



2023年11月13日

泰胜风能 (300129.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

受益于海风发展,陆塔出口龙头持续布

局双海战略

投资逻辑:

公司深度受益于下游需求提升+产能释放。在中性预期下,我们预计 2023-2025 年国内风电装机分别为 61/75/90GW, 装机增速分别为 22%/23%/20%。其中海风装机分别为 6/10/18GW, 装机增速分别为 46%/67%/90%。未来随新疆几个产能基地技改扩产、若羌基地与扬州基地等陆续投产, 预计公司 2024 年总产能将达约 125 万吨。公司为陆塔出口龙头。塔筒环节的原材料成本占比超过 80%, 其中钢板占比达 70%以上。而钢板的国内外价格存在较大差距, 国内成本优势更加突出, 因而具备较好的出口经济性。公司较早便取得了海外客户的认证资质, 1H23 年出口营收占比达 39%。未来随公司继续积极开展海外业务, 同时专攻出口的扬州基地于 2023 年中期投产, 海外业务将进一步拓展。预计 2023-2025 年公司陆塔营收为 42/50/64 亿元, 同增 57%/21%/27%。

公司持续开拓海上市场。公司现有蓝岛基地可用于生产海上风电装备, 合计产能 20 万吨。此外, 公司将继续推动广东地区海上风电制造基地的布局工作, 完善沿海海上风电产业布局。预计 2023-2025 年公司海塔营收为 7/14/24 亿元, 同增 72%/100%/75%。

3Q23 归母净利润同增 78%。前三季度公司实现营收 29.78 亿元, 同增 40.29%; 实现归母净利润 2.36 亿元, 同增 41.82%。其中, 3Q23 实现营收 13.08 亿元, 同增 54.89%; 实现归母净利润 1.18 亿元, 同增 78.06%。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2023-2025 年分别实现净利润 4.0、6.4、9.0 亿元, 对应 EPS 0.43 元、0.68 元、0.97 元。公司当前股价对应三年 PE 分别为 24、15、11 倍。根据市盈率法, 考虑风电长周期成长性, 给予 2024 年整体 20 倍估值, 目标价 13.60 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级

风险提示

国际化经营及管理风险; 原材料价格波动风险; 解禁风险

新能源与电力设备组

分析师: 姚遥 (执业 S1130512080001)

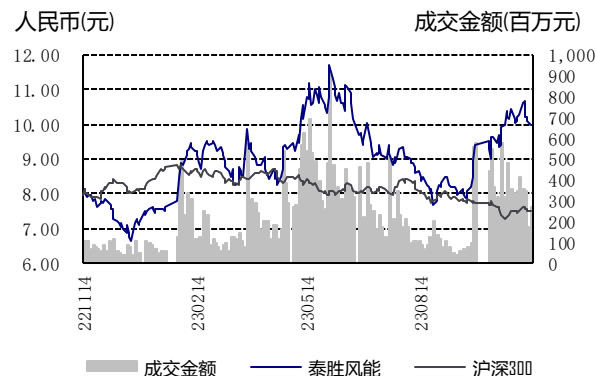
yaoy@gjzq.com.cn

分析师: 胡竞楠 (执业 S1130523090004)

hujingnan@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 9.95 元

目标价 (人民币): 13.60 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,853	3,127	4,990	6,932	9,719
营业收入增长率	6.90%	-18.84%	59.59%	38.92%	40.22%
归母净利润(百万元)	259	275	401	635	904
归母净利润增长率	-25.87%	6.33%	45.88%	58.38%	42.34%
摊薄每股收益(元)	0.359	0.294	0.429	0.679	0.967
每股经营性现金流净额	-0.02	-0.32	0.26	0.20	0.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.37%	6.81%	9.22%	13.12%	16.26%
P/E	25.70	24.39	23.73	14.99	10.53
P/B	2.41	1.66	2.19	1.97	1.71

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、风电行业：周期步入成长，风电装机前景可期.....	4
2、塔筒行业：大型化趋势下塔筒受影响较小，成本优势驱动塔筒出海.....	5
3、公司介绍：立足塔架制造业务，积极延伸产业链.....	8
3.1 资深塔架制造商，扩展风电场运营业务.....	8
3.2 股权结构稳定，国资入股注入新活力.....	9
3.3 公司业务多元协同发展，积极实施产业链延伸.....	9
3.4 持续加大研发投入，盈利能力有望加速修复.....	10
3.5 产品出海扬帆启航，产能规划稳步释放.....	12
4、盈利预测与投资建议.....	14
5、风险提示.....	15

图表目录

图表 1： 全球风电新增装机及预测（GW）	4
图表 2： 国内新增装机情况及预测（GW）	4
图表 3： 风电支撑结构示意图	5
图表 4： 风电塔筒截面图	5
图表 5： 陆风项目成本占比拆分图（2020 年）	5
图表 6： 海风项目成本占比拆分图（2020 年）	5
图表 7： 大型化对陆塔单位用量影响	6
图表 8： 大型化对海塔单位用量影响	6
图表 9： 桩基单位用量随水深和单机规模上升（单位：wt/GW）	7
图表 10： 海内外中厚板价格走势（美元/吨）	7
图表 11： 国内塔筒桩基市场空间测算	8
图表 12： 公司发展历程	8
图表 13： 公司塔筒产品示意图	9
图表 14： 公司升压站产品示意图	9
图表 15： 公司重要直间接控股子公司	9
图表 16： 公司历年业务占比情况	10
图表 17： 嵩县 50MW 风电项目示意图	10
图表 18： 塔筒企业塔筒相关业务营收对比（单位：亿元）	11
图表 19： 塔筒企业塔筒相关业务毛利率对比	11
图表 20： 塔筒企业塔筒相关业务营收增速对比	11



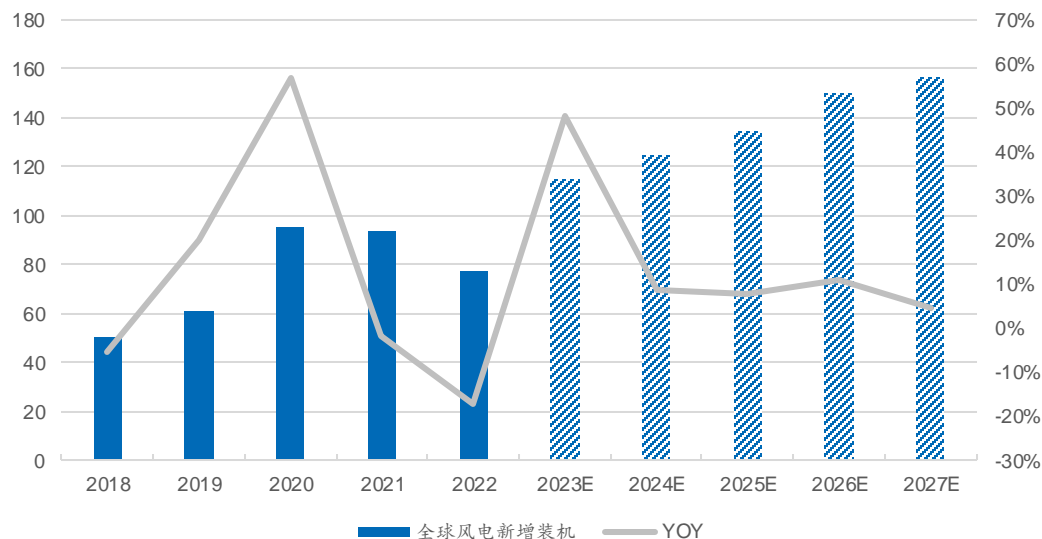
图表 21: 塔筒企业塔筒单吨成本 (单位: 元)	12
图表 22: 塔筒企业塔筒单吨售价 (单位: 元)	12
图表 23: 塔筒企业研发费用率情况	12
图表 24: 塔筒企业出口营收占比	13
图表 25: 公司码头布局情况	13
图表 26: 澳大利亚对我国风塔企业反倾销税率变化情况	13
图表 27: “十四五”大型清洁能源基地布局	14
图表 28: 2021-2024 年公司产能情况 (单位: 万吨)	14
图表 29: 公司业务分拆预测表	15
图表 30: 可比公司估值	15



