

2021年05月12日

证券分析师 杨件

执业证号：S0600520050001

13166018765

yangjian@dwzq.com.cn

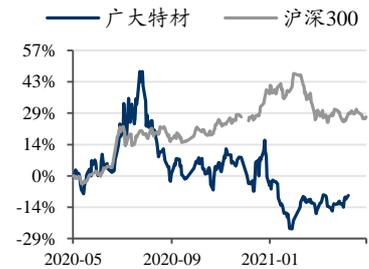
高端特钢强者，海上风电新贵 买入（首次）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,810	3,476	5,726	6,932
同比（%）	14.0%	92.0%	64.7%	21.1%
归母净利润（百万元）	173	333	625	776
同比（%）	22.4%	92.5%	87.3%	24.3%
每股收益（元/股）	1.05	2.02	3.79	4.71
P/E（倍）	27.70	14.38	7.68	6.18

投资要点

- 高端制造强者。**广大特材位于江苏张家港市，成立于2006年，是长三角高端制造业的优秀民企代表。公司是国内高品质特种合金材料龙头，持有45项专利，高纯净高性能风电齿轮钢生产工艺技术、高铁锻钢制动盘材料生产工艺技术等核心技术达到国际先进水平，并实现进口替代。公司主要产品包括合金材料和合金制品两大类，下游应用领域集中于高端装备行业，包括新能源风电、轨道交通、机械装备、航空航天、核能电力、海洋石化、半导体芯片装备等。公司通过全资子公司构建全产业链布局，成为特种合金材料行业内少数集熔炼、成型、热处理、精加工于一体的企业。公司2020年营收18.1亿元，同比增长13.98%，归母净利润1.73亿元，同比增长22.37%。
- 深挖海上风电上游材料，打造盈利增长点。**2019年起，去补贴政策引发风电“抢装”热潮；根据全球风能理事会，2020年我国海上风电新增装机容量30.6GW，连续三年位列全球新增装机量第一，海上发电市场迎来新的发展契机。飞速发展的风电领域是公司主要下游，公司紧抓机遇，深挖海上风电下游链条，新增风电大型铸件等零部件产品，钻研风电产品技术，打造产品竞争力。同时，释放铸件产能，建投年产20万吨大型铸件技改项目及海上风电高端装备研发项目，我们预计2021年达到毛坯铸件20万产能，精加工18.5万吨产能的生产规模。并利用高附加值、高毛利率的风电产品提高盈利能力。
- 特钢及新材料业务全面开花，高速增长在即。**公司生产的特钢产品主要包括齿轮钢、模具钢、特殊合金、特种不锈钢等。2020年特钢产品中齿轮钢、模具钢、特殊合金营业收入合计10.2亿元，占公司主营业务收入57.9%。铸钢板块作为公司传统主营业务被列为未来五年重点发展方向，并与东汽公司合资部署铸钢件西南根据地。持续推进特殊合金扩产项目及新材料研发中心项目，提高产业化能力。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计，2021/22/23年公司营收分别为34.76/57.26/69.32亿元，增速分别为92.0%/64.7%/21.1%；归母净利润分别为3.33/6.25/7.76亿元，对应增速分别为92.5%/87.3%/24.3%；对应PE分别为14.4x/7.7x/6.2x，低于行业可比公司。考虑公司下游新能源风电行业高景气，公司作为低估值特钢新材料企业将充分受益，故首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动超预期；公司技术和产品替代能力不及预期；风电行业政策推动不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.10
一年最低/最高价	25.24/52.00
市净率(倍)	2.77

流通 A 股市值(百万元)	2882.65
---------------	---------

基础数据

每股净资产(元)	11.00
资产负债率(%)	58.19
总股本(百万股)	164.80
流通 A 股(百万股)	92.01

相关研究

内容目录

1. 广大特材：高端制造强者	4
1.1. 精耕特种合金材料，铸件领域行业领先	4
1.2. 多元化布局子公司，覆盖新材料行业全产业链	4
1.3. 专注高端领域新材料，抢占下游龙头	5
2. 风电行业：多因素推动，增长势头强劲	8
2.1. 海上风电热度不减，“抢装”刺激需求上涨	8
2.2. 中国陆上风电方向明确，发展强劲	10
3. 深挖海上风电上游，打造盈利增长点	11
3.1. 专注风电领域，主营业务收入占比高	11
3.2. 铸件业务：扩产有序，盈利稳步增长	14
3.2.1. 风电铸件产能稳步增长	14
3.2.2. 高毛利零部件促进盈利提升	16
3.3. 齿轮箱业务：产品结构优化，精加工放量可期	17
3.4. 主轴业务：深耕已久，业内领先	18
4. 特钢及新材料业务全面开花，高速增长在即	19
4.1. 主营多品种锻件，细分领域产业深化	19
4.2. 铸钢件业务：携手东方电气，打入燃气轮机市场	20
4.3. 特殊合金：募资扩产进行时	21
5. 盈利预测、估值与投资建议	22
6. 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 股东持股数占总股本比例 (截至 2021 年 5 月 7 日)	5
图 3: 广大特材营业收入 (万元)	5
图 4: 广大特材归母净利润 (万元)	5
图 5: 公司各品类产品占比情况 (2020 年)	6
图 6: 公司各品类产品毛利率 (2020 年)	6
图 7: 全球海上风电装机容量稳步增长.....	8
图 8: 2020 年全球海上风电新增装机 TOP5	8
图 9: 2012-2019 年我国海上风电行业发展情况	10
图 10: 2010-2020 年全球陆上风电累计装机统计图	10
图 11: 2013-2020 年中国陆上风电累计装机统计图	11
图 12: 风电是公司产品主要应用领域.....	11
图 13: 风电行业是主营产品齿轮钢主要下游.....	11
图 14: 精密机械部件产量、产能增长.....	15
图 15: 公司产品毛利率.....	16
图 16: 齿轮箱应用图示.....	17
图 17: 海上风电产品图示.....	17
图 18: 公司风电主轴应用示意图.....	18
图 19: 公司风电主轴业务收入.....	18
图 20: 公司铸钢件产能预测.....	21
图 20: 公司特殊合金材料部分应用场景示意图.....	21
表 1: 公司主要产品.....	6
表 2: 主要下游应用领域.....	7
表 3: 我国海上风电相关政策规定.....	9
表 4: 公司海上风电相关产品.....	12
表 5: 公司海上风电领域核心技术领先.....	12
表 6: 公司风电领域在研项目	13
表 7: 风电大型铸件产能.....	14
表 8: 风电产品产销量.....	15
表 10: 广大特材特钢产品目录.....	19
表 11: 公司叶片钢与燃气叶片在研项目	20
表 13: 公司分业务营收盈利预测 (单位: 百万元)	22
表 14: 可比公司估值 (2021 年 5 月 7 日)	24

1. 广大特材：高端制造强者

1.1. 精耕特种合金材料，铸件领域行业领先

广大特材成立于 2006 年，是一家以高品质特种合金材料为核心业务的高新技术企业，属于国家重点扶持的战略新兴产业项下的“先进钢铁材料”产业。公司定位行业领先的高端装备先进基础材料制造商，目前坐拥合金材料和合金制品两大产品体系。目前，公司产品广泛应用于新能源风电、轨道交通、机械装备、航空航天、新能源电力、燃气轮机、海洋石化、半导体芯片装备等高端装备制造行业。

通过长期渐进的技术创新积淀，公司形成了较强的技术实力。公司不仅累计获得专利 45 项、发明专利 19 项，在国际上也获得认可：已通过美国船级社（ABS）、法国船级社（BV）等认证。

图 1：公司发展历程

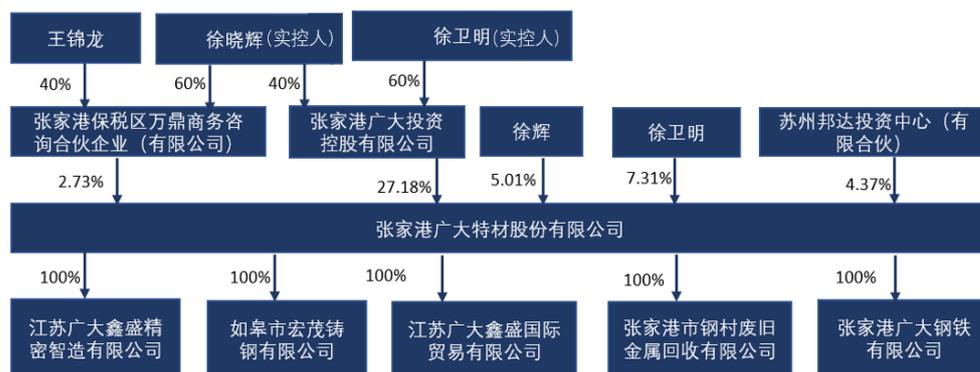


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 多元化布局子公司，覆盖新材料行业全产业链

截至 2021 年 5 月 6 日，第一大股东张家港广大投资控股有限公司持有公司 27.18% 的股份。公司的实际控制人是徐卫明、徐晓辉。十大股东持股总计 61.7%。公司拥有五家全资子公司：广大钢铁协助公司国内销售；鑫盛国贸协助公司从事进出口业务；钢村回收负责废钢采购，为公司生产提供原材料；宏茂铸钢主营业务和公司一致，均为合金材料、合金制品的产销。此外，2021 年 1 月广大特材与东汽公司共同出资成立德阳广大东汽新材料有限公司，主攻铸钢件板块业务布局和市场份额，广大特材持有 51% 的股份。

图 2：股东持股数占总股本比例（截至 2021 年 5 月 12 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

通过设立全资子公司，广大特材成为特种合金材料行业内少数具备熔炼、成型、热处理、精加工等一系列完善产业链的企业，因此享有试制能力强、材料质量可控、生产成本可控、产品线广的优势和一站式解决定制化需求的能力。

1.3. 专注高端领域新材料，抢占下游龙头

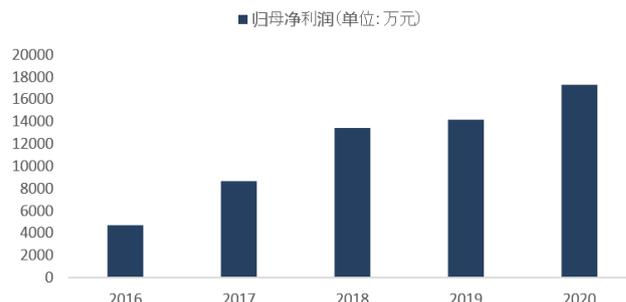
根据 2020 年年报，公司 2020 年营收 181033.78 万元，同比增长 14%，归母净利润 17315.91 万元，同比增长 22%。高品质齿轮钢占比第一至 47%；精密器械部件占比第二至 19%，营收同比增长 174%，为公司各类产品中毛利最高；风电铸件占比 13%左右。

图 3：广大特材营业收入（万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：广大特材归母净利润（万元）



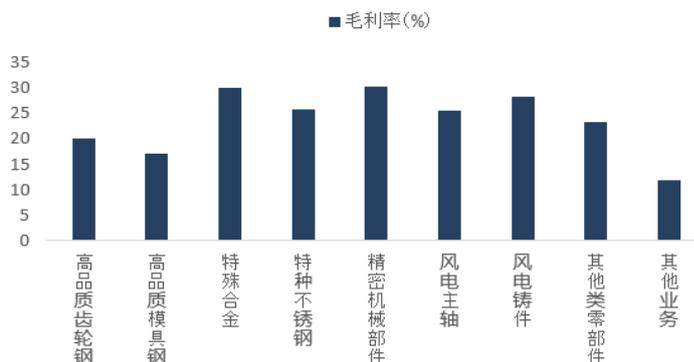
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5: 公司各品类产品占比情况 (2020 年)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 公司各品类产品毛利率 (2020 年)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

广大特材主要提供合金材料和合金制品两大类产品。1) 合金材料包括高品质齿轮钢、高品质模具钢、特殊合金和特种不锈钢。齿轮钢是新能源风电领域用特种合金材料中的关键材料, 新能源风电 80% 以上的故障发生于齿轮箱和发电机, 齿轮钢材料性能的强弱直接影响风能转换效率; 模具钢作为模具制造的基础, 是制造业产业及产品的优化升级过程中不可或缺的一步。作为毛利率第二高的特殊合金产品, 主要包括一些高端品种如高温合金、耐蚀合金、超高强度钢、超高纯不锈钢。其中, 高温合金更是被《战略新兴产业分类(2018)》纳入为重点发展的新材料产品。公司已实现半导体芯片装备用超高纯不锈钢材料的技术突破, 正投入更多资源发展航空航天、核能电力、海洋石化等领域用特殊合金; 特种不锈钢分布于核电装备的各个部件, 《战略新兴产业分类(2018)》中将高品质不锈钢纳入重点发展的新材料产品。

公司合金制品包括风电主轴和精密机械部件, 主要应用场景为新能源风电、轨道交通及机械装备。

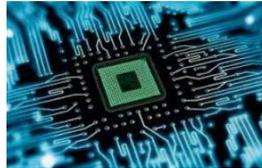
表 1: 公司主要产品

产品大类	产品名称	下游市场
合金材料	高品质齿轮钢	新能源风电、轨道交通、机械装备
	高品质模具钢	汽车、家电、电子
	特殊合金	航空航天、核能电力、海洋石化、半导体芯片装备
	特种不锈钢	燃气轮机、核能发电
合金制品	风电主轴	新能源风电
	精密机械部件	新能源风电、轨道交通、机械装备

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

公司一方面持续对现有核心产品技术升级，提升齿轮钢、模具钢的性能，加强其盈利沉淀能力；另一方面以核心产品盈利输血未来重点产品如特种不锈钢、高温合金的研发。结合抓龙头、高端装备带动的营销模式，轨道交通、模具制造、军工装备、航空航天、核能电力、海洋石化、半导体芯片装备等领域的多年主动创新研发为公司带来了与诸多高端产业龙头企业的稳定合作：轨道交通领域的中国中车集团所属单位，新能源风电领域的南高齿、西门子（Siemens）、采埃孚（ZF）、明阳智能，军工核电领域的中船重工集团所属单位、中国东方电气集团所属单位、上海电气所属单位，航空航天领域的中国航天科工集团和中国航空工业集团所属单位，以及机械装备领域的雅凯集团（JACQUET）、蒂森克虏伯（thyssenkrupp）等国际知名企业。

表 2: 主要下游应用领域

轨道交通领域	军事工业领域
 <p>时速 300-350 公里高铁锻钢制动盘材料经过近十年研发和测试，通过中国中车认证并成为唯一供应商，实现进口替代；</p>	 <p>高温合金、超高纯不锈钢等材料在军机发动机部件、核潜艇动力系统等方面批量供应，在航空液压油管方面小批量供应</p>
核能电力领域	航空航天领域
 <p>国内首次成功突破 6 吨级低活化马氏体钢（CLAM）核聚变堆先进包层结构材料电渣技术，技术水平达到国际先进，并开始小批量供货；特种不锈钢用于国内自主三代“华龙一号”堆内构件；核电用高温合金、耐蚀合金等材料均已实现批量生产</p>	 <p>高纯净航空轴承钢在国际市场已通过试制认可，而多个牌号的高温合金材料已批量供货给航空航天发动机零部件承制商</p>
海洋石化领域	半导体芯片装备领域
 <p>耐蚀合金及特种不锈钢供应已进入稳定放</p>	 <p>管阀件用超高纯不锈钢材料实现技术突</p>

量阶段，用其制造的酸性油气田石化管道 破，产品质量达到国际先进水平，已实现
已实现对进口产品的替代 进口替代

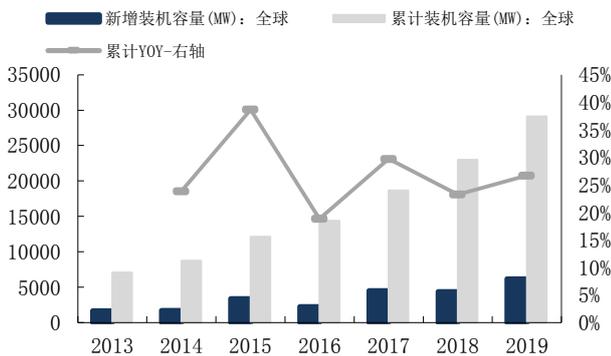
数据来源：GWEC、东吴证券研究所

2. 风电行业：多因素推动，增长势头强劲

2.1. 海上风电热度不减，“抢装”刺激需求上涨

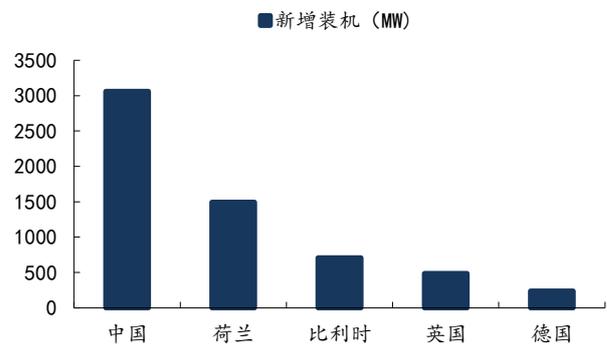
海上风电不仅能够调整能源供给结构和促进经济社会转型升级，也能够为我国早日实现“碳中和、碳达峰”的低碳目标助力。响应“碳中和”“绿色复苏”热潮，具备环保低碳等显著优点的可再生能源。根据 GWEC，2013-2019 年，全球海上风电装机量年复合增速高达 25%；2019 年全球海上风电累计装机容量已达 29GW。我国海上风电起步较晚，中国推动亚洲逐渐开始发展海上风电市场，2019 年累计装机容量逐渐接近全球总量的 23%。

图 7：全球海上风电装机容量稳步增长



数据来源：GWEC，东吴证券研究所

图 8：2020 年全球海上风电新增装机 TOP5



数据来源：GWEC，东吴证券研究所

自 2013 年起，我国海上风电装机量呈稳步上升趋势。2014-2020 年，我国海上风电新增装机容量年复合增速为 54%；2020 年新增装机容量达到 3.1GW，累计装机容量 9.9GW。2020 年 12 月，习近平主席在气候雄心峰会上表示，到 2030 年，中国风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上。我们预计未来十年风电行业仍会持续保持高速发展，海上风电市场将迎新的发展契机。

政策驱动新能源风电发展。早在 2011 年，我国便提出了未来风电的 40 年发展目标及规划《中国风电发展路线图 2050》。路线图规划：在 2020 年前，以陆上风电为主，开展海上风电示范；2021 年-2030 年，陆上、近海风电并重发展，并开展远海风电示范；2031 年-2050 年，实现在东中西部陆上和近远海风电的全面发展。

海上风电具有单体规模大、年利用时间长、投资回报率高等特点，积极发展海上风电可实现低碳排放，是助力我国达成碳中和目标的有效手段。海上风电真正快速发展始于 2014 年国家能源局发布《关于印发全国海上风电开发建设方案(2014-2016)的通知》之后，通过政策推动市场发展，我国海上风电制造、建设、运维技术水平均不断提高，开始进入降低风电成本、增加装机容量的海上风电起步阶段。而海上风电的快速增长，将进一步带动高端原材料的需求上升。

表 3: 我国海上风电相关政策规定

时间	部门	规定	主要内容
2014.8	国家能源局	《海上风电开发建设方案(2014-2016)》	积极推进海上风电项目建设，不断提升产业竞争力。列入全国海上风电开发建设方案(2014-2016)项目共 44 个，总容量 10530MW。
2016.11	国家能源局	《风电发展“十三五”规划》	重点推动江苏、浙江、福建、广东等省的海上风电建设，到 2020 年四省海上风电开工建设规模均达到百万千瓦以上。
2016.12	国家发改委	《可再生能源发展“十三五”规划》	2020 年我国海上风电规划开工规模达到 1000 万 kW，其中并网容量将达到 500 万 kW。
2021.3	国家发改委	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	加快发展非化石能源，坚持集中式和分布式并举，大力提升风电、光伏发电规模，加快发展东中部分布式能源，有序发展海上风电，加快西南水电基地建设，安全稳妥推动沿海核电建设，建设一批多能互补的清洁能源基地，非化石能源占能源消费总量比重提高到 20%左右。

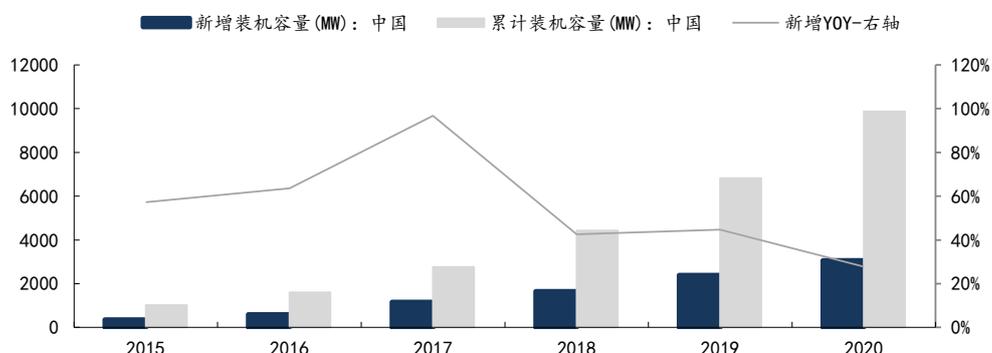
数据来源：国家能源局、国家发改委、东吴证券研究所

海上风电“抢装”热潮刺激需求。“十三五”期间，国家为积极推动海上风电发展，早日完善海上风电产业链条，给予海上风电高补贴及发展窗口期，中国海上风电得以迅猛发展。根据前期政策，2018 年之前核准的海上风电项目需要在 2021 年 12 月 31 日之前并网，从 2022 年开始，中央财政不再对新建海上风电项目进行补贴。新核准陆上风电 2021 年后将不再补贴逐步，海上风电 21 年后大概率启动退补。其中陆上风电 2018 年底前核准的存量项目、2019-2020 年新核准项目分别在 2020 年、2021 年没有并网的将不再补贴，且 2021 年以后新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。海上风电补贴退坡力度相对较小。其中潮间带 2019 年以后新核准的项目将按照所在资源区陆上风电指导价进行补贴；近海 2019-2020 年新核准的项目的指导价调整为每千瓦时 0.8 元、0.75 元。

海上风电去补贴引发了“抢装”潮，广东、福建、江苏、山东等地海上风电正进入开工建设的高峰期。“抢装”热潮短期内引起风电建设的新高峰，为海上风电装备制造产

业链的各个环节均带来了旺盛需求。

图 9：2012-2019 年我国海上风电行业发展情况



数据来源：GWEC、东吴证券研究所

2.2. 中国陆上风电方向明确，发展强劲

存量核准项目得到释放。2020 年 3 月，国家能源局发布《2020 年度风电投资监测预警结果》，全国各地省市区红色预警全面解除，甘肃，新疆(含兵团)两地由红色区域暂停风电开发建设转变为橙色区域暂停新增风电项目，并且甘肃多市可以按照国家要求规范开展风电项目建设。

中国风电力量领跑全球。得益于技术创新和规模效应，全球风电市场规模成长迅猛，成为最具成本竞争力和韧性的电力来源之一。根据 Wood Mackenzie，2020 年全球新增风电装机 114GW，同比增长 82%；其中 2020 年全球陆上风电共新增 108GW，中国陆上风电新增 68.5MW，当年新增占比 63.5%。

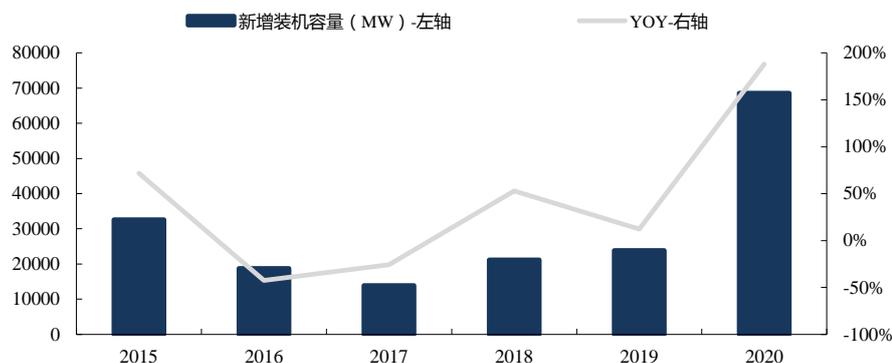
图 10：2010-2020 年全球陆上风电累计装机统计图



数据来源：Wood Mackenzie、东吴证券研究所

根据国家能源局，2020年全国风电新增并网装机71.6GW；其中陆上风电新增装机68.5GW。从新增装机分布看，中东部和南方地区占比约40%，“三北”地区占60%。

图 11：2013-2020 年中国陆上风电累计装机统计图



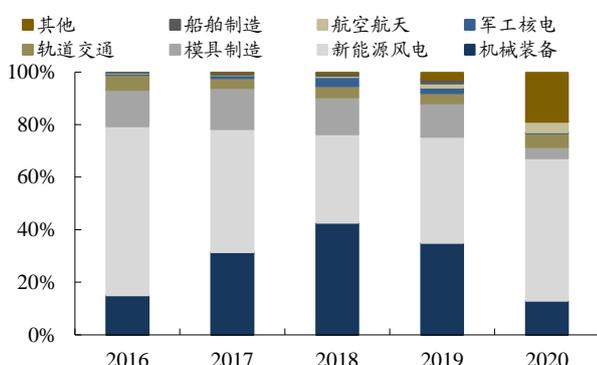
数据来源：国家能源局、东吴证券研究所

3. 深挖海上风电上游，打造盈利增长点

3.1. 专注风电领域，主营业务收入占比高

公司经营产品可应用于新能源风电、轨道交通、机械装备、军工装备等多个高端制造行业，其中新能源风电领域收入占比较高。2020年，公司新能源风电营业收入11.5亿元，年增长84.80%，占公司主营业务收入64%。风电行业营收的快速增长主要受益于政策环境的驱动及风电“抢装”热潮的影响。

图 12：风电是公司产品主要应用领域



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 13：风电行业是主营产品齿轮钢主要下游



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

为深入挖掘海上风电行业产业价值，2020年，公司加大产品往下游产业链延伸力度，新增风电大型铸件与风电机组齿轮箱结构件两大零部件产品。

表 4: 公司海上风电相关产品

主要产品	产品名称	产品介绍	产品用途
特钢材料	齿轮钢	齿轮钢是保证齿轮运转平稳、设备运行安全必备的特钢材料，具有高性能、长寿命、低噪音、高安全性等特性	主要用于新能源风电、轨道交通、汽车及机械装备的核心部件制造，如齿轮箱、变速箱、转向器及传动装置齿轮等
新能源风电零部件	风电铸件	包括大型风电发电机组使用的轮毂、弯头、偏航支座、机架、定轴、转轴、风轮锁定法兰等部件产品	主要用于风力发电场的风机装备，随着风电关键零部件大型化发展趋势日趋明朗，未来新能源风电大型装备市场规模将持续扩大，公司在风电主轴等已有产品的基础上，继续深入布局新能源海上风电关键部件业务板块，丰富产品矩阵。
	风电主轴	包括大型风力发电机主轴	
	风电精密机械部件	包括风电齿轮箱零部件（目前指经过粗加工/半精加工后的齿轮箱端盖、齿圈、太阳轮、行星架、行星轴等要件）；海上风电焊接后机架、焊接平台，主要应用于海上风电塔筒平台；法兰环锻件；海上风电漂浮式平台等	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

做精做优打造产品竞争力。公司区别于业内同行的规模竞争力，主要聚焦高技术要求、高生产难度的高端小众市场。针对风电材料产品，采用模铸锻造工艺，提高自身竞争优势。公司将凭借在风电行业细分产品领域的专注钻研与技术创新不断巩固风电市场份额。

面向海上风电行业旺盛的材料需求，公司坚持技术自主创新，在风电齿轮钢、风电主轴等风电核心产品方面已成功达成业内技术领先地位，形成一定市场影响力。将核心技术融于主营产品，在新能源风电领域批量生产、广泛应用，积极推动领域相关的关键技术突破及行业重点产品实现进口替代。

表 5: 公司海上风电领域核心技术领先

核心技术	技术内容	行业地位
------	------	------

大兆瓦海上风电铸件生产技术	<p>海上风电用大兆瓦铸件主要材质为 QT400-18AL, 单件重量较高(50 吨以上), 单件浇重(约 60 吨以上)对于球墨铸铁生产(特别是球化、孕育处理)要求较高, 一方面需配备大型的生产设备(电炉、行车、工装等), 另一方面在保证球化、孕育(材质性能)的前提下, 还需要满足 UT、MT 等无损检测要求, 通过前期工艺设计、计算机软件模拟完善工艺, 严格把控生产过程。</p>	技术达到国内第一梯队水平
风电主轴生产制造技术	<p>公司在 2008 年就开始生产风电主轴, 在熔炼、成型、精加工、检测等工艺方面具有丰富的制造经验, 并在长期生产过程中有针对性地对各工艺环节进行技术改进, 能够有效减少成型火次、保证流线纤维的连续性、降低轴身夹杂物及偏析。目前, 公司 2.0MW、2.5MW 和 3.0MW 等风电主轴产品已得到各大风电主机厂的认可。</p>	提高装备使用寿命, 技术达到国内领先水平
高纯净高性能风电齿轮钢生产工艺技术	<p>高纯净高性能风电齿轮钢 18CrNiMo7-6 的材料探伤要求、晶粒度、高纯净度为关键技术点。</p> <p>(1) 通过不断的开发升级, 18CrNiMo7-6 钢的 0.8mm 探伤合格率达到 100%, 技术达到国际先进水平, 目前行业普遍为 1.6-3.0mm 的探伤要求。</p> <p>(2) 渗碳是齿轮钢强化的主要工序, 但是因为耗时较长, 渗碳温度比较高(大于 920 度), 因此对齿轮钢材料的晶粒度要求较高, 而且渗碳工序的能耗非常高, 如果能够通过提高渗碳温度, 缩短渗碳时间, 将会给客户带来非常大的节能降耗空间, 公司通过多年对齿轮钢晶粒度的自主研究, 齿轮钢材料在 950 度, 保持 80h 后, 晶粒度仍然能够达到 8 级, 无混晶, 达到国际高端客户的要求, 目前产品已经批量给国际三大新能源风电装备供应商供货, 产品打入国际市场。</p> <p>(3) 风电齿轮钢由于其工作环境比较恶劣, 因此对纯净度、稳定性要求较高, 公司通过近 3 年的开发, 已经达到纯净度稳定性 $EVA \leq 200$ 的要求。</p>	进入国际市场, 技术达到国际先进水平

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

目前, 公司生产的 3.2MW、5.5MW、8MW 轮毂、弯头等大型风电铸件成功投产并批量化使用, 开发的风电 18CrNiMo7-6 电渣材料也得到批量供货。其他风电领域在研项目也正处于顺利开发、试生产阶段。

