

泰胜风能 (300129.SZ)

风电塔筒/管桩国际领先企业，两海业务有望迎来拐点

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 风电设备

◆ 投资评级: 买入(首次评级)

证券分析师: **王蔚祺** 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn 执证编码: S0980520080003
 联系人: **王晓声** 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn

事项:

日前泰胜风能宣布公司扬州塔架生产基地完成桩基施工，预计将于今年8月实现投产。项目建成后塔架新产能将达到25万吨，同时公司新疆若羌基地也预计年中投产，投产后新疆总产能逾14万吨，届时公司总产能预计将从2022年底的51万吨增长到80万吨。

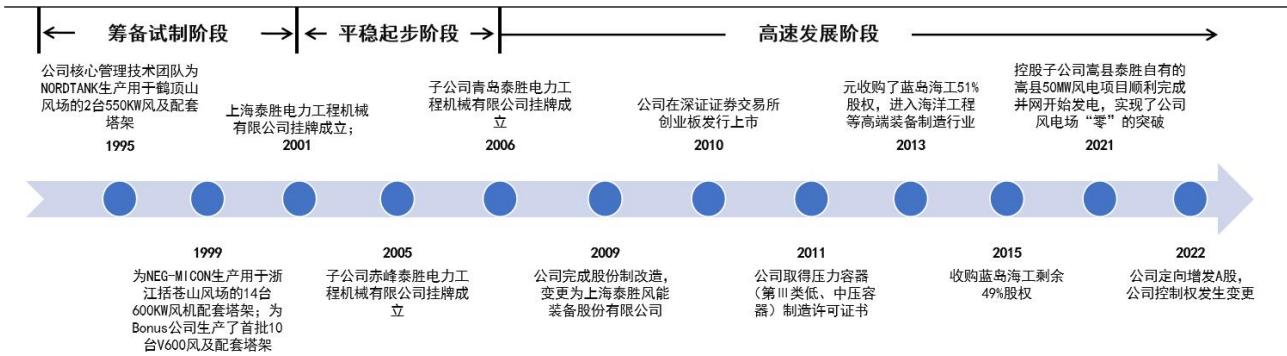
国信电新观点: 1) 公司是国际风电塔筒和管桩的领先企业，2022年公司变更为国有控股企业。公司技术实力雄厚，参与多项行业国家标准的制订。2) 公司出口业务历史悠久，与海外主流整机企业保持长期稳健合作关系，2022年出口交付迎来放量；扬州基地投产后预计新增25万吨产能，随着2024年海外风电装机需求的复苏，公司有望充分受益。3) 公司目前拥有泰胜蓝岛20万吨海上风电产能，规划在广东地区新增海上风电产能基地，产能具有较大扩张空间。2022年上半年公司发电业务形成收入突破，积极布局风电资源。4) 我们预计公司22-25年实现营业收入分别为33.29/52.43/67.06/88.76亿元，同比增长-13.6%/+57.5%/+27.9%/+32.4%；实现归母净利润分别为2.68/4.69/6.68/9.20亿元（对应22-25年PE分别为32/19/13/10x），同比增长3.8%/74.6%/42.6%/37.7%，综合多角度估值我们认为公司股票合理价值在10.26-11.45元之间，相对于当前股价有10%-23%溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

评论:

◆ 成立二十余载，已成为国际风电塔筒行业领先企业

上海泰胜风能装备股份有限公司成立于2001年4月，2010年10月在深圳证券交易所创业板发行上市。泰胜风能总部位于上海金山区，是中国最早专业从事风机塔架制造的公司之一，也是国内外知名的风力发电机电配套塔架专业制造商，公司主营风力发电设备、钢结构等。公司成立以来产业链不断扩大，2013年通过收购蓝岛海工，公司进入海洋工程等高端装备制造行业。2021年公司积极开展新能源发电业务，其中控股子公司嵩县泰胜实现风电场“零”的突破。

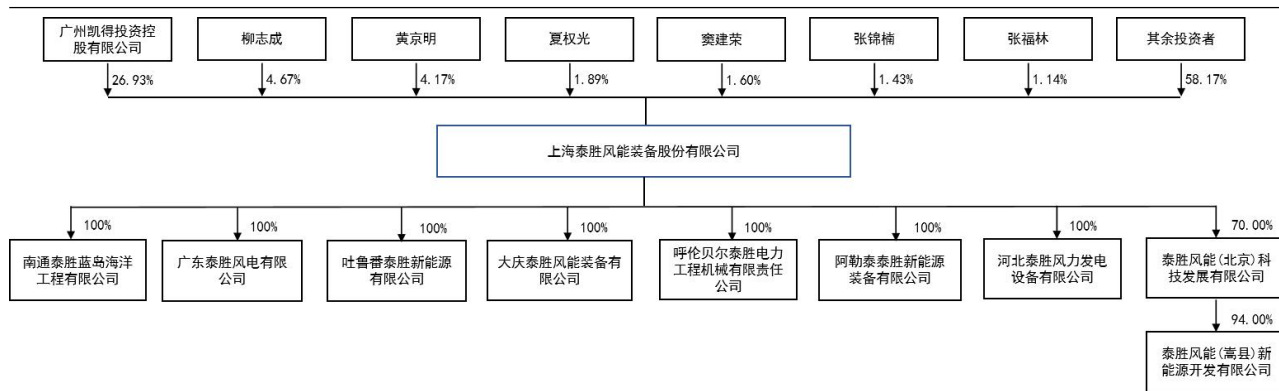
图1: 公司历史沿革



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

2022 年 6 月，公司定向增发 A 股，公司实际控制人由以柳志成、黄京明、夏权光、张锦楠、张福林组成的一致行动人团队（该一致行动关系于 2022 年 7 月 20 日解除）变更为广州经济技术开发区管理委员会，公司性质有民营企业变更为国有控股企业。目前公司注册资本 9.35 亿元，控股股东为广州凯得投资控股有限公司。截至 2022 年三季报，广州凯得投资控股有限公司持有 26.93% 股权。公司及主要子公司分布于江苏南通、广东湛江、内蒙呼伦贝尔、新疆哈密等地，从事工业制造、风力发电、光伏发电、太阳能发电技术服务、风电设备销售等相关业务。

