

陕鼓动力 (601369.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

高股息透平风机龙头，气体储能并进

投资逻辑：

公司是国内透平风机龙头，正拓展气体业务作为设备业务的补充，并逐步摆脱设备业务对单一冶金下游的依赖。(1) 公司主要设备产品为高端透平压缩机，技术壁垒高，价值量大，下游以大型流程工业为主。(2) 公司发挥设备与客户优势，积极扩产工业气体业务，分业务看，19-23 年公司气体板块收入 CAGR 为 20.3%，收入占比从 23% 提升到 34%。(3) 受钢铁行业量价低迷影响，根据公司年报，分下游看，22-23 年公司冶金收入占比从 69% 下降至 46%；公司加大力度拓展其他下游，石化收入占比从 2022 年的 18% 提高到 2023 年的 30%，24H1 继续新签多个非冶金行业项目设备订单。公司资产结构良好，现金流稳健充裕，高分红有望持续。根据公司年报，公司连续十年分红比例均高于 60%，2023 年分红预案对应 2 月 21 日股息率 4.8%；公司 24Q3 末净现金 75.3 亿元，占总资产约 1/3，2023 年现金周期-101 天，其中应付/预收周转天数分别高达 324/154 天，对上游议价能力极强，公司良好的周转效率带来稳健现金流，充沛的在手现金保障了持续高分红能力。

在手制气项目充足，气体业务有望持续扩张。(1) 根据前瞻产业研究院，2020 年中国现场制气中，第三方渗透率为 57%，距离发达国家 80% 还有较大提升空间；(2) 2018 年以来公司持续签约现场制气项目，根据公司公告，2023 年末公司已拥有合同供气量 143 万方，是 2017 年的 3 倍；2023 年底公司在手未运营合同供气量 51.9 万方，2024 年新签项目合同供气量 22 万方。公司有望陆续投运在手项目，并有望发挥客户优势不断获取新项目。

压缩空气储能项目或迎来爆发，有望贡献设备收入增量。压缩空气储能是大容量长时储能方式，目前多个已投运项目的单位造价与效率已经接近大型抽水蓄能电站。根据北极星储能网不完全统计，2024 年已签约的压缩空气储能项目为 6.8GW，同比增长 21%，商业化拐点将近。根据中商产业研究院，压缩机占压气储能电站成本的 20%。根据公司公告，公司“轴流+离心”方案已在湖北应城压气储能电站实现全球首台套 300MW 项目，未来有望凭借完备的产品线和方案经验获得更多大容量压气储能设备订单。

盈利预测、估值和评级

我们预测 24/25/26 年公司实现归母净利润 10.2 亿元/11.0 亿元/12.1 亿元，同比+0.4%/+7.3%/+9.8%，对应 EPS 为 0.59/0.64/0.70 元。考虑到公司高分红稳定可持续，未来气体项目放量确定性高，压缩空气储能放量潜力较大，给予公司 25 年 16xPE 估值，目标价 10.19 元，给予“买入”评级。

风险提示

冶金化工资本开支不及预期；气体业务竞争加剧；压缩空气储能项目进展不及预期。

机械组

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

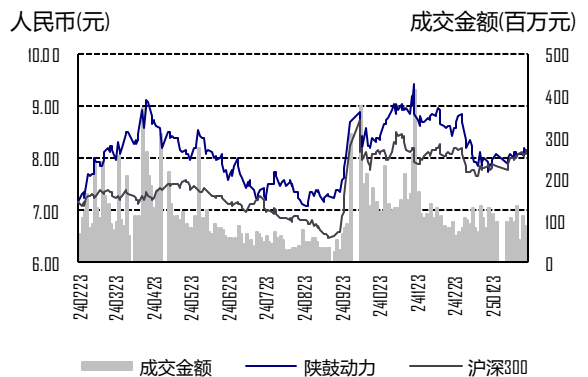
manzaipeng@gjzq.com.cn

联系人：李子安

lizian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：8.17 元

目标价 (人民币)：10.19 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,766	10,143	9,858	11,267	12,655
营业收入增长率	3.91%	-5.79%	-2.81%	14.29%	12.33%
归母净利润(百万元)	968	1,020	1,024	1,099	1,206
归母净利润增长率	12.92%	5.36%	0.40%	7.26%	9.75%
摊薄每股收益(元)	0.560	0.591	0.594	0.637	0.699
每股经营性现金流净额	0.53	0.78	0.76	1.24	1.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.87%	11.67%	11.26%	11.60%	12.22%
P/E	20.45	13.51	14.66	12.83	11.69
P/B	2.43	1.58	1.65	1.49	1.43

来源：公司年报，国金证券研究所



内容目录

1、国内透平压缩机龙头，大力拓展非冶金下游与气体业务.....	4
1.1 公司简介：国内透平压缩机龙头	4
1.2 业务结构：大力发展气体运营业务	7
1.3 下游结构：积极开拓非冶金下游，大力发展气体运营业务	8
2、公司资产结构良好，现金流稳健充裕，高分红有望持续.....	9
3、公司现场制气在手项目充足，气体业务有望持续扩张.....	11
3.1 现场制气是工业气体的主要供应方式，专业外包占比有望继续提高	11
3.2 公司在手待投产现场制气项目充足	13
4、压缩空气储能项目或迎来爆发，有望带来设备业务增量.....	15
4.1 压缩空气储能是大容量长时间的物理储能方法，发展前景广阔	15
4.2 压缩空气储能单位投建成本下降，新签项目井喷，处在商业化拐点	16
4.3 压缩空气储能项目建设利好压缩机需求，公司中标大型项目订单	18
5、盈利预测与投资建议.....	18
5.1 盈利预测	18
5.2 投资建议及估值	19
6、风险提示.....	20

图表目录

图表 1： 风机分类示意图	4
图表 2： 风机行业分产品层次的主要产品、应用领域与主要玩家介绍	4
图表 3： 透平压缩机是单台价值量最大的风机品类（2020 年）	5
图表 4： 透平压缩机 2020 年行业产值约为 105 亿元，占风机全行业的 1/3	5
图表 5： 公司收入与钢铁行业资本开支同步	5
图表 6： 2023 年以来公司收入承压	6
图表 7： 公司净利润 2024 年前三季度有所下滑	6
图表 8： 公司风机收入增速处于可比公司中位数水平，但波动较大	6
图表 9： 公司风机毛利率处于可比公司中位数水平	7
图表 10： 公司气体运营业务保持长期稳定增长	7
图表 11： 公司气体业务收入占比提升	7
图表 12： 与杭氧股份相比，公司气体业务收入增长较快	8
图表 13： 与杭氧股份相比，公司气体业务毛利率绝对水平稍低但波动较小	8
图表 14： 钢铁价格持续低迷，钢铁企业盈利能力下滑	9
图表 15： 钢铁行业资本开支增速低迷	9



图表 16: 近年来公司石化能源下游收入增长, 对冲冶金收入下跌 (亿元)	9
图表 17: 24H1 公司新签多个非冶金行业项目订单 (不完全统计)	9
图表 18: 公司资产结构良好 (亿元)	10
图表 19: 公司凭借对上游的强势议价能力, 获得了优良的现金周转水平 (天)	10
图表 20: 公司自由现金流稳健充裕 (亿元)	10
图表 21: 公司分红比例常年稳定在 60% 以上	11
图表 23: 外包供气中不同业务模式的特点	12
图表 25: 外包供气相比自建装置供气有诸多优势	12
图表 26: 公司已拥有合同供气量不断增长	13
图表 27: 公司签约现场制气项目数量充足	14
图表 28: 钢铁、石化为工业气体重要下游	14
图表 29: 储能新增规模相对于配储要求仍有提升空间	15
图表 30: 2024 年以来新能源配储政策不完全统计	15
图表 31: 金坛压缩空气储能国家示范项目设备运行示意图	16
图表 32: 压缩空气储能具有容量大、储能时间长、建设时间短的优点	16
图表 33: 国内压缩空气储能项目转换效率呈逐步提升趋势	17
图表 34: 国内压缩空气储能项目签约开始井喷	17
图表 35: 据不完全统计, 约有 4.32GW 装机量的压气储能项目已开工或已开始设备招标	17
图表 36: 压缩机占压缩空气储能电站建造成本约 20%	18
图表 37: 公司目前已中标多个大型压气储能项目的设备订单	18
图表 38: 公司收入毛利预测	19
图表 39: 可比公司估值比较	20

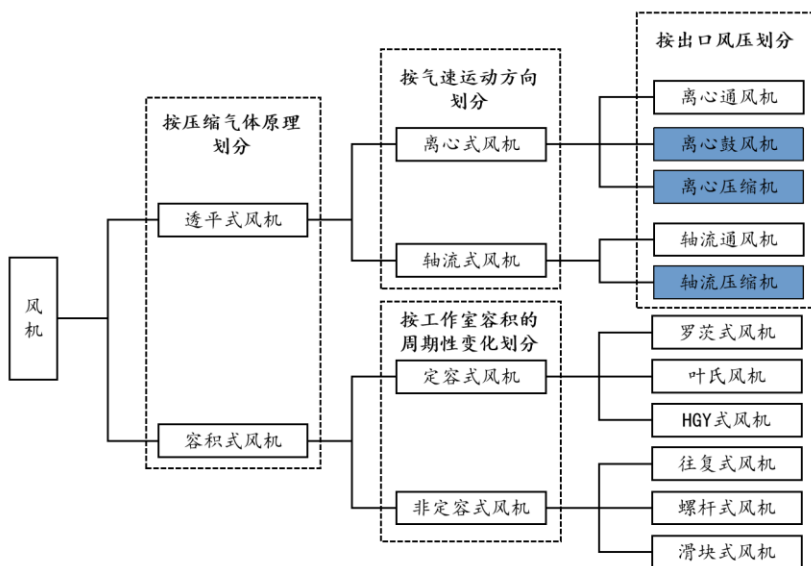


1、国内透平压缩机龙头，大力拓展非冶金下游与气体业务

1.1 公司简介：国内透平压缩机龙头

透平压缩机是一种压缩能力较强的风机。根据三峰透平招股书，风机是依靠输入的机械能，提高气体压力并排送气体的机械，是工业生产中提供气体动力的重要工艺设备。根据压缩气体的原理不同，风机分为透平式风机和容积式风机两种，而根据黄钟岳、王晓放的《透平式压缩机》，按排气压力可以将透平式风机分为通风机（表压 $<0.0142\text{MPa}$ ）、鼓风机（ $0.0142\text{MPa}\leq\text{表压}\leq0.245\text{MPa}$ ）和压缩机（表压 $>0.245\text{MPa}$ ）三种，即透平式压缩机是一类压缩气体的能力较强的风机。按气体在压缩机内的运动方向划分，透平式风机包括轴流式（大致沿平行于轴线方向流动）和离心式（大致径向流动）两类。

图表1：风机分类示意图



来源：三峰透平招股书，国金证券研究所（注：标蓝的为陕鼓动力的部分产品）

大型透平压缩机技术壁垒较高，国内玩家主要为公司与沈鼓集团。根据三峰透平招股书，高端风机包括透平压缩机、工业流程能量回收装置等，主要应用于环保、冶金、煤化工、核电等领域，技术含量高，成套性强，根据《中国通用机械工业年鉴》，2020年轴流压缩机/离心压缩机/能量回收透平机组单台设备平均产值为2162万元/1132万元/1610万元，远远高于其他风机品类，产品壁垒凸显。从市场空间看，根据《中国通用机械工业年鉴》，2020年风机行业各个子行业总产值为316亿元，其中轴流压缩机、离心压缩机、能量回收透平机组为代表的大型透平压缩机产品总产值约为105亿元，占全行业约1/3。而中低端产品包括中低速离心压缩机、鼓风机、通风机等；在大型透平压缩机组、工业流程能量回收装置领域，国内主要玩家为公司与沈鼓集团，与海外的德国曼透平、美国GE、德国西门子等企业竞争，其他国内企业的份额很低。根据上专股份招股书，国内如金通灵、三峰透平、上专股份等企业在各自行业拥有一定差异化竞争优势，规模相对公司、沈鼓集团更小。此外还有部分企业经营中低端市场。

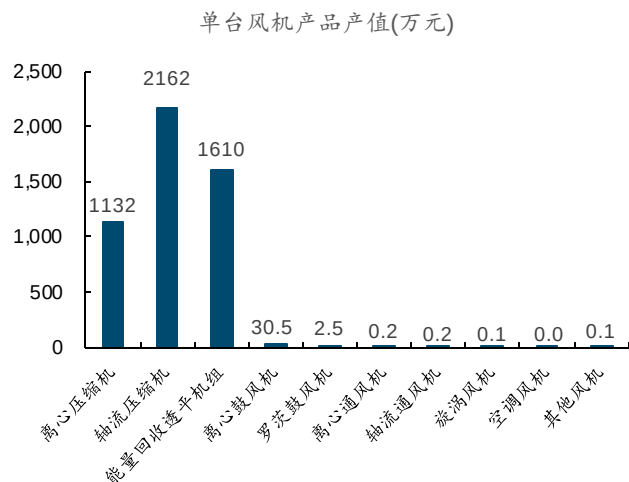
图表2：风机行业分产品层次的主要产品、应用领域与主要玩家介绍

类别	技术含量	成套性	大型工业流程	主要产品	应用领域	主要玩家
高端	高	强	是	透平压缩机、工业流程能量回收装置	环保、冶金、煤化工、碱化工、造纸、核电等	公司、沈鼓集团、曼透平、西门子、GE等
中端	中	中	是	中低速离心压缩机、大中型鼓风机	火电、冶金、石化、地铁、隧道、制药、纺织等	上专股份、三峰透平、金通灵等
低端	低	弱	否	中小型鼓风机、通风机	普通厂房、普通民用建筑、桥梁、车辆等	

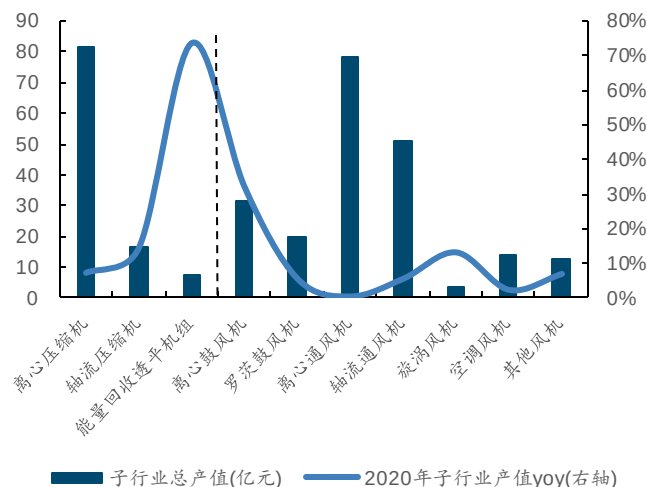
来源：三峰透平招股书、上专股份招股书，国金证券研究所



图表3: 透平压缩机是单台价值量最大的风机品类 (2020 年)



图表4: 透平压缩机 2020 年行业产值约为 105 亿元, 占风机全行业的 1/3

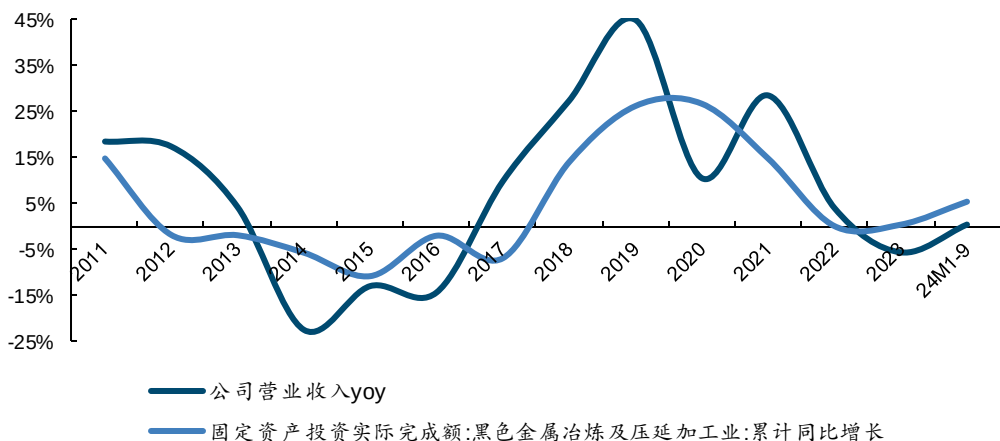


来源:《中国通用机械工业年鉴》, 国金证券研究所

来源:《中国通用机械工业年鉴》, 国金证券研究所

公司是国内透平压缩机龙头之一, 在轴流压缩机领域具有垄断地位。根据公司官网, 公司起源于 1968 年的陕西鼓风机厂, 早期业务为透平机械及系统供应商, 根据公司公告与《中国通用机械工业年鉴》, 2022 年公司轴流压缩机产量为 70 台, 行业产量为 72 台, 公司在轴流压缩机品类上几乎实现行业垄断, 龙头地位彰显; 而 2022 年公司离心与空分压缩机总产量为 80 台, 占全国产量的 12.2%, 公司离心压缩机的行业地位略逊于轴流压缩机。公司下游以大型流程工业为主, 尤与钢铁行业相关, 因此收入也随钢铁资本开支波动。

图表5: 公司收入与钢铁行业资本开支同步

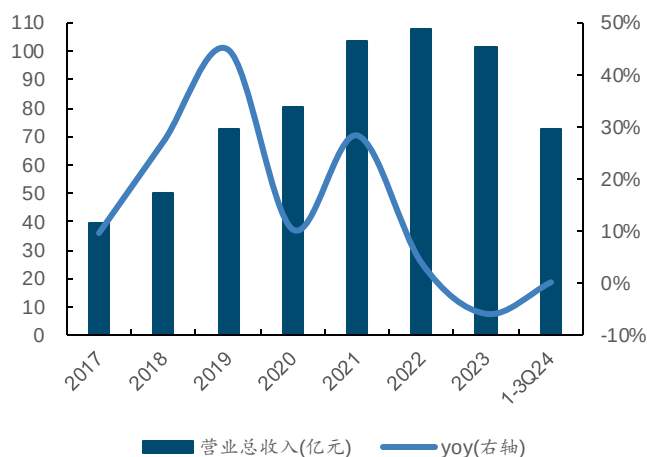


来源: iFind, 国金证券研究所

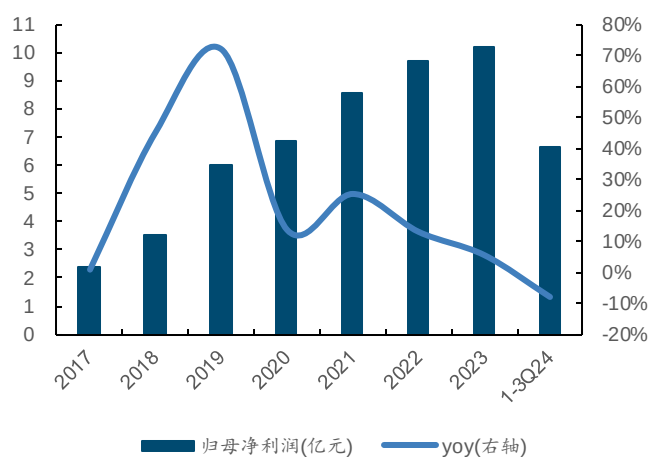
受下游景气度影响, 2023 年以来公司收入利润有所承压。根据上图, 2018-2021 年我国钢铁行业资本开支底部反转, 进入连续多年的上升期, 但 2022 年起增速放缓, 下游客户项目执行进度受到影响, 给设备订单和收入带来一定压力。根据公司公告, 2024 年前三季度公司收入持平微增, 但净利润略有下降。随着公司气体业务与非冶金下游设备业务的扩展, 根据公司 24 年半年报, 2024 上半年公司销售订货同比增长 26.77%, 看好公司未来收入利润触底回升。



图表6: 2023 年以来公司收入承压



图表7: 公司净利润 2024 年前三季度有所下滑

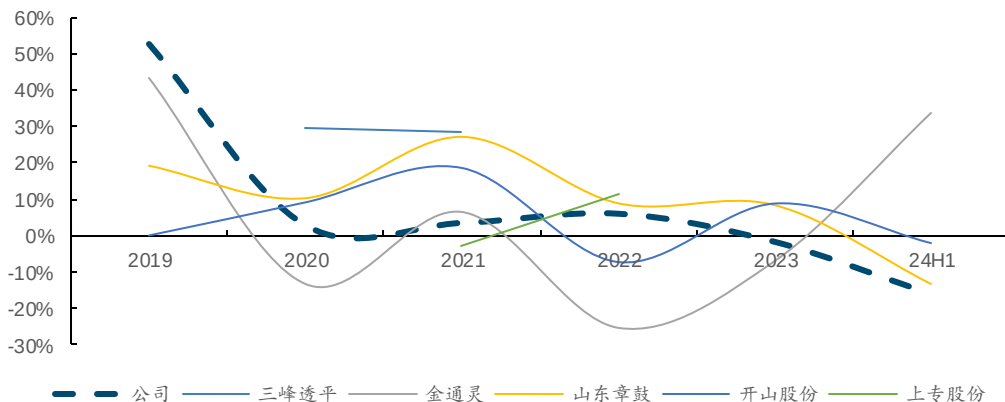


来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

公司风机业务收入增速与毛利率均处于可比公司中位数水平。经营风机业务且在 A 股披露财务数据的企业有三峰透平、金通灵、山东章鼓、开山股份、上专股份等。如前文所述，公司属于风机行业巨头，而同行公司主要属于具有差异化竞争优势的细分领域领先企业，且产品结构中，公司以压缩机为主，而同行公司大多为鼓风机、通风机；即使是压缩机，根据三峰透平招股书，公司的产品单价达上千万元，与三峰透平、金通灵等企业的中小型压缩机也有较大差异，拥有不同的下游客户与生产方式，因此收入增速与毛利率水平有所不同，但整体来看，公司处于同行公司的中位数水平。从收入增速上看，公司与金通灵、山东章鼓的下游均与能源、化工、冶金等周期性行业密切相关，因此收入增速波动较大。

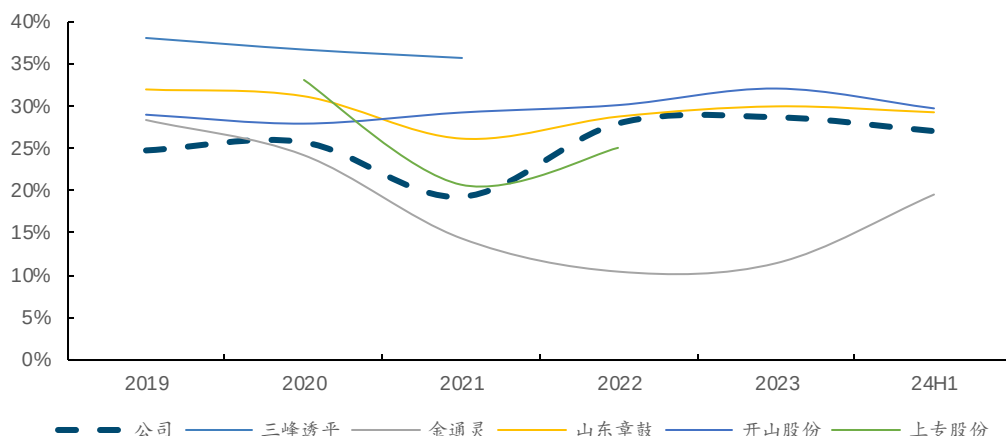
图表8: 公司风机收入增速处于可比公司中位数水平，但波动较大



来源: 各公司公告, 国金证券研究所 (注: 公司选用能量转换设备业务; 三峰透平选用风机业务; 金通灵 2019 年及以前选用风机产品及配件业务, 2020 年及以后选用鼓风机与压缩机两个业务总体水平; 山东章鼓选用风机及配件业务; 开山股份 2020 年及以前选用螺杆机与活塞机总体水平, 2021 年及以后选用压缩机系列产品业务; 上专股份选用工业领域风机设备业务)



图表9：公司风机毛利率处于可比公司中位数水平

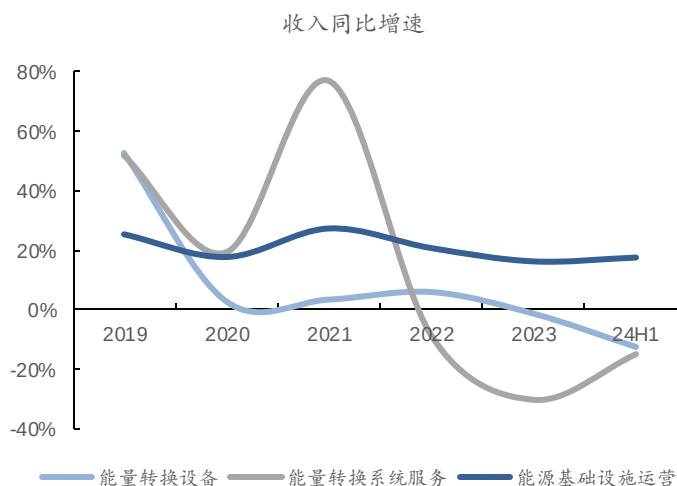


来源：各公司公告，国金证券研究所（注：公司选用能量转换设备业务；三峰透平选用风机业务；金通灵 2019 年及以前选用风机产品及配件业务，2020 年及以后选用鼓风机与压缩机两个业务总体水平；山东章鼓选用风机及配件业务；开山股份 2020 年及以前选用螺杆机与活塞机总体水平，2021 年及以后选用压缩机系列产品业务；上专股份选用工业领域风机设备业务）

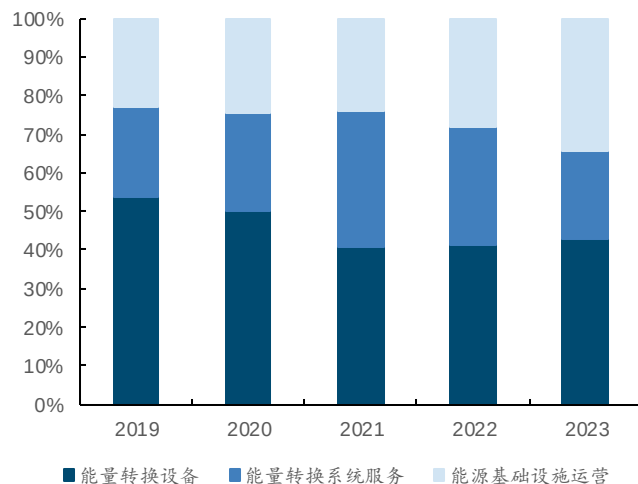
1.2 业务结构：大力发展气体运营业务

上市以来公司发挥设备与客户资源优势，积极推进工业气体业务投资扩产，收入结构不断优化。根据公司公告，2019-2023 年公司能源基础设施运营（气体运营）收入 CAGR 为 20.3%，24H1 同比增速为 17.4%，实现多年平稳增长，气体业务占总收入比重从 23% 提升到 34%，目前气体业务已经成为公司收入重要的稳定器。

图表10：公司气体运营业务保持长期稳定增长



图表11：公司气体业务收入占比提升



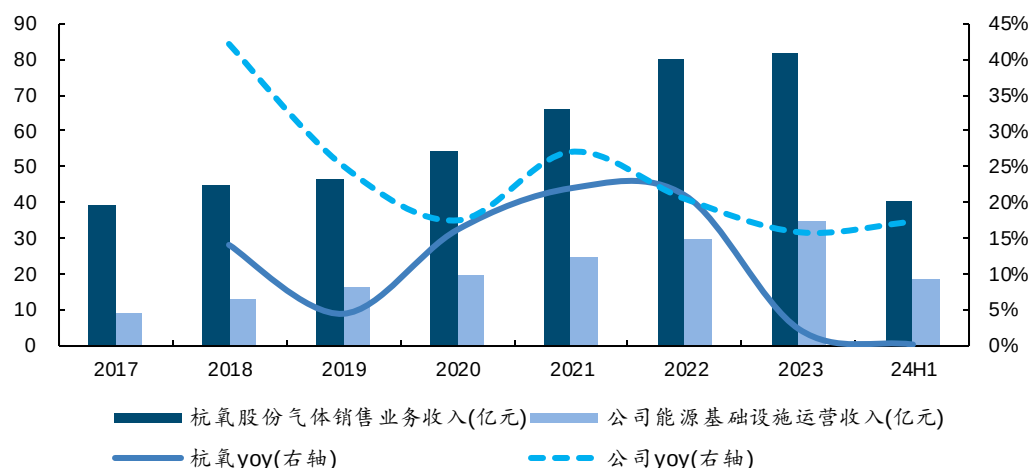
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

公司气体业务增速快于国内龙头企业杭氧股份。杭氧股份是我国工业气体行业现场制气领域的龙头公司之一，与杭氧股份相比，公司气体业务收入增长较快，主系公司在手未投产项目相比公司已投产项目规模处于较高水平，根据企业年报，2023 年末公司在手未运营合同供气量 51.9 万方，而已运营合同供气量为 91.5 万方，2024 年新签河南晋开化工 19 万方合成气项目与辽宁凌源钢铁 3 万方空分项目，未来气体业务有望保持持续稳定增长。



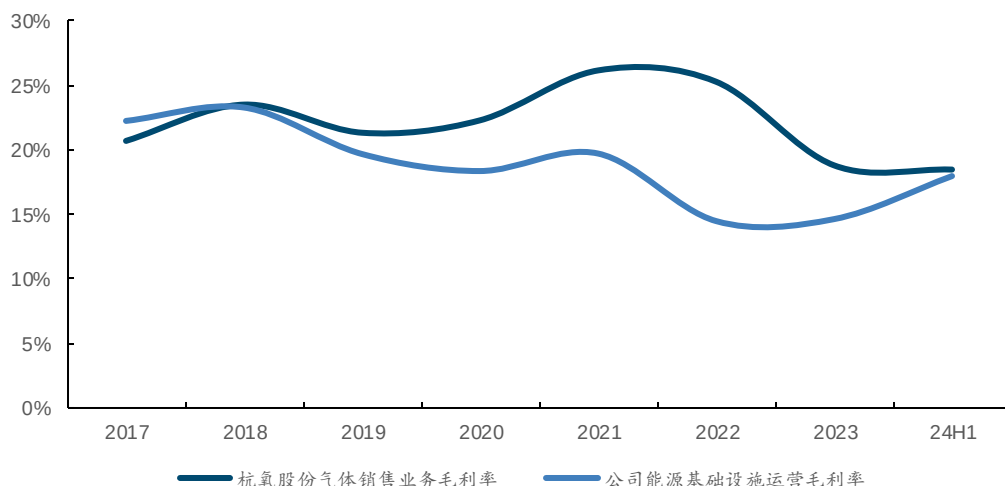
图表12: 与杭氧股份相比, 公司气体业务收入增长较快



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

公司气体业务毛利率略低于杭氧股份, 但保持相对平稳。与杭氧股份相比, 公司气体业务毛利率的波动整体较小, 这与现场制气项目配置的外售液体比例有所不同, 且二者经营的其他气体产品也有所区别有关。

图表13: 与杭氧股份相比, 公司气体业务毛利率绝对水平稍低但波动较小



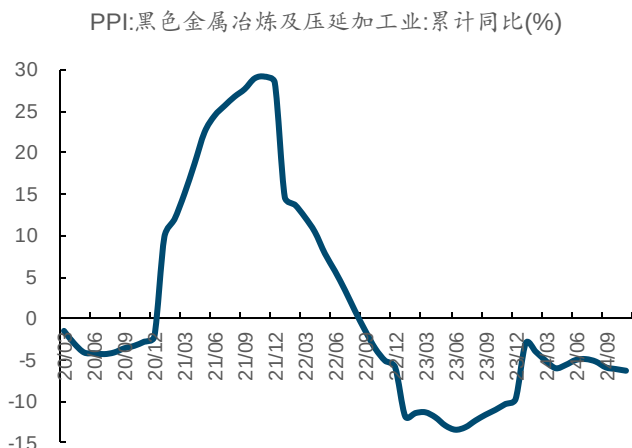
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

1.3 下游结构: 积极开拓非冶金下游, 大力发展气体运营业务

受钢铁价格低迷影响, 近年来占公司营收比重较大的冶金行业收入下跌。根据公司公告, 公司冶金行业收入占比由 2022 年的 69%降低至 2023 年的 46%。我们认为虽然公司在钢铁相关的轴流压缩机品类竞争优势突出, 但钢铁价格低迷, 下游钢铁企业盈利能力下滑, 使得行业资本开支意愿明显下滑, 对公司冶金收入造成不利影响。



图表14: 钢铁价格持续低迷, 钢铁企业盈利能力下滑



来源: iFind, 国金证券研究所

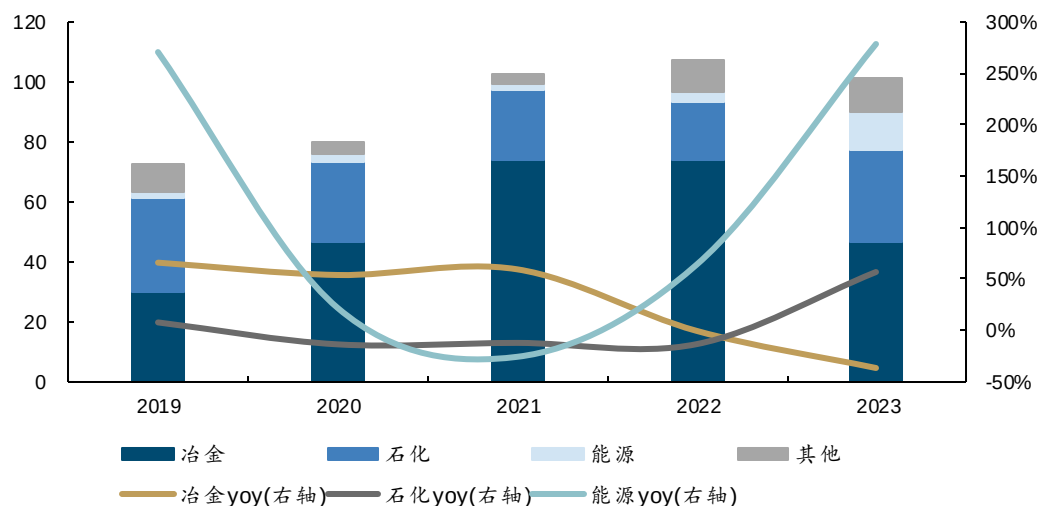
图表15: 钢铁行业资本开支增速低迷



来源: iFind, 国金证券研究所

石化、能源等下游成为了公司新的增长点。为了尽力对冲冶金行业的不利影响,公司加大力度拓展其他下游,石化行业收入占比从2022年的18%提高到2023年的30%,与之对应,离心压缩机的销量从2022年的64套增长到2023年的94套。根据公司2024年半年报,公司继续签约多个非冶金行业的项目订单,设备业绩有望受新签项目托底。

图表16: 近年来公司石化能源下游收入增长, 对冲冶金收入下跌(亿元)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表17: 24H1 公司新签多个非冶金行业项目订单(不完全统计)

下游行业	订单内容
煤化工	签订某煤制活性炭及炭化尾气联产 LNG 一体化项目, 实现公司煤制活性炭市场首套工程业绩
石油化工	签订某 160 万吨/年沸腾床加氢项目工程总承包, 首次实现在油气化工领域从制氢到加氢全产业链工程总包项目落地
基础化工	签订某真空机项目, 实现公司真空机在联碱法工艺装置的首次应用
能源	签订某用户废弃油脂转化生物质能源示范项目配套机组, 是公司循环氢压缩机组首次应用于废弃油脂转化生物质能源领域
能源	签订某公司大型煤气余热发电工程, 该项目的实施将让客户工厂内自发电水平达到 95%
电力	签订海外某公司 35MW 汽轮发电机组项目, 实现了公司最大功率汽轮机出口

来源: 公司 2024 半年报, 国金证券研究所

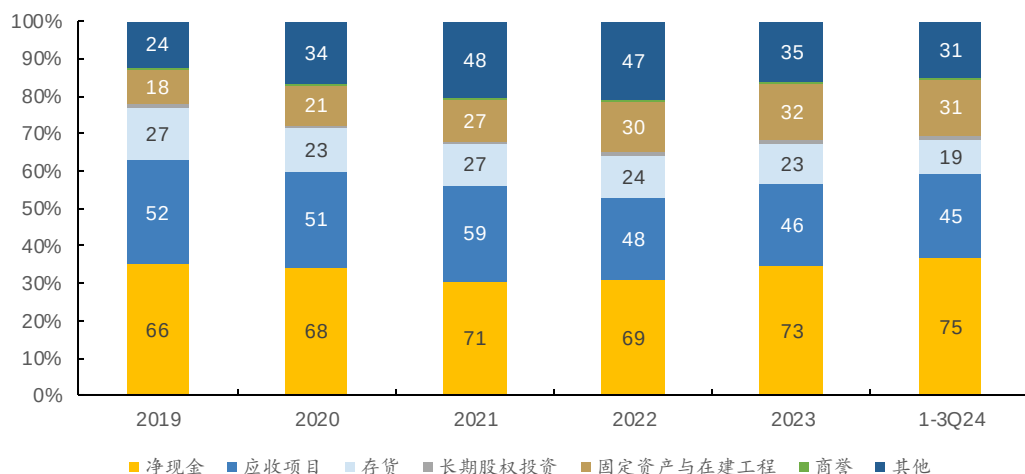
2、公司资产结构良好, 现金流稳健充裕, 高分红有望持续

公司资产结构良好, 现金占比较高。根据公司公告, 公司资产结构中, 现金占相当大的比



重，2024 年三季度末公司在手净现金 75.3 亿，占总资产（扣除有息负债）约 1/3。

图表18：公司资产结构良好（亿元）

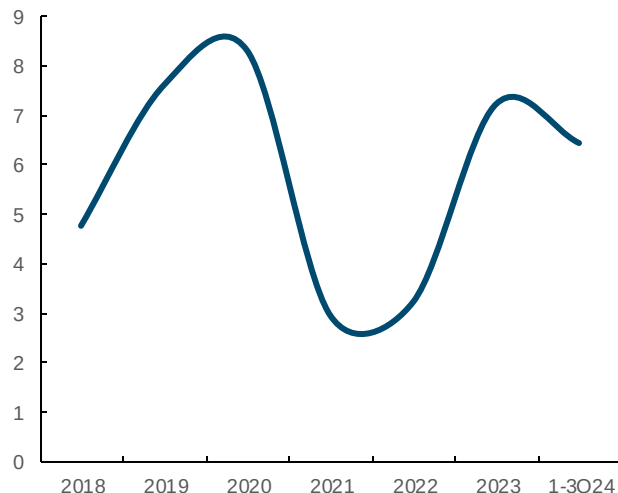
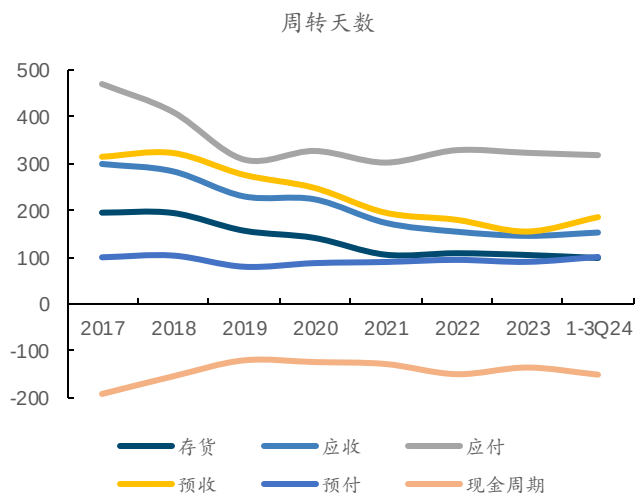


来源：公司公告，国金证券研究所（注：净现金=货币资金+交易性金融资产+其他流动资产-短期借款-一年内到期的非流动负债-其他流动负债-长期借款-应付债券-长期应付款；应收项目=应收票据+应收账款+应收款项融资+长期应收款+其他应收款）

公司对上游的强势议价能力使得公司保持了良好的经营周转情况，现金流稳健充裕。根据公司年报，2023 年公司现金周期-101 天，经营回款能力强。展开来看，公司存货/应收/预付周转天数分别为 106/147/90 天，但应付/预收周转天数分别高达 324/154 天，对上游的强议价权是公司经营周转良好的核心。在良好的经营回款与稳健的产能投放策略下，公司 2023 年实现 7.2 亿自由现金流，现金流稳健充裕。

图表19：公司凭借对上游的强势议价能力，获得了优良的现金周转水平（天）

图表20：公司自由现金流稳健充裕（亿元）



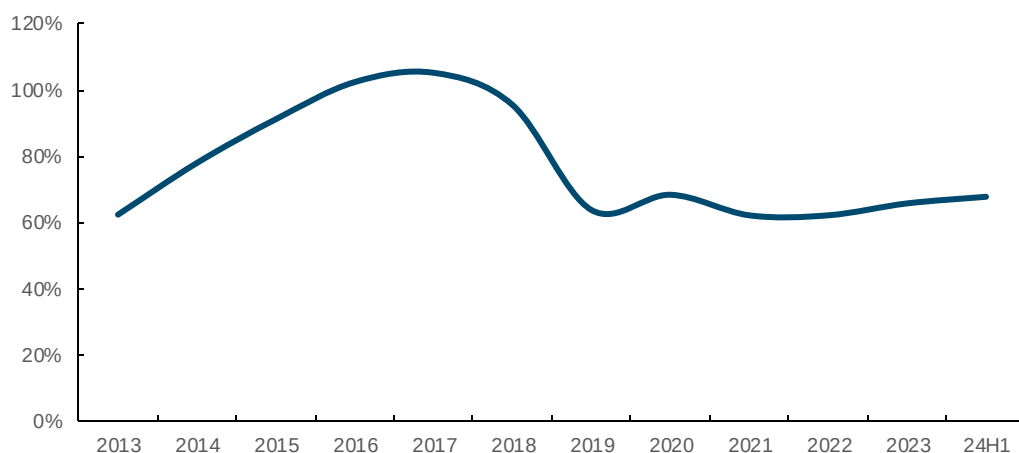
来源：iFind，国金证券研究所（注：现金周期=应收周转天数+存货周转天数+预付周转天数-应付周转天数-预收周转天数）

来源：公司公告，国金证券研究所（注：自由现金流=CF0-Capex-利息费用）

公司有望维持高分红。根据公司公告，公司宣布发放 2024 年中期现金红利 3.11 亿元，分红比例 68%，过去十年公司分红比例维持在 60%以上，2023 年报分红预案为每 10 股派发现金股利 3.9 元（含税），对应 2025 年 2 月 21 日股息率约为 4.8%。考虑到公司自由现金流常年显著为正且有大量在手净现金，预计公司高分红可以保持。



图表21：公司分红比例常年稳定在60%以上



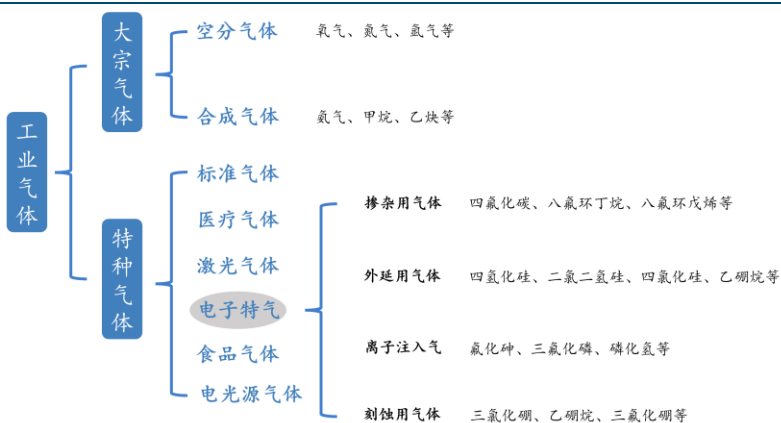
来源：公司公告，国金证券研究所

3、公司现场制气在手项目充足，气体业务有望持续扩张

3.1 现场制气是工业气体的主要供应方式，专业外包占比有望继续提高

工业气体是指用于工业生产制造的气体。根据亿渡数据，工业气体根据纯度与产销量可以分为大宗气体、特种气体两类，其中大宗气体产销量更大，纯度要求相对较低，主要用于化工、冶金、焊接等下游，特种气体则应用于特定下游。大宗气体根据制备方式不同可以分为空分气体与合成气体，前者包含氧气、氮气、氩气等从空气中分离制得的气体产品，后者为需要通过化学反应制备的气体，如氨气、甲烷、乙炔等。特种气体则根据其下游应用行业划分为电子气体、医疗气体等。

图表22：工业气体的分类



来源：亿渡数据，国金证券研究所

气体行业按照供应模式可以分为现场制气与零售供气两类。根据法液空年报，工业气体的大部分供给来自现场制气客户的大规模生产装置，该装置一般来自第三方气体供应商在客户工厂附近修建的气体工厂或者客户自建；少部分供给来自独立的空分设备或者其他气体生产装置。大规模生产装置生产出来的大部分工业气体将通过管道运输给下游的大型工业用户，如化工、炼化、冶金等。少部分气体以液态形式运输，其中的大部分（储槽气）通过罐车、小部分（瓶装气）通过钢瓶运输到较为分散的下游客户，如食品、医疗保健、电子、材料、汽车等。根据金宏气体招股书，不同制气模式下，第三方气体供应商会与客户签订不同期限的供气合同，现场制气的供气合同期限一般为10-20年；零售供气中储槽气合同期限约为3-5年，高于瓶装气的1-3年。

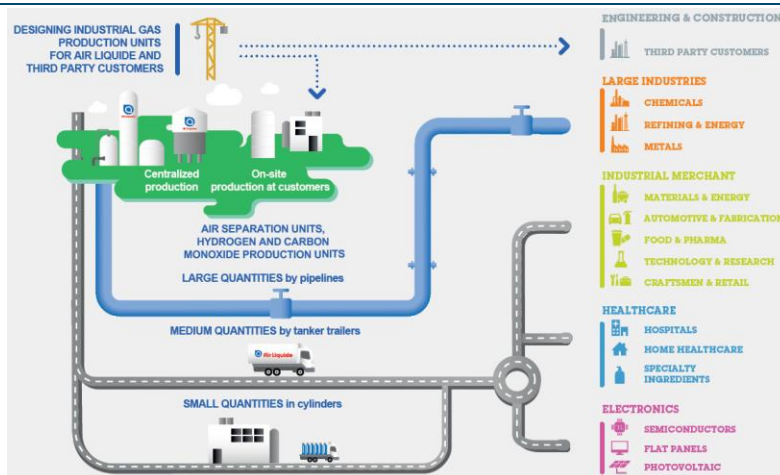


图表23：外包供气中不同业务模式的特点

业务模式	规模	半径	合同期	能力要求	客户群
现场制气	满足大规模用气需要		10-20 年	资本密集，服务要求高；客户关系稳定；盈利持续，现金流稳定	化工、炼油、电子半导体、金属冶炼加工
零售	满足中等规模用气需要	200km 左右	3-5 年	要求客户关系和配送能力，易受市场影响	电子、化工、机械制造、食品、医疗健康
供气	限于小批量气体用户	特种气体不受运输半径限制；大宗气体覆盖充气站半径 50km 左右	1-3 年	客户分布广泛；高度网络密集型；看重配送和交付能力	行业不限

来源：金宏气体招股书，国金证券研究所

图表24：气体供应模式图示



来源：法液空年报，国金证券研究所

现场制气行业中专业社会化外包占比有望继续提高。根据供气主体不同，工业气体经营模式可以分为自建装置供气与外包供气两种。根据侨源股份招股书，外包供气是下游企业基于成本和专业化工分工的考虑，将非主业的供气业务外包给专业气体供应商，由其向客户提供全方位用气服务的经营模式，相比于自建装置供气，具有运营成本低、供气稳定性高、副产品利用充分、不需要大额设备投资等优势。根据前瞻产业研究院，2020 年中国第三方现场制气在整体现场制气中的占比为 57%，距离发达国家 80% 的比例还有较大提升空间，综上所述我们认为现场制气行业中专业社会化外包占比有望提高。

图表25：外包供气相比自建装置供气有诸多优势

公司名称	自建装置供气	外包供气
运营成本	需要配备相应的运营、维护人员，成本较高	运营成本低
供气稳定性	多数设备使用年限较长，维护成本高，供气稳定性较差	供应商具有丰富的运营经验和先进适用设备，供气稳定性高
资源利用效率	通常只使用自身所需要的气体产品，对于空分设备生产的其他副产品难以利用	所有产品均能销售给下游需求客户
财务成本	需要一次性大额设备投入	不需要大额设备购置支出

来源：侨源股份招股书，国金证券研究所

作为大宗气体的重要供应模式，现场制气的项目抗风险能力较强，具体体现在项目违约成本高和最小用气量条款中。以国内工业气体龙头杭氧股份的吉林气体项目为例，根据杭氧股份招股书，若吉钢公司相关用气项目建设中断或中止，或在正常供气开始后，由于吉钢公司原因造成原供气合同不能继续履行而终止的，吉钢公司应当无条件接收公司为其筹建气体运营工厂所产生的全部直接费用（含评估后的净资产），并赔付气体运营工厂的预期收益。供气双方同时约定在第一套空气分离设备投产后，氧气、中压氮气、低压氮气、中压氩气的最小用气量分别为 20000Nm³/h、12000Nm³/h、20000Nm³/h、340Nm³/h，年最低用气

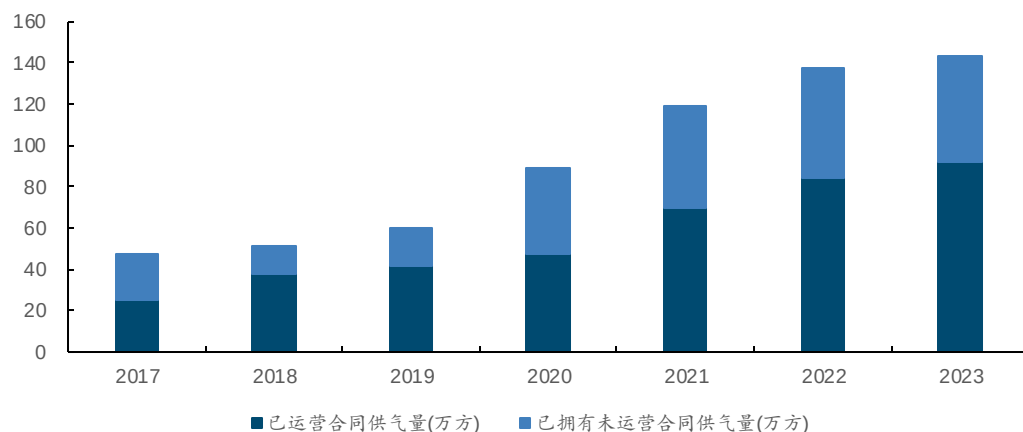


时间为 7920 小时，而项目投产的第一套空分设备制氧量为 25000Nm³/h，因此最小用气量对应的产能利用率约为 80%，处于较高水平；实际用气量低于合同规定的最小用气量时，按合同规定的最小用气量结算。高违约成本与最小用气量条款确保了气体供应商项目实施的低风险与稳定的收益。

3.2 公司在手待投产现场制气项目充足

2018 年以来公司持续签约现场制气项目，根据公司公告，2023 年末公司已拥有江苏徐钢钢铁、陕煤集团榆林化学、赤峰市得丰焦化等合同供气量 143 万方，是 2017 年的 3 倍；2023 年末公司在手未运营合同供气量 51.9 万方，2024 年新签河南晋开化工 19 万方合成气项目与辽宁凌源钢铁 3 万方空分项目，在手与新签项目落地有望持续推进。

图表26：公司已拥有合同供气量不断增长



来源：公司公告，国金证券研究所



图表27：公司签约现场制气项目数量充足

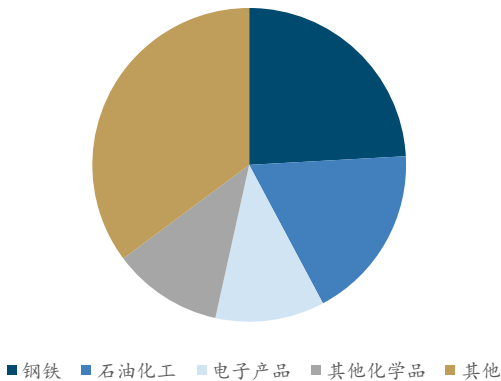
客户简称	行业	公告年份	制氧量规模(m ³ /h)	投资额(亿元)
河南晋开化工	化工	2011	64000	2.5
扬州恒润海洋重工	冶金	2012	32000	2.7
内蒙古伊东集团九鼎化工	化工	2014	18000	1.1
山东晋煤明水化工	化工	2015	70000	4.9
陕西陕化化工	化工	2015	80000	3.3
铜陵有色金属	冶金	2016	25000	1.4
石家庄金石化肥	化工	2017	40000	4.2
安徽首矿大昌金属材料	冶金	2019	25000	1.4
六安钢铁	冶金	2019	25000	3.4
江苏徐钢钢铁	冶金	2020	90000	4.0
河北天柱钢铁	冶金	2021	40000	2.2
陕煤集团榆林化学	化工	2021	100000	4.8
呼和浩特旭阳中燃能源	化工	2021	35000	1.6
赤峰中唐特钢	冶金	2021	80000	4.3
兰鑫钢铁	冶金	2021	41667	7.0
福建龙钢新型材料	冶金	2022	42000	2.4
赤峰市得丰焦化	化工	2022	100000	7.9
山西建邦铸造	冶金	2022	40000	1.7
新疆中和合众新材料	化工	2023	60000	3.0
河南晋开化工	化工	2024	190000	5.8
凌源钢铁	冶金	2024	30000	2.0

来源：公司公告，国金证券研究所

气体行业下游钢铁、石化占比大，公司存在客户关系优势。根据亿渡数据，2021 年我国工业气体下游中，钢铁和石化分别占 24%和 18%。公司为国内透平风机龙头，根据公司公告，2023 年公司冶金石化行业收入占比 76%，公司有望凭借在设备销售环节建立的客户资源，获取更多气体项目订单。

图表28：钢铁、石化为工业气体重要下游

2021年工业气体下游应用分布



来源：亿渡数据，国金证券研究所

公司具有空分设备生产制造优势。根据杭氧股份可转债反馈回复，现场制气项目中，设备购置费占前期投资额的 66%，而设备投资中透平压缩机占 43%，空分主装置占 26%，公司的设备优势有望降低前期投资成本与使用能耗。根据公司官网，公司空分全领域全流程解决方案涵盖 1-15 万 Nm³ /h 制氧等级，目前已向客户提供 240 余台套空分压缩机组，在国



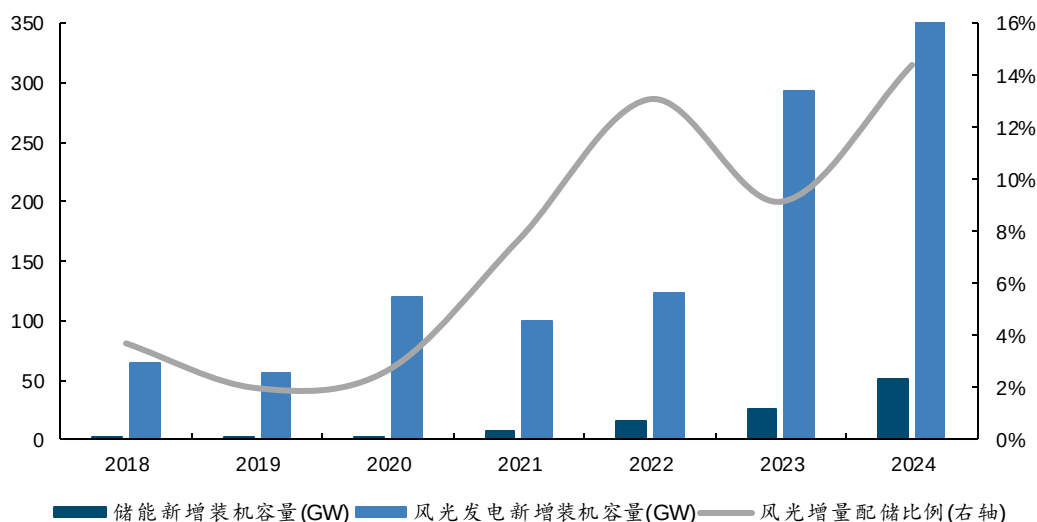
产化空分压缩机市场占有率达 82%以上；应用高压比轴流压缩机技术，公司开发了 10 万空分以上空分压缩机 AEZ 型混流式压缩机，在空分领域总体技术实力处于国际一流水平。

4、压缩空气储能项目或迎来爆发，有望带来设备业务增量

4.1 压缩空气储能是大容量长时间的物理储能方法，发展前景广阔

新能源电力转型带动配储需求。根据国家能源局，2018-2024 年风电和光伏总装机量由 359GW 提升到 1407GW，CAGR 为 25.6%。为了解决新能源发电的时空错配问题，2022 年以来，27 个省（区/市）先后发布了相关配储政策，对配储时间和比例进行限定，配储比例达到装机规模的 10%至 30%，时长 1-4 个小时不等。政策端的大力支持将为“新能源+配储”模式发展提供大力支持。根据北极星储能网不完全统计，2024 年以来，已有内蒙古、山西、河北、山东、安徽、湖北、广西等 7 个省份、31 个地区公布了超 87.57GW 新能源项目指标。

图表29：储能新增规模相对于配储要求仍有提升空间



来源：中商情报网、制造业排名数据库、新华网、国家能源局，国金证券研究所

图表30：2024 年以来新能源配储政策不完全统计

时间	地区	政策文件	配储比例	配储时间/小时
2024.1	江西	《江西省新型储能发展规划（2024-2030）》	10%	2
2024.5	福建	《关于组织开展 2024 年度光伏电站开发建设方案项目申报的通知》	10%	2
2024.7	甘肃	《“千家万户沐光行动”千乡万村驭风行动”试点实施方案》	河西地区 15%，河东地区 10%	河西 4，河东 2
2024.7	宁夏	《关于开展 2024 年保障性并网风电项目申报工作的通知》	10%	2
2024.7	广东	《关于调整新能源发电项目配置储能有关事项的通知》	10%	2
2024.8	上海	《上海市“风光同场”海上光伏开发建设方案》	光伏 20%	2

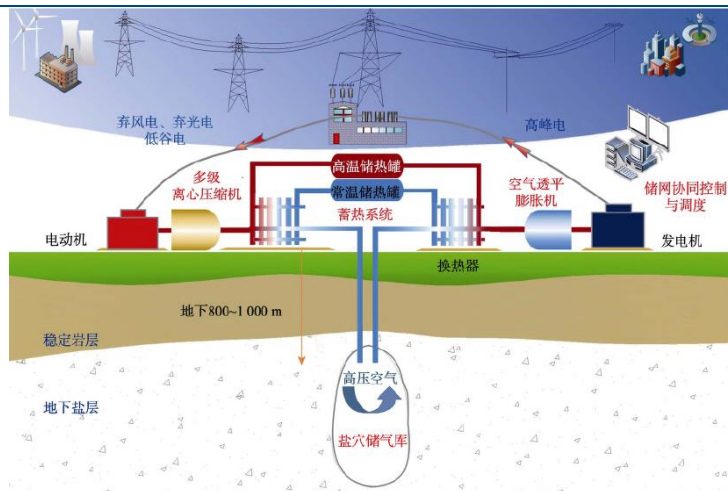
来源：北极星储能网、政府网站，国金证券研究所

压缩空气储能是一种大容量长时间的物理储能方法，具有建设时间短、选址方便等特点。压缩空气储能与抽水蓄能均属于长时储能方式，即能够在需要时持续释放较长时间，这对于平衡电网中的峰谷差异、提供稳定的电力供应具有重要意义。压缩空气储能的其他优势有①建设周期短：相比于抽水蓄能 6-8 年的建设周期，压缩空气储能的建设周期相对较短，一般为 1.5-2 年，这有助于快速响应市场需求，减少项目的时间成本和不确定性。②选址灵活：压缩空气储能对地理条件的限制较少，而抽水蓄能依赖特定的地形和水源。目前蓄热式压缩空气储能（TS-CAES）不依赖化石燃料、效率较高，具备较成熟的技术，已



初具大规模商业化条件，且根据中国储能网，我国符合使用条件的盐穴资源约有 2000 多个，闲置率很高，利用已有洞穴建设压缩空气储能系统非常有发展前景。

图表31：金坛压缩空气储能国家示范项目设备运行示意图



来源：《非补燃压缩空气储能研究及工程实践——以金坛国家示范项目为例》，国金证券研究所

图表32：压缩空气储能具有容量大、储能时间长、建设时间短的优点

储能	功率/MW	效率/%	适合储能周期	放电时间 尺度	寿命/年	建设周期/年
机械储能	飞轮储能	0-0.25	90-95	数秒-数分	毫秒-分	20
	抽水蓄能	100-5000	70-80	数小时-数月	小时	40-60
	压缩空气储能	5-300	70-80	数小时-数月	小时	20-40
电化学储能	铅酸电池	0-20		数分-数天	秒-小时	5-15
	镍镉电池	0-40		数分-数天	秒-小时	10-20
	锂离子电池	0-0.1		数分-数天	秒-小时	5-15

来源：《储能技术发展现状及应用前景分析》、国际电力网、国家能源局，国金证券研究所

4.2 压缩空气储能单位投建成本下降，新签项目井喷，处在商业化拐点

压缩空气储能单位投资建设成本呈下降趋势。以国内建设的示范项目为例，根据《压缩空气储能技术与发展前景》，2014 年国内投运的非补燃压缩空气示范项目芜湖电站装机量为 500KW，投资成本高达 60 元/W；2021 年国内投运的肥城一期电站装机量达到 10MW，投资成本降至 10 元/W；2024 年山东肥城国际首套 300MW 先进压缩空气储能国家示范电站，投资成本约 5 元/W，项目单位造价进一步下降。根据《中国可再生能源工程造价管理报告 2023 年度》，利用盐穴或矿井巷道储能项目单位造价已降至 5.5-6.5 元/W，已与大型抽水蓄能电站相当。根据《压缩空气储能技术经济特点及发展趋势》，基于盐穴储气/人工硐室的压缩空气储能单瓦造价未来有望分别下降至 4-5 元/5-6 元，降本有望随系统规模提升与产业链规模效应提升而逐步推进。此外，压气储能项目的能量转换效率也已逐步接近抽水蓄能项目。根据《抽水蓄能电站综合循环效率的影响因素》，大多数抽水蓄能电站的综合效率在 75-80%，而根据中国能源报和中储国能官网，河北张家口 100MW、山东肥城 300MW、湖北应城 300MW 等项目的能量转换效率已达到 70%或更高。



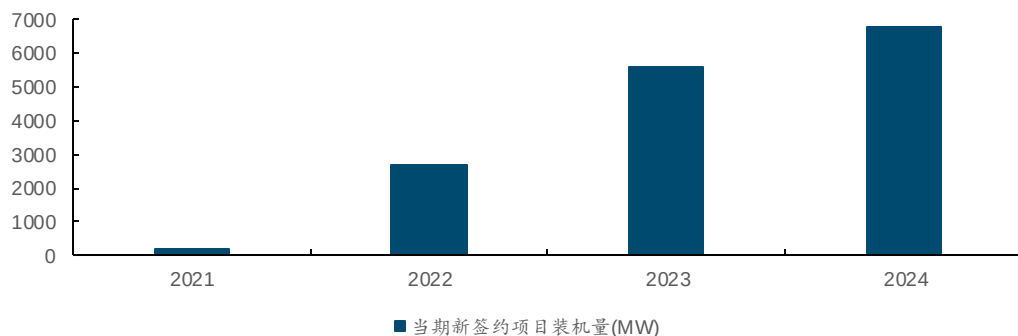
图表33：国内压缩空气储能项目转换效率呈逐步提升趋势

投运时间	项目	能量转换效率
2013	河北廊坊 1.5MW	52.1%
2016	贵州毕节 10MW	60.2%
2022	山东肥城 10MW	60.7%
2022	河北张家口 100MW	70.2%
2024	山东肥城 300MW	72.1%
2024	湖北应城 300MW	70%
2024	山东菏泽 3060MW 储能基地	70%

来源：中储国能官网、中国能源报、国金证券研究所（注：除山东菏泽项目预计 24 年 9 月开工外，其余均已验收或并网）

压缩空气储能项目签约建设开始井喷。根据北极星储能网不完全统计，2024 年已签约压缩空气储能项目 6.8GW，同比增长 21%，商业化拐点将近。目前处于设备招采/在建/投运等实际进展的压缩空气储能项目共 27 个，总规模 6.0GW，处于签约/可研等前期阶段的项目 18 个，总规模 9.3GW，这些项目有望逐步落地。

图表34：国内压缩空气储能项目签约开始井喷



来源：光热发电聚焦、福建福能官网、政府网站、北极星储能网、世纪新能源网、电能革新、长时储能网、东北网、中储国能官网、中国基建报、中国电力报、国际储能网、云南能投公告、中国储能网、中国能建官网，国金证券研究所

图表35：据不完全统计，约有 4.32GW 装机量的压气储能项目已开工或已开始设备招标

签约年份	项目名称	装机量 (MW)	最新进展
2022 年	新疆阜康 100MW/1000MWh 压缩空气储能电站项目	100	24 年 2 月，设备招标
2023 年	陕西渭南蒲城 1600MW/8000MWh 电网侧先进压缩空气储能电站	700	24 年 4 月，开工
2023 年	河南信阳 300MW 先进空气压缩储能项目	300	24 年 6 月，开工
2023 年	江苏国信苏盐(淮安)2x300MW 压缩空气储能项目	600	24 年 6 月，开工
2023 年	化德县 60MW 压气储能示范项目	60	24 年 6 月，设备招标
2022 年	甘肃酒泉 300MW 压缩空气储能电站示范工程	300	24 年 7 月，设备招标
2022 年	青海省 60MW/600MWh 液态空气储能示范项目	60	24 年 8 月，设备交付
2023 年	华电木垒 100MW 二氧化碳压缩空气储能综合能源示范项目	100	24 年 9 月，开工
2024 年	江苏公司金坛综合能源利用 2×350MW 压缩空气储能项目	700	24 年 9 月，设备招标
2023 年	山东泰安 350MW 压缩空气储能创新示范项目	350	24 年 11 月，设备招标
2023 年	辽水新能抚顺 100MW/400MWh 压缩空气储能+飞轮储能示范项目	100	24 年 12 月，开工
2023 年	中电建肥城 2*300MW 压缩空气储能项目	600	24 年 12 月，设备招标
2023 年	大唐中宁 100MW/400MWh 先进压缩空气储能项目	100	24 年 12 月，部分设备完工
2024 年	陕西铜川 350MW/1400MWh 压缩空气储能电站项目	350	25 年 1 月，开工

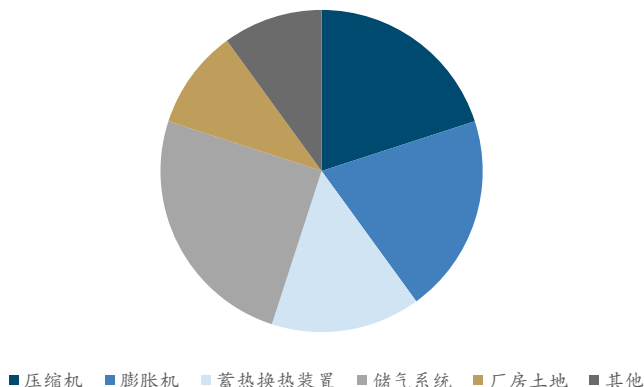
来源：福建福能官网、政府网站、北极星储能网、世纪新能源网、电能革新、长时储能网、东北网、中储国能官网、中国网、中国基建报、中国电力报、国际储能网、云南能投公告、中国储能网、中国能建官网，国金证券研究所



4.3 压缩空气储能项目建设利好压缩机需求，公司中标大型项目订单

压缩机是压缩空气储能项目的核心设备之一，此外还有换热器、透平膨胀机等，国内制造厂商除公司外主要还有沈鼓集团、中储国能等。根据中商产业研究院，压缩机占压气储能电站成本的 20%。

图表36：压缩机占压缩空气储能电站建造成本约 20%



来源：中商情报网，国金证券研究所

公司目前已中标多个大型压气储能项目的设备订单。根据公司公告，公司承接了湖北应城 300MW/1500MWh 压缩空气储能项目机组合同，该项目为国家新型储能试点示范项目；此外公司还中标了山东泰安、甘肃酒泉等地的压缩空气储能项目的设备订单。

图表37：公司目前已中标多个大型压气储能项目的设备订单

项目	装机量 (MW)	建设单位
湖北应城世界首台 300MW 压缩空气储能示范工程	300	中国能建
山东泰安 350MW 压缩空气储能创新示范项目	350	中国能建
甘肃酒泉 300MW 压缩空气储能电站示范工程	300	中国能建
化德县 60MW 压气储能示范项目	60	三峡能源
山东省 3060MW 新型储能基地	3060	中国能建

来源：陕鼓集团官网、政府网站、公司公告，国金证券研究所

公司有望凭借“轴流+离心”方案抢占大型机组份额。根据《压缩空气储能技术经济特点及发展趋势》，压缩空气储能工程应用中常考虑不同压缩形式结合且多级串联，目前常用的一种组合是首级采用轴流式，后几级采用离心式。因此未来技术路线的演化可能更有利于轴流与离心均有积累的压缩机企业。根据公司 2023 年报，公司生产的全球首套 300MW 级压缩空气储能的压缩机组创新形成了“双线并联，单线四缸，轴流+离心”的方案，入选国家第三批能源领域首台（套）重大技术装备名单，未来公司有望凭借轴流与离心压缩机兼备的技术优势，持续获取大型机组的设备订单。

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们预计 24/25/26 年公司的营业收入分别为 98.6/112.7/126.6 亿元，同比-2.8%/+14.3%/+12.3%；24/25/26 年公司实现归母净利润 10.2 亿元/11.0 亿元/12.1 亿元，同比+0.4%/+7.3%/+9.8%，对应 EPS 为 0.59/0.64/0.70 元。

能量转换设备

- 收入：公司持续积极开拓化工、能源等下游领域，并持续拓展海外市场，此外压缩空气储能带来的设备订单也有望继续兑现。预计 24/25/26 年能量转换设备收入分别为 41.8/47.9/51.6 亿元。
- 毛利率：公司在稳定冶金订单的同时，积极拓展石化、能源领域业务，开拓新下游或为利润率带来一定压力，预计 24/25/26 年能量转换设备毛利率分别为 27.0%/26.8%/26.8%。



能源基础设施运营

- 收入：公司积极拓展工业气体运营项目，我们认为公司工业气体运营收入有望快速增长。预计 24/25/26 年能源基础设施运营营业收入分别为 40.5/46.8/56.1 亿元。
- 毛利率：随着化产项目逐步投产，毛利率有望稳中有升，预计 24/25/26 年能源基础设施毛利率分别为 15.1%/15.0%/16.0%。

能量转换系统服务

- 收入：公司能源转化系统服务业务包含 EPC 和传统工业服务，其中传统工业服务为设备后市场，每年收入规模较为稳定，并随着公司设备持续累积交付而实现增长，而 EPC 过去受钢铁行业资本开支下滑的负面影响，2024 年整体订单有所增长，EPC 业务收入有望触底回升。预计 24/25/26 年能量转换系统服务营业收入分别为 16.3/17.9/18.8 亿元，同比-30%/+10%/+5%。
- 毛利率：2024 年能量转换系统服务毛利率有所增长，主要归因于利润率较高的传统工业服务业务占比提高。未来该项有望在 2024 年的基础上保持稳定，预计 24/25/26 年分别为 25.0%/25.0%/25.0%。

期间费用率

- 销售费用率：预计保持相对稳定，预计 24/25/26 年分别为 2.3%/2.3%/2.3%。
- 管理费用率：预计保持相对稳定，预计 24/25/26 年分别为 5.2%/5.2%/5.2%。
- 研发费用率：预计保持相对稳定，预计 24/25/26 年分别为 3.1%/3.1%/3.1%。

图表38：公司收入毛利预测

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总计						
营业收入	10,360.9	10,766.0	10,142.9	9,858.1	11,266.5	12,655.2
YOY	28.5%	3.9%	-5.8%	-2.8%	14.3%	12.3%
毛利率	18.9%	22.0%	21.5%	21.8%	21.6%	21.7%
能量转换设备						
营业收入	4,152.1	4,402.6	4,350.5	4,184.9	4,793.7	5,164.4
YOY	3.5%	6.0%	-1.2%	-3.8%	14.5%	7.7%
毛利率	19.2%	27.9%	28.7%	27.0%	26.8%	26.8%
能源基础设施运营						
营业收入	2,477.5	2,987.4	3,469.5	4,047.1	4,684.2	5,612.8
YOY	27.1%	20.6%	16.1%	16.6%	15.7%	19.8%
毛利率	19.8%	14.5%	14.7%	15.1%	15.0%	16.0%
能量转换系统服务						
营业收入	3,622.3	3,318.9	2,322.9	1,626.0	1,788.6	1,878.1
YOY	76.9%	-8.4%	-30.0%	-30.0%	10.0%	5.0%
毛利率	17.4%	21.1%	18.3%	25.0%	25.0%	25.0%
其他						
营业收入	109.0	57.1				

来源：公司公告，国金证券研究所

5.2 投资建议及估值

考虑到业务与行业因子的相似性，我们选取杭氧股份、广钢气体、福斯达和汉钟精机作为可比公司（杭氧股份使用国金证券研究所盈利预测），可比公司 2025 年 PE 估值为 18.8x。考虑到公司高分红稳定可持续，未来气体项目扩产的确定性高，压缩空气储能放量潜力较大，给予公司 25 年 16xPE 估值，目标价 10.19 元，给予“买入”评级。


图表39：可比公司估值比较

代码	名称	股价（元）	EPS（元）					PE		
			22A	23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E
002430.SZ	杭氧股份	21.01	1.23	1.24	0.98	1.27	1.58	21.53	16.58	13.32
688548.SH	广钢气体	10.73	0.24	0.24	0.19	0.29	0.40	56.36	37.20	26.97
603173.SH	福斯达	23.96	1.18	1.19	1.66	2.14	2.80	14.45	11.19	8.56
002158.SZ	汉钟精机	19.11	1.21	1.62	1.72	1.86	2.10	11.09	10.28	9.10
平均值								25.86	18.81	14.49
601369.SH	陕鼓动力	8.17	0.56	0.59	0.59	0.64	0.70	13.82	12.83	11.69

来源：iFind，国金证券研究所（注：股价为 2 月 21 日收盘价，除杭氧股份使用国金证券研究所盈利预测外，可比公司 EPS 使用 iFind 一致预期）

6、风险提示

冶金石化资本开支不及预期：公司透平设备产品与下游冶金化工的资本开支密切相关，若冶金化工行业盈利能力不及预期，带来行业资本开支不及预期，则可能对公司销售带来不利影响。

气体业务竞争加剧：第三方现场制气业务新增项目的获取存在价格竞争，若行业竞争加剧，则会对公司获取新项目以及新项目的盈利能力产生影响。

压缩空气储能项目进展不及预期：压缩空气储能虽然已经有多个签约项目，但目前技术尚未完全成熟，仍有降本空间，部分市场主体可能仍存在观望情绪。如果压缩空气储能降本速度不及预期，或相关市场主体观望情绪较重，可能会对公司相关业务拓展产生不利影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	10,361	10,766	10,143	9,858	11,267	12,655
增长率		3.9%	-5.8%	-2.8%	14.3%	12.3%
主营业务成本	-8,405	-8,393	-7,963	-7,714	-8,832	-9,904
%销售收入	81.1%	78.0%	78.5%	78.2%	78.4%	78.3%
毛利	1,956	2,373	2,180	2,145	2,434	2,752
%销售收入	18.9%	22.0%	21.5%	21.8%	21.6%	21.7%
营业税金及附加	-62	-65	-57	-58	-62	-68
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%
销售费用	-212	-246	-266	-229	-259	-291
%销售收入	2.1%	2.3%	2.6%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	-501	-598	-570	-513	-586	-658
%销售收入	4.8%	5.6%	5.6%	5.2%	5.2%	5.2%
研发费用	-327	-361	-277	-304	-347	-390
%销售收入	3.2%	3.4%	2.7%	3.1%	3.1%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	853	1,103	1,010	1,041	1,180	1,344
%销售收入	8.2%	10.2%	10.0%	10.6%	10.5%	10.6%
财务费用	151	224	311	313	321	334
%销售收入	-1.5%	-2.1%	-3.1%	-3.2%	-2.8%	-2.6%
资产减值损失	-3	-221	-66	-70	-73	-73
公允价值变动收益	37	31	6	1	0	0
投资收益	35	54	5	10	10	10
%税前利润	2.9%	4.1%	0.4%	0.7%	0.7%	0.6%
营业利润	1,181	1,232	1,337	1,395	1,508	1,685
营业利润率	11.4%	11.4%	13.2%	14.2%	13.4%	13.3%
营业外收支	-5	67	20	10	10	10
税前利润	1,176	1,299	1,356	1,405	1,518	1,695
利润率	11.3%	12.1%	13.4%	14.3%	13.5%	13.4%
所得税	-225	-246	-258	-268	-289	-323
所得税率	19.2%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	950	1,053	1,098	1,137	1,229	1,372
少数股东损益	93	85	78	113	130	166
归属于母公司的净利润	858	968	1,020	1,024	1,099	1,206
净利率	8.3%	9.0%	10.1%	10.4%	9.8%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	950	1,053	1,098	1,137	1,229	1,372
少数股东损益	93	85	78	113	130	166
非现金支出	291	529	369	429	500	612
非经营收益	100	-150	76	15	45	43
营运资金变动	-91	-521	-191	-272	366	350
经营活动现金净流	1,250	911	1,352	1,310	2,140	2,378
资本开支	-852	-459	-522	-273	-850	-1,200
投资	1,323	-2,015	-3,769	-29	0	0
其他	-24	89	134	10	10	10
投资活动现金净流	447	-2,385	-4,156	-292	-840	-1,190
股权募资	228	15	0	2	0	0
债权募资	547	1,891	-1,152	-335	-31	-157
其他	710	-1,999	403	-738	-790	-874
筹资活动现金净流	1,485	-93	-750	-1,071	-820	-1,031
现金净流量	3,151	-1,561	-3,545	-53	479	156

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,077	11,348	10,535	10,473	10,945	11,096
应收账款	5,181	4,426	4,195	4,505	5,086	5,657
存货	2,674	2,424	2,251	2,113	2,420	2,713
其他流动资产	5,329	4,638	3,722	3,746	4,060	4,365
流动资产	22,261	22,836	20,702	20,837	22,511	23,831
%总资产	81.6%	83.0%	81.2%	81.3%	81.2%	80.2%
长期投资	1,282	789	805	806	806	806
固定资产	2,696	3,040	3,192	3,244	3,678	4,348
%总资产	9.9%	11.0%	12.5%	12.7%	13.3%	14.6%
无形资产	222	218	237	238	239	241
非流动资产	5,015	4,676	4,778	4,788	5,224	5,897
%总资产	18.4%	17.0%	18.8%	18.7%	18.8%	19.8%
资产总计	27,276	27,512	25,480	25,624	27,735	29,729
短期借款	1,849	2,577	2,505	2,271	2,240	2,083
应付款项	8,361	7,890	7,150	7,258	8,311	9,319
其他流动负债	7,692	5,832	5,024	4,937	5,525	6,109
流动负债	17,901	16,299	14,678	14,466	16,075	17,510
长期贷款	696	2,022	972	972	972	972
其他长期负债	693	532	496	387	384	382
负债	19,290	18,853	16,147	15,825	17,431	18,864
普通股股东权益	7,504	8,156	8,746	9,099	9,473	9,868
其中：股本	1,727	1,728	1,727	1,726	1,726	1,726
未分配利润	2,387	2,734	3,063	3,414	3,788	4,183
少数股东权益	482	504	587	700	830	997
负债股东权益合计	27,276	27,512	25,480	25,624	27,735	29,729

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.497	0.560	0.591	0.594	0.637	0.699
每股净资产	4.346	4.720	5.064	5.273	5.490	5.719
每股经营现金净流	0.724	0.527	0.783	0.759	1.240	1.378
每股股利	0.310	0.350	0.390	0.390	0.420	0.470
回报率						
净资产收益率	11.43%	11.87%	11.67%	11.26%	11.60%	12.22%
总资产收益率	3.14%	3.52%	4.00%	4.00%	3.96%	4.06%
投入资本收益率	6.53%	6.72%	6.36%	6.45%	7.05%	7.80%
增长率						
主营业务收入增长率	28.47%	3.91%	-5.79%	-2.81%	14.29%	12.33%
EBIT 增长率	13.84%	29.24%	-8.44%	3.12%	13.31%	13.93%
净利润增长率	25.22%	12.92%	5.36%	0.40%	7.26%	9.75%
总资产增长率	18.90%	0.86%	-7.39%	0.57%	8.24%	7.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	104.5	114.0	129.9	145.0	145.0	145.0
存货周转天数	107.8	110.9	107.2	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	196.3	225.4	258.2	260.0	260.0	260.0
固定资产周转天数	63.1	71.0	106.6	111.7	111.7	118.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-103.68%	-84.90%	-85.15%	-83.43%	-84.23%	-82.71%
EBIT 利息保障倍数	-5.7	-4.9	-3.2	-3.3	-3.7	-4.0
资产负债率	70.72%	68.53%	63.37%	61.76%	62.85%	63.45%

来源：公司年报，国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	4	5	19
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究