表 6: 公司风电领域在研项目

项目名称	累计投入 (万元)	研究 进展	拟达到目标	具体应用前景
------	--------------	----------	-------	--------

超纯净风电 齿轮钢开发	2463.72	试生 产阶 段	纯净度 EVA ≤ 150, 0.6mm 探伤合格率达到 100%。	通过自主预研, 提升齿轮钢的质量, 应对国内和国际高端客户的技术要求。
轴承钢材料 开发	235.66	开发 阶段	<p>1、宏观夹杂物: 水浸超声波探伤按照 SEP1927 标准中 5 级精度, 结果为 0, 检测体积至少 6 升。</p> <p>2、根据 ASTM E45 标准, 非金属夹杂物含量的微观评价要求满足粗系夹杂为 0; 细系夹杂分别为: A 类 ≤ 1.0 级、B 类 ≤ 0.5 级、C 类 0 级、D 类 ≤ 0.5 级; DS 类 ≤ 0.5 级。</p> <p>3、碳化物: ①网状碳化物: 35 < d (直径/mm, 下同) < 200 表层/芯部: 2.0/3.0; d > 200 表层/芯部: 2.0/4.0; ②带状碳化物: d > 35 表层/芯部: 1.0/2.0。</p>	满足国内市场要求的大型风电用轴承钢产品, 形成稳定的生产工艺进一步扩大市场占有率。
大兆瓦海上 风电铸件项 目开发	836.15	开发 阶段	对熔炼成分进行分化, 并选择合适的球化剂和孕育剂, 保证生产合格的铸件; 解决尺寸精度问题, 减轻铸件重量, 提高铸件尺寸精度; 解决缩松问题, 降低废品率。	未来风电将开发 5-10MW 的高效风电发电机组, 尤其关注的是风力发电机组大型化和海上化。

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

3.2. 铸件业务: 扩产有序, 盈利稳步增长

3.2.1. 风电铸件产能稳步增长

2020 年, 公司风电领域订单充足, 产销两旺。公司自 2019 年起前瞻性定位大兆瓦风电铸件产业, 形成先发优势, 从基础材料领域进一步延伸布局高科技含量和小众的中高端零部件。其中新增零部件产品海上风电铸件是风电机组重要组成部分。大型风电铸件是集配料、熔炼、铸造、精加工和检测等工序于一体的高技术附加值产品, 主要在原材料基础上开展毛坯铸造和精加工两个环节制备。

表 7: 风电大型铸件产能

	2020 年产投项目	2020 产能 (吨)	未来扩产计划	预计 2021 年产能 (吨)
毛坯件	年产 20 万吨大型铸件 技改项目建设一期	10 万	技改项目建设二期 10 万吨产能, 从 2021 年一季度开始根据设备安装情况分批试生产	20 万

精加工	年产 20 万吨大型铸件 技改项目建设一期	3.5 万	宏茂海上风电高端装备研发制造一期项目建设（年产 15 万吨大型风电铸件精加工项目）	18.5 万
-----	--------------------------	-------	---	--------

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

毛坯铸造方面，公司于 2019 年下半年启动宏茂年产 20 万吨大型铸件技改项目建设且一期已于 2020 年二季度开始批量化生产大型铸件毛坯件。截止 2020 年年末，公司已具备年产 10 万吨单机容量 5.5MW 以上风电大型铸件的铸造能力。技改项目二期以及配套的年产 15 万吨大型风电铸件精加工项目已于 2021 年一季度分批试生产，完全投产后公司将总共具备年产 20 万吨的毛坯件产能，成为国内少数具备大兆瓦铸件批量化生产能力的风电零部件企业。

精加工方面，技改项目一期已为风电铸件带来 3.5 万吨精加工能力。根据公司 2021 年一季度财报，技改项目二期及配套的年产 15 万吨海上风电铸件精加工项目已开始分批试生产，公司风电铸件精加工及成品交付能力快速提升。我们预计 2021 年，公司将具备年产 18.5 万吨的精加工产能。

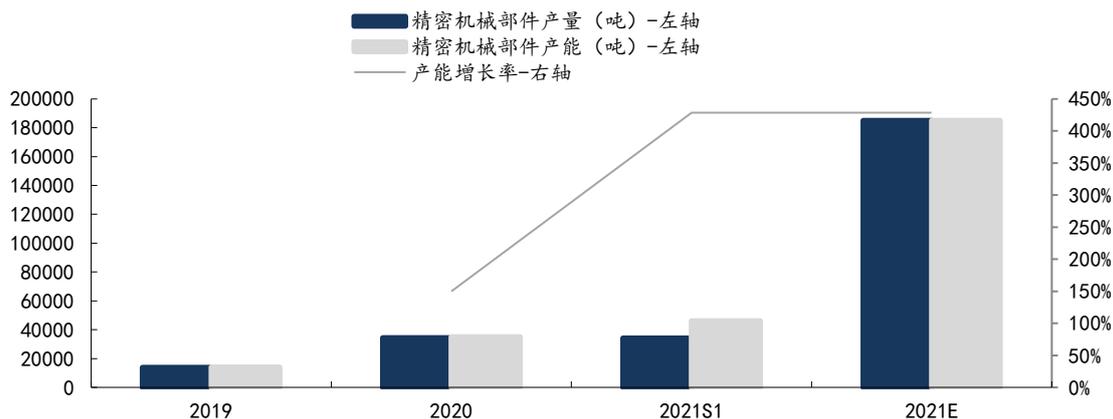
表 8: 风电产品产销量

	生产量 (吨)	销售量 (吨)	库存量 (吨)	生产量 增速
齿轮钢	130797	120224	49195	-14.72%
风电铸件	21435	17928	3507	-
风电主轴	5798	6642	305	-2.96%
风电精密机械部件及其他类零部件	34446	33849	6352	150.30%

数据来源：2020 年报，东吴证券研究所

2020 年公司高端装备零部件类产品实现销售收入 74,030.02 万元，较 2019 年同期增长 184.90%，且零部件类需经过锻造、粗加工、精加工等工序，流程较长，部分精加工工序因受产能短缺限制需进行委外加工，因此在经过技改项目扩产后，公司零部件类产品成本可进一步降低，提升公司盈利能力。

图 14: 精密机械部件产量、产能增长



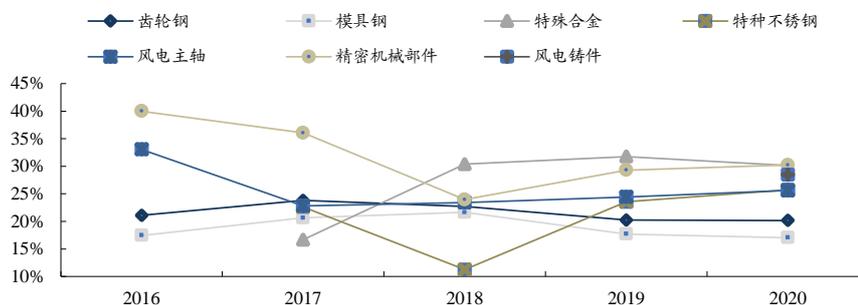
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司稳步释放铸件产能，扩大风电产业链规模，有利于市场竞争力的提高、公司盈利的增加。在当前海上风电铸件市场大型化趋势下，具备优异的铸造熔炼环节技术储备以及国内头部生产规模，位列国内大型风电铸件的第一梯队。

3.2.2. 高毛利零部件促进盈利提升

2019年下半年起，公司前瞻布局，利用基础材料熔炼技术的优势，重点布局大型海上风电零部件产品，以提高产品附加值和竞争能力。2020年，风电大型铸件项目的投产显著提高零部件类收入占比。零部件类产品合计实现销售收入7.4亿元，收入占比由2019年的17%上升至42%。产品附加值及毛利率较高的风电零部件收入占比增加，进一步增强了公司盈利能力。

图 15: 公司产品毛利率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2021 年第一季度，新能源风电零部件实现销售收入 3.54 亿元，占主营业务收入比例为 58.96%，其中风电铸件实现销售收入 2.46 亿元。公司单机容量 5.5MW 以上大型海上风电铸件开始放量，实现销售收入 1.89 亿元。

2020 年 10 月，公司与明阳智能签署《风力发电机组零部件 2020-2021 年采购合同》，合同总金额 6.93 亿元。公司已与明阳智能、中国东方电气集团所属单位、远景科技、运达风电等国内大型主机厂商形成稳定的业务合作关系，先后成为其风电机组大型铸件供应商。此外，新能源风电领域的南高齿、西门子、采埃孚、明阳智能、中国东方电气集团等多所企业也已与公司形成直接稳定的合作关系。较高的客户粘性保障公司未来风电领域发展稳定。

3.3. 齿轮箱业务：产品结构优化，精加工放量可期

公司齿轮箱产品分为风电齿轮箱和高铁齿轮箱零部件，以风电齿轮箱部件为主。2020 年度，公司加大产品往下游产业链延伸力度，产品结构中又新增风电机组齿轮箱结构件，包括齿轮箱端盖、齿圈、太阳轮、行星架、行星轴等结构要件，是公司在原有齿轮钢产品上加入电渣重熔工艺后进行粗加工形成的零部件产品。2020 年，新增的风电机组齿轮箱结构件已实现规模化生产并形成销售收入 31,669.06 万元，占企业主营业务收入 17.5%，进一步优化公司业务和产品结构。

图 16: 齿轮箱应用图示



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 17: 海上风电产品图示



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2020 年 10 月 16 日，广大特材全资子公司江苏广大鑫盛精密智造有限公司在苏州市张家港市注册成立，注册资本 3 亿元，主营业务为风电机组齿轮箱零部件等精密机械部件的研发、生产和销售。公司计划 2021 年 6 月新建齿轮箱精加工生产线，采用国外先进设备，目标瞄准齿轮箱产品的全部零部件，提高产品附加值，进一步延伸和拓展业

务发展布局，形成齿轮箱精密零部件全产业链，形成技术及成本优势。

齿轮箱零部件往下游产业链延伸拉动公司毛利提升。2020 年公司附加值较高的零部件类产品合计实现销售收入 74,030.02 万元，占主营业务收入的比例由 2019 年度的 16.86% 上升到 42.06%，毛利率 23.93%，净利润率从 9%-10% 逐步增长到 11%，我们预计齿轮箱扩产项目投产后，净利润会进一步提高。

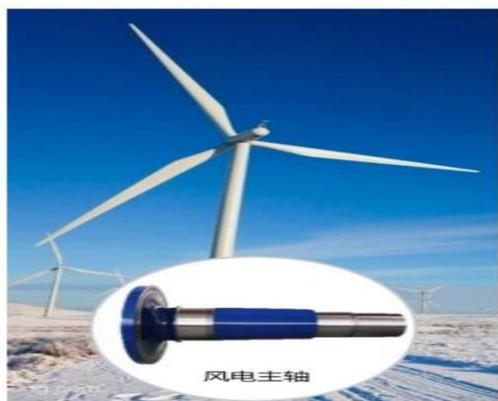
公司充分发挥技术优势，定位于有高科技含量和市场竞争优势的中高端零部件市场。公司自 2019 年起前瞻性定位大兆瓦风电铸件产业，抢占 5 兆瓦以上大型海上风电铸件市场。公司利用基础材料工艺路径和技术优势，目前 3 兆瓦及以上海上发电机组配套的各类轴承、齿轮箱、密封件等已被列为战略性新兴产业重点产品目录；大兆瓦海上风电铸件生产技术为公司核心技术，已达到国内第一梯队水平且可以批量生产。

3.4. 主轴业务：深耕已久，业内领先

风电主轴是风力发电机组中将风轮扭矩和转速传递给发电系统的轴，是能量类型转换的重要部件之一，承载着风轮转矩、重力等复杂载荷。

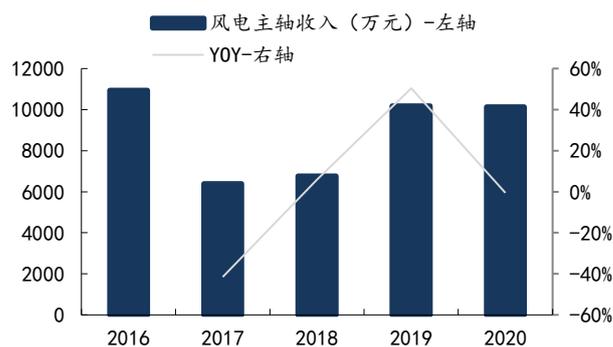
公司在 2008 年就开始生产风电主轴，在熔炼、成型、精加工、检测等工艺方面具有丰富的制造经验，并在长期生产过程中有针对性地对各工艺环节进行技术改进，能够有效减少成型火次、保证流线纤维的连续性、降低轴身夹杂物及偏析。目前，公司 2.0MW、2.5MW 和 3.0MW 等风电主轴产品已得到各大风电主机厂的认可。公司在风电主轴生产技术方面已达到国内领先水平，有效提高装备使用寿命。

图 18: 公司风电主轴应用示意图



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 19: 公司风电主轴业务收入



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

经过 2013 年-2015 年的高速增长，我国风电行业在 2016、2017 年迎来了结构调整期：根据国家能源局，2016、2017 年国内新增风电装机增速放缓至 -36.8%、4.2%；风电主轴作为风电整机的核心部件，2017 年公司风电主轴市场价格和销量同比均有所

下降，导致当期风电主轴收入的降低。2019年，随着风电利好政策的公布，公司继续抓住新能源风电“抢装”带来的商机，进一步拓展大型海上风电零部件的生产和销售，风电业务收入提升50%。

4. 特钢及新材料业务全面开花，高速增长在即

4.1. 主营多品种锻件，细分领域产业深化

公司生产的特钢产品应用范围广泛，主要面向新能源风电、轨道交通等细分特钢应用行业。从2006年公司引进设备，正式开启特种合金材料生产开始，公司不断进行产业延伸，研发工艺，形成完整材料产品体系，并逐步布局高端产品领域。

表9：广大特材特钢产品目录

产品名称	产品介绍	主要用途
齿轮钢	齿轮钢是铁路轨道机车、风力发电机、汽车、船舶、工程机械核心部件中的关键材料，具有高性能、长寿命、低噪音、高安全性等特性。	主要用于新能源风电、轨道交通、汽车及机械装备的核心部件制造，如齿轮箱、变速箱、转向器及传动装置齿轮等。
模具钢	用于制造冷冲模、热锻模、压铸模等模具，对于硬度、强度、耐磨性、韧性、淬透性、淬硬性等工艺性能具有很高的要求。模具钢产品主要分三大类，分别为塑胶模具钢、冷作模具钢和热作模具钢，其中以塑胶模具钢供应规模最大。	塑胶模具钢主要用于汽车、家电、电子产品等的模具制造；热作模具钢主要用于压铸模、热挤压模、热冲模及热锻模的制造；冷作模具钢主要用于精密冲压模、冷锻、汽车部件弯曲模具等制造。
特殊合金	包括高温合金、耐蚀合金、超高强度钢、超高纯不锈钢等。高温合金主要是指以铁、镍、钴为基，能在600℃以上的高温及一定应力作用下长期工作的金属材料。高温合金具有优异的高温强度、良好的抗氧化、抗热腐蚀、疲劳和断裂韧性等性能。	特殊合金是具有优异的高温抗拉强度，良好的抗氧化、耐腐蚀性能的金属材料，主要用于航空航天、海洋石化、核能电力、石油化工、航空航天、半导体芯片装备用管阀等。
特种不锈钢	特种不锈钢为核电装备、燃气轮机等装备的重要基础材料。《战略性新兴产业分类（2018）》中将高品质不锈钢纳入重点发展的新材料产品目录。	可用于核电装备、海洋石化、燃气轮机等领域。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2020年公司主营业务毛利率23.93%，其中附加值较高的零部件类收入占比由2019年度的16.86%上升到42.06%。特钢产品中齿轮钢、模具钢、特殊合金营业收入合计10.2亿元，占公司主营业务收入57.9%，其中齿轮钢主营业务占比最大，达到47.9%。毛利率分别为20.17%，17.05%和30.13%。

为丰富新公司产品种类，进一步向下游拓展产业链，公司新建汽轮机叶片生产线，并突破一系列技术难题，结合原材料叶片钢成本及技术优势，与下游大客户达成稳定合作。

表 10: 公司叶片钢与燃气叶片在研项目

核心技术	简要描述	行业贡献	技术应用情况
高端汽轮机钢电渣重融生产技术	公司现已成功突破电渣过程重要元素烧损精准控制技术，并在国内率先实现某些电渣钢的批量供货。新一代汽轮机钢也已开发完成，即将实现量产。	完成国产化，进口替代，技术国内领先	批量生产
汽轮机叶片用 GH80A 合金棒材开发	目前，国内生产的汽轮机叶片用 GH80A 合金棒材综合性能稳定性较差，叶片用料仍然依赖进口。目标要汽轮机叶片杂质元素低，高温持久。	国内领先	开发阶段
汽轮机转子、叶片用钢开发	国内汽轮机组用钢需求不断增加，汽轮机用转子锻件、叶片用钢等要求化学成份满足客户需求，元素偏析改善，成份一致，成材率提高，锻件满足叶片钢组织和晶粒度、性能要求。	替代进口	开发阶段

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

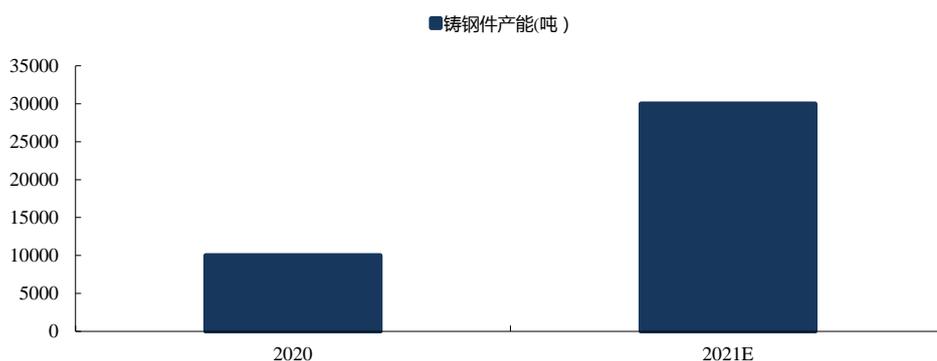
4.2. 铸钢件业务：携手东方电气，打入燃气轮机市场

为建立公司发展铸钢件业务板块的西南根据地，公司与东方电气集团东方汽轮机有限公司启动铸锻产业战略混改，建立一家以能源、航空、军工、化工装备高端铸锻件制造业为主营业务的合资公司，其主要产品为阀门、气缸等铸钢件，以及新增产品燃机叶片，主要用于燃气轮机、火电汽轮机等。

双方于 2020 年 12 月 4 日正式签署《出资协议》。2021 年 1 月 22 日，德阳广大东汽新材料有限公司（以下简称“广大东汽公司”）在四川省德阳市注册成立，其中广大特材以现金出资 35,000.00 万元，持股 51%，东方汽轮机公司以资产出资 33,599.86 万元，持股 49%，其中 10% 为员工股权激励，39% 分 5 年逐步转让给广大特材，实现公司混改业务。

公司在公开调研中表示，广大东汽公司今年核心任务是在不影响生产经营的前提下进行技改和降本增效，第一是针对核心的铸钢业务进行提质改造，争取在 2020 年三季度结束前将产能从 1 万吨提升到 3 万吨，这将会给新公司 2022 年带来较好的增量收入；第二是新建汽轮机叶片生产线，丰富新公司产品种类；第三是注入民营企业的节约化管理和成本控制措施，逐步降本增效，提升新公司主营业务毛利率和净利润率，增加收益。

图 20: 公司铸钢件产能预测



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

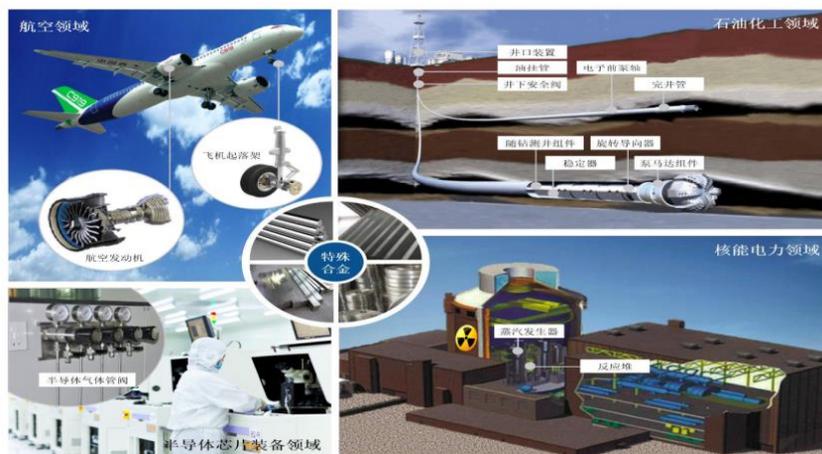
4.3. 特殊合金：募资扩产进行时

据公司招股书，目前世界特钢产量占总钢产量的比例为 10%左右，而 2017 年我国特钢产量为 3315 万吨，在粗钢中的比例仅为 4%，大幅低于全球平均水平，较大的国产化替代空间将让广大特材受益。

为契合公司未来战略布局，公司计划募资 3 亿元，大力推进特殊合金材料扩建项目。该项目主要对高温合金、耐蚀合金、超高强度钢和超高纯不锈钢等特殊合金材料进行产能扩建，达产后将为公司带来 3700 吨高温合金等特殊合金产能。通过提升高温合金等特殊合金产业化能力，形成特殊合金业务的竞争优势后反哺现有齿轮钢及模具钢核心业务的技术创新，最终实现公司在新材料领域的全方位发展。

同时，公司拟建设新的研发中心，用于高温合金、超高强度钢等特殊合金新材料的研究与开发。公司未来将重点研发特殊合金产品工艺制造技术、高纯原料及高性能新产品，提升国家军工装备、航空航天、核能电力、燃气轮机、半导体芯片装备等高端装备用特殊合金的产业化能力，并与上述领域装备及其部件制造企业进行技术合作，针对下游客户需求进行适应性开发，促使公司向军事工业领域进行拓展的同时，也在民用领域逐步替代高端进口材料，甚至打破国外材料在部分领域的应用垄断，为国家高端产业的材料自主供应贡献力量。

图 21: 公司特殊合金材料部分应用场景示意图



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

我们基于以下假设进行盈利预测：

1) 新能源风电行业景气，风电铸件受益：新能源风电受到政策催动，引发“抢装”热潮刺激需求，带动新能源风电零部件需求旺盛。考虑公司 20 万吨大型铸件技改项目建设一期 10 万吨逐步达产、二期 10 万吨建设有序推进，我们给予风电铸件业务 2021-2023 年增速分别为 390%/110%/2%。

2) 公司部署德阳铸钢件基地，3 万吨项目进展顺利；特殊合金持续扩产，特钢产品业务将稳步增长。我们因此预测特殊合金、特种不锈钢业务收入增速分别为 75%/55%/200%、58%/20%/50%。

表 11：公司分业务营收盈利预测（单位：百万元）

		2020A	2021E	2022E	2023E
齿轮钢	收入	843.6	1206.3	1327.0	1393.3
	YOY	-13.63%	43.00%	10.00%	5.00%
	毛利	170.2	238.9	253.5	271.7
	YOY	-14.94%	40.34%	6.11%	7.20%
模具钢	毛利率	20.17%	19.80%	19.10%	19.50%
	收入	90.1	279.3	502.8	754.1
	YOY	-55.91%	210.00%	80.00%	50.00%
	毛利	15.4	47.5	83.0	124.4
	YOY	-63.82%	208.33%	74.71%	50.00%
	毛利率	17.05%	17.00%	16.50%	16.50%

特殊合金	收入	48.1	84.2	130.5	391.4
	YOY	-1.00%	75.00%	55.00%	200.00%
	毛利	14.5	25.3	38.5	113.5
	YOY	-15.33%	74.16%	52.42%	194.92%
	毛利率	30.13%	30.00%	29.50%	29.00%
特种不锈钢	收入	38.0	60.0	72.0	108.1
	YOY	-25.84%	58.00%	20.00%	50.00%
	毛利	9.8	15.0	18.0	27.0
	YOY	15.97%	53.16%	20.00%	50.00%
	毛利率	25.74%	25.00%	25.00%	25.00%
风电主轴	收入	101.2	106.3	109.4	114.9
	YOY	-0.47%	5.00%	3.00%	5.00%
	毛利	25.9	26.6	27.4	28.7
	YOY	22.37%	2.57%	3.00%	5.00%
	毛利率	25.61%	25.00%	25.00%	25.00%
风电铸件	收入	243.2	1191.7	2502.5	2552.6
	YOY	-	390.00%	110.00%	2.00%
	毛利	69.2	333.7	700.7	719.8
	YOY	-	382.18%	110.00%	2.73%
	毛利率	28.46%	28.00%	28.00%	28.20%
风电精密机械部件	收入	346.1	398.0	855.7	1283.6
	YOY	186.41%	15.00%	115.00%	50.00%
	毛利	104.7	115.4	248.2	372.2
	YOY	220.42%	150.00%	115.00%	50.00%
	毛利率	30.24%	29.00%	29.00%	29.00%
其他类零部件	收入	49.8	74.7	112.1	168.1
	YOY	33.45%	50.00%	50.00%	50.00%
	毛利	11.7	15.7	23.5	35.3
	YOY	15.11%	150.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	23.41%	21.00%	21.00%	21.00%
其他业务	收入	50.2	75.3	114.1	165.5
	YOY	33.45%	50.04%	51.47%	45.04%
	毛利	5.9	9.3	10.2	12.4
	YOY	33.45%	58.48%	9.90%	21.46%
	毛利率	11.79%	12.35%	8.96%	7.50%
合计	收入	1810.3	3475.8	5726.1	6931.6
	YOY	14.24%	92.00%	64.74%	21.05%

毛利	427.2	827.3	1402.9	1705.2
YOY	26.87%	93.63%	69.59%	21.55%
毛利率	23.60%	23.80%	24.50%	24.60%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们预计，2021/22/23 年公司营收分别为 34.76/57.26/69.32 亿元，增速分别为 92.0%/64.7%/21.1%；归母净利润分别为 3.33/6.25/7.76 亿元，对应增速分别为 92.5%/87.3%/24.3%；对应 PE 分别为 14.4x/7.7x/6.2x，低于行业可比公司。考虑公司下游新能源风电行业高景气，公司作为低估值优质特钢企业将充分受益，故首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值 (2021 年 5 月 12 日)

	证券代码	股价 (元)	P/E			EPS (元)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
中信特钢	000708	24.29	16.3	15.6	13.5	1.5	1.6	1.8
日月股份	603218	23.69	17.8	14.1	11.7	1.3	1.7	2.0
抚顺特钢	600399	13.18	32.1	24.4	19.7	0.4	0.5	0.7
均值			22.1	18.0	15.0			
广大特材	688186	29.1	14.4	7.7	6.2	2.0	3.8	4.7

数据来源：wind，东吴证券研究所；非加粗部分来自 wind 一致预期，其余为东吴证券研究所预测

6. 风险提示

1) 原材料价格大幅波动。

公司产品的原材料主要包括废钢、合金、生铁等，2020 年上述采购金额占公司当期材料采购总额的比例为 71.74%。废钢、合金和生铁采购市场竞争充分，信息传递较快，如果主要原材料废钢和合金采购价格出现大幅波动，将直接导致产品成本波动。

2) 公司技术和产品替代能力不及预期。

公司主要从事高端装备特钢材料及新能源风电零部件的研发、生产和销售。如果公司不能准确预测产品的市场发展趋势，及时研究开发出新的关键技术和新产品，或者市场出现价格更低、质量更优、性能更好的替代性新材料，可能使公司在市场竞争中处于不利地位，影响公司盈利能力。

3) 风电行业政策不及预期。

作为战略新兴能源，风电产业的健康可持续发展离不开国家产业政策的支持。但随着我国风电累计装机并网容量不断上升，风电装机鼓励政策强度正逐步减弱，且风电平价上网等政策的实施可能会在一定程度上降低未来风电产业的投资热度，不利于公司持续在风电领域扩大产能与拓展业务。

广大特材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,217	3,655	4,532	5,666	营业收入	1,810	3,476	5,726	6,932
现金	449	494	548	732	减:营业成本	1,383	2,649	4,323	5,226
应收账款	635	1,516	1,358	1,723	营业税金及附加	13	24	40	48
存货	920	1,383	2,377	2,850	营业费用	46	103	170	200
其他流动资产	212	262	250	362	管理费用	59	116	172	225
非流动资产	1,930	2,870	3,309	3,435	研发费用	75	146	234	288
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	39	56	66	45
固定资产	985	1,733	2,180	2,348	资产减值损失	0	2	1	2
在建工程	701	849	792	703	加:投资净收益	-1	6	5	5
无形资产	173	217	268	314	其他收益	12	16	15	15
其他非流动资产	71	71	70	70	资产处置收益	-2	-1	-1	-1
资产总计	4,147	6,524	7,841	9,101	营业利润	206	400	739	916
流动负债	1,608	3,661	4,376	5,099	加:营业外净收支	-6	-4	-5	-5
短期借款	365	700	800	600	利润总额	200	396	735	911
应付账款	875	2,276	2,873	3,701	减:所得税费用	27	62	110	134
其他流动负债	368	684	702	798	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	792	865	896	723	归属母公司净利润	173	333	625	776
长期借款	784	852	886	712	EBIT	261	441	793	960
其他非流动负债	8	12	10	11	EBITDA	358	580	1,001	1,218
负债合计	2,399	4,525	5,271	5,822	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	1.05	2.02	3.79	4.71
归属母公司股东权益	1,748	1,999	2,570	3,279	每股净资产(元)	10.61	12.13	15.59	19.90
负债和股东权益	4,147	6,524	7,841	9,101	发行在外股份(百万股)	165	165	165	165
					ROIC(%)	9.2%	11.4%	17.0%	19.8%
					ROE(%)	9.9%	16.7%	24.3%	23.7%
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	23.6%	23.8%	24.5%	24.6%
经营活动现金流	-163	656	627	1,026	销售净利率(%)	9.6%	9.6%	10.9%	11.2%
投资活动现金流	-770	-1,075	-646	-382	资产负债率(%)	57.9%	69.4%	67.2%	64.0%
筹资活动现金流	1,038	464	73	-460	收入增长率(%)	14.0%	92.0%	64.7%	21.1%
现金净增加额	107	45	54	184	净利润增长率(%)	22.4%	92.5%	87.3%	24.3%
折旧和摊销	97	139	208	258	P/E	27.70	14.38	7.68	6.18
资本开支	772	932	443	124	P/B	2.74	2.40	1.87	1.46
营运资本变动	-492	131	-270	-52	EV/EBITDA	15.44	10.47	6.21	4.66

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>