

# 泰胜风能 (300129.SZ)

优于大市

陆塔出口高速增长，国内海风有望逐步复苏

## 核心观点

**上半年业绩实现同比增长，盈利能力有所提升。**上半年公司实现营收 16.56 亿元，同比-0.84%；归母净利润 1.3 亿元，同比+9.45%。上半年公司毛利率 19.97%，同比+0.98pct；净利率 7.8%，同比+0.83pct。上半年汇兑收益对净利润的影响相比去年同期增加 0.18 亿元，信用减值损失对净利润的负面影响相比去年减少 0.24 亿元。

**二季度业绩同环比大幅增长，海外业务占比提升拉高毛利率。**二季度公司实现营收 9.99 亿，同比+15.49%，环比+52.02%；归母净利润 0.75 亿，同比+170.07%，环比+37.03%。二季度毛利率 19.87%，同比+3.8pct，环比-0.25pct，净利率 7.36%，同比+4.23pct，环比-1.24pct。

**陆塔出口保持快速增长，毛利率显著高于国内。**上半年公司陆上风电装备业务发展态势良好，实现收入 14.98 亿元，同比增长 17.20%；其中内销收入 6.09 亿元，同比-3%，外销收入 8.89 亿元，同比+37%，出口收入占比达 59%。上半年受国内陆风需求平淡、钢塔需求萎缩都因素影响，陆上钢塔行业整体承压；公司陆塔出口保持快速增长，陆塔出口龙头地位稳固。

**上半年国内海风交付承压，下半年有望有所好转。**上半年公司海上风电与海工装备收入 1.11 亿元，同比-65.51%，毛利率 3.26%，同比-8.14pct。上半年国内海风开工、交付节奏不及预期，行业整体承压，公司收入大幅下滑，毛利率受产能利用率较低影响明显下降。

**前瞻布局混塔市场，推动蓝岛产能技改满足“两海”需求。**2023 年以来公司进入混塔市场，并河北、广西、内蒙古等地布局产能，混塔最大年产能可达 520 套。为满足“两海”市场新需求，泰胜蓝岛基地已在规划实施技术改造，预计年内完成技改；同时，公司在德国设立了欧洲销售中心，以把握一线市场机会、拓展国外新产品订单，同时更积极及时响应海外客户需求。

**风险提示：**海外市场开拓不及预期；扩产不及预期；行业竞争加剧。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到上半年国内风电行业需求情况和公司海工扩产进度，下调盈利预测。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 4.36/6.30/7.57 亿元（24-25 年原预测值为 6.91/9.91 亿元），当前股价对应 PE 分别为 14/10/8 倍，维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,127	4,813	5,116	6,423	7,570
(+/-%)	-18.8%	53.9%	6.3%	25.5%	17.9%
净利润(百万元)	275	292	436	630	757
(+/-%)	6.3%	6.4%	49.2%	44.5%	20.1%
每股收益(元)	0.72	0.31	0.47	0.67	0.81
EBIT Margin	8.0%	8.6%	10.0%	11.8%	12.1%
净资产收益率 (ROE)	7.9%	7.0%	9.6%	12.6%	13.5%
市盈率 (PE)	9.3	21.4	14.4	9.9	8.3
EV/EBITDA	17.0	19.1	15.2	11.6	10.1
市净率 (PB)	0.63	1.44	1.33	1.19	1.06

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 电力设备·风电设备

证券分析师：王蔚祺

证券分析师：王晓声

010-88005313

010-88005231

wangweiqi2@guosen.com.cn wangxiaosheng@guosen.com.cn

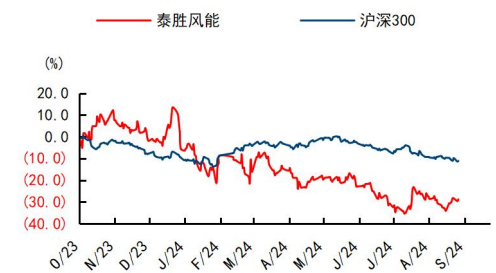
S0980520080003

S0980523050002

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	6.70 元
总市值/流通市值	6264/4452 百万元
52 周最高价/最低价	10.97/6.03 元
近 3 个月日均成交额	72.46 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

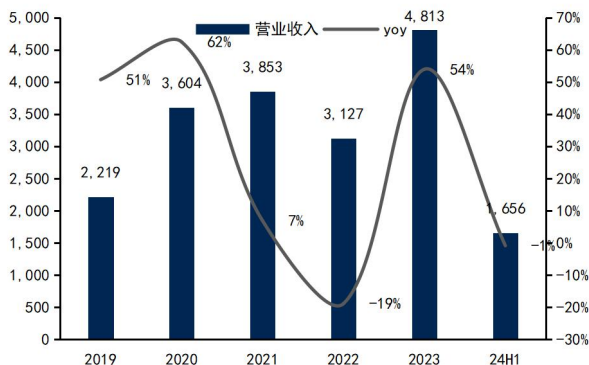
《泰胜风能 (300129.SZ) - 出货量环比大幅提升，两海业务未来可期》——2023-10-28

《泰胜风能 (300129.SZ) - 盈利能力显著提升，“两海”布局迎来拐点》——2023-04-29

《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》——2023-03-05

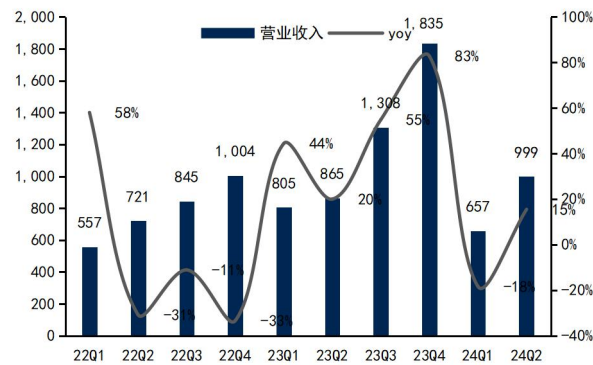
上半年业绩实现同比增长，盈利能力有所提升。上半年公司实现营收 16.56 亿元，同比-0.84%；归母净利润 1.3 亿元，同比+9.45%；扣非净利润 1.2 亿元，同比+18.39%。上半年公司毛利率 19.97%，同比+0.98pct；净利率 7.8%，同比+0.83pct。上半年汇兑收益对净利润的影响相比去年同期增加 0.18 亿元，信用减值损失对净利润的负面影响相比去年减少 0.24 亿元。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



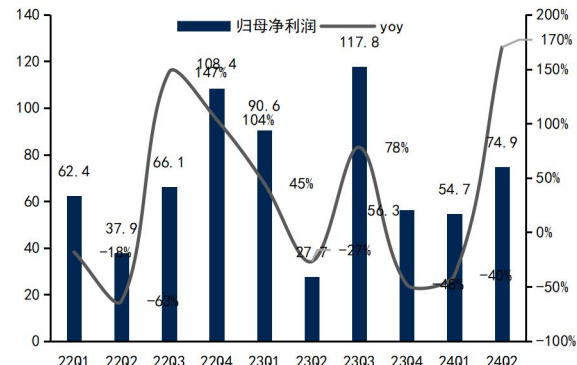
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



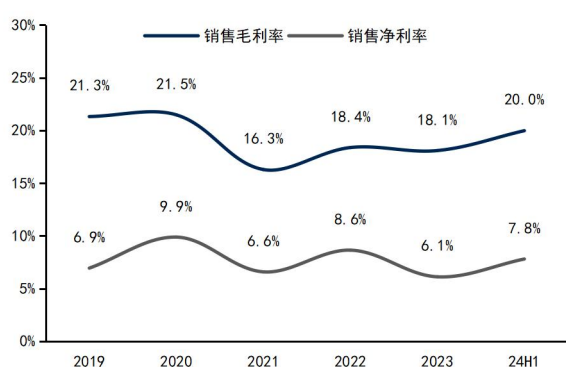
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



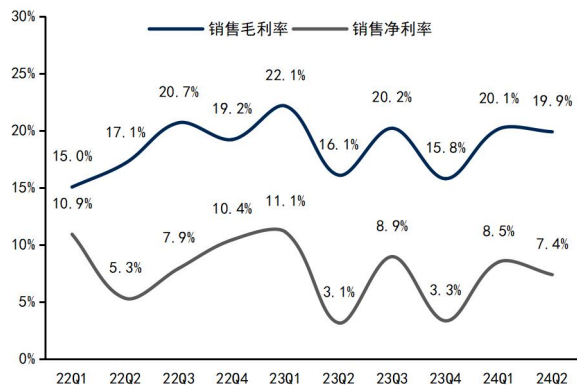
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

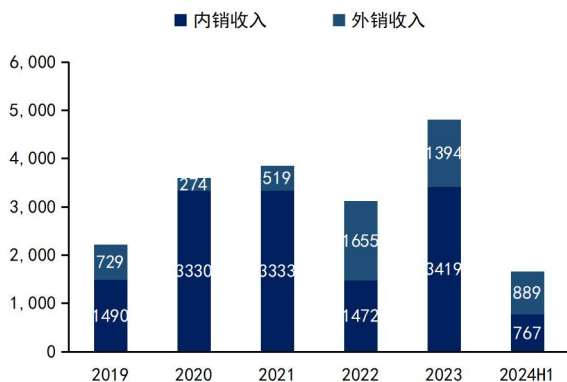
图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

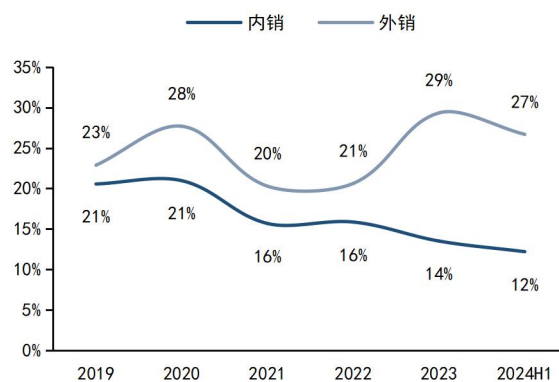
**二季度业绩同环比大幅增长，海外业务占比提升拉高毛利率。**二季度公司实现营业收入 9.99 亿，同比+15.49%，环比+52.02%；归母净利润 0.75 亿，同比+170.07%，环比+37.03%；扣非净利润 0.69 亿元，同比+150.43%，环比+33.31%。二季度毛利率 19.87%，同比+3.8pct，环比-0.25pct，净利率 7.36%，同比+4.23pct，环比-1.24pct。

图7: 公司国内外收入情况 (单位: 百万元, )



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司国内外毛利率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**陆塔出口保持快速增长，毛利率显著高于内销。**上半年公司陆上风电装备（含混凝土塔筒）业务发展态势良好，在手业务订单较为充足，陆上风电装备业务实现收入 14.98 亿元，同比增长 17.20%；其中内销收入 6.09 亿元，同比-3%，外销收入 8.89 亿元，同比+37%，出口收入占比达 59%。上半年受国内陆风需求平淡、钢塔需求萎缩都因素影响，陆上钢塔行业整体承压；公司陆塔出口保持快速增长，陆塔出口龙头地位稳固。

**上半年国内海风交付承压，下半年有望有所好转。**上半年公司海上风电与海工装备收入 1.11 亿元，同比-65.51%，毛利率 3.26%，同比-8.14pct.。上半年国内海风开工、交付节奏不及预期，行业整体承压，公司收入大幅下滑，毛利率受产能利用率较低影响明显下降。

**前瞻布局混塔市场，推动蓝岛产能技改满足“两海”需求。**2023 年以来公司进入混塔市场，并于河北、广西、内蒙古等地布局了生产基地，混塔最大年产能可达 520 套。为满足“两海”市场新需求，泰胜蓝岛基地已在规划实施技术改造，预计年内完成技改；同时，公司在德国设立了欧洲销售中心，以把握一线市场机会、拓展国外新产品订单，同时更积极及时响应海外客户需求。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优大于市”评级。考虑到上半年国内风电行业需求情况和公司海工扩产进度，下调盈利预测。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 4.36/6.30/7.57 亿元（24-25 年原预测值为 6.91/9.91 亿元），当前股价对应 PE 分别为 14/10/8 倍，维持“优大于市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (23A)	投资评级
				23A	24E	25E	23A	24E	25E		
300129.SZ	泰胜风能	6.7	63	0.31	0.47	0.67	21.4	14.4	9.9	6.8	优大于市
002531.SZ	天顺风能	7.08	127	0.44	0.71	1.02	16.1	10.0	6.9	8.9	-
002487.SZ	大金重工	20.17	129	0.67	0.94	1.37	30.1	21.5	14.7	6.1	-
301155.SZ	海力风电	39.89	87	-0.41	1.95	3.32	-97.3	20.5	12.0	-1.6	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 可比公司均采用 Wind 一致预测

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1273	850	800	800	800	营业收入	3127	4813	5116	6423	7570
应收款项	2106	2730	2102	2640	3111	营业成本	2552	3943	4134	5176	6110
存货净额	1803	1778	2243	2816	3318	营业税金及附加	13	20	26	32	38
其他流动资产	370	499	413	518	489	销售费用	19	32	33	39	45
<b>流动资产合计</b>	<b>5756</b>	<b>5982</b>	<b>5616</b>	<b>6840</b>	<b>7795</b>	管理费用	134	192	189	193	212
固定资产	833	1112	1150	1183	1212	研发费用	157	213	220	225	250
无形资产及其他	209	248	252	255	259	财务费用	(13)	51	0	26	38
投资性房地产	374	524	409	450	530	投资收益	(0)	6	0	0	0
长期股权投资	0	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	(48)	(99)	(30)	(30)	(30)
<b>资产总计</b>	<b>7172</b>	<b>7869</b>	<b>7429</b>	<b>8731</b>	<b>9798</b>	其他收入	83	69	10	10	10
短期借款及交易性金融负债	154	115	1093	1501	1617	营业利润	298	340	494	713	857
应付款项	2170	2592	667	837	990	营业外净收支	(0)	(5)	0	0	0
其他流动负债	200	151	150	186	220	<b>利润总额</b>	<b>298</b>	<b>335</b>	<b>494</b>	<b>713</b>	<b>857</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2807</b>	<b>3061</b>	<b>2165</b>	<b>2846</b>	<b>3205</b>	所得税费用	27	41	59	86	103
长期借款及应付债券	0	149	229	309	389	少数股东损益	(5)	2	(2)	(3)	(3)
其他长期负债	306	321	321	321	321	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>275</b>	<b>292</b>	<b>436</b>	<b>630</b>	<b>757</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>306</b>	<b>470</b>	<b>550</b>	<b>630</b>	<b>710</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3113</b>	<b>3531</b>	<b>2715</b>	<b>3476</b>	<b>3915</b>	净利润	275	292	436	630	757
少数股东权益	19	39	37	34	30	资产减值准备	(28)	(86)	(10)	(10)	(10)
股东权益	4039	4300	4678	5221	5852	折旧摊销	83	98	79	83	88
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7172</b>	<b>7869</b>	<b>7429</b>	<b>8731</b>	<b>9798</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(13)	51	0	26	38
每股收益	0.72	0.31	0.47	0.67	0.81	营运资本变动	(744)	(496)	(1557)	(952)	(711)
每股红利	0.12	0.06	0.09	0.13	0.16	其它	118	(18)	8	33	45
每股净资产	10.59	4.64	5.04	5.62	6.29	<b>经营活动现金流</b>	<b>(296)</b>	<b>(209)</b>	<b>(1043)</b>	<b>(215)</b>	<b>169</b>
ROIC	7%	9%	9%	10%	11%	资本开支	(174)	(436)	(120)	(120)	(120)
ROE	8%	7%	10%	13%	14%	其它投资现金流	(51)	127	115	(40)	(80)
毛利率	18%	18%	19%	19%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(224)</b>	<b>(309)</b>	<b>(5)</b>	<b>(160)</b>	<b>(200)</b>
EBIT Margin	8%	9%	10%	12%	12%	权益性融资	1062	25	0	0	0
EBITDA Margin	11%	11%	12%	13%	13%	负债净变化	124	174	1057	489	195
收入增长	-19%	54%	6%	26%	18%	支付股利、利息	(56)	(47)	(58)	(87)	(126)
净利润增长率	6%	6%	49%	44%	20%	其它融资现金流	13	(51)	(0)	(26)	(38)
资产负债率	43%	45%	37%	40%	40%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1143</b>	<b>101</b>	<b>998</b>	<b>376</b>	<b>31</b>
股息率	2.2%	1.8%	0.9%	1.4%	2.0%	<b>现金净变动</b>	<b>623</b>	<b>(417)</b>	<b>(50)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	9.34	21.42	14.35	9.94	8.27	货币资金的期初余额	674	1273	850	800	800
P/B	0.63	1.44	1.33	1.19	1.06	货币资金的期末余额	1273	850	800	800	800
EV/EBITDA	17.03	19.11	15.15	11.56	10.15	企业自由现金流	(607)	(469)	(1146)	(321)	62
						权益自由现金流	(472)	(340)	(89)	145	224

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。本报告仅供我公司客户使用，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