

2022年06月28日

证券研究报告·公司研究报告

海力风电（301155）电力设备

持有（首次）

当前价：92.75元

目标价：——元（6个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

等风起，海上风电管桩龙头再起航

投资要点

- **推荐逻辑：1) 风机大型化降本效果显著，海上风电有望于2023年进入高速发展期：**随着海上风机向8MW以上方向发展，海上风电建设成本快速下降，结合各省市规划，预计2023年我国海上风电将进入高速发展期。**2) 桩基价值量不“通缩”，市场需求逐步放量：**海上风电逐渐走向深远海，桩基是少有不因风机大型化而“价值通缩”的环节，预计到2025年国内海上风电塔筒桩基市场规模约658亿。**3) 自有码头构筑成本优势，加速产能扩张布局：**公司在江苏南通拥有2个万吨级码头，具备成本、交付优势；在山东东营、江苏盐城、南通等地积极布局新基地，预计2023年底有效产能超过100万吨。
- **风机大型化降本效果显著，海上风电有望于2023年进入高速发展期。**碳中和、能源安全促进全球风电产业快速发展。相对陆上风电，海上风电因距离用电负荷中心近、土地资源占用少、发电效率高等优势，是我国及全球的发展重点。根据各省市规划，预计我国“十四五”期间海上风电新增装机量超过60GW。2021年海上风电抢装潮结束后，2022年行业进入降本增效调整期，海上风机规模大幅提升，带动海上风机招标价格较2019/2020年下降近一半，海上风电建设成本快速下降，预计2023年开始行业将进入快速发展期。截止2022Q1，海上风机招标量已达5.4GW。
- **桩基价值量不“通缩”，市场需求逐步放量。**随着海上风电机组更大、安装海域更深，单桩、导管架等海上风电支撑基础重量需随之提升，是风电设备领域少有不因大型化而导致单GW价值量下降的环节。根据我们对海上风电装机量及单GW塔筒桩基需求量的假设，到2025年，预计海上风电塔筒及桩基市场需求近600万吨，价值量约658亿元。
- **自有码头构筑成本优势，加速产能扩张布局。**海上塔筒桩基单体规模较大，只能通过海路运输，码头是必需的稀缺资源，自有码头可以节省运输费、码头使用费等费用，且保障产品及时交付。公司在江苏南通拥有2个万吨级码头泊位，另有一处码头正在建设中。公司目前在江苏南通具备有效产能20万吨，积极布局新基地，现有规划包括江苏60万吨及山东东营20万吨新产能，并筹备建设出口基地，预计2023年底合计产能超过100万吨。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年公司归母净利润分别为4.3、9.1、12.2亿元，2023-2024年归母净利润复合增长率为67.7%，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**海上风电装机不及预期；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险；风电场运营收益波动风险。

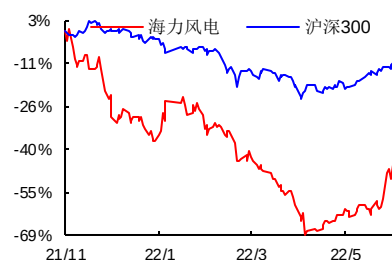
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5458.27	2331.48	6207.78	8439.34
增长率	38.93%	-57.29%	166.26%	35.95%
归属母公司净利润(百万元)	1112.68	434.68	912.33	1219.50
增长率	80.80%	-60.93%	109.89%	33.67%
每股收益EPS(元)	5.12	2.00	4.20	5.61
净资产收益率ROE	21.13%	7.95%	14.48%	16.60%
PE	18	45	21	16
PB	3.66	3.54	3.08	2.64

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：邵桂龙
执业证号：S1250521050002
电话：021-58351893
邮箱：tgl@swsc.com.cn
联系人：王宁
电话：021-58351893
邮箱：wn@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)	2.17
流通A股(亿股)	0.54
52周内股价区间(元)	51.29-167.69
总市值(亿元)	201.63
总资产(亿元)	38.21
每股净资产(元)	12.35

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 海上风电管桩龙头，近年来业绩高速增长	1
1.1 专注于海上风电，管桩产能优势明显	1
1.2 充分受益行业发展，近年来业绩高速增长	2
1.3 股权结构较为集中，管理层持股陪伴公司成长	3
2 海上风电建设如火如荼，带动塔筒桩基需求放量	4
2.1 碳中和&能源安全促进风电建设，中国引领全球	4
2.2 海上风电优势显著，2021 年实现爆发式增长	5
2.3 海风大型化降本效果显著，2023 年有望进入快速发展期	8
2.4 塔筒管桩国内市场空间近 1000 亿，海外市场利润更高	13
3 自有码头构筑成本优势，加速产能扩张布局	15
3.1 自有码头构筑成本优势，公司订单拓展能力强	15
3.2 加速产能扩张布局，迎接海上风电高速发展机遇	16
3.3 切入海上风电场运营业务，增厚公司业绩	17
4 盈利预测与估值	18
4.1 盈利预测	18
4.2 相对估值	19
5 风险提示	20

图 目 录

图 1: 公司专注于海上风电领域, 是海上风电管桩设备龙头.....	1
图 2: 公司产品图谱.....	1
图 3: 海上风电单桩、塔筒收入占比 97.7%.....	1
图 4: 2019-2021 年 3 年间营业收入 CAGR 为 84.4%.....	2
图 5: 2019-2021 年 3 年间归母净利润 CAGR 高达 216.8%.....	2
图 6: 近年来, 毛利率及净利率稳步上升.....	3
图 7: 公司期间费用率下行趋势明显.....	3
图 8: 两位实控人合计持有公司 48.3% 股权.....	3
图 9: 近两年, 全球风电新增装机迈上新台阶.....	4
图 10: 全球风电累计装机量稳步提升.....	4
图 11: 截止 2021 年, 亚洲风电累计装机量领先全球.....	5
图 12: 近年来, 中国风电新增装机量迈上新台阶.....	5
图 13: 中国风电累计装机量稳步增长.....	5
图 14: 近两年, 全球陆上风电新增装机量保持高位.....	6
图 15: 全球陆上风电累计装机量稳步增长.....	6
图 16: 近两年, 中国陆上风电新增装机量均超过 30GW.....	6
图 17: 中国陆上风电累计装机量稳步增长.....	6
图 18: 近年来, 中国及全球海上风电新增装机量快速增长.....	8
图 19: 中国及全球海上风电累计装机量稳步增长.....	8
图 20: 2021 年, 中国海上风电新增装机量占全球 80%.....	8
图 21: 截止 2021 年, 中国海上风电累计装机量占全球 48%.....	8
图 22: 国内风电单机规模快速扩大.....	9
图 23: 2020 年陆上典型风电场投资构成.....	9
图 24: 2020 年广东海上风电投资构成.....	9
图 25: 国内 220 千伏及以上输电线路回路长度不断增长.....	10
图 26: 国内弃风率逐年下降.....	10
图 27: 2022Q1 海上风电招标量超过 5.4GW.....	12
图 28: 陆上风电结构图.....	13
图 29: 海上风电结构图.....	13
图 30: 塔筒桩基下游客户分类.....	14
图 31: 全国万吨级以上泊位增加速度较慢.....	15
图 32: 近五年万吨级通用泊位年均增加仅 33 个.....	15
图 33: 公司与下游客户建立长期合作关系.....	16
图 34: 公司加速产能扩张布局.....	17
图 35: 天顺风能风电场运营业务毛利率较高.....	18

表 目 录

表 1：我国沿海地区用电量相对较大（亿千瓦时）	7
表 2：2021 年后海上风电项目国补退出（元/KWh）	10
表 3：国内沿海各省制定积极的海上风电发展规划	11
表 4：海上风电支撑基础类型	13
表 5：国内塔筒桩基需求逐步放量	14
表 6：分业务收入及毛利率	19
表 7：可比公司估值（截至 2022 年 6 月 28 日）	19
附表：财务预测与估值	21

1 海上风电管桩龙头，近年来业绩高速增长

1.1 专注于海上风电，管桩产能优势明显

海力风电专注于海上风电领域，是国内海上风电管桩龙头。公司成立于 2008 年，主营产品为海上风电单桩、塔筒；2010 年，公司《近海潮间带风电场钢结构风机基础关键技术》被省科技厅列入 2010 年科技支撑计划；2012 年，公司成功交付中船重工 5MW 海装导管架，助力我国海上风电技术开发进入新阶段；2014 年，公司成功交付国内首套最大的海上 6MW 风机塔筒；2018，公司整体变更为股份有限公司；2021 年，成功在创业板上市，进入发展新阶段。公司积极布局产能基地，预计 2023 年底合计产能超过 100 万吨，在行业内占据优势地位。

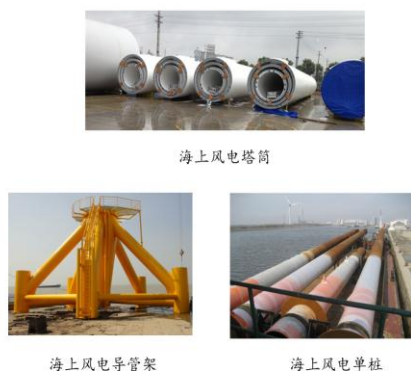
图 1：公司专注于海上风电领域，是海上风电管桩设备龙头



数据来源：公司官网，公告，西南证券整理

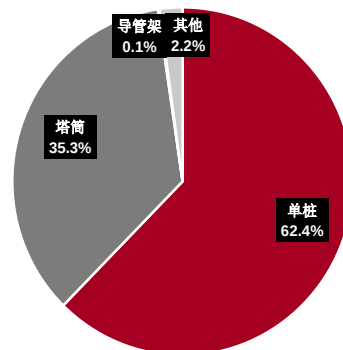
公司主要产品包括海上风电塔筒、单桩及导管架。塔筒是海上风电机组和基础之间的连接构件，传递上部数百吨重的风电机组重量；单桩及导管架为海上风电设备的支撑基础，其上端与风电塔筒连接，下端深入数十米深的海床地基中，用以支撑和固定海面上的塔筒以及风电机组。

图 2：公司产品图谱



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 3：海上风电单桩、塔筒收入占比 97.7%



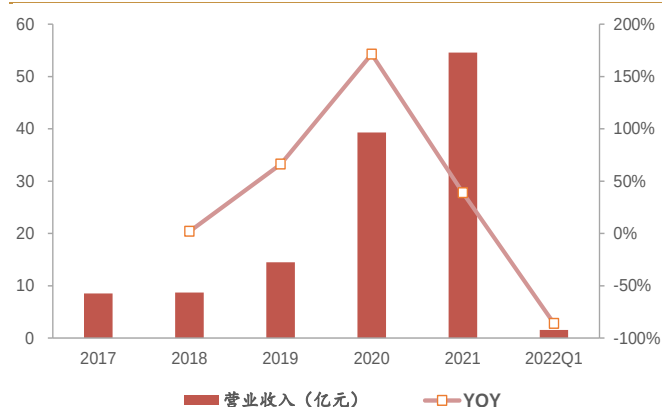
数据来源：Wind，西南证券整理

- 1) **单桩收入占比大，毛利率保持较高水平。**单桩是公司第一大业务板块，2021 年营收达 34.0 亿元，同比增长 17.7%，收入占比 62.4%。2021 年毛利率为 28.5%，同比增加 4.6 个百分点。公司在单桩加工领域技术储备丰富，毛利率水平较高。
- 2) **塔筒为公司第二板块，毛利率水平逐年提升。**公司风电塔筒业务 2021 年营收 19.3 亿元，同比增长 97.4%，收入占比 35.3%。2021 年毛利率为 28.0%，同比增加 4.7 个百分点。公司的风电塔筒以客户需求为基础，产品具有较强的创新属性，竞争力强。
- 3) **导管架业务毛利率水平高，发展机遇大。**由于行业应用较少，公司导管架仅有小部分出货，2021 年营收 0.1 亿元，毛利率为 29.1%。

1.2 充分受益行业发展，近年来业绩高速增长

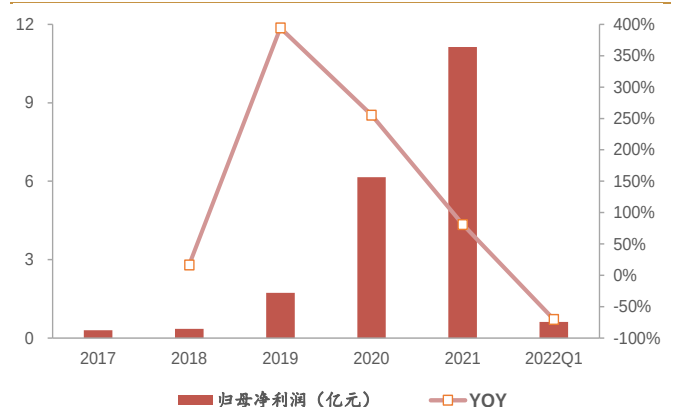
近年来，公司营业收入与归母净利润增长迅猛。2021 年公司实现营收 54.6 亿元，同比增长 38.9%，2019-2021 年 3 年间 CAGR 高达 84.4%；2021 年归母净利润为 11.1 亿元，同比增长 80.8%，2019-2021 年 3 年间 CAGR 高达 216.8%。2022Q1，公司实现营收 1.5 亿，同比下降 86.0%，实现归母净利润 0.6 亿，同比下降 70.3%，2022Q1 业绩下滑，主要受 2021 年海上风电抢装潮之后，行业进入短暂调整期。风电行业是国家战略性新兴产业，尤其是海上风电具备广阔发展前景，公司作为行业龙头将充分受益。

图 4：2019-2021 年 3 年间营业收入 CAGR 为 84.4%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：2019-2021 年 3 年间归母净利润 CAGR 高达 216.8%

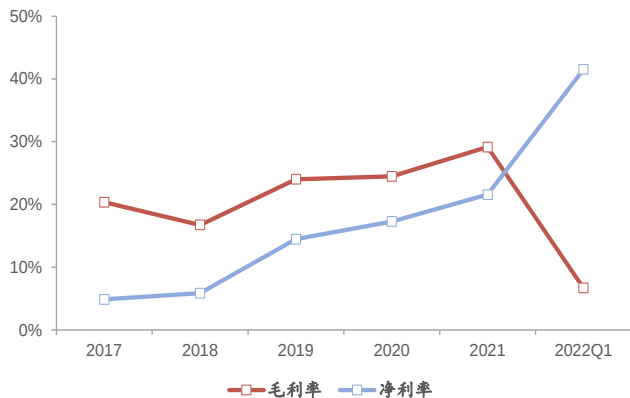


数据来源：Wind，西南证券整理

行业景气度高，公司毛利率及净利率稳步上升。2021 年，公司综合毛利率为 29.1%，同比增加 4.7 个百分点；净利率为 21.6%，同比增加 4.3 个百分点，盈利能力稳步提升。2022Q1，受收入大幅下降影响，毛利率同比下降 22.4 个百分点至 6.7%，净利率提升 20.9 个百分点到 41.5%。随着海上风电招标及装机逐步回暖，以及原材料价格企稳，预计公司毛利率将快速回升。

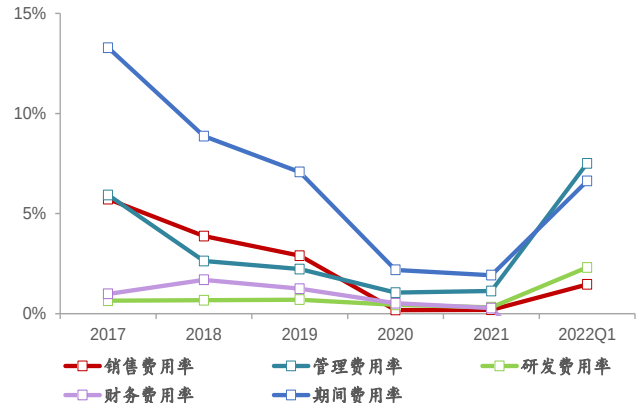
规模效应显现，管理效率提升，公司期间费用率下行趋势明显。2021 年公司期间费用率为 1.9%，同比减少 0.3 个百分点；2022Q1 期间费用率为 6.6%，同比增加 4.4 个百分点。细分来看，2021 年公司销售费用率为 0.2%，同比持平；管理费用率为 1.1%，同比分别增加 0.1 个百分点；研发和财务费用率分别为 0.3%、0.3%，同比分别减少 0.1、0.2 个百分点。

图 6：近年来，毛利率及净利率稳步上升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司期间费用率下行趋势明显

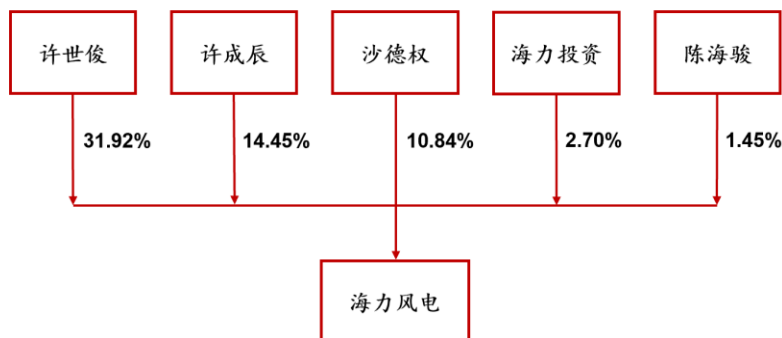


数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 股权结构较为集中，管理层持股陪伴公司成长

公司实控人为许世俊、许成辰父子，管理层持股陪伴公司成长。公司实控人许世俊、许成辰父子两人直接持有公司 46.4% 股权，通过员工持股平台——海力投资间接持有 1.9% 股权，合计持股 48.3%。公司董事、总经理沙德权直接持有公司 10.8% 股权，通过海力投资间接持有 0.5% 股权，合计持股 11.4%；董事、副总经理陈海骏直接持股 1.5% 股权，财务总监宗斌通过海力投资间接持股 0.3% 股权。公司股权结构较为集中，决策效率高，管理层持股陪伴公司成长，经营活力充沛。

图 8：两位实控人合计持有公司 48.3% 股权



数据来源：Wind，西南证券整理

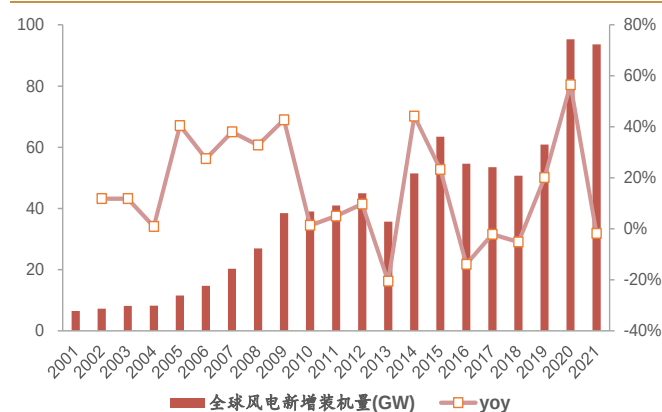
2 海上风电建设如火如荼，带动塔筒桩基需求放量

2.1 碳中和&能源安全促进风电建设，中国引领全球

碳中和大势所趋、能源安全势在必行，全球主要国家均鼓励风电发展。随着国际社会对生态环境、异常气候等领域的日益重视，减少化石能源燃烧，早日实现碳中和已成为世界各国的普遍共识和一致行动；贫油少气国家为保障能源安全，亦加快开发和利用可再生能源。2015 年，全球可再生能源发电新增装机容量首次超过常规能源发电的新增装机容量，标志全球电力系统的建设正在发生结构性转变。目前，在我国的二氧化碳排放总量中，能源行业约占 88%，电力行业则占能源行业二氧化碳排放量的 41% 左右，电力系统脱碳是实现碳中和目标的必要条件，主要依赖手段为风电和光伏。全球主要国家与地区均出台鼓励风电发展的刺激政策，促进风电产业快速发展，至今已有 100 多个国家开始发展风电。

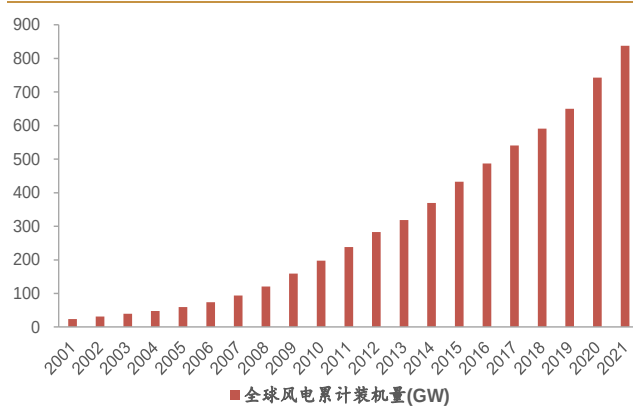
近年来，全球风电新增装机迈上新台阶。根据全球风能理事会（GWEC）数据，近 5 年来，全球风电新增装机量均在 50GW 以上。2020 年全球风电新增装机量取得历史最大增幅，高达 95.3GW，同比增长 53.0%，新增装机大幅增长主要受到中国陆风抢装潮的影响；2021 年全球风电新增装机量亦录得高位，全年新增 93.6GW。截止 2021 年底，全球风电累计装机量已至 837.5GW。

图 9：近两年，全球风电新增装机迈上新台阶



数据来源：全球风能理事会 (GWEC)，西南证券整理

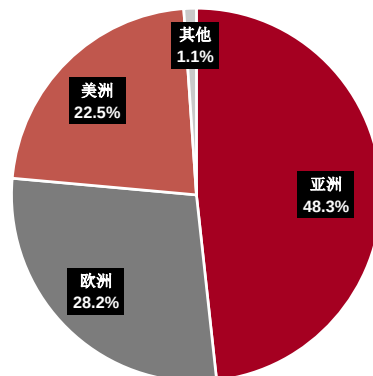
图 10：全球风电累计装机量稳步提升



数据来源：全球风能理事会 (GWEC)，西南证券整理

分地区来看，亚洲、欧洲、北美洲是全球风力发电的主要市场。风能资源多集中在沿海和开阔大陆的收缩地带，大陆地区风能密度较高的区域包括中亚草原、欧洲北海地区和北美大陆中东部地区等，沿海地区风能较大的区域包括欧洲大西洋沿岸及冰岛沿岸、美加东地区和东北亚沿岸等。凭借先发优势、政策支持和技术优势，欧洲与美国已达到较高发展水平，而以中国、印度、日本为首的亚洲地区通过近些年的发展实现了规模上的超越，全球风电产业已形成亚洲、北美和欧洲三大风电市场。据全球风能理事会统计，2021 年，亚洲、欧洲和美洲累计装机容量分别为 404.1GW、235.9GW 和 188.3GW，分别占全球累计装机容量的 45.7%、29.5%、22.9%，全球占比合计约 98.9%。

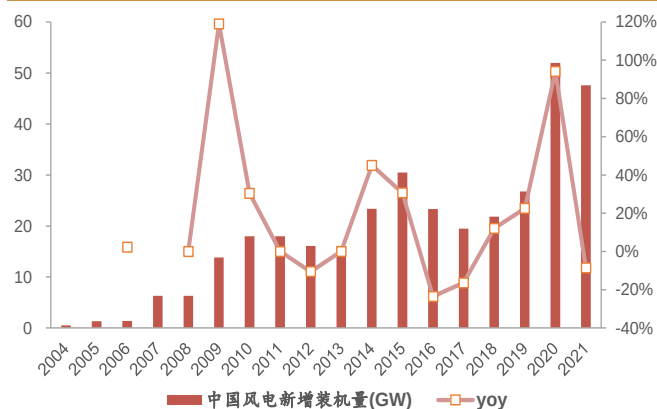
图 11：截止 2021 年，亚洲风电累计装机量领先全球



数据来源：全球风能理事会 (GWEC)，西南证券整理

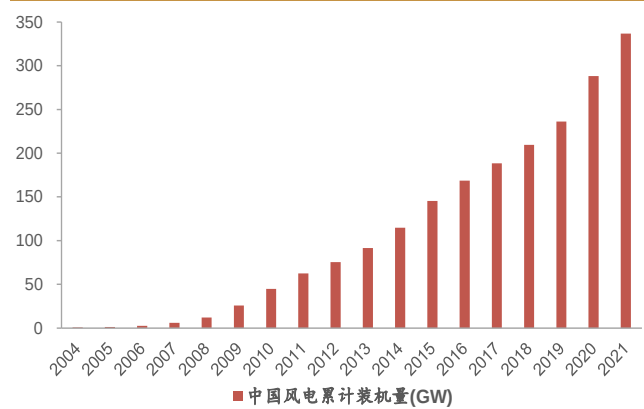
中国风电后来居上，近年来装机量引领全球。相对欧洲来说，我国风电产业发展较晚，但在政策支持、产业链协同进步的背景下，近年来呈现加速发展趋势，截止 2021 年底，无论新增装机量，还是累计装机量均已位居全球第一位。2021 年我国风电新增装机量为 47.6GW，全球占比 50.9%；截止 2021 年底，我国风电累计装机量为 336.7GW，全球占比 40.2%。

图 12：近年来，中国风电新增装机量迈上新台阶



数据来源：中国风能协会，全球风能理事会，西南证券整理

图 13：中国风电累计装机量稳步增长

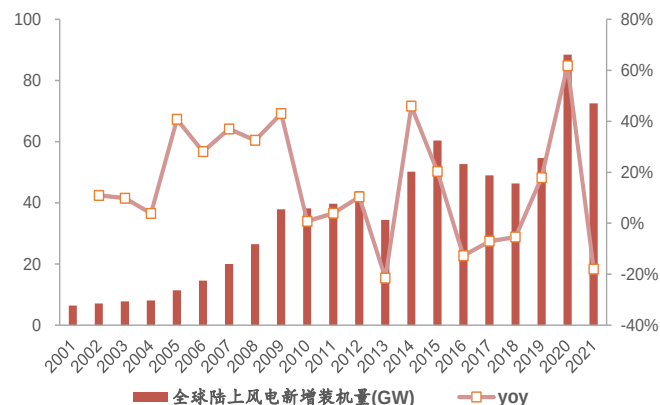


数据来源：中国风能协会，全球风能理事会，西南证券整理

2.2 海上风电优势显著，2021 年实现爆发式增长

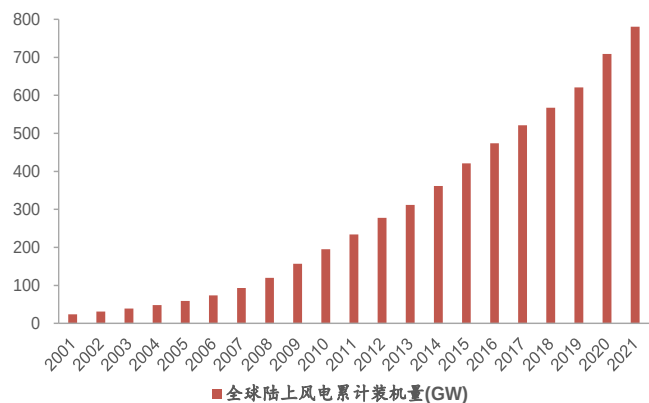
分类型来看，陆上风电产业较成熟，占据风电产业主导地位。风电产业分为陆上风电和海上风电两种类型；其中，陆上风电发展较早，结构相对简单，产业链较为成熟，建设成本较低，全球已基本实现平价上网。2021 年全球陆上风电新增装机量为 72.5GW，占全部风电新增装机量的比例为 77.5%；截止 2021 年底，全球陆上风电累计装机量为 780.3GW，占全部风电累计装机量的 93.2%。由此可见，陆上风电仍占据风电产业中的主导地位。

图 14：近两年，全球陆上风电新增装机量保持高位



数据来源：全球风能理事会 (GWEC)，西南证券整理

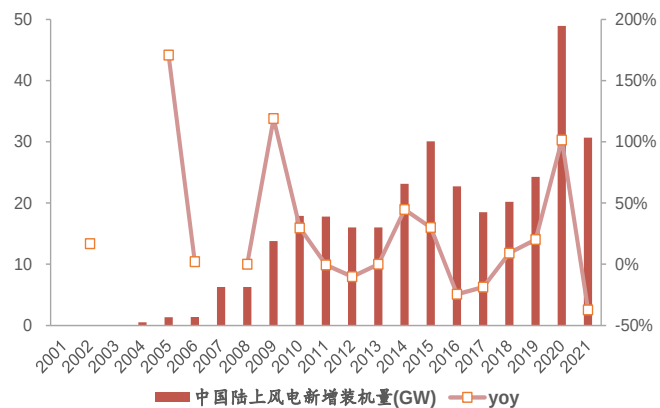
图 15：全球陆上风电累计装机量稳步增长



数据来源：全球风能理事会 (GWEC)，西南证券整理

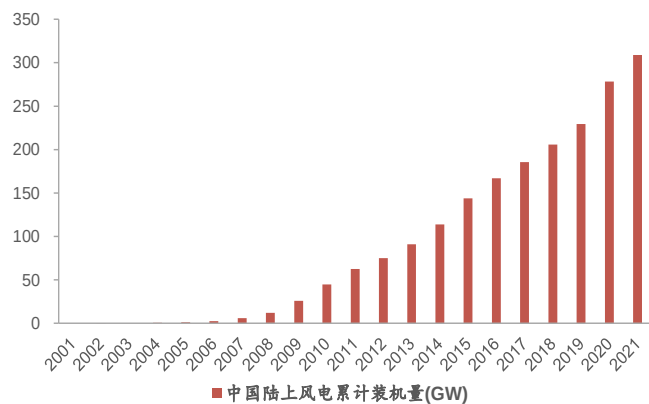
中国陆上风电已进入平价时代，2020 年抢装潮后走向市场化发展。自 2009 年执行上网标杆电价，中国陆上发电发展迅速，度电成本已快速下降至与煤电成本较为接近的水平，2021 年开始进入平价上网时代。从装机量来看，2020 年因抢装潮，国内陆上风电新增装机量达 48.9GW，为历史最高水平，同比增长 101.3%，全球占比 56.3%；2021 年新增装机量为 30.7GW，全球占比 42.3%。截止 2021 年底，国内陆上风电累计装机容量达 309.0GW，全球占比 39.6%。