1、风电行业：周期步入成长，风电装机前景可期

全球风电由周期步入成长。2022 年全球新增风电装机 77.6GW，较去年同期下降 17.1%。据 GWEC 预计，2023-2027 年全球风电总装机为 115/125/135/150/157GW，年复合增速约 15%，其中海风装机为 9/13/14/25GW，2022-2027 年复合增速约 32%。

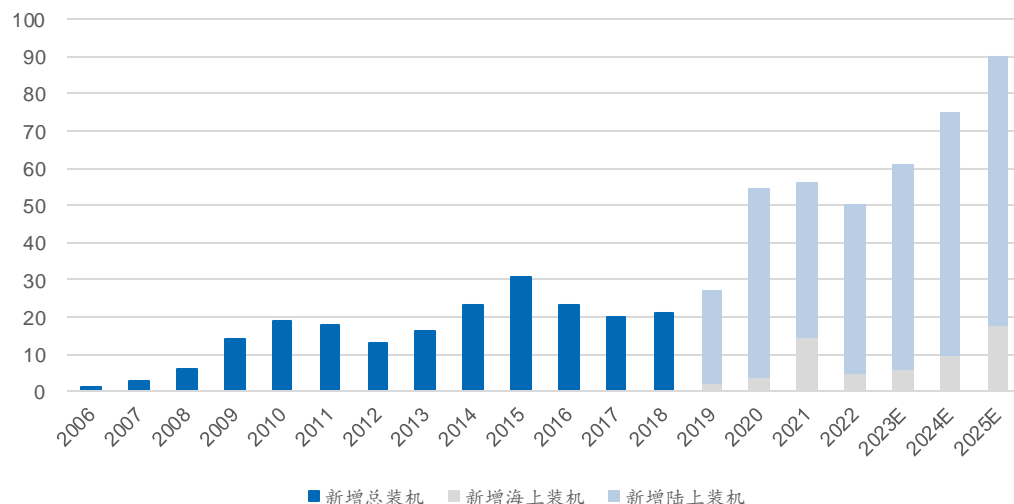
图表1：全球风电新增装机及预测（GW）



来源：GWEC、国金证券研究所

国内风电装机开启“十四五”长周期景气。2010、2015、2020 年为国内风电三次抢装。随着 2021 年陆风进入平价时代，叠加大型化下产业链协同降本，风电装机正式由周期性走向成长性。据我们统计，2022 年风电行业总招标为 95GW 由于上一年招标规模可预示下一年装机水平，又考虑今年风电开工较缓，我们预计今年国内风电装机为 60-70GW。据我们统计，各省“十四五”期间风电总装机规划达 290GW。根据现有招标水平以及“十四五”风电规划，在中性预期下，我们预计 2023-2025 年国内风电装机分别为 61/75/90GW，2023-2025 年装机增速分别为 22%/23%/20%。其中海风装机分别为 6/10/18GW，装机增速分别为 46%/67%/90%。截至目前，据能源局披露，2023 年 1-9 月风电新增装机规模为 33GW，同增 74%。

图表2：国内新增装机情况及预测（GW）



来源：CWEA、GWEC、国金证券研究所

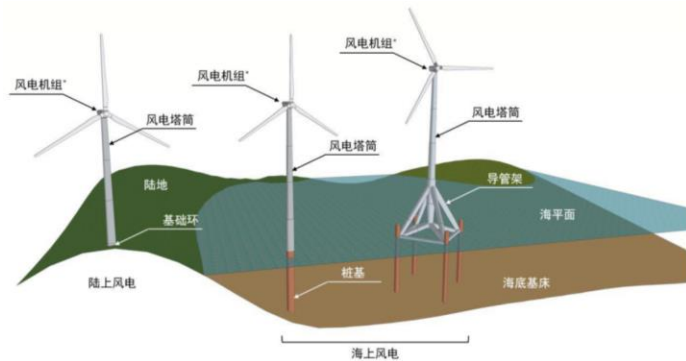


2、塔筒行业：大型化趋势下塔筒受影响较小，成本优势驱动塔筒出海

塔筒在风电设备中起基础支撑作用。作为风电机组和基础环（或桩基、导管架）间的连接构件，塔筒需传递上部数百吨重的风电机组重量，也是实现风电机组维护、输变电等功能所需的重要构件。塔筒是风电设备核心部件之一，根据海力风电招股说明书，塔筒在陆上、海上风电项目建设成本中的占比分别为 12%、8%。

图表3：风电支撑结构示意图

图表4：风电塔筒截面图

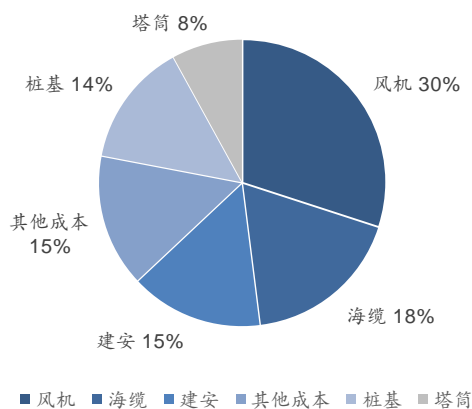
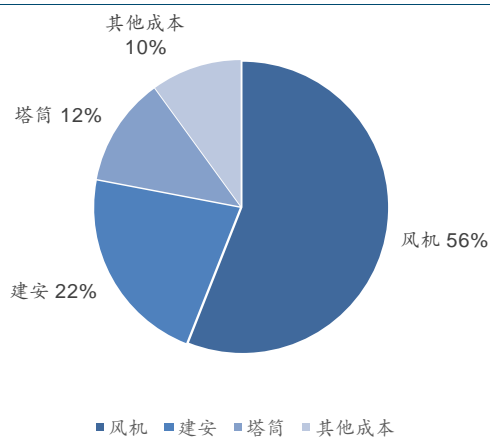


来源：海力风电招股说明书，国金证券研究所

来源：海力风电招股说明书，国金证券研究所

图表5：陆风项目成本占比拆分图（2020年）

图表6：海风项目成本占比拆分图（2020年）



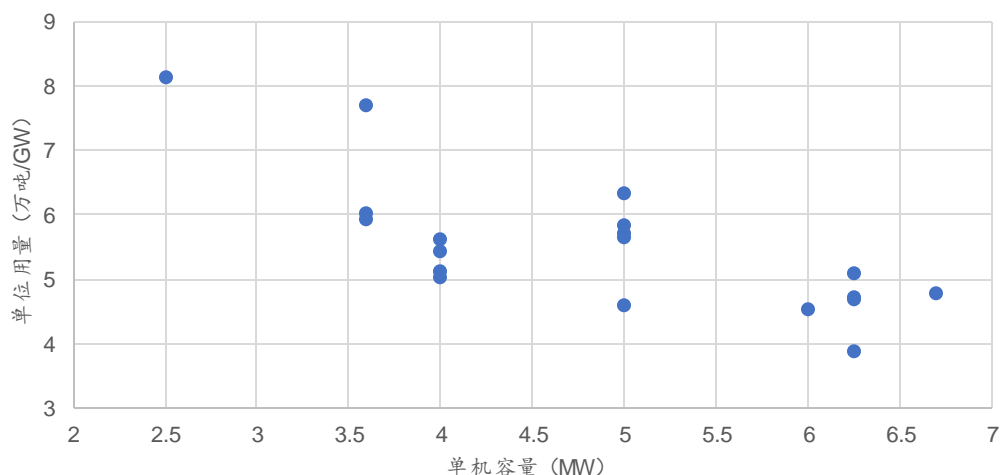
来源：海力风电招股说明书，CWER，国金证券研究所

来源：海力风电招股说明书，CWER，国金证券研究所

大型化下陆上塔筒单位用量将被摊薄。根据陆风项目塔筒吊装工程招标公告及中国水电四局工程动态不完全统计，陆上风电塔筒单位用量随风机单机容量提升小幅下降，当单机容量从 4MW 提高至 6MW+时，平均单 GW 用量从 5.3 万吨降至 4.6 万吨。



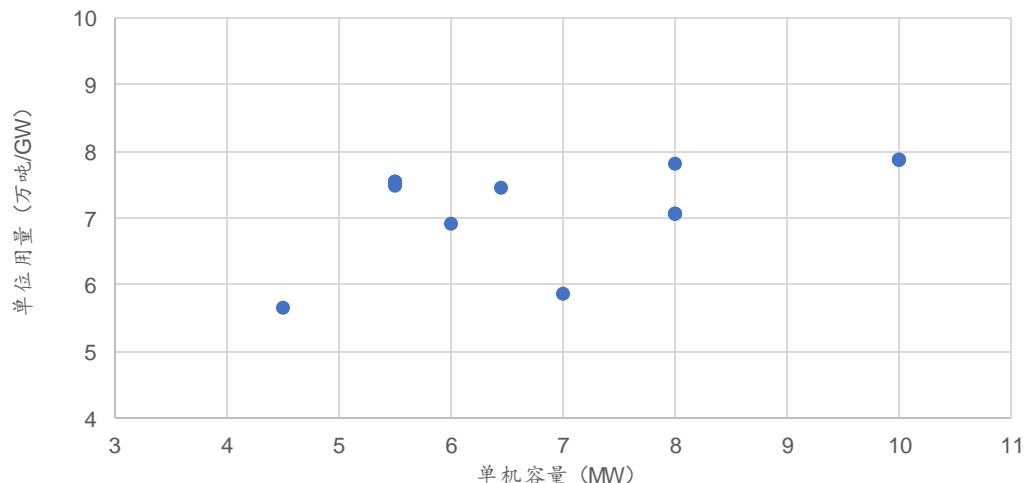
图表7：大型化对陆塔单位用量影响



来源：中国招标投标公共服务平台, 中国水电四局官网, 国金证券研究所

海上塔筒单位用量几乎不受大型化影响。在风机大型化趋势下，海上风电塔筒的摊薄效应并不明显。根据海风项目环评书不完全统计，海上风电塔筒单位用量较为稳定，维持在7万吨/GW左右。

图表8：大型化对海塔单位用量影响

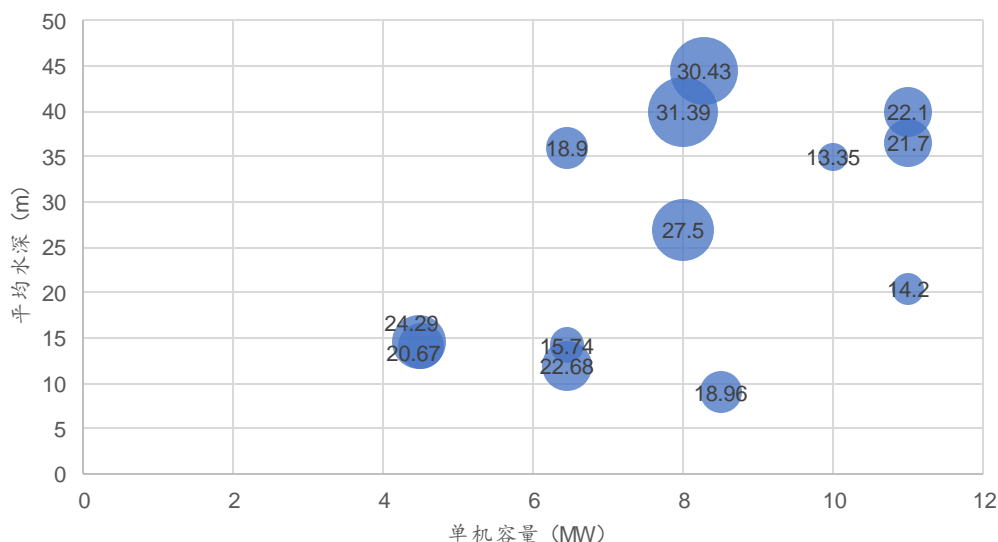


来源：环评报告, 国金证券研究所

水深是海工基础重量的重要影响因素，深远海趋势将平衡大型化摊薄的桩基用量。在同样水深的条件下，大型化虽会对桩基单位需求造成一定程度的摊薄，但随着深远海项目的推进，桩基单位需求用量随水深上升。因此我们预计未来桩基单位需求小幅提升。



图表9：桩基单位用量随水深和单机规模上升（单位：wt/GW）

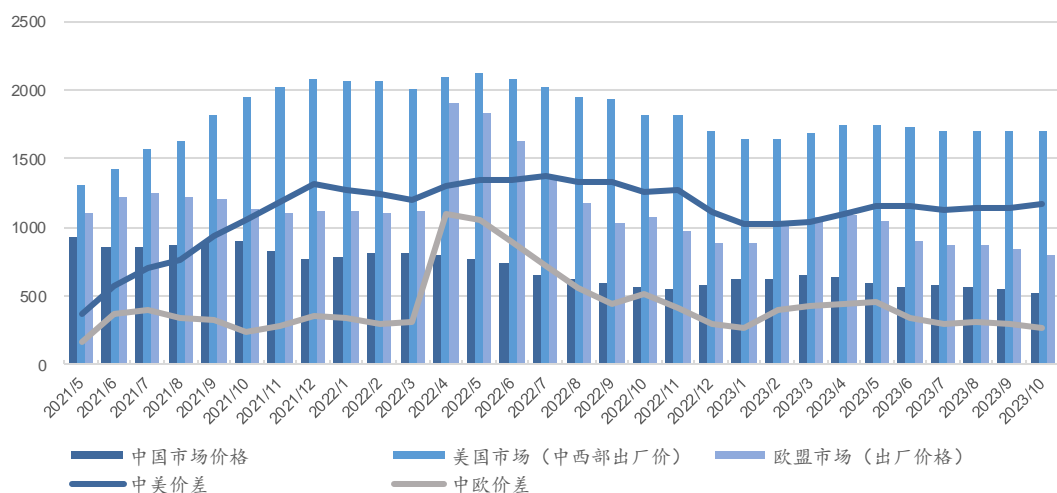


来源：公司官网、国金证券研究所

海上风电向更深更远发展，漂浮式风机将成为趋势。而漂浮式风机对塔筒桩基要求更高：1) 漂浮式风机安装在高湿度、高盐雾的深远海，对风机塔筒桩基防腐性提出了更高要求；2) 漂浮式海风平台会发生纵摇运动，对塔筒桩基的强度与稳定度要求更高。因此塔筒桩基系统用量与成本占比均有望提升。西班牙 W2power 单浮体双风机样机单机容量 0.1MW，平台用钢量约 23 万吨/GW，英国漂浮式风机 Kincardine 项目中风机单机容量 9.5MW，漂浮式平台平均用量约 81 万吨/GW，我国深远海浮式风电平台“海油观澜号”单机容量 7.25MW，浮式基础单位用量约 55 万吨/GW，浮式风电机组“扶摇号”单机容量 6.2MW，浮体与机组单位用量约 81 万吨/GW，远大于非漂浮式风机塔筒桩基单位用量。

得益于成本优势，国内塔筒企业出口潜力较大。塔筒环节的原材料成本占比超过 80%，主要原材料包括钢板、法兰、型管材、油漆、内件等，其中钢板占比达 70%以上。而钢板的国内外价格存在较大差距，国内成本优势更加突出，因而具备较好的出口经济性。

图表10：海内外中厚板价格走势（美元/吨）



来源：Mysteel、国金证券研究所

预计 2025 年塔筒桩基国内市场规模达 747 亿元。依据已有招标公告统计，我们假设大型化下陆上塔筒单 GW 用量小幅下降，海上塔筒单 GW 用量保持不变，在 7.1 万吨/GW。考虑大兆瓦虽会对桩基单位需求造成一定摊薄，但是深远海发展会一定程度提高桩基单位需求用量，因此我们预计桩基单兆瓦需求小幅提升。参考行业龙头企业历史塔筒桩基平均单吨价格，假设未来钢材价格保持现有水平，我们预计未来陆塔单吨价格稳定在 0.8 万元/吨，海塔桩基单吨价格稳定在 0.9 万元/吨。预计到 2025 年塔筒及桩基市场规模约为 747 亿元，2023-2025 年年复合增速达 36%。


图表11：国内塔筒桩基市场空间测算

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
陆风装机量 (GW)	31.00	34.00	55.00	65.00	72.00
海风装机量 (GW)	17.00	4.00	6.00	10.00	18.00
单 GW 陆塔需求 (万吨)	6.50	6.10	5.70	5.30	4.90
陆塔总需求 (万吨)	201.50	207.40	313.50	344.50	352.80
陆塔单吨价格 (万元/吨)	0.82	0.80	0.80	0.80	0.80
单 GW 海塔需求 (万吨)	7.10	7.10	7.10	7.10	7.10
海塔总需求 (万吨)	120.70	28.40	42.60	71.00	127.80
单 GW 桩基需求 (万吨)	20.00	20.40	20.80	21.20	21.60
桩基总需求 (万吨)	340.00	81.60	124.80	212.00	388.80
海塔桩基单吨价格 (万元/吨)	1.00	0.90	0.90	0.90	0.90
塔筒桩基市场规模合计 (亿元)	625.93	264.92	401.46	530.30	747.18

来源：公司官网、国金证券研究所

3、公司介绍：立足塔架制造业务，积极延伸产业链

3.1 资深塔架制造商，扩展风电场运营业务

公司是国内最为资深、最具影响力的风电塔架专业制造商之一。公司团队 1995 年便已为 NORDTANK 提供了塔架产品，2001 年正式在上海创业，2013 年收购蓝岛海工入局海上风电装备制造行业，2021 年扩展风电场开发运营业务，成立 20 余年以来始终坚持塔架制造主业。目前公司正积极推进产业升级，未来有望在坚持主业的基础上布局更全面的产品格局。

图表12：公司发展历程

时间	事件
1995 年	核心团队为 NORDTANK 生产用于鹤顶山风场的 2 台 550kW 风机配套塔架
2001 年	上海泰胜电力机械有限公司挂牌成立
2002 年	公司取得维斯塔斯与各供应商的认证
2007 年	上海泰胜(东台)电力机械有限公司挂牌成立
2008 年	上海泰胜电力机械有限公司二期工程竣工投产，公司年设计产能突破 600 台
2009 年	完成股份制改造变更为上海泰胜风能装备股份有限公司
2010 年	公司在深交所创业板发行上市
2013 年	收购蓝岛工程 51%股权，进军海风装备制造行业
2015 年	收购蓝岛海工剩余 49%股权
2021 年	自有的嵩县 50MW 风电项目完成并网开始发电，进军风电场开发运营行业
2022 年	完成定向增发，实控人由民营企业变为国有控股企业
2023 年	江苏扬州生产基地建设完成，推动产能合理化布局与转型升级

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

公司主要从事陆上与海上风力发电装备制造销售、海洋工程装备制造销售及风电场开发运营等业务，主要产品有陆上风电塔架和海上风电塔筒、导管架、管桩、升压站平台及相关辅件、零件等，陆海产品布局均较为全面，产品质量始终走在行业前列，公司积极探索扩展风电场开发运营业务，于 2021 年实现了首个自有风电场并网发电。

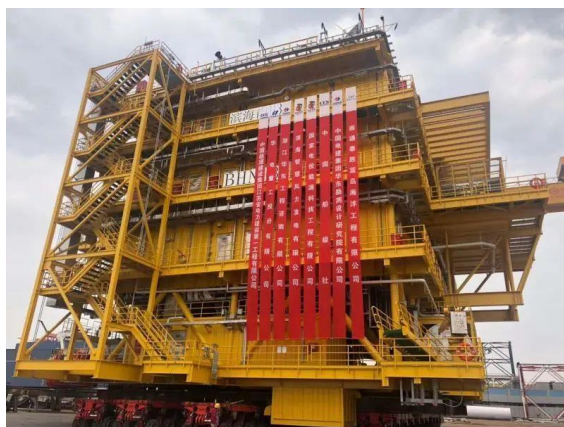


图表13：公司塔筒产品示意图



来源：公司官网，国金证券研究所

图表14：公司升压站产品示意图



来源：公司公众号，国金证券研究所

3.2 股权结构稳定，国资入股注入新活力

国资入主赋能公司发展。公司原实控人为柳志成、黄京明、夏权光、张锦楠、张福林五位境内自然人，2022年6月实控人团队完成了股权转让，凯得投控成为了公司控股股东，广州经济技术开发区管理委员会成为公司实控人，7月五人的一致行动关系解除。截至2022年末，公司现实际控制股东为广州经济技术开发区管理委员会，为广州市直属国企，通过广州凯得投资控股有限公司间接持股约26.93%。国资入股将为公司带来资源优势，助力业务发展。

子公司布局合理助力公司全面发展。截至2023年11月，公司旗下直间接控股子公司共35家，子公司业务涵盖工业制造、风力发电、技术开发、新能源电站开发、电力销售等，各公司分工布局明确合理，有望助力公司各业务稳健协调发展。

图表15：公司重要直间接控股子公司

子公司名称	业务性质	持股比例	取得方式
泰胜风能技术（上海）有限公司	商业贸易	100%	设立
南通泰胜蓝岛海洋工程有限公司	工业制造	100%	购买
包头泰胜风能装备有限公司	工业制造	100%	设立
上海泰胜（东台）电力工程机械有限公司	工业制造	100%	设立
扬州泰胜风能装备有限公司	工业制造	100%	设立
新疆泰胜风能装备有限公司	工业制造	100%	设立
若羌泰胜风能装备有限公司	发电机及发电机组制造	100%	设立
阿勒泰泰胜新能源装备有限公司	工业制造	100%	设立
泰胜华南（珠海）风能设备有限公司	风电设备销售	70%	设立
大庆泰胜风能装备有限公司	风力发电	100%	设立
广东泰胜能源集团有限公司	风力发电、光伏发电	100%	设立
泰胜风能（嵩县）新能源开发有限公司	新能源电站的开发、建设、运营	66%	设立
广东泰胜投资有限公司	资本市场服务	100%	设立

来源：公司官网，国金证券研究所

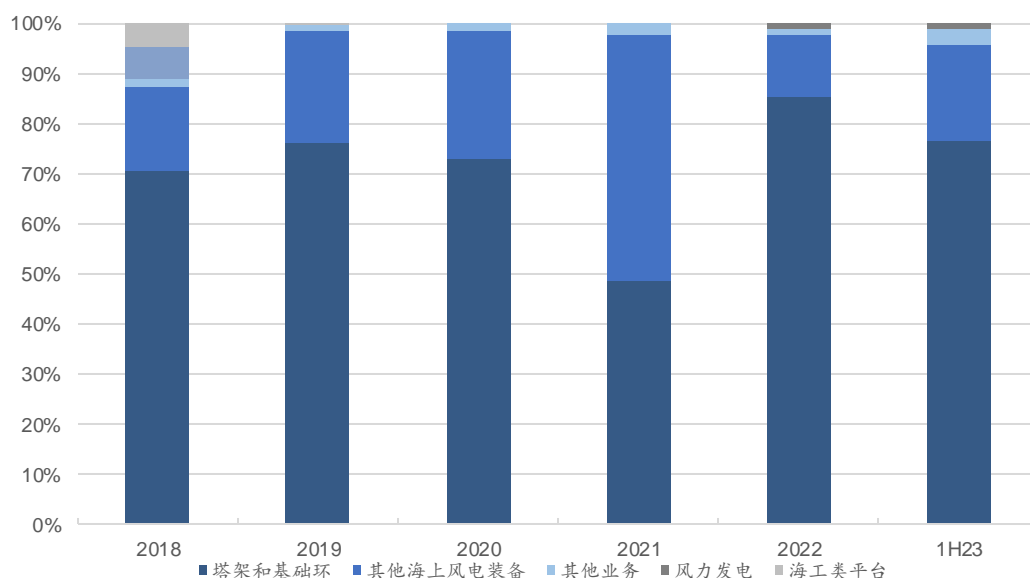
3.3 公司业务多元协同发展，积极实施产业链延伸

立足塔筒桩基业务，扩展产业链其他环节。塔筒制造业务与其他海上风电及海洋工程装备是公司的核心业务，自2019年以来两项占总营收比重均在95%以上。同时公司重视业务



拓展，2022 年风力发电业务首次贡献规模化营收，公司还积极布局漂浮式、升压站平台与产业链其他环节产品，随着公司优化产品结构，不断扩大产能，业绩有望实现长足增长。

图表16：公司历年业务占比情况



来源：公司公告、国金证券研究所

风力发电业务实现新突破。在立足主业基础上，公司积极开展风电场投资运营业务。控股子公司嵩县泰胜自有的嵩县 50MW 风电项目于 2021 年年底并网发电，实现了公司风电场“零”的突破，2022 年度实现风力发电量超 6800 万 kWh。此外，公司在广西等地新设了项目公司，未来将持续布局风力发电业务。

图表17：嵩县 50MW 风电项目示意图



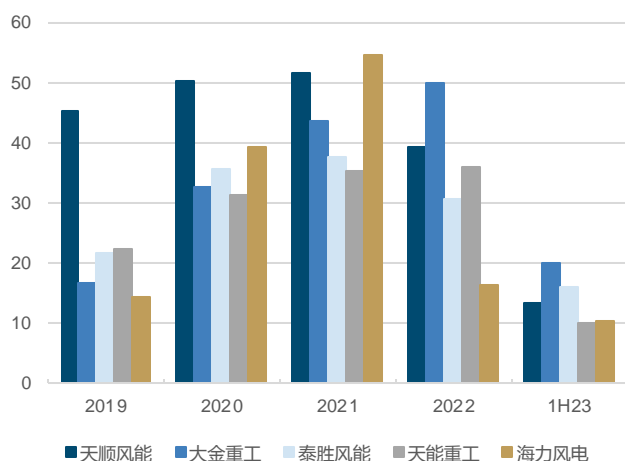
来源：洛阳网、国金证券研究所

3.4 持续加大研发投入，盈利能力有望加速修复

塔筒业务营收迅速增长，塔筒毛利率领先行业。陆上风电抢装潮后，受制于下游需求回落叠加原材料价格上涨与疫情影响等因素，公司 2021 年塔筒业务营收与塔筒业务毛利率均出现下滑，但由于 2022 年行业供需有所改善叠加公司塔筒出货量与出口占比均有所提升，1H23 年公司塔筒业务营收同比提升约 11.62%，塔筒相关业务毛利率达约 18.36%，位居行业第二。

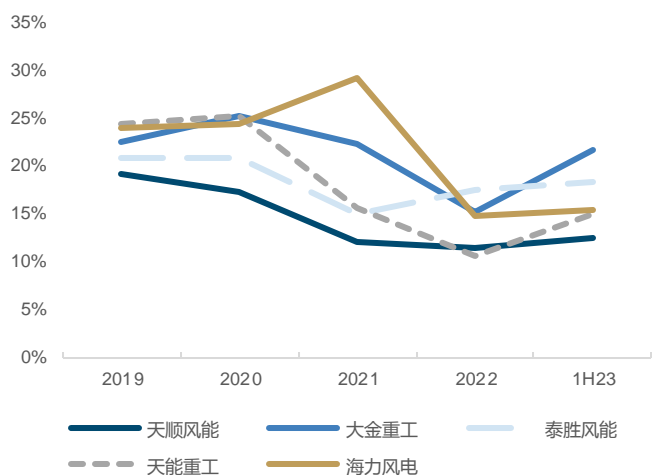


图表18: 塔筒企业塔筒相关业务营收对比 (单位: 亿元)



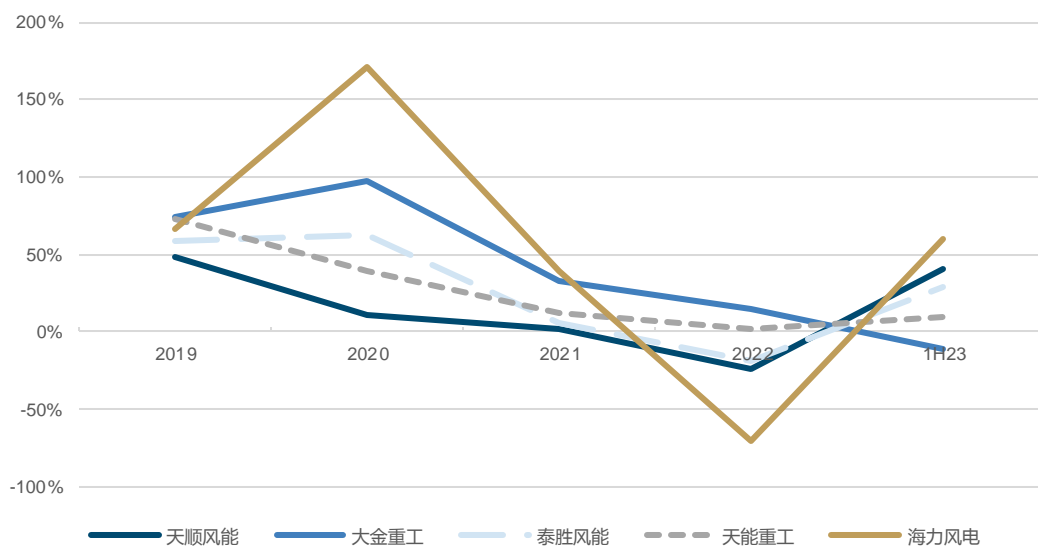
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表19: 塔筒企业塔筒相关业务毛利率对比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表20: 塔筒企业塔筒相关业务营收增速对比

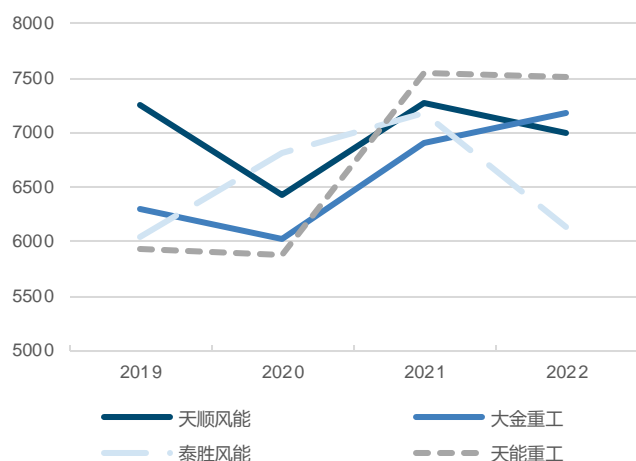


来源: 各公司公告, 国金证券研究所

成本控制能力出色。近年来公司塔筒单位成本管控能力有所提升, 2022 年塔筒单位成本管控能力处行业领先水平。

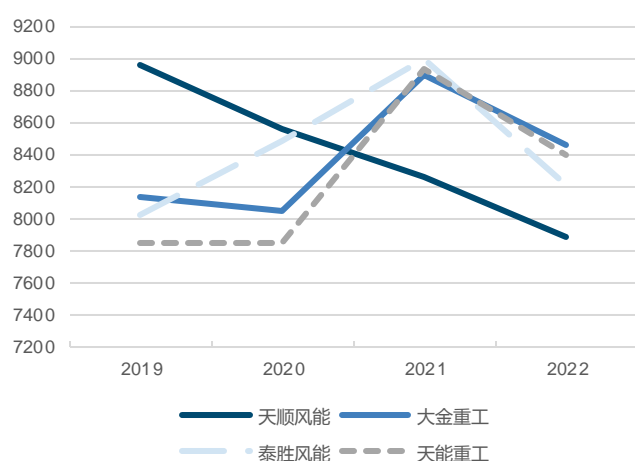


图表21：塔筒企业塔筒单吨成本（单位：元）



来源：各公司公告，国金证券研究所

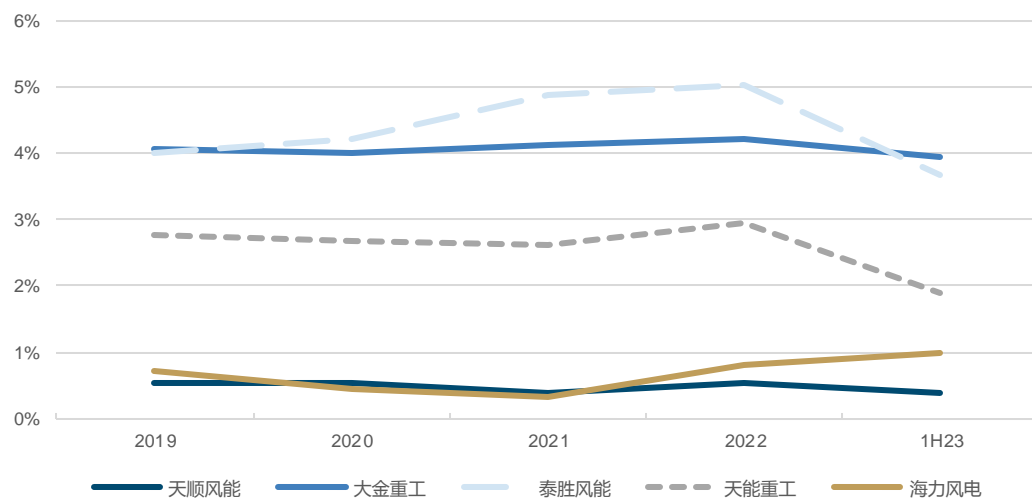
图表22：塔筒企业塔筒单吨售价（单位：元）



来源：各公司公告，国金证券研究所

公司研发投入领先行业。公司不断提升研发投入,2019-2022 研发费用 CAGR 达约 23.66%，截至 2022 年底，公司及子公司已申请并获得授权的专利共计 304 项，其中 50 项为发明专利、254 项为实用新型专利，未来随公司持续重视研发投入，有望筑高产品技术壁垒，保持公司在高端产品方面的领先地位，同时有望未来在柔性海塔、漂浮式平台等市场中占得先机。

图表23：塔筒企业研发费用率情况



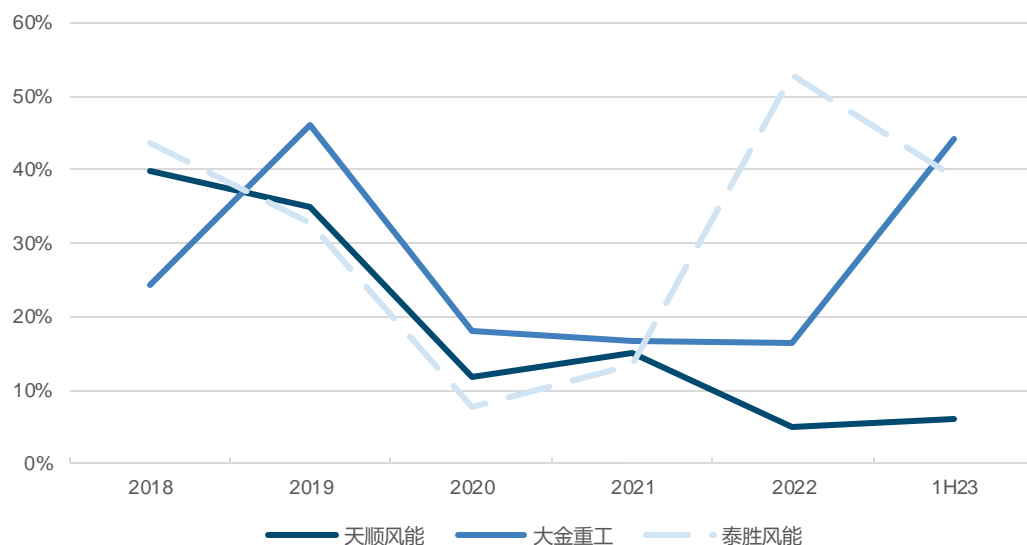
来源：各公司公告，国金证券研究所

3.5 产品出海扬帆启航，产能规划稳步释放

行业老牌出海龙头，出海营收占比再创新高。公司较早便取得了海外客户的认证资质，2018 年出口营收占总营收 43.6%，由于 2020 年与 2021 年国内抢装致使需求提增，海外增长相对放缓，且公司产能短期出现瓶颈，2020-2021 年出口营收占比出现下降，2022 年由于海外需求重新提振叠加国内抢装退潮，公司出口营收占比增至约 52.9%。未来随公司继续积极开展海外业务，同时专攻出口的扬州基地于 2023 年中期投产，海外业务将进一步拓展。



图表24：塔筒企业出口营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

码头资源将成为核心竞争力。海上塔筒与销往海外的塔筒必须依靠码头运输，码头资源是塔筒企业布局大兆瓦海上塔筒桩基的核心竞争力。在大型化趋势下，塔筒体积更大、重量更重，企业运输费用较高，拥有自有码头可降低运输费用。目前公司拥有青岛自用码头水深7米，岸线长度760米，设置了海洋工程平台泊位和海工平台模块泊位各2个。码头的布局有助于公司降低运输费用，增强出海优势。

图表25：公司码头布局情况

码头地点	状态	码头情况
江苏南通蓝岛	自有	水深7米，岸线长度760米

来源：各公司公告，国金证券研究所

出口税较低叠加码头运输优势，助力公司产品加速出海。公司产品主要出海至澳洲、南亚、东南亚、中亚与欧洲等地。当前澳大利亚对公司实行0税率，对其他企业征收10.9%的反倾销税，出口税较低叠加码头运输优势，使得公司出口产品更具经济性。

图表26：澳大利亚对我国风塔企业反倾销税率变化情况

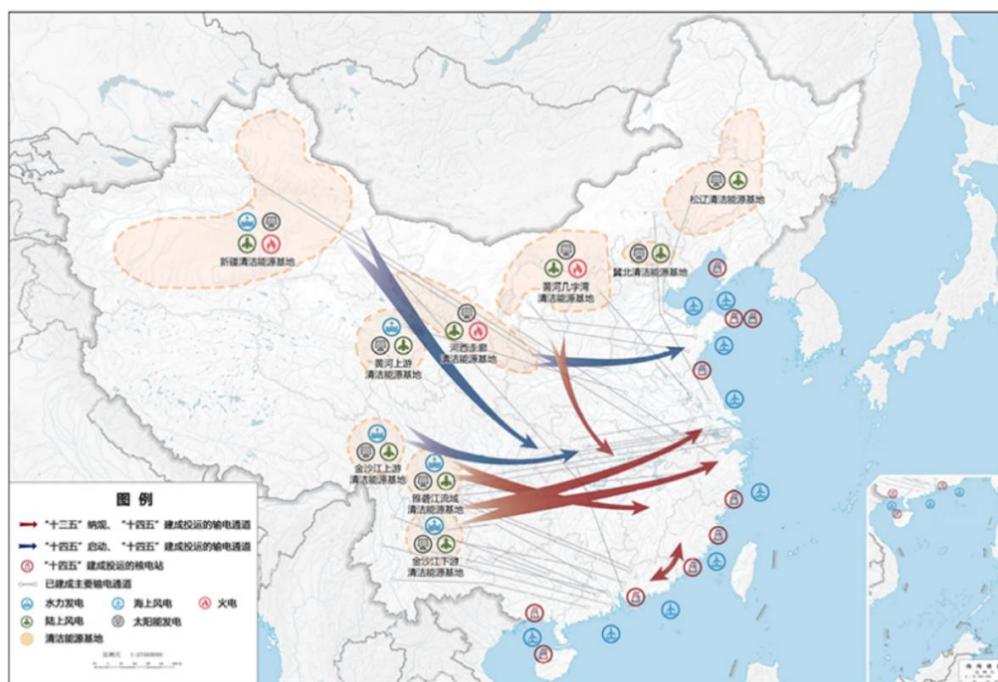
时间	事件	反倾销税率
2013年	澳大利亚针对原产于中国的应用级风电塔筒做出反倾销初裁	所有企业税率16.2%
2014年	澳大利亚针对原产于中国的应用级风电塔筒做出反倾销终裁	泰胜风能15%，其他企业15.6%
2019年	延期对中国涉案产品的反倾销措施	泰胜风能6.4%，其他出口商10.9%
2020年	澳大利亚撤销针对泰胜风能的反倾销措施	泰胜风能0%，其他出口商10.9%

来源：各公司公告，国金证券研究所

“十四五”项目集中度提升，公司对应布局优化产能。根据《十四五规划和2035年远景目标纲要》，“十四五”期间重点建设的九大清洁能源基地和四大海上风电基地集中在三北及东南沿海地区。对应九大清洁能源基地和四大海上风电基地，公司加速布局华东、华北、西北、东北、华南五个战略区域、十个生产基地，可以有效降低运输成本、提高产品竞争力、加强公司与供应商及客户间业务黏性。



图表27：“十四五”大型清洁能源基地布局



来源：《十四五规划和2035年远景目标纲要》，国金证券研究所

国资入股有望赋能公司产能加速释放。2022年公司出货约40万吨，未来随新疆几个产能基地技改扩产、若羌基地与扬州基地陆续投产，预计公司2024年总产能将达约125万吨，同时公司正积极规划南方生产基地，预计未来将在广东、广西、福建等地实现新的产能增量。随国企入股加持公司竞争优势、强化综合实力，公司产能将迎来加速释放，业绩有望稳步提升。

图表28：2021-2024年公司产能情况（单位：万吨）

基地	类型	2021	2022	2023E	2024E
上海金山	出口陆风	6	6	6	6
江苏东台	出口陆风	5	5	5	5
内蒙古包头	陆风	5	5	5	5
新疆	陆风	10	10	20	20
广西	陆风	4	4	5	9
黑龙江大庆	陆风	5	5	5	5
江苏蓝岛	海风（可做出口）	20	20	20	20
江苏扬州	出口（可做海风）			25	25
广东	海风				30
总产能		55	55	91	125

来源：公司公告，国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

陆上风电装备：1) 销量：我们预计2023-2025年国内陆风装机为55/65/72GW，预计公司2023-2025年陆上风电装备销量将随下游装机提升与自身产能的扩张而增长；2) 毛利率：受益于公司产能扩张，出海陆塔占比提高，2023-2025年公司陆风毛利率将稳中有升，分别为20%/20%/21%。

海上风电装备：1) 销量：我们预计，2023-2025年国内海风装机为6/10/18GW，预计随下游需求持续向好叠加公司扬州基地投产，2023-2025年海上风电装备销量将迎来增长；2) 毛利率：受制于2023年海风需求下降，海风装备2023毛利率为15%，考虑明后年海



风需求提升，预计 2024-2025 年海风装备毛利率维持在 19%。

期间费用率：预计公司 2023-2025 年管理费用率、研发费用率、销售费用率均与 2022 年持平，分别为 4.3%、5.0%、0.6%。

产能：未来随新疆几个产能基地技改扩产、若羌基地与扬州基地陆续投产，以及南方基地产能释放，预计 2023-2024 年年底公司产能为 91/125 万吨。考虑出货随产能扩张+下游需求提高而提高，预计公司 2023-2025 年出货为 60/75/110 万吨。

图表29：公司业务分拆预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
陆上风电装备					
营收（百万）	1,879	2,666	4,173	5,035	6,397
YoY	-29%	42%	57%	21%	27%
毛利（百万）	272	462	822	1040	1362
毛利率(%)	14%	17%	20%	21%	21%
海上风电装备					
收入（百万）	1,881	395	680	1359	2379
YoY	103%	-79%	72%	100%	75%
毛利（百万）	295	74	100	259	454
毛利率(%)	16%	19%	15%	19%	19%
汇总					
收入（百万）	3,853	3,127	4,990	6,932	9,719
YoY	7%	-19%	60%	39%	40%
毛利（百万）	628	574	967	1435	2044
毛利率(%)	16%	18%	19%	21%	21%

来源：公司公告，国金证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年分别实现净利润 4.0、6.4、9.0 亿元，对应 EPS 0.43 元、0.68 元、0.97 元。公司当前股价对应三年 PE 分别为 24、15、11 倍。根据市盈率法，考虑风电长周期成长性，给予 2024 年整体 20 倍估值，目标价 13.60 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表30：可比公司估值

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
002531.SZ	天顺风能	13.77	0.73	0.35	0.76	1.12	1.43	19	39	18	12	10
002487.SZ	大金重工	27.13	1.04	0.8	1.19	1.91	2.63	26	34	23	14	10
300569.SZ	天能重工	7.29	0.54	0.284	0.43	0.63	0.82	13	26	17	12	9
301155.SZ	海力风电	64.05	6.64	0.94	0.86	4.04	5.50	10	68	74	16	12
平均数								17	42	33	13	10
300129.SZ	泰胜风能	9.95	0.36	0.33	0.44	0.72	1	28	31	23	14	10

来源：ifind，国金证券研究所（股价选自 2023 年 11 月 13 日，除海力风电外，可比公司均采用 WIND 一致预期）

5、风险提示

- 国际化经营及管理风险。公司经营业务分布全球，会受到汇率波动、贸易保护主义、国际形势不稳定等因素的影响，对公司的经营活动、战略决策、人力管理等带来风险。
- 原材料价格波动风险。公司原材料占比较高，主要原材料为中厚板，受原材料价格波动影响较大
- 解禁风险。公司将于 2023 年 12 月 6 日解禁 21574 万股，占总股本 23%，存在大规模解禁风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,604	3,853	3,127	4,990	6,932	9,719
增长率		6.9%	-18.8%	59.6%	38.9%	40.2%
主营业务成本	-2,830	-3,225	-2,552	-4,022	-5,497	-7,675
%销售收入	78.5%	83.7%	81.6%	80.6%	79.3%	79.0%
毛利	774	628	574	967	1,435	2,044
%销售收入	21.5%	16.3%	18.4%	19.4%	20.7%	21.0%
营业税金及附加	-18	-16	-13	-18	-18	-25
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
销售费用	-19	-21	-19	-30	-38	-53
%销售收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	-112	-125	-134	-215	-295	-413
%销售收入	3.1%	3.2%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
研发费用	-151	-188	-157	-249	-343	-481
%销售收入	4.2%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	473	277	251	455	741	1,071
%销售收入	13.1%	7.2%	8.0%	9.1%	10.7%	11.0%
财务费用	-14	-12	13	-7	-26	-51
%销售收入	0.4%	0.3%	-0.4%	0.1%	0.4%	0.5%
资产减值损失	-61	-9	-48	0	0	0
公允价值变动收益	2	14	-33	0	0	0
投资收益	14	1	0	7	7	7
%税前利润	3.2%	0.3%	n.a	1.5%	1.0%	0.7%
营业利润	430	289	298	456	722	1,027
营业利润率	11.9%	7.5%	9.5%	9.1%	10.4%	10.6%
营业外收支	0	-2	0	0	0	0
税前利润	429	288	298	456	722	1,027
利润率	11.9%	7.5%	9.5%	9.1%	10.4%	10.6%
所得税	-73	-34	-27	-55	-87	-123
所得税率	17.1%	11.8%	9.2%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	356	254	270	401	635	904
少数股东损益	7	-5	-5	0	0	0
归属于母公司的净利润	349	259	275	401	635	904
净利率	9.7%	6.7%	8.8%	8.0%	9.2%	9.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	356	254	270	401	635	904
少数股东损益	7	-5	-5	0	0	0
非现金支出	138	96	146	104	129	143
非经营收益	-1	-6	-84	17	42	67
营运资金变动	-565	-357	-628	-279	-615	-988
经营活动现金净流	-73	-13	-296	243	191	126
资本开支	-21	-90	-70	-421	-350	-250
投资	0	3	1	0	0	0
其他	167	148	-155	7	7	7
投资活动现金净流	146	61	-224	-414	-343	-243
股权募资	9	0	1,081	0	0	0
债权募资	-1	35	88	328	350	468
其他	-73	-89	-26	-123	-189	-261
筹资活动现金净流	-65	-54	1,143	205	161	207
现金净流量	0	-10	593	35	9	90

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	640	674	1,273	1,258	1,231	1,296
应收款项	1,742	2,094	2,284	2,865	3,886	5,448
存货	1,012	1,510	1,803	2,645	3,614	5,047
其他流动资产	391	288	396	415	437	470
流动资产	3,785	4,566	5,756	7,184	9,168	12,260
%总资产	78.0%	78.6%	80.3%	80.6%	82.4%	85.6%
长期投资	93	54	44	44	44	44
固定资产	689	766	833	1,192	1,425	1,544
%总资产	14.2%	13.2%	11.6%	13.4%	12.8%	10.8%
无形资产	240	234	225	222	218	215
非流动资产	1,068	1,240	1,415	1,734	1,955	2,062
%总资产	22.0%	21.4%	19.7%	19.4%	17.6%	14.4%
资产总计	4,853	5,806	7,172	8,917	11,124	14,323
短期借款	0	40	154	484	834	1,302
应付款项	1,425	2,447	2,204	3,123	4,268	5,960
其他流动负债	777	368	450	693	946	1,294
流动负债	2,201	2,855	2,807	4,301	6,048	8,556
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	38	173	306	251	215	189
负债	2,239	3,028	3,113	4,552	6,263	8,745
普通股股东权益	2,589	2,758	4,039	4,347	4,842	5,559
其中：股本	719	719	935	935	935	935
未分配利润	1,084	1,256	1,458	1,766	2,261	2,978
少数股东权益	25	20	19	19	19	19
负债股东权益合计	4,853	5,806	7,172	8,917	11,124	14,323

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.485	0.359	0.294	0.429	0.679	0.967
每股净资产	3.600	3.835	4.321	4.650	5.179	5.946
每股经营现金净流	-0.101	-0.019	-0.317	0.260	0.204	0.135
每股股利	0.100	0.060	0.050	0.100	0.150	0.200
回报率						
净资产收益率	13.47%	9.37%	6.81%	9.22%	13.12%	16.26%
总资产收益率	7.19%	4.45%	3.83%	4.50%	5.71%	6.31%
投入资本收益率	14.96%	8.59%	5.37%	8.21%	11.39%	13.64%
增长率						
主营业务收入增长率	62.41%	6.90%	-18.84%	59.59%	38.92%	40.22%
EBIT 增长率	174.72%	-41.42%	-9.42%	81.44%	62.76%	44.52%
净利润增长率	127.02%	-25.87%	6.33%	45.88%	58.38%	42.34%
总资产增长率	13.52%	19.63%	23.52%	24.34%	24.74%	28.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	109.8	157.1	230.9	185.0	180.0	180.0
存货周转天数	125.7	142.7	236.9	240.0	240.0	240.0
应付账款周转天数	39.0	63.7	96.4	96.0	96.0	96.0
固定资产周转天数	67.7	69.2	89.1	71.1	55.6	38.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.66%	-28.07%	-31.39%	-21.28%	-11.35%	-2.65%
EBIT 利息保障倍数	33.6	23.1	-19.9	68.3	28.1	21.1
资产负债率	46.14%	52.16%	43.41%	51.04%	56.30%	61.06%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究