

双轮驱动，决胜千里

2022年03月16日

► **事件概述：**今日公司发布两条公告：作为沙洋风电装备产业园项目主要投资方，公司获湖北省政府奖励 600MW 新能源项目建设指标，风电项目应在 2022 年底前完成核准，2024 年底前建成并网；公司与运达股份签署《战略合作协议》，运达股份成为濮阳天顺风能装备制造产业园三期风电主机项目入园企业，拟投建年产 1GW 主机产能。

► **行业：成长之路，价值重估。**从风电行业情况来看，陆风率先受益大型化降本，招标价格和招标量超预期。据统计，2022 年初至今陆风主机招标量约 13GW；从招标价格来看，基本落在 2000-2500 元/KW 区间内；陆风大型化提速率先打开行业成长空间，21 年全年公开招标量或超 60GW，对应 22 年装机增长确定性强。海风长期看可开发资源量充足，大型化、大规模、深远海趋势清晰；中期看主要省份规划量，已公布海风规划约 60GW；短期看平价进度/招标情况，我们认为海风可类比平价前的光伏，从当前招投标价格来看，占比最大的主机已贡献约 3000 元/KW 降幅，考虑抢装后建安成本的下降，低成本海风有望在 23 年开启装机高峰。

► **业务：“设备+零碳”蓝图渐展，风电龙头决胜千里。**设备端，公司陆上塔筒主业稳步发展，目前塔筒生产基地已辐射“三北”地区和长三角等区域，截至 2021 年 9 月末，陆上塔筒年产能约 70 万吨，公司预计 2022 年底将达 120 万吨；同时积极布局海工，公司预计 2023 年初将形成射阳+德国 60 万吨/年产能，后续还将在福建、江苏等地谋求布局。新能源资产业务端，公司积极探索“轻资产”模式，一方面公司电站建设持续推进，乌兰察布市兴和县 500MW 风电项目已于近日开始机组塔筒采购；另一方面，公司前瞻性地不断投入资源进行重点区域的资源开发及项目核准，目前已有一定规模的资源和项目储备。“设备+零碳”双轮驱动，未来公司塔筒、叶片等制造板块的产能消化与订单价格或将与零碳业务板块产生较好协同效应。

► **员工持股发布，信心彰显谋求共赢。**3 月 2 日公司披露第二期员工持股计划，总额拟不超过 2.5 亿元，主要面向高管、技术骨干和业务骨干，总人数不超过 150 人。当前位置推出员工持股计划，既彰显出公司对未来业务发展充满信心，也是建立共创共赢的组织机制，有利于进一步提升公司的吸引力和凝聚力。

► **投资建议**我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 91.05、120.95、165.72 亿元，增速为 12%/33%/37%；归母净利润分别为 13.51、16.26、22.20 亿元，增速为 29%/20%/37%，对应 21-23 年 PE 为 20x/16x/12x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**产能扩张速度不及预期；下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,100	9,105	12,095	16,572
增长率（%）	33.7%	12.4	32.8	37.0
归属母公司股东净利润（百万元）	1,050	1,351	1,626	2,220
增长率（%）	40.6%	28.8	20.3	36.5
每股收益（元）	0.60	0.75	0.90	1.23
PE	24.7	20	16	12
PB	3.9	3.4	2.8	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 03 月 15 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.81 元



分析师：邓永康

执业证号：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理：王一如

执业证号：S01001211100008

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru@mszq.com

相关研究

1. 驭风系列报告之二：风电行业成长逻辑再梳理
2. 2021Q4 基金持仓分析 20220129:咬定青山，行则将至
3. 光伏行业深度报告 20220208：需求高增，光之向往

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8,100	9,105	12,095	16,572
营业成本	6,190	7,137	9,615	13,262
营业税金及附加	49	46	58	75
销售费用	15	18	21	26
管理费用	205	228	290	365
研发费用	43	46	60	83
EBIT	1,597	1,630	2,049	2,762
财务费用	241	209	186	180
资产减值损失	-19	0	0	0
投资收益	101	219	100	100
营业利润	1,312	1,640	1,964	2,682
营业外收支	3	-6	2	2
利润总额	1,314	1,634	1,966	2,684
所得税	210	245	295	403
净利润	1,105	1,389	1,671	2,282
归属于母公司净利润	1,050	1,351	1,626	2,220
EBITDA	1,955	2,173	2,600	3,321

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	710	1,918	2,538	3,729
应收账款及票据	3699	3,617	4,639	6,130
预付款项	167	1,071	1,442	1,989
存货	1123	1,173	1,528	2,035
其他流动资产	551	1,295	1,382	1,458
流动资产合计	6634	9,074	11,529	15,341
长期股权投资	411	714	824	934
固定资产	5522	5,080	4,629	4,170
无形资产	323	300	325	350
非流动资产合计	8114	8,051	8,235	8,412
资产合计	14748	17,125	19,764	23,752
短期借款	2405	2,405	2,405	2,405
应付账款及票据	2202	3,510	4,405	6,002
其他流动负债	17	603	676	784
流动负债合计	5413	6,518	7,485	9,192
长期借款	2203	2,203	2,203	2,203
其他长期负债	7	242	242	242
非流动负债合计	2446	2,446	2,446	2,446
负债合计	7858	8,963	9,931	11,637
股本	1779	1,803	1,803	1,803
少数股东权益	210	247	292	354
股东权益合计	6890	8,162	9,833	12,115
负债和股东权益合计	14748	17,125	19,764	23,752

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	33.7%	12.4%	32.8%	37.0%
EBIT 增长率	41.8%	2.9%	25.7%	34.8%
净利润增长率	40.6%	28.8%	20.3%	36.5%
盈利能力 (%)				
毛利率	23.6%	21.6%	20.5%	19.9%
净利率	13.0%	15.2%	13.8%	13.8%
总资产收益率 ROA	7.1%	7.9%	8.2%	9.4%
净资产收益率 ROE	15.7%	17.1%	17.0%	18.9%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.4	1.5	1.7
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.2
现金比率	0.1	0.3	0.3	0.4
资产负债率 (%)	53%	52%	50%	49%
经营效率				
应收账款周转天数	147.3	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	66.2	60.0	58.0	56.0
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.7	0.9	1.2
每股净资产	3.7	4.4	5.3	6.5
每股经营现金流	0.1	1.0	0.8	1.1
每股股利	0.1	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	24.7	20	16	12
PB	3.9	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	15.5	13.69	11.21	8.42
股息收益率 (%)	1.0%	1.01%	1.01%	1.01%

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,105	1,389	1,671	2,282
折旧和摊销	357	543	551	559
营运资金变动	-1,491	-127	-868	-914
经营活动现金流	238	1,807	1,467	2,039
资本开支	-1,140	-183	-623	-623
投资	98	-303	-110	-110
投资活动现金流	-910	-267	-633	-633
股权募资	0	153	0	0
债务募资	557	0	0	0
筹资活动现金流	276	-331	-215	-215
现金净流量	-396	1,208	619	1,192

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001