



公司研究 | 深度报告 | 宏盛华源 (601096.SH)

宏盛华源：架设能源转型的动脉

报告要点

公司是我国稀缺的输电铁塔上市企业，行业领先优势明显，未来有望深度受益于我国特高压工程的发展，另外海外业务和新兴业务也有望迎来较大的发展空间。公司将瞄准“建设成为全球最具核心竞争力的电力铁塔制造商和国内知名的钢结构产品配套供应商”而不断前进。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001

SFC: BQK482



曹海花

SAC: S0490522030001



司鸿历

SAC: S0490520080002

SFC: BUD284



袁澎

SAC: S0490524010001

宏盛华源 (601096.SH)

2024-12-29

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

宏盛华源：架设能源转型的动脉

背靠 CEE，铁塔龙头踏上新征程

公司前身合肥佳电线路器材厂，后经过多次整合，先后并入浙江盛达、元利江东、安徽宏源、宏源钢构、青岛豪迈、江苏华电、重庆顺泰、重庆瑜煌等公司，形成宏盛华源铁塔集团股份有限公司，2023 年成功发行 A 股上市，登陆沪市主板。公司的控股股东为中国电气装备集团旗下的山东电工电气集团，近几年营业收入保持较为稳定的增长，尽管近几年毛利率、净利率有些承压，但 2024 年前三季度恢复增长，公司盈利能力或将触底回升。

铁塔市场需求回暖，价格有望触底

公司的主要产品为全系列电压等级的输电线路铁塔，包括角钢塔、钢管塔、钢管杆、变电构支架，电网建设是输电线路铁塔的主要应用领域，但其制造能力可以拓宽至其他领域的钢结构产品。根据近几年国家电网铁塔招标数据，2021 年招标总量达 275 万吨，2022 年招标总量达 213 万吨，2023 年招标总量达 423 万吨，2024 年招标总量达 379 万吨，可见，2023-2024 年招标量相对前几年显著放量，主要系近两年电网投资加大，基建工程尤其是特高压工程需求爆发所致，预计未来铁塔市场整体需求量仍将有所提升。价格方面，近几年输电铁塔价格有所承压，近一年产品价格位于 7000-9000 元/吨的水平。公司主要原材料钢材的价格指数和铁塔价格保持同样的下降趋势，我们预计涨价或可给公司带来一定的盈利弹性。

优势龙头受益于特高压、海外和新业务

在我国输电铁塔行业，公司具有较大的领先优势。公司 2022 年末角钢塔年产能达 66 万吨，管塔类产能达 17 万吨，合计达 83 万吨，产能利用率已达 102%，考虑募投项目后，预计至 2025 年，公司将至少具备 88 万吨产能，规模优势明显。同时，公司在区位布局、项目业绩、市场营销、制造能力、技术研发、生产管理等方面均具备一定的竞争优势，最终使得公司市场份额水平较为突出。当前，我国已进入特高压新一轮发展时期，仅 2024 年，就有 4901km 特高压交流和 6167km 特高压直流输电工程进入可研阶段，该部分大约对应铁塔需求量约 150-200 万吨，对 2023 年国网铁塔招标总量 423 万吨可增厚约 35%-50%，增量可观。除特高压外，海外市场或将成为公司增长的重点领域之一，2023 年，公司实现海外收入 4.03 亿元，占公司总营业收入的比例为 4.34%。未来，公司有望依托国内国家电网、南方电网、中国电气装备集团、中国电建、中国能建等大型总包商逐步实现收入快速的增长，并且也有望依托成熟的海外项目经验和自主的海外直销渠道进一步受益于海外市场增量。公司在坚持做强主业、做大规模的同时，积极培育和拓展铁塔类相关产品和业务，也在重点布局建筑、通信等领域，大力提升新基建、新能源领域新型钢结构市场份额，培育新兴业务，拓展业务范围，扩大业务规模。

投资建议

综上所述，我们认为公司作为国内输电铁塔龙头企业，市场份额与竞争优势突出，未来将深度受益与国内特高压、海外市场拓展及新产品新业务的开拓，有望成为全球最具核心竞争力的电力铁塔制造商和国内知名的钢结构产品配套供应商。我们预计公司 2024、2025 年归母净利润分别为 2.36、2.97 亿元，对应 PE 分别为 50、40 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、国内电网建设速度不及预期；
- 2、特高压工程体量不及预期；
- 3、市场竞争加剧的风险
- 4、产品和原材料价格波动的风险；
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	4.46
总股本(万股)	267,516
流通A股/B股(万股)	164,298/0
每股净资产(元)	1.63
近12月最高/最低价(元)	7.46/3.50

注：股价为 2024 年 12 月 26 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

背靠 CEE，铁塔龙头踏上新征程.....	6
多次整合铸就铁塔龙头.....	6
背靠 CEE 焕发崭新动力.....	7
盈利能力或将触底回升.....	8
铁塔市场需求回暖，价格有望触底.....	10
公司覆盖全系列输电铁塔.....	10
下游需求近两年明显回暖.....	12
产品伴随原材料价格走低.....	15
优势龙头受益于特高压、海外和新业务.....	16
公司优势突出，市场份额断档存在.....	16
特高压大周期，有望带来显著弹性.....	18
拓展海外市场，迎接全新增长曲线.....	20
培育新兴业务，努力打造多极增长.....	21
投资建议.....	22
风险提示.....	23

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司主营业务子公司体系.....	7
图 3：公司的股权结构.....	8
图 4：公司历年营业收入及其增速.....	8
图 5：公司历年营收结构.....	8
图 6：公司历年毛利率水平.....	9
图 7：公司历年费用率水平.....	9
图 8：公司历年归母净利润及其利润率水平.....	10
图 9：双回路悬垂塔型式（500kV 凤城-梅里 385m 铁塔世界最高）.....	10
图 10：双回路耐张塔型式（1000 千伏泉乐线）.....	10
图 11：单回路悬垂塔型式（1000kV 晋东南特高压示范工程）.....	11
图 12：特高压直流输电铁塔（天中、祁韶、吉泉直流甘肃输电通道）.....	11
图 13：钢管塔型式（1000kV 川渝特高压组立铁塔）.....	11
图 14：多回路钢管杆型式.....	11
图 15：变电站构支架型式.....	11
图 16：500kV 淮宿变电站构支架外观.....	11
图 17：全国交流输电线路历年回路总长度.....	12
图 18：全国直流输电线路历年回路总长度.....	12
图 19：全国 2022 年末存量交流输电线路电压结构.....	12
图 20：全国 2022 年末存量直流输电线路电压结构.....	12

图 21: 全国交流输电线路年基建新增规模 (km)	13
图 22: 全国直流输电线路年基建新增规模 (km)	13
图 23: 从塔材指标估算电网交流输电线路建设工程每年铁塔需求量 (万吨)	14
图 24: 国家电网近几年铁塔招标量	14
图 25: 公司近几年主要产品平均单价 (元/吨)	15
图 26: 国家电网铁塔招标价格变化情况 (元/吨)	15
图 27: 中国钢材综合价格指数	16
图 28: 公司 2020-2022 年产能、产量与产能利用率情况	16
图 29: 国网输变电项目铁塔市场近两年份额水平	17
图 30: 南网主网线路材料框招铁塔市场近两年份额水平	17
图 31: 各子公司在国网输变电项目铁塔市场份额水平	18
图 32: 各子公司在南网主网线路材料框招铁塔市场份额水平	18
图 33: 国网特高压项目铁塔市场近两年份额水平	18
图 34: 特高压输电线路工程近几年可研招标情况	20
图 35: 公司海外收入近几年增长情况	20
图 36: 美国纽约能源解决工程 345kV 钢管杆	21
图 37: 英国国家电网公司 400kV 输电线路钢管杆	21
图 38: 公司海外业务布局情况	21
图 39: 公司新产品新业务布局情况	22
表 1: 国家电网典型方案铁塔指标	13
表 2: 我国十四五规划的特高压交直流输电线路工程进度情况	18
表 3: 公司利润敏感性分析	23

背靠 CEE，铁塔龙头踏上新征程

多次整合铸就铁塔龙头

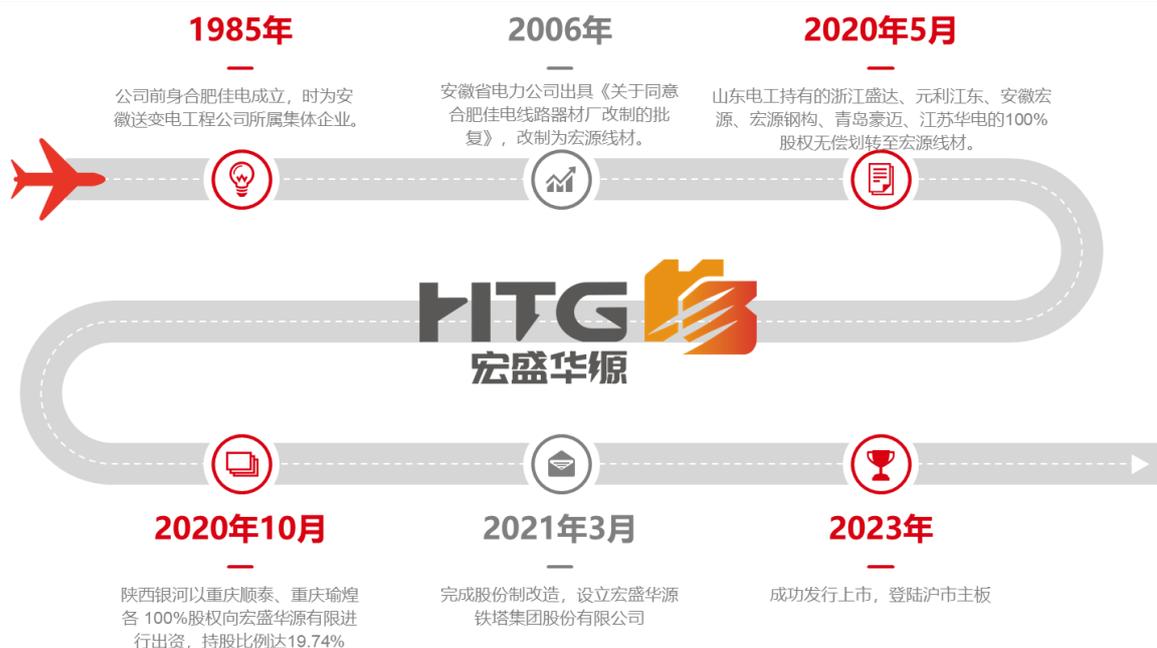
公司前身合肥佳电线路器材厂（以下简称“合肥佳电”）成立于 1985 年，成立时为安徽送变电工程公司（现为“安徽送变电工程有限公司”）所属集体企业，由安徽送变电工程公司知青队及安徽送变电工程公司修配厂五七连两个集体单位合并而来。

2006 年 3 月 20 日，安徽送变电工程公司作出《关于合肥佳电线路器材厂改制的批复》（皖送变电人资〔2006〕103 号），拟将合肥佳电按《公司法》改制为有限责任公司，设置的股权由法人股东安徽宏源电力发展股份合作公司、安徽宏源电力铁塔制造股份合作公司以及职工股东代表 5 人共有。2006 年 4 月 18 日，安徽省电力公司综合产业部出具《关于同意合肥佳电线路器材厂改制的批复》，同意安徽送变电工程公司对主办的合肥佳电实施改制。由此，成立宏源线材，由合肥佳电和安徽艾特实业公司撤销后的在岗在册集体职工，采取职工自愿出资参股和集体资产量化合成的职工个人股、在宏源线材工作的全民职工、安徽送变电工程公司中层及以上干部出资个人股、宏源电力建设、安徽宏源法人股共同出资。

2020 年 5 月 22 日，山东电工向宏源线材、浙江盛达、元利江东（原盛达江东）、安徽宏源、宏源钢构、青岛豪迈、江苏华电下发《山东电工电气集团有限公司关于浙江盛达铁塔有限公司等 6 家单位股权无偿划转事项的通知》，通知将山东电工持有的浙江盛达、元利江东、安徽宏源、宏源钢构、青岛豪迈、江苏华电的 100% 股权无偿划转至宏源线材。2020 年 7 月，宏源线材更名为宏盛华源铁塔集团有限公司（简称“宏盛华源有限”）。

2020 年 9 月-10 月，山东电工同意陕西银河以其持有重庆顺泰、重庆瑜煌两家单位 100% 股权向宏盛华源有限进行出资，合计认缴注册资本 9,838.6474 万元，持股比例为 19.74%。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，长江证券研究所

随后，2021年3月9日，宏盛华源有限召开创立大会暨第一次股东大会，按照发起人协议将公司整体变更为股份有限公司，即**宏盛华源铁塔集团股份有限公司**。2023年，公司成功发行上市，登录沪市主板。

经过2020年的多次整合及后续发展，目前，公司旗下共有10家子公司（均为全资子公司，主营业务均为输电线铁塔研发制造），分别为**浙江盛达**、**元利江东（原盛达江东）**、**安徽宏源**、**宏源钢构**、**江苏华电**、**重庆顺泰**、**重庆瑜煌**、**青岛豪迈**、**江苏振光**、**宏盛新能源**，另外江苏振光旗下还有1家从事输电线铁塔研发制造的全资孙公司，为**镇江鸿泽**，因此，公司主业主要有这11家全资子公司和孙公司构成。

图 2：公司主营业务子公司体系



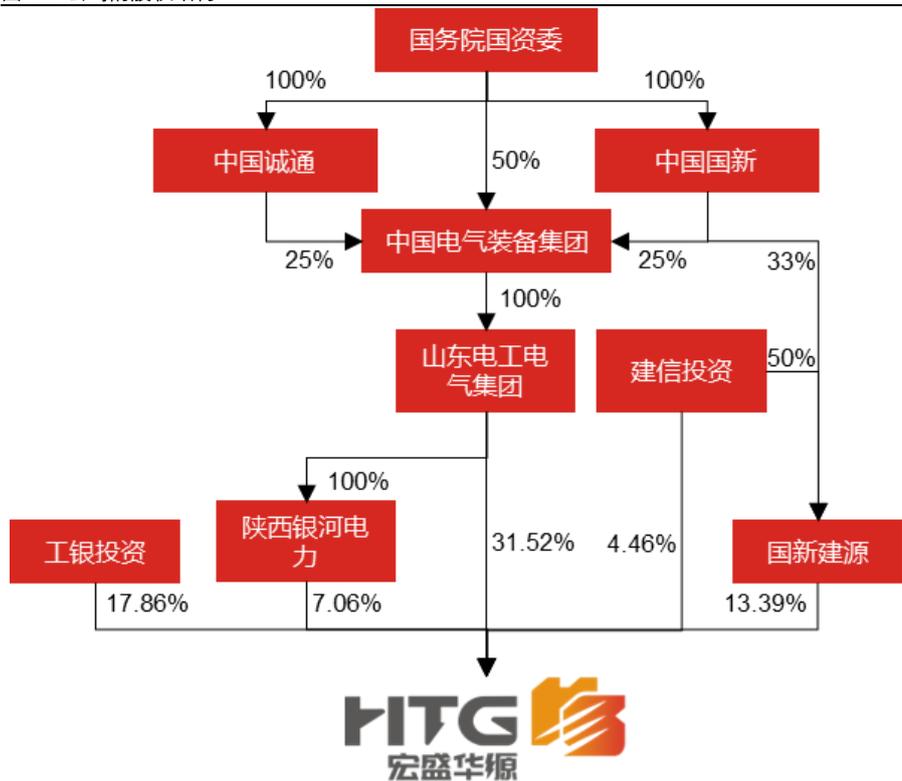
资料来源：Wind，长江证券研究所

背靠 CEE 焕发崭新动力

公司的控股股东为中国电气装备集团旗下的山东电工电气集团，实际控制人是国务院国资委。中国电气装备集团是国资委于2021年发起设立的新央企，目前主要由西电系、平高系、许继系、山东电工系等四大主要体系构成。

截止2024年三季度，山东电工直接持有公司31.52%的股份，另外通过陕西银河间接持有公司7.06%股份，合计达到38.58%，另外工银金融资产投资有限公司、国新建源股权投资基金、建信金融资产投资有限公司分别直接持有公司17.86%、13.39%、4.46%的股份。其中建信金融资产投资有限公司通过国新建源另外间接持有公司6.7%的股份。因此，公司主要股东包括中国电气装备集团、工银金融资产投资有限公司、建信金融资产投资有限公司等。其中中国电气装备集团合计间接持有公司38.58%股份。

图 3：公司的股权结构



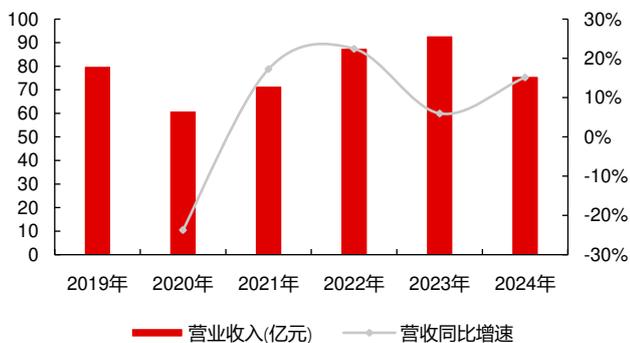
资料来源：公司公告，长江证券研究所

盈利能力或将触底回升

公司近几年营业收入保持较为稳定的增长，2020 年公司营收为 61.07 亿元，2023 年增长至 92.95 亿元，三年复合增速达到 15%，2024 年前三季度，公司营业收入达到 75.78 亿元，同比增长 15.17%，整体看公司收入受到近几年我国电力能源行业发展所驱动。

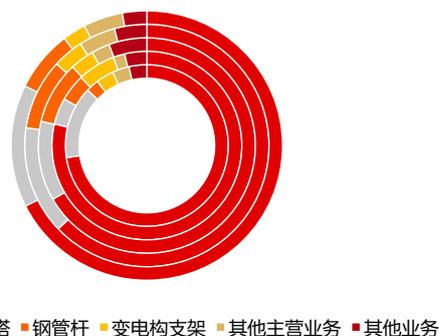
从公司营收结构看，公司产品主要为角钢塔、钢管塔、钢管杆、变电站构支架等，2023 年公司角钢塔收入占比达 67.58%，钢管塔占比达 14.7%，钢管杆占比达 7.33%，变电站构支架占比达 2.79%。2020-2023 年间，公司钢管塔和钢管杆产品复合增速较快，分别达到 70.47%和 34.11%，角钢塔复合增速达 9.34%，带动了公司整体收入的增长。

图 4：公司历年营业收入及其增速



资料来源：Wind，长江证券研究所，2024 年为前三季度数据

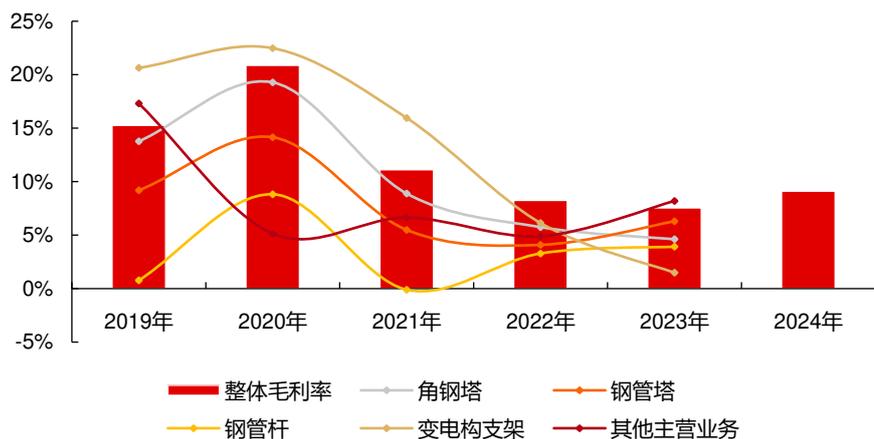
图 5：公司历年营收结构



资料来源：Wind，长江证券研究所，内圈-外圈分别为 2019-2023 年

从公司毛利率水平看，公司自 2020 年以来毛利率水平有所下降，2023 年公司整体毛利率达到 7.55%，比 2020 年的 20.87%下降了 13.32pct，预计主要系产品价格有所下降所致。其中角钢塔毛利率水平从 2020 年的 19.28%下降至 2023 年的 4.62%；钢管塔毛利率从 2020 年的 14.15%下降至 2023 年的 6.3%；钢管杆毛利率从 2020 年的 8.82%下降至 2023 年的 3.92%；变电站构支架毛利率从 2020 年的 22.48%下降至 2023 年的 1.49%。2024 年前三季度，公司整体毛利率水平达 9.11%，并且呈现逐季度上升趋势。

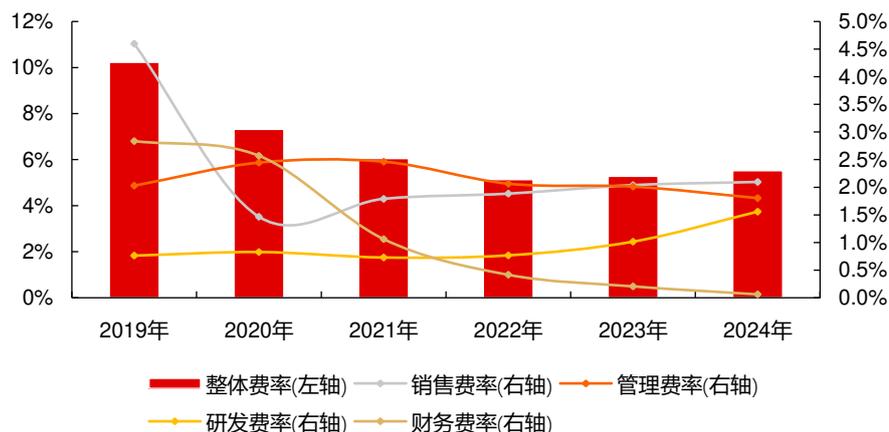
图 6：公司历年毛利率水平



资料来源：Wind，长江证券研究所，2024 年为前三季度数据

从公司费用率水平看，近几年费用率保持下降的态势，2020 年公司整体费率达到 7.31%，2023 年下降至 5.27%，其中主要系管理费率 and 财务费率下降较为明显，管理费率从 2020 年的 2.45%下降至 2023 年的 2.01%，财务费率从 2020 年的 2.57%下降至 2023 年的 0.21%。2024 年前三季度，公司整体费率达到 5.52%，主要系研发费率提升较为明显，延续了近几年研发费率持续提升，研发投入不断扩大的趋势。

图 7：公司历年费用率水平

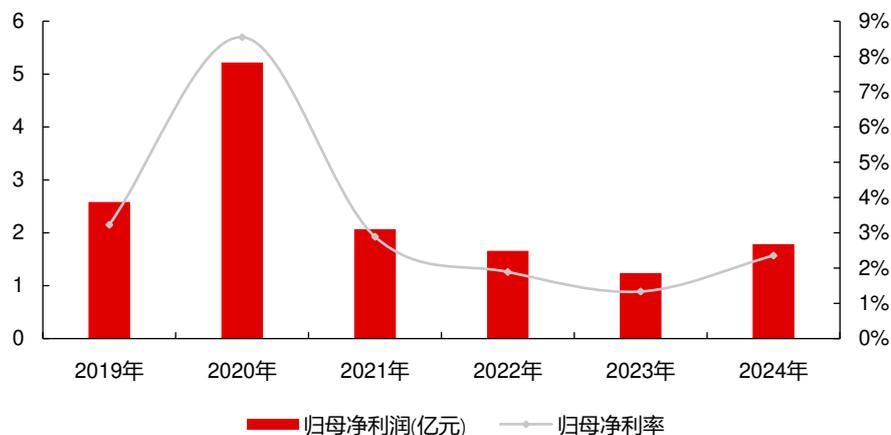


资料来源：Wind，长江证券研究所，2024 年为前三季度数据

最终，由于毛利率下降速度快于费用率下降速度，公司近几年净利润有所承压。2020 年公司归母净利润达到 5.22 亿元，归母净利率达到 8.55%，2021 年归母净利润即下降至 2.07 亿元，归母净利率下降至 2.89%，至 2023 年，公司归母净利润进一步下降至 1.24 亿元，归母净利率下降至 1.33%。2024 年前三季度，公司经营趋势明显好转，归母净

利润达 1.79 亿元，同比增长 101%，归母净利润率达到 2.36%，主要由于公司毛利率水平有所修复。

图 8：公司历年归母净利润及其利润率水平



资料来源：Wind，长江证券研究所，2024 年为前三季度数据

铁塔市场需求回暖，价格有望触底

公司覆盖全系列输电铁塔

公司的主营业务为输电线路铁塔以及通讯塔、工程机械钢构件等钢结构产品的研发、制造和销售。主要产品为全系列电压等级的输电线路铁塔，包括角钢塔、钢管塔、钢管杆、变电构支架，目前，电网建设是输电线路铁塔的主要应用领域。输电铁塔是输配电线路的重要组成部分，主要起到支撑导线的作用，确保带电的导线对周围不带电的物体和大地保持安全运行的距离，由钢材和钢筋混凝土构成，对输电线路的安全运行起着重要的作用。衡量铁塔价值量的主要变量为铁塔所用的塔材重量与塔材的价格。其中，铁塔的塔材重量主要与铁塔的型式、气象条件、地质条件高度相关。铁塔型式按照其受力特性分类，可以分为悬垂型和耐张型，其中耐张型由于承受较大方向作用力，其重量较同等条件下的悬垂塔较重；按照输电回路数，可以分为单回路、双回路和多回路铁塔，单塔回路数越多，受力也会越大，塔重会更重；铁塔型式按照使用材质，可以分为角钢塔、钢管塔、钢管杆、钢筋混凝土杆以及复合材料杆塔等，其中钢管由于其整体锻造以及强度较高等特点，塔重相对较重。公司财务报告的业务分类也是按照使用材质进行了划分。

图 9：双回路悬垂塔型式（500kV 凤城-梅里 385m 铁塔世界最高）



资料来源：国家电网，长江证券研究所

图 10：双回路耐张塔型式（1000 千伏泉乐线）



资料来源：国网山东省电力公司，长江证券研究所

图 11: 单回路悬垂塔型式 (1000kV 晋东南特高压示范工程)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 12: 特高压直流输电铁塔 (天中、祁韶、吉泉直流甘肃输电通道)



资料来源: 国网甘肃省电力公司, 长江证券研究所

图 13: 钢管塔型式 (1000kV 川渝特高压组立铁塔)



资料来源: 国家电网, 长江证券研究所

图 14: 多回路钢管杆型式



资料来源: 杆塔厂家, 长江证券研究所

另外, 公司还有变电站构支架业务, 主要系变电站或换流站中通过绝缘子串悬挂导线并承受导线张力的构架和支撑电气设备的支架。变电构支架的主柱采用圆形钢管, 横梁采用钢管或型钢构件, 与零件一起组成网架式钢结构。变电构支架构件之间通过焊接或者螺栓连接, 构架连接节点复杂, 一般采用柱头形式或者法兰形式, 广泛应用于变电站内各种设备和导线之间的支撑功能。

图 15: 变电站构支架型式



资料来源: 国家电网, 长江证券研究所

图 16: 500kV 淮宿变电站构支架外观



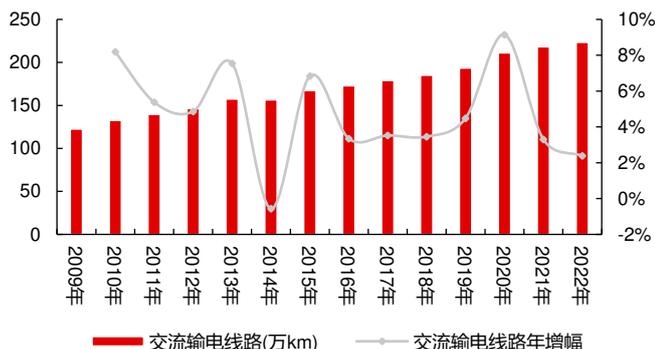
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

整体看, 公司主业为电力领域所使用的钢结构产品, 其制造能力可以拓宽至其他领域的钢结构产品, 但输电铁塔依然是公司主要下游领域。

下游需求近两年明显回暖

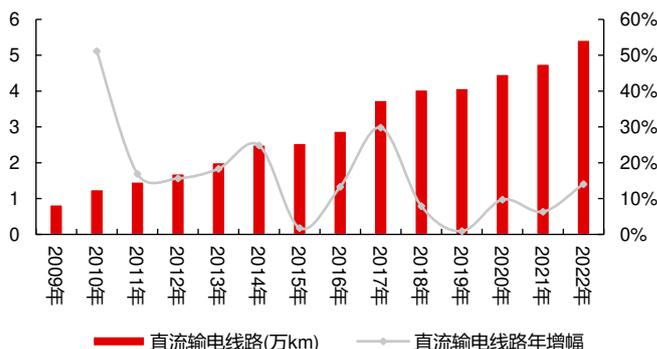
输电铁塔行业的发展与我国电力行业的发展密切相关，主要用于输电线路之中。根据中国电力统计年鉴的数据，截至 2022 年末，全国 35kV 及以上交流输电线路回路长度合计达 223.2 万 km，直流输电线路长度合计达 5.42 万 km。相对于 2009 年末，交流输电线路年复合增长率达 4.73%，直流输电线路年复合增长率达 15.55%。

图 17：全国交流输电线路历年回路总长度



资料来源：中国电力统计年鉴，长江证券研究所

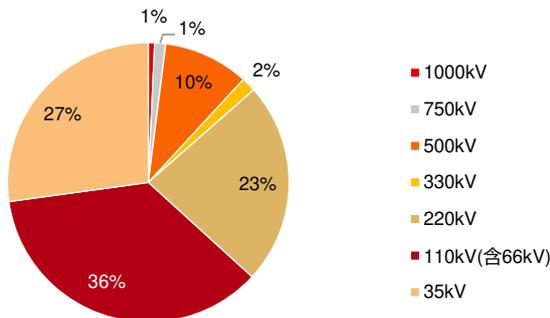
图 18：全国直流输电线路历年回路总长度



资料来源：中国电力统计年鉴，长江证券研究所

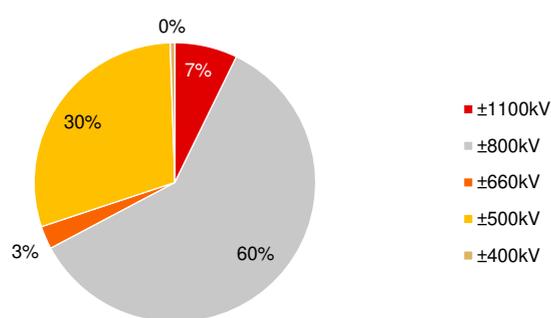
2022 年末，交流输电线路中 1000kV 特高压交流输电线路长 1.61 万 km，330-750kV 超高压交流输电线路长 28.4 万 km，220kV 交流输电线路长 52.1 万 km，110kV（含 66kV）交流输电线路长 80.3 万 km，35kV 交流输电线路长 60.7km，直流输电线路中 ±800kV 及以上特高压直流输电线路长 3.64 万 km。可见，我国交流电网依然以 35kV-220kV 输电线路为主，而直流工程与特高压工程均以特高压直流为主。

图 19：全国 2022 年末存量交流输电线路电压结构



资料来源：中国电力统计年鉴，长江证券研究所

图 20：全国 2022 年末存量直流输电线路电压结构

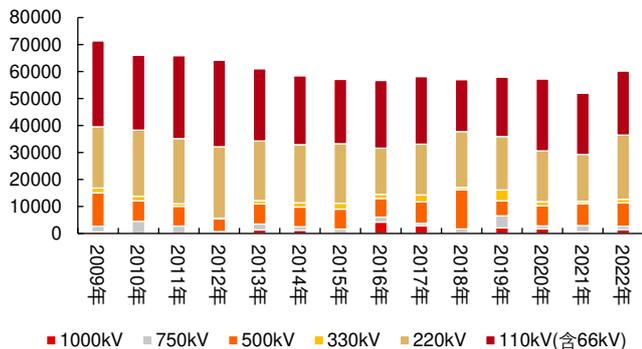


资料来源：中国电力统计年鉴，长江证券研究所

从电力统计年鉴提供的输电线路基建新增规模看，我国 2009 年以来，交流输电线路基建新增长度呈现下降态势，2009 年合计新增 7.14 万 km，至 2022 年全年合计新增 6.02 万 km，但 2022 年相对 2021 年基建新增长度同比增长 15.75%，增速相对较高，可见自 2022 年起，我国输电线路基建回暖。

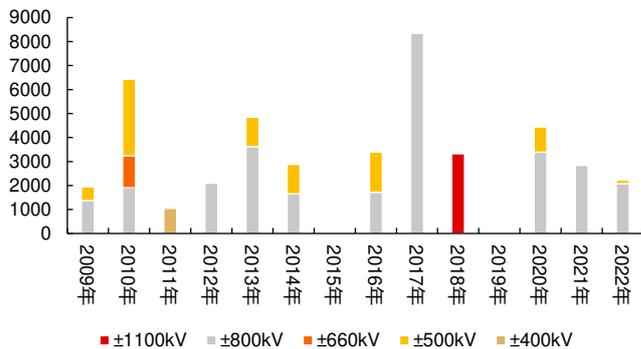
而直流输电线路主要与我国 ±800kV 特高压工程的推进有关，其中 2017 年单年新增 8339km，为历年峰值水平。目前，我国又进入了一轮特高压直流的建设周期，整体体量或将超过 2017 年的高峰水平。

图 21: 全国交流输电线路年基建新增规模 (km)



资料来源: 中国电力统计年鉴, 长江证券研究所

图 22: 全国直流输电线路年基建新增规模 (km)



资料来源: 中国电力统计年鉴, 长江证券研究所

输电线路中, 需要每隔大约几百米的距离架设一基输电铁塔, 用于支撑导线, 根据《国家电网公司输变电工程多维立体参考价 (2024 年版)》, 不同电压等级和不同使用条件的输电线路单 km 塔材用量差异较大, 一般电压等级越高、导线规格越大、使用环境越苛刻, 则铁塔也需要更加牢固, 进而需要使用更多的塔材。国家电网编制的主要典型工程方案的塔材用量如下, 从中可见, 相同电压等级的典型方案塔材指标波动范围较大, 例如 1000kV 折算单回塔材指标介于 143-246t/km, 而 110kV 折算单回塔材指标介于 16-45t/km。

表 1: 国家电网典型方案铁塔指标

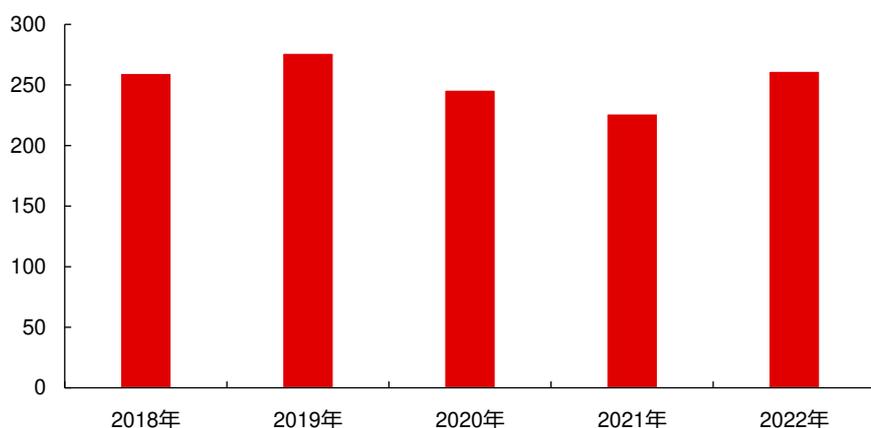
电压等级	方案编号	塔材指标 (t/km)	折算单回塔材指标(t/km)	电压等级	方案编号	塔材指标 (t/km)	折算单回塔材指标(t/km)
1000kV	10A2-S, 8*500 单回	169.25	169.25	500kV	750-PC21D, 6*400 单回	107.91	107.91
	10A2-G, 8*630 单回	176.13	176.13		500-KC21D, 4*400 单回	65.32	65.32
	10GB1-P, 8*630 双回	285.24	142.62		500-MC31D, 4*630 单回	92.28	92.28
	10GB1-Q, 8*630 双回	294.37	147.185		500-KC21S, 4*400 双回	127.75	63.875
	10GB1-H, 8*630 双回	306.76	153.38		500-MC21S, 4*630 双回	153.71	76.855
	10GB2-P, 8*630 双回	315.14	157.57		330-FC22D, 2*300 单回	33.64	33.64
	10GB2-Q, 8*630 双回	324.22	162.11		330-GC22D, 2*400 单回	40.8	40.8
	10GB2-H, 8*630 双回	340.38	170.19		330-FC22S, 2*300 双回	81.3	40.65
	10GB2-S, 8*630 双回	378.66	189.33		330-KC22S, 4*400 双回	115.5	57.75
	10GB3-P, 8*630 双回	345.26	172.63		220-FC21D, 2*300 单回	32.17	32.17
1000kV	10GB3-Q, 8*630 双回	355.74	177.87	220-GB21D, 2*400 单回	36.59	36.59	
	10GB3-H, 8*630 双回	371.96	185.98	220-HC21D, 2*630 单回	45.96	45.96	
	10GB4-Q, 8*630 双回	422.7	211.35	220-GC21S, 2*400 双回	53.91	26.955	
	10GB4-S, 8*630 双回	491.44	245.72	220-HB31S, 2*630 双回	86.57	43.285	
±800kV	8B1-P,6*1000 双极	87.95	/	110-DC21D, 1*300 单回	20.83	20.83	
	8B1-Q,6*1000 双极	90.59	/	110-EC21D, 2*240 单回	22.74	22.74	
	8B1-H,6*1000 双极	95.87	/	110-FA31D, 2*300 单回	45.08	45.08	
	8B1-S,6*1000 双极	105.54	/	110-DB21S, 1*300 双回	32.7	16.35	
	8B1-G,6*1000 双极	109.94	/	110-EC21S, 2*240 双回	51.28	25.64	

8B3-Q,6*1000 双极	114.42	/	111-FB21S, 2*300 双回	62.95	31.475
8B3-S,6*1000 双极	128.7	/			
8B6-G,6*1000 双极	211.67	/			

资料来源：国网公司输变电工程多维立体参考价（2024年版），国家电网公司输变电工程通用造价，长江证券研究所

假设按照上表各电压等级的平均塔材指标水平计算我国近几年电网基建新增输电线路长所对应的塔材总用量，则电网交流输电线路基建所用塔材总量约为 250 万吨左右。值得注意的是以上为电网基建新增需求量，不含网外和技改项目的需求量。

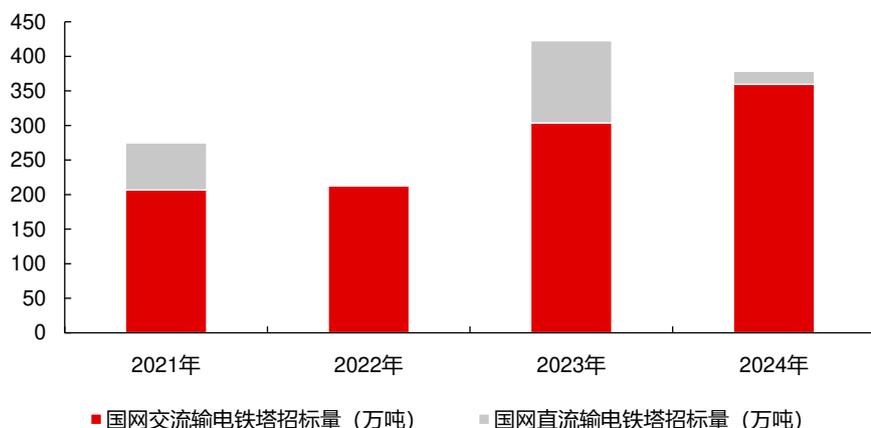
图 23：从塔材指标估算电网交流输电线路基建工程每年铁塔需求量（万吨）



资料来源：中国电力统计年鉴，国家电网，长江证券研究所

也可以根据国家电网等主要电网公司的招标数据，对输电铁塔年用量进行估算，根据近几年国家电网招标数据，2021 年招标总量达 275 万吨，2022 年招标总量达 213 万吨，2023 年招标总量达 423 万吨，2024 年招标总量达 379 万吨，可见，2023-2024 年招标量相对前几年显著放量，主要系近两年电网投资加大，基建工程尤其是特高压工程需求爆发所致。

图 24：国家电网近几年铁塔招标量



资料来源：国家电网，长江证券研究所

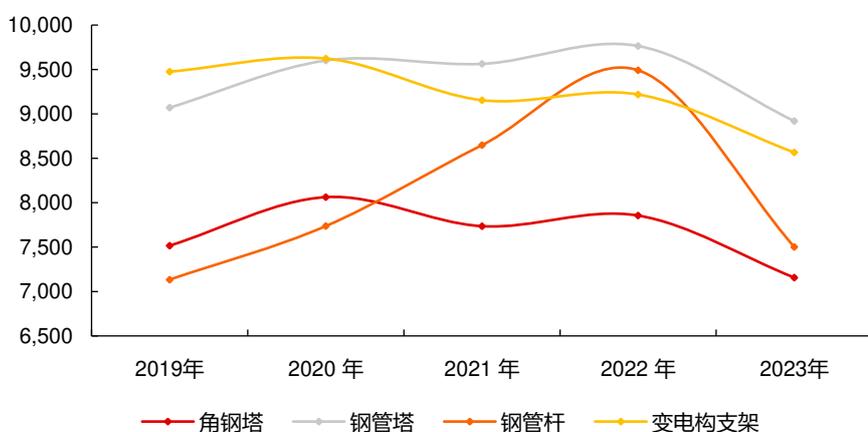
若再考虑南方电网和蒙西电网的需求，我国 2021 年及之前网内输电铁塔年需求总量约为 300-400 万吨的水平，2023-2024 年提升至 450-500 万吨的水平。另外根据中电联出版的《架空输电线路铁塔技术发展报告（2022 年）》，据不完全统计，2021 年我国输

电铁塔（含角钢塔、钢管塔、构支架、钢管杆）产品总量超过 500 万吨，结合我国近几年电力能源领域的发展趋势，预计我国市场整体需求量有所提升。

产品伴随原材料价格走低

价格方面，近几年输电铁塔价格有所承压。根据公司招股说明书及 2023 年年报，公司角钢塔、钢管塔、钢管杆、变电构支架等产品的价格自 2020 年起呈现出逐年下滑的态势。角钢塔平均价格从 2020 年的 8063 元/吨下降至 2023 年的 7157 元/吨，钢管塔售价相对坚挺，但 2023 年公司平均单价也下降至 8919 元/吨，钢管杆的售价则是先涨后跌，2023 年依然回落至 7502 元/吨的水平。显然，产品价格波动是公司近几年利润承压的主要因素之一。

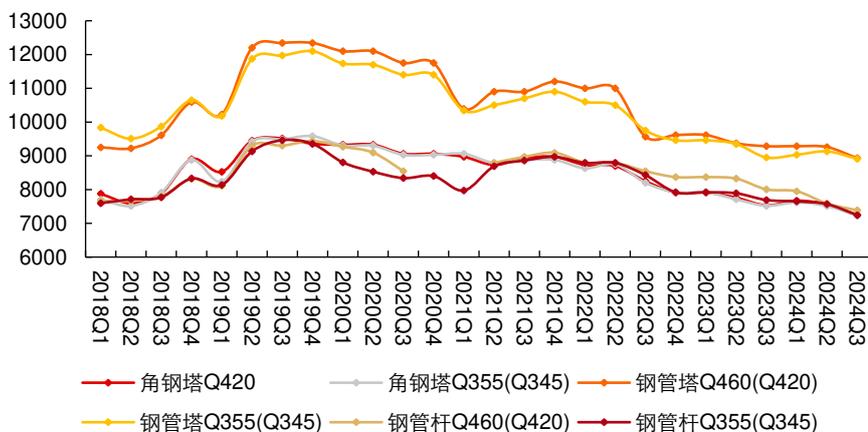
图 25：公司近几年主要产品平均单价（元/吨）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

从国家电网铁塔招标价格也能发现同样的趋势，2018 年-2020 年期间，铁塔招标价格明显上涨，而 2020 年以来，铁塔价格呈现出持续下降的态势，这与公司产品近几年平均单价趋势基本保持一致。

图 26：国家电网铁塔招标价格变化情况（元/吨）

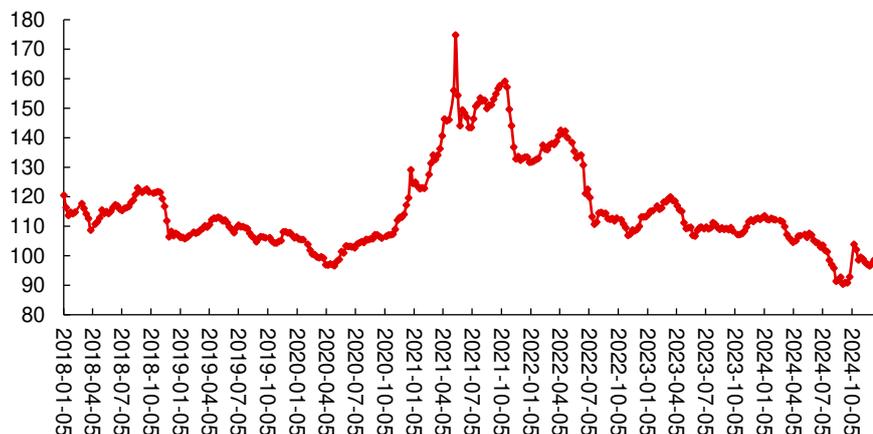


资料来源：国家电网，长江证券研究所

输电铁塔行业生产所用的主要材料包括角钢、钢板、钢管、镀锌、法兰、螺栓等。钢材、镀锌属于大宗工业产品，其市场价格受国际、国内经济环境的影响较大。从近几年中国钢材综合价格指数看，2018-2020 年钢材指数整体处于下跌，但铁塔价格处于上升趋势，

2020-2021 年钢材指数大幅上升，但铁塔价格稳中有降，使得行业盈利开始承压，2021 年之后，钢材指数和铁塔价格保持同样的下降趋势，公司盈利水平维持较为低位的水平。整体看上，我们预计涨价或可给公司带来一定的盈利弹性。

图 27：中国钢材综合价格指数



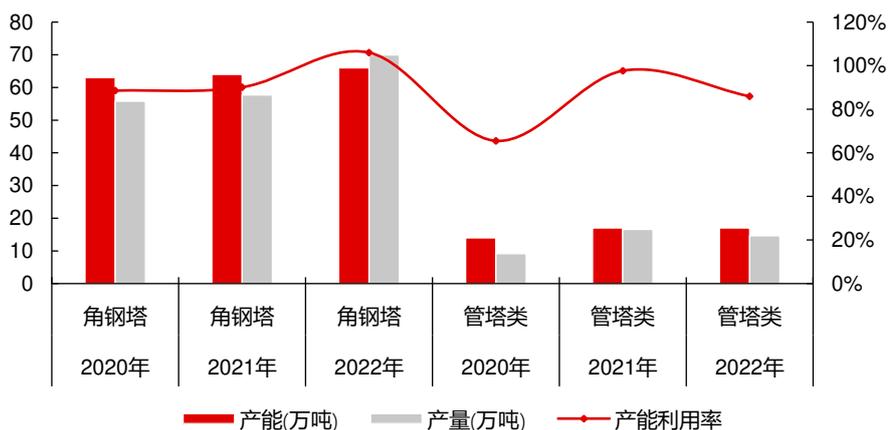
资料来源：Wind，长江证券研究所

优势龙头受益于特高压、海外和新业务

公司优势突出，市场份额断档存在

在我国输电铁塔行业，公司具有较大的领先优势。经过多次整合后，公司旗下已经拥有 11 家塔厂，2022 年末角钢塔年产能达 66 万吨，管塔类产能达 17 万吨，合计达 83 万吨，产能利用率已达 101%。

图 28：公司 2020-2022 年产能、产量与产能利用率情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

2023 年，公司 A 股发行上市，募投项目主要包括“全系列电压等级输电铁塔生产项目”和“智能制造升级改造项目”等两项，对产能和生产效率有直接的提升。其中“全系列电压等级输电铁塔生产项目”拟在山东省诸城市新增年产 3 万吨钢管塔和 2 万吨角钢塔产能，项目规划建设期为 2 年，预计至 2025 年，公司将至少具备 88 万吨产能，规模优势明显。

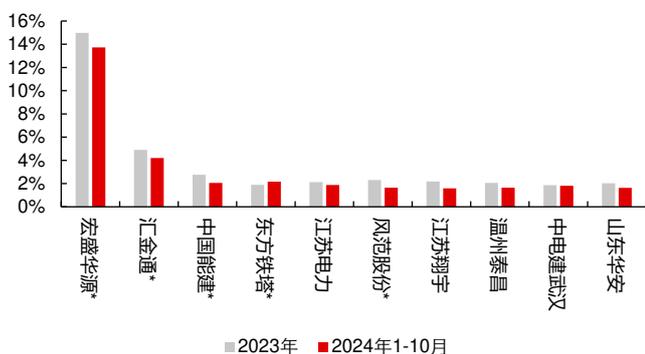
并且，公司产能区位布局较为合理。公司下属 11 家子公司，共计 10 个投标主体主要分布于华东地区（浙江杭州、安徽合肥、山东青岛、江苏镇江、江苏徐州），同时公司在西南地区（重庆）和西北地区（陕西临潼）也有生产基地，有利于公司充分利用区域政策优势和区域辐射能力，发挥各区域公司的协同效应，同时，合理的区域布局有利于公司控制物流成本、及时获得客户反馈并快速响应客户售后需求，保证交付的及时性以及产品质量的稳定性，进一步增强公司产品的竞争力。

另外，公司重大项目业绩突出，参与了国内所有的特高压项目建设、“三区三州”、“抵边村寨”、世界第一输电高塔——江苏凤城-梅里 500kV 线路工程 385 米长江大跨越高塔、南美洲第一输电高塔——500 千伏巴西跨亚马逊河 296 米电力高塔、世界首条 500 千伏双回路钢管杆工程——加拿大埃德蒙顿 500 千伏钢管杆工程、美国 500 千伏 AAJB 变电站工程等多个重点大型项目，在业内建立了良好的口碑。

同时，公司在市场营销、制造能力、技术研发、生产管理等各个方面均具备一定的竞争优势，最终使得公司市场份额水平较为突出。

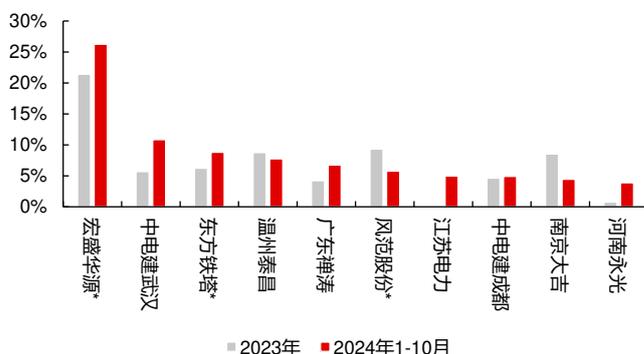
根据国家电网和南方电网的招标数据，公司 2023 年在国网输变电批次招标中份额达到 14.98%，领先排名第二的汇金通 10.08pct；公司 2023 年在南网主网线路材料框架招标中份额达到 21.41%，亦是大幅领先同行，2024 年，公司在南网主网线路材料第 1 次框招中份额达到 26.25%。

图 29：国网输变电项目铁塔市场近两年份额水平



资料来源：国家电网，长江证券研究所，带*的为上市公司

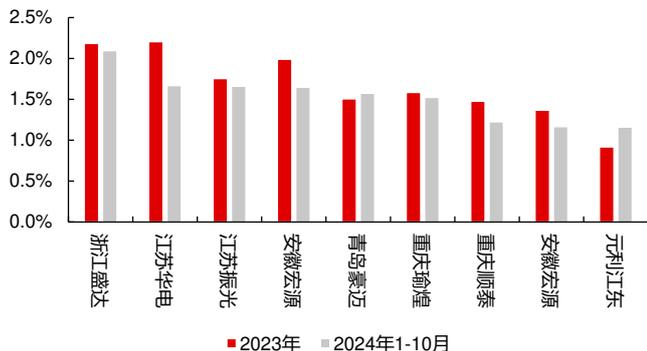
图 30：南网主网线路材料框招铁塔市场近两年份额水平



资料来源：南方电网，长江证券研究所，带*的为上市公司

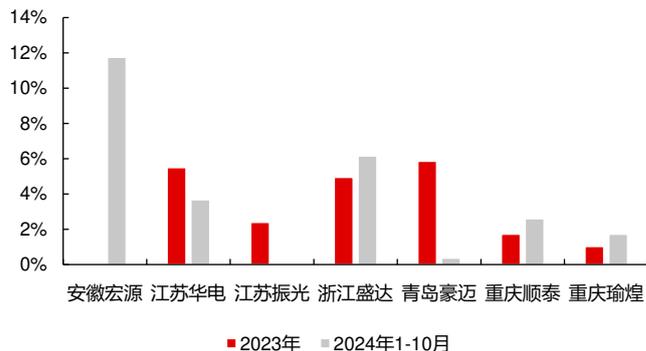
从各子公司中标表现看，份额水平亦相对均衡，表明公司旗下各塔厂市场实力均相对较强，份额水平基本在 1%-2%左右的水平，南网市场中，安徽宏源 2024 年第 1 次框招表现突出，中标大单，份额水平明显提升。

