

300129.SZ

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 9.87

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	31.4	(0.7)	20.1	23.1
相对深圳成指	41.5	(5.2)	23.2	33.3

发行股数 (百万)	934.90
流通股 (百万)	648.77
总市值 (人民币 百万)	9,227.46
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	202.80
主要股东	
广州凯得投资控股有限公司	26.93

资料来源：公司公告，Wind，中银证券  
以 2023 年 11 月 21 日收市价为标准

## 相关研究报告

《泰胜风能》20231030  
《泰胜风能》20230828  
《泰胜风能》20230427

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：风电设备

证券分析师：陶波

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060002

证券分析师：曹鸿生

(8621)20328513

hongsheng.cao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523070002

## 泰胜风能

## 老牌风电塔筒企业，“双海”战略注入新活力

公司作为国内老牌的风电塔筒桩基企业，通过引入国有资产股东，助力公司“双海战略”的持续落地，未来公司将充分受益于风电需求的逐步释放，维持公司“买入”评级。

## 支撑评级的要点

- 国内老牌风电塔筒桩基企业，引入国资股东助力公司成长。公司成立于 2001 年，是我国最早专业生产风电塔架的公司之一，2022 年公司控股股东变更为广州凯得控股。凯得控股其由广东省财政厅与广州经济技术开发区管理委员会直接控制，在广东区域具备深厚的资源优势，可积极协助推动上市公司在“粤港澳大湾区”及其辐射地区海上风电的业务拓展，加速公司“双海战略”快速落地。
- 国内塔筒桩基需求逐步增长，盈利空间相对稳定。近年来，风机大型化的进程明显加快，风电经济性逐步凸显，另一方面，海风在深远海发展潜力较大，全球海风开发深远海趋势明显。塔筒的用量随风机大型化和海风深海化不断增加，助力塔筒市场规模增长。塔筒桩基由于运输半径的限制和较低的固定资产投入等因素导致市场格局较为分散，我们预计未来技术和规模存在优势的头部塔筒厂商将通过快速的产能扩张持续抢占小规模、区域性塔筒企业的市场份额，行业集中度有望持续上升。此外，塔筒和桩基采用成本加成的模式定价，成本压缩空间有限，未来钢价中枢下行、供需关系改善，塔筒厂商盈利空间有望维持稳定。
- 产能布局坐拥区位优势，“双海战略”抢占先机。根据公司公告，2023 年底预计公司产能达到 91 万吨，其中海上有约 20 万吨，从产能布局来看，公司陆上产能位于新疆、内蒙古等，贴近我国陆上风电最主要的需求地区，既有效的减少了运输成本，又能更好地与客户关联服务，具备明显的区位优势。另外，公司是国内较早开展国际业务的塔筒厂商之一，目前公司与多家国际知名企业建立了深厚的合作关系，随着全球风电的逐步发展，有望为公司带来较高的业绩弹性。

## 估值

- 预计公司 2023-2025 年营业收入为 47.12/69.95/88.50 亿元，归母净利润 4.31/6.32/8.85 亿元，EPS 为 0.46/0.68/0.95 元，对应 PE 为 21.4/14.6/10.4 倍，考虑到公司国内老牌的塔筒厂商的地位，或将充分受益于未来风电装机需求的逐步释放，维持买入评级。

## 评级面临的主要风险

- 风电装机不及预期；原材料价格波动的风险；产能扩张不及预期；竞争加剧的风险。

## 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	3,853	3,127	4,712	6,995	8,850
增长率(%)	6.9	(18.8)	50.7	48.4	26.5
EBITDA(人民币 百万)	356	303	552	789	1,078
归母净利润(人民币 百万)	259	275	431	632	885
增长率(%)	(25.9)	6.3	56.9	46.6	40.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.28	0.29	0.46	0.68	0.95
市盈率(倍)	35.7	33.6	21.4	14.6	10.4
市净率(倍)	3.3	2.3	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA(倍)	17.0	19.3	14.5	9.4	5.8
每股股息 (人民币)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
股息率(%)	0.6	0.7	0.8	1.2	1.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 目录

老牌风电塔筒企业，稳健经营乘“风”发展.....	5
深耕风塔二十载，国资入主提供发展新动力.....	5
公司经营稳健，在手订单充沛支撑未来业绩.....	6
国内塔筒桩基需求逐步释放，盈利空间相对稳定 .....	9
国内风电迎“拐点”装机逐步释放，中长期规划可观支撑装机需求.....	9
大型化、深远海趋势显著提升塔筒桩基用量，需求量随风电装机增长逐步释放 .....	11
塔筒桩基行业集中度有望进一步提升，供需好转盈利空间保持相对稳定 .....	13
产能布局坐拥区位优势，“双海战略”抢占先机 .....	16
公司生产基地区位优势较为明显，围绕“双海”不断完善产能布局.....	16
提前布局出海抢占先发优势，海外业务毛利较高为公司提供业绩弹性 .....	18
盈利预测与投资建议.....	21
风险提示 .....	22

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 泰胜风能发展历程.....	5
图表 2. 泰胜风能主要产品及业务.....	5
图表 3. 泰胜风能各产品及业务收入占比.....	6
图表 4. 泰胜风能股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）.....	6
图表 5. 公司营业收入情况.....	7
图表 6. 公司归母净利润情况.....	7
图表 7. 公司盈利能力情况.....	7
图表 8. 公司期间费率情况.....	7
图表 9. 泰胜风能海外收入占比情况.....	8
图表 10. 泰胜风能在执行以及待执行订单情况（亿元）.....	8
图表 11. 我国风电新增装机情况.....	9
图表 12. 我国风电项目历年招标情况.....	9
图表 13. 国内海风近期重大进展.....	10
图表 14. 各省“十四五”规划风电新增装机目标（单位：GW）.....	10
图表 15. 风电项目塔筒参数情况.....	11
图表 16. 海上风电塔筒单兆瓦重量情况.....	11
图表 17. 陆上风电塔筒单兆瓦重量情况.....	11
图表 18. 部分海风项目单桩参数.....	12
图表 19. 部分海风项目四桩导管架参数.....	12
图表 20. 国内市场塔筒桩基需求测算.....	13
图表 21. 各塔筒厂商的塔筒出货量（万吨）.....	13
图表 22. 各塔筒桩基生产商产能情况.....	14
图表 23. 天顺风能风塔成本构成（2022 年）.....	14
图表 24. 各公司陆上塔筒价格情况（元/吨）.....	14
图表 25. 各公司塔筒毛利率与原材料价格对比.....	15
图表 26. 公司生产基地全国布局情况.....	16
图表 27. 扬州基地所在位置.....	17
图表 28. 子公司泰胜蓝岛临江布局.....	17
图表 29. 各塔筒厂商海上产能及自有码头资源情况.....	17
图表 30. 泰胜风能预计 2023 年底产能.....	18
图表 31. 国内塔筒厂商出口业务收入情况.....	18
图表 32. 澳大利亚风电累计装机量走势.....	19
图表 33. 澳大利亚反倾销税总结.....	20
图表 34. 公司海外业务与国内业务毛利率情况（单位：%）.....	20

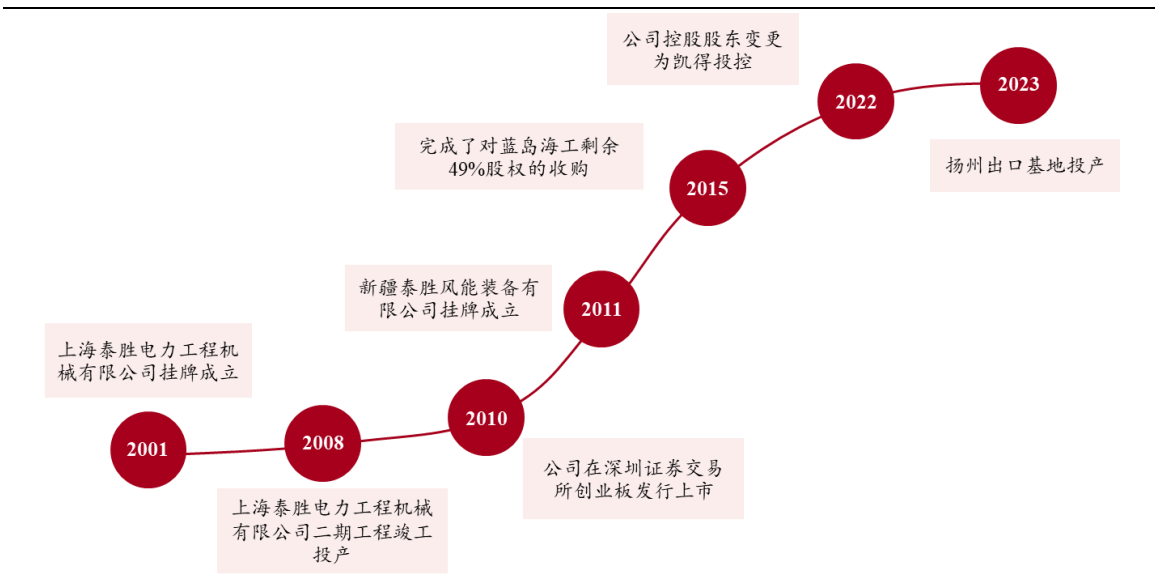
图表 35. 泰胜风能盈利预测 .....	21
图表 36. 泰胜风能与可比上市公司估值比较 .....	21
利润表(人民币 百万) .....	23
现金流量表(人民币 百万) .....	23
财务指标 .....	23
资产负债表(人民币 百万) .....	23

