

盈利能力显著改善，风光业务一体两翼

2024年02月03日

事件：公司发布 2023 年业绩预告，盈利能力显著改善

2024 年 1 月 29 日公司发布业绩预告，2023 年预计实现归母净利润 1.65-2.10 亿元，同比增长 74.35%-121.90%；扣非归母净利润 1.75-2.20 亿元，同比增加 453.22%-595.48%。本年度业绩增长系公司风电、光伏、紧固件业务同比都有不同程度的增长，其中美国光伏支架工厂已开始批量发货，将持续推动公司主营业务的提升；同时，由于规模效益和原材料价格下降，叠加公司加强精益化管理，整体运营成本下降，产品毛利率同比上升，盈利能力有所提升。

未来核心看点：立足新能源装备制造，风光主业一体两翼

风电：全球定转子龙头，锚定海外+海上市场。公司风电设备主要产品包括机舱罩、转子房、定子段、塔筒等。公司锚定海外+海上市场，与西门子集团、通用电气、Vestas 等一批海外龙头客户建立了稳定合作关系，2022 年风电业务营收达 20.25 亿元，同比上升 66.26%，占总营收的 69.72%。**从行业来看**，全球主要地区风电装机目标出现上调，我们预计海外海上风电装机有望实现超越行业整体的增速。

光伏：卡位光伏支架，海外产能逐步落地。公司主要产品为固定/可调式光伏支架及追踪式光伏支架，2022 年光伏设备营收 4.52 亿元，同比+79%；主要客户包括 ATI、Nextracker、阳光电源等国内外知名企业，相关业务有望稳步发展，**从行业来看**，由于产业链价格触底、中美经贸关系缓和、美国 24 年光伏装机或将达到 50GW 等多种利好预期叠加，公司支架业务在美国市场有望迎来放量；公司已在美国和沙特阿拉伯加大投资设立新公司，配套产能有望逐步落地，为迎接市场新机遇做好准备。

投资建议：我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 37.75/54.92/70.87 亿元，增速为 30.0%/45.5%/29.1%；归母净利润分别为 1.84/2.55/3.36 亿元，增速为 94.4%/38.5%/31.7%，对应 2 月 2 日收盘价，23-25 年 PE 为 15x/11x/8x。考虑海外风电及光伏行业需求景气，公司持续推进“双海”战略及光伏出海、深化与西门子等知名企业的长期合作，成长性突出，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：国际贸易摩擦及宏观环境影响的风险，汇率波动风险，原材料价格波动风险等。

推荐

首次评级

当前价格：

19.62 元


分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

邮箱：linyutao@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,904	3,775	5,492	7,087
增长率 (%)	19.8	30.0	45.5	29.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	95	184	255	336
增长率 (%)	-47.2	94.4	38.5	31.7
每股收益 (元)	0.67	1.30	1.79	2.36
PE	29	15	11	8
PB	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 2 月 2 日收盘价）

目录

1 事件：2023 年业绩预告发布，盈利能力显著改善	3
1.1 2023 年业绩预告点评.....	3
1.2 主营业务经营情况.....	5
2 核心看点：立足新能源装备制造，风光主业一体两翼	6
2.1 风电：全球定转子龙头，锚定海外+海上市场.....	6
2.2 光伏：卡位光伏支架，海外产能逐步落地.....	9
3 盈利预测与投资建议	12
3.1 盈利预测假设与业务拆分.....	12
3.2 估值分析.....	13
3.3 投资建议.....	13
4 风险提示	14
插图目录	16
表格目录	16

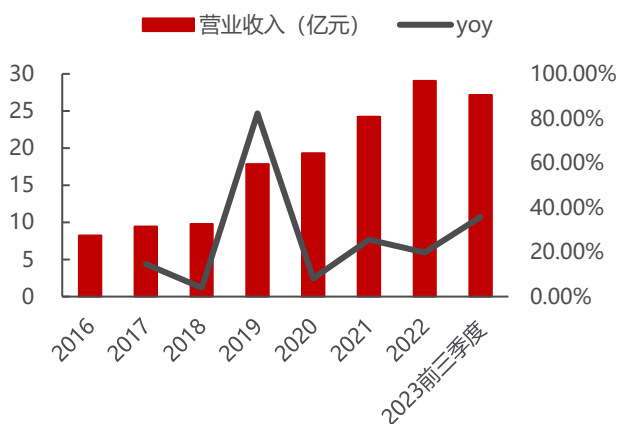
1 事件：2023 年业绩预告发布，盈利能力显著改善

1.1 2023 年业绩预告点评

2024 年 1 月 29 日公司发布业绩预告：2023 年预计实现归母净利润 1.65-2.10 亿元，同比增加 74.35%-121.90%；扣非归母净利润 1.75-2.20 亿元，同比增加 453.22%-595.48%。本年度业绩增长系公司风电、光伏、紧固件业务同比都有不同程度的增长，其中美国光伏支架工厂已开始批量发货，将持续推动公司主营业务的提升；同时，由于规模效益和原材料价格下降，叠加公司加强精益化管理，整体营运成本下降，产品毛利率同比上升，盈利能力有所提升。

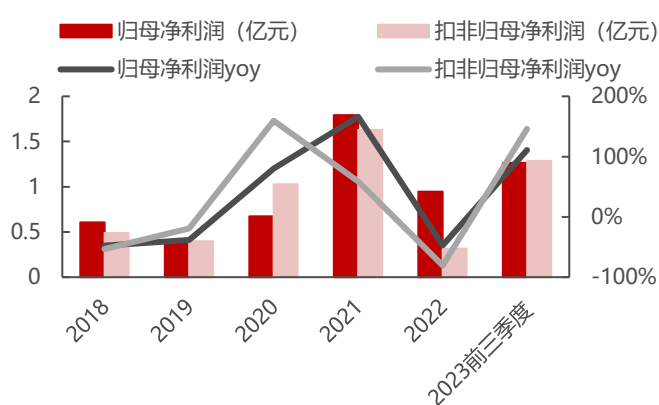
2023 年前三季度公司实现营业收入 27.17 亿元，同比+35.75%；归母净利润 1.27 亿元，同比+111%；扣非归母净利润 1.28 亿元，同比+146%；分季度来看，预计 2023Q4 单季度归母净利润为 0.38-0.83 亿元，同比+10%至+140%，环比-21%至+72%。

图1：公司年度营业收入及同比变化



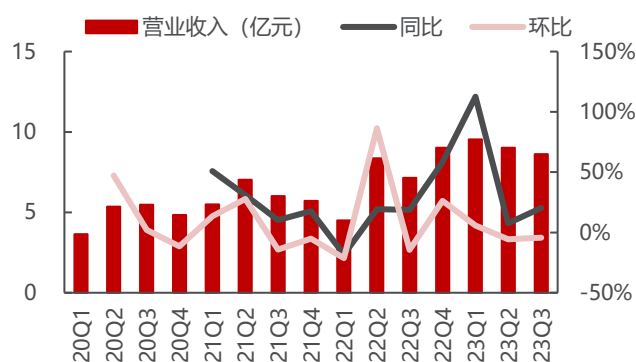
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：公司年度归母净利润及同比变化



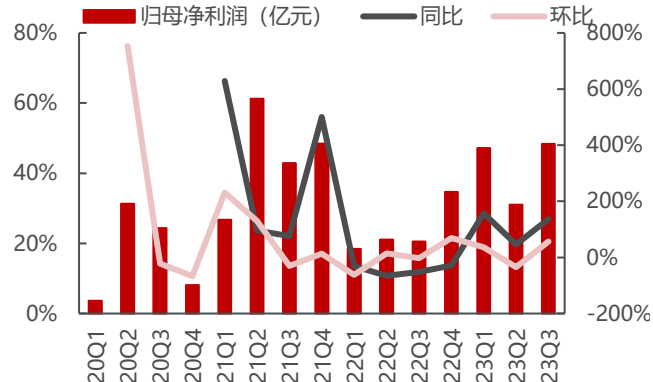
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：公司分季度营业收入及同比变化



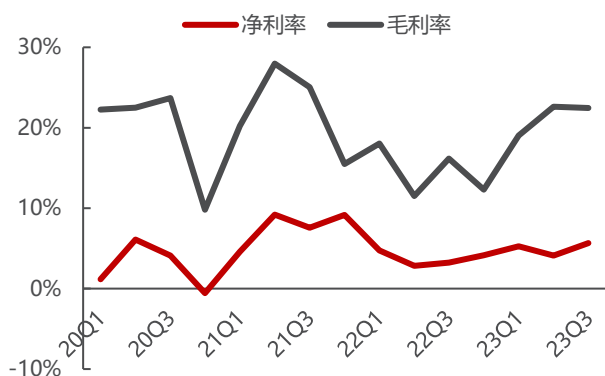
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：公司分季度归母净利润及同比变化

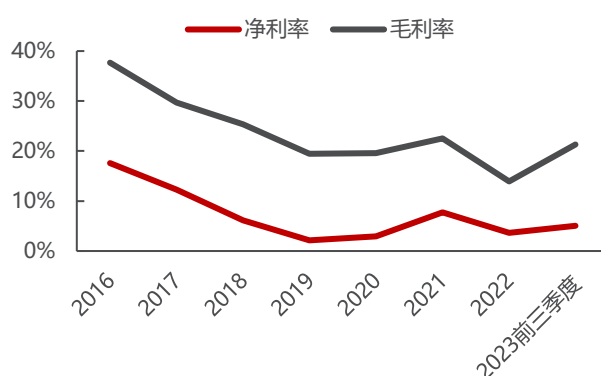


资料来源：iFind，民生证券研究院

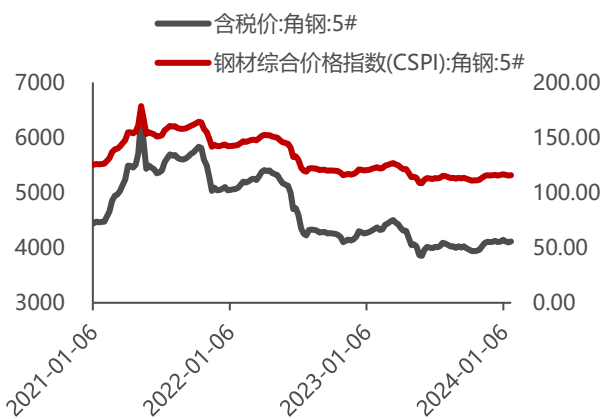
盈利能力：公司 2022 年毛利率陡降至 20%以下，主要原因为：1) 原材料价格波动大；2) 国际贸易摩擦导致海外市场订单量减少；3) 期间费用率上升。2023 年前三季度公司毛利率为 21.30%，同比提升 6.65Pcts；23Q3 毛利率为 22.44%，同比提升 6.26Pcts、环比降低 0.19Pcts。2023 年前三季度公司净利率为 5.02%，与去年同期上升 6.65Pcts；23Q3 净利率为 5.68%，同比提升 2.44Pcts、环比提升 1.55Pcts。

图5：公司分季度毛利率和净利率变化


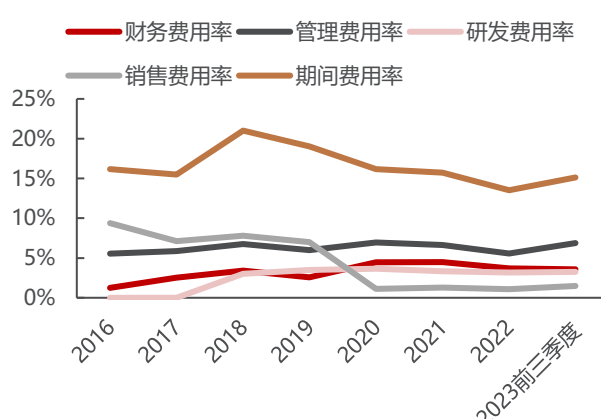
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：公司分年度毛利率和净利率变化


资料来源：wind，民生证券研究院

图7：主要原材料价格情况 (含税价, 元/吨)


资料来源：wind，民生证券研究院

图8：公司各费用率情况 (%)


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 主营业务经营情况

公司主营业务为风电设备、光伏/光热设备零部件；紧固件的设计、加工与销售；海上风电安装及运维服务。风电设备产品方面，主要产品包括机舱罩、转子房、定子段、塔筒等，光伏设备产品以及光热设备产品方面，主要是固定/可调式光伏支架、追踪式光伏支架等；紧固件主要为汽车、风电光伏、铁路、工程机械、航空航天等行业提供具有防松性能的高品质紧固件。

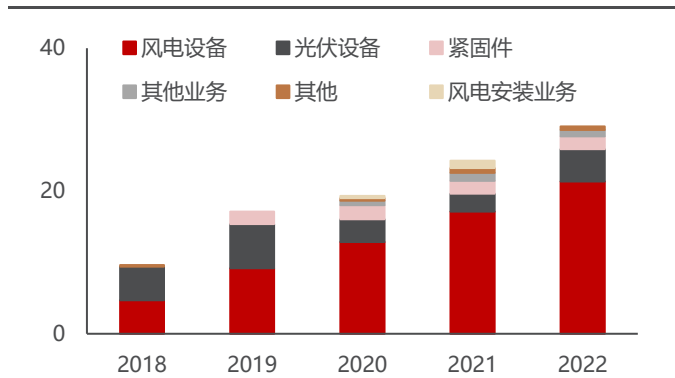
表1：公司主要产品销售情况

产品分类	项目	单位	2022年	2021年	同比增减
定子类	销售量	套	3,207.00	5,919.00	-45.82%
	生产量	套	3,268.00	5,717.00	-42.84%
	库存量	套	223.00	162.00	37.65%
转子类	销售量	套	521.00	580.00	-10.17%
	生产量	套	553.00	674.00	-17.95%
	库存量	套	127.00	95.00	33.68%
光伏支架	销售量	MW	2,417.67	1,064.91	127.03%
	生产量	MW	2,406.32	1,067.57	125.40%
	库存量	MW	4.91	16.72	-70.63%
紧固件	销售量	万个	25,208.61	16,932.88	48.87%
	生产量	万个	31,959.33	17,893.80	78.61%
	库存量	万个	13,291.59	6,540.88	103.21%
塔筒	销售量	套	67.00	80.00	-16.25%
	生产量	套	67.00	80.00	-16.25%
	库存量	套	-	-	-

资料来源：公司公告，民生证券研究所

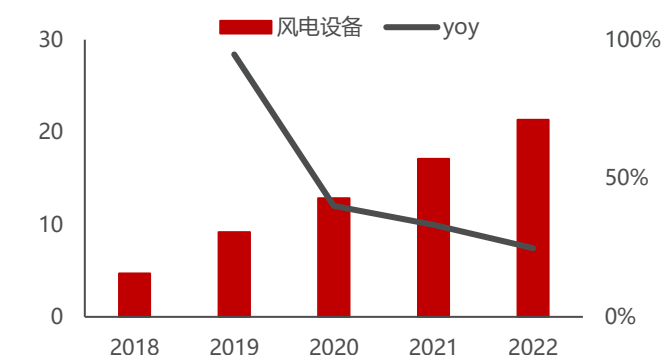
从行业来看：风电设备为主要收入来源，2022年占总收入的73.5%，受政策、原材料价格等因素的影响，风电设备的营收增速在近三年逐渐放缓，2022年营收21.34亿元，同比增加24.80%，占总营收的73.48%。

图9：2018-2022 公司分业务收入占比（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2018-2022 风电设备营收（亿元）及同比增速（%）



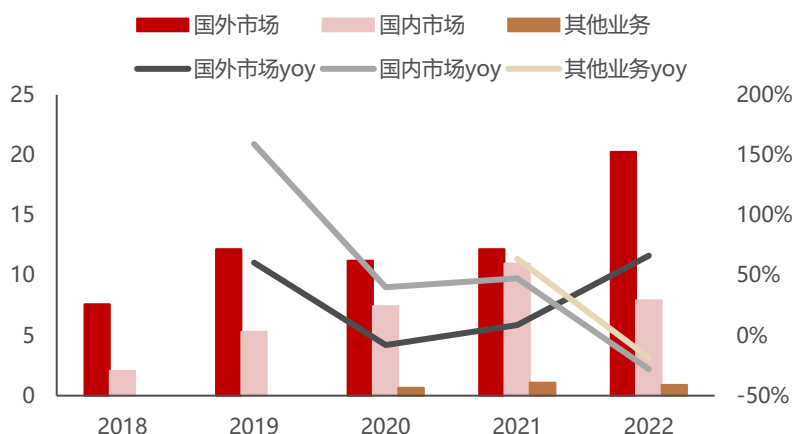
资料来源：wind，民生证券研究院

2 核心看点: 立足新能源装备制造, 风光主业一体两翼

2.1 风电: 全球定转子龙头, 锚定海外+海上市场

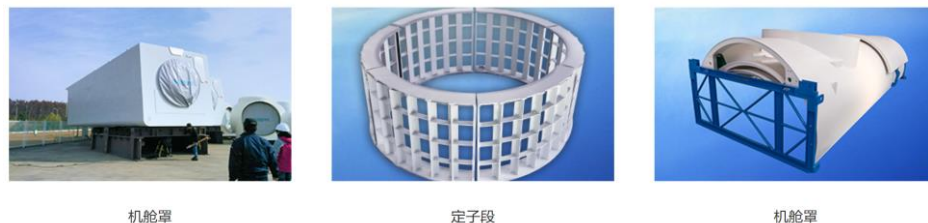
国外市场一直为公司的主要市场, 坚定推进海上+海外战略。2018-2022 年公司海外营收 CAGR 达 28%, 2020 年由于疫情和中美贸易摩擦, 海外市场营收为 11.21 亿元, 同比下降 7.96%; 2022 年受俄乌冲突引发的能源危机影响, 许多国家开始考虑清洁能源的转型, 国外市场显著向好, 国外营收达 20.25 亿元, 同比上升 66.26%, 占总营收的 69.72%。

图11: 2018-2022 各地区营收 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

采取大客户战略, 与国内外知名客户深度绑定。公司通过与西门子集团、通用电气、Vestas 等一批海外龙头客户建立合作关系, 提高了公司在新能源发电设备钢结构件领域的知名度, 降低了公司新客户、新产品的市场开拓难度, 稳定、优质的客户群支撑了业务的较快增长。公司生产的新能源发电设备钢结构件属于发电系统的基础装备, 常年野外运行, 所处环境较为恶劣, 要求质量可靠且使用寿命较长, 因此下游客户在选择设备制造商时十分谨慎, 作为对供应商的考核, 历史业绩是对产品质量、履约能力最好的保障。

图12：公司风电产品


资料来源：公司官网，民生证券研究院

海风高成长性全球共振，减排目标和能源安全推高能源转型速度，主要地区风电装机目标出现上调。海外风电特别是陆上风电起步较早、装机基数较大，因此未来几年海外陆上风电增长斜率或相对较缓。近年出于减排目标和能源安全等方面的考虑，海外尤其是欧洲多国陆续加大风电部署。从结构上来看，预计海外海上风电装机有望实现超越行业整体的增速，新增装机主要由欧洲、亚太和北美地区贡献。

图13：海外主要地区风电装机目标

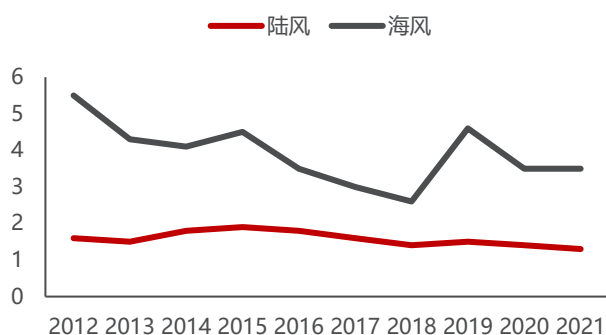
地区	风电装机目标
欧盟	计划到2030年海上风电装机容量达60GW、到2050年达300GW
英国	计划到2030年，海上风电从2021年的11GW增加到50GW，陆上风电从15GW增加到30GW
美国	联邦政府与州政府将合作加快开展海上风电建设；在2030年实现30GW海上风电装机，到2050年将增加2100台海上风机、总装机有望达110GW
印度	计划在2022年达到5GW、到2030年达到30GW的海上风电目标
日本	计划到2030年安装10GW海上风电，到2040年目标容量达45GW
越南	八号电力规划（草案）提出到2030年，陆上风电装机达14-24GW，海上风电装机达7-8GW

资料来源：各国能源部门网站，民生证券研究院

欧洲：全球第二大风电市场，海风规划提速。2014年7月，欧洲议会和欧盟理事会通过了2014/89/EU号指令，建立了海洋空间规划（MSP）的框架，要求沿海成员国在2021年3月31日前向欧盟委员会提交其海洋空间规划；据WindEurope统计，欧盟成员国通过各自的海洋空间计划，分配了大约52,000平方公里用于海上风能开发，相当于超过220GW。新建项目的单位投资也大幅下降，从2012年的550万欧元/兆瓦降至2020年和2021年的350万欧元/兆瓦。

据WindEurope统计，截至2021年，欧洲累计海风装机达28GW，22H1新增并网装机30MW；海风规划显著提高，例如，在2023年5月18日举行的Esbjerg海上风电峰会上，比利时、丹麦、德国和荷兰四国承诺，到2050年将海上风电装机增加10倍，从目前的16GW提高至150G；根据各政府规划预计到2030年欧洲累计海风规模将达160GW。

图14: 2016-2021 年欧洲风电单位投资 (百万欧元 /MW)



资料来源: WindEurope, 民生证券研究院

图15: 欧洲海上风电发展目标 (GW)

	2027	2030	2035	2040	2045	2050
欧盟		≥60				≥300
英国 (2022年4月)		50				
德国 (2022年4月)		30	40		≥70	
荷兰		22.2				
丹麦		12.9				
比利时		5.7				
法国			18			40
波兰	10.9					
挪威 (2022年5月)				30		
爱尔兰		5				
西班牙		3				
埃斯比约宣言		≥65				≥150

资料来源: CNKI《欧洲能源政策的最新动向与解读》, 民生证券研究院

美国: 潜在资源丰富, 政策转向积极。据美国国家可再生能源实验室 (NREL) 测算, 美国的海上风能总资源潜力为 108 亿千瓦, 即每年潜在发电量超过 44 万亿千瓦时, 其中, 各州技术可开发潜力超过 4200GW (固定式+浮式)。从技术上来讲, 美国东北部, 即缅因州、马萨诸塞州、罗德岛州、纽约州、新泽西州具有最好的海上风电发展潜力。

2021 年拜登政府将海风列入能源清洁计划, 设定了到 2030 年实现 30GW 海上风电装机的目标; 2022 年 9 月, 又宣布计划到 2035 年安装 15GW 漂浮式海上。截至 2022 年 5 月 31 日, 美国海风规划总量约为 40041MW; 综合考虑项目规划进度, 及 BNEF(2021)和 4C Offshore(2021)对 2030 年美国海上风电市场累计将达到 26GW 和 32GW 的预测, 预计到实现 2030 年实现 30GW 目标的可能性较大。

图16: 美国各州海风装机目标 (MW)

所在州	装机目标 (MW)	目标年份
马萨诸塞州	5,600	2035
康涅狄格州	2,000	2030
纽约州	9,000	2035
新泽西州	11,000	2040
马里兰州	2,022	2030
弗吉尼亚州	5,200	2034
北卡罗莱纳州	8,000	2040
合计	39,322	-

资料来源: DOE, 民生证券研究院

图17: 美国分区域海风资源储量

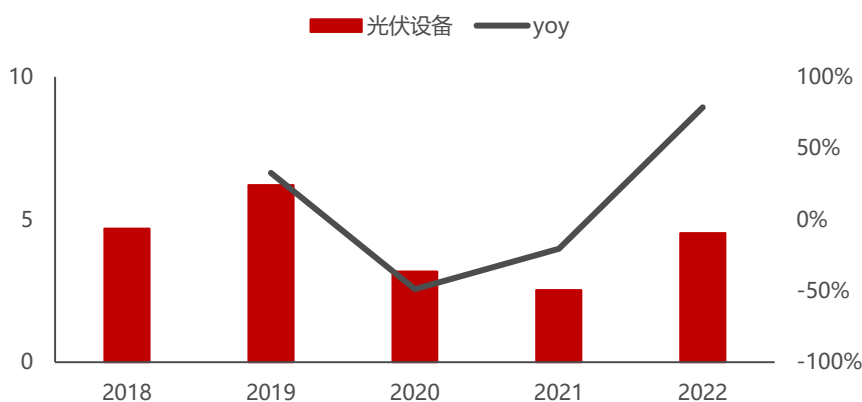


资料来源: NREL, DOE, 民生证券研究院

2.2 光伏：卡位光伏支架，海外产能逐步落地

公司光伏设备产品主要包括固定/可调式光伏支架及追踪式光伏支架，其中固定/可调式光伏支架主要生产工序包括焊接装配、镀锌等，追踪式光伏支架主要生产工序包括制管、镀锌。随着公司重点开发 ATI、Nextracker、阳光电源等国内外知名企业，并通过参与部分客户产品设计、样件开发及改进等方式，增强客户粘性，稳定合作关系，相关业务有望稳步发展，2022 年光伏设备营收 4.52 亿元，同比 +79%。

图18：2018-2022 光伏设备营收（亿元）及同比增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

海外产能逐步落地，拟开拓沙特阿拉伯市场。公司于美国投资设立振江新能(美国)科技股份有限公司，目前已完成相关审批流程，覆盖光伏支架技术开发、光伏支架、钢结构件制造等业务，有益于应对日益激烈的国际市场竞争，满足美国新能源市场对公司光伏支架等产品不断增长的需求，提高公司竞争力和盈利能力；同时，公司于 2023 年 12 月 15 日宣布拟对外投资振江新能科技（阿拉伯）有限责任公司，以应对沙特阿拉伯新能源市场对光伏支架的需求。

图19：公司光伏支架产品



太阳能支架



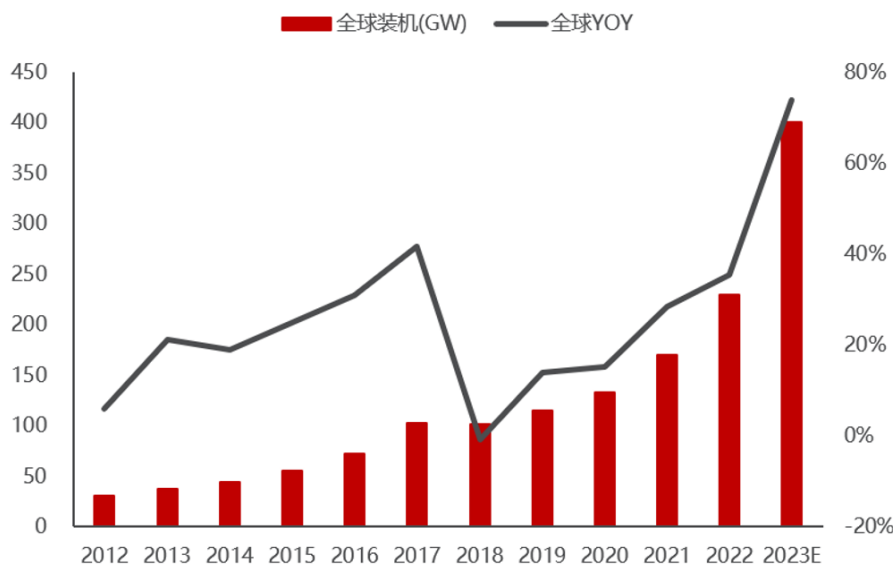
可调式支架

资料来源：公司官网，民生证券研究院

产业链价格触底，光伏需求有望持续高增。随着产能的持续释放，硅料不再是

制约行业发展的瓶颈，随着产业链价格的下行，2023 年全球光伏市场持续高景气，全年装机预计将达到 380GW，同比+65%。展望 2024 年，国内招标提速，欧洲市场去库存加速，美国加息放缓或将提振光伏电站装机需求，中东、亚非拉等地光伏电站将迎来起量，我们预计全球 2024 年装机有望达到 480GW，同比+26%。

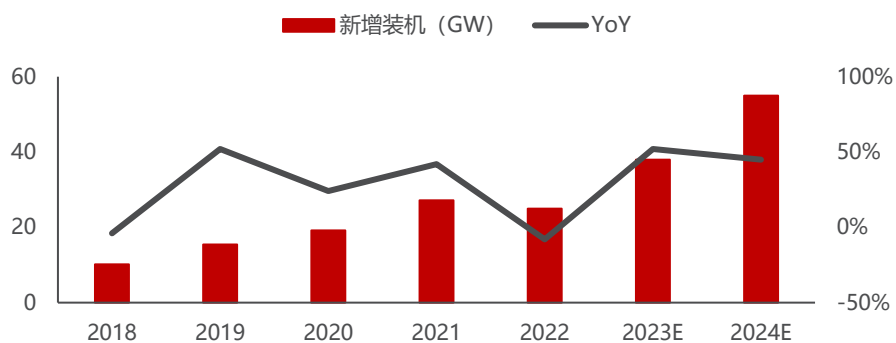
图20：全球光伏新增装机量及预测 (GW)



资料来源：EIA，民生证券研究院

美国 24 年光伏装机或将达到 50GW。根据 EIA 展望报告，2023 年美国光伏发电量约 1630 亿 kWh，2025 年将增长至 2860 亿 kWh，与 2023 年相比增长 75%，发电量占比将从 2023 年的 4% 增至 7%。装机量方面，根据 TrendForce 集邦咨询的预测，2023 和 2024 年美国新增光伏装机分为 38GW/55GW，增速分别为 52%/45%，符合我们之前对美国市场高增速的判断。我们认为，美国电网基础设施的建设速度与用电量增速不匹配，面临较大的用电缺口，故对光伏装机存在刚性需求。此外，24 年 6 月结束的东南亚关税豁免期将对美国组件供应作有效支撑，叠加 ITC 额外补贴申领资格及流程逐步简化清晰与降息预期升温，有望带动美国 24 年光伏装机实现高增。

图21: 2018-2024E 美国光伏新增装机量 (GW)



资料来源: TrendForce, 民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

2021-2023H1, 公司风电、光伏业务在营收中的占比分别为 81%、89%、87%, 为公司主要收入来源, 故业绩拆分中主要分析风电与光伏业务。

风电: 随着全球可再生能源发展加速, 海上风电技术开发及投资规模的日趋高涨, 公司生产的稳定性较高且抗腐蚀性较好的钢结构机舱罩、转子房等风电设备零部件的市场得以迅速发展, 未来市场前景良好, 我们预计 24 年海风或将进入放量期。盈利能力方面, 与 22 年相比, 23 年钢材价格、运费等成本均有所下降, 故公司 2023 年毛利率有所修复。综上, 我们预计公司 23-25 年风电业务收入为 23.47/25.82/30.99 亿元, 毛利率为 22%/21%/21%。

光伏: 随着组件价格的持续降低, 全球集中式电站需求持续增长, 光伏需求持续向好。公司除了在生产光伏支架外, 还在美国设立工厂, 为美国追踪支架集成商 Nextraker、GCS、ATI 配套追踪支架零部件, 随着美国光伏需求回暖, 预计公司支架业务将持续增长。盈利能力方面, 随着运费和钢材价格趋于稳定, 叠加美国产能的持续推进, 我们预计公司光伏支架业务的毛利率将小幅提升, 后续趋于稳定。综上, 预计公司光伏支架业务 23-25 年实现收入 8.77/21.35/30.06 亿元, 毛利率为 13%/13%/13%。

表2: 公司收入拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
风电				
收入 (亿元)	21.34	23.47	25.82	30.99
yoy (%)		10%	10%	20%
成本 (亿元)	18.24	18.31	20.53	24.63
毛利 (亿元)	3.10	5.16	5.29	6.35
毛利率 (%)	15%	22%	21%	21%
光伏支架				
收入 (亿元)	4.52	8.77	21.35	30.06
yoy (%)		94%	143%	41%
成本 (亿元)	3.98	7.63	18.57	26.12
毛利 (亿元)	0.54	1.14	2.78	3.94
毛利率 (%)	12%	13%	13%	13%
紧固件				
收入 (亿元)	1.81	3.50	5.25	6.83
yoy (%)		93%	50%	30%
成本 (亿元)	1.42	2.80	4.20	5.46
毛利 (亿元)	0.39	0.70	1.05	1.37
毛利率 (%)	22%	20%	20%	20%
其他				

收入 (亿元)	1.37	2.00	2.50	3.00
yoy (%)		46%	25%	20%
成本 (亿元)	1.36	1.80	2.25	2.70
毛利 (亿元)	0.01	0.20	0.25	0.30
毛利率 (%)	1%	10%	10%	10%
合计				
收入 (亿元)	29.04	37.75	54.92	70.87
yoy (%)		30%	45%	29%
成本 (亿元)	25.00	30.54	45.54	58.92
毛利 (亿元)	4.04	7.20	9.37	11.95
毛利率 (%)	14%	19%	17%	17%

资料来源: wind, 民生证券研究所预测

3.2 估值分析

我们选择同为优质风光设备厂商的东方电缆、通裕重工、金雷股份和日月股份作为公司估值参考的可比公司。根据 2024 年 2 月 2 日收盘价, 24 年可比公司平均 PE 为 13x, 公司对应估值为 11x, 低于可比公司估值, 处于低估区间。公司风电业务稳步提升, 光伏支架业务有望增厚盈利, 看好公司后续成长性。

表3: 可比公司估值

代码	公司	现价 (元)	EPS (元/股)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603606.SH	东方电缆	35.30	1.22	1.67	2.34	3.12	29	21	15	11
300185.SZ	通裕重工	2.10	0.06	0.09	0.13	0.17	35	23	16	12
300443.SZ	金雷股份	17.20	1.35	1.61	2.28	2.88	13	11	8	6
603218.SH	日月股份	9.14	0.35	0.48	0.62	0.70	26	19	15	13
	平均值						26	19	13	11
603507.SH	振江股份	19.62	0.67	1.30	1.79	2.36	29	15	11	8

资料来源: Wind, 公司公告, 民生证券研究院预测; EPS 均采用 wind 一致预期, 股价采用 2 月 2 日收盘价。

3.3 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 37.75/54.92/70.87 亿元, 增速为 30.0%/45.5%/29.1%; 归母净利润分别为 1.84/2.55/3.36 亿元, 增速为 94.4%/38.5%/31.7%, 对应 2 月 2 日收盘价, 23-25 年 PE 为 15x/11x/8x。考虑海外风电及光伏行业需求景气, 公司持续推进“双海”战略及光伏出海、深化与西门子等知名企业的长期合作, 成长性突出, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

4 风险提示

1) 国际贸易摩擦及宏观环境影响的风险。全球风电设备和光伏设备市场主要集中在美国、亚洲、欧洲等国家或地区，公司产品海外市场也主要集中在美国和欧洲等国家和地区。若国际贸易摩擦升级，主要出口国家对公司主要产品设置政策、关税及其他方面的限制，导致订单量减少，将对公司产品的销售带来不利影响。

2) 汇率波动风险。公司国际业务收入所占比重较高，公司外销业务结算币种主要为美元、欧元，汇率波动对公司经营成果的影响大，存在汇率波动风险。

3) 原材料价格波动风险。公司生产所需主要原材料包括钢材类和油漆材料，其中钢材类材料成本占比较高。近年来，钢材市场价格受国内外市场供求变动影响存在一定波动，可能对公司经营业绩产生一定影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,904	3,775	5,492	7,087
营业成本	2,500	3,054	4,554	5,892
营业税金及附加	17	19	27	35
销售费用	31	58	85	109
管理费用	69	137	200	258
研发费用	92	122	178	230
EBIT	199	360	458	577
财务费用	107	109	110	118
资产减值损失	-21	-28	0	0
投资收益	19	11	16	21
营业利润	131	234	365	481
营业外收支	-5	30	0	0
利润总额	126	264	365	481
所得税	21	66	91	120
净利润	106	198	274	361
归属于母公司净利润	95	184	255	336
EBITDA	421	595	712	847

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	708	1,339	667	650
应收账款及票据	463	589	903	1,165
预付款项	121	153	228	295
存货	1,150	1,394	1,872	2,260
其他流动资产	649	326	426	524
流动资产合计	3,090	3,801	4,095	4,894
长期股权投资	29	41	57	78
固定资产	1,776	1,885	1,881	1,879
无形资产	133	133	133	133
非流动资产合计	2,378	2,790	2,868	2,953
资产合计	5,468	6,590	6,963	7,848
短期借款	898	1,299	1,299	1,299
应付账款及票据	611	502	749	968
其他流动负债	1,017	1,441	1,348	1,728
流动负债合计	2,526	3,242	3,396	3,996
长期借款	94	19	19	19
其他长期负债	559	875	875	875
非流动负债合计	653	894	894	894
负债合计	3,179	4,136	4,290	4,890
股本	143	142	142	142
少数股东权益	50	63	83	108
股东权益合计	2,289	2,454	2,673	2,957
负债和股东权益合计	5,468	6,590	6,963	7,848

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	19.77	29.98	45.49	29.05
EBIT 增长率	-35.12	80.59	27.29	25.97
净利润增长率	-47.20	94.36	38.52	31.70
盈利能力 (%)				
毛利率	13.92	19.08	17.07	16.87
净利润率	3.26	4.87	4.64	4.73
总资产收益率 ROA	1.73	2.79	3.66	4.28
净资产收益率 ROE	4.23	7.69	9.84	11.78
偿债能力				
流动比率	1.22	1.17	1.21	1.22
速动比率	0.60	0.67	0.56	0.56
现金比率	0.28	0.41	0.20	0.16
资产负债率 (%)	58.14	62.76	61.61	62.32
经营效率				
应收账款周转天数	49.62	50.00	50.00	50.00
存货周转天数	167.97	170.00	150.00	140.00
总资产周转率	0.56	0.63	0.81	0.96
每股指标 (元)				
每股收益	0.67	1.30	1.79	2.36
每股净资产	15.77	16.83	18.24	20.06
每股经营现金流	0.36	2.38	1.88	3.16
每股股利	0.20	0.39	0.54	0.71
估值分析				
PE	29	15	11	8
PB	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.22	6.53	5.46	4.59
股息收益率 (%)	1.02	1.98	2.74	3.61

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	106	198	274	361
折旧和摊销	222	235	253	269
营运资金变动	-340	-167	-300	-216
经营活动现金流	51	339	267	448
资本开支	-314	-408	-284	-303
投资	-128	141	0	0
投资活动现金流	-414	-282	-278	-303
股权募资	567	-6	0	0
债务募资	146	743	-518	0
筹资活动现金流	622	575	-660	-163
现金净流量	258	631	-671	-17

插图目录

图 1: 公司年度营业收入及同比变化.....	3
图 2: 公司年度归母净利润及同比变化.....	3
图 3: 公司分季度营业收入及同比变化.....	3
图 4: 公司分季度归母净利润及同比变化.....	3
图 5: 公司分季度毛利率和净利率变化.....	4
图 6: 公司分年度毛利率和净利率变化.....	4
图 7: 主要原材料价格情况 (含税价, 元/吨)	4
图 8: 公司各费用率情况 (%)	4
图 9: 2018-2022 公司分业务收入占比 (亿元)	5
图 10: 2018-2022 风电设备营收 (亿元) 及同比增速 (%)	5
图 11: 2018-2022 各地区营收 (亿元) 及同比增速 (%)	6
图 12: 公司风电产品	7
图 13: 海外主要地区风电装机目标	7
图 14: 2016-2021 年欧洲风电单位投资 (百万欧元/MW)	8
图 15: 欧洲海上风电发展目标 (GW)	8
图 16: 美国各州海风装机目标 (MW)	8
图 17: 美国分区域海风资源储量.....	8
图 18: 2018-2022 光伏设备营收 (亿元) 及同比增速 (%)	9
图 19: 公司光伏支架产品.....	9
图 20: 全球光伏新增装机量及预测 (GW)	10
图 21: 2018-2024E 美国光伏新增装机量 (GW)	11

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司主要产品销售情况.....	5
表 2: 公司收入拆分	12
表 3: 可比公司估值	13
公司财务报表数据预测汇总.....	15

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026