

泰胜风能(300129)

报告日期: 2023年04月14日

塔筒龙头坚定双海战略, 出海+海风业务共振

——泰胜风能深度报告

投资要点

□ 公司系国内风电塔筒设备制造龙头, 出海+海风业务共振驱动增长。

公司深耕风电塔筒设备制造, 出海+海风业务共振驱动增长。公司 2021 年营业收入达 38.53 亿元, 同比增长 6.90%, 2018-2021 三年 CAGR 为 37.80%; 归母净利润 2.59 亿元, 同比下降 25.87%, 2018-2021 三年 CAGR 为 190.64%; 2022 年前三季度公司营业收入 21.23 亿元, 同比下降 9.45%; 实现归母净利润 1.66 亿元, 同比下降 18.91%。

□ 大型化带动塔筒价值量提升, 海风趋势下桩基导管架用量增长。

风电行业装机稳健增长, 海上风电独立成长逻辑明确。2020-2022 年我国风电新增吊装容量分别达 54.43GW、55.92GW、49.83GW, 我们预期 2023-2025 年国内风电新增吊装容量有望达 75.00GW、85.00GW、95.00GW, 同比增长分别为 50.51%、13.33%、11.76%。风机大型化及海上风电的规模化带动塔筒桩基需求量增长, 预计 2026 年全球、国内风电塔筒桩基市场规模将分别达 1443 亿元、797 亿元, 2022-2026 年全球、国内风电塔筒桩基市场规模四年 CAGR 分别为 11.20%、24.24%。

□ 风塔: 扩产为巩固风塔基地优势, 出海+海风业务共振

公司风塔/桩基产能国内领先, 现有塔桩产能约 55 万吨, 在建扬州港基地设计产能 25 万, 预计于 23 年下半年实现投产, 用于承接海风与出口订单, 2023 年末公司风电塔筒产能有望达 80 万吨。公司澳洲反倾销税优势明确, 陆塔出口业务收益显著, 2021 年出口业务实现营收 5.19 亿元, 同比增长 89.22%。公司积极拓展风电场运营业务, 延长产业链以实现营收新增长。2022H1, 公司现持有嵩县风电场 50MW, 未来有望持续投资风电场。

□ 盈利预测与估值

首次覆盖, 给予“买入”评级。公司为国内塔桩龙头, 出海+海风业务共振驱动公司增长。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 2.32 亿元、4.66 亿元、6.01 亿元; 22-24 年归母净利润 CAGR 为 61%; 对应 EPS 分别为 0.25 元、0.50 元、0.64 元; 对应 PE 分别为 35、17、13 倍。我们选取海力风电、东方电缆、恒润股份为行业可比公司, 2023 年行业平均 PE 为 21X, 综合考虑公司业绩成长性和安全边际, 我们给予公司 2023 年 PE 估值 21 倍, 对应当前市值有 23% 上涨空间; 首次覆盖, 给予“买入”评级。

□ 风险提示: 风电装机不及预期、原材料价格波动、项目建设不及预期等。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3852.69	3245.77	4925.00	6800.00
(+/-)(%)	6.90%	-15.75%	51.74%	38.07%
归母净利润	258.53	231.77	466.29	601.27
(+/-)(%)	-25.87%	-10.35%	101.18%	28.95%
ROE(%)	9.64%	6.81%	11.00%	12.73%
每股收益(元)	0.28	0.25	0.50	0.64
P/E	31	35	17	13

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(首次)

分析师: 张雷

执业证书号: S1230521120004
zhanglei02@stocke.com.cn

分析师: 陈明雨

执业证书号: S1230522040003
chenmingyu@stocke.com.cn

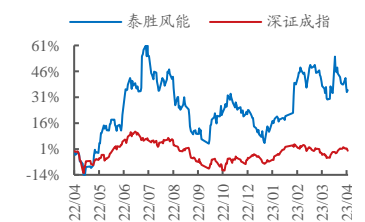
研究助理: 卢书剑

lushujian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 8.64
总市值(百万元)	8,077.53
总股本(百万股)	934.90

股票走势图



相关报告

正文目录

1 塔筒龙头坚定双海战略，出海+海风业务共振	4
2 大型化带动塔桩用量提升，码头资源壁垒属性明确	7
2.1 全球风电装机稳健增长，大型化及海风趋势提升塔筒桩基需求.....	7
2.2 大型化+海风趋势提升技术壁垒，基地区位布局竞争力凸显.....	11
3 塔筒龙头加速产能基地布局，出海+海风双轮驱动增长	13
4 盈利预测与估值	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 估值与投资建议.....	17
5 风险提示	18

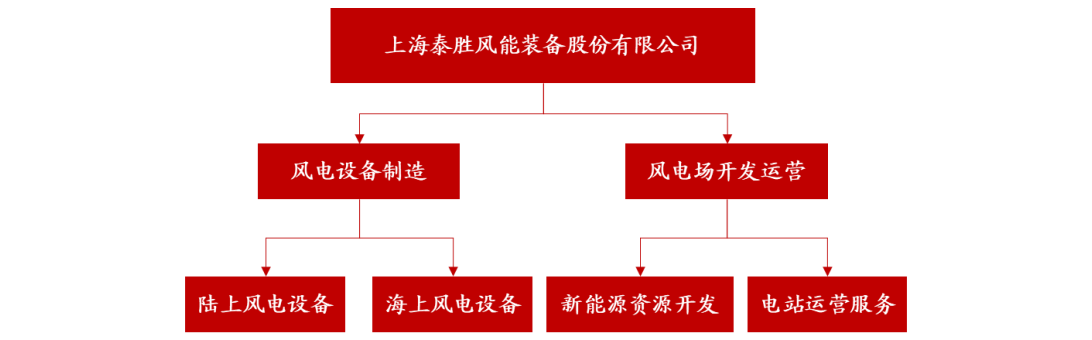
图表目录

图 1: 公司主要业务示意图.....	4
图 2: 公司发展历程.....	4
图 3: 公司营业收入与同比增速 (单位: 百万元、%)	5
图 4: 公司归母净利润与同比增速 (单位: 百万元、%)	5
图 5: 公司主营业务营收结构 (单位: %)	5
图 6: 公司风电设备业务营收结构 (单位: %)	5
图 7: 公司毛利率与净利率 (单位: %)	6
图 8: 公司主营业务毛利率情况 (单位: %)	6
图 9: 公司股权结构 (截至 2022 年 9 月 30 日)	6
图 10: 全球风电新增装机容量及同比增长 (单位: GW, %)	7
图 11: 我国风电新增装机容量及同比增长 (单位: GW, %)	7
图 12: 全球海上风电新增装机容量及同比 (单位: GW, %)	8
图 13: 我国海上风电新增装机容量及同比 (单位: GW, %)	8
图 14: 欧洲风电新增装机容量 (单位: GW, %)	8
图 15: 澳大利亚风电新增装机量及同比增长 (单位: GW, %)	8
图 16: 国内不同功率风电机组新增装机容量比例 (单位: %)	9
图 17: 风电装机容量与轮毂高度变化趋势.....	9
图 18: 风电支撑结构示意图.....	9
图 19: 塔筒生产流程.....	11
图 20: 国内陆上塔筒生产基地 (部分)	11
图 21: 公司风塔出货量与产量情况 (单位: 万吨、%)	13
图 22: 公司风塔单吨价格情况 (单位: 元/吨, %)	13
图 23: 公司风电塔筒单吨毛利情况 (单位: 元/吨, %)	13
图 24: 各地区中厚板价格情况 (单位: 美元/吨)	13
图 25: 公司外销业务营收及同比增长情况 (单位: 百万元, %)	15
图 26: 2021 年上游风电企业在手风电场容量及风电运营营收 (单位: MW, 百万元)	15
表 1: 公司主要子公司情况 (截至 2022 年 9 月 30 日)	6
表 2: 全球风电陆上塔筒市场需求测算 (单位: GW、MW、吨、万吨、万元/吨、亿元)	10
表 3: 全球风电海上塔筒及桩基市场需求测算 (单位: GW、MW、吨、万吨、万元/吨、亿元)	10
表 4: 主要海上塔筒桩基厂商当前自有码头情况.....	12
表 5: 2021-2023E 主要塔筒生产企业产能情况 (单位: 万吨)	12
表 6: 公司基地产能情况 (单位: 万吨, 截至 2022 年 9 月 30 日)	14
表 7: 泰胜风能业务拆分表 (单位: 百万元、%)	17
表 8: 泰胜风能可比公司估值表 (单位: 亿元, 截至 2023 年 4 月 13 日)	18
表附录: 三大报表预测值.....	19