## 老牌风电塔筒企业，稳健经营乘“风”发展

### 深耕风塔二十载，国资入主提供发展新动力

**老牌风电塔筒企业，深耕风塔二十载。**上海泰胜风能装备股份有限公司，前身为上海泰胜电力工程机械有限公司，成立于 2001 年 4 月 13 日，并于 2010 年 10 月在深交所创业板上市，是国内最早专业从事风力发电配套塔架的制造商之一，具有专业的塔筒塔架生产技术及批量制造能力。自成立以来公司一直专注于塔筒塔架的生产，业务能力不断精进，目前已与 VESTAS、Gamesa、GEwind、金风科技、华能、中广核、大唐等中外知名企业建立了长期合作关系，在风电塔架行业形成了较高的知名度和良好的信誉度。

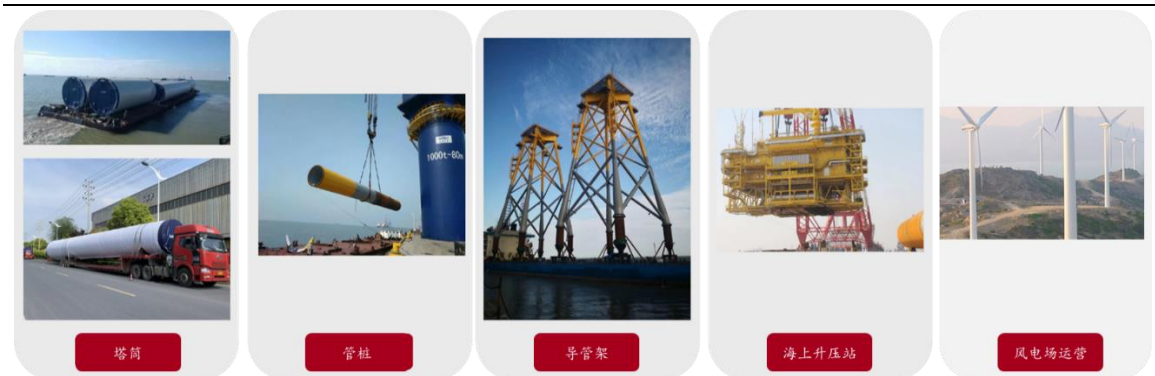
图表 1. 泰胜风能发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

**公司产品线丰富，覆盖海陆风电装备领域以及海洋工程领域几乎所有产品。**公司主要产品业务包括陆上风电塔筒和海上风电塔筒、导管架、管桩、升压站平台、海洋工程平台相关辅件及零件与风电场运营等。公司在海上风电导管架、升压站平台等较为复杂的海上风电产品方面具有较强的竞争优势，2023 年 10 月交付了广西防城港 700MW 海上风电示范项目海上升压站上部组块和国华半岛南地区 600MW 海上风电项目海上升压站上部组块。另外，2021 年公司控股嵩县 50MW 风电场项目完成并网开始发电，实现风电场运营 0 到 1 的突破。

图表 2. 泰胜风能主要产品及业务

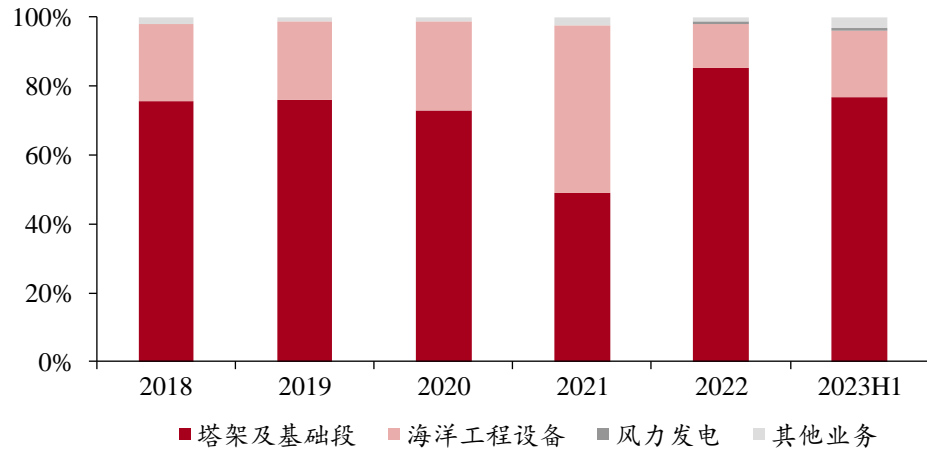


资料来源：公司官网，泰胜风能微信公众号，中银证券



塔筒和海工装备是公司主要收入来源。从公司各产品及业务的占比来看，塔筒及海工装备贡献了公司主要的收入，近 5 年来两者占比均超过 95%。风力发电业务方面，截至 2023 年中，公司仅持有河南嵩县 50MW 分散式风电场，对公司营收的贡献仍然较小。

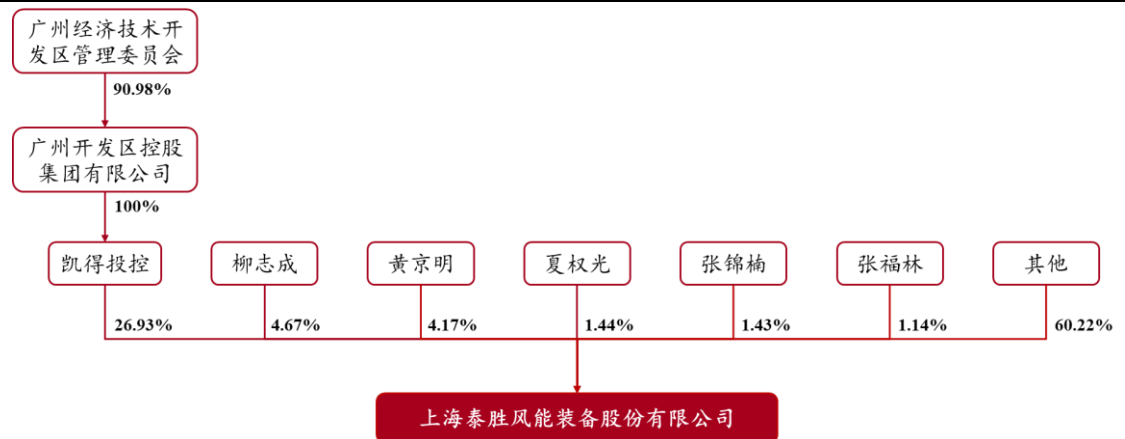
图表 3. 泰胜风能各产品及业务收入占比



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

**引入广州国有资产股东，助力公司业务发展。**2022 年 6 月公司发生控股股权及控制权的重大变化，在完成向广州凯得投资控股有限公司定向增发 A 股之后，凯得控股拥有公司普通股总股本的 26.93% 成为公司控股股东。凯得控股由广东省财政厅与广州经济技术开发区管理委员会直接控制，是广州开发区管理委员会为拓展资本经营和资产经营、优化产业结构、加速广州开发区的经济发展而设立的国有独资有限责任公司。目前我国海上风电正处于高速发展期，以广东为代表的沿海省份海上风电市场庞大、相关配套产业政策不断完善。凯得控股作为广州经济技术开发区管理委员会下属企业，其在广东区域具备深厚的资源优势，可积极协助推动上市公司在“粤港澳大湾区”及其辐射地区海上风电的业务拓展和资源协调，加速公司“双海战略”快速落地。

图表 4. 泰胜风能股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）

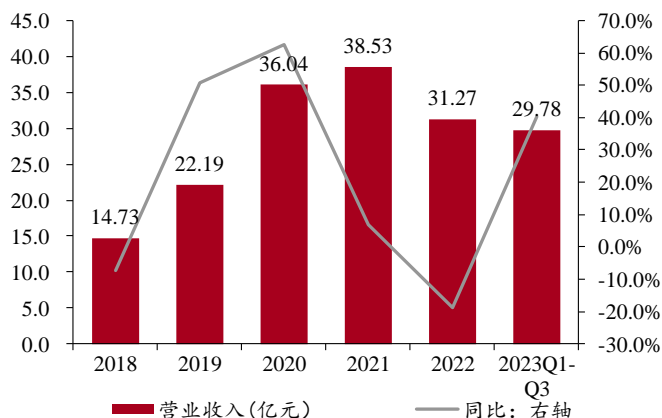


资料来源：同花顺 iFind，公司公告，中银证券

## 公司经营稳健，在手订单充沛支撑未来业绩

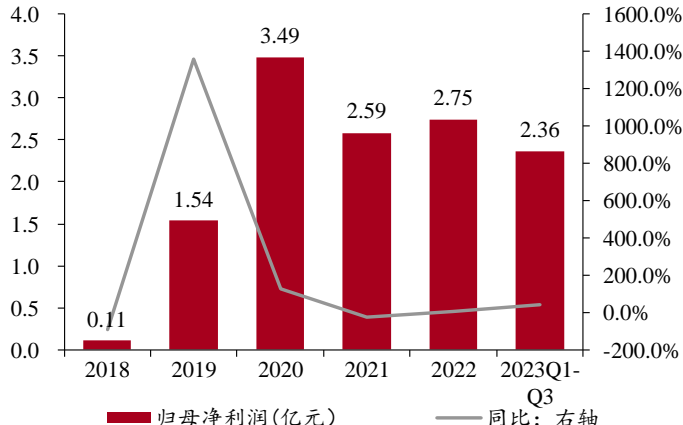
行业需求回暖复苏明显，公司业绩重回增长通道。2019 年后，随着风电的发展以及蓝岛基地的产能释放，公司营收规模进入新的阶段，2022 年由于受到疫情扰动、海风抢装结束后需求下降等因素的影响，公司收入稍有下滑但仍保持高位，公司 2022 年营业收入为 31.3 亿元，同比下降 18.8%。2023 年以来，尽管国内风电市场受到国管省管海域审批责任划分不明确、军事审批、航道审批等问题的影响，进展较为缓慢，但是公司抓住市场机遇，推动国内、海外塔筒业务稳步发展，2023 年前三季度公司实现营业收入 29.78 亿元，同比增长 40.29%，实现归母净利润 2.36 亿元，同比增长 41.82%。

