

海上风电龙头，市场份额领先

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2021 年上半年实现营业收入 122.53 亿元, 同比增长 117.34%; 实现归母净利润 3.51 亿元, 同比增长 236.11%; 实现扣非归母净利润 3.13 亿元, 同比增长 464.75%, EPS 0.4 元。2021H1 公司毛利率为 16.43%, 相较于 2020 年提升 0.89 个百分点。
- **业绩大幅增长, 在手订单充足。** 受益于 2020 年底风电抢装潮, 公司 2020 年营业收入为 206.85 亿元, 同比增长 104.11%, 实现净利润 4.17 亿, 同比增长 65.59%, 营收与利润均实现大幅增长。截止 2021 年上半年, 公司在手订单合计达 6.15GW, 其中陆上整机订单 3.69GW, 海上整机订单 2.45GW 亿元, 充足的手订单将为公司未来业绩提供较好的支撑。
- **海上风电快速发展, 年底有望迎来爆发。** 2020 年全球海上风电新增装机容量 6.1GW, 基本与 2019 年持平, 中国海上风电装机 3GW, 同比增长 54.54%。海上风电具有利用小时数高, 接近电力负荷区等优势, 是实现向清洁能源结构转变的重要方式, 未来随着海上风力发电度电成本的下降, 海上风电将迎来快速发展。随着 2021 年之后海上风电补贴的取消, 2021 年年底将重现抢装状况, 海上风电行业有望迎来短期爆发。
- **海上风电龙头, 市场份额领先。** 公司深耕海上风电机组的研发、生产和销售, 2018-2020 年海上风机销售收入占主营业务收入比例分别为 85.37%、67.77%、39.74%, 为公司收入的主要来源。在海上风电市场份额方面, 公司领先行业内其他企业, 海上累计装机容量市占率为 41.4%, 海上新增装机市场份额为 26%, 均排名行业第一。根据公司中报披露, 2021 年上半年公司实际完成交付 503 台, 较上年同期增长 20.33%, 其中海上风机 362 台, 占比 71.97%, 较上年同期增长 235.19%。
- **盈利预测与投资建议。** 公司是国内海上风电龙头公司, 市占率领先全行业, 近年海上风电迎来快速发展, 公司在产品和市场份额上均具备身位优势。公司归母净利润三年复合增长率为 36.1%, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 风电订单需求下降明显、公司产能利用率下降的风险; 风机价格大幅下滑风险; 技术开发不及预期风险。

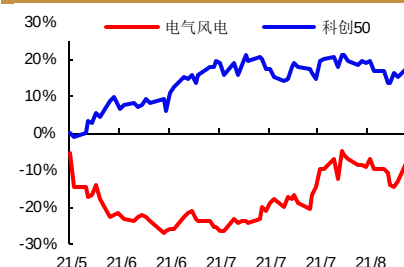
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	20685.41	30302.14	35582.00	42261.00
增长率	104.11%	46.49%	17.42%	18.77%
归属母公司净利润(百万元)	416.69	707.60	871.06	1050.42
增长率	65.59%	69.82%	23.10%	20.59%
每股收益 EPS(元)	0.31	0.53	0.65	0.79
净资产收益率 ROE	9.64%	9.19%	10.34%	11.29%
PE	32	20	16	14
PB	3.10	1.85	1.69	1.53

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)	13.33
流通 A 股(亿股)	3.64
52 周内股价区间(元)	8.56-13.00
总市值(亿元)	142.27
总资产(亿元)	351.54
每股净资产(元)	5.60

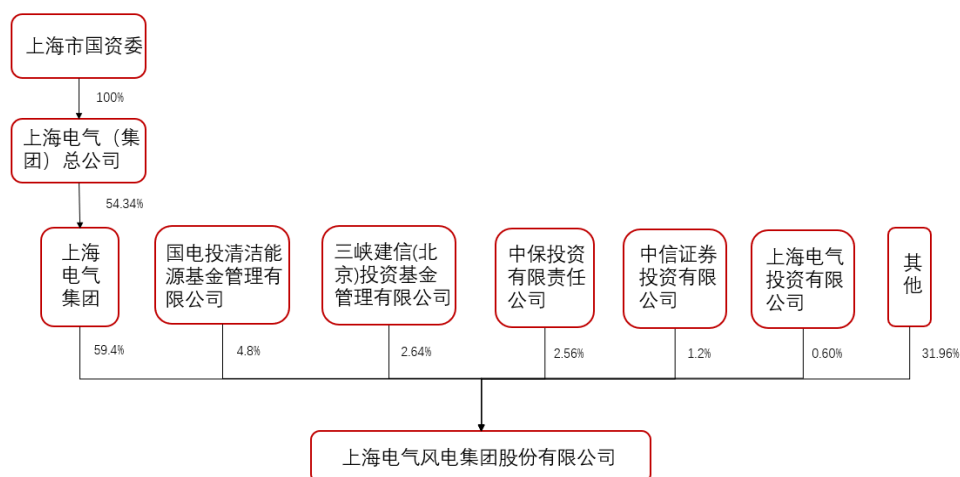
相关研究

1 公司业绩大幅增长，在手订单充足

上海电气风电集团股份有限公司成立于 2006 年，主营业务为风力发电设备设计、研发、制造和销售以及后市场配套服务。公司产品覆盖 1.25MW 到 8MW 全系列风电机组，基本实现了全功率覆盖，产品按应用场景主要可分为陆上风电机组与海上风电机组。公司是国家清洁能源骨干企业，是中国领先的风电整机制造商与服务商，也是中国最大的海上风电整机制造商与服务商，2019 年公司被中国农业机械工业协会风力机械分会授予“中国风电三十年整机制造企业突出贡献奖”荣誉。

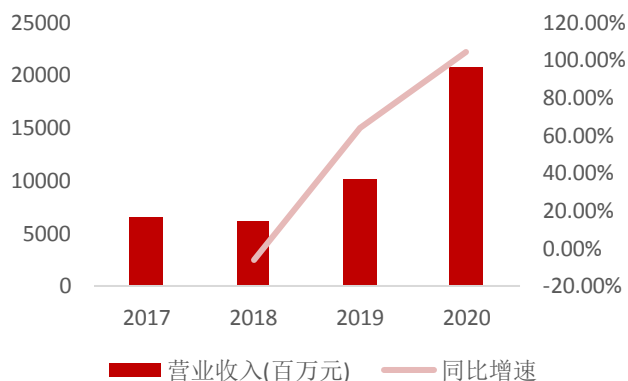
公司最大控股股东为上海电气集团股份有限公司，持股比例为 59.4%，隶属于上海电气（集团）总公司，最终实际控制人为上海市国资委，股权集中度较高，结构较为清晰。公司第二、三大股东为国电投与三峡集团下属投资基金，两家集团均为公司的销售客户。

图 1：公司股权结构

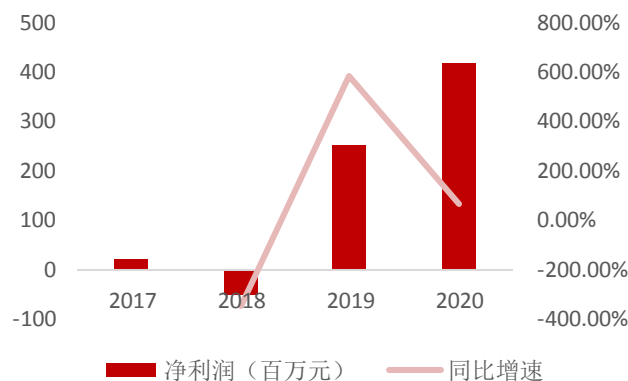


数据来源：Wind，西南证券整理

公司 2020 年全年实现营业收入 206.85 亿元，同比增长 104.11%；实现归母净利润 4.17 亿元，同比增长 65.59%；实现扣非归母净利润 3.02 亿元，同比增长 69.51%。公司近几年业绩实现大幅增长，除 2018 年受风机价格下跌影响亏损外，其余年份业绩均实现大幅度增长，近三年归母净利润复合增长率达到 169.93%。公司营业收入与归母净利润的快速增长一方面来自风电行业需求的爆发，另一方面来自公司战略上的调整，实行海陆并举的经营策略，防止单一产品结构带来的风险。

图 2：公司历年营收及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司 2020 年归母净利润同比增长 65.59%


数据来源：Wind，西南证券整理

在手订单充足，支撑业绩增长。得益于抢装潮，公司在过去两年内获得较多新增订单，截至 2020 年 12 月 31 日，公司在手订单金额合计达 482.85 亿元，为 2020 年全年营业收入的 233.43%，在手订单充足。同时，公司凭借多年积累的品牌和客户关系，有望持续获得新增订单，存量与增量订单的双重发力将成为公司业绩收入的有力支撑，为持续的增长提供保障。

图 4：公司在手订单情况（亿元）

在手订单情况	截至 2019 年 12 月 31 日	截至 2020 年 12 月 31 日
陆上整机	96.07	108.39
海上整机	149.53	373.72
合计	245.6	482.11

数据来源：公司招股书，西南证券整理

2 海上风电快速发展，年底有望迎来爆发

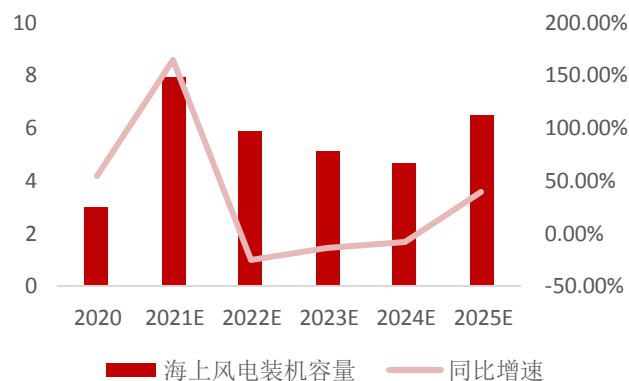
2020 年全球海上风电新增装机容量 6.1GW，基本与 2019 年持平，中国海上风电装机 3GW，同比增长 54.54%。相比陆上风电海上风力资源更加丰富，可利用小时数大幅度提高，且接近用电负荷区，消纳问题有保障，未来随着海上风力发电度电成本的进一步下降，海上风电市场将实现快速发展。随着海上风电补贴取消临近，预计 2021 年之后海上风电将不再实行国家补贴，年底海上风电有望重现抢装潮，行业整体迎来爆发。

图 5：全球海上风电装机预测 (GW)



数据来源：GWEC，西南证券整理

图 6：中国海上风电装机预测 (GW)

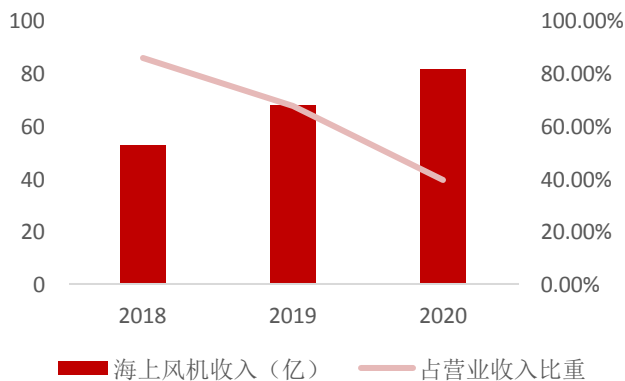


数据来源：公司招股书，西南证券整理

3 海上风电龙头，市场份额领先

公司是国内海上风电机组龙头。公司长期深耕海上风电机组，2018-2020 年海上风机销售收入分别为 52.65 亿、68.11 亿、81.91 亿，占主营业务收入比例分别为 85.37%、67.77%、39.74%，为公司收入的主要来源。目前公司在大型风机的研发设计与产业化落地上具备领先的技术积累，拥有较好的市场地位优势，公司通过全国性的生产制造基地布局，在海上风电领域形成了对福建、江苏、广东、山东的海上风电重点风资源地区的覆盖与多地联动。海上大型风机产品方面，公司 8MW 海上风机于 2020 年初在广东省汕头市完成吊装并成功运行发电，成为国内完成吊装并运行的单机功率最大的海上风机，并已实现批量交付。

图 7：公司海上风机收入及占营收比重



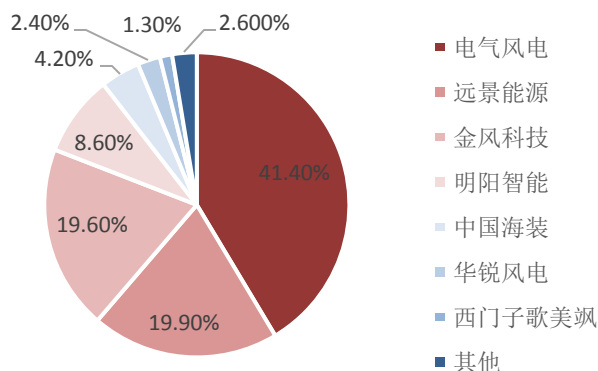
数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 8：公司 8MW 海上风机批量交付仪式

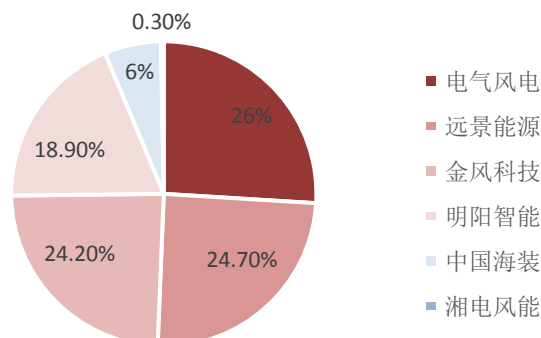


数据来源：公开资料，西南证券整理

公司海上风电市场份额领先全行业。根据公司招股书披露的数据，2019 年公司风电新增装机 125.7 万千瓦，市场份额 4.7%，排名全国第六；海上风电方面，公司新增装机 64.7 万千瓦，市占率达 26%，位列行业第一；在海上风电累计装机份额上公司更是遥遥领先，公司海上累计装机容量达 2909MW，市场份额高达 41.4%，稳居第一。未来随着市场集中度的提高，公司较高的市场占有率将成为保持市场竞争力的重要基础。

图 9：2019 海上累计装机量市占率情况


数据来源：公司招股书

图 10：2019 年海上新增装机量市占率情况


数据来源：公司招股书

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：由于 2020 年装机潮导致基数较大，预计今年公司陆上风机销量将出现一定回落，下降至 2.9GW 左右，未来维持稳定；考虑海上风电装机快速增长，预计 2021-2023 年销量实现增长，分别达到 2.1GW、2.5GW、2.8GW。

假设 2：考虑风机大型化的趋势，公司目前大型风机储备充足，随着大型风机销售占比的提升，公司的毛利率将缓慢提高。

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
风机销售	收入	19509.14	28817.14	33500	39526
	增速	110.4%	47.7%	16.3%	18.0%
	毛利率	14.3%	16.0%	15.5%	15.5%
风机配套类	收入	811.12	1000	1200	1420
	增速	49.9%	23.3%	20.0%	18.3%
	毛利率	0.4%	0.5%	0.7%	1.4%
其他	收入	289.26	485	882	1315
	增速	22.0%	67.7%	81.9%	49.1%
	毛利率	8.7%	9.2%	10.1%	10.6%
合计	收入	20685.4	30302.1	35582.0	42261.0
	增速	104.1%	46.5%	17.4%	18.8%
	毛利率	13.6%	15.6%	15.7%	15.8%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取风电行业的四家具有相同业务的公司，2020 年四家公司平均 PE 为 32.6 倍，2021 年平均 PE 为 23.3 倍。公司是国内海上风电龙头公司，市占率领先全行业，近年海上风电迎来快速发展，公司在产品和市场份额上均具备身位优势。公司归母净利润三年复合增长率为 36.1%，首次覆盖，给予“持有”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）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
002202.SZ	金风科技	14.24	0.67	0.88	1.00	21.15	16.18	14.30
601615.SH	明阳智能	21.02	0.95	1.24	1.40	22.24	16.95	15.02
300772.SZ	运达股份	34.92	0.59	0.99	1.41	59.19	35.15	24.82
600875.SH	东方电气	16.65	0.60	0.67	0.75	27.75	24.97	22.35
平均值						32.58	23.31	19.12

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

- 1) 风电订单需求下降明显、公司产能利用率下降的风险；
- 2) 原材料价格波动风险；
- 3) 风机价格下滑风险；
- 4) 技术开发不及预期风险。

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	20685.41	30302.14	35582.00	42261.00	净利润	416.69	707.60	871.06	1050.42
营业成本	17864.42	25647.70	30301.29	35995.48	折旧与摊销	241.96	161.37	161.37	161.37
营业税金及附加	78.38	148.03	166.98	194.67	财务费用	-16.47	129.32	123.84	132.89
销售费用	1530.53	2565.23	2898.02	3434.69	资产减值损失	-61.44	-50.00	-50.00	-50.00
管理费用	547.82	1140.84	1242.24	1454.61	经营营运资本变动	1353.45	-3205.51	-116.45	107.33
财务费用	-16.47	129.32	123.84	132.89	其他	-457.25	584.05	-31.39	126.99
资产减值损失	-61.44	-50.00	-50.00	-50.00	经营活动现金流净额	1476.94	-1673.16	958.44	1529.01
投资收益	20.17	30.00	30.00	30.00	资本支出	-940.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-2.77	-1.84	-2.15	-2.05	其他	-155.43	28.16	27.85	27.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1095.81	28.16	27.85	27.95
营业利润	420.21	749.17	927.48	1126.61	短期借款	-480.53	-334.41	0.00	0.00
其他非经营损益	40.52	33.22	35.65	34.84	长期借款	216.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	460.73	782.39	963.13	1161.46	股权融资	8.30	2799.07	0.00	0.00
所得税	44.05	74.80	92.07	111.03	支付股利	0.00	-83.34	-141.52	-174.21
净利润	416.69	707.60	871.06	1050.42	其他	24.48	-1001.18	-123.84	-132.89
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-231.50	1380.14	-265.36	-307.11
归属母公司股东净利润	416.69	707.60	871.06	1050.42	现金流量净额	149.47	-264.86	720.92	1249.86
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	4076.85	3811.98	4532.91	5782.76	成长能力				
应收和预付款项	8987.64	16648.11	18943.78	22082.53	销售收入增长率	104.11%	46.49%	17.42%	18.77%
存货	4643.64	6678.69	7933.87	9407.53	营业利润增长率	56.54%	78.29%	23.80%	21.47%
其他流动资产	6465.38	612.11	718.77	853.69	净利润增长率	65.59%	69.82%	23.10%	20.59%
长期股权投资	304.52	304.52	304.52	304.52	EBITDA 增长率	43.07%	61.05%	16.62%	17.17%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2010.74	1883.29	1755.83	1628.37	毛利率	13.64%	15.36%	14.84%	14.83%
无形资产和开发支出	92.33	60.29	28.25	-3.79	三费率	9.97%	12.66%	11.98%	11.88%
其他非流动资产	5185.24	5183.37	5181.49	5179.62	净利率	2.01%	2.34%	2.45%	2.49%
资产总计	31766.34	35182.37	39399.41	45235.23	ROE	9.64%	9.19%	10.34%	11.29%
短期借款	334.41	0.00	0.00	0.00	ROA	1.31%	2.01%	2.21%	2.32%
应付和预收款项	13681.21	23334.19	26612.48	31316.09	ROIC	-32.60%	317.04%	42.40%	42.83%
长期借款	525.78	525.78	525.78	525.78	EBITDA/销售收入	3.12%	3.43%	3.41%	3.36%
其他负债	12900.35	3623.93	3833.15	4089.14	营运能力				
负债合计	27441.75	27483.90	30971.41	35931.01	总资产周转率	0.77	0.91	0.95	1.00
股本	800.00	1333.33	1333.33	1333.33	固定资产周转率	14.46	19.81	25.37	33.15
资本公积	2848.21	5113.95	5113.95	5113.95	应收账款周转率	4.21	3.85	3.08	3.24
留存收益	626.93	1251.19	1980.72	2856.94	存货周转率	5.26	4.50	4.14	4.15
归属母公司股东权益	4324.59	7698.47	8428.00	9304.22	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.47%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	4324.59	7698.47	8428.00	9304.22	资产负债率	86.39%	78.12%	78.61%	79.43%
负债和股东权益合计	31766.34	35182.37	39399.41	45235.23	带息债务/总负债	3.13%	1.91%	1.70%	1.46%
					流动比率	0.99	1.13	1.15	1.16
					速动比率	0.80	0.86	0.86	0.87
					股利支付率	0.00%	11.78%	16.25%	16.58%
					每股指标				
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股收益	0.31	0.53	0.65	0.79
EBITDA	645.70	1039.87	1212.69	1420.88	每股净资产	3.24	5.77	6.32	6.98
PE	34.14	20.11	16.33	13.54	每股经营现金	1.11	-1.25	0.72	1.15
PB	3.29	1.85	1.69	1.53	每股股利	0.00	0.06	0.11	0.13
PS	0.69	0.47	0.40	0.34					
EV/EBITDA	1.51	5.55	4.17	2.68					
股息率	0.00%	0.59%	0.99%	1.22%					

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	zfy@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
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn