

宏盛华源（601096）

特高压建设新周期，铁塔龙头迎发展新阶段 增持（首次）

2024 年 12 月 31 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书：S0600523060001

xiezd@dwzq.com.cn

证券分析师 司鑫尧

执业证书：S0600524120002

sixy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	8771	9295	10350	10861	11545
同比（%）	22.46	5.98	11.35	4.94	6.29
归母净利润（百万元）	165.75	124.04	230.78	279.25	385.29
同比（%）	(19.91)	(25.16)	86.05	21.00	37.97
EPS-最新摊薄（元/股）	0.06	0.05	0.09	0.10	0.14
P/E（现价&最新摊薄）	72.14	96.40	51.82	42.82	31.04

投资要点

■ **我国电力铁塔平台型龙头，并入 CEE 后迎新发展阶段。**宏盛华源铁塔集团股份有限公司成立于 1985 年，是国内输电线路铁塔领军企业、国内规模最大的输电线路铁塔供应商。公司前身是合肥佳电线路器材厂，经过多次资产重组，成为了现在的宏盛华源，进一步巩固了行业的龙头地位。公司主营业务主要为角钢塔、钢管塔、钢管杆和变电构支架，近几年营收稳健增长，随着国内电网进入高速发展阶段，出海+网外新市场拓展顺利，我们预计公司 23-26 年营收 CAGR 约 15%。

■ **特高压进入新一轮建设周期，有望增厚输电铁塔需求弹性。**“十四五”我国能源结构向以新能源为主体的能源装机结构转型，为了保证清洁能源大基地的外送和消纳，远距离、大容量的特高压输电工程进入新一轮的建设周期，且高景气有望持续到“十五五”。特高压交流和直流工程中铁塔的投资建设比例约占总投资的 26%-32%，投资金额大，且市场格局较为集中。经测算，我们预计特高压铁塔的市场空间平均每年约 200 亿元以上，根据中研普华统计，2022 年中国电力铁塔行业市场规模约 595 亿元，因此特高压工程的放量有望大幅提升铁塔行业市场空间。

■ **公司市场份额稳居龙一，技术引领发展+成本管控能力增强，马太效应凸显。**公司是国内电力铁塔的龙头公司，1）**市场份额上**，公司在国网市场份额稳居第一，常年维持在 20%以上，其中对于特高压高端市场，公司市场份额更为集中，2023 年为 29%，龙头地位更加显著。2）**技术上**，公司在角钢塔、钢管塔、钢管杆以及变电站构支架等领域的生产工艺、设计等方面都有独特的优势和技术壁垒，公司通过技术降本+“钢坯锁价”等形式不断提升抗原材料价格波动能力，盈利能力有望持续提升。

■ **布局海外打开市场空间，新领域破局尽显 α。**1）公司依靠在国内市场积累的丰富经验和技术优势，积极布局海外市场，拓展市场空间，2019-2023 年海外收入 CAGR 为 36%，收入占比提升至 4%，我们认为未来随着“一带一路”建设的进行+CEE 整装出海，公司海外业务有望成为收入的重要组成部分。2）公司积极在新业务领域实现破局，在建筑钢结构、通信塔、新能源等领域持续发力并实现突破，新业务未来有望成为公司的第二增长曲线。

■ **盈利预测与投资评级：**公司是国内电力铁塔的龙头，网内有望随特高压的放量加速成长，出海+网外新市场成为第二增长驱动力，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.31/2.79/3.85 亿元，同比+86%/21%/38%，估值对应现价分别为 52x、43x、31x。首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**电网投资不及预期，上游原材料大幅涨价，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.47
一年最低/最高价	3.50/7.46
市净率(倍)	2.75
流通 A 股市值(百万元)	7,344.11
总市值(百万元)	11,957.94

基础数据

每股净资产(元,LF)	1.63
资产负债率(% ,LF)	54.40
总股本(百万股)	2,675.16
流通 A 股(百万股)	1,642.98

相关研究

内容目录

1. 电力铁塔平台型龙头，并入 CEE 后迎新发展阶段	4
1.1. 公司是输电铁塔领域的龙头	4
1.2. 中国电气装备集团孙公司，管理团队专业背景深厚	4
1.3. 业务以各类铁塔为主，下游结构逐渐多元化	7
1.4. 营收稳健增长，利润率水平波动较大	8
2. 特高压新一轮建设高峰期，增厚电力铁塔需求弹性	10
3. 扩产与降本并驾齐驱，多优势巩固领先地位	13
4. 布局海外打开市场空间，新领域破局尽显 α	17
5. 盈利预测与投资评级	19
5.1. 核心假设	19
5.2. 估值与评级	20
6. 风险提示	21

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构 (截至 24Q3)	5
图 3: 各类产品营业收入结构占比 (%)	8
图 4: 营业收入增长势头强劲	8
图 5: 归母净利润增速显著回升	8
图 6: 2024 年盈利能力逐渐提升	9
图 7: 期间费用率变化趋势	10
图 8: 研发投入不断增加	10
图 9: 我国特高压投资进入高速发展阶段	10
图 10: 全国新增 110 千伏及以上交流输电线路长度	11
图 11: 全国新增直流输电线路长度	11
图 12: 特高压直流工程投资结构中铁塔占比超 1/4	11
图 13: 特高压交流工程投资结构中铁塔占比约 1/3	11
图 14: 1000 千伏晋东南特高压示范工程中的角钢塔	12
图 15: 1000 千伏淮上线长江大跨越钢管塔	12
图 16: 220 千伏四柱钢管杆	12
图 17: 500 千伏淮宿变电站构支架	12
图 18: 宏盛华源产能分布-不同地区子公司个数	14
图 19: 公司在国网市场份额多年维持在 20% 以上	15
图 20: 2023 年国网特高压铁塔中标情况 (金额口径)	15
图 21: 2023 年国网输变电铁塔中标情况 (金额口径)	15
图 22: 本行业与上下游行业的产业链	17
图 23: 钢材价格指数 (元/吨)	17
图 24: 2019-2023 年海外收入 CAGR 约 36%	17
图 25: 美国纽约能源解决工程 345kV 钢管杆项目	18
图 26: 英国国家电网公司 400kV 输电线路钢管杆项目	18
表 1: 管理层简介	6
表 2: 主营业务产品	7
表 3: 2023 年开工特高压工程及其线路长度 (单回)	13
表 4: 2023-2026E 特高压工程铁塔市场空间测算	13
表 5: 中国电力铁塔的主要上市公司	14
表 6: 铁塔钢材的强度设计值 (Mpa)	16
表 7: Q420 钢相对于 Q235 钢, Q345 钢的提升比例 (%)	16
表 8: 公司主要新业务及典型工程	18
表 9: 宏盛华源收入拆分 (单位: 百万元)	20
表 10: 可比公司估值表 (截至 2024 年 12 月 30 日)	21

1. 电力铁塔平台型龙头，并入 CEE 后迎新发展阶段

1.1. 公司是输电铁塔领域的龙头

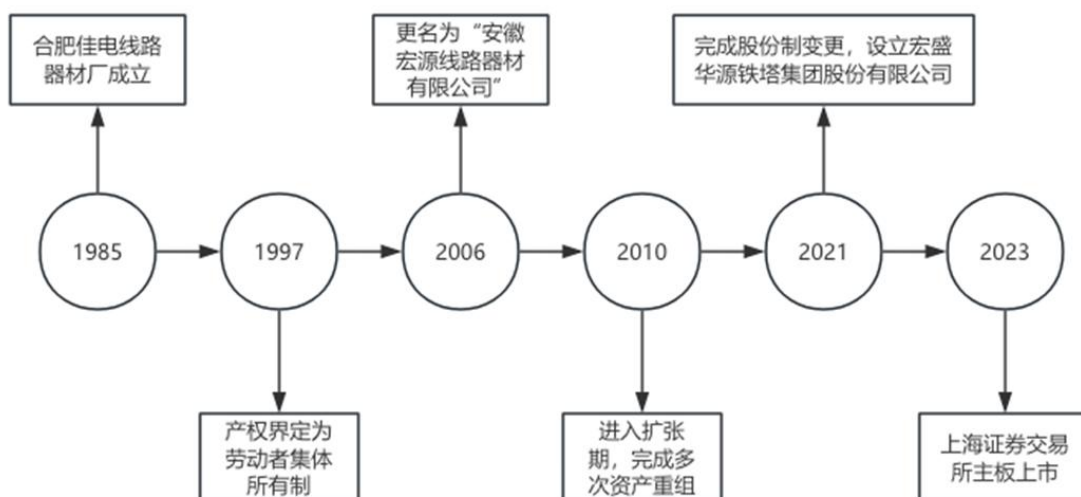
宏盛华源铁塔集团股份有限公司成立于 1985 年，是国内输电线路铁塔领军企业、国内规模最大的输电线路铁塔供应商，是输电线路铁塔行业内国家标准、行业标准和团体标准的主要制定者之一。公司生产技术和产能规模均处于国内领先地位，产品覆盖了从特高压到配网全电压等级范围，同时积极拓展网外市场应用，努力开拓第二增长曲线。公司发展至今主要经历了三个阶段：

1985-2000 年：改制起步阶段。公司前身为合肥佳电线路器材厂，属于地方集体企业，主要以金属结构制造为主，为电网线路器材提供支持。1997 年产权界定为劳动者集体所有制，明确企业产权结构，完成第一步改制。初期生产规模较小，技术以引进和模仿为主，积累了初步的行业口碑。

2000-2010 年：加速发展期。2006 年，公司更名为“安徽宏源线路器材有限公司”，逐渐从地方性供应商转变为全国范围的输电线路铁塔供应商，在国家电网和南方电网的招标中取得突破，参与“晋东南-南阳-荆门特高压交流试验示范工程”等重大项目，逐渐确立了行业地位。

2010 年-至今：扩张壮大期。公司通过多次资产重组，优化资源配置，将相关业务及多地生产基地整合到宏盛华源，巩固了行业的龙头地位。2021 年整体变更为股份有限公司，2023 年在上海证券交易所主板上市，募集资金用于技术研发和智能制造升级，公司产能及规模逐步扩张。

图1：公司发展历程



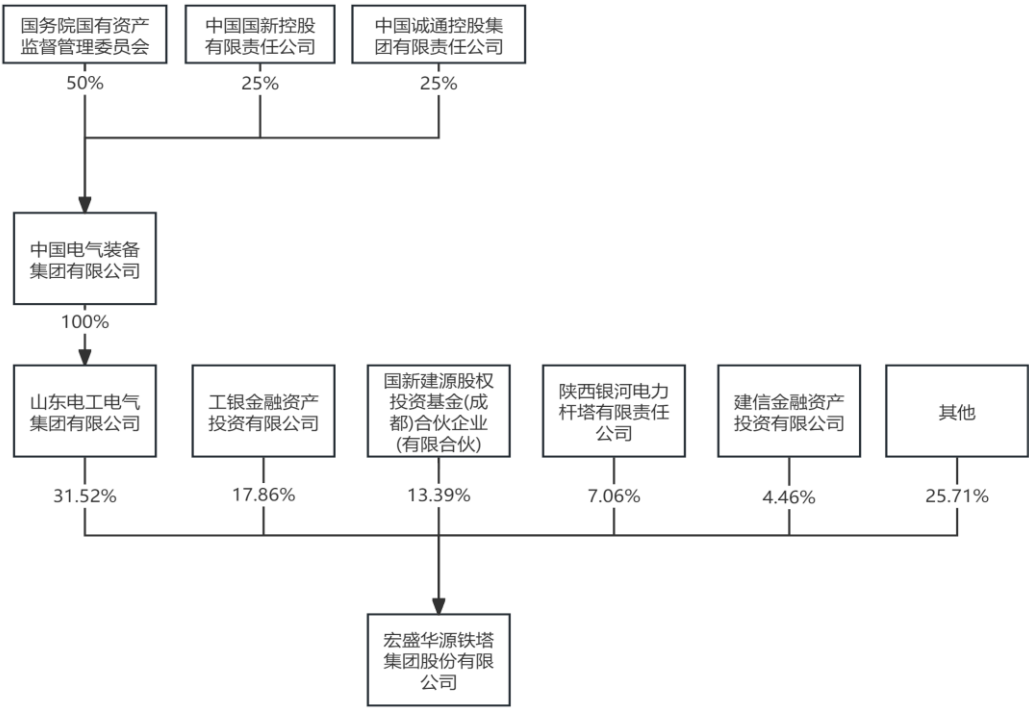
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 中国电气装备集团孙公司，管理团队专业背景深厚

2021 年公司控股股东山东电工从国家电网划转至中国电气装备集团有限公司

（CEE），公司至此成为 CEE 的孙公司。截至 24Q3，山东电工电气集团有限公司作为 CEE 旗下唯一布局输电铁塔业务的企业，有望与集团内其他兄弟公司形成较好的业务互补与协同。

图2: 公司股权结构（截至 24Q3）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

管理团队经验丰富，核心团队稳固。公司董事长赵启曾任中国西电总经理和董事长，现任山东电工电气集团有限公司董事长，赵总在西电任职时，西电在特高压、网外、出海等市场份额均有所提升和发展，管理上对市场端非常重视，现任公司董事长后，看好公司未来在多个市场份额的提升和突破。其他管理人员大多为专业出身，技术实力雄厚。

表1: 管理层简介

姓名	职务	主要经历
赵启	董事长	男, 1983 年出生, 中共党员, 西安财经学院市场营销专业, 学士学位, 西安交通大学管理学院项目管理专业毕业, 工程硕士, 工程师。历任广州西电高压电气制造有限公司副经理, 西安西电开关电气有限公司副总经理, 西安西电光电电缆有限责任公司党委副书记、副总经理、党委书记、执行董事, 西安西电高压开关有限责任公司党委书记、董事长、总经理, 中国西电集团有限公司党委书记、董事长, 中国西电电气股份有限公司党委书记、董事长等职务。 现任山东电工电气集团有限公司党委书记、董事长。
丁刚	董事	男, 1968 年 10 月出生, 中国地质大学(北京)电气工程及其自动化专业, 本科学历。2020 年 1 月至 2020 年 11 月, 任山东电工铁塔事业部总经理; 2020 年 11 月至 2021 年 3 月, 任宏盛华源有限董事、副总经理; 2021 年 3 月至 2021 年 12 月, 任宏盛华源董事、副总经理、董事会秘书、党委委员; 2021 年 12 月至今, 任宏盛华源董事、总经理、党委书记; 2024 年 1 月至今, 任安徽宏源铁塔有限公司执行董事。
仇恒观	董事	男, 1983 年 10 月出生, 安徽工业大学会计学专业, 本科学历, 会计师。2019 年 10 月至 2020 年 12 月, 任山东电工铁塔事业部铁塔运营处处长; 2020 年 12 月至 2021 年 1 月, 任山东电工铁塔事业部运营监管处处长; 2021 年 1 月至 2021 年 3 月, 任宏盛华源有限董事会办公室副主任; 2021 年 3 月至 2022 年 1 月, 任宏盛华源董事会办公室副主任; 2022 年 5 月至今, 任浙江盛达董事; 2022 年 1 月至今, 任宏盛华源董事、董事会秘书、董事会办公室(证券事务部)主任。
何刚	职工董事	男, 1967 年 10 月出生, 1989 年 7 月合肥联合大学大专毕业; 2007 年 7 月中央广播电视大学行政管理专业本科毕业。工程师。2018 年 8 月至今, 任青岛豪迈执行董事、党委书记、总经理; 2020 年 11 月至 2021 年 3 月, 任宏盛华源有限监事; 2020 年 12 月至今, 青岛豪迈永祥和环保科技有限公司董事; 2021 年 12 月至今, 任宏盛新能源执行董事、总经理; 2021 年 3 月至今, 任宏盛华源职工代表监事。
柳迎波	董事	男, 1984 年 9 月出生, 西安交通大学经济学学士、北京大学工程硕士, 中级经济师。历任中国工商银行广东省分行营业部经理、总行运行管理部经理、工银金融资产投资有限公司投资业务一部副总经理; 现任工银金融资产投资有限公司投资业务一部执行总经理。
张军	董事	男, 1982 年 8 月出生, 英国兰卡斯特大学金融硕士。历任中国信达资产管理股份有限公司经理, 国新融汇股权投资基金管理有限公司执行董事, 国新(青岛)股权投资管理有限公司执行董事; 现任国新(青岛)股权投资管理有限公司董事总经理。2022 年 3 月至今, 任国新(青岛)股权投资管理有限公司董事。
刘磊	董事	男, 1992 年 11 月出生, 英国考文垂大学计算机专业理学硕士, 研究生学历。2017 年 8 月至 2021 年 1 月, 任建信投资分析师; 2020 年 11 月至 2021 年 3 月, 任宏盛华源有限董事; 2021 年 1 月至今, 任建信投资新兴行业投资部经理; 2021 年 3 月至今, 任宏盛华源董事。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3 业务以各类铁塔为主，下游结构逐渐多元化

公司专注于各电压等级输电线路铁塔的研发、生产及销售。包括角钢塔、钢管塔、钢管杆、变电构支架及少量的通讯塔、工程机械钢构件等钢结构产品。角钢塔、钢管塔和钢管杆主要用于支撑架空输电线路的导线和地线，确保导线之间、导线与地线之间、导线与杆塔之间，以及导线与地面和跨越障碍物之间能够保持足够的安全距离。变电构支架则作为变电站进出线、内部导线及电气设备安装的支撑结构。输电线路铁塔作为输电线路的重要组成部分，起到关键作用，保障电能能够安全、可靠地输送至电网或终端用户。

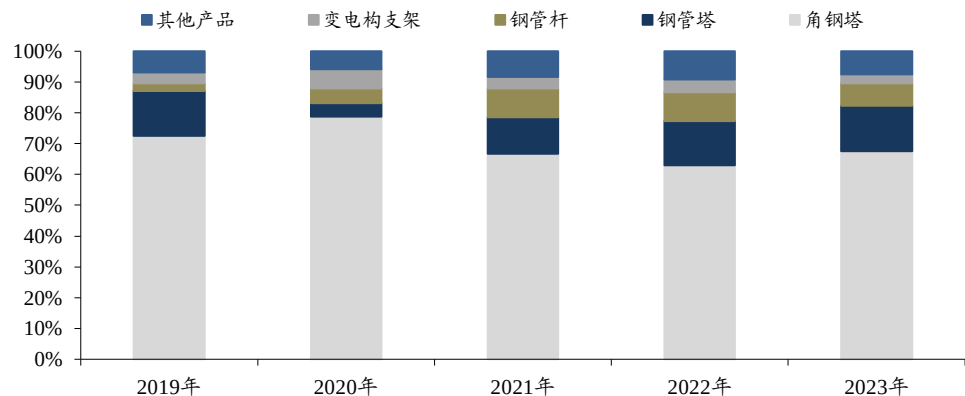
表2: 主营业务产品

主要产品类别	产品特点	产品用途
角钢塔	● 等边角钢作为主材，螺栓连接的格构式自立铁塔 ● 强度高，制造方便，适用于复杂地形	● 广泛应用于特高压交流、直流工程 ● 保障导线与地面、跨越物保持足够安全距离
钢管塔	● 直缝焊管为主材，空气动力性能优越，占地面积小 ● 强度高，耐外力冲击，施工安装便捷	● 用于城市电网改造、线路走廊紧张区域 ● 用于特高压输电线路及大型跨越塔
钢管杆	● 锥形管杆组成，杆段之间通过法兰或插接连接 ● 结构紧凑，占地小，适合城市线路	● 广泛用于 35kV ~ 220kV 配网、市政工程、通信塔等领域
变电构支架	● 支撑变电站内部导线和电气设备的钢构支架 ● 使用圆形钢管和型钢，节点复杂，稳定性强	● 应用于变电站进出线、内部电气设备安装 ● 提供变电站导线支撑和设备固定功能

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

特高压/高压输电用角钢塔收入占比最大，下游结构向多元化方向发展。角钢塔是公司主要产品，近五年收入占比保持在 50%以上，从 2019 年 72.60%下降至 2022 年 62.93%，2023 年虽回升至 67.58%，比例呈现下降态势，我们认为主要系国内特高压输电市场逐渐趋于饱和、新建输电线路项目增速放缓所致。钢管塔和钢管杆业务收入占比在 2023 年分别提升至 14.70%和 7.33%，公司收入结构呈现多元化发展。

图3: 各类产品营业收入结构占比 (%)



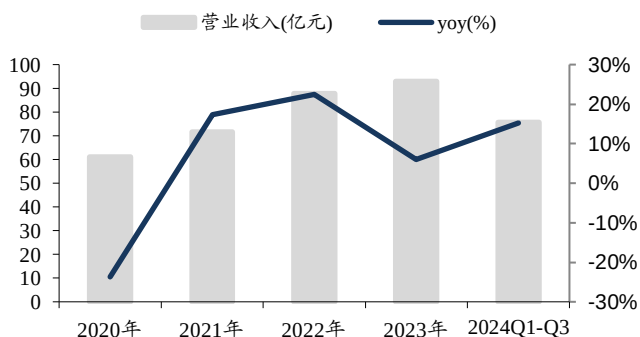
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.4 营收稳健增长，利润率水平波动较大

营业收入整体呈现稳步增长趋势。2020 年公司营业收入同比-23.69%，我们认为主要受疫情影响，电网工程建设不及预期所致。此后，公司逐步恢复正常，2021-2022 年实现营收 71.62/87.71 亿元，同比+17%/22%，收入修复我们认为主要系疫情影响降低+积极调整业务结构，同时把握住下游特高压领域需求反弹的机遇，持续的研发投入开始显现成效。

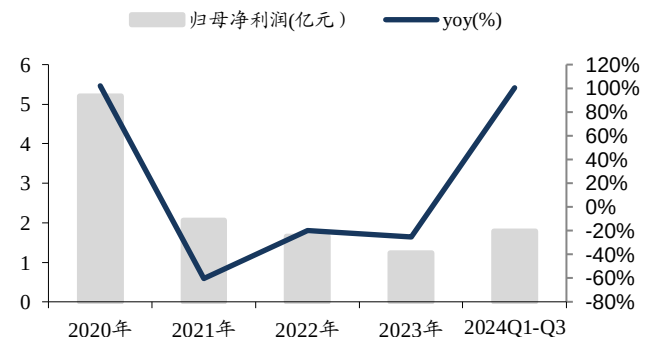
归母净利润呈现较大波动。2020 年得益于公司在疫情期间采取的有效成本管控措施，高毛利率业务角钢塔收入占比提升，归母净利润为 5.22 亿元，同比+102%。受上游原材料价格大幅增加的影响，利润有所承压，2023 年归母净利润大幅下降至 1.24 亿元，2024 年 Q1-Q3 归母净利润为 1.79 亿元，同比翻倍增长，盈利快速修复，我们预计随着公司加强对成本端的管控和供应链精益化管理，盈利能力有望持续提升。

图4: 营业收入增长势头强劲



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

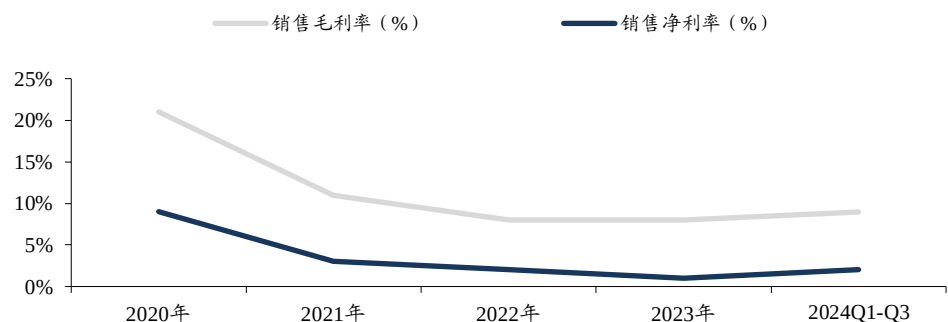
图5: 归母净利润增速显著回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

销售毛利率和净利率整体呈下降趋势，但 2024 年初显现恢复迹象。2020 年毛利率和净利率分别达到 20.9% 和 8.7%，表现出较强的盈利能力。2021 年毛利率降至 11.1%，净利率降至 3.0%。主要原因是 2021 年上半年公司生产所用主要原材料钢材的市场价格大幅上涨，单位成本迅速上涨，导致主要产品毛利率大幅下降。此后，2022 年盈利能力持续承压，毛利率降至 8.3%，净利率仅为 1.9%，主要原因是 2022 年 H1 原材料价格高，但公司合同单价已于早期确定，导致主营业务收入占比较大的钢管塔毛利率下降，带动整体毛利率下降。2024 年 Q1-Q3 毛利率和净利率分别回升至 9.1% 和 2.4%，显示公司正在逐步改善盈利水平，但距离 2020 年的高点仍有差距。公司需持续关注成本管理以改善利润空间。

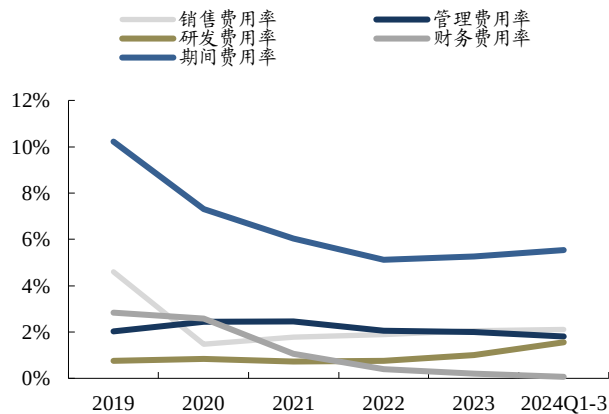
图6：2024 年盈利能力逐渐提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

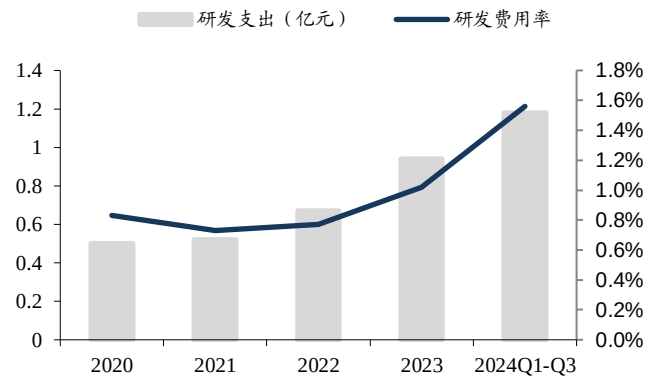
费用持续压降，研发投入保持稳定增长。2019-2022 年，公司期间费用率分别为 10.22%/7.32%/6.03%/5.12%，费用率持续压降，我们认为主要系：1）2021 年公司完成混改，增资款用于偿还银行借款，财务费用率大幅下降；2）加强对管理费用的控制。2021 年开始，公司加大对市场端投入，销售费用率逐年上升。公司作为电网铁塔的龙头公司，多年来持续加强对研发端的投入，2021-2024Q1-3 研发费用率分别为 0.73%/0.76%/1.01%/1.56%，公司主要聚焦于输电铁塔产品的结构优化、材料创新和智能化技术的研发，以适应特高压、复杂地形和国际化市场的需求。近年来，随着电网建设的高质量发展和国际市场拓展，公司加大了对高附加值产品和定制化解决方案的投入。这不仅增强了核心产品的竞争力，也为公司开拓新兴业务领域奠定了技术基础。研发支出的增加与公司的战略方向一致，表明其正通过技术升级和产品创新推动业绩增长，同时提升在行业中的技术领先地位。

图7：期间费用率变化趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：研发投入不断增加

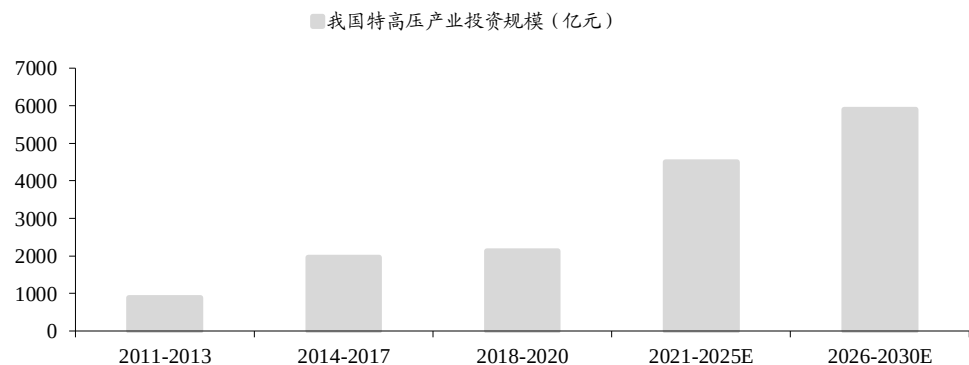


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 特高压新一轮建设高峰期，增厚电力铁塔需求弹性

特高压项目的实施不仅能满足远距离、大容量输电的需求，还能有效缓解电力资源分布不均的问题，为国家电力能源的高效利用提供技术保障。根据公司招股说明书，我国特高压投资 2021-2025 年预计达到 4500 亿元，较上一周期（2018-2020 年）2130 亿元实现了 111.27% 的增长，特高压工程的建设进入快速增长期。展望 2026-2030 年，我们预计特高压产业投资规模将进一步增长至 5900 亿元，较 2021-2025 年区间增长 31%，延续高增长态势。电网投资规模的不断扩大，与特高压技术在我国能源结构优化和资源配置中的关键作用密切相关。特高压电力铁塔作为特高压输电网络的核心设施，其需求量随投资规模同步快速增长。特高压技术不仅支撑了大规模新能源的并网需求，也助力了西部能源基地与东部负荷中心之间的高效输电。

图9：我国特高压投资进入高速发展阶段

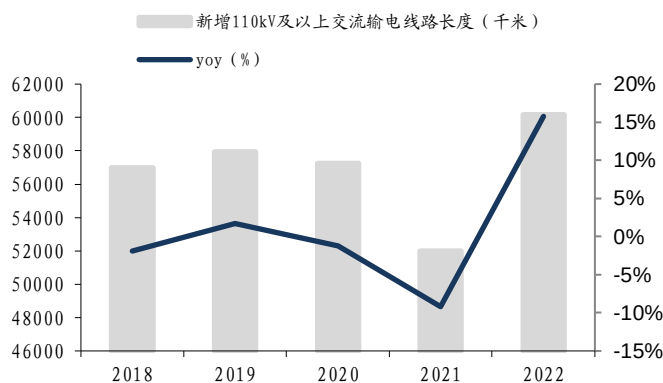


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

特高压放量拉动输电线路长度快速增长。根据中国电力行业年度发展报告，110kV 及以上交流输电线路方面，整体保持较为稳定的建设规模，2018-2022 年年均新增长度

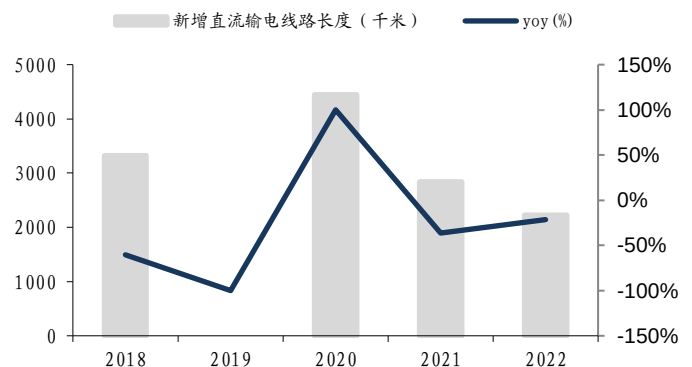
维持在 56000+千米水平。2021 年受疫情等影响新增投运线路有所下滑，2022 年在建工程加速推进，新增线路长度达到 60171 千米，同比增长 15.8%，创下近年新高，这一增长与特高压工程的集中开工密切相关。在直流输电线路方面，建设规模波动较大。2019 年未有新增投产，2020 年实现反弹，新增 4444 千米。随后两年虽呈现逐年下降趋势，但仍保持了可观的投产规模。这种波动性主要源于特高压直流工程项目体量大、建设周期长，往往呈现集中开工、集中投产的特征。且 2019 年后特高压工程密集开工，为后续年度的线路投产奠定了基础，预计未来仍将带动输电线路长度的持续增长。

图10: 全国新增 110 千伏及以上交流输电线路长度



数据来源：中国电力行业年度发展报告，东吴证券研究所

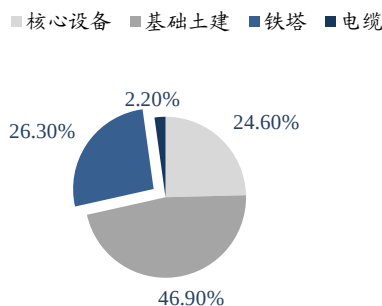
图11: 全国新增直流输电线路长度



数据来源：中国电力行业年度发展报告，东吴证券研究所

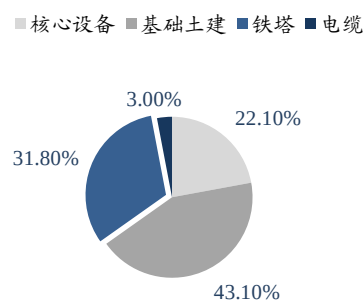
“十四五”特高压迈入成长周期，输电网架建设拉动电力铁塔需求高增。“十四五”是我国推行能源转型战略的重要时期，“沙戈荒”等以新能源为主体的清洁能源大基地主要集中在我国西北、西南等地，而我国负荷中心主要集中在东部沿海地区，因此以特高压直流为主的远距离输电迎来建设高峰期。根据公司招股说明书，铁塔的投资建设比例约占特高压项目总投资的 26%-32%，投资金额大，且市场格局较为集中。因此我们预计在“十四五”乃至“十五五”，高电压等级电力铁塔产品的市场需求将持续增长，特高压输电铁塔相关的头部公司有望充分受益。

图12: 特高压直流工程投资结构中铁塔占比超 1/4



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图13: 特高压交流工程投资结构中铁塔占比约 1/3



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

铁塔产品是实现远距离、大容量输电的关键载体，主要类型包括角钢塔、钢管塔、钢管杆和变电构支架四大类。其中，角钢塔因其结构简单、造价经济，主要应用于一般架空输电线路的直线段和小角度转向路段；钢管塔由于具有较高的强度和抗风能力，多用于重载荷、大跨越等特殊路段，如跨江、跨峡谷的关键节点；钢管杆凭借其美观性和占地面积小的优势，主要部署在城市配电网和美观要求较高的城市核心区域；变电构支架则作为变电站内部的重要支撑结构，用于支撑各类电力设备和导线。

图14: 1000 千伏晋东南特高压示范工程中的角钢塔



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图15: 1000 千伏淮上线长江大跨越钢管塔



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图16: 220 千伏四柱钢管杆



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图17: 500 千伏淮宿变电站构支架



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

特高压铁塔市场平均每年约 200 亿以上，是铁塔行业的重要增量。以 2023 年开工的“四直两交”为测算依据，我们假设：1）单条特高压直流工程/特高压交流工程的平均线路长度分别为 1600/500KM；2）线路平均档距为 0.5KM；3）单个铁塔平均重量为 100 吨；4）单位铁塔造价为 1.5 万元/吨，则我们测算 2023-2026 年特高压铁塔市场空间平均每年约 200 亿以上（2024 年因线路开工数量较少因此较低）。根据中研普华统计，

2022 年中国电力铁塔行业市场规模约 595 亿元，因此特高压工程的放量有望大幅提升铁塔行业市场空间。

表3: 2023 年开工特高压工程及其线路长度（单回）

工程类型	工程名称	线路长度 (KM)
直流	陇东-山东	926.4
	宁夏-湖南	1634
	哈密-重庆	2290
	金上-湖北	1901
	平均	1687.85
交流	川渝1000kV环网	657
	张北-胜利	366
	平均	511.5

数据来源：国家电网，东吴证券研究所

表4: 2023-2026E 特高压工程铁塔市场空间测算

	2023	2024E	2025E	2026E
特高压直流（条）	4	2	4	4
特高压交流（条）	2	1	3	3
特高压直流平均长度（KM）	1600	1600	1600	1600
特高压交流平均长度（KM）	500	500	500	500
平均铁塔间距（KM）	0.5	0.5	0.5	0.5
所需铁塔数量（座）	14800	7400	15800	15800
单位铁塔重量（吨）	100	100	100	100
特高压铁塔单价（万元/吨）	1.5	1.5	1.5	1.5
全年市场空间（亿元）	222	111	237	237

数据来源：国家电网，《交流特高压线路杆塔规划及经济档距分析》、东吴证券研究所测算

3. 扩产与降本并驾齐驱，多优势巩固领先地位

我国电力铁塔行业参与者众多，市场格局两极分化：高端市场集中度较高，主要由宏盛华源、风范股份和汇金通等规模较大的企业主导；而低端市场则较为分散，大量规模有限的小企业由于技术实力和生产规模的局限，只能生产工艺要求较低的产品，这导致低端产品同质化严重，企业间不得不通过价格战来争夺市场份额，进一步加剧了行业内低端领域的恶性竞争。

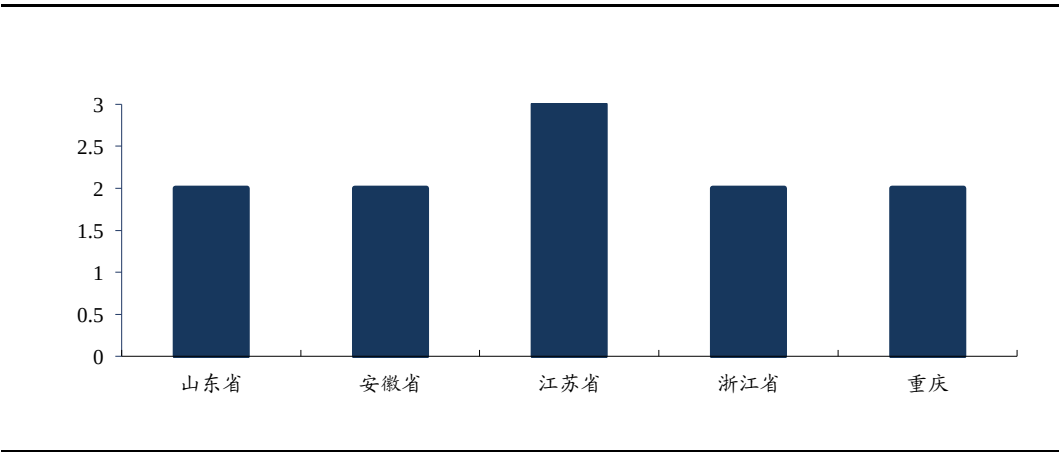
表5: 中国电力铁塔的主要上市公司

证券代码	证券简称	公司介绍	产品名称
601096.SH	宏盛华源	主要业务为输电线路铁塔的研发、生产和销售，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。公司获得全国优秀焊接工程特等奖等荣誉。	角钢塔、钢管塔、钢管杆、变电构支架、通讯塔、钢构件、热浸镀锌防腐业务
601700.SH	风范股份	主要从事 1000kV 及以下各类超高压输电线路角塔、钢管组合塔、各类管道、变电站构架、220kV 以下钢管及各类钢结构件等产品的研发、生产和销售。公司在超高压和特高压输电线路铁塔方面处于行业领先地位。	角钢塔、钢管塔、直缝焊管、方型焊管、钢结构件、脚手架
603577.SH	汇金通	主要业务为输电线路角钢塔、钢管塔、变电站构架等电力输送设备的研发、生产和销售，以及电力项目总承包、检测检验服务等业务。公司被认定为“国家级企业技术中心”“青岛市特高压输电铁塔工程研究中心”，荣获“青岛市创新型企业”等荣誉称号。	角钢塔、钢管塔、变电站构架

数据来源：Wind、东吴证券研究所

宏盛华源凭借技术和产能布局稳居市场龙一，马太效应有望持续。公司是国内特高压工程的重要参与者，并且参与了国内和海外一系列标志性工程，如世界最高的江苏凤城-梅里 500kV 线路 385 米大跨越高塔、巴西跨亚马逊河 296 米高塔等，在国家电网、南方电网等核心客户中积累了深厚的信任基础。在技术创新方面，公司牵头或参与制定了 24 项国家和行业标准，充分彰显了其在行业中的技术引领地位。为实现最优化的产能布局和供应链效率，公司产能覆盖范围广泛，目前在江苏省设有 3 家子公司，山东、安徽、浙江和重庆各设有 2 家子公司，形成了覆盖华东、华南、西南等区域的完整产业链。为进一步拓展南方电网市场，我们预计公司未来将加强南网地区的产能布局，这不仅将帮助公司优化区域供应能力，更有望打开新的市场空间，巩固其龙头地位。

图 18: 宏盛华源产能分布-不同地区子公司个数

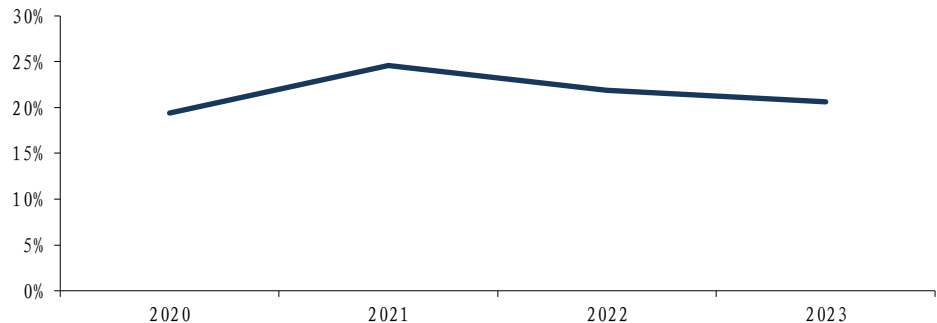


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

市场份额领先，高端领域公司龙头地位更显著。公司在国家电网的市场占有率长期保持在较高水平，基本维持在 20%以上，其中在高端领域特高压输电铁塔市场，2023 年公司市场份额约为 29%，而输变电市场公司份额则有所下降，约为 15%，我们认为主要

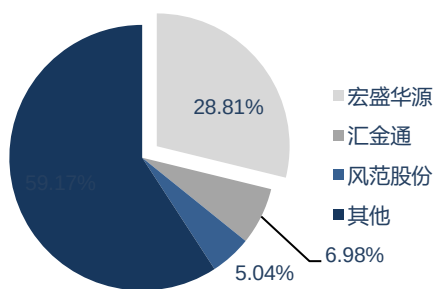
系在输变电领域准入门槛较低、铁塔供应商较多，且国网限单包份额，导致头部公司份额被摊薄。

图19: 公司在国网市场份额多年维持在 20%以上



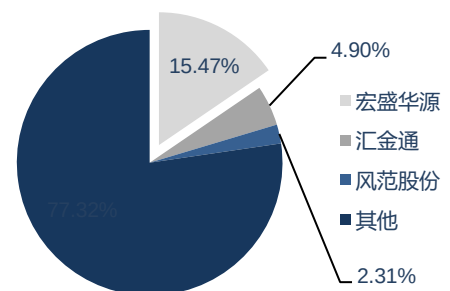
数据来源：公司招股说明书，Data 电力，东吴证券研究所

图20: 2023 年国网特高压铁塔中标情况（金额口径）



数据来源：Data 电力，东吴证券研究所

图21: 2023 年国网输变电铁塔中标情况（金额口径）



数据来源：Data 电力，东吴证券研究所

公司始终是铁塔行业技术的引领者。在角钢塔领域，采用精确数控编程、矫正和试组工艺，显著提高大规格构件的加工精度和装配可靠性；**在钢管塔方面**，创新性地结合自动焊接技术与法兰焊接工艺，配合 Q420 高强度钢材的应用，成功解决了特大型钢管和大型法兰的高强度、高精度制造难题；**在钢管杆产品上**，通过折边、卷圆和热镀锌工艺的优化组合，结合 Q235、Q345、Q420 以及美标 GR65 级耐候钢的先进焊接技术，大幅提升了产品的耐用性和表面防护性能；**在变电构支架领域**，创新采用型钢和钢管的多工艺组合，配合压印、制孔与整形等工序，引入钢板自动加工和焊接机器人技术，并在大型构件中开创性地应用球节点制作工艺，实现了强度和美观的完美平衡。宏盛华源采用的 Q420 高强度钢材在输电线路杆塔设计中显示出显著优势，较 Q235 钢材在抗拉强度和抗压抗弯性能方面提升 70-76.7%，抗剪性能提升 69.6-76%，孔壁承压能力提升

37.8-51.4%；较 Q345 钢材也分别提升了 22.6-28.3%、22.2-25.8%和 8.5-9.8%。这些技术创新不仅使公司能够用更小的材料截面实现更高的承载能力，同时也有效降低了材料成本，充分展现了公司在技术选型上的专业判断和创新意识。

表6: 铁塔钢材的强度设计值（Mpa）

材料	厚度或直径/mm	抗拉强度	抗压和抗弯	抗剪
Q235	≤ 16	215	215	125
	> 16-40	205	205	120
	> 40-60	200	200	115
Q345	≤ 16	310	310	180
	> 16-35	295	295	170
	> 35-50	265	265	155
Q420	≤ 16	380	380	220
	> 16-35	360	360	210
	> 35-50	340	340	195

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

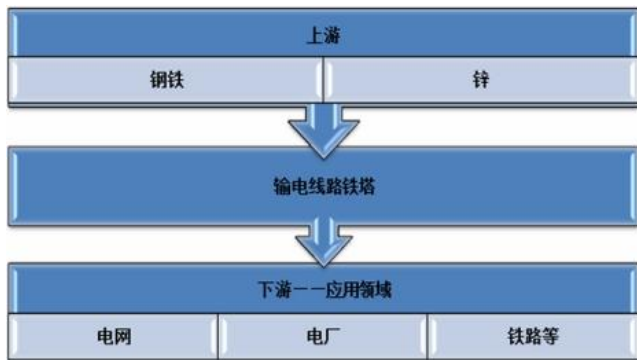
表7: Q420 钢相对于 Q235 钢，Q345 钢的提升比例(%)

比较材料	抗拉强度	抗压和抗弯	抗剪	孔壁承压
Q235/Q420	70-76.7	70-76.7	69.6-76	37.8-51.4
Q345/Q420	22.6-28.3	22.6-28.3	22.2-25.8	8.5-9.8

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

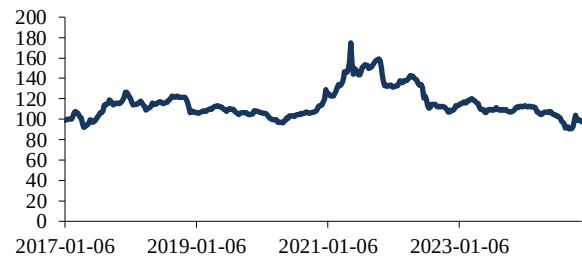
“钢坯锁价”等多措并举，助力盈利能力提升。输电线路铁塔的上游原材料主要是钢材和锌锭，原材料价格的波动将直接影响本行业的利润水平。根据 Wind 数据显示，公司的毛利率走势与钢材价格变动呈现显著的负相关关系。2020 年钢价维持在 95-105 元/吨的低位区间，公司得以保持 20.9%的较高毛利率。2021 年钢价快速攀升至 150-160 元/吨区间，直接导致毛利率大幅下滑至 11.1%；2022-2023 年虽然钢价逐步回落，但受制于产品价格提前锁定机制和高价库存的滞后影响，2023 年公司毛利率持续承压至 7.5% 的低点。直到 2024 年 Q1-Q3，在钢价相对稳定和公司积极实施“钢坯锁价”等成本管控措施的双重作用下，毛利率逐步提升至 9.1%，抗原材料价格波动能力有所提升。

图22: 本行业与上下游行业的产业链



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图23: 钢材价格指数 (元/吨)

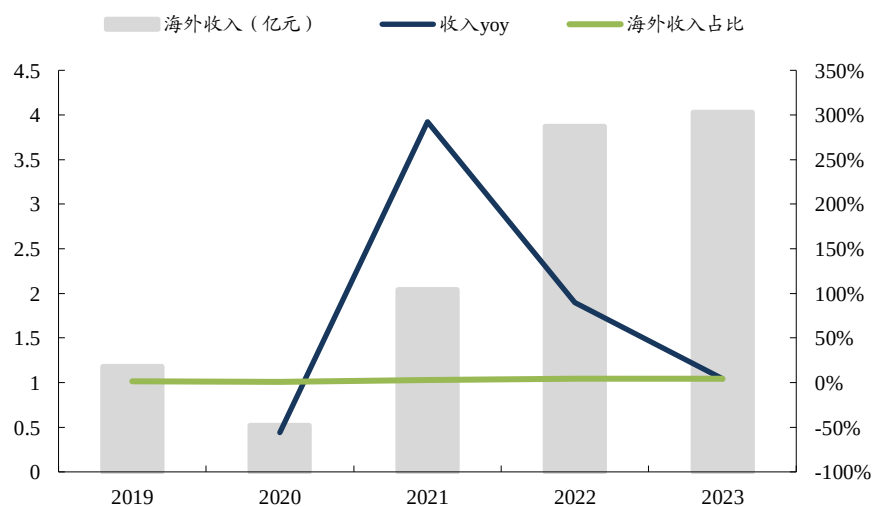


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 布局海外打开市场空间，新领域破局尽显 α

公司凭借技术能力及国内市场的先进经验，积极拓展海外业务打开市场空间。公司2019-2023年海外收入CAGR约36%，2023年海外收入占比提升至4%。近年来，海外电网建设也进入新一轮的景气周期，公司通过“三个重点”、“三个出海”营销布局，积极拓展海外业务，产品远销东南亚、中亚、欧洲、南北美洲、非洲等地区。公司曾参与完成加拿大埃德蒙顿500kV钢管杆项目、美国纽约能源解决工程345kV钢管杆项目、英国国家电网公司400kV输电线路钢管杆项目等多个海外重点工程。公司是国内电力铁塔的领军企业，随着“一带一路”战略的推进，公司通过借船出海+独立出海双轮驱动，有望实现海外业务的快速增长，进一步打开市场空间。

图24: 2019-2023年海外收入CAGR约36%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25：美国纽约能源解决工程 345kV 钢管杆项目



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图26：英国国家电网公司 400kV 输电线路钢管杆项目



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

技术延伸能力优异，拓展非电网业务尽显α。电力铁塔业务是公司主业，围绕钢结构、铁塔技术，公司开始向建筑钢结构、通信塔、新能源等领域发力，通过较强的技术延伸能力不断增强公司发展的潜力。公司在建筑钢构领域，先后承建甘肃电投张掖电厂钢结构冷塔、宁夏广播电视塔等项目，新能源领域，公司光伏支架产品开始放量。未来，我们认为公司凭借技术能力的优势，叠加在市场端的不断投入，非电网业务有望成为公司重要的第二增长曲线。

表8：公司主要新业务及典型工程

新业务类型	主要产品	典型工程
建筑钢构	可承接厂房、体育设施、发电站、车站、船埠、铁路煤炭集运站储煤场、灰场等钢结构工程专业总承包等业务。	甘肃电投张掖电厂钢结构冷塔项目；宁夏广播电视塔项目等
通信类	具备角钢通讯塔、钢管三柱通讯塔、独管通讯塔（主要用于美化、仿生树、灯杆）、升降通讯塔、可移动通讯塔等加工制造能力。	
新能源类	具备风电、光伏、光热及轨道交通钢支架等加工技术，掌握产品设计及加工技术。	高塘十辉光伏支架等

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 核心假设

基于公司的竞争优势和行业发展态势，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 103.50/108.62/115.45 亿元，同比+11%/5%/6%，2024-2026 年归母净利润分别为 2.31/2.79/3.85 亿元，同比+86%/21%/38%。我国钢材供给充足，需求稳定，假设上游钢材、锌锭等原材料价格稳定，公司持续做技术降本，毛利率稳步提升，我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 9.53%/10.14%/10.92%。**分业务来看：**

角钢塔：2023 年开工特高压线路开始陆续确认收入，但 2024 年特高压开工略不及预期，角钢塔收入预计将保持稳健增长，我们预计 2024-2026 年收入分别为 70.36/73.87/79.04 亿元，同比+12%/5%/7%，毛利率保持稳健提升，分别为 7.5%/8%/9%。

钢管塔：在输电铁塔中钢管塔的用量占比相对角钢塔较少，增速相比角钢塔较低，但需求旺盛，收入有望保持稳健增长，我们预计 2024-2026 年收入分别为 15.03/15.78/16.57 亿元，同比+10%/5%/5%，毛利率保持稳定，分别为 7%/7.5%/7.5%。

钢管杆：钢管杆主要应用在电压等级相对较低的场景，市场需求增速预计低于特高压市场，我们预计 2024-2026 年收入分别为 7.49/7.72/8.03 亿元，同比+10%/3%/4%，毛利率分别为 4.5%/5%/5.5%。

变电构支架：变电工程经过 2021-2023 年的高速建设期，未来新增变电站预计将维持稳健增长，我们预计 2024-2026 年收入分别为 2.86/3.08/3.24 亿元，同比+10%/8%/5%，毛利率分别为 3%/3.5%/4%。

表9: 宏盛华源收入拆分 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6106.63	7162.37	8770.77	9295.23	10350.40	10861.50	11544.60
yoy		17.29%	22.46%	5.98%	11.35%	4.94%	6.29%
营业成本	4832.30	6366.48	8047.17	8593.49	9364.44	9760.11	10283.47
毛利润	1274.33	795.89	723.59	701.74	985.96	1101.38	1261.13
毛利率	20.87%	11.11%	8.25%	7.55%	9.53%	10.14%	10.92%
角钢塔							
营业收入	4805.03	4776.00	5519.48	6281.74	7035.55	7387.33	7904.44
yoy		-0.60%	15.57%	13.81%	12.00%	5.00%	7.00%
营业成本	3878.83	4351.61	5202.03	5991.63	6507.88	6796.34	7193.04
毛利率	19.28%	8.89%	5.75%	4.62%	7.50%	8.00%	9.00%
收入占比	79%	67%	63%	68%	68%	68%	68%
钢管塔							
营业收入	275.82	855.00	1265.02	1366.40	1503.04	1578.19	1657.10
yoy		209.99%	47.96%	8.01%	10.00%	5.00%	5.00%
营业成本	236.78	808.10	1213.23	1280.31	1397.83	1459.83	1532.82
毛利率	14.15%	5.49%	4.09%	6.30%	7.00%	7.50%	7.50%
收入占比	5%	12%	14%	15%	15%	15%	14%
钢管杆							
营业收入	282.44	672.14	825.02	681.20	749.32	771.80	802.67
yoy		137.98%	22.75%	-17.43%	10.00%	3.00%	4.00%
营业成本	257.52	672.82	797.84	654.51	715.60	733.21	758.52
毛利率	8.82%	-0.10%	3.29%	3.92%	4.50%	5.00%	5.50%
收入占比	5%	9%	9%	7%	7%	7%	7%
变电构支架							
营业收入	392.77	257.91	358.27	259.55	285.5	308.3	323.8
yoy		-34.34%	38.92%	-27.56%	10.00%	8.00%	5.00%
营业成本	304.49	216.75	336.32	255.67	276.94	297.55	310.81
毛利率	22.48%	15.96%	6.13%	1.49%	3.00%	3.50%	4.00%
收入占比	6%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
其他业务							
营业收入	350.58	601.33	802.98	706.35	777.0	815.8	856.6
yoy		71.53%	33.53%	-12.03%	10.00%	5.00%	5.00%
营业成本	154.68	317.21	497.76	411.37	466.19	473.18	488.28
毛利率	55.88%	47.25%	38.01%	41.76%	40.00%	42.00%	43.00%
收入占比	6%	8%	9%	8%	8%	8%	7%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.2. 估值与评级

盈利预测与投资建议: 公司是国内电力铁塔的龙头, 网内有望随特高压的放量加速成长, 出海+网外新市场成为第二增长驱动力, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.31/2.79/3.85 亿元, 同比+86%/21%/38%, 估值对应现价分别为 52x、43x、31x。我们选取东方铁塔、汇金通、风范股份作为可比公司, 由于东方铁塔公司业务结构有较大变化, 2024H1 钾肥业务收入占比约为 60%, 毛利率 41.07%远高于铁塔业务, 因此估值不太具有参考性, 汇金通、风范股份市场无盈利预测, 2023 年公司估值相对可比公司整体处于中等水平。首次覆盖, 给予“增持”评级。

表10: 可比公司估值表 (截至 2024 年 12 月 30 日)

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	股价 (元/ 股)	归母净利润 (亿元)			PE			评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
002545.SZ	东方铁塔	89	7.18	6.34	6.60	7.57	14	14	12	未评级
603577.SH	汇金通	28	8.31	0.26	-	-	108	-	-	未评级
601700.SH	风范股份	53	4.62	0.69	-	-	77	-	-	未评级
平均值							66	14	12	
601096.SH	宏盛华源	120	4.47	1.24	2.31	2.79	96	52	43	增持

数据来源：东方铁塔、汇金通、风范股份数据来自 Wind 一致预期，宏盛华源数据来自东吴证券研究所测算

6. 风险提示

- 1) 电网投资不及预期。电网公司是公司最重要的下游客户，是公司订单的主要来源，如果电网公司投资不及预期，公司订单和收入可能会产生较大影响。
- 2) 上游原材料大幅度涨价。公司上游原材料主要为钢材、锌锭等大宗原材料，若原材料价格大幅波动，公司产品价格若调整跟不上原材料价格的幅度，可能会影响公司业绩的增长。
- 3) 市场竞争加剧的风险。公司深耕行业多年，形成了较强的竞争优势，若未来不能持续在技术创新、产品种类、市场服务等方面保持竞争优势，将可能面临市场份额下降，发展速度放缓的风险。

宏盛华源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,792	7,868	7,777	8,109	营业总收入	9,295	10,350	10,861	11,545
货币资金及交易性金融资产	1,554	1,226	1,442	1,804	营业成本(含金融类)	8,593	9,364	9,760	10,283
经营性应收款项	2,736	2,915	2,745	2,565	税金及附加	44	46	49	52
存货	2,632	2,831	2,651	2,747	销售费用	190	238	282	289
合同资产	804	828	869	924	管理费用	187	197	196	185
其他流动资产	66	68	69	70	研发费用	94	166	196	202
非流动资产	1,242	1,217	1,351	1,344	财务费用	19	38	26	14
长期股权投资	11	11	11	11	加:其他收益	36	35	39	42
固定资产及使用权资产	805	798	941	942	投资净收益	(10)	(16)	(18)	(17)
在建工程	10	4	2	1	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	277	270	263	256	减值损失	(39)	(40)	(40)	(80)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	156	281	334	465
其他非流动资产	136	131	131	131	营业外净收支	(7)	0	0	0
资产总计	9,034	9,086	9,128	9,453	利润总额	149	281	334	465
流动负债	4,676	4,571	4,353	4,312	减:所得税	25	49	54	78
短期借款及一年内到期的非流动负债	765	659	459	259	净利润	124	232	280	387
经营性应付款项	2,479	2,471	2,440	2,571	减:少数股东损益	0	2	1	1
合同负债	591	600	619	658	归属母公司净利润	124	231	279	385
其他流动负债	842	840	835	824	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.05	0.09	0.10	0.14
非流动负债	129	75	55	35	EBIT	192	319	360	479
长期借款	100	50	30	10	EBITDA	293	372	429	539
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	7.55	9.53	10.14	10.92
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	1.33	2.23	2.57	3.34
其他非流动负债	24	20	20	20	收入增长率(%)	5.98	11.35	4.94	6.29
负债合计	4,805	4,646	4,408	4,346	归母净利润增长率(%)	(25.16)	86.05	21.00	37.97
归属母公司股东权益	4,229	4,438	4,718	5,103					
少数股东权益	0	2	2	4					
所有者权益合计	4,229	4,440	4,720	5,107					
负债和股东权益	9,034	9,086	9,128	9,453					

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	917	(63)	684	665	每股净资产(元)	1.58	1.66	1.76	1.91
投资活动现金流	(85)	(46)	(221)	(70)	最新发行在外股份(百万股)	2,675	2,675	2,675	2,675
筹资活动现金流	439	(220)	(246)	(234)	ROIC(%)	3.29	5.15	5.82	7.52
现金净增加额	1,272	(328)	217	362	ROE-摊薄(%)	2.93	5.20	5.92	7.55
折旧和摊销	102	53	69	60	资产负债率(%)	53.19	51.13	48.29	45.98
资本开支	(81)	(33)	(203)	(53)	P/E (现价&最新股本摊薄)	96.40	51.82	42.82	31.04
营运资本变动	639	(444)	251	108	P/B (现价)	2.83	2.69	2.53	2.34

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>