

海风管桩全球龙头，受益行业向上周期

海力风电首次覆盖报告

太平洋证券研究院 新能源团队 刘强

执业资格证书登记编号：S1190522080001

2022年12月11日

报告摘要

1.公司专注于风电塔筒/桩基业务，随着海上风电发展而成长。公司自成立以来一直专注于塔筒、桩基等业务，目前涵盖2MW至5MW以及6.45MW、8MW、10MW、12MW以上等大功率等级产品。公司近几年抓住海风高速发展机遇，业绩实现快速增长，2021年公司实现营收54.58亿元，同比增长39%；2018-2021年CAGR达84%；2021年实现归母净利润11.13亿元，同比增长81%，2018-2021年的CAGR达215%。2022年前三季度，受海风抢装后阶段性需求不足、疫情等影响，公司业绩出现下滑。未来随着海风市场回暖，预计公司业绩很快恢复增长。

2.海上风电方兴未艾，即将开启中长期向上周期。截至2022年11月末，沿海11省市均提出了“十四五”期间海上风电发展计划，11省市“十四五”开工或规划的海风总规模已超110GW，计划并网容量超58GW。此外，2022年1-11月，海上风机招标达到14GW，其中11月招标达到1.55GW，同比+93%、环比+39%；预计全年海风招标将到达15GW以上，含EPC预计达到20GW左右，同比+600%以上。因此，我们预计2022-2026年国内海风新增装机分别为6GW、12GW、17GW、21GW、25GW，2022-2026同比增速分别为-59%、100%、42%、24%、19%。

3.全球桩基+海风塔筒需求旺盛，国内供需紧平衡。随着海上风电快速发展，预计2022-2026全球桩基+海塔需求为310/564/692/1091/1287万吨，CAGR有望达到40%以上。国内2023-2024年桩基+海塔需求预计为348万吨和510万吨，而主要生产企业的产能为348万吨和450万吨，供需紧平衡。此外，目前中厚板价格持续回落，为塔筒/桩基企业毛利率回升释放积极信号，2022Q3塔筒企业整体毛利率已经开始筑底企稳。展望2023年，供需紧平衡叠加原料价格回落，塔筒/桩基盈利水平有望逐步恢复。

4.产能布局&码头资源&客户资源等优势助力公司未来快速成长。1) 随着海风快速发展，公司原有产能已不能满足市场需求；因此，2022年以来，公司先后投资如东小洋口、启动吕四港、江苏滨海、山东东营、山东乳山、海南儋州生产基地，积极布局国内海风重点发展区域和出口市场。预计公司2022-2024年有效产能将达到20/60/110万吨。2) 公司拥有自有码头3个，分别是通州湾码头、小洋口码头和启动吕四港码头（正在跑岸线审批），码头资源丰富，运输成本具备优势。3) 公司已经与主流的风电场施工商、风电场运营商、风电整机厂商都建立紧密和稳定的合作关系，确保了稳定的获单能力。4) 公司进军海工业务和参股风电场运营，进一步拓展和延伸产业链，以增强核心业务的竞争力。

5.盈利预测与投资建议：我们预计2022-2024年，公司营收分别为16.84亿元、57.16亿元、96.77亿元，同比增速分别为-69.15%、239.45%、69.29%；归母净利润分别为3.25亿元、8.75亿元、15.77亿元，同比增速分别为-70.73%、168.70%、80.27%；EPS分别为1.50/4.02/7.26元，当前股价对应PE分别为62.2/23.2/12.8倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：风电装机规模不及预期、相关政策推进不及预期、原材料价格大幅波动

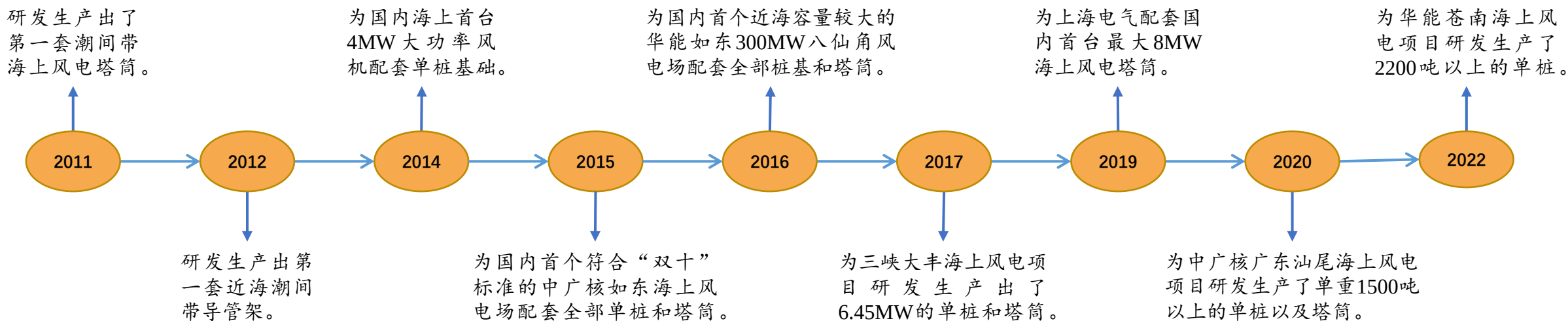
目录 Contents

- 1 专注塔筒桩基业务，随海风发展而成长
- 2 海上风电正值青春，塔筒桩基需求可观
- 3 公司产能快速释放，管桩龙头乘风破浪
- 4 盈利预测与投资建议
- 5 风险提示

1.1 专注塔筒/桩基业务，海上风电领军企业

公司专注于风电塔筒/桩基业务，是海上风电领军企业。公司成立于2009年8月，自成立以来一直专注于塔筒、桩基等风电设备零部件产品的研发、生产及销售。经过长期的技术积淀，公司在风电设备零部件方面形成了多项自主知识产权，截至2022年6月30日，公司拥有专利授权121项，其中发明专利授权9项，目前已经成为国内领先的风电行业高端装备制造企业。

图：海力风电专注于海上风电业务

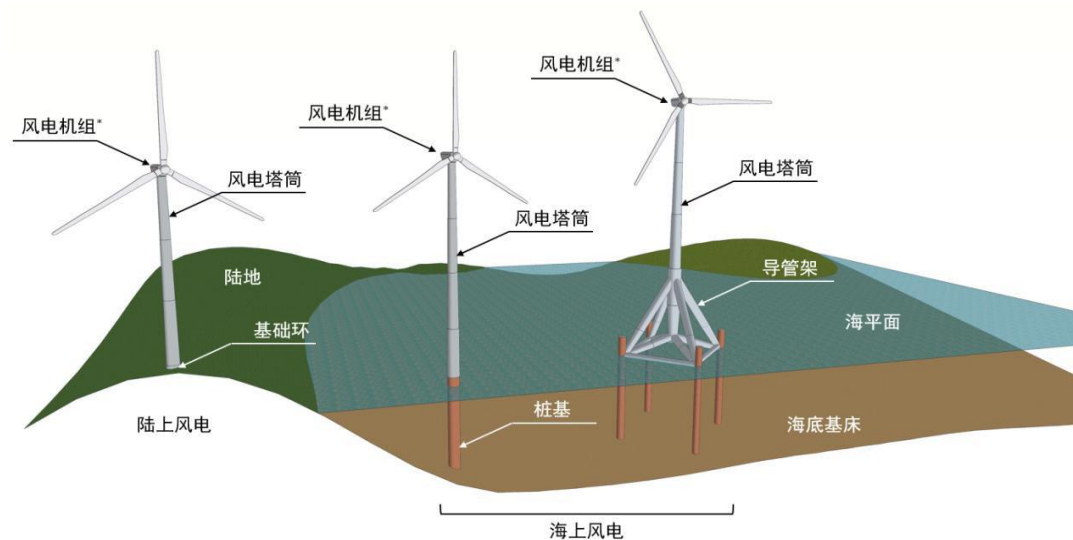


资料来源：海力风电官网、太平洋研究院整理

1.1 专注塔筒/桩基业务，海上风电领军企业

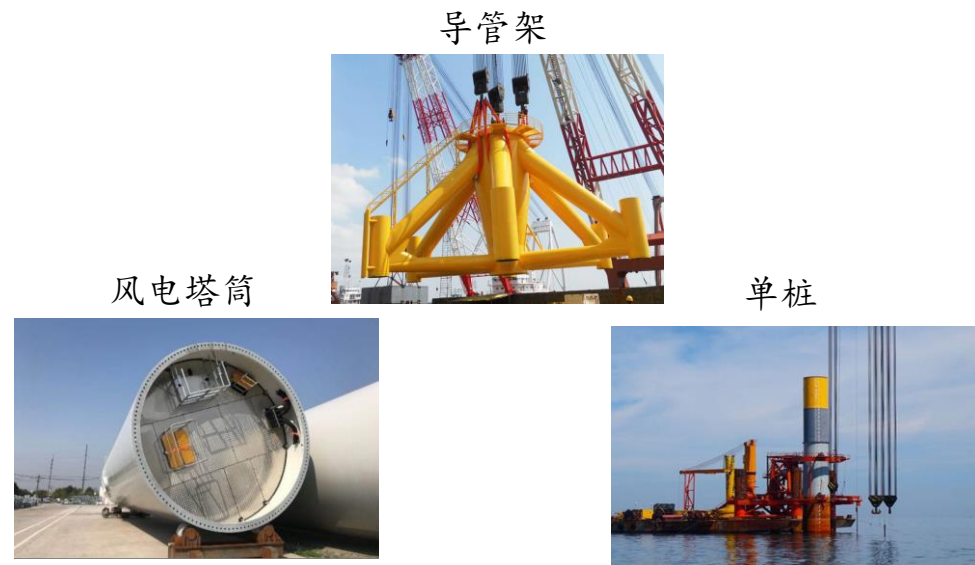
公司主要产品包括风电塔筒、桩基、导管架。风电塔筒、塔架是风电机组和基础间的连接构件，负责传递上部数百吨重的风电机组重量。桩基和导管架是海上风电设备的组合式支撑基础，上端与风电塔筒相连、下端嵌入数十米的海床地基中，起到连接和支撑作用。目前公司涵盖2MW至5MW以及6.45MW、8MW、10MW、12MW以上等大功率等级产品。

图：风电主流支撑基础和结构



资料来源：公司招股说明书、太平洋研究院整理

图：公司主要产品为塔筒/桩基/导管架

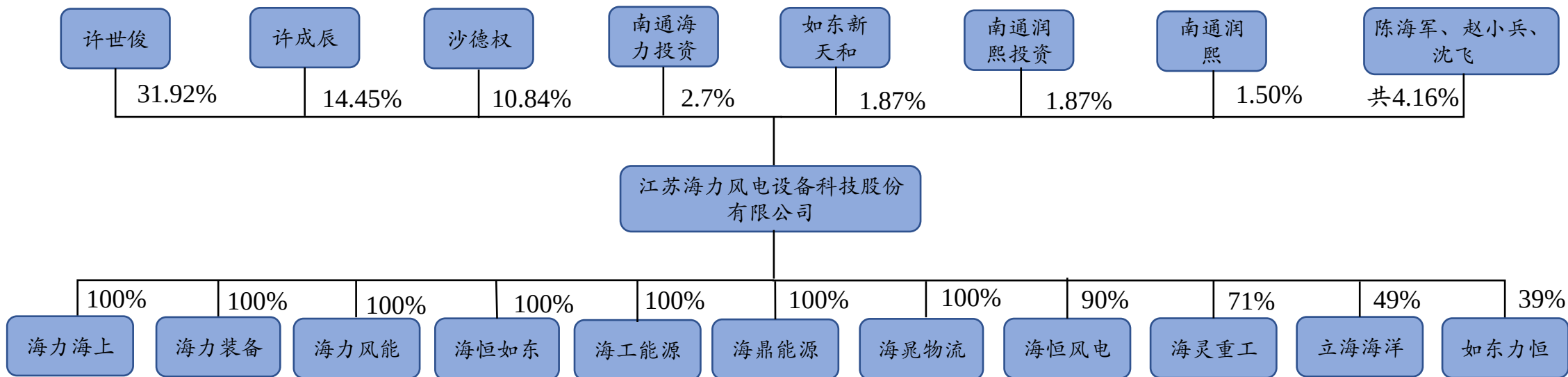


资料来源：公司招股说明书、太平洋研究院整理

1.1 专注塔筒/桩基业务，海上风电领军企业

股权较为集中，实控人持股近50%。截至2022年11月，许世俊董事长为公司最大股东，直接持有公司31.92%股权，通过员工持股平台海力投资间接持有1.74%的股权；许成辰董事、副总经理直接持有公司14.45%股权，通过海力投资间接持有0.17%股权；两人合计持有公司 48.28%股权，股权集中，利于公司提高决策效率以及战略部署。

图：公司股权较为集中



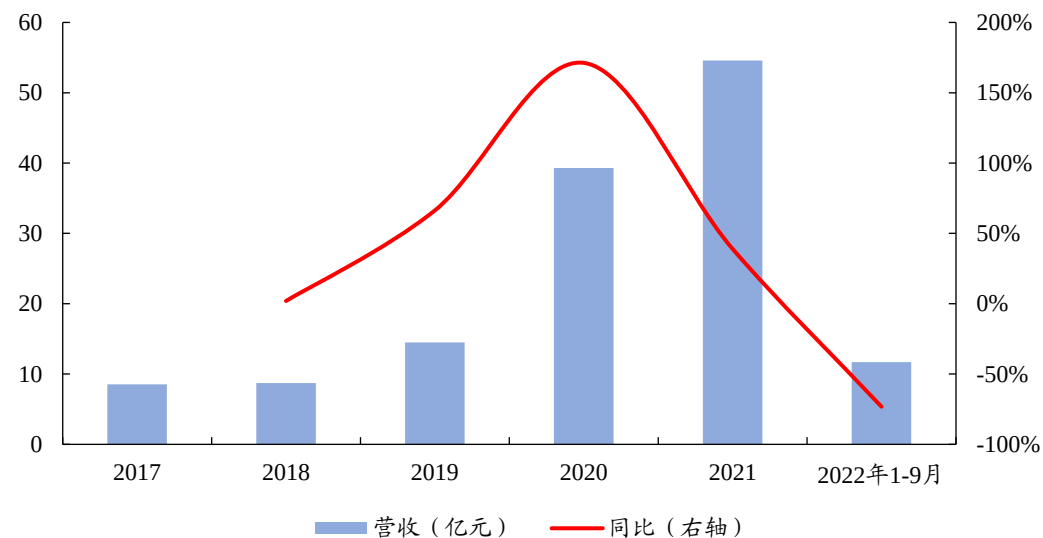
资料来源：Wind、太平洋研究院整理

1.2 受益于近年海风高速发展，公司业绩实现快速增长

抓住海风高速发展机遇，公司近几年业绩实现快速增长。2021年公司实现营收54.58亿元，同比增长39%；2018-2021年CAGR达84%；2021年实现归母净利润11.13亿元，同比增长81%，2018-2021年的CAGR达215%。

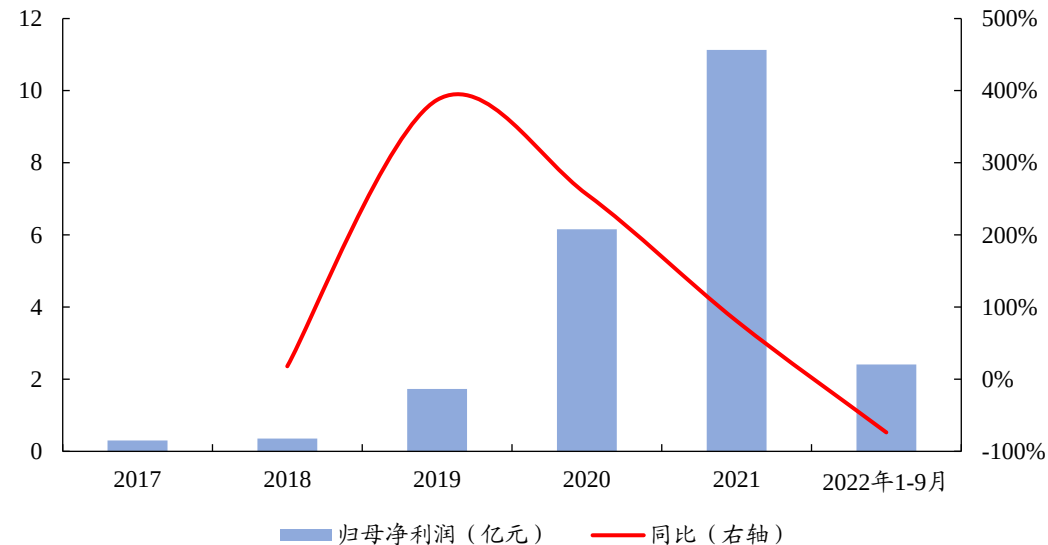
海风抢装后阶段性需求不足，目前公司业绩处于低谷。2022年Q1-Q3，公司实现营收11.7亿元，同比-73%，实现归母净利润2.41亿元，同比-74%。主要原因系：相对于2021年海上风电“抢装潮”，2022年因海上风电平价以及疫情反复影响，导致供需关系、产能结构阶段性变化，海风项目建设速度明显放缓。未来随着海风市场回暖，预计公司业绩很快恢复增长。

图：公司近年来营收实现快速增长



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图：公司近年来净利润实现快速增长

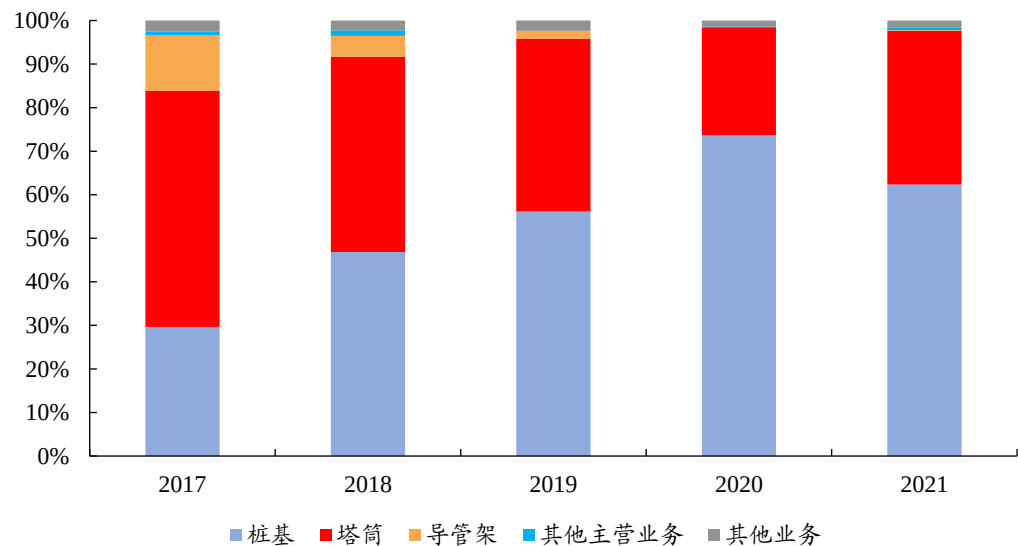


资料来源：Wind、太平洋研究院整理

1.2 受益于近年海风高速发展，公司业绩实现快速增长

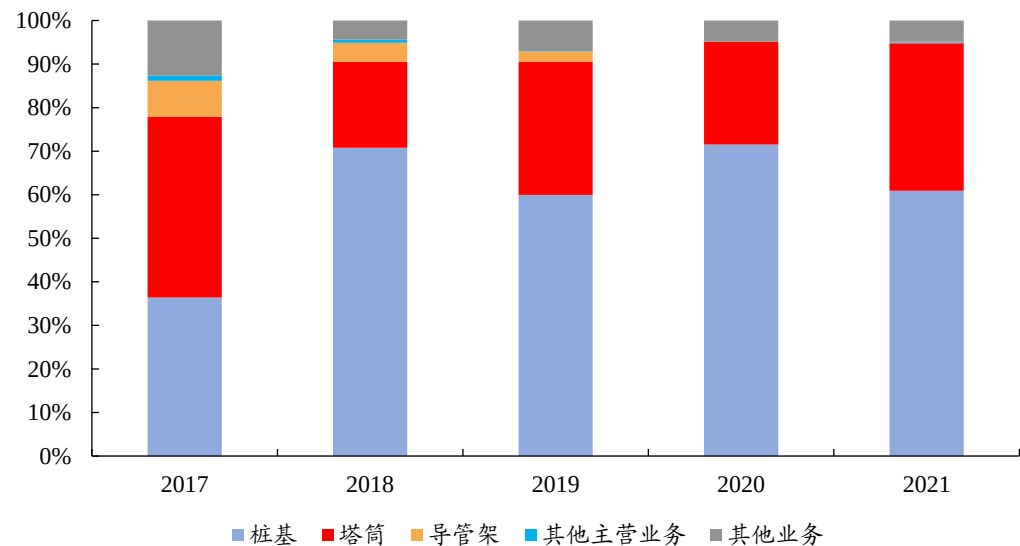
公司营收与毛利主要来源于桩基、风电塔筒。2021年桩基、风电塔筒营收分别为34.04亿元、19.27亿元，分别占比62.4%、35.3%；2021年桩基、风电塔筒毛利润分别为9.68亿元、5.39亿元，分别占比63.97%、35.59%。桩基、塔筒两者合计营收和毛利率占比均超过95%，是公司收入和利润最主要的来源。

图：公司营收主要来源于桩基和塔筒



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图：公司利润主要来源于桩基和塔筒

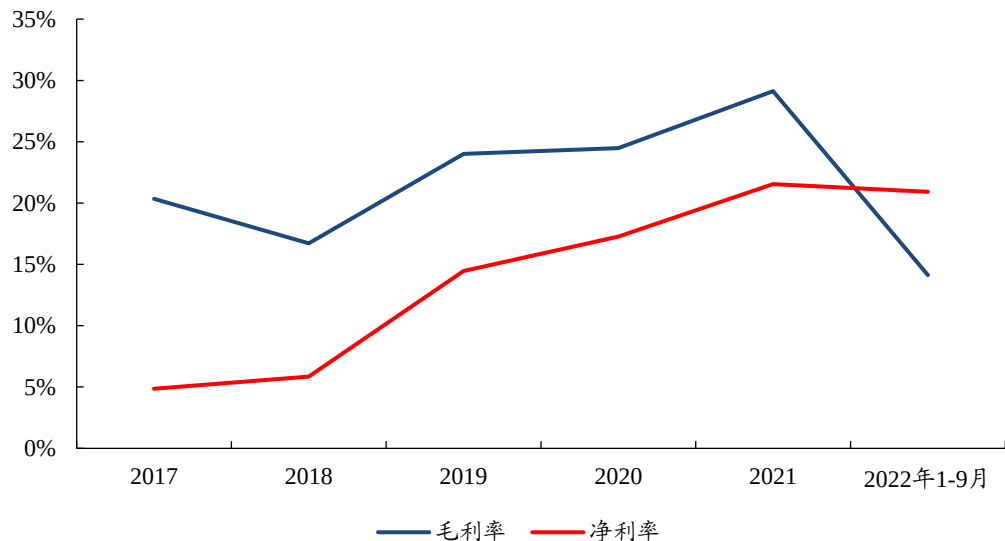


资料来源：Wind、太平洋研究院整理

1.2 受益于近年海风高速发展，公司业绩实现快速增长

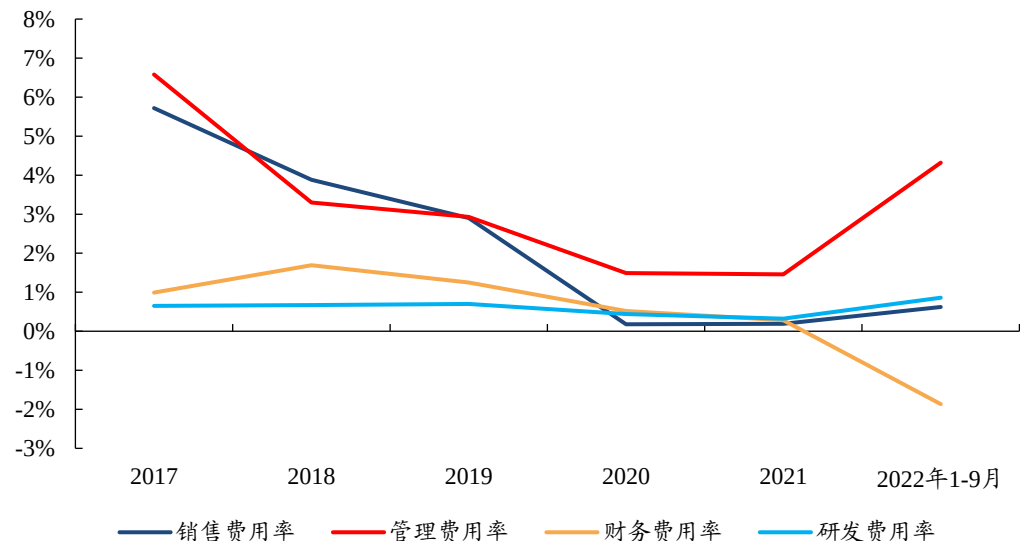
毛利率与净利率呈上升趋势，期间费用率逐步下降。2018-2021年，公司充分把握海上风电行业发展机遇，不断提升自生竞争力，实现了毛利率和净利率的持续提升。2022年以来，抢装后海风阶段性需求不足、原材料涨价等影响，公司2022前三季度毛利率为14.12%，同比下降16pct。随着规模效应的体现，公司期间费用率总体呈下降趋势，而2022年前三季度由于销售规模较小，导致管理费用率出现较大回升。未来随着海上风电需求回暖，预计公司仍将保持较好的盈利水平和较好的期间费用率。

图：公司盈利水平逐步提升



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图：公司期间费用率呈现下降趋势

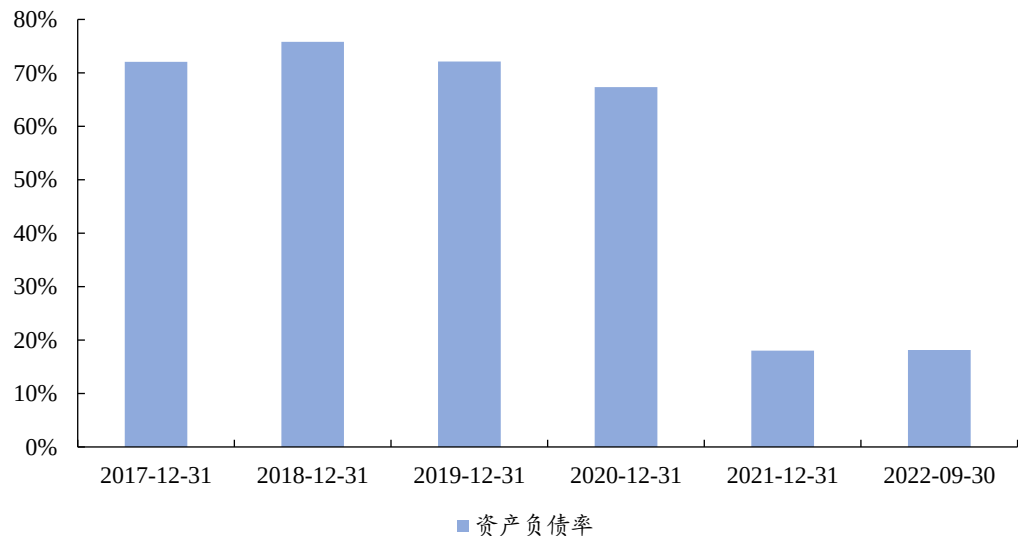


资料来源：Wind、太平洋研究院整理

1.3 公司资产负债率合理，偿债能力较强

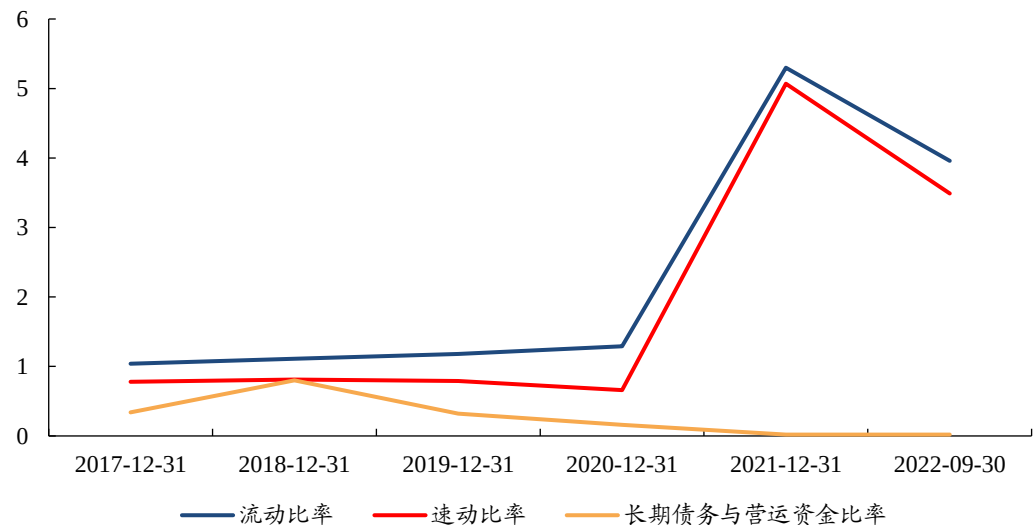
资产结构优化，偿债能力较强。2021年公司在深交所创业板上市后逐渐调整资产结构，资产负债率从2018年的75.83%大幅下降到2022Q3的18.13%，资产结构得到较好优化。此外，公司流动比率和速动比率自2020年开始显著提升，2022Q3略有回落，长期债务与营运资金比率一直维持较低水平，充分反映了公司短期偿债能力、长期偿债能力均较强。

图：公司近年来资产负债率明显下降



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图：流动比率和速动比率显著提升



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

目录 Contents

- 1 专注塔筒桩基业务，随海风发展而成长
- 2 海上风电正值青春，塔筒桩基需求可观
- 3 公司产能快速释放，管桩龙头乘风破浪
- 4 盈利预测与投资建议
- 5 风险提示

2.1 沿海各地加码海风建设，地补助力海风向平价平稳过渡

沿海各省加码海风建设，“十四五”海风将实现从1到10的跨越。截至2022年11月末，沿海11省市均提出了“十四五”期间海上风电发展计划，11省市“十四五”开工或规划的海风总规模已超110GW，计划并网容量超58GW。

表：沿海各省份“十四五”海风计划并网合计已达58GW以上

省份	时间	文件名称	内容	“十四五”开工或规划规模（GW）	“十四五”并网规模（GW）
河北	2022年10月	《唐山市海上风电发展规划（2022-2035年）》	到2025年，唐山市累计新开工建设海上风电项目2-3个，装机容量300万千瓦；到2035年，累计新开工建设海上风电项目7-9个，装机容量1300万千瓦以上。	3	3
上海	2022年8月	《上海市能源电力领域碳达峰实施方案》	“十四五”期间重点建设金山、奉贤、南汇海域项目，启动实施百万千瓦级深远海海上风电示范。“十五五”重点建设横沙、崇明海域项目，建成深远海海上风电示范。2025、2030年全市风电装机力争分别超过262、500万千瓦。截至2020年，上海海风累计并网820MW。	1.8	1.8
广西	2022年6月	《广西可再生能源发展“十四五”规划》	“十四五”期间，力争核准开工海上风电装机规模不低于750万千瓦，其中并网装机规模不低于300万千瓦。	7.5	3
福建	2022年6月	《福建省“十四五”能源发展专项规划》	稳妥推进深远海风电项目，“十四五”期间增加并网装机410万千瓦，新增开发省管海域海上风电规模约1030万千瓦，力争推动深远海风电开工480万千瓦。	15.1	4.1
广东	2022年4月	《广东省能源发展“十四五”规划》	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1700万千瓦。	17	17
山东	2022年2月、7月	《山东海上风电发展规划（2021-2030年）》、《山东省燃气机组建设工程等八个行动方案的通知》	1）规划渤中、半岛南、半岛北三大基地，共计3500万千瓦。2）2022年，省管海域场址全部开工建设，开工规模500万千瓦以上、建成并网200万千瓦；到2025年，累计开工规模1200万千瓦以上、建成并网800万千瓦。	35	8
海南	2022年2月	《海南省上风电项目招商(竞争性配置)方案》	“十四五”期间规划11个场址作为重点项目，总开发容量为1230万千瓦。其中示范项目3个，共420万千瓦，其他项目810万千瓦规模资源采用招商(竞争性配置)分配到各开发企业。	12.3	3
辽宁	2022年1月	《辽宁省“十四五”海洋经济发展规划》	到2025年，力争海上风电累计并网装机容量达到405万千瓦（截至2020年，海上风电累计并网为30万千瓦）。	3.75	3.75
天津	2022年1月	《天津市可再生能源发展“十四五”规划》	到2025年，风电装机规模达到200万千瓦（截至2020年，天津风电累计装机84.5万千瓦）。优先发展离岸距离不少于10公里、滩涂宽度超过10公里时海域水深不少于10米的海域，加快推进远海90万千瓦海上风电项目前期工作。	2	1.2
江苏	2021年9月	《江苏省“十四五”海上风电规划》	“十四五”期间规划风电场址共28个，规模9.09GW。	9.09	9.09
浙江	2021年6月	《浙江省可再生能源发展“十四五”规划》	到“十四五”末，力争风电装机达到6.4GW以上，新增装机在4.5GW以上，主要为海上风电。	4.5	4.5
合计				111.04	58.44

资料来源：各省人民政府网、各省发改委、太平洋研究院整理

2.1 沿海各地加码海风建设，地补助力海风向平价平稳过渡

继粤鲁浙三地出台海风补贴政策后，上海近期也推出了海风奖励政策。2022年11月24日，上海市发布《上海市可再生能源和新能源发展专项资金扶持办法》，内容显示上海将对深远海海上风电项目和场址中心离岸距离大于等于50公里近海海上风电项目进行奖励。随着多地出台对海风的补贴/奖励政策，海风开发将实现由补贴向平价平稳过渡。

表：广东、山东、浙江、上海等省市相继出台海风补贴政策

省份	时间	文件名称	内容	来源
上海	2022年11月24日	《上海市可再生能源和新能源发展专项资金扶持办法》	深远海海上风电项目和场址中心离岸距离大于等于50公里近海海上风电项目奖励标准为500元/千瓦，单个项目年度奖励金额不超过5000万元，奖励分5年拨付每年拨付20%。对场址中心离岸距离小于50公里近海海上风电项目不再奖励。本办法适用于上海市2022-2026年投产发电的可再生能源项目，自2022年12月15日起实施，有效期至2026年12月31日。	上海市发改委官网
浙江	2022年07月04日	《关于2022年风电、光伏项目开发建设有关事项的通知》	海上风电上网电价暂时执行全省燃煤发电基准价，同时给予一定的省级财政补贴。2022年和2023年，全省享受海上风电省级补贴规模分别按60万千瓦和150万千瓦控制、补贴标准分别为0.03元/千瓦时和0.015元/千瓦时。以项目全容量并网年份确定相应的补贴标准，按照“先建先得”原则确定享受省级补贴的项目，直至补贴规模用完。项目补贴期限为10年，从项目全容量并网的第二年开始，按等效年利用小时数2600小时进行补贴。2021年底前已核准项目，2023年底未实现全容量并网将不再享受省级财政补贴。	舟山市人民政府网
山东	2022年04月01日	山东省政府新闻办新闻发布会	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。	山东省人民政府网
广东	2021年06月11日	《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》	2022年起，省财政对省管海域未能享受国家补贴的项目进行投资补贴，项目并网价格执行我省燃煤发电基准价（平价）。其中：补贴范围为2018年底前已完成核准、在2022年至2024年全容量并网的省管海域项目，对2025年起并网的项目不再补贴；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。	广东省人民政府网

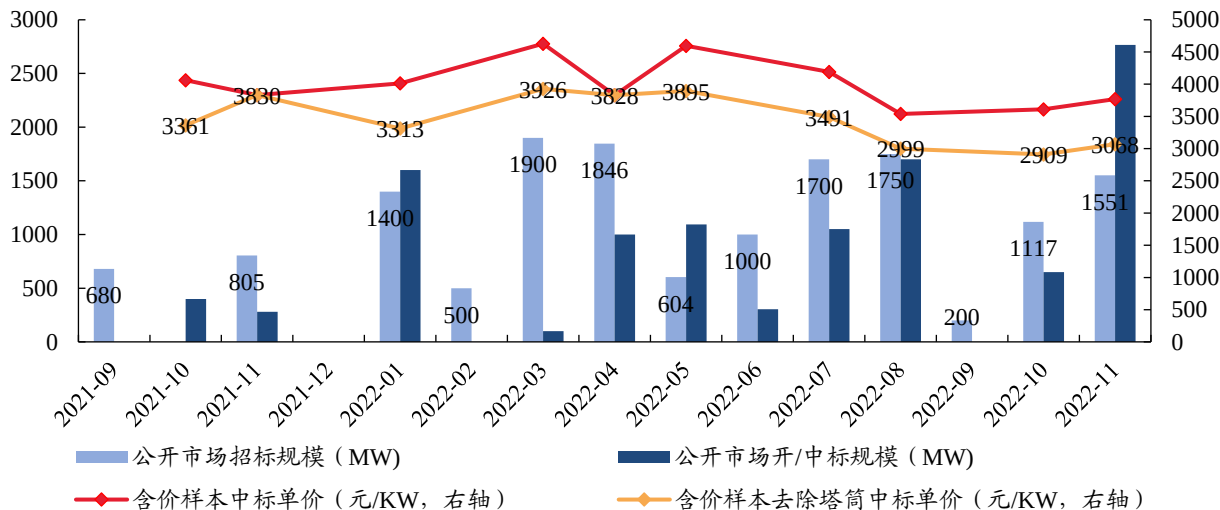
资料来源：各地政府官网、太平洋研究院整理

2.2 前置指标招标规模可观，2023海风将实现较快速度增长

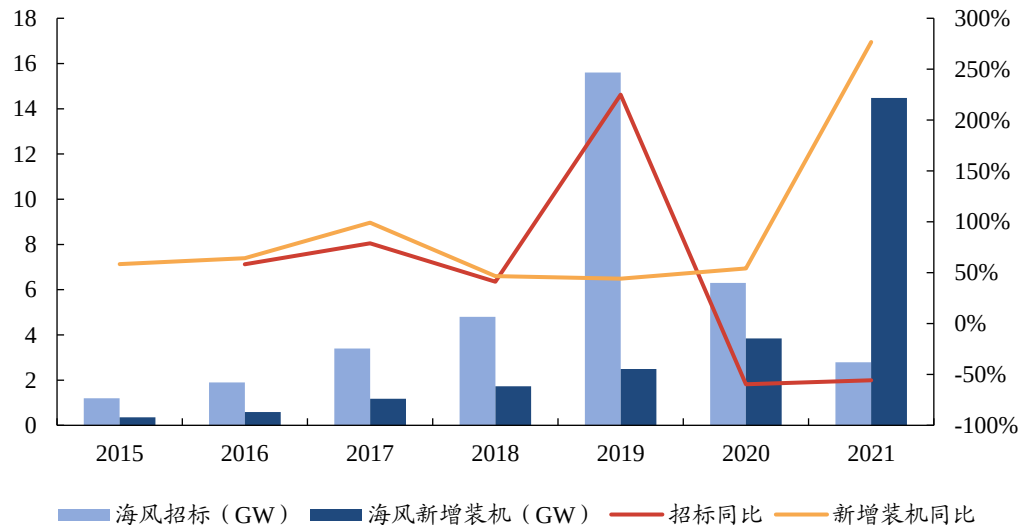
招标市场持续保持活跃，全年维持高增。2022年1-11月，海上风机招标达到14GW，其中11月招标达到1.55GW，同比+93%、环比+39%。预计全年海风招标将到达15GW以上，含EPC预计达到20GW左右，同比+600%以上。

招标提前1-2年，2023海风将实现较快速度增长。从历史数据来看，海上风电项目一般提前1-2年招标，例如2019年海风招标达到15.6GW，同比+225%；对应2021年新增吊装14.48GW，同比+277%。基于2022年海风招标规模，预计2023年海风装机将实现快速增长。

图：海风招标市场持续保持活跃



图：海风招标一般提前1-2年左右



资料来源：中国招标投标公共服务平台、各招标企业电子商务平台、太平洋研究院整理

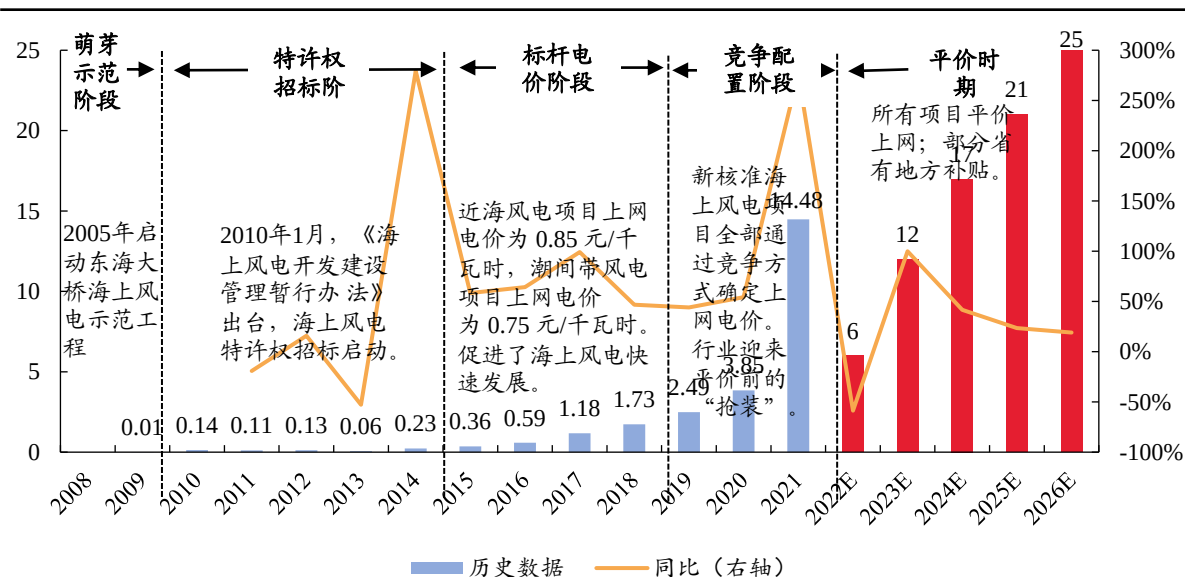
资料来源：金风科技业绩演示材料、太平洋研究院整理

2.3 中美欧等加码海风开发，全球未来装机可观

我国海上风电2023年将开启中长期向上周期。基于各省“十四五”海风规划并网规模和目前招标情况，我们预计2022-2026年我国海风新增装机分别为6GW、12GW、17GW、21GW、25GW，2022-2026同比增速分别为-59%、100%、42%、24%、19%。

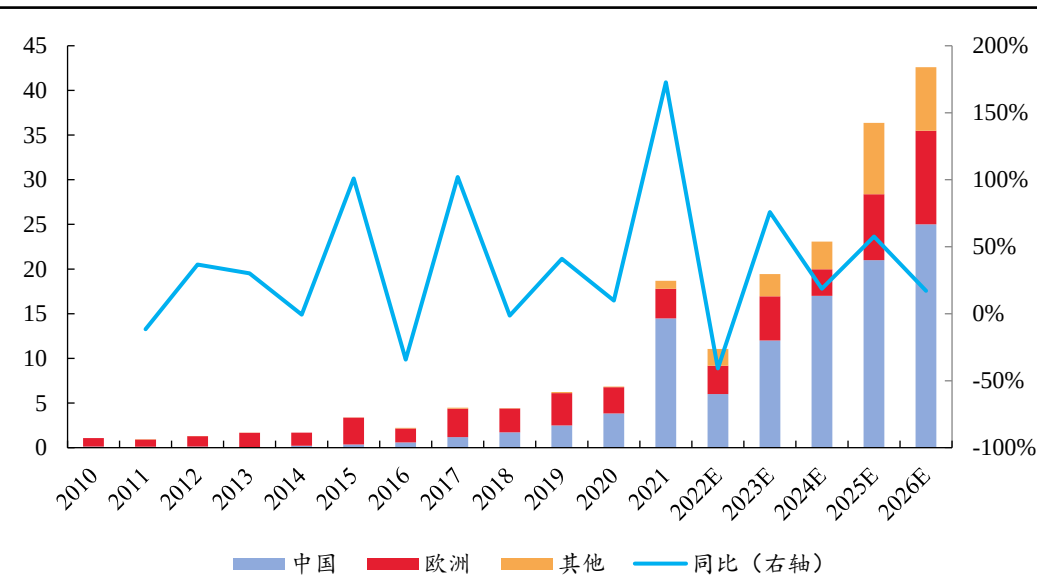
欧美等加码海风开发，全球未来装机可观。在“碳中和”和俄乌冲突导致欧洲能源危机背景下，欧洲、东南亚、美国等地区和国家都在加大海风电资源的开发。结合GWEC数据，预计2022-2026年，全球海上风电新增装机规模分别为11GW、19GW、23GW、36GW、43GW，2022-2026同比增速分别为-41%、76%、19%、58%、17%。

图：2023年起国内海风开启中长期向上周期



资料来源：CWEA、太平洋研究院整理

图：全球海上风电未来装机可观



资料来源：GWEC、CWEA、太平洋研究院整理

2.4 全球桩基+海风塔筒需求旺盛，国内供需紧平衡

全球桩基+海风塔筒需求旺盛，2022-2026的CAGR有望达到40%以上。2023年国内桩基+海塔供需紧平衡，桩基/海塔加工费用有望逐步回升。

表：全球桩基+海风塔筒需求旺盛

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
中国海风新增装机（GW）	14.5	6.0	12.0	17.0	21.0	25.0
欧洲海风新增装机（GW）	3.3	3.2	5.0	3.0	7.4	10.5
其他地区海风新增装机（GW）	0.9	1.9	2.5	3.1	8.0	7.1
单GW桩基用量（万吨/GW）	20.0	21.0	22.0	23.0	23.0	23.0
单GW塔筒用量（万吨/GW）	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
国内桩基需求（万吨）	290	126	264	391	483	575
国内海风塔筒需求（万吨）	101	42	84	119	147	175
国内桩基+海风塔筒需求（万吨）	391	168	348	510	630	750
国内同比（右轴）		-57.03%	107.14%	46.55%	23.53%	19.05%
欧洲桩基需求（万吨）	66	67	109	68	170	241
欧洲海风塔筒需求（万吨）	23	22	35	21	52	73
欧洲桩基+海风塔筒需求（万吨）	90	89	144	89	221	315
欧洲同比（右轴）		-0.77%	61.59%	-37.85%	148.07%	42.13%
其他地区桩基需求（万吨）	18	40	55	71	184	163
其他地区海风塔筒需求（万吨）	6	13	17	22	56	50
其他地区桩基+海风塔筒需求（万吨）	24	53	72	93	239	213
其他地区同比（右轴）		119.67%	36.76%	28.99%	157.73%	-11.05%
全球桩基需求（万吨）	374	232	428	531	836	980
全球海风塔筒需求（万吨）	131	77	136	162	255	298
全球桩基+海风塔筒需求（万吨）	504	310	564	692	1091	1278
全球同比（右轴）		-38.64%	82.09%	22.80%	57.60%	17.13%

资料来源：CWEA、GWEC、太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表：国内桩基+海塔供需紧平衡

企业	2021	2022E	2023E	2024E
海力风电	35	20	60	110
大金重工	50	70	110	110
天能重工	28	28	36	56
泰胜风能	24.5	24.5	36.5	44.5
天顺风能 （不包含德国基地）	0	0	25	30
润邦股份	20	30	30	30
福船一帆	20	20	20	20
江苏长风海洋	15	30	30	50
供给合计	192.5	222.5	347.5	450.5
需求合计	391	168	348	510

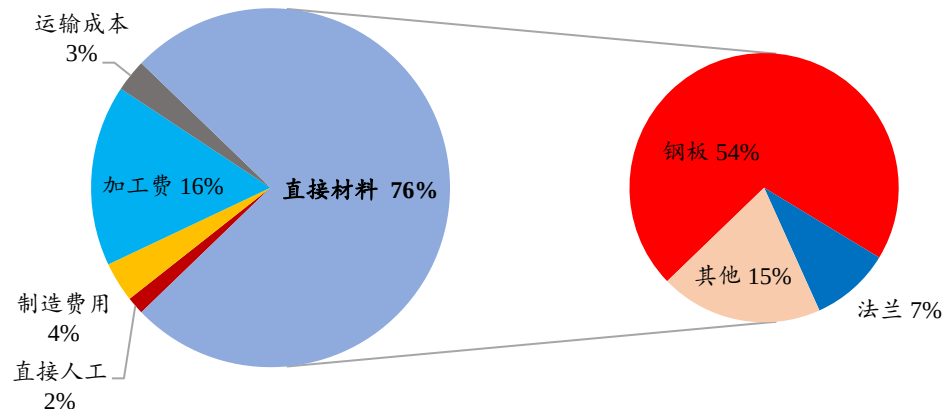
资料来源：各公司公告、各公司官网、太平洋研究院整理

守正 出奇 宁静 致远

2.5 供需向好&原料降价，塔筒/桩基盈利水平有望触底回升

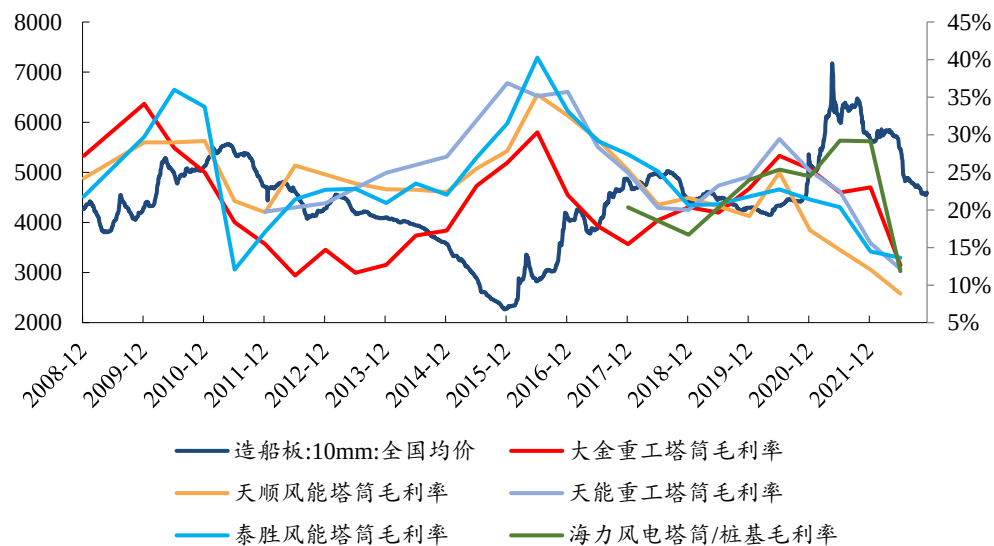
塔筒/桩基原材料成本占比较大，其毛利率与中厚板价格呈现负相关。以海力风电2021年上半年主营业务成本构成为例，直接原材料占比76%，加工费用占比16%，运输成本占比3%；原材料成本中主要是钢板（中厚板）和法兰，综合来看，钢板占整体成本达到54%，法兰占比达到7%，两者合计达到60%以上。由于塔筒/桩基的原材料成本占比很高，因此其利润水平受原材料价格波动因素影响较大。从历史数据来看，塔筒/桩基毛利率与中厚板价格呈现较为明显的负相关关系。目前中厚板价格持续回落，无疑为塔筒/桩基企业毛利率回升释放积极信号。

图：塔筒/桩基原材料成本占比较大



资料来源：海力风电招股说明书、太平洋研究院整理

图：塔筒/桩基毛利率与中厚板价格呈现负相关



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

2.5 供需向好&原料降价，塔筒/桩基盈利水平有望触底回升

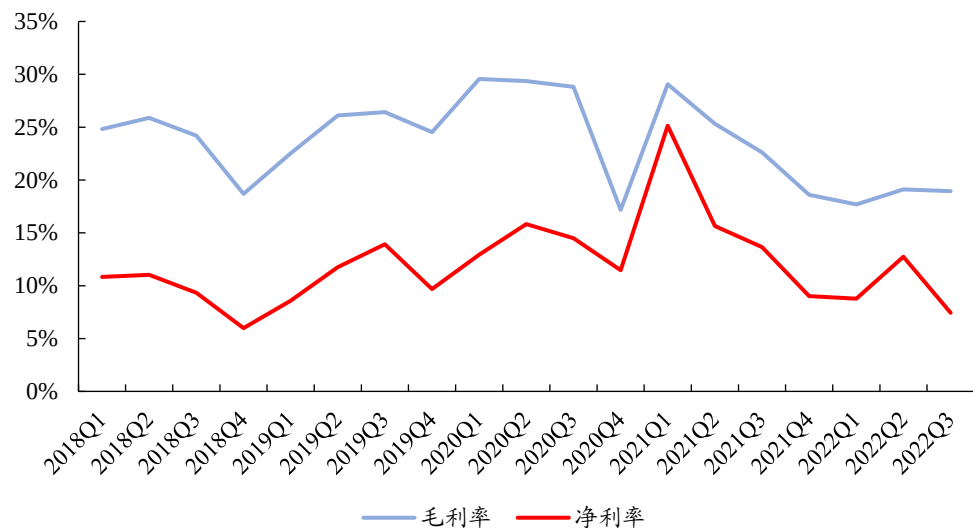
合同签订时点与原材料采购时点的窗口期导致风险敞口。由于不同风电场的地质条件不尽相同，塔筒/桩基往往需要一些定制化设计，因此塔筒/桩基有很强的项目制属性，进而塔筒/桩基企业往往采取一个订单谈一次价格的成本加成定价模式。但由于签合同同时点和采购原材料时点之间存在风险敞口，原材料价格短期大幅变化对塔筒/桩基毛利率产生较大影响。以海力风电国信黄海三期2MW塔筒项目为例，公司采购原材料时点的钢板价格较合同签署时点价格上涨近15%，导致该项目毛利率相对较低。此外，2022Q3塔筒企业整体毛利率已经开始筑底企稳，展望2023年，随着需求回升叠加原料价格回落，塔筒/桩基盈利水平有望逐步恢复。

表：塔筒/桩基原材料成本占比较大

序号	项目	金额（万元）
1	国信黄海三期2MW塔筒项目收入金额①	7,691.79
2	国信黄海三期2MW塔筒项目成本金额②	6,892.34
	其中：国信黄海三期2MW塔筒项目钢材成本③	4,016.43
3	合同签订时点每吨钢材价格④	3,555.27
	实际采购时点每吨钢材价格⑤	4,082.02
	钢材价格差异率⑥=⑤/④-1	14.82%
4	实际毛利率⑦=1-②/①	10.39%
	测算毛利率⑧=1-[（④*③/⑤-③+②）/①]	17.13%

资料来源：海力风电招股说明书、太平洋研究院整理

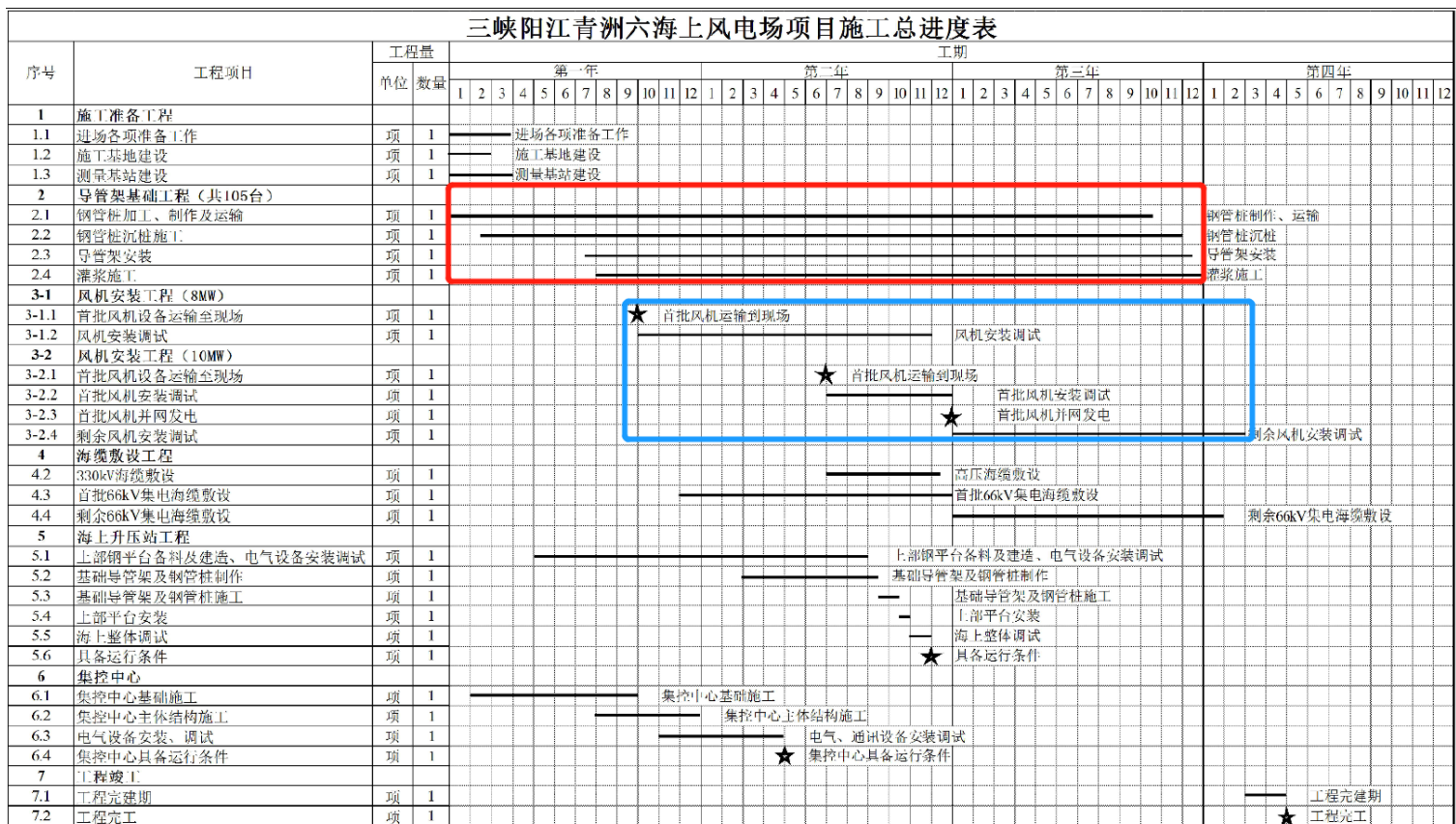
图：2022Q3塔筒/桩基企业毛利率已经触底企稳



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

桩基交付领先塔筒，2023年桩基交付有望高增。根据海上风电项目施工顺序，前期主要是沉桩等基础施工，中段是塔筒安装和风机吊装等，因此桩基比塔筒率先实现交付。随着2023年海上风电项目大批量开工，桩基交付有望实现高增。

图：桩基工程处于风电项目施工前期



资料来源：三峡阳江青洲六海上风电项目环评报告书、太平洋研究院整理

目录 Contents

- 《1》 专注塔筒桩基业务，随海风发展而成长
- 《2》 海上风电正值青春，塔筒桩基需求可观
- 《3》 公司产能快速释放，管桩龙头乘风破浪
- 《4》 盈利预测与投资建议
- 《5》 风险提示

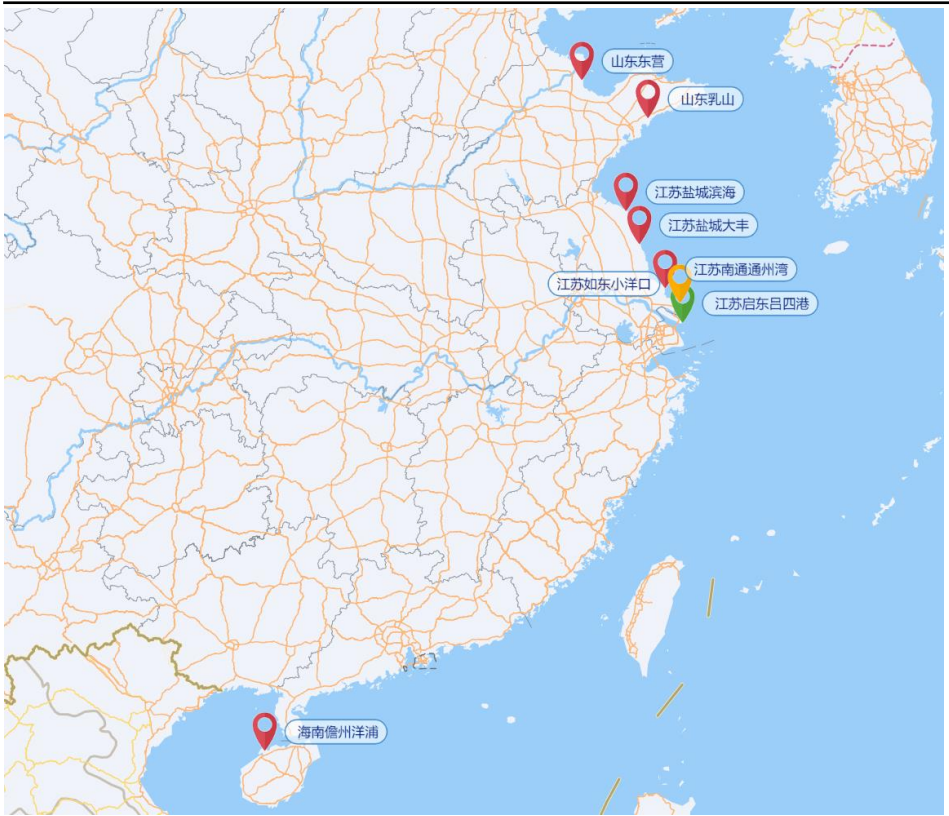
3.1 核心优势1：拓宽业务半径，从江苏走向全国

公司优化产能布局，从江苏走向全国。2022年以来，公司积极布局海上风电重点发展区域和出口市场，先后投资如东小洋口、启动吕四港、江苏滨海、山东东营、山东乳山、海南儋州生产基地，公司业务半径逐步从江苏走向全国。目前，公司规划产能已经将近190万吨，且产能将在2023-2024年快速释放，可满足未来海上风电的发展需求。

表：公司积极扩充产能

项目名称		实施主体	项目地点	投资总额 (亿元)	产品	产能 (万吨)
海上风电场大兆瓦配套设备制造基地项目（IPO募投项目）	一期	海力装备	通州湾	6.3	140台桩基的生产能力	15
	二期	海力装备	通州湾		塔筒400台套	20
		海恒风电	盐城大丰	5.0	大兆瓦塔筒	7
如东小洋口风电母港海上风电场配套设备生产基地项目		海力海上	小洋口	1.0	塔筒150台（套）、风电机舱100台（套）、导管架50台（套）	20
风电高端装备制造项目		海力风能	小洋口	10.0	塔筒、单桩基础、多桩导管架基础承载平台	15
200套海上高端装备制造出口基地项目	一期		海南儋州洋浦	3.0	大兆瓦海上风电塔筒	5
	二期		海南儋州洋浦	7.0	大型模块化升压站、深远海漂浮式基础、海洋渔牧智能养殖装备	14
海上风电塔筒及海工装备生产基地项目	一期	海力风电（东营）公司	山东东营	4.3	年产167套8MW及以上塔筒	10
	二期	海力风电（东营）公司	山东东营	5.0	桩基生产及导管架、升压站总装	10
海力海上风电重型装备制造项目	一期	海力风电（威海）公司	山东乳山	4.7	年产120套8MW及以上单桩	10
	二期	海力风电（威海）公司	山东乳山	5.0	塔筒、套笼及内附件	10
大兆瓦海上风电装备制造基地项目	一期	海力风电（滨海）公司	江苏盐城滨海	6.3	年产150套8MW及以上单桩	10
	二期	海力风电（滨海）公司	江苏盐城滨海	4.0	风电升压站、塔筒	10
海上高端装备制造出口基地项目	一期	海力风电（启东）公司	江苏启东市吕四港	12.4	年产30套8MW及以上导管架、4套8MW及以上升压站、40套12MW及以上重型单桩	18
	二期	海力风电（启东）公司	江苏启东市吕四港	8.0	导管架、漂浮式基础、海上平台、海洋牧场、海上重型单桩基础等	12
产能合计						186

图：公司产能基地布局合理



资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

3.2 核心优势2：下游客户众多，订单获取能力强

公司下游客户众多，订单获取能力强。凭借持续的技术开发、严格的质量控制、先进的生产工艺和成熟的经营管理，公司在行业内建立了良好的产品口碑及企业形象，与主流的风电场施工商、风电场运营商、风电整机厂商都建立紧密的业务合作关系。从历史上来看，前五大客户收入占比均达到了65%以上，证明公司与大客户建立了较为稳定的合作关系；与此同时公司还不断开发新的客户，以增强订单来源的多样性。展望未来，公司在客户资源方面的优势有望持续保持，从而保持强劲的订单获取能力。

图：公司与下游客户建立了良好的业务合作关系



资料来源：海力风电招股说明书、太平洋研究院整理

图：公司大客户收入占比较高

2018年		2019年		2020年		2021年	
客户	收入占比	客户	收入占比	客户	收入占比	客户	收入占比
韩通重工	22.97%	中国交建	27.39%	中天科技海洋	20.49%	客户一	33.51%
中国交建	18.38%	天津港航	12.34%	华电重工	17.21%	客户二	12.50%
江苏新能	8.84%	中铁大桥局上海公司	9.86%	中国交建	13.74%	客户三	10.78%
国家能源集团	8.18%	国家能源	8.64%	中国电建华东院	11.55%	客户四	9.71%
灌云海力	7.66%	中国海装	7.23%	上海电气	9.94%	客户五	7.82%
合计	66.03%	合计	65.45%	合计	72.94%	合计	74.32%

资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

3.3 核心优势3：码头资源丰富，运输成本具备优势

公司码头资源丰富，运输成本具备优势。由于海上塔筒、桩基体积和重量均较大，运输成本较高，如果产能基地范围内没有码头，不仅需要支付从生产基地到码头的转运费用，还需要支付租用码头的吊装服务费（例如机舱、轮毂等风机零部件吊装费用高达500元/吨）。目前公司自有码头有3个，分别是通州湾码头（包括20000DWT重件泊位和5000t出运泊位各1座）、小洋口码头和启动吕四港码头；此外山东东营、山东乳山、盐城滨海、海南儋州生产基地是政府码头。公司拥有丰富的码头资源，未来运输成本将得到较好控制；同时自有码头以及和政府共同建设的码头还能收取一部分吊装服务费，从而为公司贡献部分收益。

表：海力风电码头资源丰富

公司	简介		码头性质
海力风电	通州湾	非潮汐码头，随时可安排货船出海，运输能力较大，拥有 339 米岸线使用权。	自有
	小洋口	1万吨泊位	自有
	启东吕四港	水深>14m，10万吨承载能力，正在跑岸线审批	自有
	山东东营		政府码头
	山东乳山		政府码头
	江苏盐城滨海		政府码头
	海南儋州		政府码头
大金重工	蓬莱码头	2个10万吨级对外开放专用泊位， 1个3.5万吨级对外开放风电专用凹槽泊位 2个正在履行审批手续的靠泊等级10万吨级泊位	自有
天能重工			租用政府码头
泰胜风能	江苏启东泰胜蓝岛	优良岸线760米、1000吨固定式全回转起重设备，220米重力式码头	自有

资料来源：各公司公告、太平洋研究院整理

表：租用码头需要支付较高吊装服务费

序号	吊装内容	单套重量（吨）	每套吊装价格（万元）	单吨吊装价格（元/吨）
1	机 舱	235	12	511
2	轮 毂	106	5.6	528
3	集装箱	10	1.8	1800
4	塔基门外平台	4.6	1.6	3478

资料来源：海力风电招股说明书、太平洋研究院整理

3.4 核心优势4：外拓海洋工程&风电场运营，与主业形成协同效应

与中天科技合作成立合资公司，进军海工业务。公司与中天科技全资子公司中天海洋工程共同出资设立合资公司——立洋海洋工程有限公司（公司持股49%），从事海上风电工程承包业务，承接海上风电基础施工、维护等工程服务。合资公司的5000吨自航式全回转起重船于2022年11月开工建设，预计2024年2月交付，建成后主要用于10兆瓦以上机组基础桩、导管架，升压站安装等多种基础施工；同时单船便可完成港口装载、海上运输、吊装及打桩等主要工序。未来海工业务将与公司桩基业务形成协同，增强公司订单获取能力。

图：合资公司的施工船与2022年11月开工建设



资料来源：海力风电官网、太平洋研究院整理

图：公司与中天科技合作进军海工业务



资料来源：海力风电官网、太平洋研究院整理

3.4 核心优势4：外拓海洋工程&风电场运营，与主业形成协同效应

公司收购海恒如东，参股风电场运营业务。公司收购海恒如东100%股权，海恒如东成立以来主要以参股的方式进行海上风电项目的投资。参股的6个风电项目，公司权益容量为294MW，预计每年将贡献净利润2.4亿元左右。未来公司预计将参股更多海上风电项目的运营。随着公司切入风力发电领域，进一步拓展和延伸公司业务链，为公司提供较高的抗风险能力和持续稳定的新盈利能力，助力公司可持续发展。目前公司已经初步形成设备制造、新能源开发以及施工及运维3大板块业务形态。

表：公司积极布局海上风电场运营业务

序号	被投资企业	被投资项目	投资比例	装机总容量(MW)	公司权益容(MW)	项目内部收益率	平均年净利润(万元)	按照持股比例应享有的标的风电场的净利润(万元)
1	江苏新能海力海上风力发电有限公司	江苏如东H2#海上风电场项目	34%	350	119	6.04%	25172.02	8558.49
2	如东海翔海上风力发电有限公司	江苏如东H7#海上风电场项目	15%	400	60	6.94%	37057.09	5558.56
3	如东如风海上风力发电有限公司	江苏如东H4#海上风电场项目	10%	400	40	6.84%	34346.36	3434.64
4	三峡新能源如东有限公司	三峡新能源如东H10#海上风电项目	10%	400	40	7.03%	34251.93	3425.19
5	三峡新能源南通有限公司	三峡新能源江苏如东H16#海上风电项目	5%	400	20	7.22%	34966.18	1748.31
6	中广核新能源南通有限公司	江苏如东H8#海上风电场项目	5%	300	15	7.44%	26397.19	1319.86
合计				2250	294		192190.78	24045.05

资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

目录 Contents

- 1 专注塔筒桩基业务，随海风发展而成长
- 2 海上风电正值青春，塔筒桩基需求可观
- 3 公司产能快速释放，管桩龙头乘风破浪
- 4 盈利预测与投资建议
- 5 风险提示

4.1 盈利预测与投资建议

我们对海力风电2022-2024年盈利预测核心假设如下：

- 1、根据产能规划和扩产节奏，预计2022-2024年公司有效产能分别为20万吨、60万吨、110万吨。考虑市场供需情况，预计公司2023-2024年将实满产，预计2022-2024年公司出货分别为18万吨、60万吨、100万吨。
- 2、考虑海风2022年阶段需求不足，2023年即将开启中长期向上周期，以及2022年下半年以来中厚板价格持续回落，预计2022-2024年公司毛利率分别为15.77%、18.46%、20.40%。
- 3、公司收购海恒如东100%股权，参股海上风电运营。考虑公司未来可能参股运营更多海上风电场，预计2022-2024年其贡献的投资收益为1.3亿元、2.0亿元、2.5亿元。

表：海力风电盈利预测

		2021	2022E	2023E	2024E
合计	营业收入（万元）	545826.97	168397.33	571617.06	967698.77
	YOY	38.93%	-69.15%	239.45%	69.29%
	毛利率	29.13%	15.77%	18.46%	20.40%
塔筒	收入（万元）	192698.90	19800.00	139500.00	332500.00
	YOY	97.36%	-89.72%	604.55%	138.35%
	毛利率	27.96%	15.00%	17.50%	20.00%
桩基	收入（万元）	340361.983	140400	418500	617500
	YOY	17.69%	-58.75%	198.08%	47.55%
	毛利率	28.45%	14.00%	18.00%	20.00%
导管架	收入（万元）	812.9228	0	4000	6400
	YOY		-100.00%		60.00%
	毛利率	29.07%	29.00%	28.00%	28.00%

资料来源：Wind、太平洋研究院整理

4.1 盈利预测与投资建议

我们预计2022-2024年，公司营收分别为16.84亿元、57.16亿元、96.77亿元，同比增速分别为-69.15%、239.45%、69.29%；归母净利润分别为3.25亿元、8.75亿元、15.77亿元，同比增速分别为-70.73%、168.70%、80.27%；EPS分别为1.50/4.02/7.26元，当前股价对应PE分别为60.7/22.6/12.5倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表：财务摘要和估值指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
单位：百万元				
营业总收入	5458.27	1683.97	5716.17	9676.99
增长率（%）	38.93%	-69.15%	239.45%	69.29%
归母净利润	1112.68	325.64	875.00	1577.34
增长率（%）	80.80%	-70.73%	168.70%	80.27%
EPS（元/股）	6.64	1.50	4.02	7.26
市盈率（P/E）	18.55	60.68	22.58	12.53
市净率（P/B）	5.02	3.62	2.16	1.84

资料来源：Wind、太平洋研究院整理

表：可比公司估值表

公司代码	公司简称	评级	收盘价	EPS			PE		
			2022/12/9	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002531.SZ	天顺风能	未评级	14.42	0.54	0.99	1.26	26.94	14.59	11.43
002487.SZ	大金重工	未评级	40.37	1.27	2.47	3.86	31.87	16.34	10.46
300129.SZ	泰胜风能	未评级	7.31	0.40	0.58	0.67	18.09	12.66	10.91
300569.SZ	天能重工	未评级	8.92	0.65	1.01	1.29	13.78	8.83	6.91
	平均						22.67	13.11	9.93
301155.SZ	海力风电	买入	90.90	1.50	4.02	7.26	60.68	22.58	12.53

资料来源：Wind、太平洋研究院整理；注：收盘价日期为2022年12月9日，“未评级”公司数据来自Wind一致预期

4.2 附录：财务预测摘要

利润表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5458	1684	5716	9677
%同比增速	39%	-69%	239%	69%
营业成本	3868	1418	4661	7703
毛利	1590	266	1055	1974
%营业收入	29%	16%	18%	20%
税金及附加	22	8	26	44
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	10	10	51	77
%营业收入	0%	1%	1%	1%
管理费用	62	37	60	97
%营业收入	1%	2%	1%	1%
研发费用	18	17	23	39
%营业收入	0%	1%	0%	0%
财务费用	15	5	11	13
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-13	0	0	0
信用减值损失	-62	0	0	0
其他收益	11	90	11	19
投资收益	0	135	200	252
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	-1	-1
营业利润	1399	414	1095	1974
%营业收入	26%	25%	19%	20%
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	1399	414	1095	1974
%营业收入	26%	25%	19%	20%
所得税费用	222	68	164	296
净利润	1176	346	931	1678
%营业收入	22%	21%	16%	17%
归属于母公司的净利润	1113	326	875	1577
%同比增速	81%	-71%	169%	80%
少数股东损益	64	21	56	101
EPS（元/股）	6.64	1.50	4.02	7.26

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	6.64	1.50	4.02	7.26
BVPS	24.53	25.13	42.04	49.29
PE	18.55	60.68	22.58	12.53
PEG	0.23	—	0.13	0.16
PB	5.02	3.62	2.16	1.84
EV/EBITDA	15.54	44.62	12.46	6.47
ROE	21%	6%	10%	15%
ROIC	21%	4%	8%	12%

资产负债表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3535	3912	7307	8333
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	1380	529	1707	1003
存货	260	595	1476	1948
预付账款	58	76	205	325
其他流动资产	721	185	652	1085
流动资产合计	5955	5297	11347	12694
长期股权投资	1	1	1	1
投资性房地产	81	81	81	81
固定资产合计	431	851	1513	1767
无形资产	83	83	83	83
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	37	37	37	37
其他非流动资产	205	205	205	205
资产总计	6794	6555	13269	14869
短期借款	135	235	335	435
应付票据及应付账款	719	80	2445	1723
预收账款	0	105	178	351
应付职工薪酬	15	13	33	55
应交税费	113	30	104	178
其他流动负债	143	223	512	688
流动负债合计	1124	685	3608	3430
长期借款	45	95	155	255
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	56	56	56	56
负债合计	1225	836	3819	3741
归属于母公司的所有者权益	5333	5463	9138	10715
少数股东权益	235	256	312	413
股东权益	5568	5719	9450	11128
负债及股东权益	6794	6555	13269	14869

现金流量表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	703	800	1055	1003
投资	-1	0	0	0
资本性支出	-239	-500	-801	-401
其他	0	135	200	252
投资活动现金流净额	-240	-365	-601	-149
债权融资	-262	150	160	200
股权融资	3114	0	2800	0
支付股利及利息	-22	-207	-19	-28
其他	93	0	0	0
筹资活动现金流净额	2922	-57	2941	172
现金净流量	3385	378	3395	1026

风险提示

- 1、风电装机规模不及预期
- 2、相关政策推进不及预期
- 3、原材料价格大幅波动

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

销售人员

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
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@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	zhafll@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
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@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经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

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。



期待与您合作!

THANKSFORWATCHING