

海陆业务齐头并进，风电装备量利齐升

投资要点

- **业绩总结：**公司 2020 年全年实现营业收入 36.04 亿元，同比增长 62.41%；实现归母净利润 3.49 亿元，同比增长 127.02%；实现扣非归母净利润 3.22 亿元，同比增长 137.93%，EPS0.48 元，业绩符合预期。公司拟每 10 股派发现金红利 1 元（含税）。
- **陆海业务齐头并进，市场拓展力度进一步加大。**报告期内，受益于陆上风电抢装，陆上风电类产品实现收入 26.30 亿元，同比增长 55.77%；受益于海上风电市场景气度提高和自身产能的提升，海上风电装备类产品实现收入 9.28 亿元，同比增加 87.12%。从地区来看，国内自销收入为 33.30 亿元，同比增长 123.41%；而由于全球疫情和贸易环境恶化的影响，出口外销收入仅 2.74 亿元，同比减少 62.34%。随着全球疫苗的接种率提高，叠加公司“双海”战略的持续深化，公司海外出口业绩有望实现反弹，占比进一步提高。
- **公司在手订单充沛，产销两旺未来业绩可期。**报告期内，公司抓住国内风电抢装行情，积极扩大生产和销售。2020 年公司陆上风电装备产量为 30.88 万吨，销量 31.88 万吨，同比增长 41.85% 和 54.91%；2020 年公司海上风电及海洋工程类装备产量为 10.46 万吨，销量 10.01 万吨，同比增长 52.50% 和 51.29%。公司产量总计为 41.89 万吨，超额完成预期产量目标。截至报告期末，公司在手订单金额总计 34.94 亿元。其中陆上风电订单 20 年新增 15.83 亿元，完成 29.26 亿元，剩余在执行及待执行 9.09 亿元；海上风电及海洋工程类订单 20 年新增 28.39 亿元，完成 10.63 亿元，剩余在执行及待执行 25.66 亿元。
- **21 年海风抢装持续，海上风电有望推动量利齐升。**公司 20 年海风装备的毛利率为 19.42%，同比增长 2.03%，盈利能力有所回升。剔除因报告期内会计准则调整导致的毛利率下降的因素，海风装备业务毛利率提升较为显著。2021 年为国家海上风电补贴取消前的最后一年，海上风电市场将会延续抢装态势，进一步拉升对海风装备的需求，公司的整体盈利能力有望因此进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。**公司海上风电业务近两年增长迅猛，有望未来继续保持高速增长。考虑公司在海上风电金属结构件的龙头地位，我们给予公司 2021 年 15 倍 PE，目标价 8.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**2022 年海上风电订单需求下降明显、公司海上风电业务扩张不利的风险；钢材价格大幅上涨，侵蚀公司利润的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3603.97	4008.00	4423.00	4838.00
增长率	62.41%	11.21%	10.35%	9.38%
归属母公司净利润 (百万元)	348.77	397.10	476.23	535.35
增长率	127.02%	13.86%	19.93%	12.41%
每股收益 EPS (元)	0.48	0.55	0.66	0.74
净资产收益率 ROE	13.62%	13.58%	14.44%	14.51%
PE	14	12	10	9
PB	1.88	1.66	1.47	1.29

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
 执业证号: S1250520100002
 电话: 021-58351923
 邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.19
流通 A 股(亿股)	5.65
52 周内股价区间(元)	3.63-9.83
总市值(亿元)	48.76
总资产(亿元)	48.53
每股净资产(元)	3.60

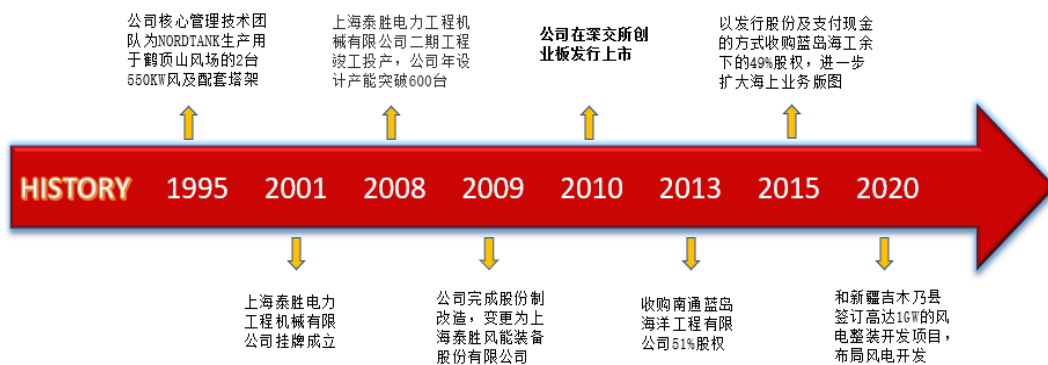
相关研究

1 盈利质量逐渐回升，加大研发构建技术壁垒

公司成立于 2001 年 4 月 13 日，2010 年 10 月 19 日，公司创业板上市。公司是最早从事风机塔架制造的公司之一，也是国内外知名的风力发电机配套塔架专业制造商。公司产品为自主品牌的陆上风电塔架和海上风电塔架、导管架、管桩及相关辅件、零件，该产品是陆上及海上风力发电机组的主要部件之一，主要起支撑作用；海洋工程设备业务方面，目前公司主要产品为海洋工程相关辅件、零件及各类钢结构件，相关产品覆盖海洋工程的各个应用领域。

公司立足国内并积极拓展国际市场，已与 VESTAS、Gamesa、GE wind、金风科技等中外知名企业建立了长期合作关系，在风电塔架行业形成了较高的知名度和良好的信誉度。公司是《风力发电机组塔架》国家标准、《风力发电机组环形锻件》国家标准、《海上风力机组设计要求》国家标准制定的参与者，并已通过 ISO9001 国际质量管理体系认证、ISO3834-2 焊接质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、OHSAS18001 职业健康和安全管理体系认证、DNV 挪威船级社认证、ABS 美国船级社认证，多次填补国内塔架行业空白，是国内资质优良、技术优势明显的行业引领者。

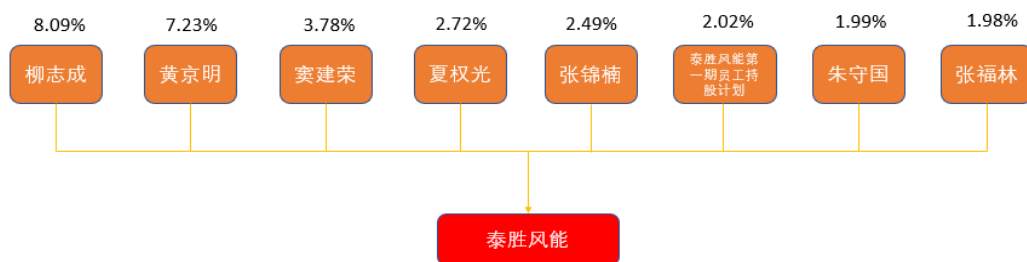
图 1：公司发展大事记



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司实际控制人为以柳志成、黄京明、夏权光、张锦楠、张福林组成的一致行动人团队，合计持股比例为 22.51%。其中柳志成持股比例最高，持股比例为 8.09%。公司参股控股公司中利润贡献度最高的为 2013 年收购的南通蓝岛海洋工程有限公司，蓝岛海工主营海上风电及相关海洋设备业务，为公司海上业务板块扩张主力。

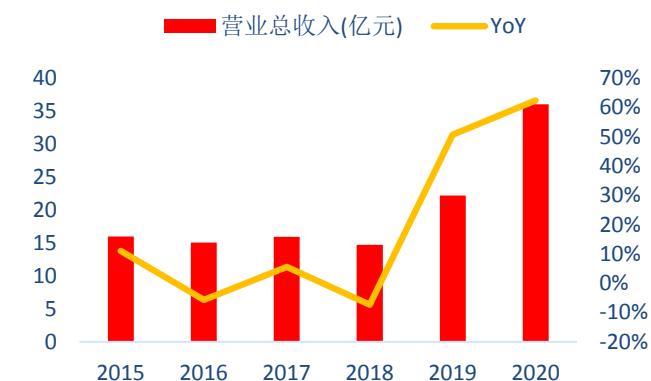
图 2：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

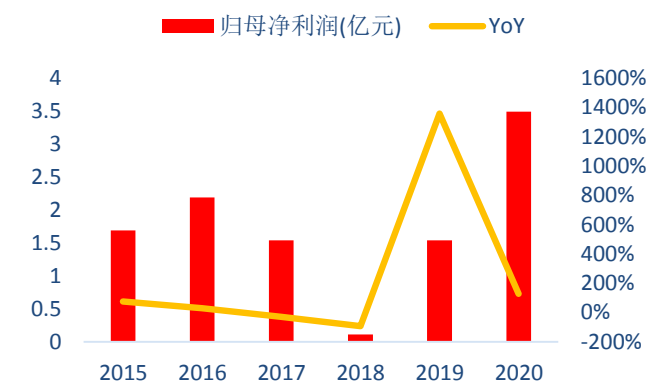
公司 2020 年全年实现营业收入 36.04 亿元, 同比增长 62.41%; 实现归母净利润 3.49 亿元, 同比增长 127.02%; 实现扣非归母净利润 3.22 亿元, 同比增长 137.93%; 综合毛利率达 21.48%, 同比上升 0.17%。

图 3: 公司 2020 年总营收同比增长 62%



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 公司 2020 年归母净利润同比增长 127%

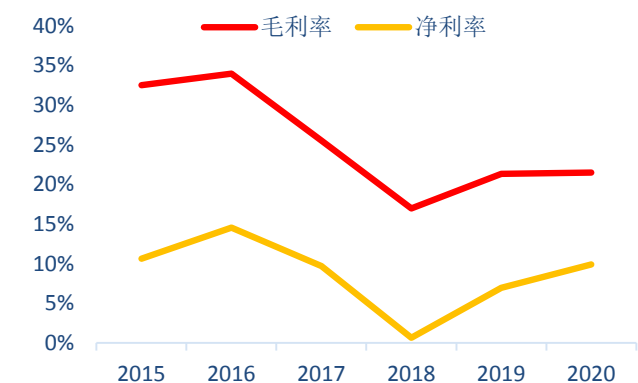


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司海上风电业务受下游需求及自身产能提升影响, 增长迅速。2020 年, 海上风电装备类产品实现收入 9.28 亿元, 同比增长 87%。同时, 受益国内陆上风电抢装, 公司陆上风电装备类产品实现收入 26.3 亿元, 同比增长 56%。

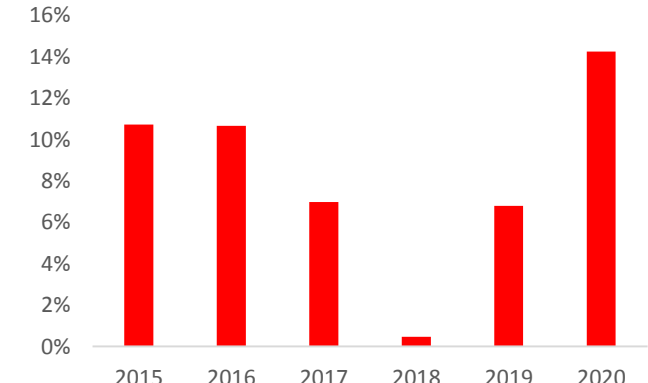
公司蓝岛海工的技改从 2018 年开始, 经过两年产能爬坡, 毛利率逐步提升, 目前已处于合理盈利水平。随着 2019 年基于高钢价水平签订的订单开始执行, 风塔的单吨售价逐渐提升, 叠加蓝岛项目产能的释放, 毛利率、净利率和 ROE 开始修复, 公司 19 年和 20 年业绩保持高速增长的态势。

图 5: 公司 2020 年毛利率与净利率双双提升



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 公司历年 ROE 变化(%)

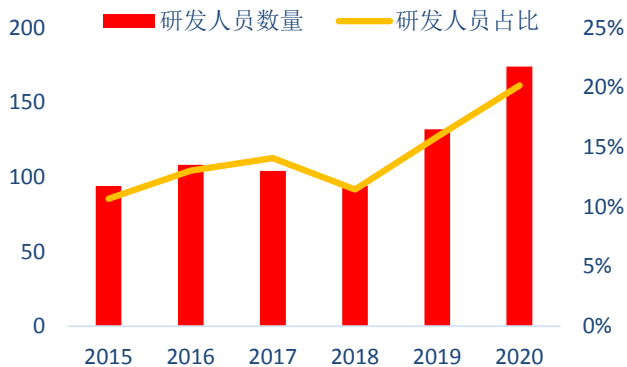


数据来源: Wind, 西南证券整理

2021 年，公司仍将受益海上风电抢装带来的需求增长，业绩仍将保持较快增长。截至 2020 年末，公司在手订单共计约 35 亿元，其中陆上风电类项目 9 亿元，海上风电类项目约 25 亿元，订单将保障今年公司业绩进一步增长。

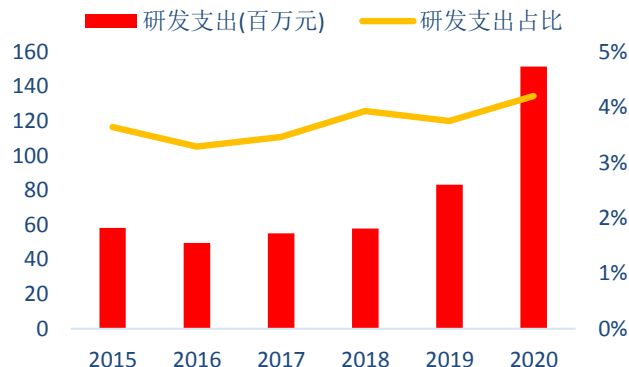
风电塔架拥有一定的技术壁垒，高端风电装备要求更高，如：法兰平面度要求、法兰的内倾量要求、焊缝的棱角要求、错边量控制、厚板焊接和防腐要求等方面，而在海风装备方面，相关技术工艺难度会更高。公司在业内具有很强的技术优势，具有专业的研发团队、经验丰富的人才队伍，在国内外风机塔架制造技术方面处于领先地位。公司不断加大研发投入，在风电和海工领域已取得超过一百项专利，涵盖设计、工艺、制造技术、质量检验、配套新型工装多个方面。近年来公司的研发人员数量和研发支出，无论绝对值还是比例都呈上升态势。

图 7：公司历年研发人员数量及其占总员工数比例



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司历年研发支出及其占总营收比例



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司海上风电类销量继续快速增长，2021 年完成 24 万吨，今后两年保持稳定水平。

假设 2：公司陆上风电类销量受抢装结束影响，今年小幅下滑，后续两年逐渐提升产能利用率。2021-2023 年分别完成 20、25、30 万吨销量。

假设 3：行业供需情况稳定，毛利率保持平稳。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
陆上风电装备	收入	2630.02	1660	2075	2490
	增速	55.8%	-36.9%	25.0%	20.0%
	毛利率	21.4%	20.0%	20.5%	20.5%
海上风电装备	收入	927.74	2328	2328	2328
	增速	87.1%	150.9%	0.0%	0.0%
	毛利率	19.4%	20.0%	20.5%	21.0%
合计	收入	3603.97	4008.0	4423.0	4838.0
	增速	62.4%	11.2%	10.4%	9.4%
	毛利率	21.5%	20.2%	20.7%	20.9%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取风电行业的四家主流公司，2020 年四家公司平均 PE 为 16 倍，2021 年平均 PE 为 14 倍。公司海上风电业务近两年增长迅猛，有望未来继续保持高增长。考虑公司在海上风电金属结构件的龙头地位，我们给予公司 2021 年 15 倍 PE，目标价 8.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
002531.SZ	天顺风能	8.53	0.42	0.60	0.72	20.31	14.22	11.82
300443.SZ	金雷股份	28.96	0.86	2.16	2.33	33.67	13.41	12.45
002487.SZ	大金重工	8.32	0.32	0.84	1.26	26.30	9.90	6.58
603218.SH	日月股份	34.55	0.97	1.26	1.36	35.62	27.42	25.48
平均值						28.97	16.24	14.08

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

- 1) 2022 年海上风电订单需求下降明显、公司海上风电业务扩张不利的风险；
- 2) 钢材价格大幅上涨，侵蚀公司利润的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3603.97	4008.00	4423.00	4838.00	净利润	355.98	402.10	486.23	555.35
营业成本	2830.00	3198.40	3508.39	3826.67	折旧与摊销	78.71	61.40	61.40	61.40
营业税金及附加	18.15	24.30	25.94	28.03	财务费用	14.07	8.90	10.97	10.35
销售费用	19.10	98.66	96.60	96.80	资产减值损失	-20.08	0.00	0.00	0.00
管理费用	112.20	193.90	195.98	207.60	经营营运资本变动	-348.35	-91.11	-110.54	-124.69
财务费用	14.07	8.90	10.97	10.35	其他	-152.99	33.30	-34.27	9.07
资产减值损失	-20.08	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-72.65	414.59	413.79	511.48
投资收益	13.72	0.00	0.00	0.00	资本支出	30.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.81	1.42	1.55	1.51	其他	115.55	1.42	1.55	1.51
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	146.00	1.42	1.55	1.51
营业利润	429.51	485.25	586.67	670.05	短期借款	-0.50	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.20	-0.33	-0.29	-0.30	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	429.31	484.92	586.38	669.74	股权融资	-1.54	0.00	0.00	0.00
所得税	73.33	82.83	100.16	114.40	支付股利	0.00	-69.75	-79.42	-95.25
净利润	355.98	402.10	486.23	555.35	其他	-62.59	6.32	-10.97	-10.35
少数股东损益	7.21	5.00	10.00	20.00	筹资活动现金流净额	-64.63	-63.43	-90.39	-105.60
归属母公司股东净利润	348.77	397.10	476.23	535.35	现金流量净额	0.37	352.59	324.95	407.39
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	639.83	992.42	1317.37	1724.76	成长能力				
应收和预付款项	1437.02	1682.22	1808.80	1993.26	销售收入增长率	62.41%	11.21%	10.35%	9.38%
存货	1011.98	1109.00	1252.57	1355.81	营业利润增长率	135.15%	12.98%	20.90%	14.21%
其他流动资产	695.99	335.36	342.53	349.71	净利润增长率	131.31%	12.95%	20.92%	14.22%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	106.51%	6.37%	18.63%	12.56%
投资性房地产	42.99	42.99	42.99	42.99	获利能力				
固定资产和在建工程	689.29	649.20	609.11	569.03	毛利率	21.48%	20.20%	20.68%	20.90%
无形资产和开发支出	238.47	217.28	196.08	174.88	三费率	4.03%	7.52%	6.86%	6.51%
其他非流动资产	97.71	97.59	97.47	97.35	净利率	9.88%	10.03%	10.99%	11.48%
资产总计	4853.28	5126.06	5666.93	6307.79	ROE	13.62%	13.58%	14.44%	14.51%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.33%	7.84%	8.58%	8.80%
应付和预收款项	1504.08	2020.67	2144.46	2314.67	ROIC	22.01%	21.05%	24.46%	26.43%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.49%	13.86%	14.90%	15.33%
其他负债	735.28	143.90	154.17	164.72	营运能力				
负债合计	2239.36	2164.57	2298.63	2479.39	总资产周转率	0.79	0.80	0.82	0.81
股本	719.15	719.15	719.15	719.15	固定资产周转率	5.34	6.18	7.28	8.52
资本公积	711.78	711.78	711.78	711.78	应收账款周转率	3.33	2.76	2.75	2.75
留存收益	1172.90	1500.24	1897.05	2337.15	存货周转率	2.80	2.97	2.93	2.92
归属母公司股东权益	2588.61	2931.18	3327.98	3768.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.11%	—	—	—
少数股东权益	25.31	30.31	40.31	60.31	资本结构				
股东权益合计	2613.92	2961.49	3368.30	3828.40	资产负债率	46.14%	42.23%	40.56%	39.31%
负债和股东权益合计	4853.28	5126.06	5666.93	6307.79	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.72	1.94	2.09	2.22
					速动比率	1.26	1.42	1.53	1.67
					股利支付率	0.00%	17.57%	16.68%	17.79%
					每股指标				
					每股收益	0.48	0.55	0.66	0.74
					每股净资产	3.60	4.08	4.63	5.24
					每股经营现金	-0.10	0.58	0.58	0.71
					每股股利	0.00	0.10	0.11	0.13
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	522.30	555.56	659.05	741.80					
PE	13.98	12.28	10.24	9.11					
PB	1.88	1.66	1.47	1.29					
PS	1.35	1.22	1.10	1.01					
EV/EBITDA	7.17	6.11	4.65	3.59					
股息率	0.00%	1.43%	1.63%	1.95%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn