

# 风电行业景气上行，塔架领先企业扬帆起航

## 泰胜风能(300129)

### ► 23Q1 收入盈利同比提升，业务毛利率创单季度新高

23Q1 公司实现营业收入 8.05 亿元，同比+44.4%，环比-19.84%；实现扣非归母净利 0.74 亿元，同比+38.66%，环比+273.61%。23Q1 整体实现销售毛利率 22.13%，同比+7.1pct，创 21 年以来单季度新高。

### ► 风机塔架领先企业，产能持续布局有力支撑产品交付

公司深耕风电行业多年，是风机塔架行业领先企业。公司产能布局包括：1) 东部沿海：上海，江苏东台，江苏启东，江苏扬州预计今年年中投产；2) “三北”地区：黑龙江大庆，内蒙古包头，新疆哈密、木垒、吉木乃，新疆若羌预计今年年中投产；3) 华南地区：广西钦州；4) 南方生产基地：正全力开展基地选址工作。主营业务方面，22 年塔架销售约 37 万吨，23 年伴随行业景气度提升及产能扩张，产量目标同比有较大增加。其他业务方面，公司布局风电场，有利于制造与运营业务协同发展。

### ► 在手订单充沛，客户资源优质

截至 23Q1 末，公司在执行及待执行订单共计 35.88 亿元，充沛在手订单及优质客户资源为公司后续产品交付奠定基础。

### 投资建议

公司作为风机塔架领域领先企业，充分抓住风电行业景气周期，积极增扩塔筒、管桩、导管架、升压站平台等海上和陆上风电塔架产能，同时布局风电场业务，持续扩张制造及运营领域版图。我们预计 23-25 年公司收入为 55.13/73.95/92.76 亿元，同比+76%/+34%/+25%。预计 23-25 年归母净利润为 5.28/7.28/9.38 亿元，同比+92%/+38%/+29%，相应 EPS 分别为 0.56/0.78/1.00 元，以 23 年 5 月 5 日收盘价 9.29 元计算，当前股价对应 PE 分别为 16/12/9 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

风电行业下游装机需求不及预期；原材料价格波动风险；塔筒加工费下降超预期；产能扩张进程不及预期；产品出口不及预期以及海外政策风险等。

### 盈利预测与估值

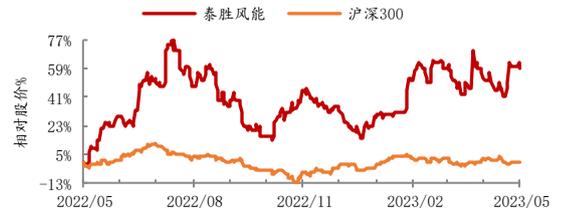
财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,853	3,127	5,513	7,395	9,276
YoY (%)	6.9%	-18.8%	76.3%	34.1%	25.4%
归母净利润(百万元)	259	275	528	728	938
YoY (%)	-25.9%	6.3%	92.0%	37.9%	28.8%
毛利率 (%)	16.3%	18.4%	19.1%	19.0%	19.3%
每股收益(元)	0.36	0.33	0.56	0.78	1.00
ROE	9.4%	6.8%	11.4%	13.5%	14.7%
市盈率	25.84	28.56	16.45	11.93	9.26

资料来源：wind、华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级：增持  
上次评级：首次覆盖  
目标价格：  
最新收盘价：9.29

股票代码：300129  
52 周最高价/最低价：10.30/5.77  
总市值(亿)：86.85  
自由流通市值(亿)：54.76  
自由流通股数(百万)：589.42



### 分析师：杨睿

邮箱：yangrui2@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520050003  
联系电话：010-5977 5338

### 分析师：耿梓瑜

邮箱：gengzy@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120522120002  
联系电话：010-5977 5370

## 正文目录

1、23Q1 收入盈利同比提升，业务毛利率创单季度新高 .....	3
2、风机塔架领先企业，产能持续布局有力支撑后续产品交付 .....	4
3、在手订单充沛，客户资源优质 .....	5
4、投资建议 .....	6
5、风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1 2017-2023Q1 营业收入及同比增速（亿元） .....	3
图 2 2017-2023 Q1 归母净利润及同比增速（亿元） .....	3
图 3 2017Q1-2023Q1 公司单季度综合毛/净利率（%） .....	4
图 4 2018-2022 分产品毛利率（%） .....	4
图 4 截至 23Q1 末按产品分类订单结构 .....	6
图 5 截至 23Q1 末国内外订单结构 .....	6
图 6 可比公司估值 .....	6

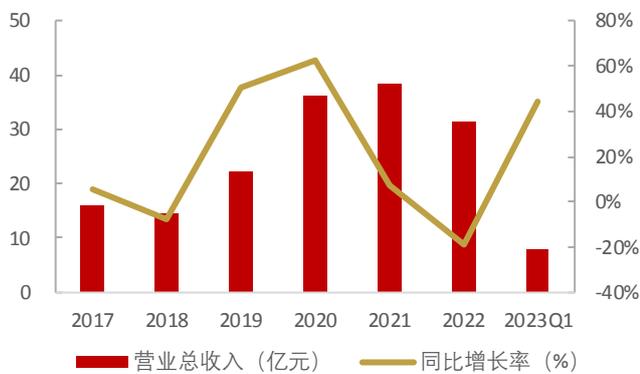
## 1、23Q1 收入盈利同比提升，业务毛利率创单季度新高

近日，公司发布 2022 年报及 2023 年一季报：

**22 年公司营业收入有所下滑，海风业务收入下滑明显。**2022 年公司实现营业收入 31.27 亿元，同比-18.84%；实现归母净利润 2.75 亿元，同比+6.33%；实现扣非归母净利润 1.92 亿元，同比-17.14%。分业务板块收入看，22 年公司陆上风电装备类产品实现营业收入 26.66 亿元，同比+41.84%；受国内海上风电市场 22 年处于调整期影响，公司海上风电装备类产品实现收入 3.95 亿元，同比-79%。

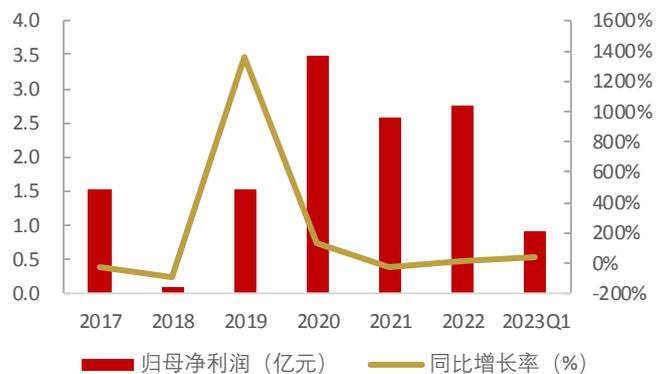
**23Q1 受益风电市场景气度提升，陆上风电收入同比增长。**2023 年一季度，公司实现营业收入 8.05 亿元，同比+44.4%，环比-19.84%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比+45.13%，环比-16.39%；实现扣非归母净利 0.74 亿元，同比+38.66%，环比+273.61%。

图 1 2017-2023Q1 营业收入及同比增速（亿元）



资料来源：wind、华西证券研究所

图 2 2017-2023 Q1 归母净利润及同比增速（亿元）

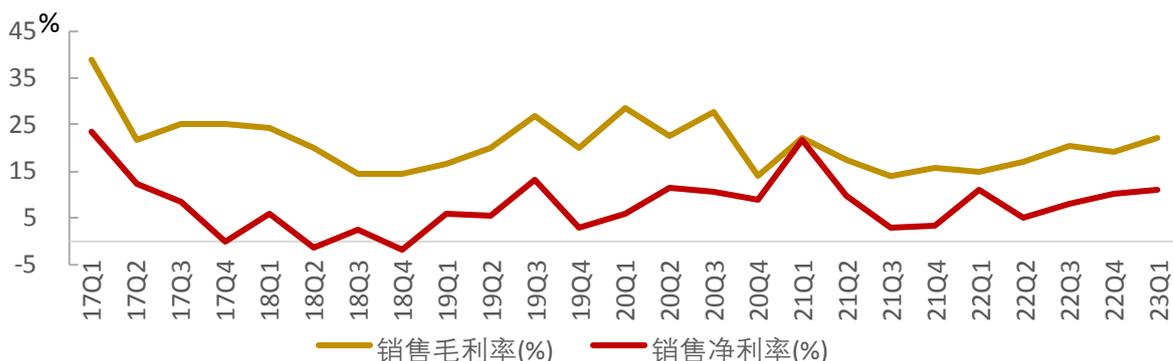


资料来源：wind、华西证券研究所

**23Q1 毛利率创两年来单季度新高，盈利能力同环比提升。**23Q1 公司整体实现销售毛利率 22.13%，同比+7.1pct，创 21 年以来单季度新高。销售净利率来看，23Q1 实现整体业务净利率 11.09%，为自 21Q2 以来的单季度最高水平，公司盈利能力同环比提升。