1 塔筒龙头坚定双海战略，出海+海风业务共振

公司深耕风电塔筒设备制造，出海+海风业务共振驱动增长。公司主要从事风力发电设备制造及各类海洋工程装备，主要产品为自主品牌的陆上风电塔架和海上风电塔架、导管架、管桩等风力发电机组主要部件，在全国风机塔架制造业中处于领先地位。此外，公司积极拓展风电场开发运营业务，2021 年实现首个自有风电场并网发电。

图 1：公司主要业务示意图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

基地建设+风电场运营，适应风电发展新趋势。公司前身上海泰胜电力工程机械有限公司成立于 2001 年，是中国最早专业生产风机塔架的公司之一。2008 年公司实现年设计产能突破 600 台，并于 2010 年在深交所上市。随后公司积极拓展海风业务，2013 年收购南通蓝岛海洋工程有限公司 51% 的股权，并于 2015 年进一步收购其剩余股权。公司进一步投资建设扬州港塔筒生产基地以推动产品适应风电大型化趋势，基地设计产能 25 万吨，计划覆盖海上风电与部分出口订单。为实现业务多元化，公司积极开发风电场项目，2022H1 河南嵩县 50MW 风电场项目实现并网，打开风电运营业务新增长点。

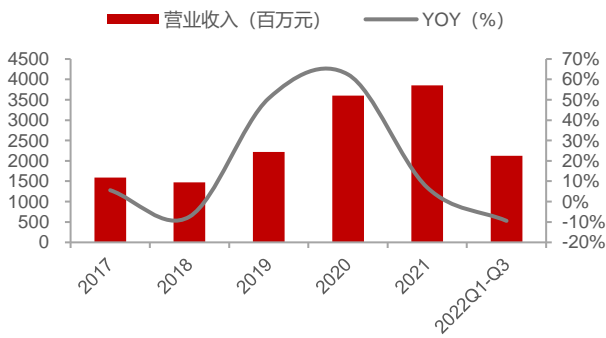
图 2：公司发展历程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

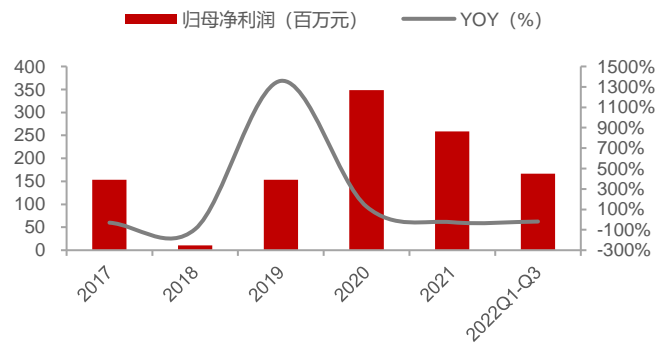
风电行业需求景气，公司营收快速增长。公司 2019-2021 年分别实现营业收入 22.19 亿元、36.04 亿元、38.53 亿元，同比增长分别为 50.70%、62.41%、6.90%；分别实现归母净利润 1.54 亿元、3.49 亿元、2.59 亿元，同比增长分别为 1358.82%、127.02%、-25.87%；受益于风电行业抢装，公司近 3 年营业收入实现高增长。截止 2022 年前三季度，公司实现营业收入 21.23 亿元，同比下降 9.45%；实现归母净利润 1.66 亿元，同比下降 18.91%，主要系疫情影响风电装机，及价格下降致供应链利润承压。

图 3：公司营业收入与同比增速（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

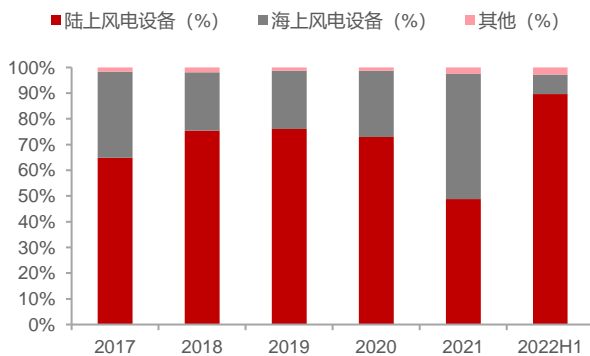
图 4：公司归母净利润与同比增速（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

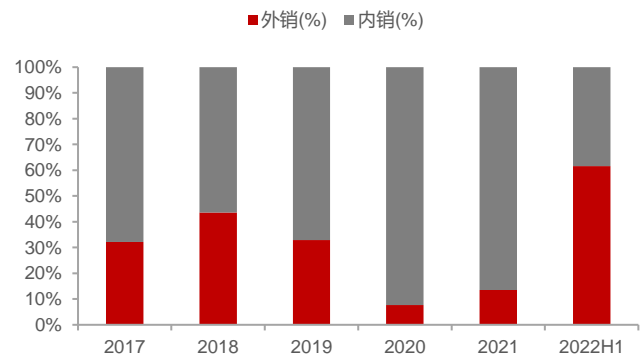
业务聚焦海陆风电塔筒，塔筒出口营收稳健。公司主营业务主要为陆上风电设备、海上风电设备和其他业务三大板块。风电设备板块为公司主要营收来源，2019-2021 年公司陆上风电设备业务营收占比分别为 76.09%、72.98%、48.78%；2022H1 公司陆上风电设备业务实现营收 11.45 亿元，营收占比为 89.62%。2019-2021 年公司海上风电设备制造营收占比分别为 22.65%、25.74%、48.84%；2022H1 公司海上风电设备制造实现营收 0.97 亿元，营收占比为 7.61%，主要系海风装机容量下降，交付有所延迟。公司出口营收维持稳健，2019-2021 年公司出口营收分别为 7.29 亿元、2.74 亿元、5.19 亿元，2020 年出口略微下滑系国内陆上风电抢装影响；2022H1 公司出口营收为 7.87 亿元，出口营收有较大恢复，占营业收入比重达到 61.61%。

图 5：公司主营业务营收结构（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

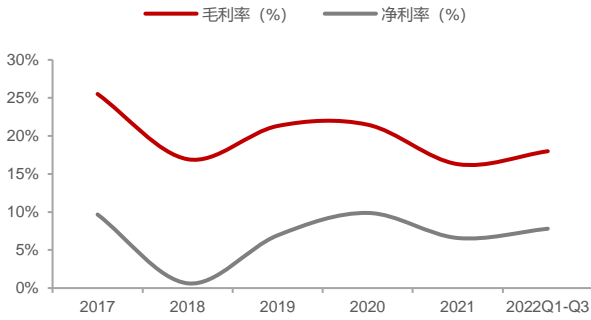
图 6：公司风电设备业务营收结构（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

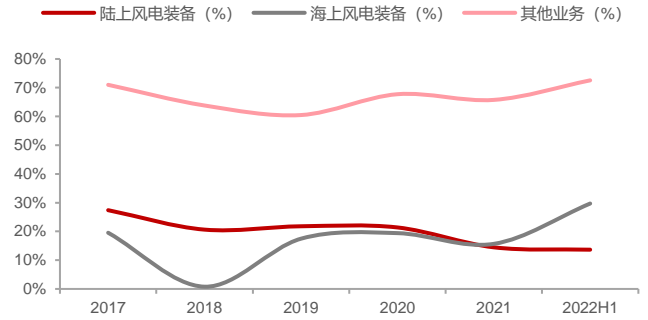
受原材料成本上升影响，公司毛利率略有下滑。2019-2021 年公司毛利率分别为 21.31%、21.48%、16.29%，净利率分别为 6.94%、9.88%、6.58%，毛利率略有下滑，主要系期间原材料价格上涨导致利润承压及疫情影响。2022Q1-Q3 公司毛利率为 17.99%，净利率为 7.80%，主要系新增毛利率较高的风力发电业务及海上风电设备毛利率偏高。结构看，公司 2019-2021 年陆上风电设备毛利率分别为 21.80%、21.39%、14.48%，海上风电设备毛利率分别为 17.39%、19.42%、15.67%；陆上风电设备毛利率受原材料价格上涨及产业链降本趋势影响略有下滑；2022H1 公司陆上风电设备毛利率为 13.65%，海上风电设备毛利率为 29.71%，海风设备毛利率偏高系 2021 年抢装期部分订单结转影响。

图 7：公司毛利率与净利率（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

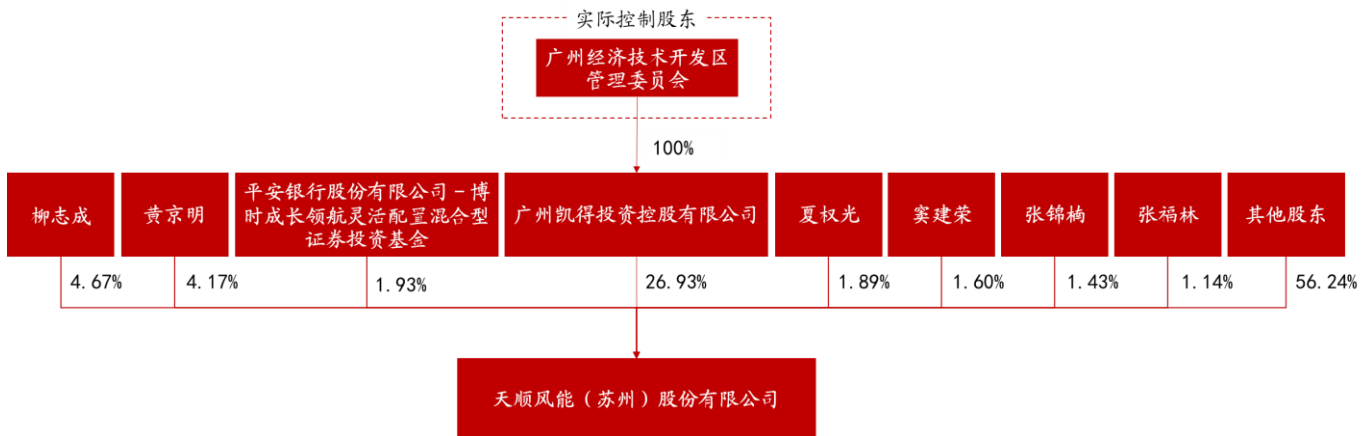
图 8：公司主营业务毛利率情况（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

广州经开区管理委员会实际控制，子公司布局助力综合稳健发展。公司原实际控制人柳志成、黄京明、张锦楠、夏权光、张福林五位境内自然人共持有公司 13.30%的股份，于 2022 年 7 月 20 日解除一致行动关系。截止 2022 年 9 月 30 日，公司现实际控制股东为广州经济技术开发区管理委员会，为广州市直属国企，通过广州凯得投资控股有限公司间接持股 26.93%。公司旗下直间接控股子公司共 33 家，子公司业务涵盖风力发电设备制造加工、风电和光伏发电，及新能源电站开发等。

图 9：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 1：公司主要子公司情况（截至 2022 年 9 月 30 日）

参控公司	持股比例(%)	注册资本(万元)	主营业务
南通泰胜蓝岛海洋工程有限公司	100.00	522.00	海洋工程与风力发电设备
朔州泰胜风能装备有限公司	70.00	50.00	工业制造
泰胜风能(嵩县)新能源开发有限公司	65.80	65.00	新能源电站的开发、建设、运营
开鲁县泰胜新能源开发有限公司	70.00	5.00	风力发电
通辽市泰胜新能源开发有限公司	70.00	5.00	风力发电
泰胜华南(珠海)风能设备有限公司	70.00	30.00	风电设备销售
浙江泰胜风能设备有限公司	100.00	10.00	通用设备制造及销售
大庆泰胜风能装备有限公司	100.00	80.00	风力发电

泰胜新能(唐山)新能源科技有限公司	70.00	8.00	新能源技术推广服务
泰胜风能(河北)电力销售有限公司	70.00	8.00	电力销售
扬州泰胜风能装备有限公司	100.00	500.00	工业制造
泰胜新能(天津)新能源有限公司	70.00	10.00	太阳能发电技术服务
泰胜新能源(湖北)有限公司	70.00	5.00	发电、输电、供电业务
平舆县泰胜新能源有限公司	70.00	5.00	新兴能源技术研发
新蔡县泰胜新能源有限公司	70.00	5.00	新兴能源技术研发
钦州泰胜新能源开发有限公司	100.00	20.00	发电业务、输电业务、供(配)电业务。
若羌泰胜风能装备有限公司	100.00	5.00	发电机及发电机组制造
新疆泰胜风能装备有限公司	100.00	30.00	工业制造
上海泰胜(东台)电力工程机械有限公司	100.00	35.00	工业制造
呼伦贝尔泰胜电力工程机械有限责任公司	100.00	75.00	工业制造

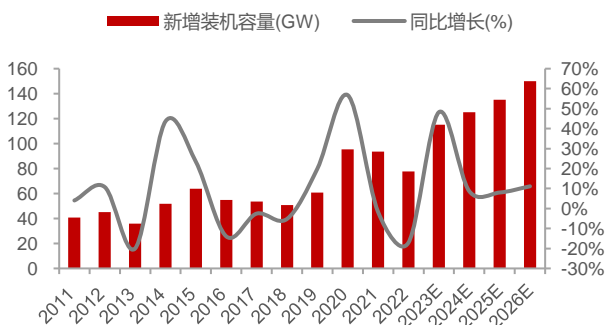
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2 大型化带动塔桩用量提升，码头资源壁垒属性明确

2.1 全球风电装机稳健增长，大型化及海风趋势提升塔筒桩基需求

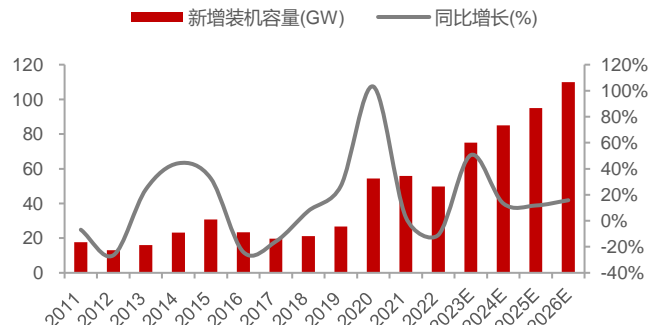
全球风电装机需求稳健增长。根据 GWEC 及 BNEF 数据，2020-2022 年全球风力发电新增装机容量分别达 95.30GW、93.60GW、77.60GW，同比增长分别为 56.74%、-1.78%、-17.09%；我们预期 2023-2025 年全球新增装机容量有望达 115.00GW、125.00GW、135.00GW，同比增长分别为 48.20%、8.70%、8.00%。根据 CWEA 数据，2020-2022 年我国风力发电新增吊装容量分别达 54.43GW、55.92GW、49.83GW，同比增长分别为 103.17%、2.74%、-10.89%。我们预期 2023-2025 年国内风电新增吊装容量有望达 75.00GW、85.00GW、95.00GW，同比增长分别为 50.51%、13.33%、11.76%。