图表 5. 公司营业收入情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

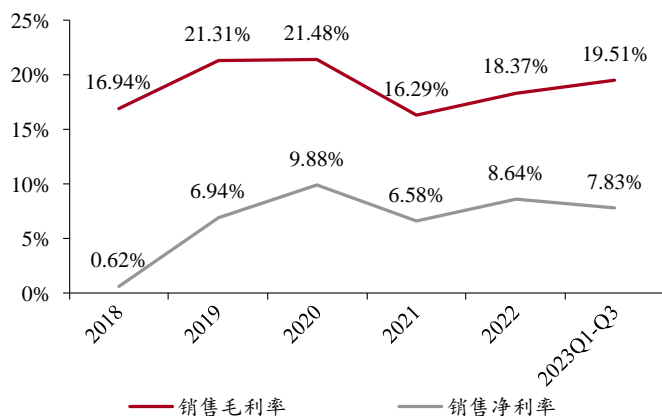
图表 6. 公司归母净利润情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

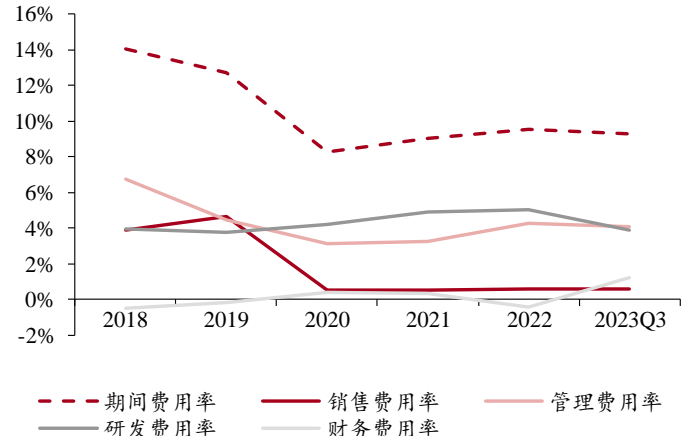
**盈利能力持续改善，期间费用率保持低位。**公司从 2018 年开始毛利率基本在 20% 附近合理波动，2021 年受到原材料价格上涨以及疫情的影响，公司盈利水平有所下降，但是随着原材料价格趋于稳定以及公司海外收入的占比提升，公司盈利能力持续改善，2023 年前三季度公司整体毛利率 19.51%，同比提升 1.53pct，净利率为 7.83%，同比提升 0.03pct，未来随着风电需求的逐步释放，公司盈利能力有望继续提升。费用率方面，伴随着公司规模效应的显现，销售与管理费用率近年来保持低位，2023 年前三季度公司期间费用率为 9.25%，同比提升 3.78pct，费用率上升的主要系汇率波动产生较大的汇兑损益，导致财务费用率出现了较大增长。

图表 7. 公司盈利能力情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

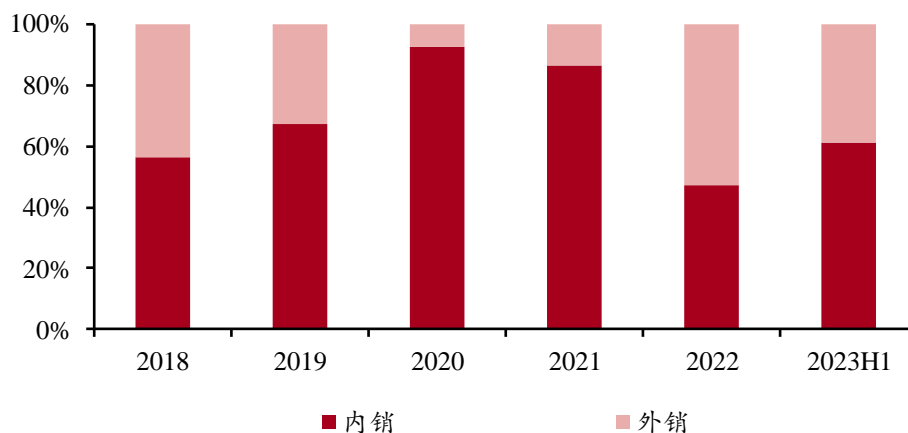
图表 8. 公司期间费率情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

**海外市场收入占比提升，支撑收入端和盈利端改善。**2017 年起公司战略向海上风电和海外市场转变，将产品定位为立足陆上风机塔架制造，开发研制大型化、海上风机塔架，将市场定位为立足国内风电市场，开拓北美、南美、澳洲、日本及其它国际市场。随着“双海战略”的逐步实施，公司海外市场收入逐渐提升，2023 上半年实现海外收入 6.50 亿元，占总营收 38.90%。

图表 9. 泰胜风能海外收入占比情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

**在手订单充沛，支撑公司未来业绩增长。**近年来公司在手订单持续保持高位，根据公司公告，截至 2023 年第三季度末，公司在执行及待执行订单共计 41.86 亿元，分产品来看陆上风电类 32.47 亿元，海上风电类 8.38 亿元，海洋工程类 0.34 亿元，其他订单 0.66 亿元，充沛的在手订单对公司短期业绩提供有力支撑。

图表 10. 泰胜风能在执行以及待执行订单情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q3
陆上风电	12.50	23.13	9.09	27.54	25.49	32.47
海上风电	4.29	9.34	25.32	5.02	7.11	8.38
海洋工程	0.38	0.34	0.34	0.34	0.34	0.34
其他	0.23	0.22	0.18	0.19	0.18	0.66
<b>合计</b>	<b>17.40</b>	<b>33.03</b>	<b>34.94</b>	<b>33.09</b>	<b>33.13</b>	<b>41.86</b>

资料来源：公司公告，中银证券

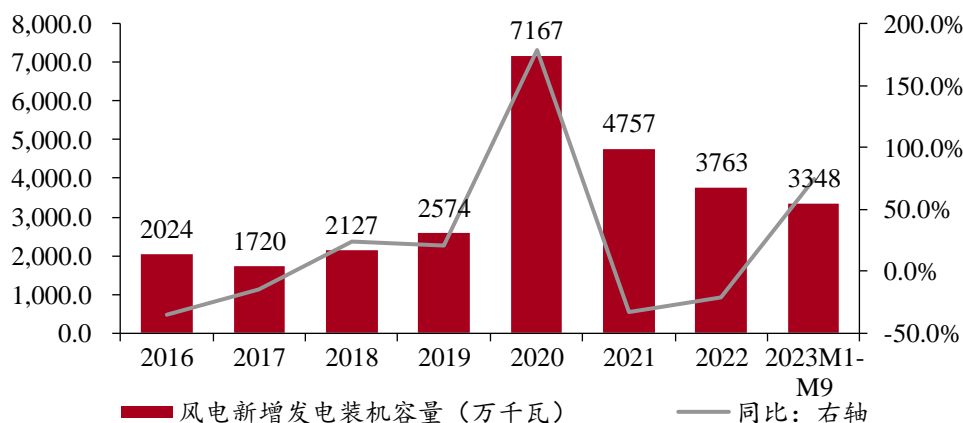


## 国内塔筒桩基需求逐步释放，盈利空间相对稳定

### 国内风电迎“拐点”装机逐步释放，中长期规划可观支撑装机需求

2023 年国内风电装机需求逐步释放，并网容量快速提升。根据国家能源局数据，2023 年 1-9 月全国风电新增发电装机容量 33.48GW，同比上升 74.01%，其中陆上风电 32.05GW，海上风电 1.43GW，新增装机虽然呈现出高速增长的态势，主要的得益于 2022 年的高招标量带来的装机的需求的逐步释放。但是与 2022 年超过 80GW 的招标量相比，仍有较大储量的风电项目未实现装机，因此短期未来装机量仍有较大潜力。

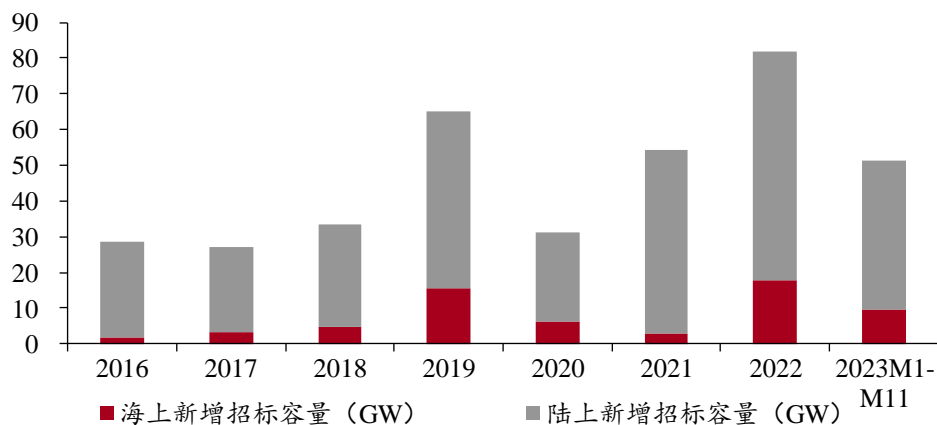
图表 11. 我国风电新增装机情况



资料来源：国家能源局，中银证券

招标量维持较高水平，支撑未来两年装机量。根据金风科技业绩演示材料以及我们的不完全统计，2022 年国内风电新公开招标量（不含框架协议）81.98GW，创历史新高。但是进入 2023 年，从装机情况来看 2022 年的招标项目未能完全释放，因此今年的招标增速出现了阶段性的下降，但仍然处于较高水平。根据我们的不完全统计，截至 2023 年 11 月 10 日全年招标量（不含框架协议）51.52GW，同比下降 30.82%，其中陆上风机 41.58GW，海上风机 9.67GW。

图表 12. 我国风电项目历年招标情况



资料来源：金风科技官网，每日风电，风芒能源，风电头条，中银证券

短期阻碍因素逐步消除，风电行业边际改善显著。前期国内的海风项目受到国管省管海域审批责任划分不明确，以及军事、航道审批等问题的影响，导致 2023 年上半年不论是装机还是招标都进展较为缓慢，但是进入 23 年下半年以来，相关海风省份接连出现利好信息，我国风电行业边际改善有望进入新一轮的快速发展期。

- **江苏省：**国能龙源射阳 1000MW 项目于 9 月 25 日获得核准；国信大丰 850MW 项目于 11 月 3 日获得核准；三峡大丰 800MW 项目于 11 月 13 日发布风力发电机组及塔筒设备采购、设计施工项目、海缆采购中标结果公示，至此江苏已竞配的 2.65GW 项目已全部恢复进展，困扰江苏海风的军事审批问题或已解决；
- **广东省：**10 月 11 日 7GW 省管海域项目竞配结果的正式落地；11 月 3 日中国海域使用论证网发布《三峡阳江青洲五七 200 万千瓦海上风电场项目海域使用论证报告书》，或预示项目审批层面取得较为重大的进展；
- **其他省份：**6 月 13 日，福建省启动 2GW，共 5 个场址的海风项目竞配；9 月 8 日，广西启动 13.4GW 深远海项目的前期工作咨询服务项目招标，其他省份的海风项目均稳步进行中。

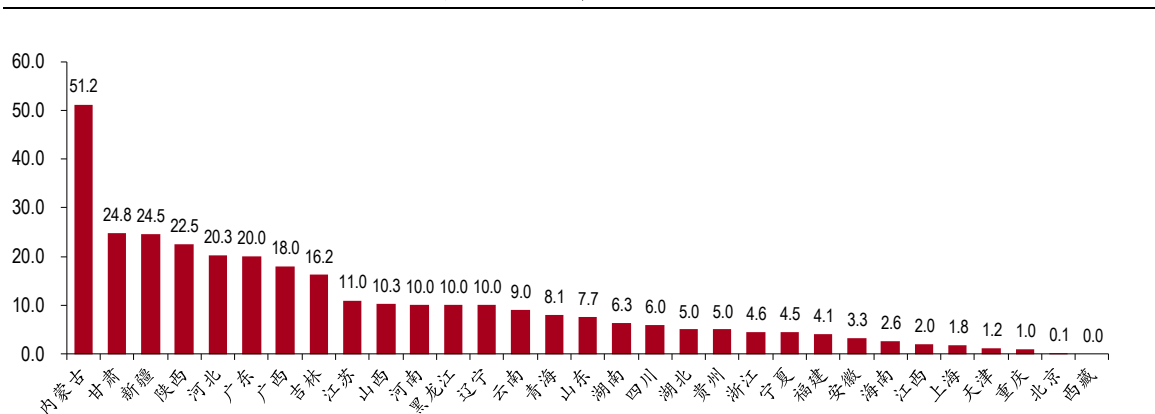
图表 13. 国内海风近期重大进展

省份	日期	事件
江苏省	9 月 25 日	国能龙源射阳 1000MW 项目获得核准
	11 月 3 日	国信大丰 850MW 项目获得核准
	11 月 13 日	三峡大丰 800MW 项目发布风力发电机组及塔筒设备采购、设计施工项目、海缆采购中标结果公示，预计于近期开工
广东省	10 月 11 日	7GW 省管海域项目竞配结果的正式落地
	11 月 2 日	阳江青州六 1GW 海上风电场项目 EPC 总承包工程海缆采购及敷设中标公示
	11 月 3 日	中国海域使用论证网发布《三峡阳江青洲五七 200 万千瓦海上风电场项目海域使用论证报告书》
广西壮族自治区	9 月 8 日	13.4GW 深远海海上风电项目前期工作咨询服务项目启动招标
	10 月 25 日	13.4GW 深远海海上风电前期中标候选人公示
	11 月 8 日	北海海上风电 N5 场址 16GW 项目前期招标
福建省	6 月 13 日	福建省 2GW 海上风电项目启动竞配

资料来源：龙船风电网，风芒能源，风电头条，中国电建集中采购平台，北极星风力发电网，中银证券，

**“十四五”各省总规划超 320GW，未来两年装机可期。**中央财经委员会第九次会议中提出：“十四五”是碳达峰的关键期、窗口期，要构建清洁低碳安全高效的能源体系，实施可再生能源替代行动，深化电力体制改革，构建以新能源为主体的新型电力系统。根据我们的统计，已有多个省分、直辖市和自治区正式下发“十四五”能源发展规划，明确标注 2025 年之前的风电新增装机目标，按照各省“十四五”新能源装机要求，全国新增风电装机超过 320GW。

图表 14. 各省“十四五”规划风电新增装机目标（单位：GW）



资料来源：各省发改委，中银证券

注：部分省份发布的政策目标为新能源总装机目标，并未区分风电与光伏，按照风光各占 50% 来计算

## 大型化、深远海趋势显著提升塔筒桩基用量，需求量随风电装机增长逐步释放

塔筒的重量随风机大型化不断增加。塔筒作为风电机组的主要承载部件，具有支撑风机的作用，同时负责吸收机组震动，随着风机大型化，对塔筒的强度和稳定性提出了更高要求，从而导致塔筒的重量不断提升。例如海上风电方面，沙扒五期项目 6.45MW 的风机，塔筒高度在 106m，重量在 380 吨。而青洲六项目 10MW 风机，高度更是达到了 140m，重量则达到了 786.7 吨。在陆上风电方面也能看到相同的趋势，例如四川冕宁铁厂乡项目 2MW 的风机，塔筒重达 166 吨，而富源西风电基地三期 400 兆瓦项目 6.25MW 风机，塔筒重量达到 289.1 吨。

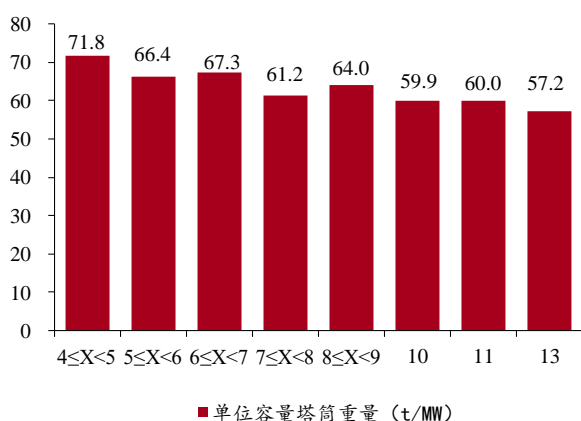
图表 15. 风电项目塔筒参数情况

类型	项目	单机容量(MW)	塔筒高度(m)	塔筒重量(t)
海上风电	三峡阳江阳西沙扒五期	6.45	106	380
	三峡阳江青洲六	8	125	564.8
	三峡阳江青洲六	10	140	786.7
陆上风电	三峡四川冕宁铁厂乡 70MW 风电项目	2	77.2	166
	国家电投木垒老君庙风电场三期 100MW 项目	2.5	90	185
	锋电能源甘肃张掖平山湖项目	3	97.3	211
	晋电古店镇 28 兆瓦分散式风电项目	4	100	247
	富源西风电基地三期 400 兆瓦项目	6.25	107.3	289.1

资料来源：国际风力发电网，北极星风力发电网等，各项目海洋环境影响报告书，中银证券

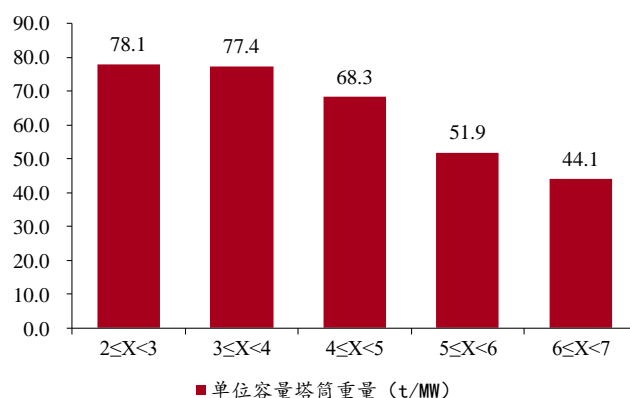
风机大型化使塔筒单位兆瓦重量降低，陆上风电塔筒通缩效应更明显。我们统计了 32 个海上风电项目（44 组数据）和 61 个陆上风电项目（65 组数据），并对单位功率的塔筒重量进行分析。从统计结果中可以看出，不论是陆上还是海上风电，随着风机兆瓦数的提升，单位兆瓦的塔筒重量存在明显的下降趋势，其中陆上风电塔筒通缩效应更明显。陆风通缩效应更明显与大容量海风在深远海恶劣环境对塔筒要求更高有关。数据上来看，13MW 海上风机的塔筒平均用量在 57.2 吨/MW，相比 4-5MW 海上风机的 71.8 吨/MW，下降约 20.3%；6-7MW 陆上风机的塔筒平均用量在 44.1 吨/MW，相比 2-3MW 陆上风机的 78.1 吨/MW，下降约 43.5%。不过仍然需要注意的是，具体项目的自然条件，工况环境和风机的设计，对塔筒的用量存在一定的影响，相同的单机容量下各个厂商生产或购买的塔筒的重量具有一定的差别，最大可差 100 吨以上。

图表 16. 海上风电塔筒单位兆瓦重量情况



资料来源：各项目海洋环境影响报告书，中银证券

图表 17. 陆上风电塔筒单位兆瓦重量情况



资料来源：国际风力发电网，北极星风力发电网等，中银证券

水深是海工基础重量的重要影响因素，随着未来向深远海发展，导管架、漂浮式的应用显著提高基础用量需求。根据部分海上风电项目的海洋环境影响报告书，单桩重量随着水深的增加而变大，当水深小于 20m 时单桩的普遍在 800-1200 吨，而当水深超过 30m 时单桩的重量一般在 1600-1800 吨；四桩导管架基础主要应用于 30 米以上水深海域，基础部分总重量在 2200-2800 吨之间，且同样具有随着水深的增加而重量加大的趋势。另外，漂浮式风机的平台重量超过 3000 吨，例如我国的“扶摇号”漂浮式项目的浮体和机组总重量超过 5000 吨，“观澜号”浮体就重达 4000 吨。未来随着海上风电向深远海进一步发展，导管架和漂浮式基础的应用有望会成为主流，将会显著提升基础用量的需求。

图表 18. 部分海风项目单桩参数

省份	项目	离岸距离 (km)	水深 (m)	单机容量 (MW)	平均桩长 (m)	桩径(m)	壁厚(mm)	桩重(t)
上海	上海奉贤海上风电	12	9.42-10.2	6.45	75	7-8.2	65-85	1069.9
广东	广东粤电湛江外罗二期	16.5	0-19	5.5	85	7.5	65.5-80	1150
江苏	江苏启东 H2#	40	13-15	6	98	8.5	-	1634
山东	华能山东半岛北 BW 场址海上风电	15	14-16	8.5	84	7.5	-	1256.1
江苏	国家电投滨海南区 H3#	46	18	4	85	5.5-6.5	66.1	822.5
广东	三峡广东阳江阳西沙扒三期	16	22-30	6.45	83	7.5-9	75-90	1213
广东	中广核汕尾后湖	12	23-28	5.5	95.15	7-9.25	70-80	1370
广东	三峡广东阳江阳西沙扒四期	24.8	27-31	6.45	101	7.5-9	75-90	1848.5
广东	国家电投揭阳神泉一(I 标段)	27	33-39	7	105-110	6-8.6	70-100	1625.9*
广东	国家电投揭阳神泉一(II 标段)	27	33-39	5.5	102	7.5-8.7	70-100	1713.7 *
山东	国家电投山东半岛南海上风电基地 U 场址一期 450MW 项目	20	24-28	8.5	87	7.5-8.9	70-90	1311.5*
广东	大连市庄河海上风电场址 V 项目	32	30	9	91	7.5-8.5	72-85	1403.5 *

注\*: 项目并未公布具体的单桩重量，该重量为根据桩长、桩径、壁厚计算所得。

资料来源：各项目海洋环境影响报告书，中银证券

图表 19. 部分海风项目四桩导管架参数

省份	项目	离岸距离 (km)	水深 (m)	单机容量 (MW)	单根管桩重量(t)	导管架主体结构重量(t)	总重(t)
广东	华能汕头勒门（二）	19	16-29	6	195	884	1664
福建	漳浦六鳌海上风电场 F 区一期	29	26-41	6.7	247	1470	2458
广东	中广核惠州港口一	28	30-40	5.5	300	1238	2438
广东	国家电投揭阳靖海	24	31-35	5.5	196	1960	2744
广东	三峡阳江青州六	57	35-45	8	263	1194	2244
广东	三峡阳江青州六	57	35-45	10	336	1444	2786
广东	三峡阳江青州七	75	45-53	8		1400	
广东	三峡阳江青州七	75	45-53	10		1400	
广东	华电阳江青洲三	55	41-46	6.8	220	1504	2384
广东	粤电阳江青洲二	55	37-43	8	255	1390	2410
广东	粤电阳江青洲二	55	37-43	10	301	1505	2709
广东	中广核阳江帆石一	60	40-50	12	255	1390	2410

资料来源：各项目海洋环境影响报告书，中银证券

随着风电需求逐步释放，未来塔筒及桩基市场空间广阔。根据未来几年的风机吊装容量预测及塔筒桩基单兆瓦用量来测算塔筒和桩基的用量需求，经测算得到，未来几年国内陆上塔筒市场规模保持在 300 万吨左右，海上塔筒需求向 100 万吨左右靠拢，海上基础需求量 2026 年有望达到 360 万吨，高需求量预示着未来塔筒及基础市场空间十分广阔。

图表 20. 国内市场塔筒桩基需求测算

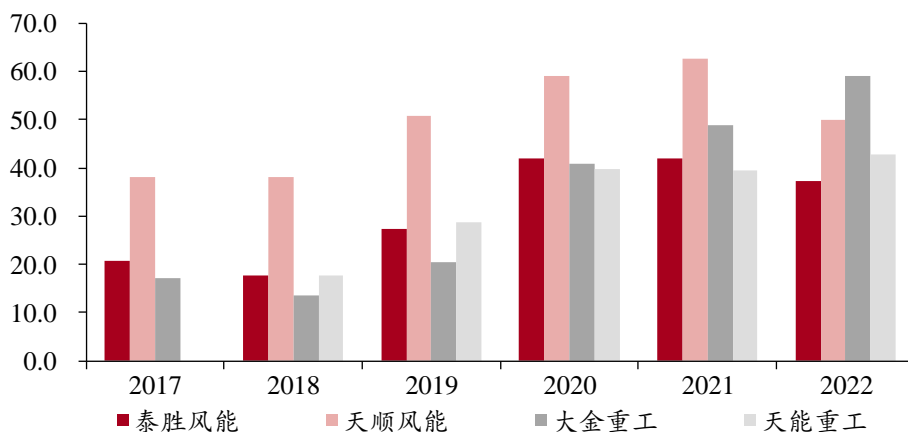
项目	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
陆上风电吊装容量 (GW)	44.7	55.0	65.0	70.0	80.0
陆上风机平均容量 (MW)	4.3	5.5	6.0	7.0	8.0
陆上塔筒单兆瓦用量 (吨/MW)	68.0	52.0	45.0	42.0	40.0
陆上塔筒总需求量(万吨)	303.8	286.0	292.5	294.0	320.0
海上风电吊装容量 (GW)	5.2	6.0	12.0	15.0	17.0
海上风机平均容量 (MW)	7.4	8.5	10.0	11.0	12.0
海上塔筒单兆瓦用量 (吨/MW)	63.0	61.2	60.0	58.0	57.0
海上塔筒总需求量(万吨)	32.4	36.7	72.0	87.0	96.9
塔筒合计 (万吨)	336.2	322.7	364.5	381.0	416.9
海上基础总需求量 (万吨)	185.0	223.1	275.6	318.3	364.7

资料来源: CWEA, 国家能源局, 彭博新能源, 中银证券测算

## 塔筒桩基行业集中度有望进一步提升, 供需好转盈利空间保持相对稳定

国内塔筒市场以几大上市公司为主。由于运输半径的限制和较低的固定资产投入导致陆上塔筒行业市场格局较为分散, 而海上塔筒及桩基行业由于海上风电行业发展的区域性特点及码头的必要性, 国内具备进行生产的厂商相对较少且集中度较高。目前国内塔筒桩基的参与者主要包括天顺风能、大金重工、泰胜风能、天能重工、海力风电五家上市公司以及央企下属子公司和地方性企业组成。

图表 21. 各塔筒厂商的塔筒出货量 (万吨)



资料来源: 各公司公告, 中银证券

头部塔筒厂商加速扩张, 行业集中度有望进一步提升。受制于塔筒的运输半径, 广泛的产能布局和快速的规模扩张是提升占有率的最有效途径。从目前的产能布局及未来规划来看, 各厂商都在积极寻求扩张。考虑到如下几个因素, 我们预计未来具备技术、规模优势的头部厂商通过快速的产能扩张, 持续抢占小规模、区域性塔筒企业的市场份额、行业集中度有望持续上升:

- **技术优势:** 风机大型化趋势加速, 塔筒的高度、直径、强度都需进行相应的升级, 制造环节的难度与精度要求均将提升, 塔筒制造的技术门槛持续提升, 技术工艺领先、生产设备先进的头部厂商将占据明显优势;
- **管理优势:** 对于大型央企和国企, 塔筒只是他们业务中的一部分, 并非核心业务, 收入占比不大, 并且其盈利能力和供应链管理能力和专业的塔筒厂商相比并不存在优势, 后续扩张力度有限;
- **规模优势:** 在抢装潮结束后, 短期内行业需求将有所下滑, 并且下游客户对塔筒厂商的综合实力和交付能力会提出更高要求, 部分体量较小的区域性塔筒厂商面临较大的经营压力, 抢装期间涌现的临时性、小规模产能将率先出清。



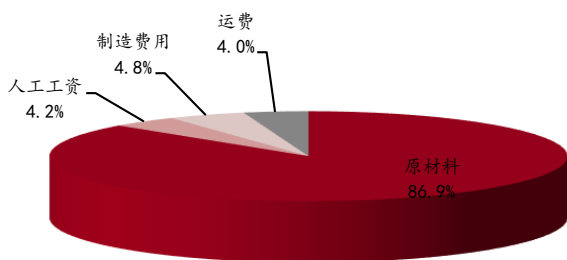
图表 22. 各塔筒桩基生产商产能情况

公司	预计 2023 产能 (万吨)			产能规划
	陆上	海上	合计	
天顺风能	120	60	180	2023 年 5 月公司完成收购江苏长风, 目前已形成 40 万吨/年的海工产能。未来在海工产品上的总体产能规划约 250 万吨, 其中国内包括射阳、通州湾、漳州、阳江、汕尾、北海等多个生产基地, 合计产能 200 万吨, 德国工厂产能 50 万吨。广东阳江工厂预计 2024 年下半年投产、德国工厂预计于 2024 年底投产、福建漳州工厂预计 2025 年底投产。
泰胜风能	71	20	91	扬州基地已于 2023 年年中投产, 产能为 25 万吨, 新疆扩产以后达到 20 万吨, 南方基地正在履行内外部的前期流程。
大金重工	50	70	120	部署国内蓬莱、盘锦、唐山主要出口基地的同时, 积极布局欧洲、北美、东南亚等海外基地, 规划设计全球产能 300 万吨以上。
天能重工	40.5	48	88.5	将对江苏盐城、广东汕尾等地工厂进行技改, 届时海上产能会进一步增加 8 万吨。
海力风电	0	90	90	温州基地投产后可形成年产 8MW 以上海上风机塔筒约 220 套的产能。到“十四五”末, 公司产能合计达 100 万吨以上。
润邦股份	0	30	30	通州湾基地建成将带来产能的扩充。

资料来源: 各公司公告, 中银证券

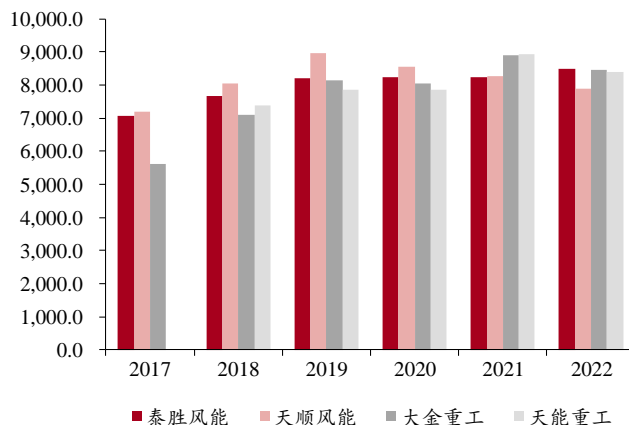
风电塔筒桩基产品较为同质化, 成本加成模式定价成本压缩空间有限。塔筒和桩基的定价模式为成本加成, 即签订单价为签订合同时的原材料价格加一定的加工费, 加工费通常受到市场供需关系的影响, 决定了塔筒桩基厂商的盈利空间。从塔筒的成本构成来看, 原材料占比在 80% 左右, 成本压缩空间有限, 并且由于塔筒的生产周期较短, 通常为 1 至 2 月, 签订合同和钢材采购时间存在较小的风险敞口, 而且塔筒和桩基的招标通常和主机分开招标, 不会受到主机厂价格战的影响, 因此盈利空间有望保持稳定。从产品价格来看, 各家塔筒厂商的陆上塔筒价格差别不大, 未来随着头部塔筒厂的新增产能逐步释放, 供需关系得到改善, 单吨毛利有望维持在合理区间。

图表 23. 天顺风能风塔成本构成 (2022 年)



资料来源: 天顺风能公告, 中银证券

图表 24. 各公司陆上塔筒价格情况 (元/吨)

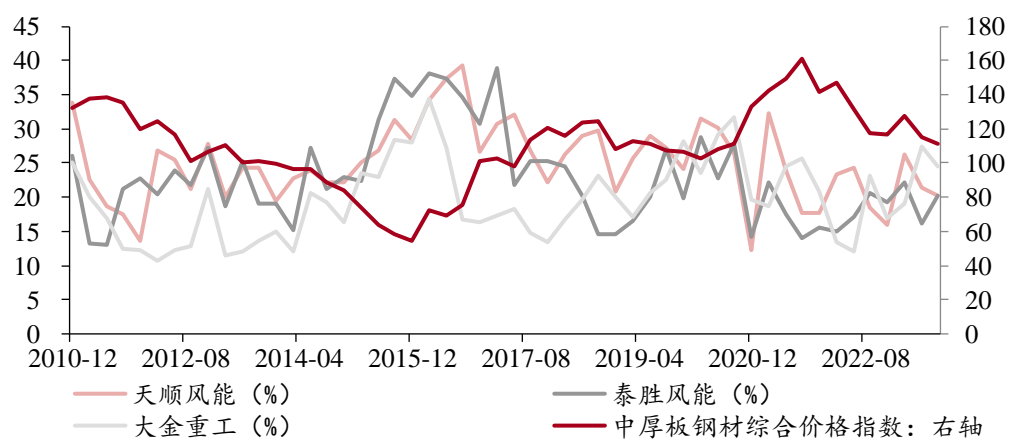


资料来源: 各公司公告, 中银证券

钢价中枢下行, 塔筒厂商毛利率有望改善。在加工价格稳定的情况下塔筒的毛利率与原材料价格呈现较为明显的负相关关系, 未来短期国内钢铁需求保持稳定, 钢价大幅上行的概率较小, 有望保持高位震荡, 因此我们预计未来塔筒厂商的毛利率将有所改善。



图表 25. 各公司塔筒毛利率与原材料价格对比



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

## 产能布局坐拥区位优势，“双海战略”抢占先机

公司生产基地区位优势较为明显，围绕“双海”不断完善产能布局

产能布局是塔筒桩基行业中的重要竞争要素。由于塔筒和桩基的生产技术壁垒和质量控制的门槛较低，并且各家塔筒生产企业的成本构成基本一致，其中原材料占比 80% 左右，因此运费、制造费用、人工工资等成本的控制能力是各个塔筒厂商核心竞争力的体现。由于塔筒桩基具有“体积大、重量沉”的特点，物流成本较高，并且存在一定的运输半径。因此，合理布局拓宽运输半径，成为各家塔筒生产企业的角逐发力点。

公司陆上产能布局靠近风电最主要需求区域，区位优势明显。据公司公告，公司目前的陆上风电产能布局为内蒙古包头 5 万吨、黑龙江大庆 5 万吨、新疆 20 万吨、上海金山 6 万吨、江苏东台 5 万吨、广西钦州 5 万吨、扬州基地 25 万吨，除去用于出口和海上的产能，公司共计约 30 万吨陆上产能且都分布在“三北”地区。据北极星风力发电网统计，2022 年“三北”地区风电新增并网约占全国总增量的 64%，约为中东部和南方地区的两倍，公司在“三北”地区的产能布局贴近我国陆上风电最主要的需求地区，既有效的减少了运输成本，又能更好地与客户关联服务，体现了公司较明显的区位优势。

图表 26. 公司生产基地全国布局情况



资料来源：公司公告，中银证券整理

**扬州基地选址精心布局，投产助力出口业务。**扬州生产基地选址在扬州港腹地，具备较好的运输距离及海运能力优势，形成企业的“百公里大宗物料供应圈”与“一公里产品抵港线”。扬州基地产品定位于专业打造大直径、高端的塔筒产品，可生产最大直径 8 米、最大长度 50 米、最大重量 260 吨的塔段，年产量合计为 25 万吨。截至 2023 年 9 月 22 日，扬州已经完成 ISO、EN 等标准化认证，并取得金风科技、远景能源、电气风电等大部分重要客户的供应商认证，正在有序进行 Vestas、Nordex 的供应商认证，借助扬州港优越的地理条件，扬州基地以面向海外出口塔筒产品为主，助力公司践行“双海战略”。

图表 27. 扬州基地所在位置



资料来源：公司公告，中银证券

海上产能临江布局与自有码头支撑优势，新增南方海风基地规划再添助力。公司 2013 年对蓝岛海工完成收购，开启公司在海工高端装备制造的大门，目前公司海上产能 20 万吨基本来自蓝岛海工。海风业务由于码头、港池以及相邻生产用地等资源稀缺自带高度壁垒，蓝岛海工位处长江入海口临江而立，叠加自有蓝岛码头资源，让其在竞争激烈的海工行业中仍能保持竞争优势。2022 年在公司完成控股股东转换后，在广东省国资股东凯得控股的支持下，公司计划在广东新增海上风电基地，目前正在履行内外部的流程阶段，目前公司在广东珠海、广西钦州都有布局产能，未来南方基地投产后，将进一步强化公司在海工装备的业务能力。

图表 28. 子公司泰胜蓝岛临江布局



资料来源：泰胜蓝岛官网，中银证券

图表 29. 各塔筒厂商海上产能及自有码头资源情况

公司	预计 23 年底海上产能 (万吨)	自有码头情况
泰胜风能	20	蓝岛码头
天顺风能	60	通州湾码头、陆丰码头、射阳码头
大金重工	70	蓬莱码头
海力风电	90	小洋口码头、通州湾码头、吕四港码头 (在建)

资料来源：各公司公告，中银证券

产能扩充顺利推进，产品结构有望持续优化。根据公司公告，公司既定的新疆区域的产能扩张和扬州港基地均顺利实现投产，预计 2023 年年底公司产能将达约 91 万吨，其中海上有约 20 万吨。公司 2023 年的重点工作为完善华南地区的产能布局，南方基地正在履行内外部的流程阶段，未来将重点面向广东、广西、福建等地区提供管桩、导管架、升压站平台、深远海钢结构件等高端产品，不断升级优化公司产品结构。