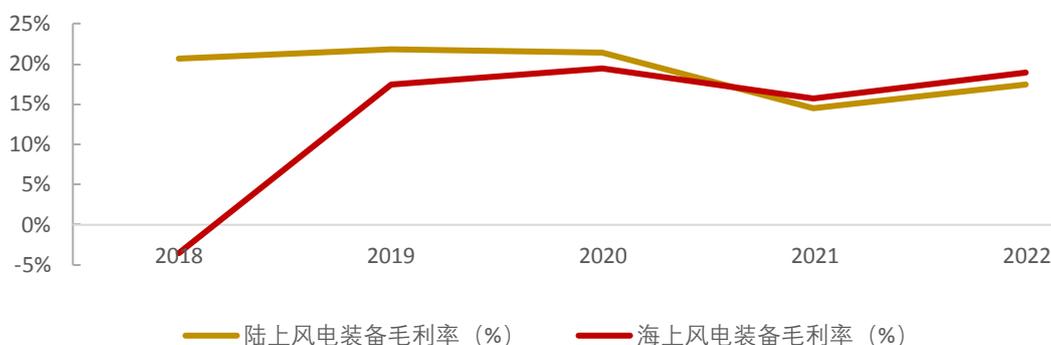
**分产品结构来看，海风和陆风产品毛利率均同比小幅修复。**2022 年陆上风电装备产品毛利率 17.33%，同比+2.85pct；海上风电装备产品毛利率 18.80%，同比+3.13pct，均相对 2021 年小幅提升。

图 3 2017Q1-2023Q1 公司单季度综合毛/净利率 (%)



资料来源: wind、华西证券研究所

图 4 2018-2022 分产品毛利率 (%)



资料来源: wind、华西证券研究所

## 2、风机塔架领先企业，产能持续布局有力支撑后续产品交付

公司深耕风电行业多年，是风机塔架行业领先企业。上海泰胜风能装备股份有限公司成立于 2001 年 4 月 13 日，是国内早批专业从事风机塔架制造的公司。公司主营陆上与海上风力发电装备及海洋工程装备制造、销售等业务。风力发电设备业务方面，主要产品为自主品牌的陆上风电塔架和海上风电塔筒、导管架、管桩、升压站平台及相关辅件、零件；海洋工程设备业务方面，主要产品为海洋工程平台相关辅件、零件以及用于海洋工程各类钢结构件。根据 4 月 28 日公告的投资者关系活动记录表，目前公司海上风电产品主要在泰胜蓝岛进行生产，其主要定位于塔筒、管桩的量产，辐射江苏、山东、浙江等市场；同时，也会开展导管架、升压站平台等产品的生产以及新工艺、新产品的研发试制。

生产基地广泛布局，积极规划海风产能。根据公司 2023 年 4 月 28 日在投资者关系活动记录表的披露，公司各基地产能如下：

- 东部沿海地区：上海 6 万吨，江苏东台 5 万吨，江苏启东（蓝岛）20 万吨，另有江苏扬州 25 万吨预计今年年中投产；

- “三北”地区：黑龙江大庆 5 万吨，内蒙古包头 5 万吨，新疆哈密 11 万吨，新疆木垒 3 万吨，新疆阿勒泰吉木乃 3 万吨，另有新疆若羌 3 万吨预计今年年中投产；
- 华南地区：广西钦州 5 万吨；
- 南方生产基地：公司正全力开展基地选址工作。未来，公司南方生产基地主要面向广东等市场，计划侧重于导管架、管桩等产品，同时加强深远海基础装备工艺的研发。

**22 年塔架销售约 37 万吨，23 年伴随行业景气度提升及产能扩张，产量目标同比有较大增加。**22 年公司海上风电装备产品销售 5.83 万吨，相较 21 年下滑 69.35%，主要受 21 年海风抢装影响及 22 年海风装机不及预期影响，海风产品发货量下滑明显；陆风装备销售 31.43 万吨，同比增长 37.9%，主要系海外陆上风电发展态势良好，公司出口订单大幅增长，陆上产能有效释放。根据 22 年报公司经营计划，在国内外风电尤其是海上风电和新疆等区域陆上风电需求上涨、市场回暖的前提背景下，考虑到公司扬州生产基地即将投产和新疆区域生产基地扩张有望带来一定的产能提升，及公司现有订单较为充裕等实际情况，公司 2023 年度的塔筒业务（含其他海上风电及海洋工程装备）总产量目标力争达到 70 万吨。23 年产量目标相比 2022 年度有较大增加，我们预计公司 23 年出货量也有望相应提升。

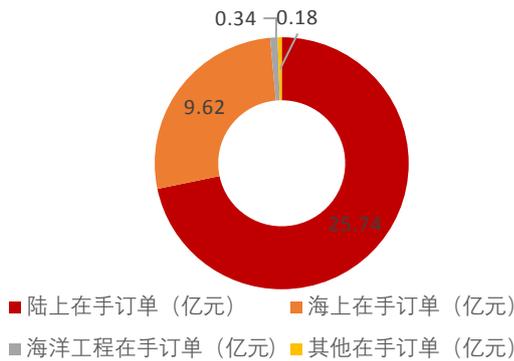
**布局风电场业务。**控股子公司嵩县泰胜自有的嵩县 50MW 分散式风电场于 2021 年底并网发电，2022 年度发电量超 6800 万 kWh。嵩县项目的布局实现了公司风电场从无到有的突破，公司经营业务朝多元化方向迈进。2022 年度公司在广西等地新设项目公司，开展风电项目前期工作。公司对产业链上下游的纵向布局，利于后续制造与运营业务的协同发展。

### 3、在手订单充沛，客户资源优质

**在手订单充沛，为后续产品交付奠定基础。**根据公司公告披露，截至 2023 年一季度末，公司在执行及待执行订单共计 35.88 亿元。从订单结构来看，截至 2023 年一季度末陆上/海上/海洋工程和其他在手订单分别为 25.74/9.62/0.34/0.18 亿元，陆上及海上订单为公司主要业务来源；从国内和海外看，海外/国内在手订单分别为 8.88/27.01 亿元。

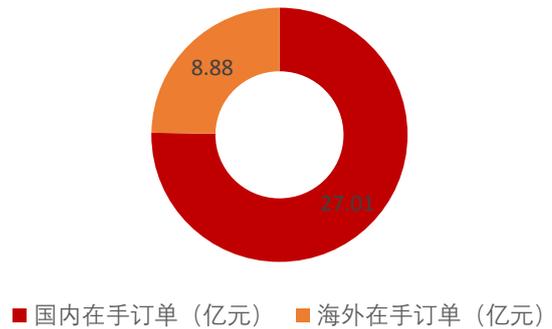
**客户资源优质。**公司先后与 Vestas、西班牙歌美飒集团（Gamesa）、美国通用电气集团（GE Wind）、株式会社日本制钢所（JSW）、金风科技、中国华能集团、中广核集团、大唐集团、中国节能环保集团、三峡集团、中交集团、河北建投集团等中外知名企业建立了紧密的合作关系，持续更新并维护了 Vestas、日立、金风科技多家国内外知名企业的供应商认证，已连续多年获得金风科技质量信用评价 5A 级供应商称号。

图 5 截至 23Q1 末按产品分类订单结构



资料来源：公司公告、华西证券研究所  
注：以上为在执行及待执行订单

图 6 截至 23Q1 末国内外订单结构



资料来源：公司公告、华西证券研究所  
注：以上为在执行及待执行订单

## 4、投资建议

公司作为风机塔架领域领先企业，充分抓住风电行业景气周期，积极增扩塔筒、管桩、导管架、升压站平台等海上和陆上风电塔架产能，同时布局风电场业务，持续扩张制造及运营领域版图。我们预计风电行业景气周期上行背景下，伴随公司产能基地建成投产及在手订单陆续交付，未来公司有望持续保持风电塔架行业优势地位。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 55.13/73.95/92.76 亿元，同比分别 +76.3%/+34.1%/+25.4%。预计 23-25 年归母净利润分别为 5.28/7.28/9.38 亿元，同比分别 +92%/+37.9%/+28.8%，相应 EPS 分别为 0.56/0.78/1.00 元，以 23 年 5 月 5 日收盘价 9.29 元计算，当前股价对应 PE 分别为 16/12/9 倍，参考国内风电塔架领域可比公司大金重工、海力风电、天顺风能，考虑公司在行业中的领先地位和出货量提升带来的公司业绩增长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 7 可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002487.SZ	大金重工	29.02	2.16	3.61	2.61	13.46	8.05	11.10
301155.SZ	海力风电	73.00	3.51	5.75	7.65	20.77	12.70	9.54
002531.SZ	天顺风能	13.99	0.96	1.36	1.72	14.62	10.27	8.11
平均值						16.28	10.34	9.58

资料来源：Wind、华西证券研究所

注：大金重工、海力风电和天顺风能相关数据来自 Wind 一致预期，PE 以 2023 年 5 月 5 日收盘价计算。

## 5、风险提示

- 1、风电行业下游装机需求不及预期。
- 2、原材料价格波动风险。
- 3、塔筒加工费下降超预期。
- 4、产能扩张进程不及预期。
- 5、产品出口不及预期以及海外政策风险等。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,127	5,513	7,395	9,276	净利润	270	528	728	938
YoY (%)	-18.8%	76.3%	34.1%	25.4%	折旧和摊销	98	67	79	93
营业成本	2,552	4,459	5,989	7,488	营运资金变动	-628	567	-629	-365
营业税金及附加	13	23	31	38	经营活动现金流	-296	1,180	205	709
销售费用	19	32	42	52	资本开支	-70	-220	-380	-500
管理费用	134	232	307	382	投资	1	0	0	0
财务费用	-13	-14	-34	-22	投资活动现金流	-224	-220	-380	-499
研发费用	157	248	329	404	股权募资	1,081	0	0	0
资产减值损失	-10	0	0	0	债务募资	88	220	300	400
投资收益	0	1	1	1	筹资活动现金流	1,143	202	271	356
营业利润	298	581	802	1,033	现金净流量	593	1,157	92	561
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	298	581	802	1,033	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	27	54	74	95	<b>成长能力</b>				
净利润	270	528	728	938	营业收入增长率	-18.8%	76.3%	34.1%	25.4%
归属于母公司净利润	275	528	728	938	净利润增长率	6.3%	92.0%	37.9%	28.8%
YoY (%)	6.3%	92.0%	37.9%	28.8%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.33	0.56	0.78	1.00	毛利率	18.4%	19.1%	19.0%	19.3%
					净利率	8.8%	9.6%	9.8%	10.1%
					总资产收益率 ROA	3.8%	5.2%	6.3%	6.5%
					净资产收益率 ROE	6.8%	11.4%	13.5%	14.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	1,273	2,502	2,643	3,254	流动比率	2.05	1.68	1.74	1.67
预付款项	50	82	108	120	速动比率	<b>1.32</b>	<b>1.16</b>	<b>1.19</b>	<b>1.15</b>
存货	1,803	2,284	2,540	3,076	现金比率	0.45	0.49	0.48	0.44
其他流动资产	2,630	3,762	4,367	5,782	资产负债率	43.4%	54.4%	52.9%	55.8%
流动资产合计	5,756	8,631	9,659	12,232	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.48	0.63	0.68	0.71
固定资产	763	820	974	1,221	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	209	203	197	190	每股收益	0.33	0.56	0.78	1.00
非流动资产合计	1,415	1,569	1,870	2,277	每股净资产	4.32	4.96	5.78	6.83
资产合计	7,172	10,199	11,529	14,509	每股经营现金流	-0.32	1.26	0.22	0.76
短期借款	126	246	396	596	每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	2,170	4,023	3,962	5,190	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	512	871	1,189	1,559	PE	28.56	16.45	11.93	9.26
流动负债合计	2,807	5,141	5,548	7,345	PB	1.66	1.87	1.61	1.36
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	306	406	556	756					
非流动负债合计	306	406	556	756					
负债合计	3,113	5,547	6,103	8,101					
股本	935	935	935	935					
少数股东权益	19	19	19	19					
股东权益合计	4,058	4,653	5,426	6,408					
负债和股东权益合计	7,172	10,199	11,529	14,509					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

杨睿，华北电力大学硕士，专注能源领域研究多年，曾任民生证券研究院院长助理、电力设备与新能源行业首席分析师。2020年加入华西证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师。

2021年新浪财经金麒麟电力设备与新能源行业新锐分析师第一名。

耿梓瑜，金融硕士，曾任东兴证券研究所电新行业研究员，2022年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。