图 10：全球风电新增装机容量及同比增长（单位：GW，%）



资料来源：GWEC，浙商证券研究所

图 11：我国风电新增装机容量及同比增长（单位：GW，%）

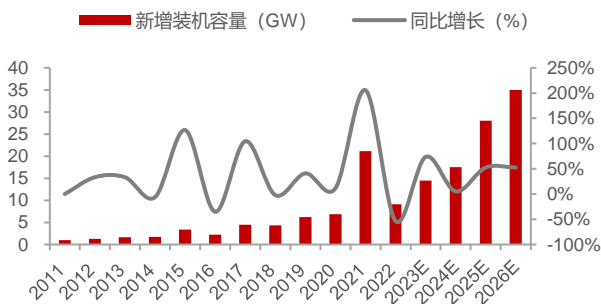


资料来源：CWEA，浙商证券研究所

全球海上风电需求打开，海上风电独立成长逻辑明确。根据 GWEC 数据，2020-2022 年全球新增海上风电装机容量分别达 6.90GW、21.10GW、9.10GW，同比增长分别为 11.29%、205.80%、-53.55%。我们预期 2023-2025 年全球新增海上风电装机量分别达 14.50GW、17.50GW、28.00GW，同比增长分别为 73.47%、5.29%、52.51%。根据 CWEA 数据，2020-2022 年我国新增海上风电吊装容量分别达 3.85GW、14.48GW、5.16GW，同比增长分别为

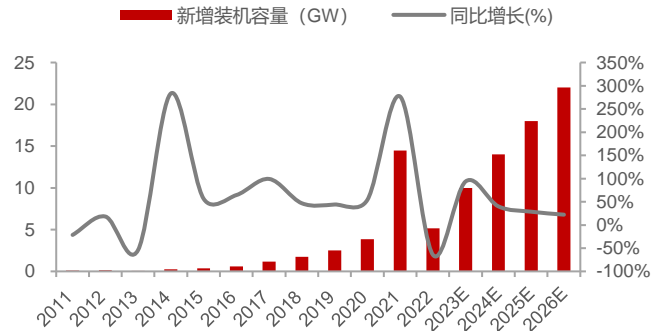
54.23%、276.59%、-64.36%。我们预期 2023-2025 年国内新增海上风电吊装量分别达 10.00GW、14.00GW、18.00GW，同比增长分别为 93.80%、40.00%、28.57%。

图 12：全球海上风电新增装机容量及同比（单位：GW，%）



资料来源：GWEC，浙商证券研究所

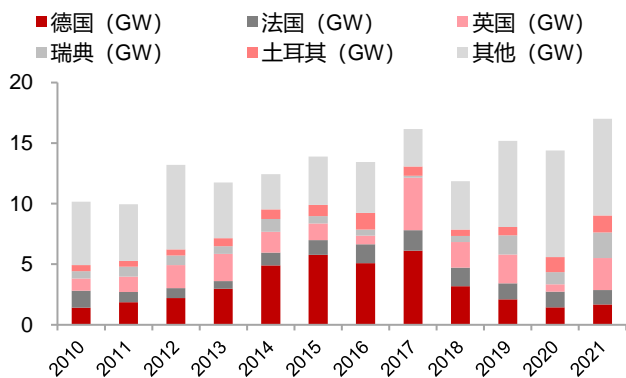
图 13：我国海上风电新增装机容量及同比（单位：GW，%）



资料来源：CWEA，浙商证券研究所

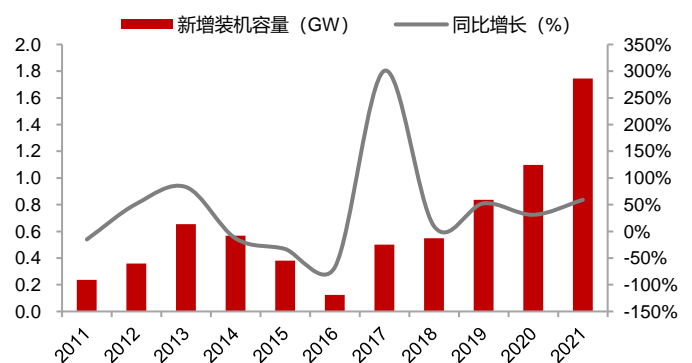
海外装机增长稳健，全球海上风电规划加速。2019-2021 年欧洲风电新增装机容量分别为 15.19GW、14.38GW、17.02GW，同比增长分别为 28.08%、-5.31%、18.31%。受俄乌能源危机影响，欧洲加大未来风电规划，欧盟预计在 2050 年将海上风电装机总量规划提升至 300GW。2019-2021 年澳大利亚风电新增装机容量分别为 0.84GW、1.10GW、1.75GW，同比增长分别为 52.46%、31.06%、59.07%。澳大利亚维多利亚州已提出 2032 年海上风电装机容量达到 2GW，2035 年达到 4GW，2040 年达到 9GW；新南威尔士州已有多个浮式海上风电规划。

图 14：欧洲风电新增装机容量（单位：GW，%）



资料来源：GWEC，浙商证券研究所

图 15：澳大利亚风电新增装机量及同比增长（单位：GW，%）

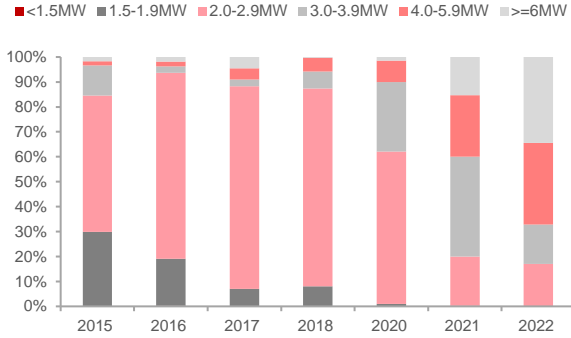


资料来源：GWEC，浙商证券研究所

受益风机大型化，塔筒高度和重量增加。根据 CWEA，2022 年国内新增装机功率小于 4.0MW、4.0-4.9MW、5.0-5.9MW、大于等于 6.0MW 的风电机组占比分别为 24.90%、24.80%、22.90%、27.40%，较 2021 年环比分别变化 -35.09pct、+8.27pct、+14.76pct、+12.13pct，大兆瓦比例显著提升。2020-2022 年陆上风机平均单机容量分别为 2.6MW、3.1MW、4.3MW，同比增加分别为 8.33%、19.23%、38.39%；海上平均风机单机容量分别为 4.9MW、5.6MW、7.4MW，同比增加分别为 16.67%、14.29%、32.50%。风机大型化趋

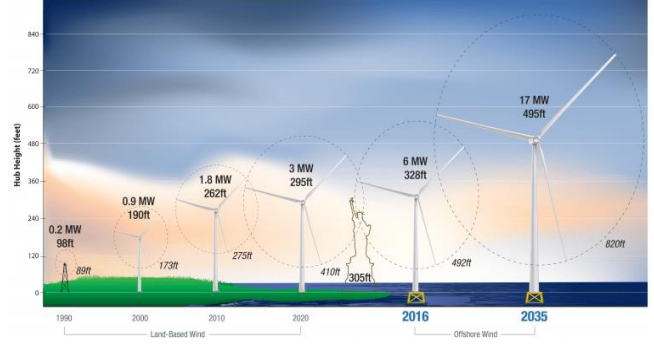
势明显，同时推动塔筒重量和高度增加；目前 5MW 机型轮毂高度约为 100-120 米，根据美国能源局预测，预计 17MW 机型的轮毂高度可达 150 米以上。

图 16：国内不同功率风电机组新增装机容量比例（单位：%）



资料来源：CWEA，浙商证券研究所

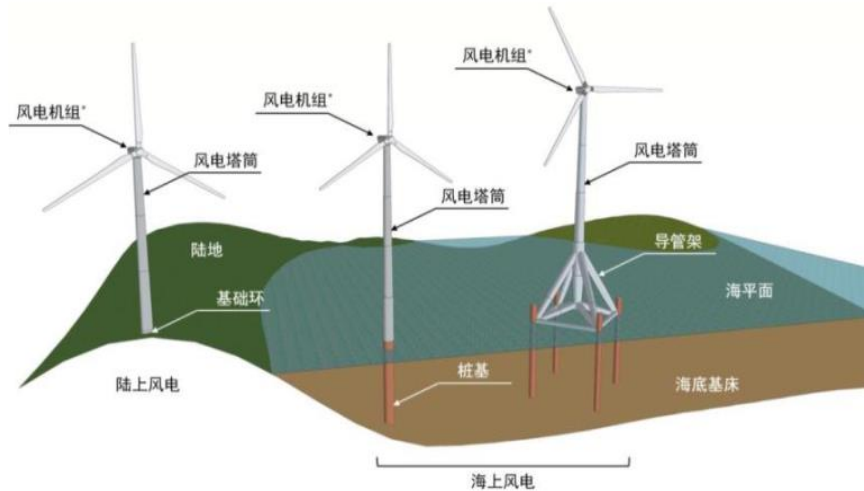
图 17：风电装机容量与轮毂高度变化趋势



资料来源：USDepartmentofEnergy，浙商证券研究所

海上风电新增桩基导管架用量，塔筒桩基价值量逐步提升。海上风电支撑基础包括风电塔筒、桩基和导管架，0-40 米水深海域海底支撑以单桩为主，40-60 米水深海域海底支撑以导管架为主，随着海上装机占比增加，国内风电逐步向深远海发展，市场对桩基、导管架用量需求增加，单台支撑结构造价将逐步增加。目前国内使用导管架的海上风电项目主要集中在广东、江苏等深水场址。

图 18：风电支撑结构示意图



资料来源：海力风电公告，浙商证券研究所

2026 年全球陆上塔筒总需求有望达 719 万吨，市场规模有望达 640 亿元。根据我们测算，2022 年全球陆上塔筒总需求约 543.84 万吨，对应市场规模约 697.61 亿元，由于原材料价格逐步下降带动塔筒价格有所下降，预计 2026 年全球陆上塔筒总需求有望达 719.32 万吨，对应市场规模约 639.68 亿元。

表 2：全球风电陆上塔筒市场需求测算（单位：GW、MW、吨、万吨、万元/吨、亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	
国际陆上 风电	新增装机容量 (GW)	41.83	36.03	35.50	36.50	30.00	37.00
	平均装机容量 (MW)	3.13	3.79	4.50	5.00	5.25	5.50
	塔简单套重量 (吨)	236.00	262.56	290.97	310.97	320.97	330.97
	国际市场需求 (万吨)	315.82	249.62	229.54	227.01	183.41	222.65
	塔简单吨价格 (万元/吨)	1.77	1.85	1.30	1.20	1.20	1.20
	国际市场规模 (亿元)	558.77	462.23	298.40	272.41	220.09	267.18
	新增装机容量 (GW)	41.44	44.67	65.00	71.00	77.00	88.00
国内陆上 风电	平均装机容量 (MW)	3.10	4.29	5.50	6.25	6.50	6.75
	塔简单套重量 (吨)	234.97	282.57	330.97	360.97	370.97	380.97
	国内市场需求 (万吨)	314.10	294.23	391.14	410.06	439.46	496.67
	塔简单吨价格 (万元/吨)	0.80	0.80	0.77	0.77	0.76	0.75
	国内市场规模 (亿元)	251.28	235.38	301.18	315.75	333.99	372.50
陆上塔筒需求合计 (万吨)	629.92	543.84	620.69	637.07	622.87	719.32	
陆上塔筒市场规模合计 (亿元)	810.05	697.61	599.59	588.16	554.08	639.68	

资料来源：GWEC、CWEA、采招网、公司公告、公司官网等，浙商证券研究所

2026 年全球海上塔筒桩基市场需求有望达 772 万吨，市场规模有望达 803 亿元。根据我们测算，2022 年全球海上塔筒及桩基市场需求为 180.67 万吨，对应市场规模为 245.75 亿元；随风电发展逐渐向深远海迈进，预期 2026 年全球海上塔筒及桩基市场需求达 772.40 万吨，预计 2022-2026 年四年 CAGR 为 43.79%；对应市场规模达 803.00 亿元，预期 2022-2026 年四年 CAGR 为 34.45%。

表 3：全球风电海上塔筒及桩基市场需求测算（单位：GW、MW、吨、万吨、万元/吨、亿元）

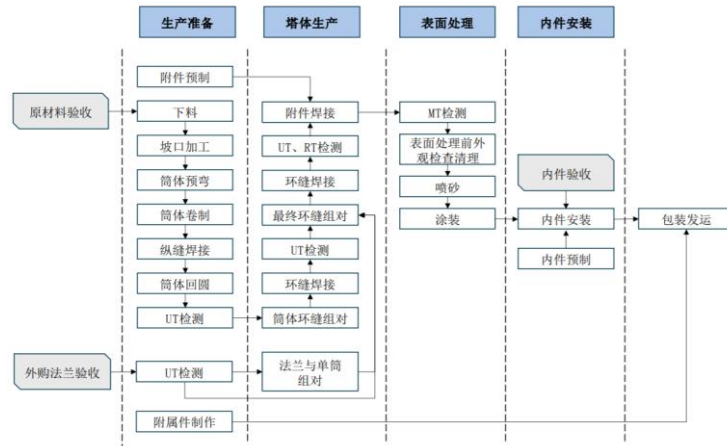
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	
国际海上 风电	新增装机容量 (GW)	4.20	3.94	4.50	3.50	10.00	13.00
	平均装机容量 (MW)	7.10	7.50	10.00	12.00	14.00	16.00
	海上塔筒单套重量 (吨)	394.97	410.97	510.97	590.97	670.97	750.97
	海上桩基单套重量 (吨)	1000.00	1080.00	1580.00	1980.00	2380.00	2780.00
	海上塔筒桩基需求 (万吨)	82.52	78.33	94.09	74.99	217.93	286.89
	海上塔筒桩基价格 (万元/吨)	1.89	1.87	1.40	1.37	1.34	1.32
	国际市场规模 (亿元)	155.96	146.47	131.73	102.88	293.02	378.03
国内海上 风电	新增装机容量 (GW)	14.48	5.16	10.00	14.00	18.00	22.00
	海上平均装机容量 (MW)	5.60	7.42	10.00	12.00	14.00	16.00
	海上塔筒单套重量 (吨)	334.97	407.77	510.97	590.97	670.97	750.97
	海上桩基单套重量 (吨)	700.00	1064.00	1580.00	1980.00	2380.00	2780.00
	海上塔筒桩基需求 (万吨)	267.61	102.35	209.10	299.95	392.27	485.51
	海上塔筒桩基价格 (万元/吨)	0.99	0.97	0.93	0.91	0.89	0.88
国内市场规模 (亿元)	264.94	99.28	194.46	273.37	350.36	424.97	
海上塔筒桩基需求合计 (万吨)	350.13	180.67	303.19	374.93	610.19	772.40	
海上塔筒桩基市场规模合计 (亿元)	420.90	245.75	326.19	376.25	643.38	803.00	

资料来源：GWEC、CWEA、采招网、公司公告、公司官网等，浙商证券研究所

2.2 大型化+海风趋势提升技术壁垒，基地区位布局竞争力凸显

大型化+海风趋势提升行业技术壁垒。大型化趋势下，塔筒高度提升提高结构强度要求；塔筒桩基整体重量与用量有所增加。相比陆上风电，海上风塔还会受到恶劣的海洋环境因素，如盐雾腐蚀、海浪荷载、台风等的影响，易造成塔筒结构刚度发生变化、基础加速沉降等，因此海上风电塔筒和桩基对焊接并行控制、机加工精度控制等环节要求更为严格。

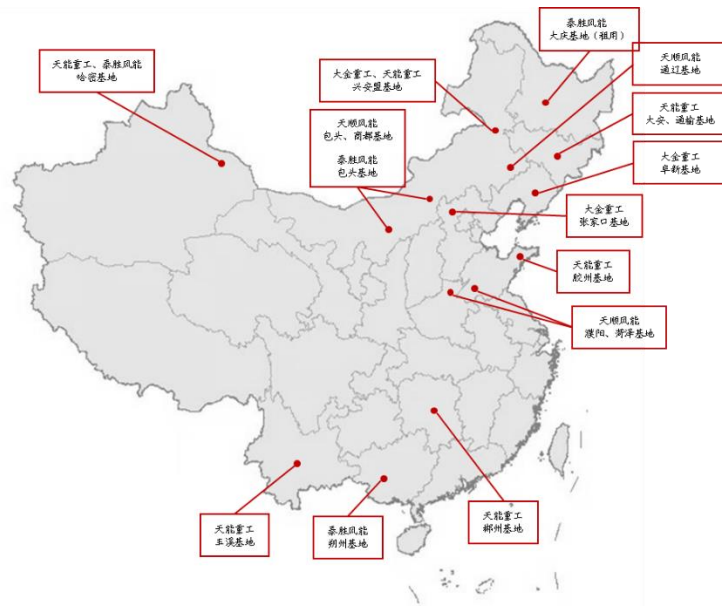
图 19：塔筒生产流程



资料来源：海力风电公告，浙商证券研究所

陆塔运输条件依赖性高，基地区位布局为重要竞争因素。陆塔属于大型钢结构件，机组大型化下塔筒重量和高度增加，使得塔筒运输存在一定难度，远距离运输很有可能无法实现产能覆盖，目前国内主要陆塔生产基地围绕九大清洁能源基地布局，缩短运输区间以优化成本结构。

图 20：国内陆上塔筒生产基地（部分）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

受海运区位与吊装能力影响，码头资源为海风产品核心竞争力。根据海力风电招股说明书，通过距离相近的自有码头运输单台桩基运费为 14.95 万元/套，其他地区运输单台桩基运费为 42.17 万元/套，自有码头能够显著降低公司海运成本。天顺风能在建射阳基地设有独用港池，通州湾、陆丰两大基地拥有独有码头；大金重工蓬莱基地拥有 10 万吨级专用泊位 2 个，3.5 万吨级对外开放泊位 1 个；泰胜风能以蓝岛码头为主要运输码头，设置海洋工程平台泊位和海工平台模块泊位各 2 个；海力风电拥有小洋口、通州湾两个码头，并积极在山东、海南等地持续布局。

表 4：主要海上塔筒桩基厂商当前自有码头情况

公司	码头	备注
天顺风能	射阳码头	与在建海风基地整合后拥有独用港池
	通州湾码头	
	陆丰码头	
大金重工	蓬莱码头	10 万吨级对外开放专用泊位 2 个，3.5 万吨级对外开放专用凹槽泊位 1 个
泰胜风能	蓝岛码头	设置海洋工程平台泊位和海工平台模块泊位各 2 个
海力风电	小洋口码头	
	通州湾码头	

资料来源：公司公告、公司官网，浙商证券研究所

风电装机景气高企，塔筒桩基行业加速产能布局投资。随风电装机需求增加海风发展趋势明显，塔筒桩基产业加大生产基地建设投资。2021 年主要塔筒生产企业产能已达 394 万吨，2022-2023 年主要塔筒桩基企业产能预计可达 488 万吨、683 万吨，同比增长分别为 23.85%、39.94%。海风产能布局投资增加，未来两年产能可实现释放，2022、2023 年海风塔筒等相关产品产能分别达 238 万吨、413 万吨，同比增长分别为 26.60%、73.53%。

表 5：2021-2023E 主要塔筒生产企业产能情况（单位：万吨）

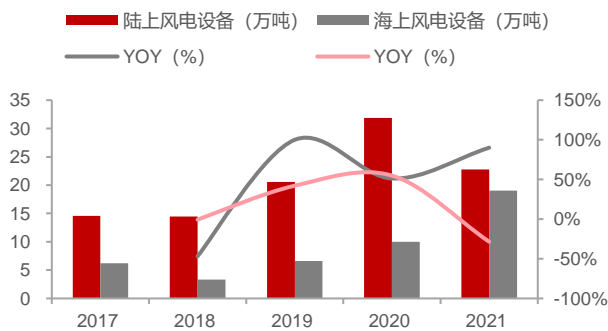
公司简称	产品类型	单位	2021	2022E	2023E
天顺风能 (考虑收购江苏长风后)	陆风产品	万吨	90	120	120
	海风产品	万吨	60	60	90
	合计	万吨	150	180	210
大金重工	海陆风产品	万吨	80	110	180
	陆风产品	万吨	35	35	35
	合计	万吨	55	55	80
泰胜风能	海风产品	万吨	20	20	45
	陆风产品	万吨	31	35	35
	合计	万吨	59	63	83
天能重工	海风产品	万吨	28	28	48
海力风电	海风产品	万吨	20	56	106
润邦股份	海风基础桩、导管架	万吨	30	30	30
合计		万吨	394	488	683

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

3 塔筒龙头加速产能基地布局，出海+海风双轮驱动增长

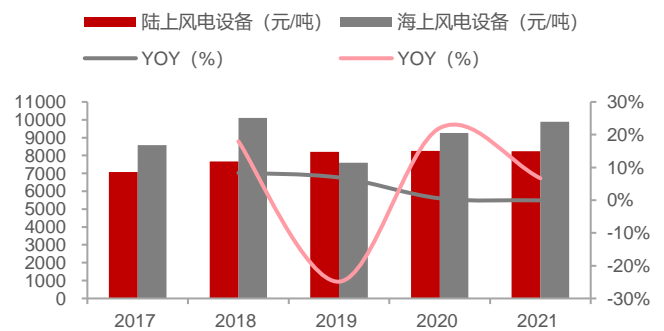
受益风电需求塔筒出货量稳健增长，单位价值量稳中有升。公司出货量较为稳健，受益海风装机需求海上风电装备增速较快。2019-2021 年公司海陆设备合计出货量分别为 27.19 万吨、41.89 万吨、41.82 万吨，同比增长分别达 52.96%、54.03%、-0.17%，其中海上风电设备出货量分别为 6.62 万吨、10.01 万吨、19.03 万吨，同比增长分别为 100.07%、51.29%、90.10%。2019-2021 年公司陆上风电设备单吨价格分别为 8204 元/吨、8250 元/吨、8246 元/吨，同比变动分别为 6.92%、0.56%、-0.05%；海上风电设备单吨价格分别为 7596 元/吨、9269 元/吨、9889 元/吨，同比变动分别为-24.87%、22.02%、6.68%。

图 21：公司风塔出货量与产量情况（单位：万吨、%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

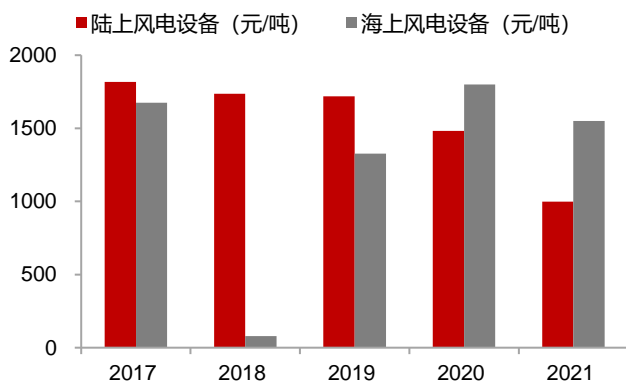
图 22：公司风塔单吨价格情况（单位：元/吨，%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

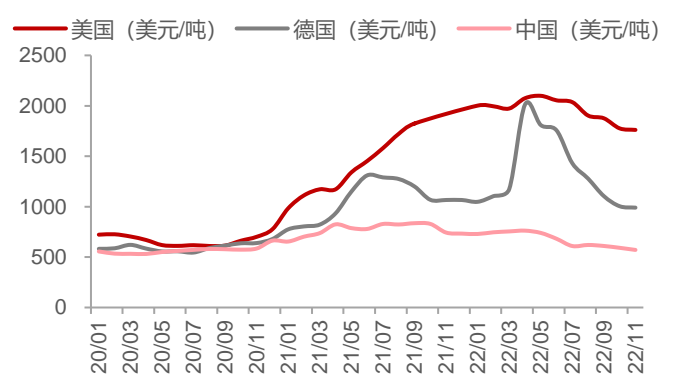
单吨毛利略有下降，随原材料价格下降盈利能力有望持续修复。塔筒定价采取成本加成模式，以赚取加工费为主要盈利来源。公司 2019-2021 年陆上风电塔筒及相关产品单吨毛利分别为 1718.67 元/吨、1481.99 元/吨、997.89 元/吨，单吨毛利略有下降，主要系疫情影响产品交付节奏及行业降本趋势影响。塔筒主要原材料系钢板，2022Q3 各地区中厚板价格呈现下降趋势，截至 2022 年 11 月，美国、德国与国内中厚板价格分别较年内价格高点下降 16.10%、50.80%、25.09%，公司盈利能力有望持续修复。

图 23：公司风电塔筒单吨毛利情况（单位：元/吨，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 24：各地区中厚板价格情况（单位：美元/吨）



资料来源：中国钢铁工业协会，浙商证券研究所

以江苏为核巩固业务基础，加速各地产能投建进度。为增加公司大型化产品产能，提高公司承接更多大型产品出口订单的能力，公司计划投资 20 亿元建设扬州泰胜风能装备有限公司，扬州基地规划的设计产能为 25 万吨，生产能力达到 8 米直径、50 米单段长度、260 吨单段重量，预计 2023H2 可实现投产。同时，扬州港生产基地能够有效释放其他沿海生产基地产能，有利于提升各个生产基地专业化程度。江苏、广东和辽宁地区为我国海上风电市场主要集中覆盖区域，公司围绕海运、出口较为便捷的上海、江苏等沿海地区布局海风和出口生产基地，有效吸收沿海各省海风项目规划释放的装机需求。公司实际控制人于 2022 年 6 月变更为广州经济技术开发区管理委员会，根据公告，公司对广东周边海上风电发展预期乐观，南方生产基地处于选址和落地阶段。

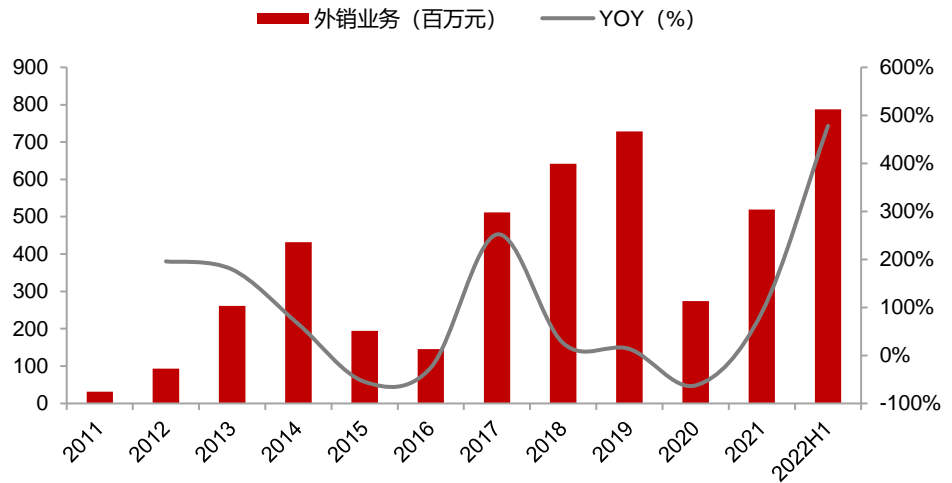
表 6：公司基地产能情况（单位：万吨，截至 2022 年 9 月 30 日）

	建设状态	是否兼顾出口	预计产能（万吨）
海上风电			
江苏启东基地	已投产	是	20
江苏扬州基地	正在建设	是	25
陆上风电			
上海金山基地	已投产	是	6
江苏东台基地	已投产	是	5
黑龙江大庆基地	已投产	否	5
内蒙古包头基地	已投产	否	5
新疆基地（哈密、木垒、吉木乃）	已投产	否	14
合计			80

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

澳洲反倾销税优势明确，出口有望稳步增长。塔筒出口售价主要以制造费用+海运费+反倾销税的方式确定，反倾销税是影响国内塔筒企业海外市场占有率的重要因素之一。公司出口项目主要位于澳大利亚、乌兹别克斯坦、加拿大、日本、智利、埃及等地，通过积极参反倾销应诉实现澳大利亚地区的风塔 0 反倾销税，同行业其他企业均为 10.90%。2019-2021 年外销业务实现营业收入分别为 7.29 亿元、2.74 亿元、5.19 亿元，同比增长 13.56%、-62.34%、89.22%，营收波动主要系抢装潮致出口产能分配下降，随扬州港投产后有望实现出口订单承接恢复。2022H1 公司实现外销 7.87 亿元，对应同比增长 478.09%，主要系国内海风需求下降产能部分转向出口订单，且主要地区如澳大利亚风电建设加速所致。

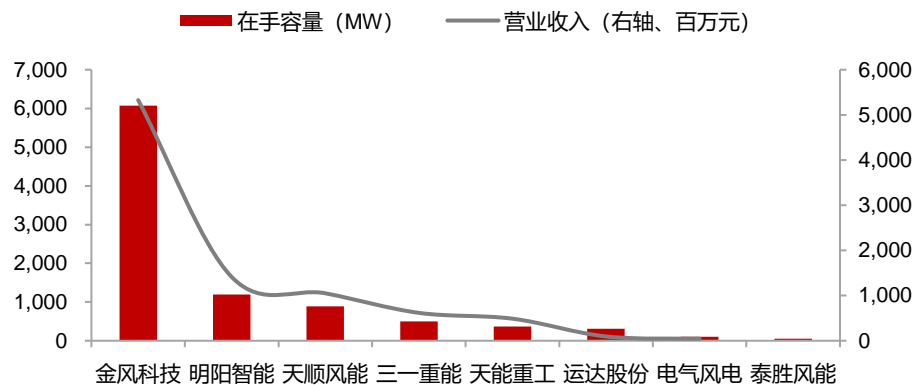
图 25：公司外销业务营收及同比增长情况（单位：百万元，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

延伸产业链扩张风电场业务，积极推进风资源开发。风电运营经济效益随大型化趋势有所提升，为实现业务增长多元化，上游风电企业积极布局风电场运营业务，加大风电场开发运营投入。代表企业如整机厂商包括金风科技、明阳智能、运达股份、三一重能、电气风电等，塔筒厂商如天顺风能、泰胜风能、天能重工等，均持有部分风电场运营资源。公司涉入风电场开发，打开新业务领域并开展产业转型规划。截止 2022H1 末，公司已持有嵩县分散式风电场 50MW，未来有望持续进行风电场建设。

图 26：2021 年上游风电企业在手风电场容量及风电运营营收（单位：MW，百万元）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

1、风电设备业务

公司风电设备业务可分为海上风电塔筒设备销售和陆上风电塔筒出口、内销。

(1) 海上风电设备

公司是国内重要海上风电塔筒桩基供应商之一，扬州港基地预计 2023 年下半年可实现海上风电塔筒订单承接。预计 2022-2024 年海上风电塔筒交付有望逐步增长，我们预测 2022-2024 年公司海上风电塔筒销售量分别为 8.00 万吨、15.00 万吨、30.00 万吨。随原材料价格下降 2023 年产品价格有一定下降，我们估计 2022-2024 年公司海风塔筒交付均价分别为 9435 元/吨、9000 元/吨、9000 元/吨；受 2022 年原材料价格高位影响，2023 年营业成本或有一定下降，我们预计 2022-2024 年公司海上风电塔筒交付营业成本分别为 7786 元/吨、7450 元/吨、7450 元/吨。

综上，预计 2022-2024 年公司海上风电塔筒业务营收分别为 7.55 亿元、13.50 亿元、27.00 亿元，同比增速分别为 -59.88%、78.85%、100.00%，毛利率分别为 17.48%、17.22%、17.22%。

(2) 陆上风电设备

公司历史交付业绩稳定，具备从海外整机厂商获得稳定订单的实力。预期全球风电装机需求将逐步释放，我们预测 2022-2024 年公司陆上风电塔筒销售量分别为 29.00 万吨、45.00 万吨、55.00 万吨。随扬州港产能释放，出口销量持续增加，陆上风电塔筒销量中出口销售量分别为 18.00 万吨、25.00 万吨、30.00 万吨。随着风电平价趋势，预计陆塔交付均价将缓慢下降，我们估计 2022-2024 年公司陆风塔筒交付均价分别为 8347 元/吨、7718 元/吨、7318 元/吨。2022 年原材料价格处于高位，预期公司后续营业成本有望下降，我们估计 2022-2024 年公司陆上塔筒交付平均营业成本分别为 7013 元/吨、6456 元/吨、6000 元/吨。

综上，预计 2022-2024 年公司陆上风电塔筒营收分别为 24.21 亿元、35.00 亿元、40.25 亿元，同比增速分别为 28.80%、44.59%、15.00%，毛利率分别为 15.98%、17.00%、18.01%。

2、风力发电业务

公司依托产业链地位，纵向拓展延伸风电产业链布局风场运营。风电场运营前期投入及建设周期较长，我们预计 2023-2024 年公司持有风电场规模维持在 50MW。

综上，预计 2023-2024 年公司风力发电业务营收稳定在 0.25 亿元；预计毛利率稳定为 65.00%。

3、其他业务

其他业务主要系租金、部分废料售卖及其他产业链相关业务。我们预计 2022-2024 年公司其他业务分别为 0.70 亿元、0.50 亿元、0.50 亿元，毛利率分别为 36.38%、60.00%、60.00%。

表 7：泰胜风能业务拆分表（单位：百万元、%）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	3852.69	3245.77	4925.00	6800.00
YOY (%)	6.90%	-15.75%	51.74%	38.07%
营业成本（百万元）	3225.19	2682.14	4051.25	5563.75
毛利（百万元）	627.51	563.63	873.75	1236.25
毛利率 (%)	16.29%	17.37%	17.74%	18.18%
海上风电设备业务				
营业总收入（百万元）	1881.49	754.84	1350.00	2700.00
YOY (%)	102.80%	-59.88%	78.85%	100.00%
营业成本（百万元）	1586.60	622.88	1117.50	2235.00
毛利（百万元）	294.89	131.95	232.50	465.00
毛利率 (%)	15.67%	17.48%	17.22%	17.22%
陆上风电设备业务				
营业总收入（百万元）	1879.29	2420.56	3500.00	4025.00
YOY (%)	-28.54%	28.80%	44.59%	15.00%
营业成本（百万元）	1607.12	2033.65	2905.00	3300.00
毛利（百万元）	272.17	386.91	595.00	725.00
毛利率 (%)	14.48%	15.98%	17.00%	18.01%
风力发电业务				
营业总收入（百万元）			25.00	25.00
YOY (%)			0.00%	0.00%
营业成本（百万元）			8.75	8.75
毛利（百万元）			16.25	16.25
毛利率 (%)			65.00%	65.00%
其他业务				
营业总收入（百万元）	91.91	70.38	50.00	50.00
YOY (%)	98.90%	-23.43%	-28.95%	0.00%
营业成本（百万元）	31.46	44.78	20.00	20.00
毛利（百万元）	60.45	25.60	30.00	30.00
毛利率 (%)	65.77%	36.38%	60.00%	60.00%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2 估值与投资建议

公司为国内塔桩龙头，出海+海风业务共振驱动公司增长。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 2.32 亿元、4.66 亿元、6.01 亿元；22-24 年归母净利润 CAGR 为 61%；对应 EPS 分别为 0.25 元、0.50 元、0.64 元；对应 PE 分别为 35、17、13 倍。

我们选取受益海上风电行业增速的海力风电、东方电缆、恒润股份为行业可比公司，2023 年行业平均 PE 为 21X，综合考虑公司业绩成长性和安全边际，我们给予公司 2023 年 PE 估值 21 倍，对应当前市值有 23% 上涨空间；首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：泰胜风能可比公司估值表（单位：亿元，截至 2023 年 4 月 13 日）

代码	简称	最新价 2023/4/13	归母净利润(亿元)				EPS (元/股)				PE			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
301155.SZ	海力风电	77.17	11.13	2.02	7.05	10.48	5.12	0.93	3.24	4.82	15	83	24	16
603606.SH	东方电缆	45.31	11.89	8.42	16.14	20.41	1.73	1.22	2.35	2.97	26	37	19	15
603985.SH	恒润股份	20.86	4.42	1.54	4.88	7.64	1.00	0.35	1.11	1.73	21	83	20	12
均值											21	68	21	15
300129.SZ	泰胜风能	8.64	2.59	2.32	4.66	6.01	0.28	0.25	0.50	0.64	31	35	17	13

资料来源：WIND，浙商证券研究所

5 风险提示

风电装机不及预期：公司为国内风电塔筒桩基供应商，业务收到风电行业装机波动影响。如风电行业装机不及预期，可能对公司业务产生负面影响。

原材料价格波动：塔筒销售为风电产业链下游环节，产业链主要原材料包括钢铁、法兰等。如原材料价格出现大幅波动，可能对公司业绩产生负面影响。

产品销售价格波动：随风电项目全面平价，塔筒价格有所下降。如塔筒桩基销售价格在未来持续下降，可能对公司业绩产生负面影响。

新能源发电项目建设不及预期：公司新能源发电业务系风电运营的投资收益。如风电场项目建设进度不及预期，可能对公司业绩产生负面影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4566	4743	5703	6914
现金	674	1688	1490	1205
交易性金融资产	146	271	228	215
应收账款	1988	1212	1884	2634
其它应收款	17	15	19	29
预付账款	31	26	39	54
存货	1510	1218	1728	2502
其他	201	313	314	276
非流动资产	1240	1617	2530	3398
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	730	941	1279	1769
无形资产	218	206	195	183
在建工程	36	268	845	1230
其他	256	202	210	216
资产总计	5806	6360	8233	10312
流动负债	2855	2288	3240	4266
短期借款	35	0	0	0
应付款项	2410	1682	2691	3648
预收账款	0	0	0	0
其他	410	606	549	618
非流动负债	173	44	546	1048
长期借款	0	0	500	1000
其他	173	44	46	48
负债合计	3028	2332	3785	5314
少数股东权益	20	20	20	16
归属母公司股东权	2758	4008	4428	4982
负债和股东权益	5806	6360	8233	10312

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(13)	586	286	253
净利润	254	232	466	598
折旧摊销	77	64	92	133
财务费用	12	(72)	(14)	10
投资损失	(1)	0	0	0
营运资金变动	244	57	259	290
其它	(599)	305	(517)	(777)
投资活动现金流	61	(623)	(951)	(983)
资本支出	(77)	(500)	(1000)	(1000)
长期投资	2	(2)	1	0
其他	135	(121)	48	17
筹资活动现金流	(54)	1051	467	444
短期借款	35	(35)	0	0
长期借款	0	0	500	500
其他	(89)	1086	(33)	(56)
现金净增加额	(7)	1014	(198)	(285)

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3853	3246	4925	6800
营业成本	3225	2682	4051	5564
营业税金及附加	16	16	20	27
营业费用	21	16	20	34
管理费用	125	130	148	218
研发费用	188	130	197	272
财务费用	12	(72)	(14)	10
资产减值损失	(9)	6	0	0
公允价值变动损益	14	(92)	0	0
投资净收益	1	0	0	0
其他经营收益	19	15	35	19
营业利润	289	272	538	694
营业外收支	(2)	(1)	(1)	(1)
利润总额	288	271	537	693
所得税	34	39	71	96
净利润	254	232	466	598
少数股东损益	(5)	0	0	(4)
归属母公司净利润	259	232	466	601
EBITDA	356	318	615	836
EPS (最新摊薄)	0.28	0.25	0.50	0.64

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	6.90%	-15.75%	51.74%	38.07%
营业利润	-32.66%	-5.91%	97.77%	29.03%
归属母公司净利润	-25.87%	-10.35%	101.18%	28.95%
获利能力				
毛利率	16.29%	17.37%	17.74%	18.18%
净利率	6.58%	7.15%	9.47%	8.79%
ROE	9.64%	6.81%	11.00%	12.73%
ROIC	8.44%	5.43%	9.22%	10.13%
偿债能力				
资产负债率	52.16%	36.67%	45.98%	51.53%
净负债比率	1.32%	0.07%	13.27%	18.88%
流动比率	1.60	2.07	1.76	1.62
速动比率	1.07	1.54	1.23	1.03
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.53	0.67	0.73
应收账款周转率	2.32	2.00	3.01	2.90
应付账款周转率	5.73	4.07	6.19	5.76
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.25	0.50	0.64
每股经营现金	(0.01)	0.63	0.31	0.27
每股净资产	3.84	4.29	4.74	5.33
估值比率				
P/E	31.24	34.85	17.32	13.43
P/B	2.25	2.02	1.82	1.62
EV/EBITDA	16.85	19.29	11.19	9.18

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>