图表 30. 泰胜风能预计 2023 年底产能

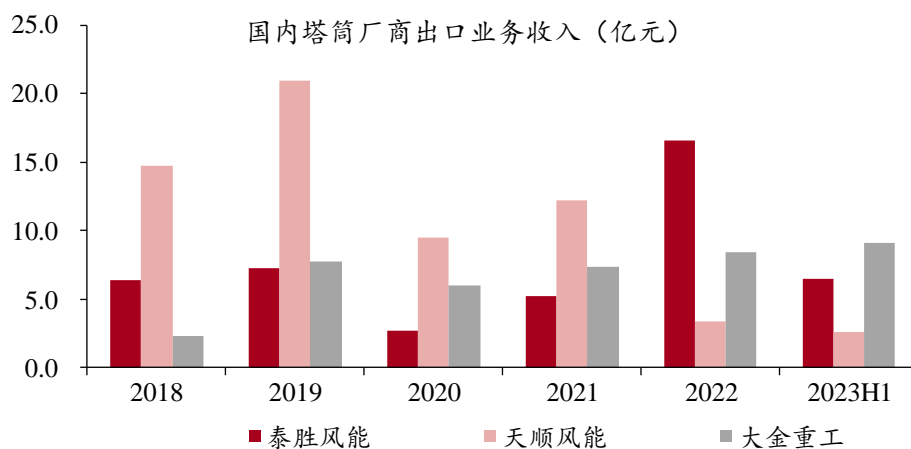
	基地	产能(万吨)	备注
陆风	上海金山	6	出口基地
	江苏东台	5	出口基地
	内蒙古包头	5	
	新疆	20	扩产完成
	黑龙江大庆（租用）	5	
	广西钦州（租用）	5	
	广东珠海（租用）		
	扬州基地	25	出口基地，23 年中已投产
陆风合计		71	
海风	南通泰胜蓝岛	20	海上风电/出口
合计		91	

资料来源：公司公告，中银证券

### 提前布局出海抢占先发优势，海外业务毛利较高为公司提供业绩弹性

公司较早开展出口业务，海外客户资源积累具有先发优势。公司是国内较早开展国际业务的塔筒厂商之一，从 2002 年起便开始为全球最大风机整机制造厂商 VESTAS 提供配套塔架，是 VESTAS 在中国的首家合格供应商，目前公司与多家国际知名企业建立了深厚的合作关系。近年来公司出口业务收入增长明显，2022 年因海外陆上风电发展态势良好、公司承接出口订单大幅增加，出口收入约为 2021 年的 3 倍，同时也是行业内厂商出口收入第一名。

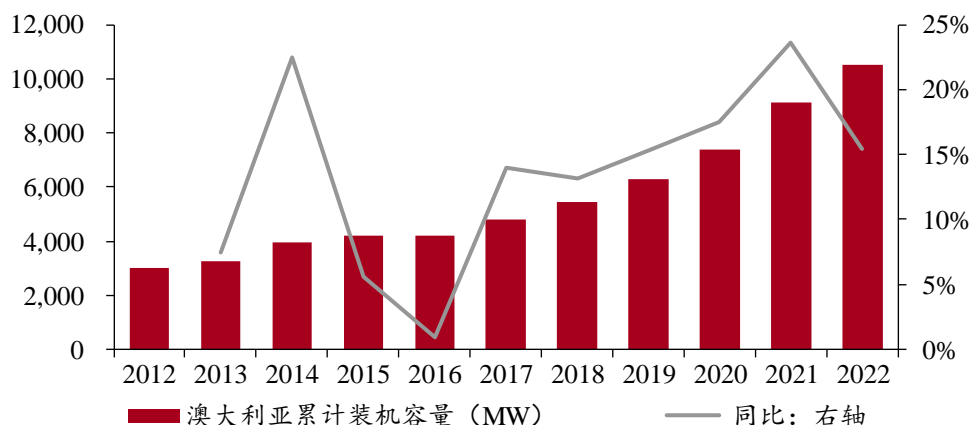
图表 31. 国内塔筒厂商出口业务收入情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

澳大利亚风电市场发展迅速为公司海外收入提供支撑。公司海外业务以亚太地区为主，包括东南亚、澳大利亚、新西兰、日本、韩国等，其中 2022 年来自澳洲收入占比最大。根据澳洲清洁能源委员会年度报告，2022 年澳大利亚累计装机容量已达到 10GW。澳大利亚近年来大力发展海上风电，宣布确定优先发展 6 个海风发电的区域，仅维多利亚州政府计划了 2032 年累计装机 2GW、2035 年到达 4GW、2040 年到达 9GW 等数个海上风电规划。公司在澳洲塔筒市场地位领先且品牌认可度较高，使其在澳洲快速发展的风电市场中充分受益。

图表 32. 澳大利亚风电累计装机量走势



资料来源: Clean Energy Council, 中银证券

公司短期仍受益于澳大利亚风塔产品反倾销税豁免，具备相对优势。自 2013 年 8 月 28 日澳大利亚开启了对我国企业的反倾销调查，并在 2014 年 4 月做出肯定性终裁给与我国风电塔出口企业 15.0-15.6% 的反倾销税，随后在 2019 年 4 月将反倾销税降低至 6.4%-10.9%。各公司通过积极应诉使澳大利亚工业科学技术部撤销了部分公司的反倾销措施，目前采用 0 税率反倾销税的公司分别有泰胜风能、重山风力和中船澄西，大金重工申诉以后采用了 1.2% 的税率，短期来看，公司在该地区的出口贸易上获得了相对优势。应澳大利亚国内企业 Keppel Prince Engineering 的申请，澳大利亚反倾销委员会对进口自中国的风塔产品发起反倾销期中复审调查，根据澳大利亚反倾销委员会于 10 月 16 日公布对华风塔反倾销日落复审事实披露报告，报告认为终止反倾销措施将不会对澳国内产业造成实质性损害，建议于 2024 年 4 月 16 日到期终止该措施。长期来看，澳洲对华风塔产品的反倾销税有望取消，行业将面临公平的竞争环境，但公司在优惠税率期间提升的澳洲市场占有率有望帮助公司取得先发优势。



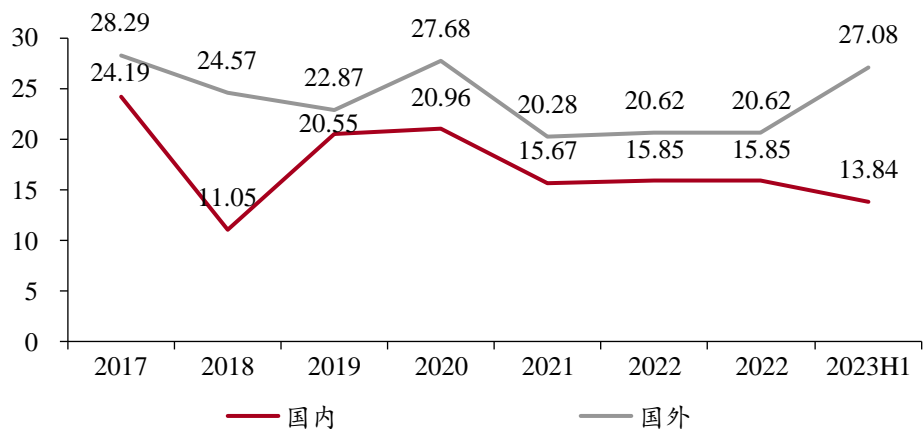
图表 33. 澳大利亚反倾销税总结

日期	事件	对应税率
2013 年 8 月 28 日	澳大利亚反倾销委员会对进口自中国和韩国的风电塔启动反倾销调查。	
2013 年 12 月 6 日	澳大利亚对原产于中国的应用级风电塔作出反倾销初裁	16.2%
2014 年 4 月 16 日	澳大利亚对该案作出肯定性终裁，裁定涉案企业的税率：中国为 15.0%~15.6%、韩国为 17.2%~18.8%。	15.0-15.6%
2019 年 3 月 27 日	澳大利亚反倾销委员会对进口自中国和韩国的风电塔启动第一次反倾销日落复审调查	
2019 年 4 月 17 日	澳大利亚反倾销委员会发布第 2019/33 号公告，决定从 2019 年 4 月 17 日起，终止韩国涉案产品的现行反倾销措施；同时继续对中国的涉案产品实施反倾销措施，以从价税方式计征 6.4%~10.9% 反倾销税。	6.4%-10.9%
2020 年 7 月 9 日	澳大利亚工业科学技术部（Minister for Industry, Science and Technology）部长 Karan Andrew 于 2020 年 7 月 8 日做出了《针对中国出口澳大利亚风塔的裁定》撤销针对泰胜风能的反倾销措施	泰胜风能 0%，其他中国出口商措施不变。
2022 年 6 月 17 日	澳大利亚工业、能源和减排部部长通过了澳大利亚反倾销委员会对进口中国的风电塔（Wind Towers）作出的反倾销新出口复审终裁建议，中国企业中船澄西船舶修造有限公司（Chengxi Shipyard Co., Ltd）的倾销幅度为-5.1%、暂定倾销有效税率为 0.0%。	中船澄西船舶修造有限公司暂时为 0%
2023 年 2 月 27 日	应澳大利亚国内企业的申请，对进口自中国的风电塔（Wind Towers）发起反倾销期中复审调查。审查将仅限于审查与采取反倾销措施相关的可变因素是否发生了变化。澳大利亚反倾销委员会预计将不晚于 2023 年 8 月 1 日向澳大利亚工业科学部部长提交反倾销复审终裁建议。	
2023 年 10 月 16 日	澳大利亚贸易救济调查机关就对华风塔反倾销日落复审公布事实披露报告，认为终止反倾销措施将不会对澳国内产业造成实质性损害，建议于 2024 年 4 月 16 日到期终止该措施。	

