

收入端拐点初显，23年盈利有望修复向上

投资要点

- **事件:** 2022年, 公司实现营收120.8亿元, 同比下降48.6%; 实现归母净利润-3.4亿元, 同比下降166.7%; 扣非归母净利润-4.9亿元, 同比下降218.4%。其中四季度公司实现营收53.7亿元, 同比增长21.3%, 环比增长252.3%。
- **风机大型化与深远海漂浮式商业化趋势明确, 海上风电龙头受益。** 2022年风电机组大型化提速, 陆上研发布局8MW-10MW及10MW以上, 海上10MW成新起点, 15MW以上为预研重点。同时, 近海资源趋近饱和, 海上风电逐渐驶向深水远海。根据GWEC数据, “十四五”期间为漂浮式的前商业化阶段, 预计2026年全球漂浮式新增装机容量将达1166MW, 复合增长率达到83%。2022年12月, 公司全球首台风渔融合漂浮式风机成功生产下线, 结合公司海风技术积累优势, 中长期有望受益漂浮式带来新业绩增量。
- **综合考虑“ $\alpha + \beta$ ”, 公司全年业绩修复可期。** 尽管公司2022年受补贴政策变化、疫情反复及招标价格下降等因素影响, 全年业绩下滑严重, 但公司仍保持海风新增装机龙头地位, 2022年市占率28%。伴随下游建设成本走低, 2023年海风开工建设趋势向好, 全年有望实现装机8-10GW, 同比翻倍增长, 海风龙头有望迎复苏。此外, 产品端: 公司陆上卓刻平台风电机组容量覆盖5MW-8MW, 海上海神平台风电机组容量覆盖12MW-16MW, 并可扩容至18MW; 产业链端: 已掌握叶片、驱动链、混塔等上游核心零部件研发技术, 其中叶片已建厂, 混塔、齿轮箱和发电机实现应用, 实现降本; 同时积极推进下游风电场开发投资与运维服务工作, 提升盈利水平。
- **产品加速智能升级, 在手订单饱满支撑规模扩张。** 2022年9月, “Poseidon”海神平台首款EW8.5-230风机完成首台吊装, 刷新全球已吊装最大风轮直径风机记录, 引领海上风电正式迈入230米风轮时代; 2022年12月, 装有“Petrel”海燕平台EW11.0-208风机实现并网发电, 刷新全球已并网运行风机的单机容量记录。此外, 公司2022年新增订单6206MW, 同比增长106.1%, 其中已中标尚未签订合同订单808MW, 累计在手订单9790.2MW, 同比增长23.2%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年营收分别为161.3亿元、201.3亿元、239.4亿元, 受益海风行业复苏, 公司未来三年归母净利润有望实现较大回升, 预计23年扭亏为盈, 24-25年同比增速分别为153.56%/56.43%。海上风电业务市场空间广阔, 23年市场整体向好, 公司专注于技术平台优化, 布局核心零部件, 有望提升公司盈利能力, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 核心零部件交付紧缺风险; 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。

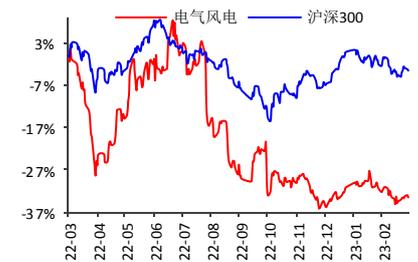
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12075.14	16125.51	20131.13	23941.86
增长率	-49.63%	33.54%	24.84%	18.93%
归属母公司净利润(百万元)	-338.07	166.68	422.65	661.14
增长率	-166.68%	-	153.56%	56.43%
每股收益EPS(元)	-0.25	0.13	0.32	0.50
净资产收益率ROE	-4.73%	2.28%	5.49%	7.98%
PE	-25	50	20	13
PB	1.16	1.14	1.08	1.00

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: Wind

基础数据

总股本(亿股)	13.33
流通A股(亿股)	5.17
52周内股价区间(元)	5.95-10.24
总市值(亿元)	82.93
总资产(亿元)	302.08
每股净资产(元)	5.36

相关研究

1. 电气风电(688660): 海风业绩短期受损, 长期向好趋势不变 (2022-08-24)
2. 电气风电(688660): 业绩稳定增长, 技术优化降本增效 (2022-03-30)

盈利预测

关键假设：

假设 1：由于 2022 年为海风平价元年，叠加疫情影响及国内经济形式低迷，公司 2022 年海风业绩受损严重。2023 年有望随行业复苏开始向好，预计 2023-2025 年公司海风销量增速分别为 82%/40%/30%，风机价格受下游开工建设成本下行影响，预计含塔筒均价分别为 3400/3100/2900 元/kw。

假设 2：陆风市场保持较为稳定增长，增速不及海上，预计 2023-2025 年公司陆风销量增速分别为 65%/30%/20%，含塔筒均价分别为 1850/1700/1600 元/kw

假设 3：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，及原材料端批量自制，公司毛利率有望逐步修复。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 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		2022A	2023E	2024E	2025E
风机及零部件销售	收入	11670.8	15595.0	19437.0	23043.8
	增速	-50.5%	33.6%	24.6%	18.6%
	毛利率	15.00%	15.5%	16.0%	15.00%
提供劳务	收入	222.4	289.2	375.9	488.7
	增速	30.1%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	9.4%	10.0%	10.0%	10.0%
风机配套工程	收入	1.3	1.5	1.8	2.2
	增速	-98.1%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	-75.4%	5.0%	5.0%	5.0%
风电场发电	收入	82.2	131.4	197.2	276.0
	增速	79.2%	60.0%	50.0%	40.0%
	毛利率	47.7%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务	收入	98.5	108.3	119.2	131.1
	增速	-12.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	15.4%	16.0%	16.0%	16.0%
合计	收入	12075.1	16125.5	20131.1	23941.8
	增速	-49.6%	33.5%	24.8%	18.9%
	毛利率	14.2%	16.6%	17.2%	17.9%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

综合公司业务范围，我们选取风电主机厂行业主流公司金风科技、明阳智能，运达股份进行估值比较较为合理。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E
002202.SZ	金风科技	430	11.12	0.82	0.76	0.91	-	14.63	12.22	10.02	-
601615.SH	明阳智能	507	22.30	1.59	1.85	2.31	-	12.05	9.65	7.80	-
300772.SZ	运达股份	104	14.78	1.45	0.93	1.13	--	15.89	13.08	11.37	-
平均值								14.19	11.65	9.58	-
688660.SH	电气风电	83	6.22	-0.25	0.13	0.32	0.50	-25	50	20	13

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，2023 年公司估值为 50 倍，行业可比公司估值为 11.7 倍，PE 较高的原因为 23 年为公司业绩修复初期，利润较低，仅初步实现扭亏为盈。公司专注于技术平台优化，布局核心零部件，成本端有望下行，且伴随漂浮式深远海发展，打开增长空间，维持“持有”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12075.14	16125.51	20131.13	23941.86	净利润	-338.10	166.70	422.68	661.20
营业成本	10358.82	13442.86	16662.31	19655.91	折旧与摊销	379.98	303.47	303.47	303.47
营业税金及附加	35.57	54.79	66.99	165.20	财务费用	47.95	32.25	40.26	47.88
销售费用	1157.25	1290.04	1560.16	1795.64	资产减值损失	-33.68	-60.00	-60.00	-60.00
管理费用	538.11	1209.41	1459.51	1675.93	经营营运资本变动	-522.91	2123.65	1571.89	1070.53
财务费用	47.95	32.25	40.26	47.88	其他	-250.79	29.56	93.99	91.76
资产减值损失	-33.68	-60.00	-60.00	-60.00	经营活动现金流净额	-717.56	2595.63	2372.30	2114.85
投资收益	116.93	-20.00	10.00	10.00	资本支出	-1629.64	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	23.00	19.16	21.31	20.87	其他	119.56	-0.84	31.31	30.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1510.08	-100.84	-68.69	-69.13
营业利润	-455.16	155.30	433.20	692.17	短期借款	75.95	-75.95	0.00	0.00
其他非经营损益	6.73	25.89	26.24	26.53	长期借款	1370.79	0.00	0.00	0.00
利润总额	-448.43	181.20	459.44	718.70	股权融资	2.70	0.00	0.00	0.00
所得税	-110.34	14.50	36.76	57.50	支付股利	-153.33	67.61	-33.34	-84.53
净利润	-338.10	166.70	422.68	661.20	其他	572.12	-1147.08	-40.26	-47.88
少数股东损益	-0.03	0.01	0.04	0.06	筹资活动现金流净额	1868.23	-1155.42	-73.60	-132.41
归属母公司股东净利润	-338.07	166.68	422.65	661.14	现金流量净额	-359.30	1339.37	2230.01	1913.31
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5680.15	7019.52	9249.53	11162.83	成长能力				
应收和预付款项	3930.46	4012.85	5131.14	6289.94	销售收入增长率	-49.63%	33.54%	24.84%	18.93%
存货	1795.37	2374.85	2953.19	3490.95	营业利润增长率	-190.23%	134.12%	178.94%	59.78%
其他流动资产	6931.86	718.71	897.24	1067.09	净利润增长率	-166.68%	149.31%	153.56%	56.43%
长期股权投资	335.19	335.19	335.19	335.19	EBITDA 增长率	-103.00%	1903.15%	58.23%	34.31%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3851.78	3693.75	3535.72	3377.70	毛利率	14.21%	16.64%	17.23%	17.90%
无形资产和开发支出	203.48	159.47	115.45	71.44	三费率	14.44%	15.70%	15.20%	14.70%
其他非流动资产	7479.71	7478.28	7476.85	7475.41	净利率	-2.80%	1.03%	2.10%	2.76%
资产总计	30207.99	25792.61	29694.31	33270.56	ROE	-4.73%	2.28%	5.49%	7.98%
短期借款	75.95	0.00	0.00	0.00	ROA	-1.12%	0.65%	1.42%	1.99%
应付和预收款项	12714.53	10623.32	13678.83	16253.62	ROIC	17.17%	-7.46%	-10.95%	-13.16%
长期借款	1884.92	1884.92	1884.92	1884.92	EBITDA/销售收入	-0.23%	3.05%	3.86%	4.36%
其他负债	8382.57	5968.93	6425.77	6850.56	营运能力				
负债合计	23057.97	18477.17	21989.51	24989.09	总资产周转率	0.40	0.58	0.73	0.76
股本	1333.33	1333.33	1333.33	1333.33	固定资产周转率	7.04	10.28	15.36	22.75
资本公积	5116.19	5116.19	5116.19	5116.19	应收账款周转率	4.51	4.92	5.42	5.13
留存收益	622.16	856.46	1245.77	1822.39	存货周转率	3.41	6.29	6.16	6.03
归属母公司股东权益	7140.57	7305.99	7695.30	8271.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.54%	—	—	—
少数股东权益	9.45	9.46	9.50	9.56	资本结构				
股东权益合计	7150.02	7315.45	7704.80	8281.47	资产负债率	76.33%	71.64%	74.05%	75.11%
负债和股东权益合计	30207.99	25792.61	29694.31	33270.56	带息债务/总负债	11.75%	14.25%	11.98%	10.54%
					流动比率	1.07	1.13	1.14	1.16
					速动比率	0.97	0.94	0.95	0.97
					股利支付率	-45.36%	-40.56%	7.89%	12.79%
					每股指标				
					每股收益	-0.25	0.13	0.32	0.50
					每股净资产	5.36	5.48	5.77	6.20
					每股经营现金	-0.54	1.95	1.78	1.59
					每股股利	0.12	-0.05	0.03	0.06
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	-27.23	491.03	776.93	1043.52					
PE	-24.53	49.75	19.62	12.54					
PB	1.16	1.14	1.08	1.00					
PS	0.69	0.51	0.41	0.35					
EV/EBITDA	40.27	-7.25	-7.45	-7.38					
股息率	1.85%	—	0.40%	1.02%					

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有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	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