

泰胜风能 (300129)

泰胜风能: Q2 业绩低于预期, 在手订单新高、H2 盈利有望修复

买入 (维持)

2023 年 08 月 27 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3,127	4,661	6,273	8,345
同比	-19%	49%	35%	33%
归属母公司净利润 (百万元)	275	410	613	801
同比	6%	49%	49%	31%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.29	0.44	0.66	0.86
P/E (现价&最新股本摊薄)	26.15	17.53	11.73	8.98

关键词: #业绩不及预期 #产能扩张

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年中报, 23H1 收入 16.7 亿元, 同增 30.6%, 其中 Q2 收入 8.7 亿元, 同环增 20.0/7.5%。23H1 归母净利润 1.2 亿元, 同增 17.9%; 扣非 1.0 亿元, 同降 14.0%, 其中 Q2 归母净利润 0.3 亿元, 同/环降 26.9/69.4%, 扣非 0.3 亿元, 同/环降 57.6/63.0%。23H1 销售毛/净利率 19.0/6.9%, 同比+2.8/-0.8pct, 其中 Q2 销售毛/净利率 16.1/3.1%, 环比-6.1/-8.0pct。业绩低于预期, 主要系 Q2: 1) 原材料成本较高, 2) 海上出货不及预期, 3) 出货结构较差, 4) 信用减值 0.26 亿所致。
- **23Q2 公司毛利率 16%、环比-6pct、23H2 开工饱满盈利有望修复。** 2023H1 公司塔架出货 19.93 万吨, 同比+40%, 其中海上 4.7-4.8/陆上 15 (其中出口 6-7) 万吨, 同比+353/+86 (-24)%, 受 2023H1 海风项目延滞, 海上出货不及预期。2023Q2 出货约 10.5 万吨, 同比/环比+31/14%, 其中海上 3.3-3.4/陆上 7 (出口 2) 万吨, 环比+138/+56 (-56) %。2023Q2 公司毛利率 16.1%, 环比-6pct, 主要系: 1) 陆风出口占比约环比-30pct, 而 2023H1 陆上外销毛利率 27% (内销 14%), 2) 盈利较弱的海上塔筒出货占比较高 (2023H1 海上毛利率 11.1%, 同比-18.6pct)。展望 2023H2, 行业开工提速, 公司目前开工率饱满+订单丰富, 我们预计 2023 年出货 60-65 万吨, 同比增加 60%+, 同时 2023Q2 下旬原材料降价将逐渐体现, 公司依托新疆布局+出口优势有望放大此收益, 带动整体盈利持续修复, 业绩向好!
- **在手订单创新高、产能持续释放。** 截至 2023H1, 在执行及待执行订单共计 48.5 亿元, 环比+35%, 创新高, 其中陆上 37.8/海上 10.2 亿元, 分别环比+47/6%。公司在挖掘现有国内布局产能的前提下, 做好中部、西部、南部市场的布局, 其中用于出口的扬州 25 万吨基地已于 23 年中建成投产, 形成陆上 35、出口 36、海上/出口 20 万吨的多维布局。此外, 公司积极推进南方基地+钦北 200MW 风场, 延伸风电价值链, 在风电行业景气周期中增强发展动能。
- **23Q2 费用率优化、现金流改善、存货增长为 23Q3 增产备货。** 2023Q2 期间费用率 8.8%, 环比-1.8pct, 主要系 2023Q2 汇兑收益+降低研发费用优化所致。2023Q2 信用减值 0.26 亿元, 主要是应收账款坏账减值。2023H1 存货 22 亿, 较年初增长 20%, 其中原材料和在产品较年初分别增长 46%/35%, 主要系为 2023Q3 增产备货。2023H1 经营活动现金流量净流出 2.2 亿元, 2023Q2 净流入 1.6 亿元, 同环比+5.3/+142%。2023H1 项目延滞, 行业开工低迷, 公司 2023Q2 经营活动现金流改善+存货增长预示开工逐渐回暖, 2023H2 有望持续改善并冲回部分应收账款减值。
- **盈利预测与投资评级:** 基于海风开工不及预期, 我们下调盈利预测, 我们预计 23-25 年归母净利润 4.1/6.1/8.0 亿元 (前值为 5.7/7.9/9.5 亿元), 同增 49%/49%/31%, 考虑公司南方基地落成有望持续优化海风出货结构, 给予 2023 年 25xPE, 目标价 11.0 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.69
一年最低/最高价	6.63/12.36
市净率(倍)	1.73
流通 A 股市值(百万元)	4,989.03
总市值(百万元)	7,189.38

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.45
资产负债率(% ,LF)	44.83
总股本(百万股)	934.90
流通 A 股(百万股)	648.77

相关研究

《泰胜风能(300129): 2022 年报及 2023 年一季报: Q1 业绩超预期, 23 年景气上行量利齐升》

2023-04-26

《泰胜风能(300129): 出货量增长, 吨毛利提升》

2019-10-30

图表目录

图 1: 2023H1 营业收入 16.7 亿元, 同比+30.64% (亿元, %)	3
图 2: 2023H1 归母净利润 1.18 亿元, 同比+17.93% (亿元, %)	3
图 3: 2023Q2 营业收入 8.65 亿元, 同比+20.00% (亿元, %)	4
图 4: 2023Q2 归母净利润 0.28 亿元, 同比-26.87% (亿元, %)	4
图 5: 2023H1 毛利率、归母净利率分别为 18.99%、7.09% (%)	4
图 6: 2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 16.07%、3.21% (%)	4
图 7: 2023H1 期间费用 1.61 亿元, 同比+67.35% (亿元, %)	5
图 8: 2023Q2 期间费用 0.76 亿元, 同比+73.46% (亿元, %)	5
图 9: 2023H1 期间费用率 9.66%, 同比+2.12pct (%)	5
图 10: 2023Q2 期间费用率 8.79%, 同比+2.71pct (%)	5
图 11: 2023Q2 经营活动现金净流入 1.6 亿元 (亿元, %)	6
图 12: 2023Q2 期末合同负债 4.81 亿元 (亿元)	6
图 13: 2023Q2 期末存货 21.61 亿元, 同比+36.09% (亿元, %)	6
图 14: 2023Q2 期末应收账款 18.89 亿元 (亿元)	6
表 1: 2023H1 收入 16.7 亿元, 同比增长 30.64%; 归母净利润 1.18 亿元, 同比增长 17.93% (单位: 亿元)	3

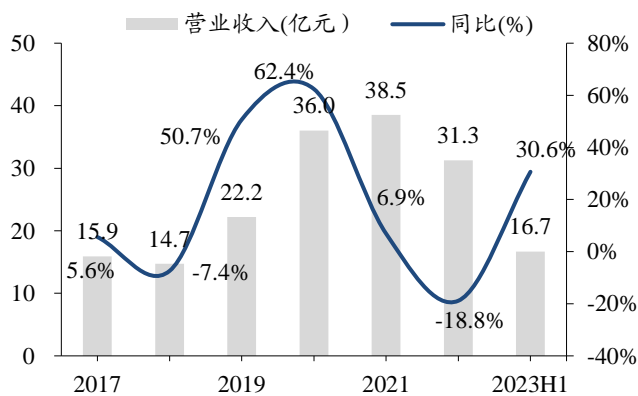
事件：公司发布 2023 年中报，23H1 收入 16.7 亿元，同增 30.6%，其中 Q2 收入 8.7 亿元，同环增 20.0/7.5%。23H1 归母净利润 1.2 亿元，同增 17.9%；扣非 1.0 亿元，同降 14.0%，其中 Q2 归母净利润 0.3 亿元，同/环降 26.9/69.4%，扣非 0.3 亿元，同/环降 57.6/63.0%。23H1 销售毛/净利率 19.0/6.9%，同比+2.8/-0.8pct，其中 Q2 销售毛/净利率 16.1/3.1%，环比-6.1/-8.0pct。业绩低于预期，主要系 Q2：1) 原材料成本较高，2) 海上出货不及预期，3) 出货结构较差，4) 信用减值 0.26 亿所致。

表1：2023H1 收入 16.7 亿元，同比增长 30.64%；归母净利润 1.18 亿元，同比增长 17.93%（单位：亿元）

泰胜风能	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	16.70	12.78	30.64%	8.65	7.21	20.00%	8.05	7.45%
营业成本	13.53	10.71	26.31%	7.26	5.97	21.52%	6.27	15.80%
毛利率	19.0%	16.2%	+2.78pct	16.1%	17.1%	-1.05pct	22.1%	-6.06pct
营业利润	1.37	1.17	16.74%	0.32	0.45	-29.31%	1.05	-69.69%
利润总额	1.37	1.17	16.77%	0.32	0.45	-29.65%	1.05	-69.61%
归属母公司净利润	1.18	1.00	17.93%	0.28	0.38	-26.87%	0.91	-69.40%
扣非归母净利润	1.01	1.18	-14.00%	0.27	0.65	-57.55%	0.74	-62.99%
归母净利率	7.1%	7.9%	-0.76pct	3.2%	5.3%	-2.05pct	11.3%	-8.05pct
扣非归母净利率	6.1%	9.2%	-3.15pct	3.2%	9.0%	-5.79pct	9.2%	-6.03pct
股本	9.35	9.35	-	9.35	9.35	-	9.35	-

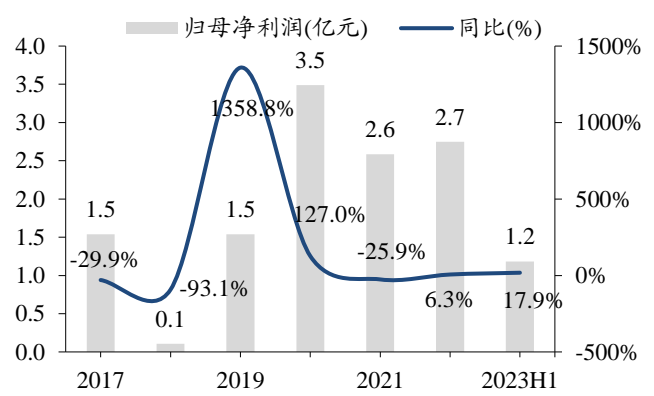
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：2023H1 营业收入 16.7 亿元，同比+30.64%（亿元，%）



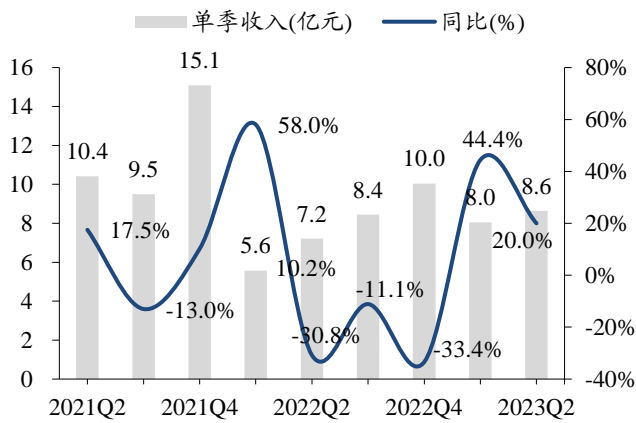
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2023H1 归母净利润 1.18 亿元，同比+17.93%（亿元，%）



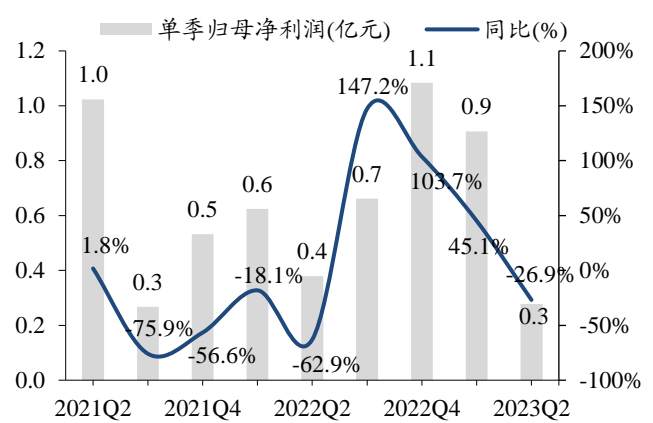
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 8.65 亿元, 同比+20.00% (亿元, %)



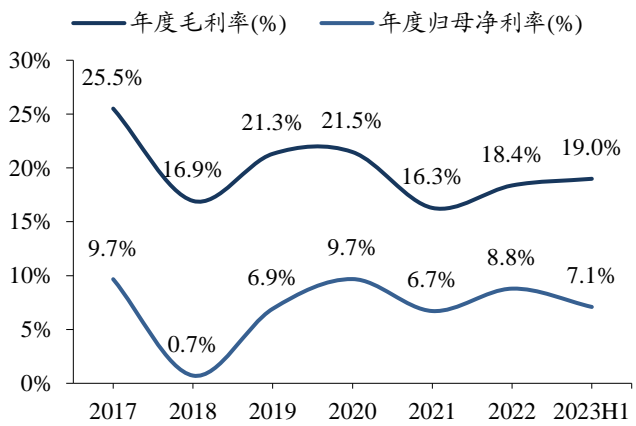
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 0.28 亿元, 同比-26.87% (亿元, %)



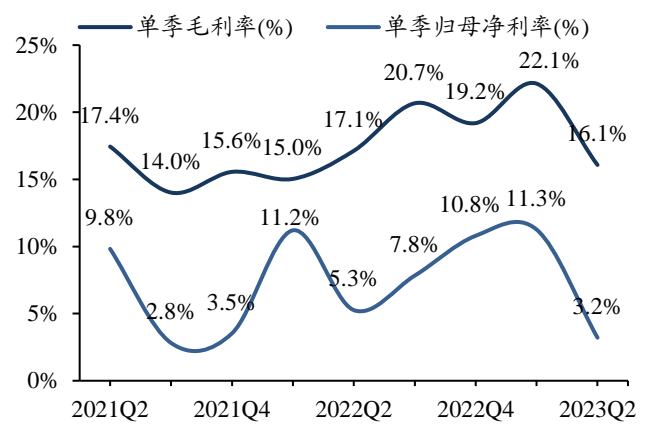
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、归母净利率分别为 18.99%、7.09% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 16.07%、3.21% (%)



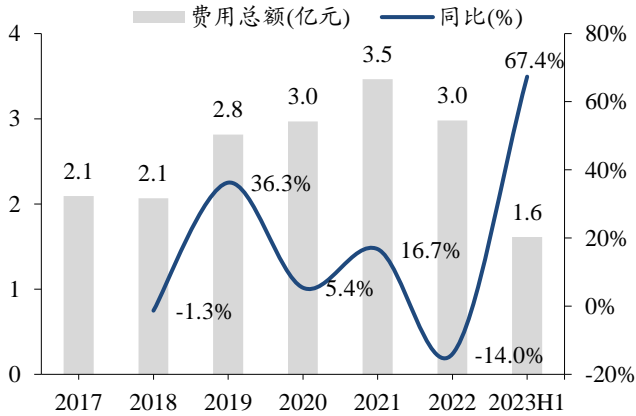
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

23Q2 公司毛利率 16%、环比-6pct、23H2 开工饱满盈利有望修复。2023H1 公司塔架出货 19.93 万吨, 同比+40%, 其中海上 4.7-4.8/陆上 15 (其中出口 6-7) 万吨, 同比+353/+86 (-24)%, 受 2023H1 海风项目延滞, 海上出货不及预期。2023Q2 出货约 10.5 万吨, 同比/环比+31/14%, 其中海上 3.3-3.4/陆上 7 (出口 2) 万吨, 环比+138/+56 (-56)%。2023Q2 公司毛利率 16.1%, 环比-6pct, 主要系: 1) 陆风出口占比约环比-30pct, 而 2023H1 陆上外销毛利率 27% (内销 14%), 2) 盈利较弱的海上塔筒出货占比较高 (2023H1 海上毛利率 11.1%, 同比-18.6pct)。展望 2023H2, 行业开工提速, 公司目前开工率饱满+订单丰富, 我们预计 2023 年出货 60-65 万吨, 同比增加 60%+, 同时 2023Q2 下旬原材料降价将逐渐体现, 公司依托新疆布局+出口优势有望放大此收益, 带动整体盈利持续修复, 业绩向好!

在手订单创新高、产能持续释放。截至 2023H1, 在执行及待执行订单共计 48.5 亿元, 环比+35%, 创新高, 其中陆上 37.8/海上 10.2 亿元, 分别环比+47/6%。公司在挖掘现有国内布局产能的前提下, 做好中部、西部、南部市场的布局, 其中用于出口的扬州 25 万吨基地已于 23 年中建成投产, 形成陆上 35、出口 36、海上/出口 20 万吨的多维布局。此外, 公司积极推进南方基地+钦北 200MW 风场, 延伸风电价值链, 在风电行业景气周期中增强发展动能。

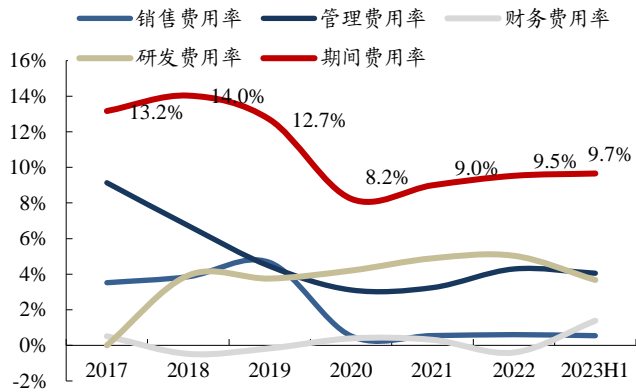
23Q2 费用率优化、现金流改善、存货增长为 23Q3 增产备货。2023Q2 期间费用率 8.8%，环比-1.8pct，主要系 2023Q2 汇兑收益+降低研发费用优化所致。2023Q2 信用减值 0.26 亿元，主要是应收账款坏账减值。2023H1 存货 22 亿，较年初增长 20%，其中原材料和在产品较年初分别增长 46%/35%，主要系为 2023Q3 增产备货。2023H1 经营活动现金流量净流出 2.2 亿元，2023Q2 净流入 1.6 亿元，同环比+5.3/+142%。2023H1 项目延滞，行业开工低迷，公司 2023Q2 经营活动现金流改善+存货增长预示开工逐渐回暖，2023H2 有望持续改善并冲回部分应收账款减值。

图7：2023H1 期间费用 1.61 亿元，同比+67.35% (亿元，%)



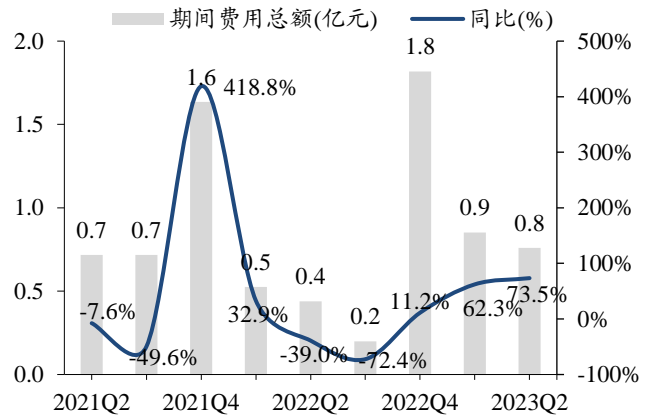
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2023H1 期间费用率 9.66%，同比+2.12pct (%)