资料来源：公司公告，中国贸易救济信息网，澳大利亚工业部，中银证券

海外业务毛利率较高，为公司带来业绩弹性。2017 至今，公司海外业务毛利率均高于国内业务，随着公司未来海外收入占比的提升，有望为公司带来更强的业绩弹性。

图表 34. 公司海外业务与国内业务毛利率情况（单位：%）



资料来源：同花顺 iFind，中银证券



## 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 47.12/69.95/88.50 亿元，归母净利润 4.31/6.32/8.85 亿元。核心假设如下：

**核心假设一：**塔架和基础段业务，随着风电装机的逐步释放，我们预计 2023-2025 年分别实现出货 45/65/80 万吨，实现营业收入 38.25/53.30/64.80 亿元，预计毛利率维持稳定，分别为 18.82%/18.29%/19.14%；

**核心假设二：**其他海上风电装备业务，随着公司新基地的投产以及海风装机的高速增长，我们预计 2023-2025 年分别实现出货 10/20/30 万吨，实现营业收入 8.00/15.60/22.50 亿元，考虑到海风供需结构改善带来的加工费上涨，预计毛利率将有所提高，分别为 15.00%/16.03%/17.33%；

**核心假设三：**风力发电业务，公司截至 2023 年中，仅持有河南嵩县 50MW 分散式风电场并且暂时没有继续扩充的规划，因此参考 2022 年的收入和毛利率情况，预计 2023-2025 年风力发电业务收入为 0.30 亿元，毛利率为 37.00%。

图表 35. 泰胜风能盈利预测

(%)		2022A	2023E	2024E	2025E
塔架及基础段	收入（百万元）	2665.56	3825.00	5330.00	6480.00
	收入增速	41.84	43.50	39.35	21.58
	毛利率	17.33	18.82	18.29	19.14
其他海上风电装备	收入（百万元）	395.14	800.00	1560.00	2250.00
	收入增速	(79.00)	102.46	95.00	44.23
	毛利率	18.80	15.00	16.03	17.33
风力发电	收入（百万元）	27.69	30.00	30.00	30.00
	收入增速		8.33	0.00	0.00
	毛利率	37.03	37.00	37.00	37.00
其他业务	收入（百万元）	38.29	57.44	74.67	89.60
	收入增速	(58.34)	50.00	30.00	20.00
	毛利率	72.93	64.46	66.28	67.44
合计	收入（百万元）	3126.69	4712.44	6994.67	8849.60
	收入增速	(18.84)	50.72	48.43	26.52
	毛利率	18.37	18.85	18.38	19.23

资料来源：公司公告，中银证券测算

我们选取与公司业务相似的大金重工、天顺风能、海力风电作为可比公司，以 2023 年 11 月 17 日收盘价计算，公司 2023-2025 年对应市盈率分别为 21.4、14.6、10.4 倍，与可比公司平均水平接近。公司作为老牌风机塔筒装机生产商，不断深化“双海战略”，积极提升市场份额，未来将充分受益于风电需求的逐步释放，考虑到公司的成长性，维持“买入”评级。

图表 36. 泰胜风能与可比上市公司估值比较

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)			市盈率(x)			最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	(元/股)
002531.SZ	天顺风能	买入	13.24	237.91	0.61	1.02	1.32	21.70	12.98	10.03	4.91
002487.SZ	大金重工	增持	26.05	166.13	1.03	1.81	2.31	25.29	14.39	11.28	10.82
301155.SZ	海力风电	买入	62.01	134.80	1.79	4.74	7.24	34.64	13.08	8.56	25.82
			平均值					27.21	13.48	9.96	13.85
300129.SZ	泰胜风能	买入	9.87	92.27	0.46	0.68	0.95	21.40	14.60	10.43	4.53

资料来源：同花顺 iFind，中银证券

注：股价截至日 2023 年 11 月 21 日，天顺风能为电新组覆盖

## 风险提示

**风电装机不及预期：**风电项目的审批及开工节奏仍存在不确定性，如果未来风电装机量不及预期，将会直接影响塔筒和桩基的需求，对公司的业绩产生不利影响；

**原材料价格波动的风险：**大宗原材料成本对塔筒厂商的盈利能力影响权重较大，若原材料价格出现不利波动，将对公司的盈利情况产生不利影响；

**产能扩张不及预期：**塔筒厂商竞争的关键在于产能的扩张及布局，若公司未来产能的扩张速度未达到预期进度，将会对公司未来的业绩释放产生不利影响；

**竞争加剧的风险：**各塔筒厂商的产品价格存在竞争超预期的风险，可能对公司的盈利能力造成不利影响。

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,853	3,127	4,712	6,995	8,850
营业收入	3,853	3,127	4,712	6,995	8,850
营业成本	3,225	2,552	3,824	5,709	7,148
营业税金及附加	16	13	19	28	35
销售费用	21	19	26	37	44
管理费用	125	134	179	252	310
研发费用	188	157	193	280	354
财务费用	12	(13)	(12)	(23)	(36)
其他收益	19	27	25	20	20
资产减值损失	6	(10)	(5)	(5)	(5)
信用减值损失	(16)	(38)	(30)	(30)	(30)
资产处置收益	0	89	5	5	5
公允价值变动收益	14	(33)	0	0	0
投资收益	1	0	5	5	5
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	289	298	483	707	989
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	3	1	2	2	2
利润总额	288	298	482	706	988
所得税	34	27	48	71	99
净利润	254	270	433	635	890
少数股东损益	(5)	(5)	2	3	4
归母净利润	259	275	431	632	885
EBITDA	356	303	552	789	1,078
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.28	0.29	0.46	0.68	0.95

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>4,566</b>	<b>5,756</b>	<b>6,036</b>	<b>8,121</b>	<b>10,023</b>
货币资金	674	1,273	1,466	2,129	3,292
应收账款	1,953	2,003	1,924	2,351	3,549
应收票据	35	103	28	127	20
存货	1,510	1,803	2,021	2,736	2,426
预付账款	31	50	66	111	109
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	363	524	530	667	626
<b>非流动资产</b>	<b>1,240</b>	<b>1,415</b>	<b>1,446</b>	<b>1,443</b>	<b>1,366</b>
长期投资	13	6	6	6	6
固定资产	730	763	750	753	738
无形资产	218	209	212	214	215
其他长期资产	279	438	480	471	408
<b>资产合计</b>	<b>5,806</b>	<b>7,172</b>	<b>7,482</b>	<b>9,565</b>	<b>11,389</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,855</b>	<b>2,807</b>	<b>2,800</b>	<b>4,335</b>	<b>5,427</b>
短期借款	35	126	0	0	0
应付账款	808	541	1,159	2,013	2,752
其他流动负债	2,013	2,140	1,642	2,322	2,675
<b>非流动负债</b>	<b>173</b>	<b>306</b>	<b>263</b>	<b>283</b>	<b>276</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	173	306	263	283	276
<b>负债合计</b>	<b>3,028</b>	<b>3,113</b>	<b>3,064</b>	<b>4,618</b>	<b>5,704</b>
股本	719	935	935	935	935
少数股东权益	20	19	21	24	29
归属母公司股东权益	2,758	4,039	4,397	4,922	5,657
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>5,806</b>	<b>7,172</b>	<b>7,482</b>	<b>9,565</b>	<b>11,389</b>

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	254	270	433	635	890
折旧摊销	88	100	116	135	155
营运资金变动	(254)	(770)	30	112	354
其他	(102)	104	(37)	(21)	(56)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(13)</b>	<b>(296)</b>	<b>542</b>	<b>862</b>	<b>1,342</b>
资本支出	(90)	(174)	(174)	(124)	(74)
投资变动	173	(5)	2	2	2
其他	(22)	(46)	8	8	8
<b>投资活动现金流</b>	<b>61</b>	<b>(224)</b>	<b>(164)</b>	<b>(114)</b>	<b>(64)</b>
银行借款	35	91	(126)	0	0
股权融资	(201)	955	(73)	(107)	(151)
其他	112	97	14	23	36
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(54)</b>	<b>1,143</b>	<b>(186)</b>	<b>(85)</b>	<b>(114)</b>
<b>净现金流</b>	<b>(7)</b>	<b>623</b>	<b>193</b>	<b>663</b>	<b>1,164</b>

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	6.9	(18.8)	50.7	48.4	26.5
营业利润增长率(%)	(32.7)	3.0	62.0	46.4	40.0
归属于母公司净利润增长率(%)	(25.9)	6.3	56.9	46.6	40.0
息税前利润增长率(%)	(35.0)	(24.3)	115.2	50.0	41.2
息税折旧前利润增长率(%)	(27.8)	(14.9)	82.3	43.0	36.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(25.9)	6.3	56.9	46.6	40.0
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	6.9	6.5	9.3	9.3	10.4
营业利润率(%)	7.5	9.5	10.2	10.1	11.2
毛利率(%)	16.3	18.4	18.8	18.4	19.2
归母净利润率(%)	6.7	8.8	9.2	9.0	10.0
ROE(%)	9.4	6.8	9.8	12.8	15.6
ROIC(%)	10.7	5.7	12.2	19.0	31.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
净负债权益比	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
流动比率	1.6	2.1	2.2	1.9	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.8	0.8
应收账款周转率	2.3	1.6	2.4	3.3	3.0
应付账款周转率	6.8	4.6	5.5	4.4	3.7
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
管理费用率(%)	3.2	4.3	3.8	3.6	3.5
研发费用率(%)	4.9	5.0	4.1	4.0	4.0
财务费用率(%)	0.3	(0.4)	(0.2)	(0.3)	(0.4)
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.3	0.3	0.5	0.7	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.0	(0.3)	0.6	0.9	1.4
每股净资产(最新摊薄)	3.0	4.3	4.7	5.3	6.1
每股股息	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	35.7	33.6	21.4	14.6	10.4
P/B(最新摊薄)	3.3	2.3	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	17.0	19.3	14.5	9.4	5.8
价格/现金流(倍)	(687.5)	(31.2)	17.0	10.7	6.9

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得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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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，或将此报告全部或部分内容发表。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。所有本报告期内使用的商标、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