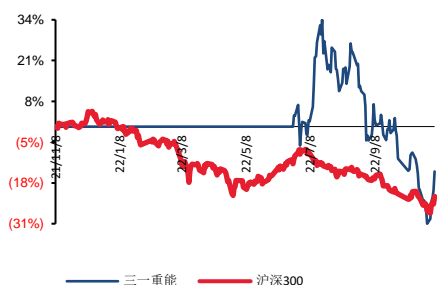


风机出货规模加速增长，降本维稳毛利率

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,189/131
总市值/流通(百万元)	41,751/4,594
12个月最高/最低(元)	54.92/28.26

证券分析师：崔文娟

电话：021-58502206

E-MAIL: cuiwj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520020001

证券分析师：刘国清

电话：021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517040001

事件：2022年10月30日，公司披露2022年三季报，前三季度实现营收63.45亿元，同比+12.75%，实现归母净利润10.43亿元，同比-4.16%，实现扣非归母净利润9.74亿元，同比-5.30%；Q3单季度实现营收22.63亿元，同比+35.94%，实现归母净利润2.45亿元，同比-0.55%，实现扣非归母净利润2.36亿元，同比+10.08%。

风机出货规模加速增长，预计受益Q4风电装机回暖。2022年1-9月，全国风电新增发电装机容量为19.2GW，增幅17.1%，前三季度公司风机销售容量为2375MW，同比+58%，单Q3季度风机出货量近1GW，Q4行业将进入传统旺季，公司出货量将得到大幅提升。

风电市场进入平价时代，公司降本保持较高盈利水平。伴随风电市场进入平价时代，公司面临风机价格下行压力，2022年单Q3季度毛利率24.53%，同比-7.30%，Q1-3毛利率26.14%，同比-6.87%，盈利能力有所下降。得益于全面推动风电机组大型化、轻量化、智能化研发等改善措施，公司表现出明显的成本控制优势，毛利率处于行业较高水平。

积极布局双海市场，市场份额有望提升。公司重点布局越南、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、印度、巴西等区域，以在短期内实现海外市场的突破，未来将逐步提高海外出口份额。对于海上风机市场，公司将利用差异化风机产品取得竞争优势，进入市场，预计2023年将推出海上全系列机型。

期间费用率控制良好，高度重视研发投入，提升公司核心竞争力。2022Q3期间费用率20.26%，同比-0.80%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.05、-0.25、+1.56和-2.16pct，研发费用率上升主要系公司加大了919、915及SI-18X625等项目的研发投入。

盈利预测与投资建议：随着公司双海市场业务的开拓及降本增效措施推进，未来毛利率将会保持在较为稳定的区间，我们预计公司2022-2024年营收分别为103.10/153.46/210.03亿元，同比+1.33%/48.84%/36.86%；归母净利润分别为16.38/22.71/29.14亿元，同比+2.98%/38.59%/28.33%；EPS分别为1.38/1.91/2.45元，当前股价对应PE分别为25/18/14倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：技术研发风险；研发人员及关键技术流失风险；风机大型化、轻量化带来的原材料供应风险；行业竞争加剧风险

■ 盈利预测和财务指标:

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10174.71	10310.48	15345.61	21002.64
(+/-%)	9.28%	1.33%	48.84%	36.86%
净利润(百万元)	1591.14	1638.49	2270.77	2913.99
(+/-%)	16.01%	2.98%	38.59%	28.33%
摊薄每股收益(元)	1.34	1.38	1.91	2.45
市盈率(PE)	26.24	25.48	18.39	14.33

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1832.75	3979.70	4615.76	6477.29	9271.22	营业收入	9310.64	10174.71	10310.48	15345.61	21002.64
应收票据及账款	2277.95	3811.06	3819.17	5684.27	7779.72	营业成本	6531.24	7269.14	7666.47	11576.29	16032.10
预付账款	146.11	185.20	454.71	676.77	926.25	营业税金及附加	67.17	69.18	81.58	121.42	166.18
其他应收款	228.62	186.23	2138.22	3182.42	4355.59	销售费用	557.26	660.46	591.64	727.11	911.14
存货	2009.04	1528.36	2777.01	4193.26	5807.28	管理费用	343.08	349.23	346.29	500.05	600.38
其他流动资产	867.52	590.88	1110.67	1615.49	2182.66	研发费用	461.73	541.89	499.28	681.73	870.03
流动资产总计	7361.98	10281.43	14915.53	21829.49	30322.72	财务费用	59.57	49.97	103.55	31.57	11.34
长期股权投资	115.26	191.49	238.83	286.17	333.51	资产减值损失	-90.23	-113.88	-79.06	-117.66	-161.04
固定资产	3142.51	4010.56	3959.45	4222.77	4722.20	投资收益	77.93	520.74	867.34	957.34	1047.34
在建工程	1681.20	1106.62	1922.18	2237.75	2053.31	公允价值变动	66.54	39.09	0.00	0.00	0.00
无形资产	299.14	284.27	236.89	189.51	142.13	营业利润	1546.28	1853.34	1939.95	2670.35	3413.37
长期待摊费用	7.25	3.71	1.85	0.00	0.00	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1558.83	1884.17	2008.08	2003.41	1998.74	利润总额	1478.66	1838.01	1892.71	2623.10	3366.12
非流动资产合计	6804.20	7480.81	8367.29	8939.61	9249.90	所得税	108.79	246.88	254.22	352.32	452.12
资产总计	14166.18	17762.24	23282.82	30769.10	39572.62	净利润	1369.87	1591.14	1638.49	2270.77	2913.99
短期借款	1698.96	2658.90	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-1.69	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	4856.17	4754.29	5014.16	7571.33	10485.60	归母股东净利润	1371.57	1591.14	1638.49	2270.77	2913.99
其他流动负债	4512.23	5050.15	5892.62	8775.34	12024.49	预测指标					
流动负债合计	11067.36	12463.34	10906.78	16346.66	22510.09		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	856.03	1342.11	1163.47	939.09	665.20	毛利率	29.85%	28.56%	25.64%	24.56%	23.67%
其他非流动负债	73.49	116.84	116.84	116.84	116.84	销售净利率	14.71%	15.64%	15.89%	14.80%	13.87%
非流动负债合计	929.52	1458.95	1280.31	1055.93	782.04	销售收入增长率	528.57%	9.28%	1.33%	48.84%	36.86%
负债合计	11996.88	13922.29	12187.09	17402.60	23292.12	EBIT 增长率	501.58%	22.74%	5.73%	32.98%	27.23%
股本	988.50	988.50	1189.00	1189.00	1189.00	EBITDA 增长率	329.91%	25.31%	27.70%	30.30%	27.13%
资本公积	659.84	800.92	6217.72	6217.72	6217.72	归母净利润增长率	992.53%	16.01%	2.98%	38.59%	28.33%
留存收益	451.33	2050.52	3689.01	5959.78	8873.77	经营现金流增长率	-45.98%	-53.32%	-292.86%	331.10%	31.04%
归属母公司权益	2099.67	3839.95	11095.73	13366.51	16280.50	ROE	65.32%	41.44%	14.77%	16.99%	17.90%
少数股东权益	69.63	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.68%	8.96%	7.04%	7.38%	7.36%
股东权益合计	2169.30	3839.95	11095.73	13366.51	16280.50	ROIC	-84.80%	42.92%	36.92%	27.25%	31.97%
负债和股东权益合计	14166.18	17762.24	23282.82	30769.10	39572.62	P/E	30.44	26.24	25.48	18.39	14.33
现金流量表(百万)						P/S	4.48	4.10	4.05	2.72	1.99
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	19.88	10.87	3.76	3.12	2.56
经营性现金流	1366.37	638.91	-1232.19	2847.54	3731.31	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资性现金流	-1448.06	158.81	-807.97	-730.06	-652.14	EV/EBIT	28.22	22.62	19.66	14.19	10.41
融资性现金流	1553.23	1392.92	2676.21	-255.95	-285.24	EV/EBITDA	24.94	19.58	14.09	10.38	7.62
现金增加额	1467.41	2190.65	636.06	1861.53	2793.93	EV/NOPLAT	30.40	26.47	22.13	16.07	11.84

资料来源: WIND, 太平洋证券

机械行业分析师介绍

刘国清：太平洋证券研究院院长、机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通机器人及自动化相关板块。金融行业从业八年，代表作包括《机器人趋势》等。在进入金融行业之前，有丰富的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

崔文娟：太平洋证券机械行业联席首席分析师，复旦大学经济学院本硕，曾就职于安信证券研究中心，2019年7月加入太平洋证券，致力以研究穿越行业波动，找寻确定性机会。

王希：上海交通大学硕士，曾就职于国联证券、国元证券，2021年10月加盟太平洋证券，善于结合产业，自下而上挖掘投资机会。

温晓：南京大学统计学硕士，曾就职于一级、二级资产管理机构，2022年9月加入太平洋证券，致力于基本面跟踪，寻找具有时代特征的投资机会。

张凤琳：太平洋证券机械行业助理分析师，华东政法大学金融硕士，2021年7月加入太平洋证券。

汪成：太平洋证券机械行业助理分析师，香港中文大学经济学硕士，2022年6月加入太平洋证券。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。