图 16：近两年，中国陆上风电新增装机量均超过 30GW



数据来源：中国风能协会，全球风能理事会，西南证券整理

图 17：中国陆上风电累计装机量稳步增长



数据来源：中国风能协会，全球风能理事会，西南证券整理

相对陆上风电，海上风电具备独特优势：

- 1) **离用电负荷中心近，消纳条件好：**陆上风电主要集中在三北地区，该等地区由于经济发展水平较弱，往往电力需求不旺盛，风电就地消化较难，而国家电网基础设施建设时间相对较长，且成本相对较高，造成陆上风电消纳存难；海上风电则主要集中在东部沿海地区，经济较为发达，电力需求旺盛，充分满足就地消纳条件。
- 2) **发电效率高、出力波动性小：**海上风电机型相对更大，同等状况下扫风面积更大、可利用风能更多，发电效率更高；海上风电年运行小时数最高可超 4000 小时，部分风量较低地区也可达到 3000 多小时，相比陆上风电年发电量可多出 20%-40%。此外，陆上风电场一般存有障碍物，易对风速造成一定影响，而海上风速更为平稳，出力波动性低于陆上发电。

- 3) **土地资源占用小, 环境影响程度较低:** 相对于陆上风电, 海上风电场不需要占用大量土地资源, 更适用于人口集中、经济较为发达、土地资源较为稀缺的东南沿海地区。

表 1: 我国沿海地区用电量相对较大 (亿千瓦时)

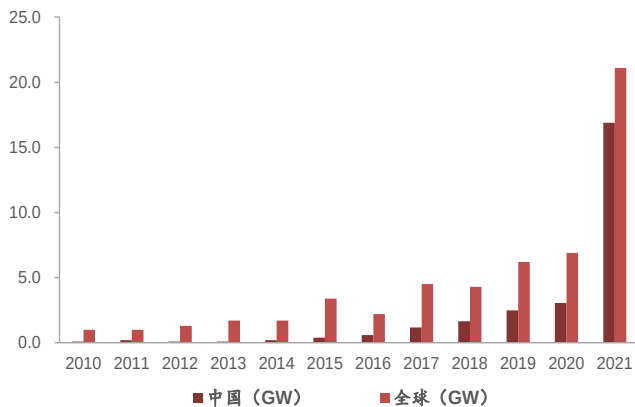
排序	省市	2020 年用电量	排序	省市	2020 年用电量
1	山东省	6940	17	湖南省	1929
2	广东省	6926	18	陕西省	1741
3	江苏省	6374	19	江西省	1627
4	浙江省	4830	20	贵州省	1586
5	河北省	3934	21	上海市	1576
6	内蒙古	3900	22	甘肃省	1376
7	河南省	3392	23	重庆市	1187
8	新疆	2998	24	北京市	1140
9	四川省	2865	25	宁夏	1038
10	福建省	2483	26	黑龙江省	10144
11	安徽省	2428	27	天津市	875
12	辽宁省	2423	28	吉林省	805
13	山西省	2342	29	青海省	742
14	湖北省	2144	30	海南省	362
15	云南省	2026	31	西藏	82
16	广西	2025			

数据来源: 国家能源局, 西南证券整理

中国因抢装潮实现爆发式增长, 带动全球海上风电装机快速提升。

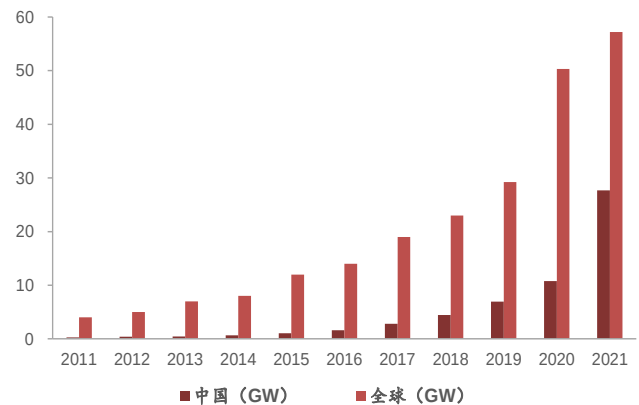
- 1) **中国:** 由于抢装潮, 2021 年海上风电新增装机量实现爆发式增长, 高达 16.9GW, 是 2020 年新增装机的 5.5 倍; 截止 2021 年底, 中国海上风电累计装机量已达 27.7GW, 位列全球第一。
- 2) **欧洲:** 欧洲是海上风电发源地, 世界上第一个商业化意义的海上风电场于 2000 年建设在丹麦哥本哈根湾。2021 年欧洲新增装机量为 3.3GW, 同比增长 13.8%; 截止 2021 年底, 海上风电累计装机量为 28.1GW; 其中, 英国为 12.5GW, 德国为 7.7GW。
- 3) **全球:** 在中国、欧洲市场的带动下, 全球海上风电新增装机量快速增加, 根据全球风能理事会统计, 2021 年全球海上风电新增装机量为 21.1GW, 是 2020 年新增装机量的 3 倍, 占全球风电新增装机量的比例为 22.5%。截止 2021 年底, 全球海上风电累计装机量已达 57.2GW, 占全球风电累计装机量的 6.8%。

图 18：近年来，中国及全球海上风电新增装机量快速增长



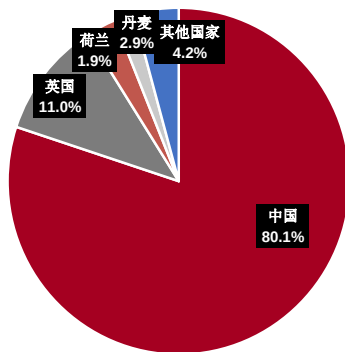
数据来源：全球风能理事会 (GWEC)，西南证券整理

图 19：中国及全球海上风电累计装机量稳步增长



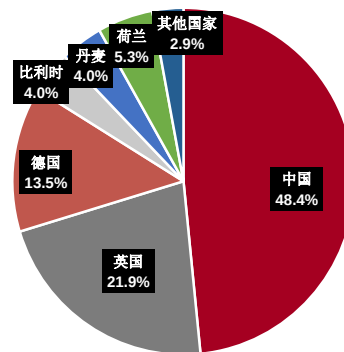
数据来源：全球风能理事会 (GWEC)，西南证券整理

图 20：2021 年，中国海上风电新增装机量占全球 80%



数据来源：全球风能理事会 (GWEC)，西南证券整理

图 21：截止 2021 年，中国海上风电累计装机量占全球 48%



数据来源：全球风能理事会 (GWEC)，西南证券整理

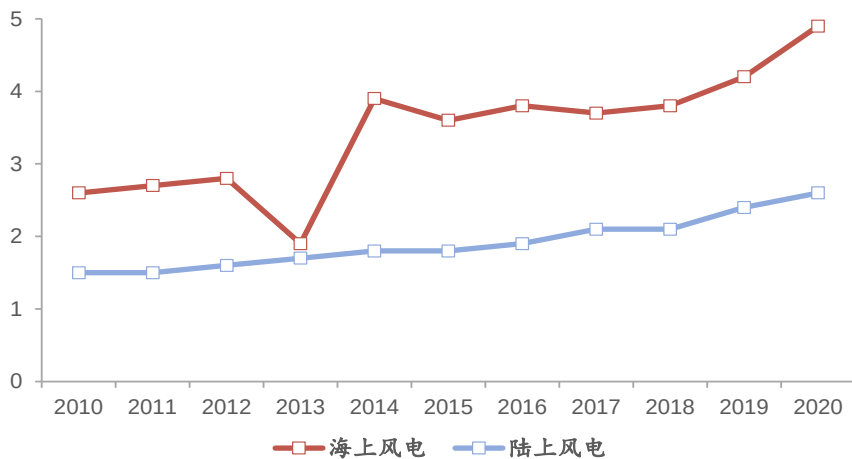
2.3 海风大型化降本效果显著，2023 年有望进入快速发展期

风机大型化有利于降低风电建设成本，提升项目投资收益率。2020 年陆上风电抢装潮和 2021 年海上风电抢装潮已相继结束，在无补贴时代（广东、山东对海上风电存在地补），降本增效成为风电产业的主旋律，风机大型化则是降低风电建设成本的重要抓手。风电机组在风电建设成本中占比超过 40%，通过提高风电单机规模，可有效降低单 GW 零部件价值量、降低单 GW 风机成本，进而降低综合建设成本；对于海上风电来说，风机大型化更可以通过减少机位点，降低基础打桩、机组吊装等安装成本和风电场运维成本。

- 1) **陆上风电**：根据中国风能协会数据，我国新增陆上风电单机规模从 2015 年的 1.8MW 提升到 2020 年的 2.6MW，大型化发展相对较慢。2020 年抢装潮结束之后，为降低风电建设成本，提升项目投资收益率，大型化趋势明显加快，2022 年开始招标的陆上风电单机规模普遍超过 4MW，部分风场甚至要求 6MW 以上。陆上风机招标价格也由 2019/2020 年的 3000-4000 元/KW 下降到 2022 年的 2000 元/KW 左右。

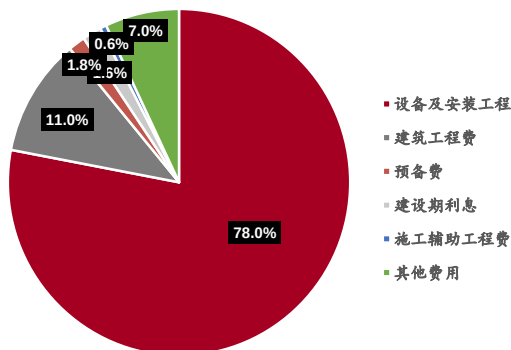
- 2) **海上风电**：我国新增海上风电单机规模已由 2015 年的 3.6MW 提升到 2020 年的 4.9MW；据我们统计，2022 年上半年开始招标的海上风电单机规模基本超过 7MW，部分风电场甚至达到 11-12MW，由此带来海上风机价格的快速下降，由 2019/2020 年的 6000-7000 元/KW 下降至 2022 年的 4000 元/KW 左右。

图 22：国内风电单机规模快速扩大



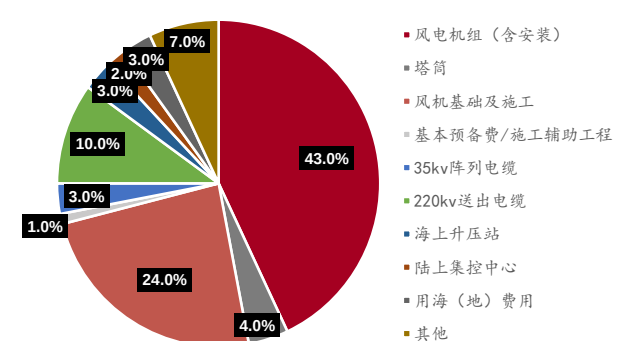
数据来源：中国风能协会，西南证券整理

图 23：2020 年陆上典型风电场投资构成



数据来源：《中国可再生能源发展报告 2020》，西南证券整理

图 24：2020 年广东海上风电投资构成

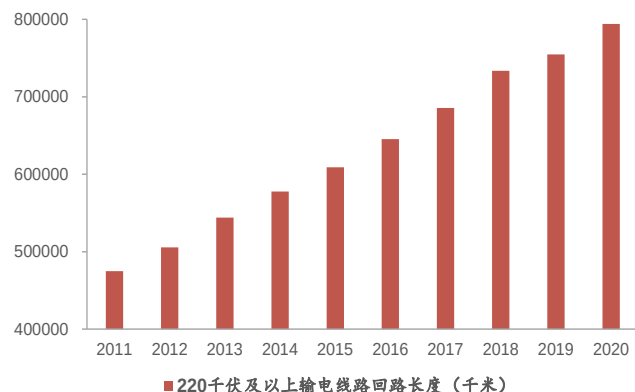


数据来源：北极星风力发电网，西南证券整理

(1) 从陆上风电来看：

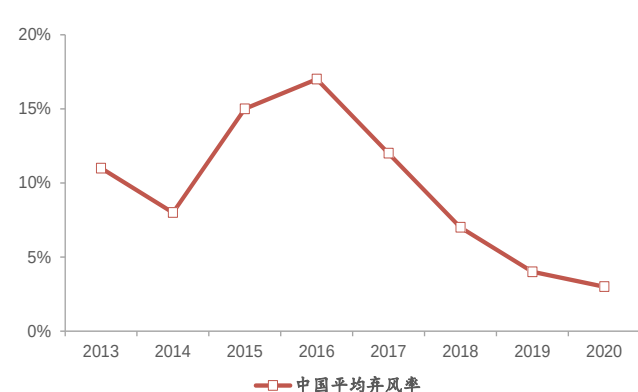
弃风率逐年下降，陆上风电消纳困境逐步改善。我国陆上风电主要集中在三北地区，该等地区由于经济发展水平较弱，往往电力需求不旺盛，风电就地消化较难；同时，国家电网建设滞后于风电资源开发速度，对风电外送条件影响较大影响，导致风电产地与消纳地的空间错配，在过去，消纳难题成为了我国风电发展的阻碍。为了促进风电产业健康发展，国家对特高压电网等基础设施持续建设投入，使得富余风电外送条件得到较好的改善，弃风率持续降低。2020 年，全国风电平均利用小时数 2097 小时，平均弃风率为 3%，同比下降 1 个百分点，尤其是新疆、甘肃、蒙西，弃风率同比显著下降，新疆弃风率 10.3%、甘肃弃风率 6.4%、蒙西弃风率 7%，同比分别下降 3.7、1.3、1.9 个百分点。

图 25：国内 220 千伏及以上输电线路回路长度不断增长



数据来源：中国电力企业联合会，西南证券整理

图 26：国内弃风率逐年下降



数据来源：国家能源局，西南证券整理

风光大基地项目助力陆上风电建设需求。2021 年 11 月 24 日，国家发改委、国家能源局下发第一批大型风电光伏基地建设项目清单，累计规模 97.05GW；截止 2022 年 5 月 12 日，第一批大基地已有 85GW 项目开工建设。2022 年 2 月，国家发改委和国家能源局下发第二批风光大基地规划方案，规划到 2030 年装机 455GW；其中，“十四五”时期规划装机约 200GW，“十五五”时期规划装机约 255GW。大型风光基地的集中式开发，可以通过规模效应以最大程度降低土地、基建、运维等方面的成本，充分发挥沙漠、戈壁、荒漠等地区的风光资源潜力，国家风光大基地项目将助推陆上风电装机快速增长。

(2) 从海上风电来看：

国补退出，地补接力，助推平价前夕海上风电建设。2021 年起，新核准（备案）的海上风电项目，中国中央政府不再补贴，但鼓励地方政府出台针对性扶持政策，保证海上风电项目的投资收益率，目前广东、山东两省已明确出台海上风电补贴政策。广东省补贴标准为 2022 年、2023 年、2024 年全容量并网项目每千瓦分别补贴 1500 元、1000 元、500 元，补贴资金由省财政设立海上风电补贴专项资金解决；山东省对 2022-2024 年建成并网的“十四五”海上风电项目，省财政分别按照每千瓦 800 元、500 元、300 元的标准给予补贴，补贴规模分别不超过 200 万千瓦、340 万千瓦、160 万千瓦。

表 2：2021 年后海上风电项目国补退出 (元/KWh)

核准时间	开工时间	并网时间	执行政策	潮间带	近海
2018 年前	2 年核准期内开工	2021 年底前	标杆电价	0.75	0.85
2018 年 5 月前	-	2021 年底前	已经确定投资主体的海上风电项目 2018 年可继续推进原方案。 未确定投资主体的海上风电项目应全部通过竞争方式配置确定上网电价。	0.75/竞价	0.85/竞价
2019 年	-	2021 年底前	竞价，且电价低于指导价	0.52	0.8
2020 年	-	2021 年底前	竞价，且电价低于指导价	0.47	0.75
2021 年	-	-	取消中央补贴，支持地方补贴	海上风电建设省份的燃煤标杆电价水平为 0.39-0.45	

数据来源：《海上风电回顾与展望 2020》，西南证券整理

海上风电平价时代即将到来，发展前景广阔。在风机大型化、风场规模化以及其他降本措施下，海上风电建设成本正快速下降，应用前景十分广阔，世界各主要国家均制定了积极的海上风电长期目标：

- 1) **中国**：国内各省市积极制定海上风电发展规划，广东、山东、江苏、浙江、辽宁、广西、福建、上海等省市“十四五”期间规划新增海上风电并网装机 17、5、11.74、4.55、7.75、3、4.1、1.8GW，合计约 51GW；加上海南、天津、河北等未发布海上风电具体装机规划的省市，我们预计“十四五”期间国内新增海上风电并网装机量将超过 60GW。
- 2) **英国**：英国政府发布海上风电“产业战略”规划，明确提出海上风电装机容量将在 2030 年前达到 30GW，为英国提供 40% 以上的电力。
- 3) **德国**：2018 年德国政府提高海上风电发展目标，要求到 2030 年德国海上风电总装机至少达到 20GW，2040 年达到 40GW；
- 4) **荷兰**：荷兰政府制定了非常积极的开发路线图，计划到 2030 年实现 11.5GW 的装机目标，到 2040 年达到 38GW，2050 年达到 72GW。
- 5) **美国**：美国能源部宣布海上风电目标为 2030 年达到 30GW，而截止 2021 年底，其海上风电总装机量仅为 42MW。
- 6) **日本**：日本经济产业省制定海上风电发展目标，计划到 2030 年安装 10GW 海上风电，到 2040 年达到 30-45GW。
- 7) **印度**：印度新能源和可再生能源部（MNRE）宣布到 2022 年实现海上风电装机容量达 5GW 的短期目标，到 2030 年实现海上风电装机容量达 30GW 的长期目标。
- 8) **越南**：越南工贸部已计划到 2030 年将海上风电装机容量提高到 4GW，2040 年增加到 23GW。

表 3：国内沿海各省制定积极的海上风电发展规划

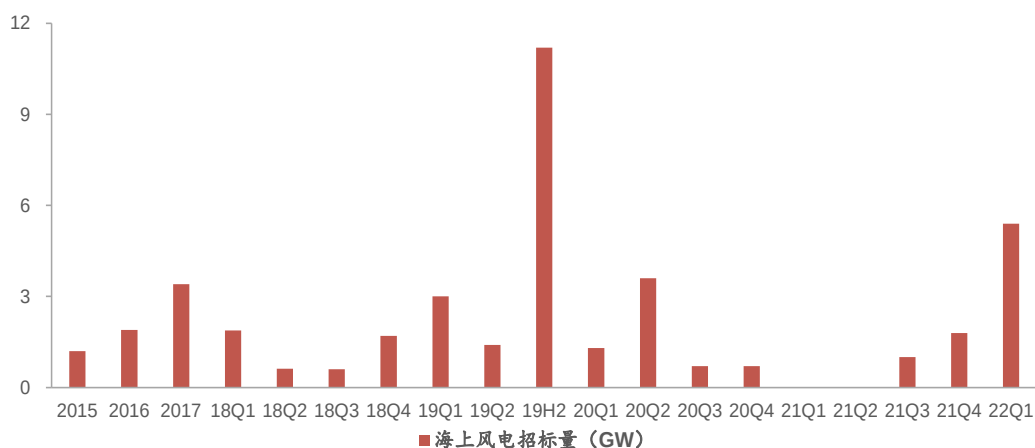
省份	政策名称	发布时间	发布部门	主要内容
广东	《广东省能源发展“十四五”规划》	2022.04	广东省政府	大力发展海上风电。规模化开发海上风电推动项目集中连片开发利用，打造粤东、粤西千万千瓦级海上风电基地，“十四五”时期新增海上风电装机容量约 17GW。
福建	《福建省“十四五”能源发展专项规划》	2022.06	福建省政府	“十四五”期间增加并网装机 4.1GW，新增开发省管海域海上风电规模约 10.3GW，力争推动深远海风电开工 4.8GW。
江苏	《江苏省“十四五”可再生能源发展专项规划（征求意见稿）》	2021.01	江苏省能源局	到 2025 年，新增海上风电 9.09GW；十三五期间结转项目 2.65GW，合计 11.74GW。
浙江	《浙江省能源发展“十四五”规划》	2022.05	浙江省政府	十四五期间新增海上风电装机 4.55GW 以上，力争达到 5GW。在宁波、温州、舟山、台州等海域，打造 3 个以上百万千瓦级海上风电基地。
山东	《山东省可再生能源发展“十四五”规划》	2022.02	山东省政府	聚焦渤中、半岛北、半岛南三大片区，重点推进一批百万千瓦级项目集中连片开发，形成规模化、基地化效应，打造千万千瓦级海上风电基地，到 2025 年，山东省海上风电力争开工 10GW、投运 5GW。
辽宁	《辽宁省“十四五”海洋经济发展规划》	2022.01	辽宁省政府	到 2025 年，全省力争海上风电累计并网装机容量达到 4.05GW。

省份	政策名称	发布时间	发布部门	主要内容
广西	《广西可再生能源发展“十四五”规划》	2022.06	广西发改委	“十四五”期间，力争核准开工海上风电装机规模不低于 7.5GW，其中并网装机规模不低于 3GW。
上海	《上海市能源发展“十四五”规划》	2022.05	上海市政府	近海风电重点推进奉贤、南汇和金山三大海域风电开发，探索实施深远海域和陆上分散式风电示范试点，力争新增规模 1.8GW，以海上为主、陆上为辅。
海南	《海南省上风电项目招商(竞争性配置)方案》	2022.02	海南省自然资源和规划厅	海南省“十四五”期间规划 11 个场址作为近期重点项目，总开发容量为 12.3GW。

数据来源：西南证券整理

抢装潮后，国内海上风电进入调整期，2023 年开始有望迎来规模扩张期。海上风电经历 2021 年抢装潮之后，在 2022 年保持相对静默，主要原因在于国补退出之后，海上风电安装成本相对较高，投资收益率下降，2022 年成为产业链协同降本增效调整期，因此开工量较低。随着安装成本快速下降，海上风电装机量将持续扩张，结合各省市十四五规划，我们预计 2023-2025 年年均装机量将超过 12GW；截止 2022 年一季度，海上风电招标量已超过 5.4GW。

图 27：2022Q1 海上风电招标量超过 5.4GW



数据来源：金风科技，西南证券整理

欧洲持续加码新能源，风电装机需求有望加速。2021 年 7 月，欧盟提出到 2030 年可再生能源占比达到 40% 的目标，2022 年 5 月，欧盟公布 REPowerEU 行动方案，计划将在未来 5 年额外投资 2100 亿欧元于可再生能源，同时将 2030 年可再生能源占比从 40% 提高至 45%，风电和光伏作为欧盟可再生能源建设的主力，装机需求有望加速。此外，2022 年 5 月，丹麦、德国、比利时与荷兰的政府首脑在“北海海上风电峰会”上共同签署一份联合声明文件，旨在将北海打造成欧洲的“绿电中心”；上述四个欧盟国家承诺，到 2050 年将四国的海上风电装机增加 10 倍，从 2021 年底的 16 GW 提高至 150 GW，显示出海上风电广阔的发展前景。

2.4 塔筒管桩国内市场空间近 1000 亿，海外市场利润更高

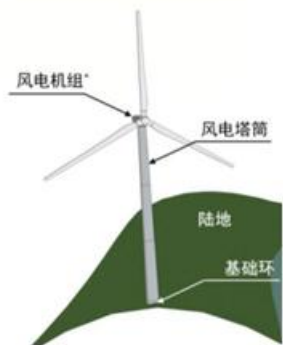
陆上风电支撑基础主要为塔筒，海上风电还包括单桩/导管架等海底支撑。风电设备主要包括风电机组、支撑基础以及输电控制系统三大部分。陆上风电支撑基础主要为塔筒，海上风电支撑基础则包括海底支撑和塔筒两部分。在近海，海底支撑以单桩、导管架为主，风电机组通过塔筒安装在单桩或导管架上，单桩或导管架则深入海床地基，由海床地基提供支撑。通常情况下，0-40 米水深海域，海底支撑以单桩为主；40-60 米水深海域，海底支撑以导管架为主；60 米以上水深海域，海底支撑以漂浮式基础为主。

表 4：海上风电支撑基础类型

项目	单桩	导管架	漂浮式基础
结构特征	直径大、长度长，一体化的钢构件	直径较小，钢管桩与上部脚架组合而成的钢构件	由浮箱、锚索等构件组合而成，通常为钢构件
适用水深范围	0-40m	40-60m	>60m
优点	生产工艺简单，安装成本较低，安装经验丰富	强度高，重量轻，适用于大型风机	适用于深水海域，该水域海上风电发电潜力大，安装不受海床影响
局限性	施工噪声大，受海床、水深及风机重量影响较大	结构复杂，造价较高，施工较为繁琐	尚在研制中，缺乏设计及安装经验，在中浅水区域并不具有经济优势
造价成本	较低	较高	高
安装施工	液压打桩锤、钻孔安装	蒸汽/液压打桩锤安装	与深水海洋平台施工法相同，起重船吊装系泊

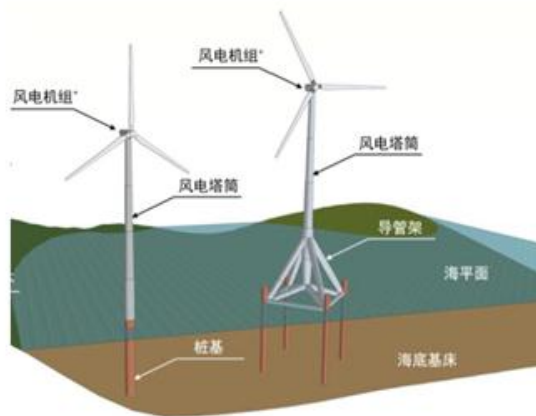
数据来源：海力风电招股书，西南证券整理

图 28：陆上风电结构图



数据来源：海力风电招股书，西南证券整理

图 29：海上风电结构图



数据来源：海力风电招股书，西南证券整理

塔筒桩基直接下游客户主要为风电场施工商、风电场运营商、风电整机厂商。通常情况下，单桩/导管架等海底支撑零部件由风电场施工商直接采购，包括中国交建、龙源振华、天津港航等；少数情况下由风电场投资运营商直接采购，包括龙源电力、江苏新能、三峡新能源、华能国际等；而塔筒则通常由风电整机厂商采购，包括金风科技、上海电气、明阳智能、远景能源、中船集团等。

图 30：塔筒桩基下游客户分类



数据来源：西南证券整理

桩基单位价值不“通缩”，预计 2025 年塔筒桩基国内市场规模合计近 1000 亿元。随着风电机组大型化趋势愈演愈烈，风机零部件单 GW 价值量随之下降，这也是风电安装成本下降的主要来源之一；但随着风电机组更大、安装海域更深，单桩、导管架等海上风电支撑基础重量需随之提升，是风电设备领域少有不因大型化而导致单 GW 价值量下降的环节。根据我们对陆上与海上风电装机量及单 GW 塔筒桩基需求量的假设，到 2025 年，预计陆上风电塔筒市场规模超 300 亿元，海上风电塔筒及桩基市场规模约 658 亿元，合计约 958 亿元。

表 5：国内塔筒桩基需求逐步放量

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
陆上风电					
装机量 (GW)	31	50	55	60	65
单 GW 塔筒需求 (万吨)	8	7.5	7	6.3	5.5
塔筒总需求 (万吨)	248	375	385	378	358
塔筒单吨价格 (万元/吨)	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
陆上塔筒市场规模 (亿元)	211	319	327	321	304
海上风电					
装机量 (GW)	14	6	12	18	23
单 GW 塔筒需求 (万吨)	7.5	7	6.5	6.2	6
单 GW 桩基需求 (万吨)	20	20	20	20	20
塔筒桩基总需求 (万吨)	385	162	318	472	598
单吨价格 (万元/吨)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
海上塔筒桩基市场规模 (亿元)	462	178	350	519	658

数据来源：国家能源局，彭博新能源，西南证券整理

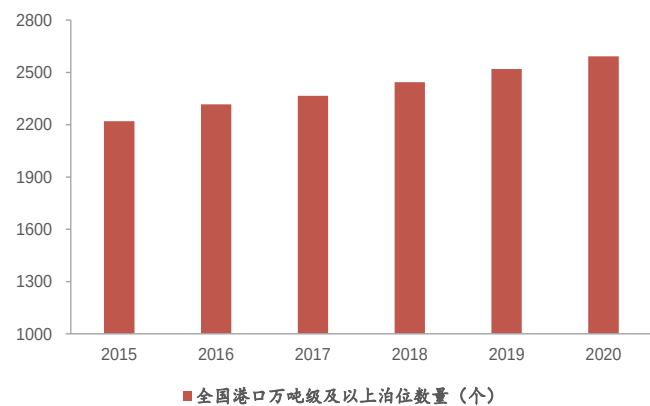
塔筒桩基定价方式为成本加成，盈利能力相对稳定，海外市场单吨净利更高。单桩、导管架、塔筒等产品通常采用成本加成原则予以定价，且签订销售合同后，一般不存在调价机制。因此，塔筒、桩基等产品的利润水平虽会因钢材等原材料市场价格波动，但整体相对稳定。一般情况下，国内陆上风电塔筒的单价在 0.8-1 万元/吨，海上风电单桩、塔筒的价格在 1-1.2 万元/吨，而导管架由于制作更加复杂，生产周期更长，价格要更高，大约在 1.5 万元/吨。从单吨净利来看，目前行业正常情况下：国内陆上风电塔筒的单吨净利在 500-600 元左右，海上风电单桩、塔筒单吨净利在 800-1000 元。此外，由于欧洲原材料、人工成本较高，当地塔筒企业在成本上难以与国内企业竞争，即使增加海运费，国内塔筒仍有较大性价比优势，因此国内塔筒企业积极开拓欧洲等海外市场。根据草根调研，出口到海外的塔筒单吨净利比国内高 300 元以上。

3 自有码头构筑成本优势，加速产能扩张布局

3.1 自有码头构筑成本优势，公司订单拓展能力强

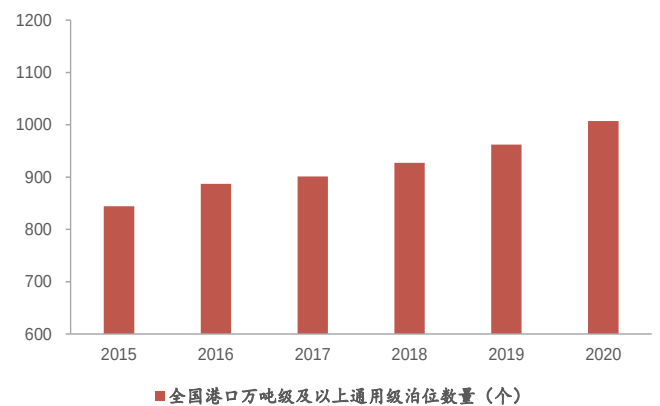
海上塔筒桩基只能通过海路运输，码头是稀缺的必需资源。海上风电塔筒桩基单体规模较大，尤其是单桩产品，目前直径已超过 8 米，高度已超过 100 米，无法进行陆路运输，只能通过海上运输，因此码头是必须具备的资源。根据交通运输部发布的交通运输行业发展统计公报，截止 2020 年底，我国万吨级及以上泊位仅 2592 个，同比上年增加 72 个，近五年年均增加 74 个；其中通用级泊位 1007 个，同比上年增加 45 个，近五年年均增加仅 33 个。我国万吨级以上码头泊位数量较少，建设周期较长，至少需要 1-2 年，属于稀缺资源。

图 31：全国万吨级以上泊位增加速度较慢



数据来源：交通运输部，西南证券整理

图 32：近五年万吨级通用泊位年均增加仅 33 个



数据来源：交通运输部，西南证券整理

公司拥有自主码头，具备成本优势、交付优势。目前各家塔筒桩基厂商可利用的码头包括 3 类：自有码头、公共码头、第三方码头。公共码头在正常情况下和自有码头区别较小，但在需求爆发时，或对交付节奏产生一定影响；第三方码头除了对交付节奏构成影响，还会增加产品自基地转运到第三方码头的转运费、第三方码头收取的码头吊装等使用费。对比之下，自有码头可节省转运、吊装等费用，成本优势明显；且在需求爆发时，仍可根据规划，完成客户的产品交付要求，具备非常明显的产品交付优势。公司在江苏南通拥有 2 个万吨级自有码头，分别位于南通市通州区和如东县小洋口，另有 1 处泊位正在开发中。

风电塔筒、桩基、导管架等支撑结构影响风电场运营效率，可靠使用寿命要求超过 20 年。风电塔筒、桩基、导管架作为风力发电系统的支撑结构，属于大型钢结构产品，对风电场建成后运营维护的安全性、稳定性、经济性具备较大的影响。并且由于其日常运行环境较为恶劣，对法兰平面度、内外倾变形量控制、筒体圆度精度控制、焊接变形及焊缝棱角控制、厚板焊接及后处理、表面防腐等方面要求较高，行业内一般要求该等产品可靠使用寿命在 20 年以上，下游客户在选择供应商时较为谨慎。

凭借稳定的产品质量、及时的交付能力，公司订单获取能力较强。通过稳定的历史业绩表现、及时的交货履约、优质的市场服务等方式，公司在行业内建立了良好的产品口碑及企业形象，先后与中国交建、中广核、龙源振华、天津港航、韩通重工等风电场施工商，国家能源集团、中国华能、中国大唐、中国华电、华润电力、三峡新能源、江苏新能等风电场运营商，以及中国海装、上海电气、金风科技、远景能源等风电整机厂商建立紧密的业务合作关系，赢得下游客户信任，与该等客户构筑了共同成长的合作关系，市场订单获取能力较强。

图 33：公司与下游客户建立长期合作关系



数据来源：公司招股书，西南证券整理

3.2 加速产能扩张布局，迎接海上风电高速发展机遇

随着 2021 年抢装潮结束，海上风电行业在 2022 年进入调整期，预计 2023 年开始进入高速发展期。公司在 2022 年加快产能布局步伐，新增产能将在 2022 年下半年及 2023 年逐步释放，契合海上风电发展节奏，预计 2023 年底合计产能超过 100 万吨。

- 1) **江苏基地：**辐射江苏、浙江、福建等南方市场，承担出口职责。①随着海上风电塔筒桩基规模攀升，公司对上市前南通基地进行改造升级，预计有效产能 20 万吨左右，另有盐城大丰 6-7 万吨产能正在建设中。②公司利用上市募投资金在江苏南通启东通州湾建设 20 万吨海上风电装备产能。③2022 年 2 月，公司与江苏省如东沿海经济开发区管理委员会签订《项目建设协议书》，计划新建海上风电装备基地，项目总投资 10 亿元，预计产能规模为 20 万吨。④2022 年 4 月，公司与江苏盐城

市滨海县签署《投资合同》，拟新建海上风电装备基地，计划总投资 10 亿元，预计产能规模为 20 万吨。⑤2022 年 6 月，公司与江苏启东市人民政府签署《投资协议书》，拟总投资 20 亿元，规划用地约 400 亩，建设海上高端装备出口基地。

- 2) **山东基地：**辐射山东、辽宁等环渤海市场。2022 年 4 月，公司与东营经济技术开发区管理委员会签订《项目投资框架协议》，公司将在山东东营建设海上风电装备基地，规划产能 20 万吨，项目总投资 10 亿元。根据山东省政府、能源局规划，山东将重点发展海上风电基地，规划总规模 35GW，“十四五”期间，力争开工规模 10GW，并网规模 5GW，山东省海上风电发展前景美好、空间广阔，公司东营海上风电装备基地恰逢其时。此外，公司东营基地亦可辐射河北、天津、辽宁等海上风电市场。

图 34：公司加速产能扩张布局

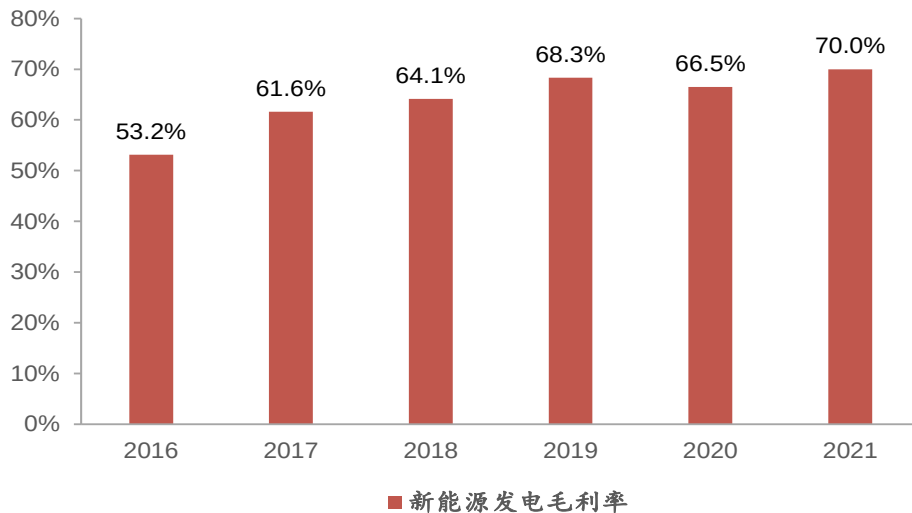


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 切入海上风电场运营业务，增厚公司业绩

风电场经济效益高，盈利能力强。风电场开发运营成本主要包括前期的建设成本和后期的运维成本，前期建设成本占比较大，整个投资过程呈现前高后低的走势。从毛利率角度来看，风电场建设完成后，每年的运营成本较低，而收益较高，因此毛利率水平极高。根据天顺风能年报，2021 年，其风电场运营业务毛利率高达 70%，利润贡献能力较强。从内部收益率角度来看，北方陆上风电项目 IRR 超过 10%，规模较大的大基地项目甚至可以达到 20%，南方陆上风电项目 IRR 可达 8%，海上风电 IRR 亦较高，随着成本快速下降，海风和陆风的 IRR 将继续提升。

图 35：天顺风能风电场运营业务毛利率较高



数据来源：Wind，西南证券整理

公司计划收购海恒如东 100%股权，切入风电场运营业务。2022 年 5 月，公司发布公告，计划收购海恒如东海上风力发电有限公司 100%股权，海恒如东主要以参股的方式进行海上风电项目投资。截止 2022 年 5 月，海恒如东参股 6 家海上风电开发运营项目，相关公司开发建设的海上风电项目均在 2021 年底前全容量并网发电，享受国家补贴电价，上网电价为 0.85 元/千瓦时，项目投资收益率较高。本次收购使得公司实现产业链的纵向延伸，切入海上风电运营业务，有助于增强公司市场竞争力和综合实力，提升公司盈利能力。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：风机大型化带动海上风电建设成本快速下降，假设 2022-2024 年分别装机 6/12/18GW；

假设 2：公司在海上风电装备领域具备较强竞争力，随着新产能逐步投放，假设 2022-2024 年其市占率保持在 15-20%之间；

假设 3：由于 2021 年海上风电抢装潮，公司塔筒桩基产品需求旺盛，毛利率较高；随着抢装潮退却，产业链产能扩张，供需匹配，预计 2022 年塔筒桩基业务毛利率较 2021 年下滑，2023-2024 年稳中有升。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
塔筒桩基业务	收入	5338.74	2200.00	6050.00	8250.00
	增速	38.01%	-58.79%	175.00%	36.36%
	毛利率	28.28%	15.50%	16.50%	17.00%
其他业务	收入	119.53	131.48	157.78	189.34
	增速	98.23%	10.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	67.35%	65.00%	65.00%	65.00%
合计	收入	5458.27	2331.48	6207.78	8439.34
	增速	38.93%	-57.29%	166.26%	35.95%
	毛利率	29.13%	18.29%	17.73%	18.08%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

目前，在 A 股上市公司中，与海力风电业务相似的公司主要有天顺风能、天能重工和泰胜风能等，均是国内陆上及海上风电塔筒桩基领域主要生产商。3 家可比公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 19、14、14 倍。海力风电是专注于海上风电支撑基础的领军企业，行业高景气度，具备自有码头，成本、交付优势明显，积极在江苏及山东布局新基地，将充分受益于海上风电的蓬勃发展。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 4.3、9.1、12.2 亿元，2023-2024 年归母净利润复合增长率为 67.7%，同时由于海上风电景气度高于陆上风电，预计 2023-2025 年海上风电装机复合增速高达 56.5%，陆上风电预计为 9.1%，3 家可比公司主营业务由陆上风电向海上风电转型，而海力风电则专注于海上风电领域，业绩弹性更大，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 7：可比公司估值（截至 2022 年 6 月 28 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002531	天顺风能	17.79	0.73	0.81	1.10	1.37	27	22	16	13
300569	天能重工	12.07	0.50	0.74	1.13	-	30	16	11	-
300129	泰胜风能	9.06	0.36	0.45	0.57	0.60	26	20	16	15
可比公司平均值							28	19	14	14

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

1) 海上风电装机不及预期。在国家及地方政府的支持下，海上风电具备广阔的发展前景，我国各省市市政府也制定了较为积极的发展规划。但若海上风电建设成本下降速度放缓或政策支持减弱，海上风电装机不及预期，则对公司经营业绩具备重要影响。

2) 行业竞争加剧风险。随着国内外新能源行业的快速发展，一方面，新能源设备及零部件的行业技术升级、工艺改进日益加剧，同时风电行业平价上网的压力导致下游客户对成本控制不断加强；同时，国内海工装备制造企业数量较多，其转向风电塔筒、桩基等零部件生产会给公司带来较大的竞争压力，因此公司面临部分行业内企业及潜在进入者的竞争压力。如果公司不能继续抓住市场发展机遇，实现产品技术升级与规模提升，持续提高在风电设备零部件领域研发、生产、销售能力和品牌影响力，可能在日益激烈的竞争中处于不利地位。

3) 原材料价格波动风险。公司生产所需主要原材料包括钢板、法兰等，直接材料占主营业务成本的比例约 80%，比例较高。如果原材料价格出现大幅波动，可能导致公司生产成本发生较大变动，进而影响公司利润水平。

4) 风电场运营收益波动风险。公司计划收购海恒如东 100% 股权，切入风电场运营业务，海恒如东参股 6 家海上风电开发运营项目，相关公司开发建设的海上风电项目均在 2021 年底前全容量并网发电，预计将为公司带来增量业绩。若风电场发电效率或利用小时数不及预期，将对公司业绩造成不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5458.27	2331.48	6207.78	8439.34	净利润	1176.49	459.98	965.43	1290.48
营业成本	3868.18	1905.02	5106.97	6913.77	折旧与摊销	55.85	34.89	34.89	34.89
营业税金及附加	22.13	9.33	18.62	25.32	财务费用	15.45	11.66	18.62	33.76
销售费用	10.47	9.33	11.17	12.66	资产减值损失	-13.10	30.00	60.00	60.00
管理费用	61.93	62.95	82.56	97.05	经营营运资本变动	-700.79	1413.24	-197.46	-244.83
财务费用	15.45	11.66	18.62	33.76	其他	168.97	-114.26	-285.60	-272.40
资产减值损失	-13.10	30.00	60.00	60.00	经营活动现金流净额	702.87	1835.50	595.87	901.89
投资收益	0.33	100.00	230.00	230.00	资本支出	-186.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-53.67	100.00	230.00	230.00
其他经营损益	0.00	120.00	10.00	10.00	投资活动现金流净额	-240.04	100.00	230.00	230.00
营业利润	1399.39	523.20	1149.82	1536.78	短期借款	-218.20	-135.18	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.69	-0.50	-0.50	-0.50	长期借款	-39.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1398.70	522.70	1149.32	1536.28	股权融资	3105.30	0.00	0.00	0.00
所得税	222.21	62.72	183.89	245.81	支付股利	0.00	-222.54	-86.94	-182.47
净利润	1176.49	459.98	965.43	1290.48	其他	74.28	-94.98	-18.62	-33.76
少数股东损益	63.80	25.30	53.10	70.98	筹资活动现金流净额	2922.38	-452.70	-105.56	-216.22
归属母公司股东净利润	1112.68	434.68	912.33	1219.50	现金流量净额	3385.21	1482.80	720.31	915.67
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3534.52	5017.31	5737.63	6653.30	成长能力				
应收和预付款项	1451.73	596.58	1519.31	2143.05	销售收入增长率	38.93%	-57.29%	166.26%	35.95%
存货	260.34	121.06	364.87	487.48	营业利润增长率	70.08%	-62.61%	119.77%	33.65%
其他流动资产	707.94	5.46	14.55	19.78	净利润增长率	73.36%	-60.90%	109.89%	33.67%
长期股权投资	1.17	1.17	1.17	1.17	EBITDA 增长率	67.23%	-61.26%	111.20%	33.41%
投资性房地产	81.40	81.40	81.40	81.40	获利能力				
固定资产和在建工程	558.84	533.53	508.22	482.91	毛利率	29.13%	18.29%	17.73%	18.08%
无形资产和开发支出	82.91	74.30	65.69	57.08	三费率	1.61%	3.60%	1.81%	1.70%
其他非流动资产	114.67	113.70	112.74	111.77	净利率	21.55%	19.73%	15.55%	15.29%
资产总计	6793.51	6544.53	8405.57	10037.94	ROE	21.13%	7.95%	14.48%	16.60%
短期借款	135.18	0.00	0.00	0.00	ROA	17.32%	7.03%	11.49%	12.86%
应付和预收款项	846.16	634.78	1582.08	2086.55	ROIC	55.73%	26.90%	86.45%	81.59%
长期借款	45.00	45.00	45.00	45.00	EBITDA/销售收入	26.94%	24.44%	19.38%	19.02%
其他负债	198.75	77.03	112.27	132.16	营运能力				
负债合计	1225.10	756.80	1739.35	2263.71	总资产周转率	1.02	0.35	0.83	0.92
股本	217.39	217.39	217.39	217.39	固定资产周转率	12.84	5.58	15.80	22.96
资本公积	3149.23	3149.23	3149.23	3149.23	应收账款周转率	5.78	2.50	6.60	5.19
留存收益	1948.35	2160.49	2985.89	4022.92	存货周转率	4.12	9.19	20.28	16.01
归属母公司股东权益	5333.11	5527.11	6352.51	7389.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	54.95%	—	—	—
少数股东权益	235.31	260.61	313.71	384.69	资本结构				
股东权益合计	5568.42	5787.73	6666.22	7774.23	资产负债率	18.03%	11.56%	20.69%	22.55%
负债和股东权益合计	6793.51	6544.53	8405.57	10037.94	带息债务/总负债	14.71%	5.95%	2.59%	1.99%
					流动比率	5.30	8.75	4.66	4.30
					速动比率	5.07	8.57	4.44	4.08
					股利支付率	0.00%	51.20%	9.53%	14.96%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1470.70	569.75	1203.33	1605.43	每股收益	5.12	2.00	4.20	5.61
PE	17.56	44.95	21.42	16.02	每股净资产	24.53	25.42	29.22	33.99
PB	3.66	3.54	3.08	2.64	每股经营现金	3.23	8.44	2.74	4.15
PS	3.58	8.38	3.15	2.32	每股股利	0.00	1.02	0.40	0.84
EV/EBITDA	10.81	24.95	11.22	7.84					
股息率	0.00%	1.14%	0.44%	0.93%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@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
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn