

业绩符合预期, 24年有望受益于行业复苏

投资要点

- **事件:** 2023年营收504.6亿元, 同比增长8.7%; 实现归母净利润13.3亿元, 同比下降44.2%。其中2023Q4营收211.4亿元, 同比增长4.3%, 环比增长104.9%; 归母净利润0.7亿元, 同比增长277.6%, 环比增长644%。
- **盈利短期有所承压, 费用率稳中有降。** 盈利端: 2023年公司销售毛利率/净利率分别为17.1%/3%, 同比下降0.5/2.2pp; 单Q4毛利率/净利率分别为16.5%/0.7%, 分别同比增长5.4/0.6pp。费用端: 公司2023年销售/管理(不含研发)/财务费用率分别为6.3%/3.9%/2.2%, 分别同比-0.6pp/-0.3pp/-0.08pp, 整体费用率管控较好。
- **风场业务收入快速增长, 风机业务有望受益于行业复苏稳中有升。** 2023年公司风场投资与开发收入109亿元, 同比增长58%, 其中发电收入64亿元, 电站产品化收入约45亿元, 整体风场业务毛利率47.3%, 同比下降18pp, 主要系新增电站产品化业务毛利率较低所致。2023年公司风机实现出货17.1GW, 同比下降10.5%, 风机营业收入329.4亿元, 同比增长1%。2023年公司在国内风电新增装机容量达15.7GW, 国内市场份额占比20%, 连续十三年排名全国第一; 全球新增装机容量16.4GW, 公司在全球市场份额13.9%, 全球排名蝉联第一。2024年风电项目核准开工有望加速, 公司作为风机头部企业有望充分受益于行业需求复苏。
- **风电后服务、水务业务规模继续增长、储能业务实现0到1突破。** 风电业务2023年风电服务实现营收52.4亿元, 同比下降7%, 其中后服务收入30.3亿元, 同比增长23%; 水务业务2023年收入10.3亿元, 同比增长14%; 储能业务2023年实现0到1的突破, 建成3GWh产能, 覆盖国内大储、工商储和国际场景, 全年国内实现中标3-4GWh, 跃居全国中标量前四。公司实现业务多元布局, 打开长期增长空间。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年营收分别为574.3亿元、650.7亿元、736.6亿元; 受益于风电行业复苏, 公司未来三年归母净利润有望实现较大回升, 预计2024-2026年同比增速分别为52.6%/30.5%/20.5%。全球风电业务市场空间广阔, 公司专注于技术积累与创新, 未来产品销售结构优化, 有望提升公司盈利能力, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 经济环境及汇率波动风险; 原材料价格上涨风险; 国家支持与引导政策调整风险; 风电订单需求不及预期、产能利用率下降风险。

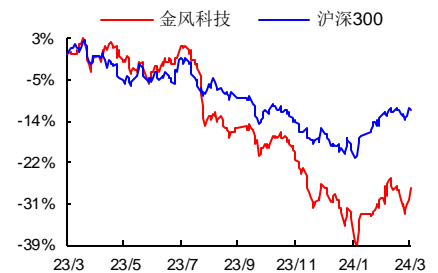
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	50457.19	57432.25	65069.08	73657.16
增长率	8.66%	13.82%	13.30%	13.20%
归属母公司净利润(百万元)	1331.00	2031.36	2649.84	3193.88
增长率	-44.16%	52.62%	30.45%	20.53%
每股收益EPS(元)	0.32	0.48	0.63	0.76
净资产收益率ROE	3.78%	5.08%	6.27%	7.09%
PE	25	16	13	10
PB	0.89	0.89	0.84	0.79

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn
联系人: 李昂
电话: 021-58351923
邮箱: liang@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)	42.25
流通A股(亿股)	33.94
52周内股价区间(元)	6.62-11.37
总市值(亿元)	334.63
总资产(亿元)	1,434.95
每股净资产(元)	8.42

相关研究

1. 金风科技(002202): 盈利短期承压, 产业链协同持续推进(2023-08-25)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2023 年风电项目核准招标滞后影响公司装机业绩，2024 年有望随行业复苏开始向好，且公司 MSPM 产品逐步起量，结合公司目前在手订单情况，预计 2024-2026 年公司风机及零部件销量同比增长约 19%/12%/12%。

假设 2：考虑风机大型化趋势，公司目前大型风机储备充足，随着大型风机销售占比的提升及行业端装机回暖，公司毛利率有望逐步修复。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
风机及零部件销售	收入	32937.0	39322.8	44129.0	49388.8
	增速	1.0%	19.4%	12.2%	11.9%
	毛利率	6.4%	10.0%	11.0%	10.9%
风电服务	收入	5241.5	5765.7	6342.2	6976.4
	增速	-7.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%
风电场开发	收入	10915.0	10912.4	13094.9	15713.9
	增速	58.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	47.3%	45.0%	45.0%	45.0%
其他业务	收入	1363.2	1431.4	1503.0	1578.1
	增速	6.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	24.7%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	收入	50457.2	57432.3	65069.1	73657.2
	增速	8.7%	13.8%	13.3%	13.2%
	毛利率	19.2%	18.0%	19.0%	19.3%

数据来源：Wind, 西南证券

综合公司业务范围，我们选取风电主机厂企业如明阳智能、运达股份、三一重能进行估值比较，较为合理。从 PE 角度看，2024 年行业可比公司估值为 10 倍，公司为陆上风机龙头，专注于技术积累与创新，MSPM 成规模逐渐交付，未来产品销售结构优化，且伴随风电行业需求释放，打开增长空间，维持“持有”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2024/04/02）

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A/E	24E	25E	26E	23A/E	24E	25E	26E
601615.SH	明阳智能	9.84	1.33	1.85	2.26	-	7.40	5.32	4.35	-
300772.SZ	运达股份	9.67	0.83	1.1	1.54	-	11.65	8.79	6.28	-
688349.SH	三一重能	29.00	1.66	1.98	2.39	--	17.47	14.65	12.13	-
平均值							12.17	9.59	7.59	-

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)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	50457.19	57432.25	65069.08	73657.16	净利润	1522.20	2037.70	2658.47	3193.88
营业成本	41807.42	47078.41	52696.99	59430.56	折旧与摊销	2661.34	4707.65	4707.65	4707.65
营业税金及附加	230.90	152.65	448.98	352.98	财务费用	1131.22	1148.65	976.04	1104.86
销售费用	3164.75	3560.80	4034.28	4566.74	资产减值损失	-448.35	0.00	0.00	0.00
管理费用	1958.14	4364.85	4750.04	5156.00	经营营运资本变动	3062.99	-1181.28	-2231.09	-2489.39
财务费用	1131.22	1148.65	976.04	1104.86	其他	-6075.36	-2066.21	-2041.50	-2015.36
资产减值损失	-448.35	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1854.04	4646.51	4069.56	4501.65
投资收益	2245.62	2200.00	2200.00	2200.00	资本支出	-5885.39	-5000.00	-5000.00	-5000.00
公允价值变动损益	348.70	100.00	100.00	100.00	其他	4061.69	1921.22	1924.26	1924.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1823.70	-3078.78	-3075.74	-3075.74
营业利润	2599.24	3426.89	4462.75	5346.02	短期借款	-785.67	-86.10	0.00	0.00
其他非经营损益	-80.01	-54.53	-63.02	-60.19	长期借款	-215.57	0.00	0.00	0.00
利润总额	2519.23	3372.37	4399.73	5285.83	股权融资	8.59	0.00	0.00	0.00
所得税	997.02	1334.67	1741.26	2091.95	支付股利	0.00	-266.20	-406.27	-529.97
净利润	1522.20	2037.70	2658.47	3193.88	其他	-1000.50	-2282.65	-228.90	-357.73
少数股东损益	191.20	6.34	8.63	0.00	筹资活动现金流净额	-1993.16	-2634.95	-635.18	-887.69
归属母公司股东净利润	1331.00	2031.36	2649.84	3193.88	现金流量净额	-2208.61	-1067.21	358.65	538.21
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	14245.18	13177.97	13536.62	14074.83	成长能力				
应收和预付款项	28205.98	32070.15	36305.08	41097.74	销售收入增长率	8.66%	13.82%	13.30%	13.20%
存货	15257.24	16946.23	18964.26	21389.17	营业利润增长率	-6.35%	31.84%	30.23%	19.79%
其他流动资产	6121.07	4066.66	4414.90	4806.52	净利润增长率	-37.53%	33.87%	30.46%	20.14%
长期股权投资	4854.39	4854.39	4854.39	4854.39	EBITDA 增长率	-0.69%	45.24%	9.30%	9.97%
投资性房地产	9.25	12.29	12.29	12.29	获利能力				
固定资产和在建工程	41805.33	42980.68	44156.03	45331.39	毛利率	17.14%	18.03%	19.01%	19.31%
无形资产和开发支出	7522.98	6649.12	5775.27	4901.41	三费率	12.39%	15.80%	15.00%	14.70%
其他非流动资产	25473.17	25839.76	26206.35	26572.94	净利率	3.02%	3.55%	4.09%	4.34%
资产总计	143494.60	146597.26	154225.20	163040.68	ROE	3.78%	5.08%	6.27%	7.09%
短期借款	386.10	300.00	300.00	300.00	ROA	1.06%	1.39%	1.72%	1.96%
应付和预收款项	44163.39	46761.98	52339.88	59032.44	ROIC	6.88%	8.44%	9.52%	10.54%
长期借款	28150.61	28150.61	28150.61	28150.61	EBITDA/销售收入	12.67%	16.16%	15.59%	15.15%
其他负债	30565.58	31265.38	31063.23	30522.23	营运能力				
负债合计	103265.69	106477.98	111853.73	118005.29	总资产周转率	0.36	0.40	0.43	0.46
股本	4225.07	4225.07	4225.07	4225.07	固定资产周转率	1.57	1.79	2.30	3.01
资本公积	12156.66	12156.66	12156.66	12156.66	应收账款周转率	1.91	1.97	1.97	1.97
留存收益	19347.03	21112.19	23355.76	26019.67	存货周转率	3.30	2.92	2.93	2.94
归属母公司股东权益	37609.90	37493.93	39737.49	42401.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.91%	—	—	—
少数股东权益	2619.01	2625.35	2633.98	2633.98	资本结构				
股东权益合计	40228.91	40119.28	42371.47	45035.39	资产负债率	71.96%	72.63%	72.53%	72.38%
负债和股东权益合计	143494.60	146597.26	154225.20	163040.68	带息债务/总负债	27.63%	26.72%	25.44%	24.11%
					流动比率	1.01	1.01	1.04	1.08
					速动比率	0.77	0.75	0.77	0.79
					股利支付率	0.00%	13.10%	15.33%	16.59%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	6391.80	9283.19	10146.44	11158.53	每股收益	0.32	0.48	0.63	0.76
PE	25.14	16.47	12.63	10.48	每股净资产	8.90	8.87	9.41	10.04
PB	0.89	0.89	0.84	0.79	每股经营现金	0.44	1.10	0.96	1.07
PS	0.66	0.58	0.51	0.45	每股股利	0.00	0.06	0.10	0.13
EV/EBITDA	4.06	2.86	2.54	2.23					
股息率	0.00%	0.80%	1.21%	1.58%					

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知情范围内，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
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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
