳层
基面 R 散差	圆锥滚子球基面 R 散差控制在 1% 以内，达到国际先进水平
专利	《对数轮廓滚子用磨轮体》、《一种高精度圆锥滚子》等四项专利

资料来源：公司公告，中银证券

全球风电滚子市场广阔：根据新强联的公告数据，我们估算得到，2020 年风机主轴轴承与变桨轴承合计单位价值量约为 23 万元/MW，我们假设随着风机大型化和国产化替代不断进行，风机轴承单位价值量逐年下降 3%；同时根据公司公告，滚子价值量通常占到轴承价值量的 10%-15%。据此测算，2022 年全球风电滚子的市场空间约为 20 亿元，相比之下，2021 年五洲新春的风电滚子板块收入仅为 6,003 万元，仍有较大的增长潜力。

图表 49. 全球风电滚子市场空间测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球风机新增装机量 (GW)	94	94	126	141	157
风机主轴轴承+变桨轴承单位价值量 (万元/MW)	22	21	21	20	19
全球风机主轴轴承+变桨轴承价值量 (亿元)	205	200	259	281	306
滚子价值量占比(%)	10	10	10	10	10
全球风机滚子市场空间 (亿元)	21	20	26	28	31
YOY(%)		-2	29	9	9

资料来源：公司公告，GWEC，新强联，中银证券

滚子产品已通过众多客户验证，产能扩张有望带来市占率进一步提升：目前公司风电滚子产品已经进入诸多客户的供应链，与远景能源、蒂森克虏伯及烟台天成、大冶轴等风电设备制造商和风电轴承生产企业建立了战略合作关系，风电滚子技术水平和销售规模已达到国内领先。我们认为，公司未来还可以凭借在轴承套圈业务上积累的渠道和资源，快速拓展风电滚子的下游客户，持续提升市占率。产能方面，公司当前规划也可以为公司出货量的提升提供充分保障，根据 2022 年定增预案，公司计划投资 2.96 亿元用于年产 2200 万件 4MW 以上风电机组精密轴承滚子技改项目，项目建设期为 2 年，达产后预计可实现年收入 5.50 亿元，约为 2021 年公司风电滚子收入的 9 倍。

图表 50. 公司风电滚子产品主要客户

	主要客户
直接客户	斯凯孚、新强联、瓦轴、洛轴、轴研科技、恒润股份、烟台天成、大冶轴等
终端客户	维斯塔斯、远景能源、金风科技、上海电装、明阳风电、哈电集团、蒂森克虏伯等

资料来源：公司公告，中银证券

新能源汽车销量持续增长，为公司汽配与热管理板块带来发展机遇

公司汽车配件业务主要包括三大类产品，新能源车销量增长有望带动公司产品渗透率提升：公司在汽车配件方面布局了安全气囊气体发生器、新能源动力驱动装置、新能源驱动电机零部件等产品。其中，安全气囊气体发生器部件目前全球仅有意大利特纳瑞斯、日本住友、中国五洲新春 3 家企业可以生产。根据公司公告，平均每辆汽车会使用 4-6 支气体发生器，全球市场规模约为 25-30 亿，而 2021 年公司该类产品销售额仅约 8,100 万元。我们认为，公司属于汽车配件赛道中的后进入者，而燃油车汽配的竞争格局通常已由老玩家主导；但伴随着燃油车到新能源汽车的转型，市场上涌现出大批量的造车新势力，其供应链尚未固化，公司有较大机会进入其中。目前，国内包括特斯拉在内的新能源汽车均由公司主供安全气囊气体发生器，主要直接客户有瑞典奥托立夫、均胜电子、比亚迪等。因此我们判断，公司产品未来有望受益于新能源汽车销量的增长，渗透率逐步提升。

公司空调管路板块或将受益于新能源车带来的单车热管理系统价值量提升：公司空调管路产品主要应用于汽车热管理系统与家用空调等领域，其中家用空调这一下游需求保持平稳，对空调管路的需求构成有力支撑；而汽车热管理系统需求有望较大发展机遇。这主要是因为，相比较传统燃油车，新能源汽车热管理系统的价值量有明显提升，根据公司年报披露，燃油车单车热管理系统价值量约为 1910 元，而新能源汽车单车热管理系统价值量约为 8000 元，是传统燃油车的 4 倍左右，以特斯拉 Model 3 为例，热管理系统已经占到总车成本的 5% 左右。因此，随着新能源车渗透率的提升，汽车热管理业务有望保持高速增长。为迎接上述增长趋势，公司也已在 2022 年的定增方案中提出，计划投资 1.38 亿元用于年产 870 万件汽车热管理系统零部件及 570 万件家用空调管路件智能制造建设项目。

图表 51. 公司汽车板块主要产品布局

应用领域	公司产品
被动安全系统	安全气囊气体发生器
热管理系统	管路件
发动机与变速箱	轴承、齿坯、齿套、凸轮、定距环
叶片泵	叶片、叶片环

资料来源：公司官网，中银证券

盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 由于公司去年收购 FLT，2022 年轴承产品收入同比较快增长，2023-2024 年恢复平稳增长。
- 2) 考虑公司产能规划及行业国产化替代趋势，2022-2024 年公司风电滚子业务收入持续较快增长，毛利率稳定在较高水平。
- 3) 考虑公司安全件的生产能力与行业竞争格局，预计公司 2022-2024 年安全气囊气体发生器的出货量与收入持续较快增长，同时得益于规模效应，毛利率仍有上升空间；其他汽车零部件方面，考虑到公司积极开发新产品，预计收入亦将保持较快增长。
- 4) 考虑公司产能规划及新能源汽车热管理系统单车价值量的提升，2022-2024 年公司空调管路业务收入持续较快增长，同时在 2023-2024 年原材料成本降低或有望带来盈利能力修复。

图表 52. 五洲新春营业收入与毛利率预测

	2022E	2023E	2024E
轴承产品			
收入 (百万元)	1,861.97	2,287.50	2,635.00
同比增长(%)	40.27	22.85	15.19
毛利率(%)	18.73	19.00	19.50
风电滚子			
收入 (百万元)	127.00	277.50	468.75
同比增长(%)	111.56	118.50	68.92
毛利率(%)	35.00	35.00	36.00
汽车安全件			
收入 (百万元)	141.03	197.44	256.67
同比增长(%)	74.17	40.00	30.00
毛利率(%)	18.70	19.00	20.00
汽车其他零部件			
收入 (百万元)	319.20	383.04	440.49
同比增长(%)	29.90	20.00	15.00
毛利率(%)	20.74	22.00	22.00
空调管路			
收入 (百万元)	863.57	1,036.28	1,191.72
同比增长(%)	25.00	20.00	15.00
毛利率(%)	12.32	14.00	14.00
其他			
收入 (百万元)	69.97	83.97	96.56
同比增长(%)	25.00	20.00	15.00
毛利率(%)	43.11	60.00	60.00
营业收入合计 (百万元)	3,382.74	4,265.73	5,089.20
同比增长(%)	39.60	26.10	19.30
综合毛利率(%)	18.40	19.90	20.74

资料来源：公司公告，万得，中银证券

盈利预测：我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 33.83 亿元、42.66 亿元、50.89 亿元，分别同比增长 39.60%、26.10%、19.30%；归属于上市公司股东的净利润分别为 1.84 亿元、2.66 亿元、3.62 亿元，分别同比增长 48.67%、45.04%、35.84%；在当前股本下，每股收益分别为 0.56 元、0.81 元、1.10 元。

相对估值：我们选取轴承国产化替代标的新强联、恒润股份以及同行业的滚子国产化标的力星股份作为可比公司进行估值比较，根据 2022 年 12 月 16 日收盘价计算，公司 2021-2023 年对应市盈率分别为 36.2、24.4、16.8 倍，2022-2023 年估值低于行业平均水平，仍有向上提升空间。

图表 53. 五洲新春可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价 (元)	流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)	评级
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
恒润股份	603985.SH	25.04	110.39	110.39	1.30	0.21	0.84	19.26	119.24	29.81	3.29	买入
新强联	300850.SZ	58.20	191.89	191.89	2.65	1.63	2.43	21.96	35.71	23.95	5.16	增持
力星股份	300421.SZ	11.99	29.69	29.69	0.36	0.30	0.67	33.31	39.65	17.98	2.37	未有评级
行业平均值								24.84	64.86	23.91	3.61	
五洲新春	603667.SH	13.63	44.77	44.77	0.38	0.56	0.81	36.25	24.38	16.81	1.96	增持

资料来源：万得，中银证券

注 1：股价与市值截止日 2022 年 12 月 16 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

注 2：市净率均由上市公司最新一期净资产计算得出

投资建议：轴承领域，公司现已打通从轴承套圈到成本轴承的全产业链，业务整体稳健发展。同时公司积极布局风电滚子业务，或将受益于国内外风电装机需求的持续增长，此外，公司还有望凭借第三方专业化滚子厂商的成本与技术优势，逐步提升其滚子市场的占有率，进而实现快于行业终端需求增速的成长。在汽车领域，公司还布局有汽车配件、热管理系统零部件、轴承产品等业务，凭借技术优势和客户资源，公司有望抓住新能源车替换传统燃油车的机遇，进入头部供应链，实现业绩较快增长；给予**增持**评级。

风险提示

新能源政策风险：目前风电行业整体景气度与行业政策的导向密切相关，如政策方面出现不利变动，可能影响行业整体需求，从而对制造产业链整体盈利能力造成压力。

新能源汽车产业政策不达预期：新能源汽车尚处于成长期，产业政策对于新能源汽车销量增长具有重要作用；目前国内和海外产业政策均呈现边际向好的趋势，有望带动销量增长；若产业政策不达预期，则可能影响新能源汽车销量，对公司产品渗透率及单车价值量提升或有不利影响。

原材料价格出现不利波动：大宗原材料成本对公司所处的轴承与汽配制造业的盈利能力影响较大，若原材料价格出现不利波动，将对公司盈利能力产生负面影响。

价格竞争超预期：公司所处环节存在价格竞争超预期的风险，或对其盈利能力造成不利影响。

新冠疫情影响超预期：新冠病毒新变种频现，若新冠疫情影响超预期，可能造成全球系统性风险及行业需求不达预期风险。

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	1,754	2,423	3,383	4,266	5,089
销售成本	(1,418)	(1,961)	(2,787)	(3,451)	(4,074)
经营费用	(55)	(184)	(244)	(321)	(390)
息税折旧前利润	281	279	351	494	625
折旧及摊销	(112)	(120)	(137)	(166)	(187)
经营利润(息税前利润)	169	158	215	328	438
净利息收入/(费用)	(37)	(50)	(56)	(72)	(80)
其他收益/(损失)	29	46	59	59	69
税前利润	77	152	214	310	421
所得税	(14)	(21)	(30)	(43)	(59)
少数股东权益	1	7	0	0	0
净利润	62	124	184	266	362
核心净利润	62	125	185	268	363
每股收益(人民币)	0.189	0.376	0.559	0.811	1.101
核心每股收益(人民币)	0.189	0.380	0.563	0.815	1.105
每股股息(人民币)	0.147	0.261	0.067	0.097	0.132
收入增长(%)	(3)	38	40	26	19
息税前利润增长(%)	(2)	(7)	36	53	34
息税折旧前利润增长(%)	1	(1)	26	40	27
每股收益增长(%)	(46)	99	49	45	36
核心每股收益增长(%)	(46)	101	48	45	36

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	77	152	214	310	421
折旧与摊销	112	120	137	166	187
净利息费用	41	52	60	77	86
运营资本变动	(70)	(10)	(67)	(164)	39
税金	(13)	(14)	(30)	(43)	(59)
其他经营现金流	83	(219)	(270)	(204)	(241)
经营活动产生的现金流	230	81	44	141	432
购买固定资产净值	54	197	170	225	180
投资减少/增加	23	9	5	5	5
其他投资现金流	(329)	(497)	(344)	(455)	(365)
投资活动产生的现金流	(252)	(291)	(169)	(225)	(180)
净增权益	(48)	(86)	(22)	(32)	(43)
净增债务	(132)	431	360	369	42
支付股息	48	86	22	32	43
其他融资现金流	289	(245)	(75)	(109)	(129)
融资活动产生的现金流	157	187	285	261	(88)
现金变动	135	(23)	159	177	165
期初现金	206	317	518	677	853
公司自由现金流	(22)	(210)	(126)	(84)	252
权益自由现金流	(113)	274	294	362	380

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	317	518	677	853	1,018
应收帐款	604	765	1,026	1,351	1,485
库存	545	862	1,132	1,336	1,577
其他流动资产	20	24	39	39	53
流动资产总计	1,688	2,314	3,025	3,738	4,298
固定资产	985	1,124	1,170	1,242	1,247
无形资产	219	278	269	259	249
其他长期资产	111	125	124	124	124
长期资产总计	1,316	1,526	1,562	1,625	1,620
总资产	3,395	4,229	4,973	5,744	6,298
应付帐款	433	629	882	988	1,220
短期债务	620	975	1,250	1,541	1,562
其他流动负债	89	241	203	265	226
流动负债总计	1,142	1,845	2,335	2,794	3,008
长期借款	276	236	321	399	420
其他长期负债	87	100	100	100	100
股本	292	301	328	328	328
储备	1,496	1,627	1,789	2,023	2,341
股东权益	1,789	1,928	2,117	2,352	2,670
少数股东权益	92	99	100	100	100
总负债及权益	3,395	4,229	4,973	5,744	6,298
每股帐面价值(人民币)	5.45	5.87	6.45	7.16	8.13
每股有形资产(人民币)	4.78	5.02	5.63	6.37	7.37
每股净负债/(现金)(人民币)	0.92	1.44	2.05	2.64	2.26

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.0	11.5	10.4	11.6	12.3
息税前利润率(%)	9.7	6.5	6.3	7.7	8.6
税前利润率(%)	4.4	6.3	6.3	7.3	8.3
净利率(%)	3.5	5.1	5.4	6.2	7.1
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.3	1.3	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	4.6	3.4	3.7	4.3	5.0
净权益负债率(%)	30.8	34.2	40.3	44.3	34.8
速动比率(倍)	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	72.1	36.2	24.4	16.8	12.4
核心业务市盈率(倍)	72.0	35.9	24.2	16.7	12.3
市净率(倍)	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7
价格/现金流(倍)	19.4	55.1	102.7	31.7	10.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.0	17.8	14.7	10.8	8.4
周转率					
存货周转天数	149.1	130.9	130.5	130.5	130.5
应收帐款周转天数	119.1	103.2	96.7	101.7	101.7
应付帐款周转天数	82.7	79.9	81.5	80.0	79.2
回报率					
股息支付率(%)	77.8	69.4	12.0	12.0	12.0
净资产收益率(%)	3.5	6.6	9.1	11.9	14.4
资产收益率(%)	4.3	3.6	4.0	5.3	6.3
已运用资本收益率(%)	0.6	1.0	1.3	1.6	2.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

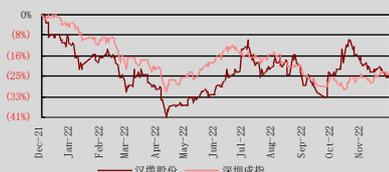
002498.SZ

增持

市场价格:人民币 4.13

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(19.7)	(8.6)	3.0	(25.6)
相对深证成指	4.0	(9.2)	2.7	(0.3)

发行股数(百万)	3,327
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	13,740
3个月日均交易额(人民币 百万)	179
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
青岛汉河集团股份有限公司	67

资料来源:公司公告,聚源,中银证券
以2022年12月16日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电力设备

证券分析师:李可伦

(8621)20328524

kelun.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518070001

联系人:许怡然

yiran.xu@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122030006

汉缆股份

老牌线缆企业,海缆业务兼备技术与属地优势

公司作为老牌线缆企业,传统电力电缆、裸电线等业务有望受益于电网投资节奏的加速,稳中向好;海缆业务方面,公司兼备历史业绩与属地优势,有望在产能放量过程中持续提升出货量;首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **电线电缆行业老兵,技术积累深厚:**公司是位于山东青岛的一家老牌电线电缆供应商,产品广泛涵盖电气装备用电线电缆、通信电缆和光缆、特种电缆等。在传统电力电缆领域,公司是国内少数提供高压及超高压电缆、附件生产、安装、竣工检验的供应商之一;在海缆领域,公司具备220kV海缆的生产能力与历史交付业绩,形成竞争壁垒。
- **传统电缆产品线齐全,有望受益于电网投资加速:**公司电缆电压等级覆盖1-500kV,裸电线主要应用于特高压项目导线,产品需求节奏主要受到电网投资周期与特高压建设周期的影响。“十四五”期间,国家电网与南方电网持续加大投资力度,规划投资额相比“十三五”期间分别提升121%、2%,有望带动发、输、配、送电线路的加速建设,公司电缆产品的需求有望随之释放。此外,2022-2023年国家电网计划开工建设的“三交九直”特高压线路也将带动公司裸电线产品的需求。
- **兼备技术与属地优势,海缆业务有望较快增长:**我们认为,公司在当前海缆项目的竞争中兼备技术、属地方面的优势。技术上,公司现已经具备丰富的220kV海底电缆历史交付业绩,进入海缆供应商的头部梯队,同时新增立塔产线有望助力公司高压产品的品质提升;属地上,公司是当前唯一在山东地区具备海缆产能的上市公司,目前在山东送出海缆、阵列海缆市场中的市占率分别达到44%、28%。考虑到2022-2023年,山东地区海缆需求已经占到当地本土产能的540.70%、216.00%,我们认为,随着公司新建产能的逐步释放,其出货量有望直接受益于旺盛的本土需求。

估值

- 在当前股本下,我们预计公司2022-2024年实现每股收益0.25/0.32/0.38元,对应市盈率16.7/12.8/11.0倍;首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 价格竞争超预期;原材料价格出现不利波动;新技术和新产品研发结果不达预期;大型化降本不达预期;关键技术与人才流失;新能源政策风险;消纳风险;新冠疫情影响超预期。

投资摘要

年结日:12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	6,952	8,981	10,493	11,507	12,963
变动(%)	12	29	17	10	13
净利润(人民币 百万)	583	777	823	1,075	1,254
全面摊薄每股收益(人民币)	0.175	0.234	0.247	0.323	0.377
变动(%)	33.9	33.2	5.8	30.7	16.6
全面摊薄市盈率(倍)	23.6	17.7	16.7	12.8	11.0
价格/每股现金流量(倍)	14.3	25.3	20.7	14.4	17.1
每股现金流量(人民币)	0.29	0.16	0.20	0.29	0.24
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.4	14.1	10.8	8.2	6.8
每股股息(人民币)	0.036	0.026	0.030	0.039	0.045
股息率(%)	0.9	0.6	0.7	0.9	1.1

资料来源:公司公告,中银证券预测

电线电缆行业老兵，技术积累深厚

电线电缆老牌供应商：青岛汉缆股份有限公司（以下简称“汉缆股份”或“公司”）的公司前身成立于1982年，位于山东省青岛市，最初以生产裸电线起家，后续凭借技术协同性，公司于1985年将业务拓展至电力电缆，于1998年再进入海缆领域。目前，汉缆股份已深耕电力电缆行业近40年，产品广泛涵盖电气装备用电线电缆、通信电缆和光缆、特种电缆等。在传统电力电缆领域，公司在高压、超高压、交联电缆领域技术优势明显，是国内少数提供高压及超高压电缆、附件生产、安装、竣工检验的供应商之一；在海缆领域，公司具备220kV海缆的生产能力，同时积极储备500kV级别的海缆技术，截至2022年上半年，公司已完成500kV三芯高压交流光电复合海底电缆软接头的技术研究和开发，阵列式湿式中压海底电缆、±535kV直流海底电缆项目等已开展先期设计验证工作。

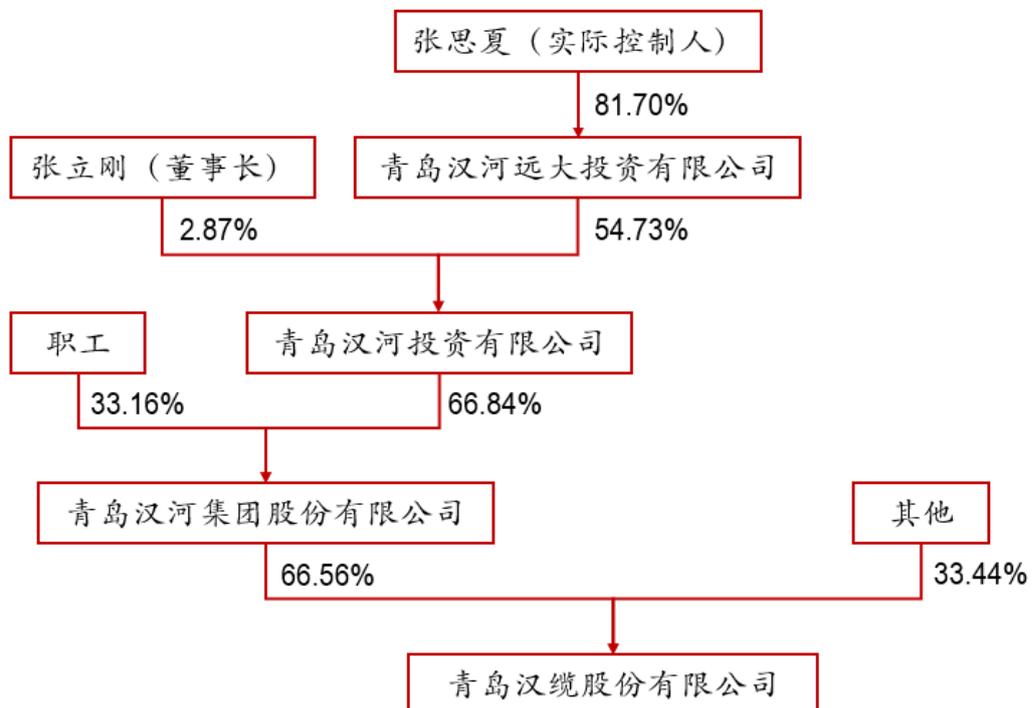
图表 54. 汉缆股份发展历程



资料来源：公司官网，中银证券

张思夏先生为公司实控人，张立刚先生为公司董事长：公司前身为村委投资建设的人民公社，后在1984年由张思夏、张学宏、张学竹共同承包，张思夏先生担任公司董事长并主导公司业务发展。2010年12月张思夏先生卸任公司董事长，公司交由张立刚先生管理，但张思夏先生仍为公司实控人，间接持有公司19.89%的股份。

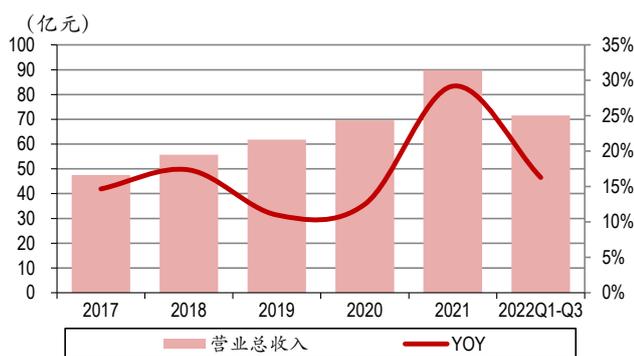
图表 55. 汉缆股份股权结构图（截至2022年9月30日）



资料来源：公司公告，中银证券

营业收入逐年递增，盈利能力保持在较高水平：公司主营业务为各种电缆及裸电线销售，拆分 2021 年公司收入结构来看，电力电缆贡献公司收入的 66.87%，而电气装备用电线电缆、特种电缆、通信电缆和光缆等特殊用途电缆合计贡献公司 7.21% 的收入，此外裸电线销售收入还占到公司收入的 8.85%。2017-2021 年，公司营业收入从 47.45 亿元增长至 89.81 亿元，年均复合增速为 17.29%；2022 前三季度公司实现营业收入 71.58 亿元，同比增长 16.28%，收入规模连年维持稳定增长态势。公司 2017-2021 年的归母净利润则从 2.50 亿元增长至 7.77 亿元，年均复合增速为 32.78%；2022 前三季度公司实现归母净利润 6.67 亿元，同比减少 4.76%，公司归母净利润相比营业收入的持续增长态势，波动较为明显。我们认为这主要是由于公司电力电缆的主业盈利能力与主要原材料铜的价格息息相关。尽管公司的销售毛利率基本保持在 20% 左右，盈利能力居于行业较高水平，但在 2017-2018 年铜价高位运行的年份，公司利润空间遭到挤压，归母净利润仍有下降。

图表 56. 2017-2022Q3 汉缆股份收入情况



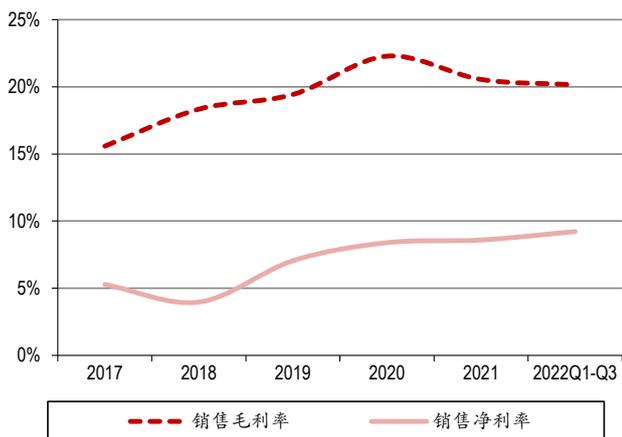
资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

图表 57. 2017-2022Q3 汉缆股份归母净利润情况



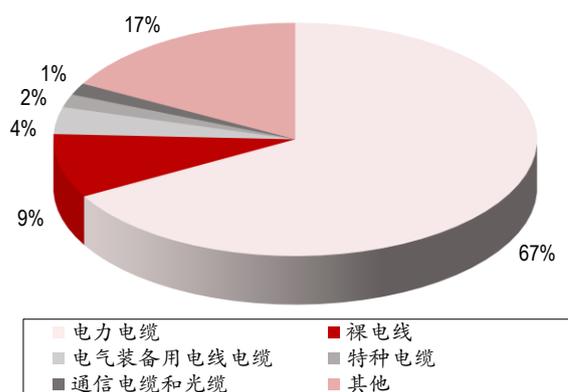
资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

图表 58. 2017-2022Q3 汉缆股份盈利能力



资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

图表 59. 2021 年汉缆股份收入结构



资料来源：公司年报，中银证券

传统电缆产品线齐全，有望受益于电网投资加速

公司电缆电压等级覆盖 1-500kV，裸电线主要应用于特高压项目导地线：当前公司电缆产品涵盖电力电缆、电气装备用电线电缆、裸电线、通信电缆和光缆、特种电缆等多品类，电缆产品的电压等级最高可达 500kV。此外，公司裸电线产品主要用作特高压项目的导地线、电网架空线等，产品曾中标多个国网、南网的特高压项目。公司重视科技创新，是行业内率先通过 ISO9001、ISO14001、OHSAS18001 三大体系于一体的高新技术企业，并获中国电能认证和国际知名的 KEMA、DNV、UL 等认证，因此公司产品档次和综合效益位居国内行业领先水平，未来业绩有望受到电网投资的带动，与行业整体需求趋势呈现同向变动。

图表 60. 公司主要电线电缆产品及用途

类别	用途
电力电缆	电力电缆是用于传输和分配电能的电缆 常用于城市地下电网、发电站引出线路、工矿企业内部供电及过江海水下输电线
裸电线	仅有导体而无绝缘层的产品，可作电线电缆的导电线，也可在电机电器、变压器等装备中作为构件使用 此外，裸电线还可直接在电力、通信、交通运输等部门，用作传输电能及信息
电气装备用电线电缆	矿用电缆、船用电力、控制、仪表电缆、计算机电缆、城市交通轨道用电缆、铁路机车车辆用电缆等
特种电缆	具备耐高温，耐酸碱，防白蚁等特性，可以在轮船、飞机、核电站等特殊场合使用的电线电缆
通信电缆和光缆	传输电话、电报、传真文件、电视和广播节目、数据和其他电信号的电缆

资料来源：公司官网，百度百科，中银证券

图表 61. 公司电力电缆产品覆盖的电压等级区分与应用场景

类别	电压等级	应用领域
中、低压电力电缆	35kV 及以下	广泛应用于工矿企业和城市电网中
高压电力电缆	66-110kV	具有工作温度高、传输容量大、电气性能优良、安装敷设方便、故障率低、易于维护等特点
超高压电力电缆	220-500kV	已逐步取代充油电缆应用于电站及城市电网中

资料来源：公司公告，中银证券

政策加大电网投资建设力度，公司产品需求有望受益：“十四五”期间，国家电网与南方电网持续加大投资力度，以推动数字电网和现代化电网建设；其中南方电网规划投资约 6,700 亿元，相比“十三五”期间的投资额提升约 121%，国家电网计划投入 3,500 亿美元，折合人民币约 24,500 亿元，与“十三五”期间的投资额基本持平。我们认为，电网投资额的提升将带动发、输、配、送电线路的加速建设，公司电缆产品的需求有望随之释放。此外，特高压线路投资也进入了新周期，2022-2023 年，国家电网计划开工建设“三交九直”，预计新建特高压交直流工程 1.6 万公里左右，这也将带动公司裸电线产品的需求。

图表 62. 主要电网企业“十四五”期间投资额变化趋势

	“十三五”期间	“十四五”期间	同比增长(%)
南方电网	3,031 亿元人民币	6,700 亿元人民币	121
国家电网	24,000 亿元人民币	3,500 亿美元 (约 24,500 亿元人民币)	2

资料来源：北极星智能电网在线，中国电力网，电缆网，中银证券

图表 63. 2022 年计划开工“三交九直”特高压项目

	具体项目
3 条交流特高压线路	大同-天津、川渝、张北-胜利
9 条直流特高压线路	金上-湖北、陇东-山东、哈密-重庆、蒙西-京津冀、宁夏-湖南 陕西-河南、陕西-安徽、外电入浙、藏东南-粤港澳大湾区（南网）

资料来源：北极星输配电网，中银证券

兼备技术与属地优势，海缆业务有望较快增长

高压海缆历史业绩丰富，立塔产能投产有望保障产品品质

海缆环节具备较高业绩壁垒，公司高压海缆交付经验丰富，产品认可度较高：作为海上风场输送电力的核心零部件，海底电缆需要持续稳定运营 20 年以上，一旦发生故障往往将影响整个风电场的运行，因此在竞标过程中，下游客户通常更加注重海缆的技术质量而非产品价格。国内海缆招标时，通常会为投标人设置一定的业绩门槛，即要求投标人近期具备一定数量以上的海缆敷设工程业绩。汉缆股份作为较早进入海缆市场的线缆企业，已经具备丰富的 220kV 海底电缆历史业绩，产品认可度较高，相比其他尚未拿到高压海缆订单的第二、第三梯队厂商，具备明显竞争优势。

图表 64. 汉缆股份近期 220kV 高压海缆中标情况梳理

中标时间	海上风电项目名称	中标内容
2020/5/12	明阳阳江沙扒 300MW 科研示范项目	220kV、35kV 海缆采购及敷设工程
2020/5/28	山东昌邑莱州湾一期	220kV 海缆采购及敷设工程
2020/12/30	大唐南澳勒门 I 海上风电项目	220kV、35kV 海底光电复合缆及附件采购
2021/11/5	华润电力苍南 1#海上风电项目	220kV 海底光电复合缆、220kV 陆缆及附件的采购及敷设工程
2022/6/6	国华渤中 I 场址海上风电项目	220kV 海缆、海底光电复合缆及附件采购及敷设工程

资料来源：公司公告，北极星风力发电网、龙船风电网，中银证券

公司新建立塔产能即将投产，保障公司高压电缆产品品质：公司历史上主要采用悬链方法生产海缆，由于生产过程中缆线处于水平状态，绝缘层在未交联固化之前会因自身重力而下垂，引起绝缘偏心问题；而立塔式生产线由上到下垂直挤出电缆，绝缘层不会因自身重力影响而产生偏心，在制造高压尤其是超高压交联电缆时更具优势。目前公司已着手新建立塔式生产线，根据公司官网消息，公司的立塔式生产厂房已完成封顶，一期工程预计将在年内完工投产，二期工程则预计在 2023 年全部建成投产，项目全部建成投产后年产值可达 30 亿元。新项目在贡献产能增量之外，也有望助力公司高压产品的品质提升。

图表 65. 悬链式和立塔式优劣对比

	悬链式 (CCV)	立塔式 (VCV)
优点	<ul style="list-style-type: none"> ① 投资成本较低、生产效率较高； ② 生产高压电缆时，可以满足其电缆绝缘偏心率标准 ③ 生产线由于管道不受高度限制，电缆不受转向压力作用，因而电缆的圆整度相当好。 	<ul style="list-style-type: none"> ① 在制造高压尤其是超高压交联电缆比 CCV 更为简便； ② 绝缘挤出后在熔融状态未交联固化之前不会受到重力作用而产生下垂引起绝缘偏心； ③ 生产高压电缆时，可以满足其电缆绝缘偏心率标准。
缺点	绝缘挤出后，在熔融状态未交联固化之前，将受到重力作用而产生下垂引起绝缘偏心。	<ul style="list-style-type: none"> ① 投资成本较高； ② 生产线由于管道受高度限制，电缆受转向压力作用，因而电缆外径会有变形的情况。

资料来源：《CCV 交联工艺生产高压电力电缆的特点及其绝缘偏心的控制》汪传斌，电缆网，中银证券

海缆产能布局山东，属地优势明确

2022 年山东海风规划规模 35GW，长期发展潜力较大：根据山东省能源局印发的《2022 年全省能源工作指导意见》，山东计划全面启动渤中、半岛南省管海域场址开发，2022 年全省海风规划总规模 35GW，全面深化国管海域项目前期工作，争取将 7.6GW 场址纳入国家深远海海上风电规划。我们认为，上述政策规划为山东海上风电发展明确了较大的潜在空间。

山东海上风电享有地方补贴政策，短期经济性提升助力需求有序释放：2020 年初《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》明确提出，2022 年起中央不再对新建海上风电项目进行补贴，但鼓励地方继续补贴建设海上风电。山东地区为当前少数几个明确提出地方性海风补贴的省份，计划对 2022-2024 年建成并网的海上风电项目，分别按照 800 元/kW、500 元/kW、300 元/kW 的标准给予补贴，补贴规模分别不超过 2.0GW、3.4GW、1.6GW。对于 2023 年底前建成并网的海上风电项目，免于配建或租赁储能设施。我们假设 2022 年山东地区海上风电单位综合成本约 11 元/kW，考虑 0.8 元/kW 的地方补贴，在风电场年有效率用小时数达到 2600-2800 小时的情况下，山东地区海上风电项目的 IRR 预计达到 6.22%-9.23%，已经基本具备经济性，因此可以促进当地海上风电装机需求的释放。从招标数据上来看，山东地区当前已招标未并网的项目容量已达到 4.86GW，持续指引未来几年当地海风需求向好。

图表 66. 山东海上风电项目内部收益率敏感性分析 (考虑 800 元/kW 补贴)

	年有效利用小时数 (h)									
	2200	2300	2400	2500	2600	2700	2800	2900	3000	3100
8.5	15.47%	18.82%	22.55%	26.66%	31.11%	35.77%	40.61%	45.57%	50.60%	55.66%
9.0	10.53%	12.98%	15.66%	18.58%	21.77%	25.22%	28.90%	32.75%	36.75%	40.87%
9.5	7.12%	9.08%	11.16%	13.40%	15.81%	18.40%	21.18%	24.16%	27.30%	30.58%
10.0	4.51%	6.20%	7.93%	9.75%	11.69%	13.74%	15.93%	18.25%	20.73%	23.35%
10.5	2.39%	3.90%	5.43%	7.00%	8.63%	10.33%	12.13%	14.02%	16.02%	18.13%
11.0	0.58%	1.97%	3.37%	4.79%	6.22%	7.69%	9.23%	10.83%	12.51%	14.26%
11.5	-1.03%	0.31%	1.61%	2.92%	4.23%	5.56%	6.91%	8.30%	9.75%	11.26%
12.0	-2.54%	-1.19%	0.08%	1.30%	2.53%	3.75%	4.99%	6.24%	7.52%	8.84%
12.5	-3.96%	-2.61%	-1.33%	-0.13%	1.02%	2.17%	3.33%	4.48%	5.65%	6.84%
13.0	-5.26%	-3.95%	-2.68%	-1.46%	-0.32%	0.77%	1.86%	2.95%	4.04%	5.14%
13.5	-6.46%	-5.19%	-3.95%	-2.74%	-1.58%	-0.49%	0.55%	1.58%	2.62%	3.65%

资料来源：国家发改委，北极星风力发电网，中银证券

注：项目投资中自有资金占比 20%，贷款利率 4.65%，上网电价取山东燃煤标杆电价平均 0.3949 元/kWh

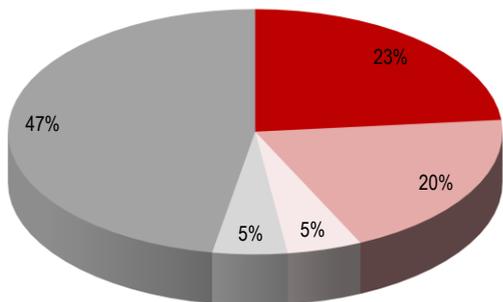
图表 67. 山东地区海上风电已招标未并网项目

项目	容量
山东昌邑莱州湾一期	300
山东能源渤中海上风电 A 场址项目	500
山东能源渤中海上风电 B 场址项目	399.5
国电投山东半岛南 V 场址项目	500
国华渤中 I 场址海上风电项目	500
中广核莱州海上风电项目	304
国家能源集团国华渤中 B2 场址	500
三峡能源山东牟平 BDB6# 一期	300
国电投山东半岛南 U 场址项目一期	450
国华投资半岛南 600MW 海上风电项目	600
华能山东半岛北 BW 场址海上风电项目	510
合计	4,863.5

资料来源：北极星风力发电网，每日风电，风电之音，中银证券

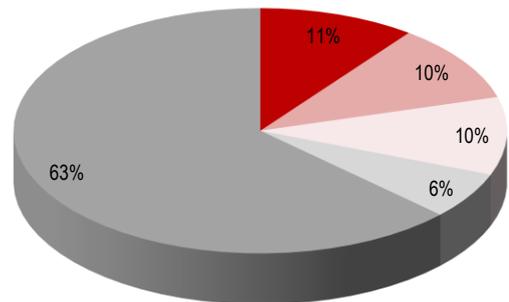
海缆属地优势明显，公司出货量直接受益于旺盛的本土需求：对于同样具备历史业绩背书的头部企业，海缆的属地属性则较为凸显，产能布局更贴近需求的厂商在竞标中通常更具优势。公司是少数在山东具备生产基地的海缆企业，我们统计了当前山东省已招标未并网项目中送出海缆与阵列海缆的中标情况，发现公司市占率均较高。若仅考虑已公示中标结果的项目，汉缆股份在山东送出海缆、阵列海缆市场中的市占率分别达到 44%、28%，属地优势显著。考虑到 2022-2023 年，山东地区海缆需求已经占到当地本土产能的 540.70%、216.00%，我们预计公司产能利用率将保持高位。

图表 68. 山东已招标未并网海风项目中送出海缆市占率



■ 汉缆股份 ■ 中天科技 ■ 亨通光电 ■ 宝胜股份 ■ 未见中标公告

图表 69. 山东已招标未并网海风项目中阵列海缆市占率



■ 汉缆股份 ■ 中天科技 ■ 宝胜股份 ■ 万达电缆 ■ 未见中标公告

资料来源：公司公告，北极星电力发电网，国家能源招标网，中银证券

资料来源：公司公告，北极星电力发电网，国家能源招标网，中银证券

图表 70. 公司产能利用率测算

	2022 年	2023 年
山东已招标并计划于当年内并网的海风装机量 (GW)	2.70	2.16
单 GW 海缆价值量 (亿元/GW)	20	20
山东海缆需求量 (亿元)	54	43
山东海缆产能 (亿元)	10	20
山东本土需求/山东本土产能(%)	540.70	216.00

资料来源：公司公告，北极星电力网，北极星风力发电网，每日风电，风电之音，中银证券

盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 考虑公司电力电缆业务会受电网投资金额的影响，未来伴随电网投资的增加，预计公司 2022-2024 年电力电缆需求整体稳中向好，公司出货量预计平稳提升，2023-2024 年伴随铜价回落产品盈利能力或有改善。
- 2) 考虑公司产能规划及山东地区需求旺盛的情况，公司海缆业务收入预计在 2023-2024 年保持较快增速，但由于海风平价后产业链整体存在一定降本压力，利润率或略有下降。
- 3) 考虑公司裸电线业务主要应用于特高压项目导地线，伴随“十四五”期间特高压加速，预计公司 2022 年裸电线会出现需求较快放量，进而提升公司出货量。
- 4) 考虑公司产能规划及行业需求情况，公司电气装备用电线电缆、通信电缆和光缆、特种电缆业务预计会维持稳步增长的态势。

图表 71. 汉缆股份营业收入与毛利率预测

	2022E	2023E	2024E
电力电缆			
收入 (百万元)	6,284.20	6,741.85	7,229.56
同比增长(%)	(6.02)	7.28	7.23
毛利率(%)	19.00	19.50	19.50
海缆			
收入 (百万元)	1,200.00	2,000.00	2,800.00
同比增长(%)	20.00	66.67	40.00
毛利率(%)	27.00	26.50	26.00
裸电线			
收入 (百万元)	1,420.00	994.00	994.00
同比增长(%)	60.38	(30.00)	0.00
毛利率(%)	11.00	13.00	13.00
电器装备用电缆			
收入 (百万元)	450.26	517.80	569.58
同比增长(%)	20.00	15.00	10.00
毛利率(%)	25.00	25.00	25.00
通信电缆和光缆			
收入 (百万元)	171.79	180.38	189.40
同比增长(%)	5.00	5.00	5.00
毛利率(%)	15.00	15.00	15.00
特种电缆			
收入 (百万元)	209.39	240.80	264.87
同比增长(%)	15.00	15.00	10.00
毛利率(%)	25.00	25.00	25.00
其他			
收入 (百万元)	756.87	832.56	915.82
同比增长(%)	10.00	10.00	10.00
毛利率(%)	34.00	34.00	34.00
营业收入合计 (百万元)	10,492.51	11,507.39	12,963.23
同比增长(%)	16.83	9.67	12.65
综合毛利率(%)	20.23	21.50	21.72

资料来源：公司公告，万得，中银证券

盈利预测：我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 104.93 亿元、115.07 亿元、129.63 亿元，分别同比增长 16.83%、9.67%、12.56%；归属于上市公司股东的净利润分别为 8.23 亿元、10.75 亿元、12.54 亿元，分别同比增长 5.85%、30.74%、16.56%；在当前股本下，每股收益分别为 0.25 元、0.32 元、0.38 元。

相对估值：我们选取同行业的海上风电海缆标的东方电缆、中天科技、亨通光电、宝胜股份、起帆电缆作为可比公司进行估值比较，根据 2022 年 12 月 16 日收盘价计算，公司 2021-2023 年对应市盈率分别为 17.7、16.7、12.8 倍，2022-2023 年估值低于行业平均水平，仍有向上提升空间。

图表 72. 汉缆股份可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价 (元)	流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)	评级
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
东方电缆	603606.SH	65.21	448.46	448.46	1.73	1.52	2.87	37.72	42.90	22.72	8.70	增持
中天科技	600522.SH	14.96	510.58	510.58	0.05	1.04	1.34	296.69	14.34	11.16	1.77	未有评级
亨通光电	600487.SH	14.50	357.68	357.68	0.58	0.84	1.11	24.90	17.28	13.11	1.66	未有评级
宝胜股份	600973.SH	4.62	63.36	63.36	-0.56	0.19	0.41	(8.30)	23.96	11.22	1.83	未有评级
起帆电缆	605222.SH	25.35	106.00	106.00	1.64	1.20	2.05	15.50	21.07	12.35	2.73	未有评级
行业平均值								73.30	23.91	14.11	3.34	
汉缆股份	002498.SZ	4.13	137.40	137.40	0.23	0.25	0.32	17.68	16.70	12.78	2.00	增持

资料来源：万得，中银证券

注 1：股价与市值截止日 2022 年 12 月 16 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

注 2：市净率均由上市公司最新一期净资产计算得出

投资建议：汉缆股份作为老牌线缆企业，传统电力电缆、裸电线等业务有望受益于电网投资节奏的加速，稳中向好。海缆业务方面，公司首先从行业层面受益于旺盛的海风装机需求，我们认为，未来海风市场具备长期增长的潜力，短期招标数据有望指引明年海上风电装机量实现快速增长，且装机结构主要集中在广东、山东地区，利好在当地具备产能布局的海缆企业。公司层面，汉缆股份在海缆订单投标过程中也具备一定竞争优势。技术上，公司具备较多 220kV 海缆历史业绩，已经突破海缆招标的业绩壁垒进入头部梯队；产能上，公司新建立塔厂房已于近期封顶，新产能的投放有望提升公司海缆接单上限；布局上，公司是少数在山东地区具备海缆产能的上市公司，有望凭借属地优势，在山东地区的海缆竞标中保持较高的市占率；给予**增持**评级。

风险提示

海风政策风险：目前海风行业整体景气度与行业政策的导向密切相关，如政策方面出现不利变动，可能影响行业整体需求，从而对海缆制造业整体盈利能力造成压力。

电网投资额度不达预期：公司传统电缆业务与电网投资额度密切相关，如电网投资额度不达预期，可能会造成传统电缆的需求不达预期，从而对传统电缆业务出货量造成压力。

价格竞争超预期：电缆敷设及安装环节存在价格竞争超预期的风险，或对其盈利能力造成不利影响。

原材料价格出现不利波动：大宗原材料成本对电缆制造业的盈利能力影响权重较大，若原材料价格出现不利波动，将对各电缆制造企业的盈利情况产生负面影响。

新冠疫情影响超预期：新型冠状病毒肺炎疫情尚未结束，如疫情持续或出现反弹，可能因人流、物流受限而影响公司新产能投放进度、电缆敷设及安装进度，同时亦可能对企业研发投入造成负面影响，进而拖慢新技术研发生产进程。

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	6,952	8,981	10,493	11,507	12,963
销售成本	(5,430)	(7,168)	(8,409)	(9,076)	(10,196)
经营费用	(782)	(891)	(878)	(897)	(957)
息税折旧前利润	740	922	1,206	1,534	1,811
折旧及摊销	(69)	(92)	(221)	(280)	(343)
经营利润(息税前利润)	671	830	984	1,254	1,468
净利息收入/(费用)	32	(2)	(69)	(33)	(36)
其他收益/(损失)	59	60	59	59	59
税前利润	674	884	958	1,252	1,459
所得税	(91)	(112)	(134)	(175)	(204)
少数股东权益	(0)	(6)	1	1	1
净利润	583	777	823	1,075	1,254
核心净利润	584	777	822	1,075	1,253
每股收益(人民币)	0.175	0.234	0.247	0.323	0.377
核心每股收益(人民币)	0.175	0.234	0.247	0.323	0.377
每股股息(人民币)	0.036	0.026	0.030	0.039	0.045
收入增长(%)	12	29	17	10	13
息税前利润增长(%)	68	24	19	27	17
息税折旧前利润增长(%)	59	25	31	27	18
每股收益增长(%)	34	33	6	31	17
核心每股收益增长(%)	34	33	6	31	17

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	674	884	958	1,252	1,459
折旧与摊销	69	92	221	280	343
净利息费用	(11)	6	85	61	68
运营资本变动	258	(340)	(9)	(608)	(246)
税金	(91)	(118)	(134)	(175)	(204)
其他经营现金流	62	19	(457)	145	(615)
经营活动产生的现金流	961	542	665	955	804
购买固定资产净值	205	366	500	400	400
投资减少/增加	(261)	26	40	40	40
其他投资现金流	(861)	(928)	(964)	(800)	(800)
投资活动产生的现金流	(917)	(536)	(424)	(360)	(360)
净增权益	(120)	(86)	(99)	(129)	(150)
净增债务	(0)	277	3,162	1	356
支付股息	120	86	99	129	150
其他融资现金流	(87)	(151)	(248)	(190)	(218)
融资活动产生的现金流	(88)	126	2,914	(189)	138
现金变动	(43)	132	3,155	406	582
期初现金	975	878	1,042	4,197	4,603
公司自由现金流	44	6	241	595	444
权益自由现金流	33	289	3,489	657	868

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	878	1,042	4,197	4,603	5,185
应收帐款	2,555	3,640	3,606	4,341	4,611
库存	1,241	1,256	1,673	1,488	2,063
其他流动资产	25	63	40	71	54
流动资产总计	5,649	7,017	10,499	11,558	12,952
固定资产	587	818	1,125	1,273	1,359
无形资产	384	520	492	464	435
其他长期资产	892	965	929	929	929
长期资产总计	1,863	2,303	2,546	2,666	2,724
总资产	7,513	9,321	13,046	14,225	15,676
应付帐款	482	879	717	1,006	930
短期债务	0	277	2,565	1,241	1,555
其他流动负债	981	1,260	1,323	1,265	1,332
流动负债总计	1,463	2,416	4,606	3,511	3,817
长期借款	0	0	874	2,200	2,241
其他长期负债	395	396	396	396	396
股本	3,327	3,327	3,327	3,327	3,327
储备	2,145	2,981	3,705	4,652	5,755
股东权益	5,472	6,308	7,032	7,979	9,082
少数股东权益	18	137	138	139	141
总负债及权益	7,513	9,321	13,046	14,225	15,676
每股帐面价值(人民币)	1.64	1.90	2.11	2.40	2.73
每股有形资产(人民币)	1.53	1.74	1.97	2.26	2.60
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.26)	(0.23)	(0.23)	(0.35)	(0.42)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.6	10.3	11.5	13.3	14.0
息税前利润率(%)	9.7	9.2	9.4	10.9	11.3
税前利润率(%)	9.7	9.8	9.1	10.9	11.3
净利率(%)	8.4	8.7	7.8	9.3	9.7
流动性					
流动比率(倍)	3.9	2.9	2.3	3.3	3.4
利息覆盖率(倍)	458.8	140.8	9.6	6.6	7.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.0	2.4	1.9	2.9	2.9
估值					
市盈率(倍)	23.6	17.7	16.7	12.8	11.0
核心业务市盈率(倍)	23.5	17.7	16.7	12.8	11.0
市净率(倍)	2.5	2.2	2.0	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	14.3	25.3	20.7	14.4	17.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.4	14.1	10.8	8.2	6.8
周转率					
存货周转天数	85.3	63.6	63.6	63.6	63.6
应收帐款周转天数	134.0	125.9	126.0	126.0	126.0
应付帐款周转天数	20.6	27.7	27.8	27.3	27.2
回报率					
股息支付率(%)	20.5	11.0	12.0	12.0	12.0
净资产收益率(%)	11.1	13.2	12.3	14.3	14.7
资产收益率(%)	8.4	8.6	7.6	7.9	8.4
已运用资本收益率(%)	2.8	3.2	2.4	2.4	2.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

300772.SZ

增持

市场价格：人民币 14.55

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(36.2)	(8.0)	(18.0)	(46.3)
相对深证成指	(12.6)	(8.5)	(18.3)	(21.1)

发行股数(百万)	702
流通股(%)	67
总市值(人民币 百万)	10,215
3个月日均交易额(人民币 百万)	271
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
浙江省机电集团有限公司	40

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2022年12月16日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电力设备
证券分析师：李可伦

(8621)20328524

kelun.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518070001

联系人：许怡然

yiran.xu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030006

运达股份

双馈路线具备成本优势，受益于风机需求向好

公司作为近期成长速度较快的整机企业，后续有望持续受益于风电需求向好；同时公司或将凭借双馈技术路线带来的成本优势，在保障盈利能力的前提下提升自身市占率；首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **老牌风机企业，厚积而薄发**：公司为浙江省国有企业，采用以风机业务为核心的“一主两翼”结构，风机销售常年贡献公司 95% 以上的收入，同时公司积极布局新能源电站投资运营业务和后市场智慧服务业务。2020 年起，公司出货量开始明显提升，2021 年根据 BNEF 的统计数据，公司首次跻身全国出货量排名前三。
- **平价时代风机需求无忧，竞争格局尚未落定**：当前国内陆上风电经济性充分显现，各省海上风电装机规划与补贴政策频繁出台，支撑国内风电需求整体向好。我们预计，2022-2024 年国内风电分别新增装机 48GW、70GW，同比分别增长 0.90%、45.83%。此外，海外装机规划提速，需求空间无忧。在整机价格止跌企稳、原材料价格出现趋势性松动 的情况下，整机盈利能力或将迎来修复。
- **双馈路线具备经济性优势，公司市场份额有望持续提升**：平价时代风机竞争格局尚未稳定，优质低价的产品预计成为竞争抓手，具备较强产品竞争力的企业未来或有望获取更高市占率。目前，公司采用的双馈式技术路线具备单瓦成本优势，2021 年其生产成本约 2.40 元/W，显著低于我们选取的四家同行业公司的平均水平，这一成本优势有望支撑公司在保障盈利能力的前提下获取更多的市场份额，从而在平价时代的风机格局变动过程中取得较高份额，亦有望使公司在风机行业中保持相对较快的业绩增速。

估值

- 在当前股本下，我们预计公司 2022-2024 年实现每股收益 0.89/1.06/1.28 元，对应市盈率 16.4/13.8/11.3 倍；首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 价格竞争超预期；原材料价格出现不利波动；大型化降本不达预期；新能源政策风险；消纳风险；新冠疫情影响超预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	11,478	16,041	16,409	20,151	23,105
变动(%)	129	40	2	23	15
净利润(人民币 百万)	173	490	624	742	900
全面摊薄每股收益(人民币)	0.246	0.698	0.888	1.056	1.282
变动(%)	(32.0)	183.1	27.3	18.9	21.4
全面摊薄市盈率(倍)	59.0	20.9	16.4	13.8	11.3
价格/每股现金流量(倍)	(13.0)	4.4	47.1	3.9	25.2
每股现金流量(人民币)	(1.12)	3.27	0.31	3.71	0.58
企业价值/息税折旧前利润(倍)	145.5	12.4	14.9	11.3	9.9
每股股息(人民币)	0.000	0.121	0.267	0.317	0.385
股息率(%)	n.a.	0.8	1.8	2.2	2.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

老牌风机企业，厚积而薄发

风机制造经验丰富，背靠浙江省政府：浙江运达风电股份有限公司（以下简称“运达股份”或“公司”）成立于2001年，2010年由浙江运达风力发电工程有限公司整体变更而设立。公司以浙江省机电研究院风电研究所为基础发展而来，从事风力发电技术研究、产品研发已有50余年的历史，是我国风机制造领域的拓荒者。公司主营业务为大型风力发电机组的研发、生产和销售，同时配套提供风电机组与风电场勘测、风电场运维的一体化服务，并在此基础上，将业务链延伸至风电场的投资运营。2019年4月26日，公司成功创业板上市。截至2021年底，公司全球装机超一万台，各型风电机组累计装机容量超过28GW，平均可利用率超过99.5%，已经发展成为国内一流的风电设备制造商和服务供应商。

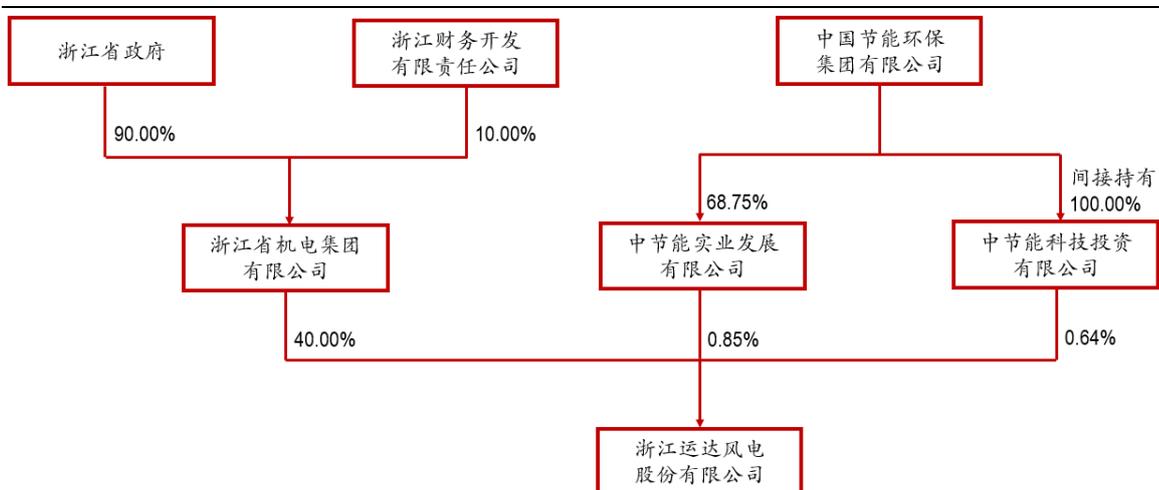
图表 73. 运达股份发展历程



资料来源：公司官网、公司招股说明书、中银证券

浙江省国资委为公司实控人，地方政府与中节能股东背景加持：公司是地方国有企业，控股股东为浙江省机电集团有限公司，持有公司40.00%的股份，实际控制人为浙江省国资委。除地方政府背景之外，运达股份的主要股东还包括中国节能。截至2022年9月30日，中节能实业发展有限公司、中节能科技投资有限公司分别持有运达股份0.85%、0.64%的股份，公司有望凭借其股东背景，与节能风电开展良好合作，协同发展。

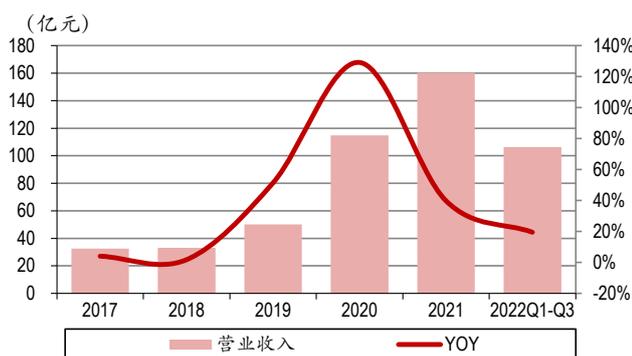
图表 74. 运达股份股权结构图（截至2022年9月30日）



资料来源：公司公告、中银证券

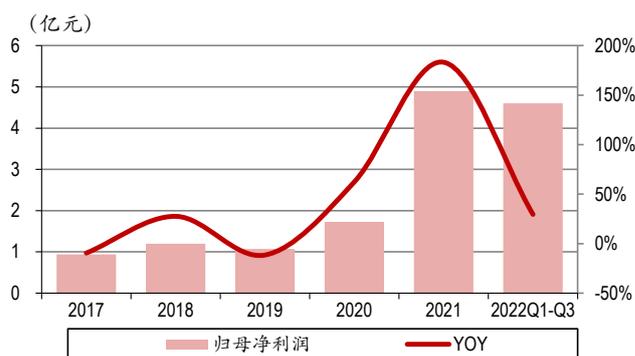
伴随市占率提升，公司收入利润稳定增长：公司采用以风机业务为核心的“一主两翼”业务结构，主营业务为大型风力发电机组的研发、生产和销售，产品型号覆盖 2-9MW，风机类型也从原先单一的陆上风电逐步拓展至海上风电，板块常年贡献公司 95% 以上的收入。同时作为业务链上下游的自然延伸，公司布局新能源电站投资运营业务和后期智慧服务业务作为“两翼”。公司近年的发展主要经历了三大阶段：2016-2018 年，行业处于 2015 年抢装后的停滞期，行业需求不景气导致公司出货低位波动，期间公司的营业收入逐年小幅增长至 33.11 亿元。2019-2020 年的抢装潮下，由于头部整机商产能供不应求，公司借助抢装东风，在低风速市场拿到的大量订单并交付并网，2020 年公司的营业收入同比增长 129.09% 至 114.78 亿元，归母净利润同比增长 62.33% 至 1.73 亿元。进入 2021 年后，尽管国内风电新增并网量同比下滑超过 50%，公司产品的客户认可度与市占率却有明显提升，2021 年公司销售量达到 5.46GW，同比增长 50.62%，根据 BNEF 统计，公司首次跻身全国出货量排名前三，这也直接带动 2021 年公司归母净利润同比增长 183.13% 至 4.90 亿元。

图表 75. 2017-2022Q3 运达股份收入情况



资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

图表 76. 2017-2022Q3 运达股份归母净利润情况



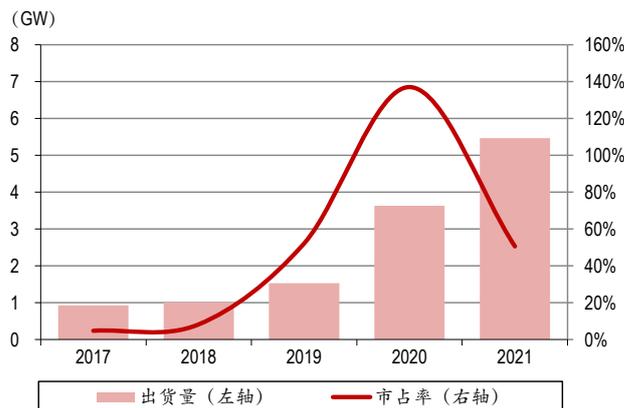
资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

图表 77. 2017-2022Q3 运达股份盈利能力



资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

图表 78. 2017-2021 年运达股份风机出货情况

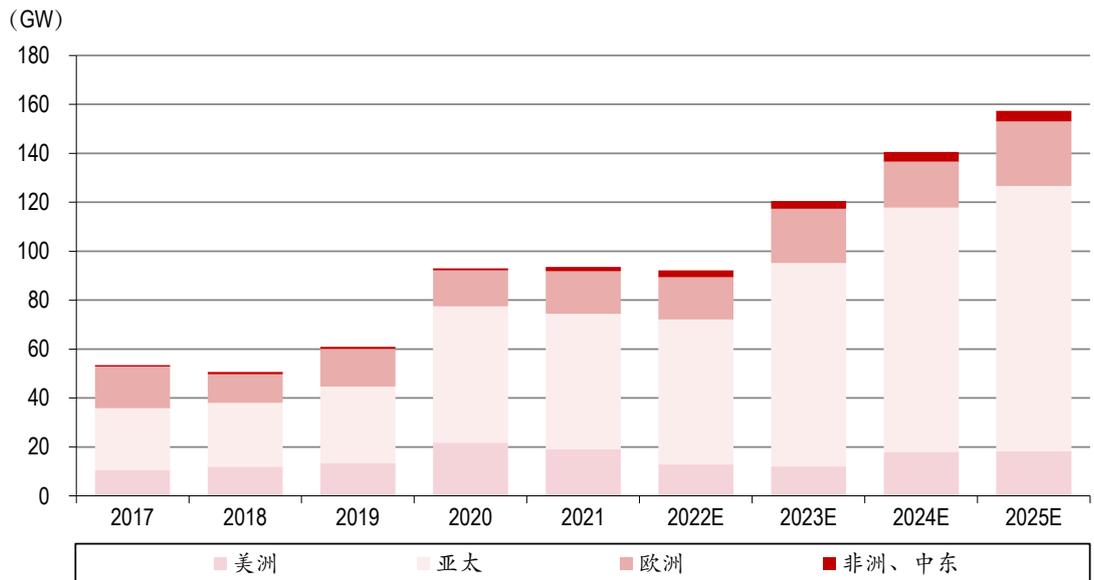


资料来源：公司年报，中银证券

国内外需求向好，整机盈利能力有望企稳

国内风电招标量快速增长，海外主流经济体积极推进脱碳，支撑风电装机需求：当前国内陆上风电经济性充分显现，支撑招标量保持高位；各省海上风电装机规划与补贴政策频繁出台，有望带动“十四五”期间海风新增装机量较快增长。根据每日风电的不完全统计，2022年1-11月，国内风电中标量已达到90.06GW。我们预计，2022-2024年国内风电分别新增装机48GW、70GW、85GW，同比分别增长0.90%、45.83%、21.43%。海外市场方面，尽快实现碳中和也已成为全球共识。美国提出“3550”碳中和目标，即2035年电力部门实现碳中和，2050年实现100%清洁能源；欧盟委员会提出，到2030年温室气体排放量至少要比1990年的排放水平减少55%，到2050年欧洲在全球范围内率先实现碳中和；日本则于2020年10月宣布将于2050年前实现碳中和。随着全球主要经济体进入“脱碳”周期，预计全球风电新增装机量有望维持稳定增长。

图表 79. 全球风电新增装机量预测



资料来源：GWEC，中银证券

整机盈利能力或将迎来修复：风机价格经历2021-2022Q1的一轮快速下跌后，近两个季度风机月度投标均价已经基本持稳。根据金风科技统计数据，2022年4-9月，风机中标均价基本稳定在1,800-2,000元/kW的区间。我们认为当前情况下，下游运营商项目投资回报率已显著超过6%-8%的要求，对风机的压价意愿有望降低；而头部风电整机企业在2020年以来的大规模招标中，亦积累了较为充足的在手订单，后续投标报价策略可能趋于稳健。我们认为，供需双方意愿的转变或有望逐步推动价格回归合理。此外，四月底以来大宗价格呈现下降趋势，根据Wind数据，生铁、废钢、中厚板、42CrMo特种钢材12月14日最新报价分别为3,950元/吨、2,724元/吨、3,923元/吨、5,000元/吨，相比年内高点分别下降18.56%、21.31%、24.68%、13.49%。我们认为在整机价格企稳情况下，大宗商品价格的下降或将有助于修复产业链盈利能力。

图表 80. 风机月度投标均价



资料来源: 金风科技业绩展示材料, 中银证券

图表 81. 原材料价格分析

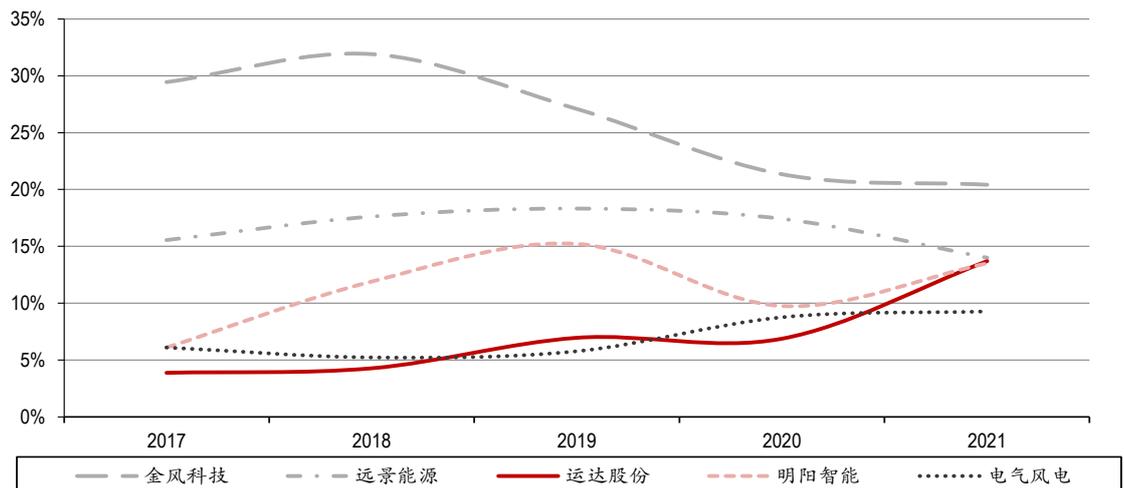
原材料	生铁	废钢	中厚板	42CrMo 特种钢材
原材料年内价格高点 (元/吨)	4,850	3,462	5,311	6,300
对应时间	2022/5/7	2022/5/6	2022/4/8	2022/4/12
原材料年内价格低点 (元/吨)	3,750	2,325	3,923	5,000
对应时间	2022/11/14	2022/7/17	2022/11/11	2022/9/30
原材料最新价格 (元/吨)	3,950	2,724	4,000	5,450
对应时间	2022/12/14	2022/12/14	2022/12/9	2022/12/14
变化幅度 (最新价格相比高点) (%)	(18.56)	(21.31)	(24.68)	(13.49)

资料来源: 万得, 中银证券

双馈路线具备经济性优势, 公司市场份额有望持续提升

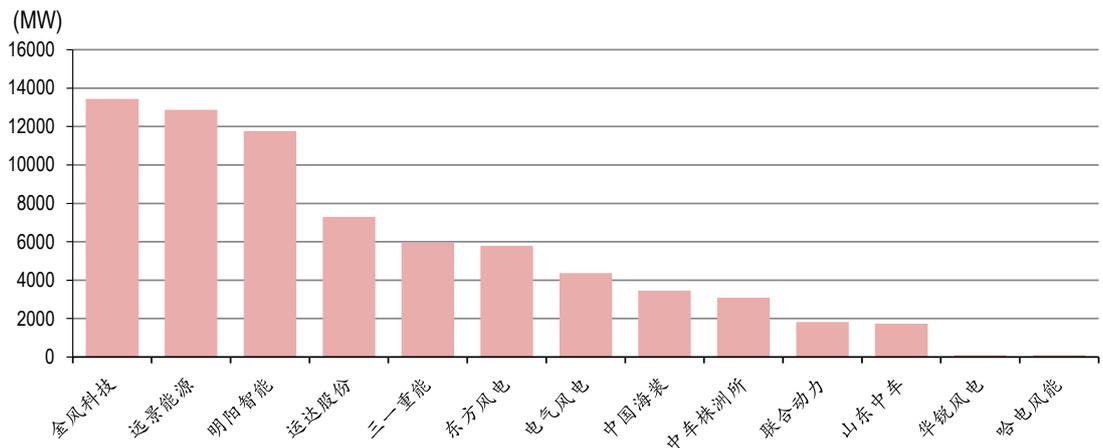
平价竞争时代行业格局有所分散, 运达股份市占率向上提升: 2020 年以来, 伴随风电补贴退出, 整机进入平价竞争时代, 部分二、三线企业凭借价格优势收获颇丰, 市场竞争格局有所分散, 行业 CR3 从 2018-2019 年的 61% 下滑至 2021 年的 48%, 在此过程中运达股份表现亮眼, 市占率从 2017 年的 4% 一路提升至 2021 年的 14%。而根据每日风电的不完全统计, 2022 年 1-10 月公司仍然坚守行业头部地位, 中标项目容量达到 7.30GW, 持续指引后续交付量的提升。

图表 82. 国内风机市场份额变化



资料来源: BNEF, 中银证券

图表 83. 2022 年 1-10 月风电项目中标统计



资料来源：每日风电，中银证券

平价时代，产品的“优质”与“低价”预计将成为竞争抓手：长期来看，我们认为能够在格局变动中胜出的企业，需要在低成本的同时保证风机的性能与质量。一方面，产品的价格竞争力依然是抢占订单的关键要素之一，但企业通过降价获取的份额，需要通过成本下降转化为利润，这是在激烈的竞争中获得长期优势与生存空间的重要依托。另一方面，在成本下降的过程中，风机企业也不能忽视质量问题，如果出现故障导致风机后期维修支出提升，或者生命周期不足 25 年的设计寿命，会影响下游运营商的实际收入，对于后续的可持续合作有负面影响。

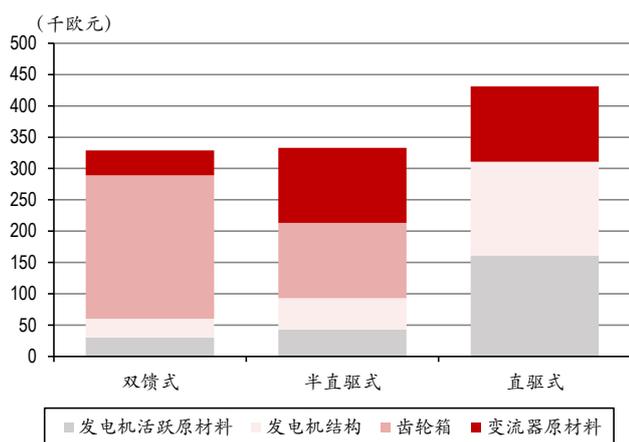
双馈式技术路线带来单瓦成本优势，运达股份在平价时代具备核心竞争力：目前主流风机技术路线包括双馈式、半直驱式、直驱式三种，其中直驱机组主机重量较大、但发电效率较高、维护成本较低；双馈机组主机重量较小，但发电效率、维护成本方面居于劣势地位；半直驱机组则相对居中。运达股份所生产的机型均采用双馈式技术路线，这也为公司带来了单瓦生产成本方面的优势。我们以风机及配件业务的对应成本除以风机出货量测算各公司风机的平均单瓦成本，并对比运达股份与部分友商在 2018-2021 年风电整机的单瓦成本，可以看出运达股份的生产成本相比行业平均偏低，2021 年其生产成本约 2.40 元/W，低于四家平均水平约 21%。

图表 84. 不同技术路线风机特性的简要对比

	双馈式	半直驱式	直驱式
初始成本	低	中	高
重量	低	中	高
发电效率	低	中	高
维护成本	高	中	低

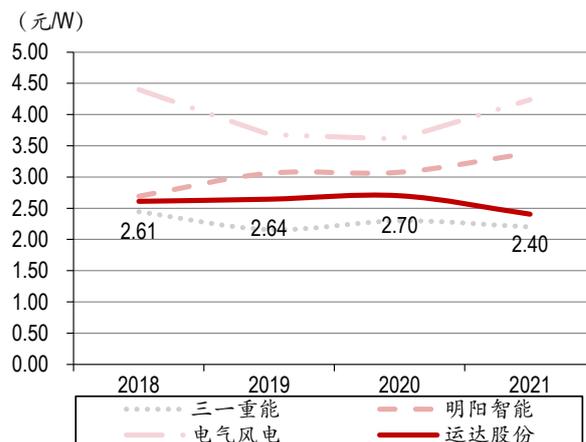
资料来源：《Comparison of Direct-Drive and Geared Generator Concepts for Wind Turbines. Energy Conversion》Polinder, H. and van der Pijl, F. F. A. and de Vilder, G.-J. and Tavner, P. J., 中银证券

图表 85. 3MW 风力发电机成本对比



资料来源:《Comparison of Direct-Drive and Geared Generator Concepts for Wind Turbines. Energy Conversion》Polinder, H. and van der Pijl, F. F. A. and de Vilder, G.-J. and Tavner, P. J., 中银证券

图表 86. 运达股份与友商单瓦成本对比



资料来源:公司公告, 中银证券

盈利预测与估值

关键假设:

- 考虑公司产能规划及行业需求情况, 预计公司 2022-2024 年风电整机产品收入保持稳定较快增长; 考虑风机价格与原材料价格变化趋势, 风电行业整体毛利率预计在 2022-2023 年间略有下降, 2024 年开始回升。但由于公司 2021 年出货量快速提升, 在规模化降本的对冲下, 公司 2022 年毛利率预计仍有上升。
- 考虑公司发电建设业务与公司风机销售主业存在一定协同性, 未来伴随公司风机销售业务提升, 预计公司 2022-2024 年发电建设业务收入可以保持稳定增长。

图表 87. 运达股份营业收入与毛利率预测

	2022E	2023E	2024E
风机			
收入 (百万元)	15,835.64	19,141.71	21,473.34
同比增长(%)	0.70	20.88	12.18
毛利率(%)	17.37	15.00	15.00
发电业务			
收入 (百万元)	243.24	580.07	1,116.43
同比增长(%)	157.80	138.48	92.47
毛利率(%)	52.57	60.00	60.00
其他			
收入 (百万元)	330.02	429.02	514.83
同比增长(%)	50.00	30.00	20.00
毛利率(%)	13.20	22.00	22.00
营业收入合计 (百万元)			
	16,408.89	20,150.81	23,104.60
同比增长(%)	2.30	22.80	14.66
综合毛利率(%)			
	17.81	16.44	17.33

资料来源:公司公告, 万得, 中银证券

盈利预测: 我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 164.09 亿元、201.51 亿元、231.05 亿元, 分别同比增长 2.30%、22.80%、14.66%; 归属于上市公司股东的净利润分别为 6.24 亿元、7.42 亿元、9.00 亿元, 分别同比增长 27.34%、18.90%、21.41%; 在当前股本下, 每股收益分别为 0.89 元、1.06 元、1.28 元。

相对估值：我们选取同行业的风电整机制造商标的金风科技、明阳智能、运达股份、电气风电作为可比公司进行估值比较,根据2022年12月16日收盘价计算,公司2021-2023年对应市盈率分别为20.9、16.4、13.8倍,2022-2023年估值低于同样具备成本优势且增速较快的三一重能,仍有向上提升空间。

图表 88. 运达股份可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价 (元)	流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)	评级
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
金风科技	002202.SZ	11.07	382.08	432.89	0.82	0.91	1.02	13.53	12.16	10.85	1.34	增持
三一重能	688349.SH	30.27	360.06	360.06	1.34	1.35	1.98	22.63	22.42	15.29	3.39	增持
明阳智能	601615.SH	24.59	558.71	558.71	1.36	1.83	2.20	18.02	13.45	11.20	1.98	未有评级
电气风电	688660.SH	6.29	83.87	83.87	0.38	0.31	0.54	16.54	20.30	11.57	1.12	未有评级
行业平均值								17.68	17.09	12.23	1.96	
运达股份	300772.SZ	14.55	102.15	102.15	0.70	0.89	1.06	20.85	16.38	13.77	3.16	增持

资料来源: 万得, 中银证券

注1: 股价与市值截止日2022年12月16日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

注2: 市净率均由上市公司最新一期净资产计算得出

投资建议：全球主要国家相继设立“脱碳”目标,清洁能源装机需求有望快速增长;国内陆上、海上风电经济性逐步显现,平价时代国内外风电整机需求无忧。公司凭借技术路线选择方面的优势,在平价竞争中市占率逐步提升,后续有望持续受益于风电需求向好,并有望在保障盈利能力的前提下获取更多的市场份额,从而保持相对较快的业绩增速;首次覆盖给予**增持**评级。

风险提示

价格竞争超预期：风电整机环节存在价格竞争超预期的风险,或对其盈利能力造成不利影响。

原材料价格出现不利波动：大宗原材料成本对风电制造业的盈利能力影响权重较大,若原材料价格出现不利波动,将对各制造企业的盈利情况产生负面影响。

大型化降本不达预期：风电制造业后续盈利能力在一定程度上依赖于机组大型化带来的制造成本下降,大型化降本的幅度与速度不达预期,公司的盈利能力将受到负面影响。

新能源政策风险：目前风电行业整体景气度与行业政策的导向密切相关,如政策方面出现不利变动,可能影响行业整体需求,从而对制造产业链整体盈利能力造成压力。

消纳风险：随着我国新能源发电装机容量的提升,其发电输出的不连续性对电网造成的消纳压力逐步增大,如电网企业限制后续新能源发电的新增消纳空间,将对风力发电需求造成不利影响。

新冠疫情影响超预期：新型冠状病毒肺炎疫情尚未结束,如疫情持续或出现反弹,可能因人流、物流受限而影响风电装机需求,同时亦可能对企业研发投入造成负面影响,进而拖慢新技术研发生产进程。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	11,478	16,041	16,409	20,151	23,105
销售成本	(9,903)	(13,382)	(13,536)	(16,898)	(19,170)
经营费用	(1,527)	(2,172)	(2,301)	(2,352)	(2,497)
息税折旧前利润	48	486	572	901	1,438
折旧及摊销	(74)	(108)	(32)	(190)	(438)
经营利润 (息税前利润)	(26)	378	540	711	1,000
净利息收入/(费用)	184	57	20	(45)	(175)
其他收益/(损失)	96	101	140	150	165
税前利润	150	487	663	789	957
所得税	23	6	(33)	(39)	(48)
少数股东权益	0	3	6	7	9
净利润	173	490	624	742	900
核心净利润	173	490	623	741	900
每股收益 (人民币)	0.246	0.698	0.888	1.056	1.282
核心每股收益 (人民币)	0.246	0.698	0.888	1.056	1.282
每股股息 (人民币)	0.000	0.121	0.267	0.317	0.385
收入增长(%)	129	40	2	23	15
息税前利润增长(%)	(144)	(1,576)	43	32	41
息税折旧前利润增长(%)	(63)	915	18	58	60
每股收益增长(%)	(32)	183	27	19	21
核心每股收益增长(%)	(32)	183	27	19	21

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	150	487	663	789	957
折旧与摊销	74	108	32	190	438
净利息费用	(95)	(8)	16	72	208
运营资本变动	730	4,083	(2,723)	6,436	(4,213)
税金	23	9	(33)	(39)	(48)
其他经营现金流	(1,670)	(2,383)	2,262	(4,840)	3,064
经营活动产生的现金流	(788)	2,298	217	2,607	406
购买固定资产净值	3,370	645	4,000	4,000	4,000
投资减少/增加	(42)	(32)	(5)	(5)	0
其他投资现金流	(3,959)	(1,751)	(8,000)	(8,000)	(8,000)
投资活动产生的现金流	(631)	(1,137)	(4,005)	(4,005)	(4,000)
净增权益	0	(85)	(187)	(222)	(270)
净增债务	232	413	86	2,254	4,515
支付股息	0	85	187	222	270
其他融资现金流	556	93	1,328	(295)	(478)
融资活动产生的现金流	787	506	1,414	1,959	4,037
现金变动	(632)	1,667	(2,374)	561	443
期初现金	3,547	3,500	4,836	2,461	3,023
公司自由现金流	(1,419)	1,161	(3,788)	(1,398)	(3,594)
权益自由现金流	(1,283)	1,566	(3,686)	928	1,128

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	3,500	4,836	2,461	3,023	3,466
应收帐款	3,808	6,835	4,052	9,317	6,012
库存	3,747	6,163	3,856	8,652	5,538
其他流动资产	244	68	248	147	301
流动资产总计	11,944	18,927	11,643	22,191	16,363
固定资产	1,557	2,406	6,381	10,198	13,768
无形资产	47	99	93	88	82
其他长期资产	2,466	3,277	3,327	3,377	3,427
长期资产总计	4,069	5,782	9,802	13,663	17,277
总资产	16,018	24,714	21,448	35,855	33,640
应付帐款	9,595	15,198	9,869	21,425	14,076
短期债务	0	74	211	799	1,883
其他流动负债	3,181	4,407	4,409	4,481	4,459
流动负债总计	12,776	19,679	14,489	26,705	20,418
长期借款	692	579	528	2,193	5,625
其他长期负债	707	1,669	1,669	1,669	1,669
股本	294	339	702	702	702
储备	1,349	2,445	3,992	4,511	5,142
股东权益	1,643	2,784	4,694	5,213	5,844
少数股东权益	62	65	67	75	84
总负债及权益	16,018	24,714	21,448	35,855	33,640
每股帐面价值 (人民币)	2.34	3.97	6.69	7.43	8.32
每股有形资产 (人民币)	2.27	3.82	6.55	7.30	8.21
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.62)	(5.96)	(2.45)	(0.04)	5.76

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	0.4	3.0	3.5	4.5	6.2
息税前利润率(%)	(0.2)	2.4	3.3	3.5	4.3
税前利润率(%)	1.3	3.0	4.0	3.9	4.1
净利率(%)	1.5	3.1	3.8	3.7	3.9
流动性					
流动比率(倍)	0.9	1.0	0.8	0.8	0.8
利息覆盖率(倍)	(12.0)	20.1	19.4	9.5	4.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	68.2
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	59.0	20.9	16.4	13.8	11.3
核心业务市盈率(倍)	59.0	20.9	16.4	13.8	11.3
市净率(倍)	6.2	3.7	2.2	2.0	1.7
价格/现金流(倍)	(13.0)	4.4	47.1	3.9	25.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	145.5	12.4	14.9	11.3	9.9
周转率					
存货周转天数	106.8	135.1	135.1	135.1	135.1
应收帐款周转天数	101.9	121.1	121.1	121.1	121.1
应付帐款周转天数	245.6	282.1	278.8	283.4	280.4
回报率					
股息支付率(%)	0.0	17.3	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	11.0	22.1	16.7	15.0	16.3
资产收益率(%)	(0.2)	1.9	2.2	2.4	2.7
已运用资本收益率(%)	2.2	4.2	3.5	2.7	2.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371