

风电成长无虞，且看龙头亮剑

2022年07月02日

► **需求：长短期需求有支撑，行业成长无虞。** 风电装机本身在年内呈现一定的季节性，2022H1 受疫情、物流及建设进度等因素影响，风电开工装机不及预期；当前从需求端来看，我们依然维持全年装机 55-60GW 的判断，预计 22H1 新增装机 12-15GW，则 70-80% 装机量在下半年实现。长期看，风电已具备较好的经济性，国内能源转型路径清晰，资源和项目量充足，海上风电需求接棒；减排目标和能源安全推高海外能源转型速度，潜在需求可观；综上行业长期成长无虞。

► **量：龙头强者恒强，市占率持续提升。** 根据公司公告，截至 2022Q1 末公司风机在手订单约 20.01GW，其中 Q1 新增风机订单 2.54GW、在公开市场招标中占比约 13%。参考风芒能源不完全统计，22H1 中标量 TOP3 主机厂分别为金风（8.06GW）、远景（7.92GW）、明阳（7.82GW）；TOP3 合计占比约 60%（+13Pcts），市场集中度进一步上升。从中标结构上看，公司海上风电领先地位稳固，上半年在海上风电领域中标量超 2GW，约占海风总量的 30% 以上。

► **利：多措并举降本路径清晰，盈利优势有望持续凸显。** 1) **风机大型化：**公司大型化迭代进度行业领先，22Q1 交付机型容量全部为 3MW 及以上，6.XMW 及以上占比超 36%，8.XMW 机型进入规模交付周期、占比约 5%；21 年率先推出了陆上 MySE7.0-200 和海上 MySE16.0-242 大容量机组。2) **设计方案优化：**公司 MySE 风机采用在体积、重量、效率等方面具有一定比较优势的超紧凑半直驱技术路线，同时也不断优化调整技术方案，用更具性价比的产品应对市场竞争。3) **供应链方面，**公司具备叶片、变频器、变桨控制系统、电气控制系统等各核心零部件的自主研发设计、制造能力；同时推进供应链垂直一体化，可向供应商输出关键零部件的技术，整合其生产能力深度绑定或自我配套生产能力。**从价格端来看，**21 年海陆抢装结束之后，受平价压力和竞争等因素影响，新增海陆主机招标价格均有较大幅度的下降，综合考虑订单交付周期、近期招标价格有企稳回升的迹象等因素，预计明年起公司盈利水平有望改善。

► **电站业务：发电贡献稳定现金流，滚动开发增厚业绩。** 公司电站业务的“滚动开发”运营模式逐渐成熟，2021 年转让 7 个风电场、约 380MW，截至 2022Q1 在手新能源电站约 1.25GW，在建约 1.73GW；开发规模稳步增长，一方面发电收入和电站转让可以作为经常性业务贡献业绩，同时也能形成潜在风机需求。

► **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 309.72、373.90、433.93 亿元，增速为 14%/21%/16%；归母净利润分别为 39.87、47.43、54.67 亿元，增速为 29%/19%/15%，现价对应 22-24 年 PE 为 18x/15x/13x。考虑到公司风机市占率持续提升、盈利水平领先且有望持续改善，因此我们维持“推荐”评级。

► **风险提示：**技术研发不及预期；下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	27158	30972	37390	43393
增长率（%）	20.9	14.0	20.7	16.1
归属母公司股东净利润（百万元）	3101	3987	4743	5467
增长率（%）	125.7	28.6	18.9	15.3
每股收益（元）	1.47	1.90	2.25	2.60
PE	23	18	15	13
PB	3.8	3.2	2.7	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 7 月 1 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

33.41 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. 电力设备及新能源周报 20220626：理想 L9 正式发布，风光需求数据亮眼
2. 电力设备及新能源周报 20220618：麒麟电池即将发布，风光需求景气持续
3. 2021Q4 基金持仓分析 20220129：咬定青山，行则将至
4. 驭风系列报告之二：风电行业成长逻辑再梳理

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	27158	30972	37390	43393
营业成本	21338	24508	29489	34085
营业税金及附加	216	217	243	260
销售费用	1184	1332	1589	1822
管理费用	672	743	879	998
研发费用	872	960	1122	1302
EBIT	3082	3213	4068	4926
财务费用	255	19	176	303
资产减值损失	-201	-105	-105	-105
投资收益	918	1363	1496	1562
营业利润	3623	4526	5382	6203
营业外收支	-34	-5	-5	-5
利润总额	3589	4521	5377	6198
所得税	630	723	860	992
净利润	2959	3797	4517	5206
归属于母公司净利润	3101	3987	4743	5467
EBITDA	3969	4357	5319	6288

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	14071	20553	34616	42279
应收账款及票据	5872	7164	8659	9463
预付款项	500	735	826	852
存货	9604	10693	12473	13957
其他流动资产	7579	7557	8083	8575
流动资产合计	37626	46703	64656	75127
长期股权投资	564	584	604	624
固定资产	9549	9708	9837	9922
无形资产	894	824	754	684
非流动资产合计	23867	24737	25501	26153
资产合计	61493	71440	90158	101280
短期借款	98	1000	1000	1000
应付账款及票据	19438	21150	24642	27548
其他流动负债	13714	14499	15509	15869
流动负债合计	33250	36650	41151	44417
长期借款	3439	6439	9439	12439
其他长期负债	6310	6310	13310	13310
非流动负债合计	9749	12749	22749	25749
负债合计	42999	49398	63899	70165
股本	1956	1956	1956	1956
少数股东权益	100	-90	-316	-576
股东权益合计	18494	22042	26258	31115
负债和股东权益合计	61493	71440	90158	101280

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力（%）				
营业收入增长率	20.93	14.04	20.72	16.06
EBIT 增长率	54.15	4.24	26.62	21.08
净利润增长率	125.69	28.58	18.95	15.26
盈利能力（%）				
毛利率	21.43	20.87	21.13	21.45
净利率	10.90	12.26	12.08	12.00
总资产收益率 ROA	5.04	5.58	5.26	5.40
净资产收益率 ROE	16.86	18.02	17.85	17.25
偿债能力				
流动比率	1.13	1.27	1.57	1.69
速动比率	0.68	0.83	1.12	1.24
现金比率	0.42	0.56	0.84	0.95
资产负债率（%）	69.92	69.15	70.87	69.28
经营效率				
应收账款周转天数	78.70	85.00	85.00	80.00
存货周转天数	164.29	160.00	155.00	150.00
总资产周转率	0.44	0.43	0.41	0.43
每股指标（元）				
每股收益	1.47	1.90	2.25	2.60
每股净资产	8.79	10.48	12.48	14.79
每股经营现金流	2.57	1.84	2.66	3.09
每股股利	0.22	0.12	0.14	0.17
估值分析				
PE	23	18	15	13
PB	3.8	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	15.73	13.73	10.49	8.13
股息收益率（%）	0.00	0.36	0.43	0.50

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2959	3797	4517	5206
折旧和摊销	887	1145	1251	1363
营运资金变动	1561	-197	510	359
经营活动现金流	5398	3864	5601	6503
资本开支	-7380	-2055	-2055	-2055
投资	-1677	-20	-20	-20
投资活动现金流	-6935	-712	-579	-513
股权募资	58	0	0	0
债务募资	888	3902	10000	3000
筹资活动现金流	-636	3330	9041	1674
现金净流量	-2187	6482	14063	7664

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
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