图2：公司股权结构（截至 2022 年三季报）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

郭川舟先生现任广开控股副总经理，兼任下属全资企业广州凯得投资控股有限公司董事长、控股企业上海泰胜风能装备股份有限公司董事长。柳志成先生，公司主要创始人，2009 年 6 月至 2017 年 8 月任公司董事长，2017 年 8 月至今任公司名誉董事长、首席运营顾问。张福林先生，公司创始人之一，能源管理专业本科学历，高级工程师（标准质量），为 GB/T19072-2010《风力发电机组塔架》国家标准修订的主要起草人之一，曾任上海泰胜电力工程机械有限公司总经理助理、副总经理、董事长。

表1：公司主要高管

姓名	职务	个人简介
郭川舟	董事长	1986 年出生，中共党员，中国国籍，无境外长期居留权，硕士研究生，2019 年加入广开控股，现任广开控股副总经理，兼任下属全资企业广州凯得投资控股有限公司董事长、控股企业上海泰胜风能装备股份有限公司董事长。曾任广州开发区投资促进局招商一处处长，广州开发区发展改革和金融工作局（统计局）招商处处长等职。
柳志成	名誉董事长	1953 年出生，中国国籍，无境外长期居留权，公司主要创始人，高中学历，机械工程师。曾任上海泰胜电力工程机械有限公司执行董事兼总经理，2009 年 6 月至 2017 年 8 月任公司董事长。2017 年 8 月至今任公司名誉董事长、首席运营顾问。
张福林	副董事长	1965 年出生，中国国籍，无境外长期居留权，公司创始人之一，能源管理专业本科学历，高级工程师（标准质量），为 GB/T19072-2010《风力发电机组塔架》国家标准修订的主要起草人之一。曾任上海泰胜电力工程机械有限公司总经理助理、副总经理、董事长。2022 年 6 月被选举为副董事长；不再担任董事长职务。
邹涛	总经理	1977 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，北京理工大学经济法专业本科学历。拥有深圳证券交易所董事会秘书任职资格、独立董事任职资格，2017 年当选新财富第十三届金牌董秘。曾担任湖南旺德府投资（集团）有限公司董事会秘书，公司董事、财务总监、董事会秘书。现任公司总经理。
赵建民	副总经理	1962 年出生，中国国籍，无境外长期居留权，工学硕士学位。曾任公司市场营销总监，GE 能源集团（中国）有限公司销售总监，科劳赛技术有限公司项目经理，三河麦卡力电池公司工厂厂长，东方电化有限公司总工程师，北京有色金属研究总院工程师等职位。2018 年 5 月至今任公司副总经理，负责国际业务及市场开发。
郭文辉	副总经理	1968 年出生，中国国籍，无境外长期居留权，大连交通大学焊接工艺及设备专业本科学历，教授级高级工程师、注册国际焊接工程师、国际焊接检验师。GB/T19072-2022《风力发电机组塔架》国家标准修订起草负责人，近年来在中国科技核心期刊发表的风力发电机组塔架专业论文 8 篇，拥有专利 21 项。现任公司副总经理、技术质量总监、研发中心主任，同时兼任全国风力机械标准化技术委员会委员、重庆大学兼职硕士研究生指导教师。
林俊	副总经理	1977 年出生，中国国籍，无境外长期居留权，毕业于瑞安市技工学校电工电子专业，中专学历。曾任上海泰胜风能装备股份有限公司采购部部长，赤峰顺风电力机械有限公司常务副总经理，瑞安市东威新型包装材料有限公司销售部经理，瑞安市现代不锈钢有限公司业务经理。现任公司董事、副总经理、采购总监。
黎伟涛	副总经理	1986 年出生，中国国籍，无境外长期居留权，硕士研究生学历，中国注册会计师非执业会员，拥有法律职业资格证书，上市公司独立董事资格证书，经济师、会计师，具备证券从业资格、基金从业资格。2021 年 5 月至今任广州凯阳新能源私募基金管理有限公司总经理。
陈杰	副总经理；董事会秘书	1986 年出生，中国国籍，无境外长期居留权，毕业于中国青年政治学院法律系，法学学士学位，拥有深圳证券交易所董事会秘书任职资格。曾任上海泰胜电力工程机械有限公司董事会办公室秘书，公司证券事务代表。2018 年 5 月至今任公司副总经理、董事会秘书；目前兼任上市公司上海艾录包装股份有限公司独立董事。
朱华	财务总监	1977 年 12 月出生，中国国籍，无境外长期居留权，硕士研究生学历，中国注册会计师非执业会员，注册税务师、高级会计师、全国高端会计人才、广东省会计领军人才。2022 年 5 月至 2022 年 6 月任广州凯得投资控股有限公司副总经理。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 海上风电迎来全球景气共振，陆上风电呈现强劲韧性