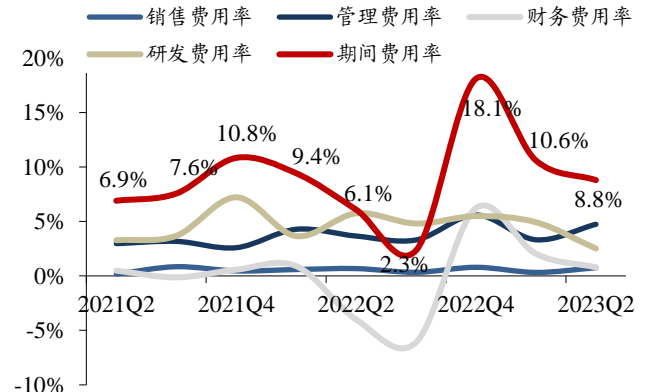
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2023Q2 期间费用 0.76 亿元，同比+73.46% (亿元，%)



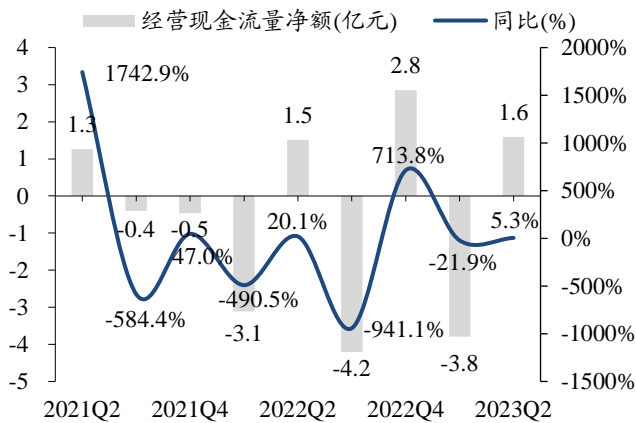
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2023Q2 期间费用率 8.79%，同比+2.71pct (%)



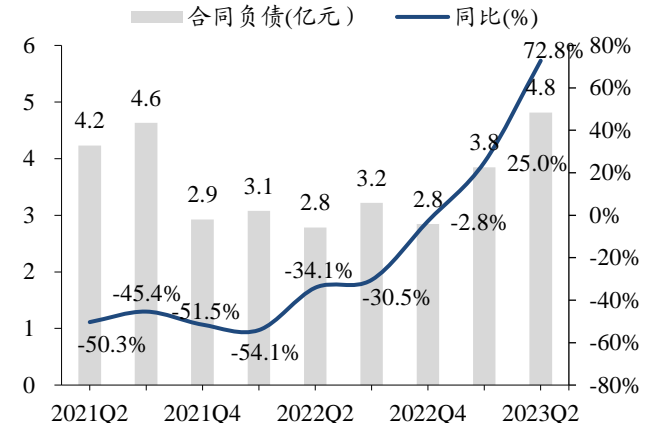
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11: 2023Q2 经营活动现金净流入1.6 亿元 (亿元, %)



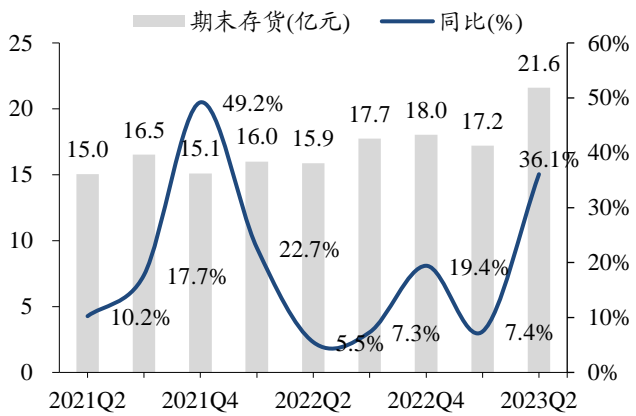
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q2 期末合同负债4.81 亿元 (亿元)



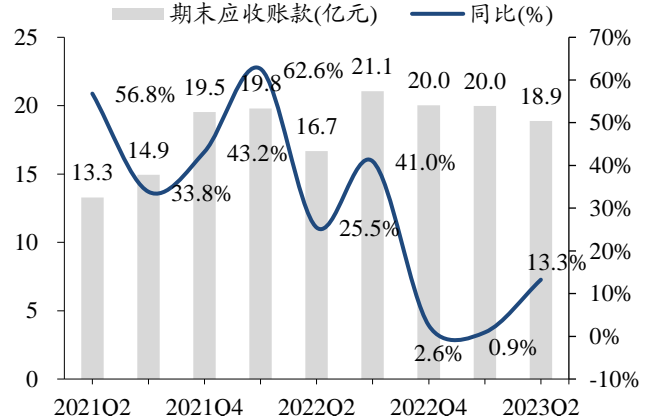
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023Q2 期末存货21.61 亿元, 同比+36.09%(亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q2 期末应收账款18.89 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于海风开工不及预期, 我们下调盈利预测, 我们预计 23-25 年归母净利润 4.1/6.1/8.0 亿元 (前值为 5.7/7.9/9.5 亿元), 同增 49%/49%/31%, 考虑公司南方基地落成有望持续优化海风出货结构, 给予 2023 年 25xPE, 目标价 11.0 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等

泰胜风能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,756	6,267	7,986	10,099	营业总收入	3,127	4,661	6,273	8,345
货币资金及交易性金融资产	1,428	1,177	1,559	2,064	营业成本(含金融类)	2,552	3,754	5,042	6,726
经营性应收款项	2,301	2,708	3,493	4,468	税金及附加	13	25	25	33
存货	1,803	2,157	2,687	3,309	销售费用	19	24	31	42
合同资产	0	0	0	0	管理费用	134	187	238	309
其他流动资产	225	225	246	258	研发费用	157	181	232	292
非流动资产	1,415	2,117	2,985	3,910	财务费用	(13)	32	28	57
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	27	19	24	28
固定资产及使用权资产	949	1,496	2,238	3,048	投资净收益	0	4	1	1
在建工程	70	235	368	484	公允价值变动	(33)	10	5	10
无形资产	209	201	193	185	减值损失	(48)	(13)	(9)	(15)
商誉	15	15	15	15	资产处置收益	89	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	298	477	697	911
其他非流动资产	172	169	170	177	营业外净收支	0	1	1	1
资产总计	7,172	8,384	10,971	14,009	利润总额	298	478	698	912
流动负债	2,807	3,559	5,444	7,497	减:所得税	27	72	91	119
短期借款及一年内到期的非流动负债	154	394	1,015	1,502	净利润	270	406	607	793
经营性应付款项	2,170	2,469	3,504	4,917	减:少数股东损益	(5)	(4)	(6)	(8)
合同负债	284	451	584	673	归属母公司净利润	275	410	613	801
其他流动负债	200	246	342	405	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.29	0.44	0.66	0.86
非流动负债	306	377	527	827	EBIT	232	489	704	943
长期借款	0	75	225	525	EBITDA	330	611	868	1,153
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	18.37	19.46	19.63	19.41
租赁负债	180	176	176	176	归母净利率(%)	8.79	8.80	9.77	9.60
其他非流动负债	126	126	126	126	收入增长率(%)	(18.84)	49.09	34.58	33.02
负债合计	3,113	3,936	5,971	8,324	归母净利润增长率(%)	6.33	49.21	49.46	30.67
归属母公司股东权益	4,039	4,433	4,991	5,684					
少数股东权益	19	15	9	1					
所有者权益合计	4,058	4,448	5,000	5,685					
负债和股东权益	7,172	8,384	10,971	14,009					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(296)	256	709	1,016	每股净资产(元)	4.32	4.74	5.34	6.08
投资活动现金流	(224)	(892)	(1,074)	(1,204)	最新发行在外股份(百万股)	935	935	935	935
筹资活动现金流	1,143	294	687	603	ROIC(%)	5.75	8.77	10.65	11.48
现金净增加额	593	(341)	322	414	ROE-摊薄(%)	6.81	9.25	12.28	14.09
折旧和摊销	98	121	163	210	资产负债率(%)	43.41	46.95	54.43	59.42
资本开支	(70)	(798)	(997)	(1,097)	P/E(现价&最新股本摊薄)	26.15	17.53	11.73	8.98
营运资本变动	(628)	(313)	(165)	(117)	P/B(现价)	1.78	1.62	1.44	1.26

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

免责声明

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

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

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

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

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码：215021
 传真：（0512）62938527
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>