图 31: 各子公司在国网输变电项目铁塔市场份额水平



资料来源: 国家电网, 长江证券研究所

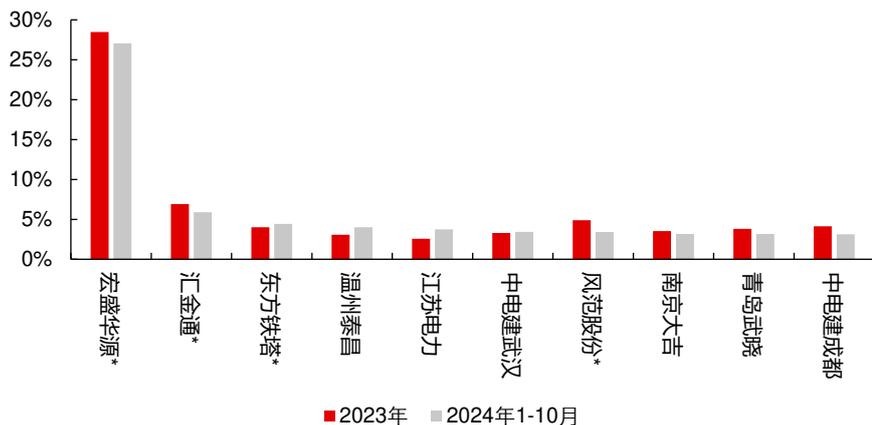
图 32: 各子公司在南网主网线路材料框招铁塔市场份额水平



资料来源: 南方电网, 长江证券研究所

在国网特高压铁塔市场, 公司份额优势更加突出。公司在 2023 年国网特高压市场份额达到 28.48%, 2024 年份额水平也达到 27.05%, 证明公司在高端市场具有更强的优势。

图 33: 国网特高压项目铁塔市场近两年份额水平



资料来源: 国家电网, 长江证券研究所, 带*的为上市公司

特高压大周期, 有望带来显著弹性

当前, 我国已进入特高压新一轮发展时期, 十四五期间内, 已有 11 项特高压直流工程和 11 项特高压交流工程进入可研、开工阶段或已经建成, 直流和交流折单线路长度分别达 17847km 和 9341km, 体量较大。并且其中多数项目尚未开启铁塔材料招标, 截止 2024 年 12 月 15 日, 仍有 10003km 特高压直流输电线路和 6513km 特高压交流输电线路尚未招标, 预计 2025 年将进入特高压铁塔招标大年。

表 2: 我国十四五规划的超高压交直流输电线路工程进度情况

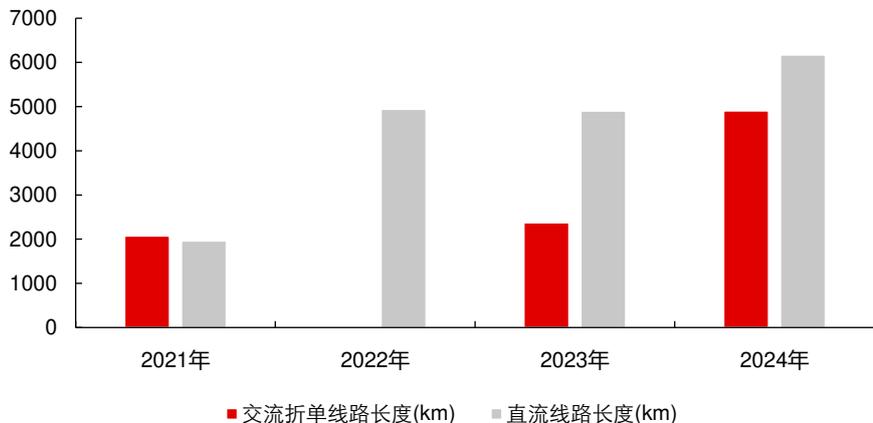
类型	特高压项目	主体	线路长度 (km)	预计材料招标时间	进展
直流	金上-湖北	国网	1842	2023 年 (已招标)	开工
	陇东-山东	国网	1038	2023 年 (已招标)	开工
	哈密-重庆	国网	2283	2023 年 (已招标)	开工
	宁夏-湖南	国网	1618	2023 年 (已招标)	开工
	陕北-安徽	国网	1063	2024 年 (已招标)	开工
	甘肃-浙江	国网	2368	2025 年	开工

	蒙西-京津冀	国网	703	2025 年	可研
	陕西-河南	国网	765	2025 年	可研
	藏东南-粤港澳	国网/南网	2681.3	2025 年	可研
	新疆-川渝	国网	2050	2025 年	可研
	巴丹吉林-四川	国网	1436	2025 年	可研
	青海海南外送	国网	/	2025 年及之后	规划
	腾格里-江西	国网	/	2025 年及之后	规划
	库布齐-上海	国网	/	2025 年及之后	规划
	乌兰布和-京津冀	国网	/	2025 年及之后	规划
	松辽-华北	国网	/	2025 年及之后	规划
	内蒙古-华东	国网	/	2025 年及之后	规划
	内蒙古-江苏	国网	/	2025 年及之后	规划
	甘肃-华南	国网/南网	/	2025 年及之后	论证
	张北-胜利	国网	727.4	2022 年（已招标）	建成
	川渝特高压交流	国网	1344	2023 年（已招标）	开工
	阿坝-成都东	国网	756	2024 年（已招标）	开工
	大同-天津南	国网	1612.2	2025 年	开工
	达拉特-蒙西	国网	488	2025 年	可研
	浙江环网	国网	961.6	2025 年	可研
	烟威	国网	1194	2025 年	可研
交流	大同电厂送出工程	国网	118	2025 年	可研
	中核 CX 送出工程	国网	84	2025 年	可研
	攀西特高压交流	国网	1000	2025 年及之后	可研
	南阳电厂二期送出	国网	98.9	2025 年及之后	可研
	川渝特高压加强	国网	956.4	2025 年及之后	可研
	大同-乌兰察布-包头-巴彦淖尔	国网	/	2025 年及之后	规划
	大同-达拉特-包头	国网	/	2025 年及之后	规划

资料来源：Wind，长江证券研究所，交流线路长度为折单长度

从近几年特高压项目可研招标情况看，每年进入可研阶段的特高压项目呈现出逐步增长的态势，2024 年，有 4901km 特高压交流和 6167km 特高压直流输电工程进入可研阶段，规模比前几年增长较多，该部分长度大约对应铁塔需求量总计约 150-200 万吨铁塔需求，对 2023 年国网铁塔招标总量 423 万吨可增厚约 35%-50%，增量可观。

图 34：特高压输电线路工程近几年可研招标情况

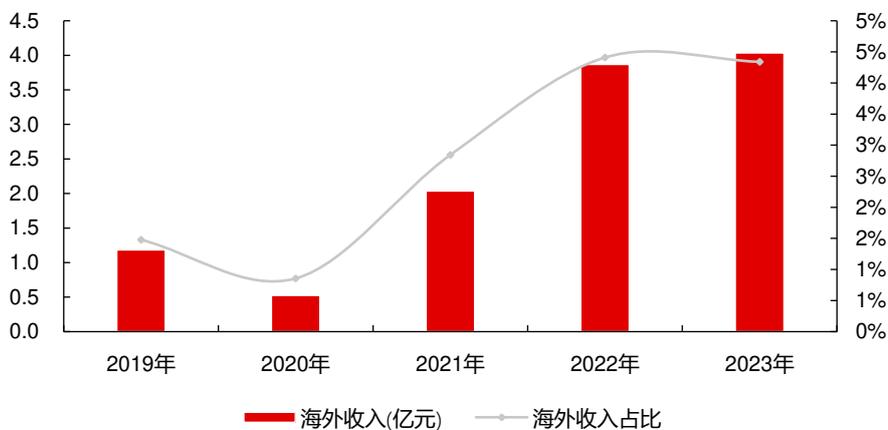


资料来源：国家电网，长江证券研究所

拓展海外市场，迎接全新增长曲线

除特高压外，海外市场或将成为公司增长的重点领域之一。2020 年以来，公司海外收入逐步增长，海外占比逐步提升，至 2023 年，公司实现海外收入 4.03 亿元，占公司总营业收入的比例为 4.34%。

图 35：公司海外收入近几年增长情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

目前海外电网进入一轮快速发展期，公司产品过去销往过东南亚、中亚、欧洲、南北美洲、非洲等地区，完成了加拿大埃德蒙顿 500 千伏钢管杆工程、500 千伏巴西跨亚马逊河 296 米电力高塔、美国纽约能源解决工程 345 千伏钢管杆项目、英国国家电网公司 400 千伏输电线路钢管杆工程、美国 AAJB 变电构支架、孟加拉 230kV 线路项目、巴基斯坦诺拉 500kV 交流输电项目等多个海外重点工程。

图 36: 美国纽约能源解决工程 345kV 钢管杆



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

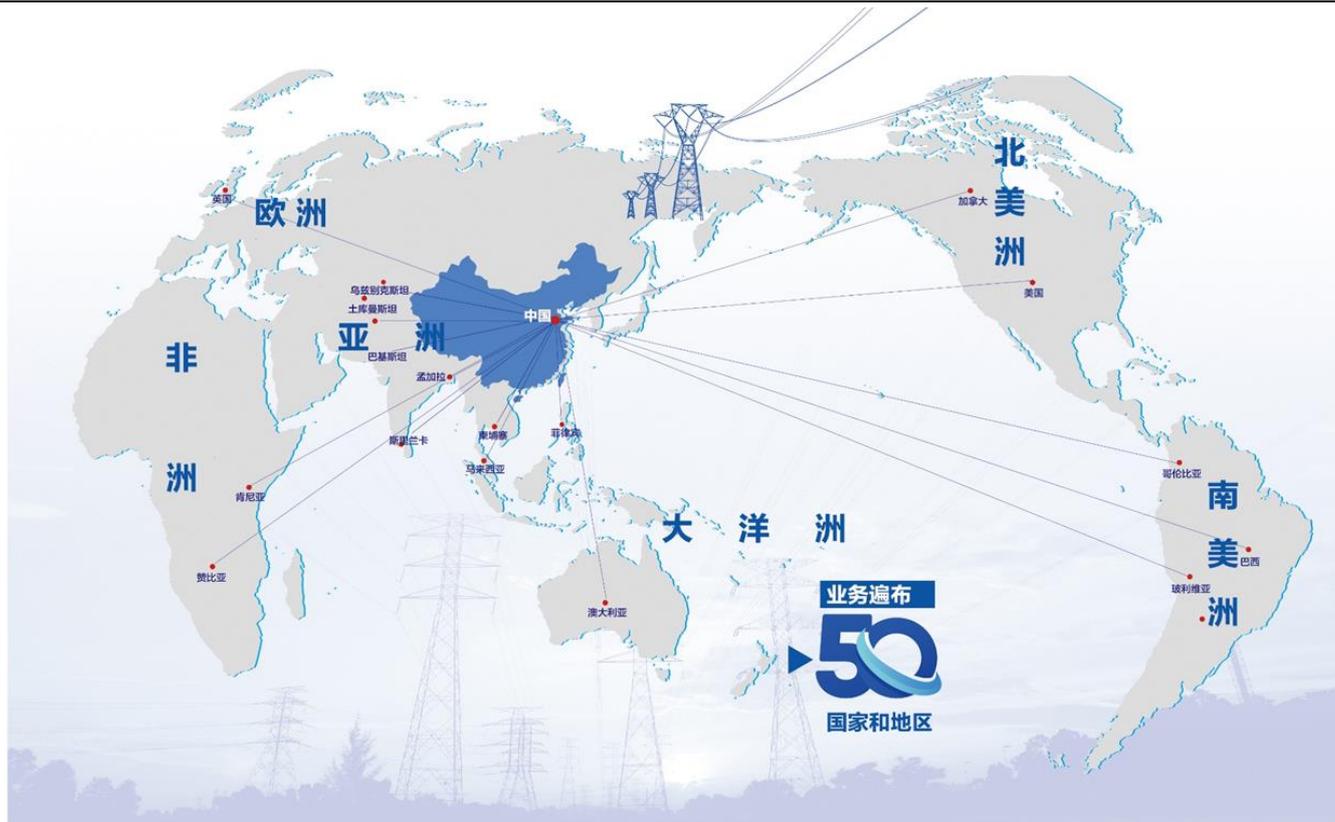
图 37: 英国国家电网公司 400kV 输电线路钢管杆



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

未来, 公司有望在海外需求持续加速的背景下, 依托国内国家电网、南方电网、中国电气装备集团、中国电建、中国能建等大型总包商逐步实现收入快速的增长, 并且公司有望依托成熟的海外项目经验和自主的海外直销渠道进一步受益于海外市场增量。

图 38: 公司海外业务布局情况



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

培育新兴业务, 努力打造多极增长

公司以输电线路铁塔业务为主, 在坚持做强主业、做大规模的同时, 积极培育和拓展铁塔类相关产品和业务, 也在重点布局建筑、通信等领域, 大力提升新基建、新能源领域新型钢结构市场份额, 培育新兴业务, 拓展业务范围, 扩大业务规模。

在建筑钢构领域，公司积极布局工业厂房、桥梁钢构、建筑钢构等，2024 年上半年，公司参建宁夏广播电视塔项目，宁夏电视塔塔高 276 米，为西北地区在建第一高塔，中标金额 5,980 万元，实现全钢结构广播电视发射高塔业绩突破。

在工业钢构领域，公司拥有港口机械、工程机械以及其他工程器具所用的钢结构产品生产能力。通信类方面具备角钢通讯塔、钢管三柱通讯塔、独管通讯塔、升降通讯塔、可移动通讯塔等加工制造能力。新能源领域具备风电、光伏、光热及轨道交通钢支架等加工技术研究，掌握产品设计及加工技术。

整体看，公司依托输电铁塔积累的强大的技术制造能力和成本管控能力，在产能富余的情况可以加大其他各个领域的业务拓展，进一步取得业绩的增长。

图 39：公司新产品新业务布局情况



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

投资建议

综上所述，我们认为宏盛华源作为国内输电铁塔龙头企业，市场份额与竞争优势突出，公司将深度受益于国内特高压、海外市场拓展及新产品新业务的开拓，未来增长可期，有望成为全球最具核心竞争力的电力铁塔制造商和国内知名的钢结构产品配套供应商。我们预计公司 2024、2025 年归属母公司股东净利润分别为 2.36、2.97 亿元，对应 PE 分别为 50、40 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、国内电网建设速度不及预期：公司目前主要收入和利润来自于输电铁塔建设，与国内高压电网和大型电源基建项目建设密切相关，因此若国内电网建设发展速度不及预期，将影响主业的需求，进而影响公司业绩。
- 2、特高压工程体量不及预期：特高压工程的建设为公司带来了较大的业务弹性，若后续特高压工程体量不及预期，可能会影响公司下游市场需求，对公司产生不利影响。
- 3、市场竞争加剧的风险：目前国内也存在少数竞争对手以及国际竞争对手，未来若市场竞争变得激烈，可能也会影响产品价格和毛利率水平，进而影响公司的利润增长。
- 4、产品和原材料价格波动的风险：公司业绩表现与钢材价格和铁塔销售价格密切相关，但价格水平波动较大，若未来向着公司不利的方向发展，则有可能会拖累公司整体业绩表现。
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：在对公司进行盈利预测时，我们对公司的收入和毛利率进行了一定的假设，最终预计公司 2024、2025 年分别实现收入 102、108 亿元，实现归属母公司股东净利润 2.36、2.97 亿元。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，极端悲观假设下，若特高压行业发展速度不及预期或公司市场份额不及预期，则对应 2024、2025 年归属母公司股东净利润降低至 2、2.5 亿元。

表 3：公司利润敏感性分析

	基准情形			悲观情形		
	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
归属净利润（百万元）	124	236	297	124	200	250
增长率	-25%	90%	26%	25%	61%	25%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9295	10200	10800	11500	货币资金	1554	1867	2158	2511
营业成本	8593	9297	9798	10367	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	702	903	1002	1133	应收账款	2149	2264	2394	2547
%营业收入	8%	9%	9%	10%	存货	2632	2568	2556	2547
营业税金及附加	44	48	51	54	预付账款	364	418	441	467
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	1093	1103	1101	1103
销售费用	190	204	216	230	流动资产合计	7792	8220	8649	9174
%营业收入	2%	2%	2%	2%	长期股权投资	11	11	11	11
管理费用	187	204	216	230	投资性房地产	31	31	31	31
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	790	726	661	593
研发费用	94	153	162	173	无形资产	277	269	262	253
%营业收入	1%	2%	2%	2%	商誉	0	0	0	0
财务费用	19	22	17	14	递延所得税资产	94	93	93	93
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	38	34	33	35
加: 资产减值损失	-36	-35	-35	-35	资产总计	9034	9384	9739	10191
信用减值损失	-3	-3	-3	-3	短期贷款	748	648	548	448
公允价值变动收益	1	0	0	0	应付款项	1840	1989	2096	2217
投资收益	-10	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	156	275	346	440	应付职工薪酬	18	19	20	21
%营业收入	2%	3%	3%	4%	应交税费	38	41	43	46
营业外收支	-7	3	3	3	其他流动负债	2033	2209	2285	2373
利润总额	149	278	349	443	流动负债合计	4676	4906	4992	5105
%营业收入	2%	3%	3%	4%	长期借款	100	0	0	0
所得税费用	25	42	52	66	应付债券	0	0	0	0
净利润	124	236	297	377	递延所得税负债	11	11	11	11
归属于母公司所有者的净利润	124	236	297	377	其他非流动负债	18	13	13	13
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	4805	4930	5017	5130
EPS (元)	0.06	0.09	0.11	0.14	归属于母公司所有者权益	4229	4454	4722	5060
					少数股东权益	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					股东权益	4229	4454	4722	5060
	2023A	2024E	2025E	2026E	负债及股东权益	9034	9384	9739	10191
经营活动现金流净额	917	490	472	543					
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	-4	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-81	-27	-27	-27	每股收益	0.06	0.09	0.11	0.14
其他	0	3	0	0	每股经营现金流	0.34	0.18	0.18	0.20
投资活动现金流净额	-85	-24	-27	-27	市盈率	90.61	50.49	40.23	31.67
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.54	2.68	2.53	2.36
股权融资	1072	0	0	0	EV/EBITDA	48.72	26.93	22.19	17.81
银行贷款增加 (减少)	1114	-200	-100	-100	总资产收益率	1.4%	2.6%	3.1%	3.8%
筹资成本	-12	-52	-55	-63	净资产收益率	2.9%	5.3%	6.3%	7.4%
其他	-1735	98	0	0	净利率	1.3%	2.3%	2.7%	3.3%
筹资活动现金流净额	439	-154	-155	-163	资产负债率	53.2%	52.5%	51.5%	50.3%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	1271	313	290	354	总资产周转率	1.08	1.11	1.13	1.15

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。