据不完全统计，2022 年全国风电公开招标容量达 92.3GW，其中陆风招标 76.4GW，海风招标 15.9GW。考虑到部分陆上风电项目采用非公开招标形式，2022 年全年风电招标容量预计超过 100GW。2022 年全国风电招标容量刷新历史纪录，为 2023 年装机放量奠定坚实基础。我们预计，2023 年全国陆上和海上风电新增装机容量分别为 70GW 和 13GW，同比增速分别为 89%和 160%，迎来集中放量。

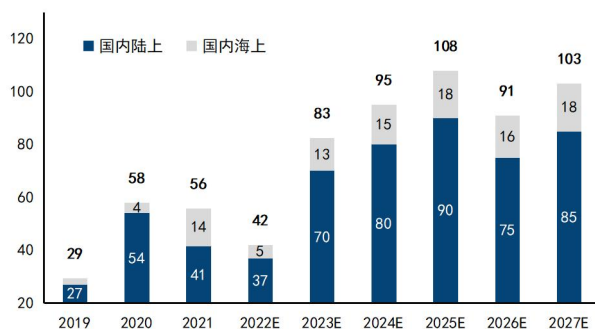
图3：全国历年风电机组公开招标容量（单位：GW）



资料来源：历史数据来自金风科技、采招网，国信证券经济研究所整理 注：国家电投 10.5GW 框采、中国电建 16GW 框采未纳入统计；截至 2023.2.17

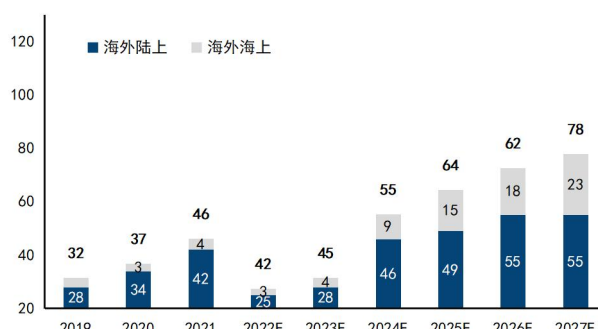
2021 年随着“双碳”目标的确立、两批“风光大基地”的逐步实施，我国风电发展全面进入平价高速发展时代。受抢装后新项目前期手续耗时较长、多点散发疫情、大兆瓦风机定型等因素影响，2022 年全国陆上和海上风电新增装机容量预计分别为 37GW 和 5GW。根据产业链信息，我们预计 2023-2025 年全国陆上风电新增装机容量分别为 70GW/80GW/90GW；此外，面向老旧机组改造和分散式风电市场的针对性文件有望在今年出台，陆上风电远期新增装机容量有望进一步上修。海上风电方面，仅各地发布的省级海上风电规划，我们预计 2023-2025 年全国新增装机容量分别为 13/15/18GW。2022-2025 年全国陆风/海风新增装机 CAGR 分别为 34%和 53%，风电迎来海陆景气共振周期。

图4：中国风电新增装机容量预测（单位：GW）



资料来源：历史数据来自 CWEA，国信证券经济研究所整理与预测

图5：海外风电新增装机容量预测（单位：GW）



资料来源：历史数据来自 CWEA，国信证券经济研究所整理与预测

根据各省已发布的海上风电相关规划，“十四五”期间启动前期工作但不在当期建成并网的装机容量约 100GW，考虑到后续针对“十五五”装机的增量规划的出台，我们预计“十五五”期间全国海风新增装机容量大概率将超过 100GW，年均新增装机容量 20GW，较“十四五”年均水平增长 54%，海上风电开启景气十年。此外，国家部委多次表示将鼓励海上风电向深远海发展，我们预计 2023-2024 年全国各省面向 2035 年的深远海海上风电规划有望陆续出台。

受全球疫情和供应链涨价等因素影响，我们预计 2022-2023 年海外陆风新增装机分别为 25GW 和 28GW，2024

年开始海外陆风装机有望恢复到年均 40GW 左右的水平。根据全球风能理事会预测，2025 年开始海外海上风电新增装机容量将进入快速增长期，增量装机贡献主要来自欧洲和北美市场，2021-2026 年海外海风新增装机 CAGR 达到 33.1%，2026-2031 年新增装机 CAGR 达到 19.5%，2024 年开始海外海上风电装机将开启高速增长。

表2：全国各省海上风电“十四五”规划一览（单位：GW）（截至 2023.2）

省份	十四五	2021 年	2022-2025 年	十四五期间启动容量 (含十四五建成量)	具体规划
广东	17.0	4.0	13.0	28.0	广东省印发《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》，到 2021 年底累计建成投产装机容量达到 400 万千瓦，2025 年底力争达到 1,800 万千瓦，在全国率先实现平价并网。
江苏	12.7	4.4	8.3	11.7	《江苏省“十四五”可再生能源发展专项规划》指出，到 2025 年江苏省新增海上风电约 800 万千瓦；《江苏省 2021 年度海上风电项目竞争性配置工作细则》释放 2.65GW“十三五”遗留开发资源；《江苏省“十四五”海上风电规划环境影响评价第二次公示》规划容量 9.09GW。
浙江	7.0	2.0	5	5	《浙江省能源发展十四五规划》指出，到 2025 年全省海上风电装机容量达到 500 万千瓦以上。《关于促进浙江省新能源高质量发展的实施意见（修改稿）》提出，2022-2025 年通过竞争性配置确定需要扶持的项目，年度装机总容量分别不超过 50 万千瓦、100 万千瓦、150 万千瓦、100 万千瓦。
福建	8.0	2.0	6.0	>50.0	根据《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。
山东	8.0	0.6	7.4	35.0	《能源保障网建设行动计划》中指出，2022 年，海上风电开工 500 万千瓦，建成 200 万千瓦左右。到 2025 年，开工 1200 万千瓦，建成 800 万千瓦；到 2030 年，建成 3500 万千瓦。
辽宁	4.0	1.0	3.0	3.0	根据《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 4050 兆瓦。
广西	3.0	0	3.0	22.5	第六届全国海上风电大会上获悉，广西“十四五”规划海上风电场址 25 个，总装机容量 2250 万千瓦，力争核准海上风电 800 万千瓦以上，投产 300 万千瓦。广西海上风电规划于 2021 年 11 月 1 日正式获得国家能源局批复。
海南	5.0	0	5	12.3	《海南省海洋经济发展“十四五”规划（2021-2025 年）》指出，在东方西部、文昌东北部、乐东西部、儋州西北部、临高西北部 50 米以浅海域优选 5 处海上风电开发示范项目场址，总装机容量 300 万千瓦，2025 年实现投产规模约 120 万千瓦。根据《海南省海上风电项目招商（竞争性配置）方案》，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 1230 万千瓦。
上海	2.0	0.4	1.6	2.0	上海市发布关于印发《上海市能源发展“十四五”规划》，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 180 万千瓦。
合计	66.7	14.4	52.3	169.6	

资料来源：各地发改委、能源局，国信证券经济研究所整理

随着海上风电开发水深的不断提高，漂浮式海上风电成为远期海上风电发展的主力方向。根据全球风能理事会预测，2025 年全球漂浮式海上风电新增装机有望突破 1GW，2026-2031 年全球新增装机 CAGR 高达 53%，未来欧洲、美国、中国、韩国将成为漂浮式海上风电发展的重要区域。2022 年，由中国电建投资建设的我国首个商业化漂浮式海上风电项目在海南万宁开工，2023 年包括葡萄牙、丹麦等国陆续启动漂浮式海上风电规划，漂浮式海风发展迎来拐点。

表3：全球漂浮式风电新增装机容量预测（单位：MW）

年份	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
英国	48		4	9	103	296	500	500	700	1000	1500
意大利			10	6	250				350	500	500
西班牙		2	17	11	95	350	300	300	300	300	500
爱尔兰							100	288	300	600	750
挪威	4	88						250	250	500	500
法国						270				500	750
希腊			35	84					500	500	500
葡萄牙								300		500	500
瑞典											500
韩国			17	200	500		400	700	800	1000	1000
日本									500	500	800
中国	6	6	7	10		100	100		700		1100
美国			11	10	100	150		500	500	1000	1000
其他											
全球	57	96	101	330	1048	1166	1400	2838	4900	6900	9900

资料来源：GWEC，国信证券经济研究所整理

◆ 公司技术实力雄厚，在手订单充足

公司主营陆上与海上风电装备、海洋工程装备制造、销售等业务。**风电设备方面**，主要产品为自主品牌的风电塔架、导管架、管桩、升压站平台等。产品包括 8MW 风机塔架、日本浮体式海上风机塔架、大型分片式塔架、175 米斜拉塔、10MW 海上风电导管架、2300 吨级大单桩、高端升压站平台等行业领先产品。海洋工程设备方面，主要产品为海洋工程平台相关辅件、零件以及用于海洋工程各类钢结构件，涵盖海洋工程的各个方面。

2018-2022H1 年公司营业收入分别为 14.73/22.19/36.04/38.52/12.78 亿元，同比增速分别为 -7.39%/50.70%/62.41%/6.90%/-8.32%。公司营业收入最大来源为陆上风电装备，2018-2022H1 年分别占营收比重为 75.42%/76.09%/72.98%/48.78%/89.62%；其次是海上风电装备，2018-2022H1 年分别占营收比重为 17.79%/22.34%/25.74%/48.84%/7.61%。陆上和海上风电装备收入占比的波动主要受到风电行业抢装节奏的影响。

2018-2022H1 年公司主营业务毛利润分别为 2.32/4.56/7.43/5.67/1.92 亿元，其中陆上风电装备是毛利润的主要来源。2018-2022H1 年公司综合毛利率分别为 16.04%/20.81%/20.87%/15.08%/15.26%。受区域市场环境、地区疫情和原材料价格等影响，主要产品毛利润和毛利率存在一定程度波动。

图6：公司风电塔架产品



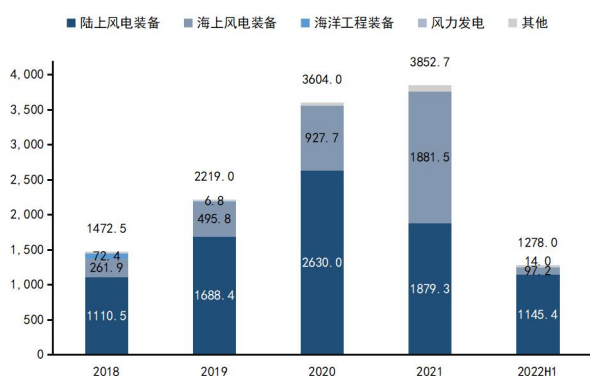
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图7：公司海洋工程装备产品



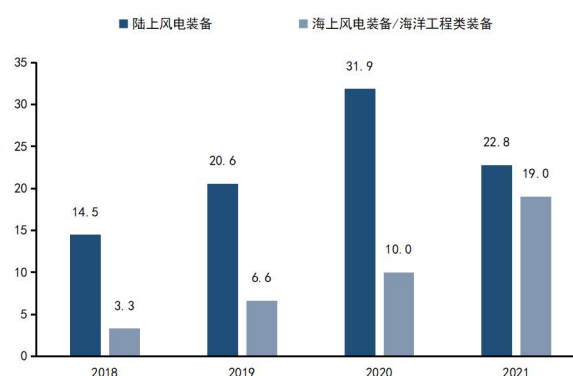
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图8：公司营业收入结构（单位：百万元）



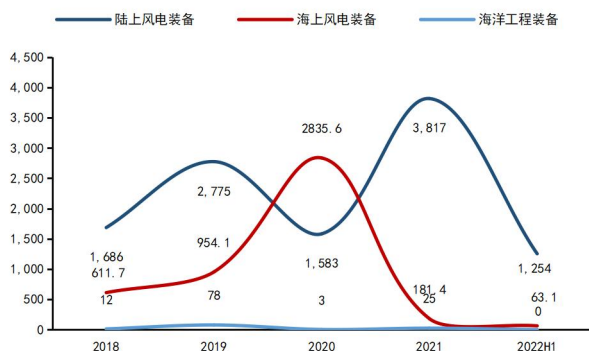
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司分产品销售量（单位：万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10: 公司分产品新增订单（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

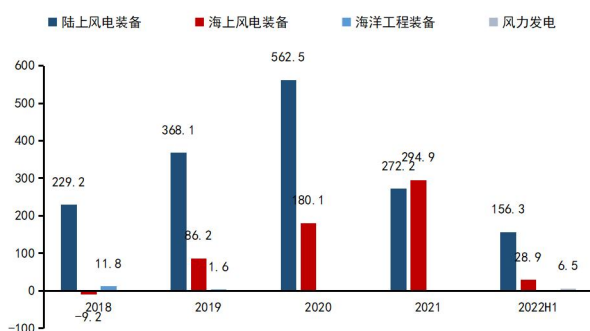
图11: 公司分产品在执行及待执行订单（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

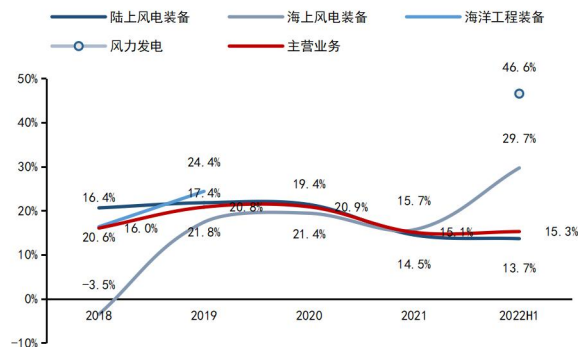
2018年-2022H1年公司新增和在手订单存在较大波动。由于陆风和海风抢装分别发生在2020年和2021年，因此公司陆风和海风新增订单高峰分别出现在2019年和2020年。2021年受海外客户需求带动，公司陆风新增订单达到38.17亿元；2021国内海上风电市场进入抢装后的调整期，公司新增订单同比大幅下降，2022年上半年出现明显复苏。我们预计，随着国内外风电市场随着疫情、供应链等负面影响的逐渐消除，公司新增订单有望快速增长。

图12: 公司分产品毛利润（单位：百万元）



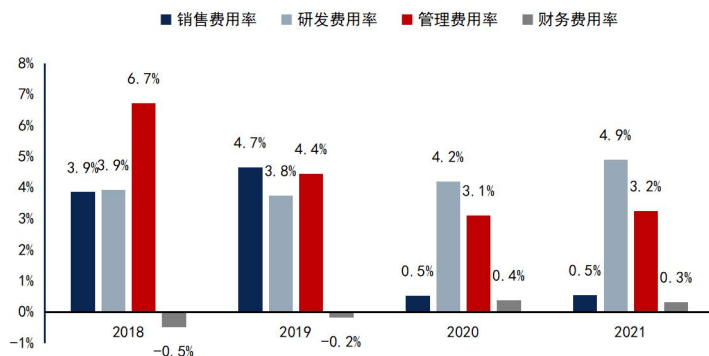
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13: 公司主要产品毛利率情况（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 公司期间费用率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2021 年下半年以来受疫情、大宗涨价等因素影响公司毛利率短期承压，2022 年开始逐季度修复。2022 年前三季度公司销售毛利率分别为 15.0%、17.1%和 20.7%，其中第三季度毛利率同比提高 6.66pct；随着 22 年下半年以来大宗原材料价格的明显回调、下游建设开工节奏加速和公司出口占比的提升，公司毛利率水平迎来复苏。常年以来公司期间费用率保持稳定，整体随着收入的扩大呈现下降趋势。

◆ 2022 年出口表现亮眼，扬州产能助推“两海”布局

2018-2021 年公司以内销收入占比较高，但公司对海外市场十分重视，在加强对原有重点客户资源维护的同时，大力开发澳洲、南美、东南亚区域市场，与维斯塔斯、西门子歌美飒、通用电气、恩德等海外风电整机龙头企业建立了长期合作关系。2021 年受国内风电补贴退坡影响，公司新增国内订单同比大幅下降，得益于公司海外客户长期稳健的合作关系和优异的产品质量，公司 2021 年海外新增订单同比大幅增长，2022 年上半年外销收入反超内销收入，达到 7.87 亿元，占比 62%。

2015 年，公司子公司蓝岛海工参与日立福岛漂浮式 5MW 风塔样机的制作。日立福岛项目共 478 吨，蓝岛海工主要负责主材的保税清关、辅材采购、整体加工制作（含防腐施工）、包装及装船。2019 公司与日本 JSW、Vestas Australian Wind Technology Pty. Ltd 签定了针对未来数年内业务的框架性协议。随着全球海上风电开发逐渐走向“深蓝”，我们预计公司在漂浮式风电领域具有先发优势。

2021 年以来公司筹建全资子公司扬州泰胜风能装备有限公司。扬州基地产能主要生产 3MW 及以上的陆上风电塔架和 5MW 及以上的海上风电塔筒，设计产能合计 25 万吨，专门为制造大直径、大规格的高端塔筒而打造，最大可以生产直径 8 米、长度 50 米、重量 260 吨的单段塔筒，属于世界先进的现代化塔筒制造基地。此外，扬州基地位于扬州港码头腹地，毗邻长江，极短的陆运距离可以有效节约运输成本。2023 年 2 月下旬已经完成桩基施工，正在进行主体结构的建造，公司预计有望于今年 8 月投产。扬州基地将进一步加强公司风电塔筒出口能力。此外，公司规划在广东地区新增海上风电基地，加强国内海上风电市场优势地位。

图 15：公司扬州基地所在位置



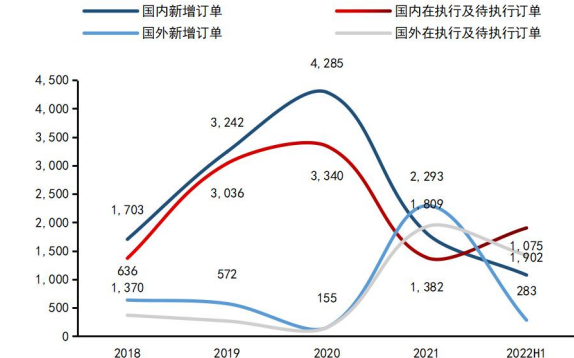
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 16: 公司分地区营业收入 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 2018-2019、2022H1 公司未给出陆风、海风的内销和外销拆分

图 17: 公司分地区订单情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 风电场运营实现零的突破, 积极布局开发资源

2021 年下半年, 公司嵩县 50MW 风电项目顺利完成并网, 实现了公司自营风电场“零”的突破, 2022 年上半年已经形成收入。此外, 公司在多地继续积极开展新能源发电项目的前期工作。2022 年上半年, 公司设立全资子公司钦州泰胜新能源开发有限公司, 着力寻求广西钦州地区风电资源, 后续有望持续增加发电装机容量。

◆ 新疆区域风电开发迎来复苏, 公司深耕多年有望充分受益

“十三五”期间受限于新疆地区弃风限电严重, 当地风电新增装机持续低迷, 2021 年以来新疆弃风情况得到大幅缓解, 风电建设得以重启。公司布局新疆市场长达十年以上, 目前在新疆已有哈密、木垒、吉木乃 3 个生产基地, 合计产能达到 10 万吨, 此外公司在建若羌产能基地预计今年年中投产, 投产后新疆地区总产能将达到 14 万吨以上。除满足本地需求外, 新疆产能远期有望辐射中亚地区风电市场。

◆ 盈利预测

假设前提：

➤ 陆上风电装备

主要产品为陆上风电塔筒。出口方面，今年扬州产能的投产叠加 2024 年开始海外陆上风电装机需求显著复苏，我们预计陆上风电塔筒出口业务将保持较高增速，2022-2025 年出货量分别为 18/15/20/25 万吨。内销方面，受新疆需求的带动，我们预计 2022-2025 年出货量分别为 14/26/30/33 万吨。2022-2025 年公司陆上风电出货量合计分别为 32/41/50/58 万吨。预计 2022-2025 年营业收入分别为 26.6/32.8/40.3/46.4 亿元，毛利率分别为 16.3%/15.0%/15.5%/15.0%。

➤ 海上风电装备

主要产品为海上风电塔筒、导管架、单桩、升压站平台等。公司目前已有泰胜蓝岛 20 万吨产能，此外正在广东地区规划新增海上风电产能基地。公司海上风电装备目前全部为内销，暂不考虑出口。我们预计 2022-2025 年公司海风装备出货量分别为 6/20/28/45 万吨，2022-2025 年贡献营业收入分别为 5.7/18.5/25.5/40.7 亿元，毛利率分别为 20.0%/17.8%/17.6%/17.1%。

➤ 电站运营业务

2021 年底公司控股的高县 50MW 分散式风电场实现并网，实现公司电站运营业务零的突破。考虑到公司已在广西钦州成立新能源开发公司并在全国多个区域积极布局，预计后续电站装机容量将持续扩张。我们预计 2022-2025 年公司年底权益风电场装机容量分别为 33/60/100/150MW，贡献营业收入分别为 0.2/0.3/0.5/0.8 亿元，毛利率分别为 65.0%/65.0%/65.0%/65.0%。

综上所述，我们预计 2022-2025 年公司实现营业收入分别为 33.29/52.43/67.06/88.76 亿元，同比 -13.6%/+57.5%/+27.9%/+32.4%，毛利率分别为 18.4%/17.1%/17.3%/16.9%。我们预计公司费用率将随着收入的扩张有所下降，2022-2025 年公司销售费用率分别为 0.5%/0.5%/0.4%/0.4%，研发费用率分别为 4.4%/3.0%/2.2%/1.8%，管理费用率分别为 3.5%/2.8%/2.6%/2.2%。

未来 3 年业绩预测

表 4：未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,853	3,329	5,243	6,706	8,876
营业成本	3,225	2,716	4,348	5,546	7,376
销售费用	21	17	26	27	31
管理费用	125	131	161	189	195
研发费用	188	146	157	148	160
财务费用	12	(28)	1	20	27
营业利润	289	304	531	757	1043
利润总额	288	304	531	757	1043
归属于母公司净利润	259	268	469	668	920
EPS	0.36	0.29	0.50	0.71	0.98
ROE	9%	9%	14%	17%	19%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2022-2025 年实现营业收入分别为 33.29/52.43/67.06/88.76 亿元，同比增速分别为 -13.6%/+57.5%/+27.9%/+32.4%；归属母公司净利润分别为 2.68/4.69/6.68/9.20 亿元，同比增速分别为 3.8%/74.6%/42.6%/37.7%，2022-2025 年每股收益分别为 0.29/0.50/0.71/0.98 元。

◆ 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：10.26-11.45 元

公司是国内风电塔筒领先企业，成立二十余载，技术实力雄厚。公司出口历史业绩丰富，与维斯塔斯、西门子歌美飒、恩德等海外整机龙头企业建立了长期稳健的合作关系。2015 年公司为日本的漂浮式样机提供了塔筒产品，此外在国内海上升压站平台等复杂钢结构产品领域具有较高的市场口碑和份额。陆上风电方面，公司布局新疆市场多年，随着新疆风电市场的复苏公司有望充分受益，此外新疆产能有望辐射中亚地区需求。公司扬州 25 万吨产能将在今年 8 月投产，主要面向出口市场，随着 2024 年海外风电的复苏，公司出口销量有望显著增长。海上风电方面，公司正在广东地区规划新的产能基地，建成后将大幅提高公司在华南地区的覆盖能力。此外，公司积极布局风电场开发业务，目前已控股 50MW 分散式风电场，未来也有望在广西钦州获取新的开发资源。

表5：公司盈利预测假设条件（%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	50.70%	62.41%	6.90%	-13.60%	57.52%	27.89%	32.36%
营业成本/营业收入	78.69%	78.52%	83.7%	81.59%	82.92%	82.71%	83.10%
销售费用/营业收入	4.7%	0.5%	0.5%	0.50%	0.50%	0.40%	0.35%
管理费用/销售收入	4.45%	3.11%	3.24%	3.50%	2.80%	2.60%	2.20%
研发费用/销售收入	3.8%	4.2%	4.9%	4.40%	3.00%	2.20%	1.80%
营业税及附加/营业收入	0.69%	0.50%	0.41%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税税率	15.48%	17.08%	11.85%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
股利分配比率	47%	21%	20%	20.00%	20.00%	20.00%	30.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表6：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.15	T	15.00%
无风险利率	2.80%	Ka	9.47%
股票风险溢价	5.80%	有杠杆 Beta	1.18
公司股价（元）	9.3	Ke	9.63%
发行在外股数（百万）	935	E/(D+E)	90.00%
股票市值（E，百万元）	8695	D/(D+E)	10.00%
债务总额（D，百万元）	244	WACC	9.10%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	1.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上假设采用 FCFE 估值方法，得到公司的绝对估值区间为 10.26-11.45 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于权益资本成本 K_e 和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，得出公司绝对估值的股价区间在 10.26-11.45 元。

表7：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		Ke 变化				
		9.2%	9.4%	9.6%	9.8%	10.0%
永续 增长 率变 化	2.1%	12.41	11.94	11.50	11.09	10.70
	1.9%	12.13	11.69	11.27	10.87	10.49
	1.7%	11.87	11.45	11.04	10.66	10.29
	1.5%	11.63	11.22	10.83	10.45	10.10
	1.3%	11.39	11.00	10.62	10.26	9.92
	1.1%	11.17	10.79	10.43	10.08	9.75
	0.9%	10.96	10.59	10.24	9.91	9.59

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：10.00-11.00 元

可比公司的选择：公司是国内风电塔筒龙头企业，主要业务包括陆上风电塔筒和海上风电塔筒、管桩、升压站平台的生产制造销售，同时布局风电场开发业务。天顺风能、大金重工、海力风电与公司业务具有较高的重叠度，因此作为可比公司。

通过对比可以看出可比公司 2023 年平均估值为 17.7 倍，考虑到公司扬州产能投产后远期出口放量的弹性、公司在新疆地区的区位优势、远期出口中亚的可能性，我们认为 23 年公司合理估值区间为 20-22 倍 PE，得出公司合理相对估值股价区间为 10.00-11.00 元。

表8：同类公司估值比较（2023 年 3 月 3 日收盘价）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
002531	天顺风能	-	14.94	269	0.38	0.98	39.8	15.3
002487	大金重工	-	38.03	243	0.91	2.31	41.9	16.4
301155	海力风电	-	85.47	186	1.45	4.02	58.9	21.3
均值					0.91	2.44	46.9	17.7
300129	泰胜风能	买入	9.30	87	0.29	0.50	32.4	18.6

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测 注：天顺风能、大金重工、海力风电采用 wind 一致预测数据

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理价值在 10.26-11.45 元之间，对应 23 年动态 PE 区间为 21-23 倍，相对于公司目前股价有 10%-23%溢价空间。我们认为，公司是国内风电塔筒龙头企业，技术实力雄厚，扬州和新疆产能助力公司陆上风电塔筒出口与内销双重放量，广东区域有望落子海上风电产能基地，电站运营业务迎来拐点。我们预计公司 22-25 年实现营业收入分别为 33.29/52.43/67.06/88.76 亿元，同比增长-13.6%/+57.5%/+27.9%/+32.4%；实现归母净利润分别为 2.68/4.69/6.68/9.20 亿元，同比增长 3.8%/74.6%/42.6%/37.7%，首次覆盖给予“买入”评级。

◆ 风险提示

估值的风险

我们采用了绝对估值和相对估值方法，多角度综合分析得出公司的合理估值在 10.26-11.45 元之间，但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、股权资金成本 K_e 的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选择，其中都加入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体如下：

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、股权资金成本 K_e 对公司的估值影响较大，我们在计算 K_e 时采用的无风险利率 2.80%、股票风险溢价 5.80% 的取值都有可能偏低，导致 K_e 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%，公司产品的下游行业主要包括电力系统、海上风电等，目前成长性良好，下游需求景气度较高，但是远期面临行业增长减慢甚至下滑的可能性，那么公司持续成长实际偏低或者负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们主要关注公司 23 年估值，选取可比公司 23 年平均 PE 作为参考，最终判断公司 22 年合理的 PE 在 20-22 倍之间。上述估值方法存在以下风险：选取的可比公司，各公司对应下游应用存在差异，市场竞争要素和格局存在区别，行业整体估值水平偏高。

盈利预测的风险

价格/毛利率下降：市场竞争加剧、同行业公司扩产等原因可能造成公司主要产品价格和毛利率下降。

产能建设进度不达预期：公司新疆、扬州产能目前尚处于建设状态，若建设进度不达预期则出货量可能低于预期。

海上风电产能规划建设进度不达预期：公司正在广东地区规划布局，尚存在一定的不确定性，若产能无法最终落地则海上风电产品出货量可能低于预期。

出口业务盈利水平低于预期：海外市场受到战争、政治、法律、劳工、供应链等多重因素影响，存在较大的不确定性，若海外市场出现较大波动，则公司出口业务盈利水平可能低于预期。

其他风险

国内若出现疫情反复有可能影响公司正常生产与交付，使得公司销售收入和利润不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	640	674	600	600	600	营业收入	3604	3853	3329	5243	6706
应收款项	1364	1988	1094	1724	2205	营业成本	2830	3225	2716	4348	5546
存货净额	1012	1510	1277	2011	2572	营业税金及附加	18	16	17	26	34
其他流动资产	441	217	272	435	444	销售费用	19	21	17	26	27
流动资产合计	3785	4566	3355	4899	5961	管理费用	112	125	131	161	189
固定资产	689	766	725	781	834	研发费用	151	188	146	157	148
无形资产及其他	223	218	223	229	234	财务费用	14	12	(28)	1	20
投资性房地产	156	256	166	262	335	投资收益	14	1	10	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(61)	(9)	(10)	(7)	0
资产总计	4853	5806	4470	6170	7364	其他收入	79	42	(15)	22	15
短期借款及交易性金融负债	0	40	244	946	1113	营业利润	430	289	304	531	757
应付款项	1386	2410	437	705	902	营业外净收支	(0)	(2)	0	0	0
其他流动负债	212	112	140	223	284	利润总额	429	288	304	531	757
流动负债合计	2201	2855	1087	2294	2835	所得税费用	73	34	36	64	91
长期借款及应付债券	0	0	0	80	160	少数股东损益	7	(5)	(1)	(1)	(2)
其他长期负债	38	173	173	173	173	归属于母公司净利润	349	259	268	469	668
长期负债合计	38	173	173	253	333	现金流量表（百万元）					
负债合计	2239	3028	1260	2547	3168	净利润	349	259	268	469	668
少数股东权益	25	20	19	18	16	资产减值准备	(21)	(22)	10	(7)	0
股东权益	2589	2758	3191	3605	4180	折旧摊销	78	76	56	58	62
负债和股东权益总计	4853	5806	4470	6170	7364	公允价值变动损失	0	0	60	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	14	12	(28)	1	20
2020	2021	2022E	2023E	2024E		营运资本变动	(418)	(254)	(895)	(1039)	(688)
每股收益	0.91	0.36	0.29	0.50	0.71	其它	(60)	(72)	(108)	7	18
每股红利	0.19	0.07	0.06	0.10	0.14	经营活动现金流	(73)	(13)	(609)	(512)	60
每股净资产	6.82	3.86	3.43	3.88	4.49	资本开支	(23)	(90)	(20)	(120)	(120)
ROIC	19%	10%	9%	12%	14%	其它投资现金流	169	151	160	(96)	(73)
ROE	14%	9%	9%	14%	17%	投资活动现金流	146	61	140	(216)	(193)
毛利率	21%	16%	18%	17%	17%	权益性融资	(4)	(17)	216	0	0
EBIT Margin	13%	7%	10%	10%	12%	负债净变化	25	47	203	783	247
EBITDA Margin	15%	9%	11%	11%	13%	支付股利、利息	(72)	(72)	(52)	(54)	(94)
收入增长	62%	7%	-14%	58%	28%	其它融资现金流	(14)	(12)	28	(1)	(20)
净利润增长率	127%	-26%	4%	75%	43%	融资活动现金流	(65)	(54)	395	728	133
资产负债率	46%	52%	28%	41%	43%	现金净变动	9	(7)	(74)	0	0
股息率	2.0%	2.0%	0.8%	0.6%	1.1%	货币资金的期初余额	592	640	674	600	600
P/E	10.22	25.87	32.41	18.56	13.02	货币资金的期末余额	640	674	600	600	600
P/B	1.36	2.41	2.71	2.40	2.07	企业自由现金流	28	(24)	(580)	(626)	(62)
EV/EBITDA	10.54	27.55	26.72	18.82	14.14	权益自由现金流	42	12	(353)	156	167

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032