

2022年业绩承压，2023年业绩弹性可期

投资要点

- **事件：**公司发布2022年业绩预告，预计2022年实现归母净利润1.79-2.32亿元，同比下降79.2%-83.9%；归母扣非净利润0.42-0.54亿元，同比下降95.1%-96.2%。
- **2022年为海风抢装潮之后的低谷期，公司收入大幅下降；计提减值准备金压低公司净利润。**2022年，海上风电“国补”结束，下游装机需求大幅下降，公司基础桩等产品出货量大幅减少，营收因此减少。需求下降导致价格下滑，叠加原材料价格上涨，公司利润空间被压缩；此外，受到“抢装潮”期间已完工项目结算进度的影响，公司在2022年计提信用减值损失及资产减值损失合计约1.5亿元。因此，公司归母净利润同比大幅下滑。
- **沿海省市积极出台海上风电装机规划，2023年行业将进入高速发展期。**国内沿海各省市不断推出海上风电发展规划，2022年10月，河北唐山发布《唐山市海上风电发展规划(2022-2035年)》，提出到2025年，唐山累计装机3GW，2035年累计装机13GW；同月，广东潮州推出43.3GW海上风电发展规划，再次印证海上风电的清洁能源优势。据我们统计，我国各省市十四五期间海上风电新增装机规划超过60GW，随着产业链在2022年开始加速降本，预计2023年之后海上风电将进入高速发展期。
- **持续加码海上风电，卡位山东与南方市场，公司将充分受益于海上风电高景气度。**山东等北方地区、江苏等中部沿海地区与广东海南等南方地区是我国海上风电的三个主要区域。在江苏地区，公司目前具备约20万吨管桩产能，2022年下半年及2023年将有60万吨新产能陆续释放；在山东地区，公司公告在东营及乳山分别新建20万吨产能；在南方地区，公司拟在海南洋浦投资10亿元建设年产200套海上高端装备制造出口基地。公司在山东、江苏、海南等主要海上风电发展地区建设生产基地，将充分受益于当地及周边海上风电装机需求，业绩增长确定性较高。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润分别为2.1、8.0、12.2亿元，未来3年归母净利润复合增长率为3.2%，维持“持有”评级。
- **风险提示：**海上风电装机不及预期、原材料价格上涨风险、宏观经济波动风险等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5458.27	1433.67	4842.04	8651.24
增长率	38.93%	-73.73%	237.74%	78.67%
归属母公司净利润(百万元)	1112.68	211.83	801.69	1222.15
增长率	80.80%	-80.96%	278.46%	52.45%
每股收益EPS(元)	5.12	0.97	3.69	5.62
净资产收益率ROE	21.13%	4.06%	13.28%	17.20%
PE	19	99	26	17
PB	3.92	3.94	3.45	2.93

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)	0.89
52周内股价区间(元)	51.29-129.3
总市值(亿元)	208.91
总资产(亿元)	38.21
每股净资产(元)	12.35

相关研究

1. 海力风电（301155）：业绩继续承压，积极扩产迎接海风高景气度（2022-10-28）
2. 海力风电（301155）：上半年业绩承压，深度布局海上风电领域（2022-08-30）
3. 海力风电（301155）：等风起，海上风电管桩龙头再起航（2022-06-29）

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, 预计 2022 年塔筒桩基业务毛利率下滑; 随着海上装机需求上涨, 产业链供需匹配, 公司塔筒桩基业务塔筒桩基业务毛利率在 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 1: 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	1350.00	4750.00	8550.00
	增速	38.01%	-74.71%	251.85%	80.00%
	毛利率	28.28%	15.00%	16.50%	16.50%
其他业务	收入	119.53	83.67	92.04	101.24
	增速	98.23%	-30.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	67.35%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	5458.27	1433.67	4842.04	8651.24
	增速	38.93%	-73.73%	237.74%	78.67%
	毛利率	29.13%	16.46%	16.95%	16.78%

数据来源: Wind, 西南证券

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 22、13、10 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、山东、海南等布局新基地, 将充分受益于海上风电的蓬勃发展。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.1、8.0、12.2 亿元, 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, 而海力风电专注于海上风电领域, 业绩弹性更大, 维持“持有”评级。

表 2: 可比公司估值 (截至 2023 年 1 月 30 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	16.37	0.73	0.51	0.98	1.26	27	32	17	13
300569	天能重工	12.07	0.50	0.63	1.05	1.37	30	14	8	6
300129	泰胜风能	9.06	0.36	0.40	0.58	0.67	26	19	14	12
可比公司平均值							28	22	13	10

数据来源: Wind, 西南证券整理

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	1433.67	4842.04	8651.24	净利润	1176.49	225.35	843.88	1286.48
营业成本	3868.18	1197.70	4021.47	7199.99	折旧与摊销	55.85	34.89	34.89	34.89
营业税金及附加	22.13	11.47	29.05	51.91	财务费用	15.45	-30.90	-1.20	12.36
销售费用	10.47	8.60	9.20	15.57	资产减值损失	-13.10	150.00	-30.00	-30.00
管理费用	61.93	60.21	70.21	119.39	经营营运资本变动	-702.40	1459.08	-169.38	-311.17
财务费用	15.45	-30.90	-1.20	12.36	其他	170.59	-282.39	-206.10	-182.61
资产减值损失	-13.10	150.00	-30.00	-30.00	经营活动现金流净额	702.87	1556.03	472.09	809.95
投资收益	0.33	140.00	240.00	240.00	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	140.00	240.00	240.00
其他经营损益	0.00	80.00	10.00	10.00	投资活动现金流净额	-240.04	140.00	240.00	240.00
营业利润	1399.39	256.58	993.30	1532.02	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	256.08	992.80	1531.52	股权融资	3105.30	0.00	0.00	0.00
所得税	222.21	30.73	148.92	245.04	支付股利	0.00	-222.54	-42.37	-160.34
净利润	1176.49	225.35	843.88	1286.48	其他	74.28	-52.43	1.20	-12.36
少数股东损益	63.80	13.52	42.19	64.32	筹资活动现金流净额	2922.38	-410.14	-41.17	-172.70
归属母公司股东净利润	1112.68	211.83	801.69	1222.15	现金流量净额	3385.21	1285.88	670.92	877.25
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	4820.40	5491.32	6368.57	成长能力				
应收和预付款项	1451.73	367.75	1186.12	2200.25	销售收入增长率	38.93%	-73.73%	237.74%	78.67%
存货	260.34	70.25	286.89	508.04	营业利润增长率	70.08%	-81.66%	287.13%	54.23%
其他流动资产	707.94	3.36	11.35	20.28	净利润增长率	73.36%	-80.85%	274.47%	52.45%
长期股权投资	1.17	1.17	1.17	1.17	EBITDA 增长率	67.23%	-82.28%	294.13%	53.78%
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%	16.46%	16.95%	16.78%
无形资产和开发支出	82.91	74.30	65.69	57.08	三费率	1.61%	2.64%	1.62%	1.70%
其他非流动资产	114.67	113.70	112.74	111.77	净利率	21.55%	15.72%	17.43%	14.87%
资产总计	6793.51	6065.87	7744.90	9831.47	ROE	21.13%	4.06%	13.28%	17.20%
短期借款	135.18	0.00	0.00	0.00	ROA	17.32%	3.72%	10.90%	13.09%
应付和预收款项	846.16	398.53	1244.97	2170.41	ROIC	55.73%	11.78%	86.88%	85.22%
长期借款	45.00	45.00	45.00	45.00	EBITDA/销售收入	26.94%	18.17%	21.21%	18.25%
其他负债	198.75	69.24	100.32	135.31	营运能力				
负债合计	1225.10	512.77	1390.29	2350.71	总资产周转率	1.02	0.22	0.70	0.98
股本	217.39	217.39	217.39	217.39	固定资产周转率	12.84	3.43	12.33	23.54
资本公积	3149.23	3149.23	3149.23	3149.23	应收账款周转率	5.78	1.72	7.02	5.76
留存收益	1948.35	1937.64	2696.97	3758.78	存货周转率	4.12	6.58	21.45	17.86
归属母公司股东权益	5333.11	5304.26	6063.59	7125.40	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	248.83	291.03	355.35	资本结构				
股东权益合计	5568.42	5553.10	6354.61	7480.75	资产负债率	18.03%	8.45%	17.95%	23.91%
负债和股东权益合计	6793.51	6065.87	7744.90	9831.47	带息债务/总负债	14.71%	8.78%	3.24%	1.91%
					流动比率	5.30	12.78	5.41	4.04
					速动比率	5.07	12.61	5.19	3.82
					股利支付率	0.00%	105.05%	5.28%	13.12%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1470.70	260.57	1026.99	1579.27	每股收益	5.12	0.97	3.69	5.62
PE	18.78	98.62	26.06	17.09	每股净资产	24.53	24.40	27.89	32.78
PB	3.92	3.94	3.45	2.93	每股经营现金	3.23	7.16	2.17	3.73
PS	3.83	14.57	4.31	2.41	每股股利	0.00	1.02	0.19	0.74
EV/EBITDA	11.73	60.51	14.70	9.00					
股息率	0.00%	1.07%	0.20%	0.77%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-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悉范围内，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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@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
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn