

海锅股份 (301063)

证券研究报告

2023 年 01 月 15 日

“风电+油服”景气行业双轮驱动，产能释放未来可期

公司简介

公司两大主营业务为风电装备锻件和油气装备锻件。2022 年上半年，得益于油气行业景气度提升，油气装备锻件营收同比+75%，公司营收达 5.9 亿元，同比+13%。2023 年我们预计风电和油气装备锻件两大主营业务景气度持续提升，公司业绩有望持续增长。

风电行业景气度提升，需求旺盛

2022 年前三季度风电装机招标量共计 76.3GW，其中陆风同比+59%，海风同比+1040%，我们预计 2023 年风电装机需求旺盛。此外半直驱式与双馈式技术替代直驱式技术，我们预计未来齿轮箱市场容量或大幅提升。

风电大兆瓦趋势下，对技术壁垒最高的齿轮箱锻件的技术要求更高。公司目前是国内少数能生产 7MW、11MW 风电齿轮箱锻件的厂商之一，具有技术优势，能更快满足大兆瓦趋势需求，快速放量。

油服周期行业迎来高景气发展

随着上游勘探开发的资本支出复苏、油服公司的订单快速恢复，油服行业景气度提升。国内少数锻件供应商(比如海锅股份和迪威尔)已具备较强的市场竞争力，突破技术壁垒，进入国际头部油气设备商供应链。

公司外销比例提高到 87%，成品比例不断提高，产品附加值增加；同时国际油服装备供应链向国内倾斜，预计未来市占率逐步提升。

新项目陆续投产，释放业绩

目前公司装置高负荷运转，亟待产能释放。公司目前加快释放新产能，通过高品质锻造扩产及技改项目、高端装备关键零部件精密加工项目、10 万吨风电齿轮箱锻件自动化专线项目陆续释放产量，其中风电自动化专线投产或带来风电装备锻件毛利率修复。

盈利预测与估值

预计 2022/2023/2024 年公司总营收分别约 13.0/16.5/23.2 亿元，归母净利润分别为 0.92/1.46/2.32 亿元，EPS 分别为 1.09/1.73/2.76 元/股。考虑风电和油气装备锻件两大业务景气度持续提升，选取 PE 分部估值法。2023 年油气业务 31 倍 PE，风电业务 23 倍 PE，其他业务 25 倍 PE，合计市值 39.86 亿，因此给予公司 2023 年合理估值 PE 为 27.3 倍，目标价 47.31 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：油价大幅下跌，上游油气公司资本支出大幅下跌的风险；风电装机不及预期，上游需求采购疲软风险；公司新项目投产、设备采购进展等不及预期的风险；宏观经济环境变化及政策影响的风险。

投资评级

行业	电力设备/风电设备
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	33.5 元
目标价格	47.31 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	84.24
流通 A 股股本(百万股)	41.01
A 股总市值(百万元)	2,822.04
流通 A 股市值(百万元)	1,373.94
每股净资产(元)	11.75
资产负债率(%)	42.93
一年内最高/最低(元)	44.64/21.56

作者

张樾樾 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,013.92	1,059.34	1,300.05	1,648.01	2,316.64
增长率(%)	56.75	4.48	22.72	26.77	40.57
EBITDA(百万元)	187.82	148.00	138.66	204.19	308.06
归属母公司净利润(百万元)	105.43	87.57	91.78	146.05	232.14
增长率(%)	62.66	(16.94)	4.81	59.13	58.95
EPS(元/股)	1.25	1.04	1.09	1.73	2.76
市盈率(P/E)	26.77	32.23	30.75	19.32	12.16
市净率(P/B)	5.43	3.02	2.79	2.48	2.11
市销率(P/S)	2.78	2.66	2.17	1.71	1.22
EV/EBITDA	0.00	20.93	20.96	16.13	11.72

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 公司简介	4
1.1. 发展历程	4
1.2. 业务结构	4
1.3. 股权架构及公司管理层	5
2. 风电行业景气度提升，下游需求旺盛	6
2.1. 风电装机景气度抬升	6
2.2. 风电齿轮箱技术壁垒高	7
2.3. 受益大兆瓦趋势，技术储备优势显现	8
2.3.1. 大兆瓦趋势明显	8
2.3.2. 半直驱式和双馈式技术或成主流，提高风电齿轮箱需求	9
2.3.3. 公司是少数能量产大兆瓦齿轮箱锻件的厂商之一	9
3. 油服周期行业迎来高景气发展，盈利水平大幅提升	10
3.1. 油服行业景气度提升，深海开采前景广阔	10
3.2. 国内少数可以量产深海油气装备锻件的厂商之一	11
3.3. 突破技术壁垒，进入国际头部油气设备商供应链	12
3.4. 油服装备供应链向国内转移，产品结构优化	12
4. 新项目陆续投产，释放业绩	13
4.1. 装置高负荷运转，亟待产能释放	13
4.2. 新增产能陆续释放	13
5. 盈利预测与估值	14
6. 风险提示	16

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：业务收入结构（百万元）	4
图 3：业务利润结构（百万元）	4
图 4：主营业务毛利率（%）	5
图 5：研发费用（万元）	5
图 6：截止 2022 年 9 月股权结构图	5
图 7：全球风电总装机成本（美元/KW）	6
图 8：全球平准电力成本（美元/KWh）	6
图 9：全球及中国新增装机（GW）	6
图 10：中国陆风和海风招标量（GW）	6
图 11：风电机组关键部件进口情况	7
图 12：2020 年风机原材料成本结构	7
图 13：2019 年风电齿轮箱生产厂商竞争格局	7
图 14：公司锻件产能和风电装备锻件产量对比（吨）	8

图 15: 中国市场风电整机制造商新增装机容量份额	8
图 16: 国内部分整机厂商的机组功率	8
图 17: 陆上新增装机量比例	9
图 18: 海上新增装机量比例	9
图 19: 三种技术路线占比情况	9
图 20: 主流技术路线结构示意图	9
图 21: 全球油气上游资本性支出上浮	10
图 22: 油服设备市场规模 (亿美元)	10
图 23: 浅水、深水、超深水新增储量	11
图 24: 深海设备市场规模 (亿美元)	11
图 25: 油气设备专用件产品对比	11
图 26: 油气设备锻件毛利率对比 (%)	11
图 27: 油气设备锻件价格对比 (万元/吨)	11
图 28: 2018 年陆上井口设备市场格局	12
图 29: 2018 年深海设备市场格局分布	12
图 30: 油气装备锻件内外销产品结构	12
图 31: 公司油气装备锻件毛利率	12
图 32: 公司产能、产量及产能利用率	13
图 33: 公司各产品产量结构	13
图 34: 公司产业链一体化及未来扩产计划	13
表 1: 齿轮箱制造商产品覆盖范围及进展	9
表 2: 齿轮箱锻件厂商产品进展	10
表 3: 经营模型	15
表 4: 可比公司估值 (截止 2023 年 1 月 13 日收盘)	15

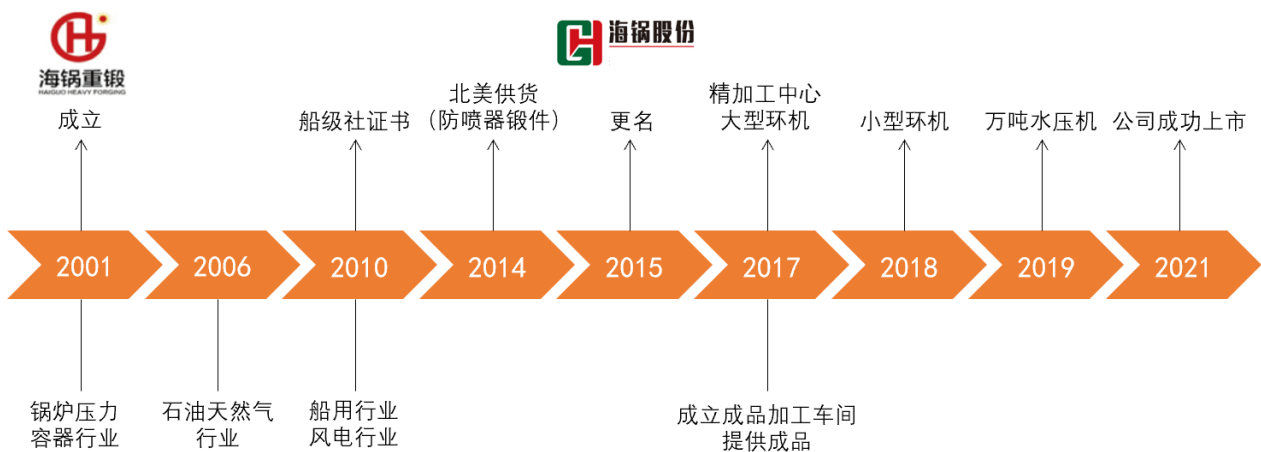
1. 公司简介

海锅股份主要提供定制化的大中型装备专用锻件产品及零部件，满足各种类型的自由锻、环锻产品需求，具备跨行业、多规格、定制化的业务能力。

1.1. 发展历程

2001 年公司前身张家港海锅重型锻件有限公司成立，2006 年进入油气行业。在此期间积累大量的先进工艺技术和经验，不断开发新产品，在多个领域内取得了相关资质证书，并且持续扩大资质许可范围。2014 年开始供货北美防喷器锻件，公司产品打入要求极高的深海领域。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

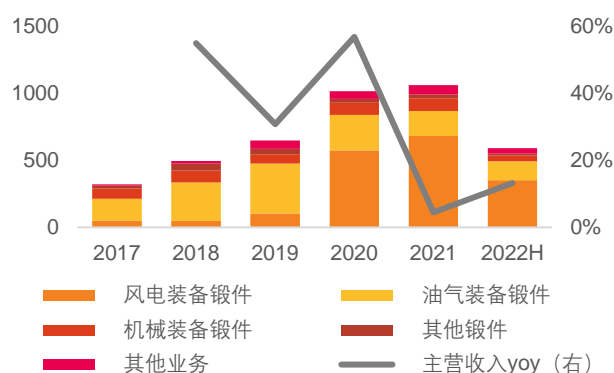
2015 年改名海锅股份，公司注重产业链一体化，产品从半成品开始向成品转变。2019 年公司收购奥雷斯、迈格泰，完善布局产业链，抓住风电“抢装潮”机遇并大幅扩产风电装备锻件。最终于 2021 年在深交所创业板成功上市。

1.2. 业务结构

公司产品分为风电装备锻件、油气装备锻件、机械装备锻件和其他锻件四大类。自 2019 年开始，公司抓住风电“抢装潮”机遇，大力发展风电装备锻件业务，2019、2020 年该业务收入分别同比+115%、+450%。

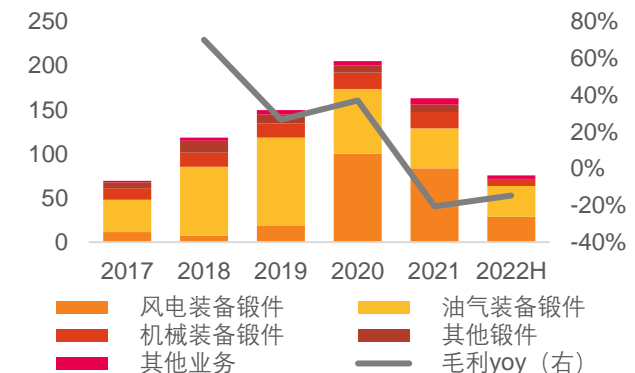
2021 年业务结构趋于稳定，总营收达 10.6 亿元，四大业务锻件营收分别占比 64%、17%、9%和 3%，营收增长主要靠风电装备锻件拉动。2022 年上半年，得益于油气行业景气度提升，油气装备锻件营收同比+75%，公司营收达 5.9 亿元，同比+13%。2023 年我们预计风电和油气装备锻件两大主营业务景气度持续提升，公司业绩有望持续增长。

图 2：业务收入结构（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：业务利润结构（百万元）

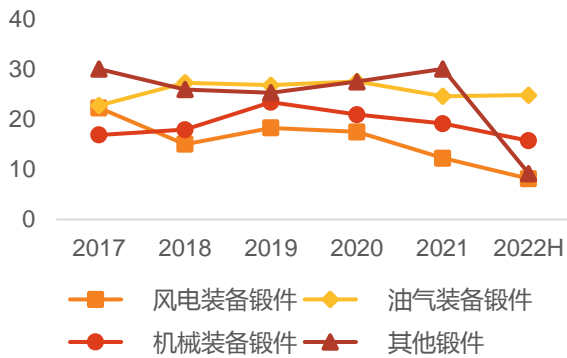


资料来源：Wind，天风证券研究所

目前公司毛利主要由风电、油气装备锻件两大主营业务贡献，2021 年两大业务毛利占比分别为 51%、28%；2022 年上半年由于油气业务保持高毛利率水平，风电和油气业务毛利分别占比 38%、46%。油气装备锻件主要外销，质量要求高、加工难度大，产品附加值相对较高，所以毛利率高，历年来平均毛利率达 25.1%。风电装备锻件在 2019 年毛利率达 18.3%，近期有所下滑，后续随着风电装备锻件自动化投产，风电板块毛利率有望修复。

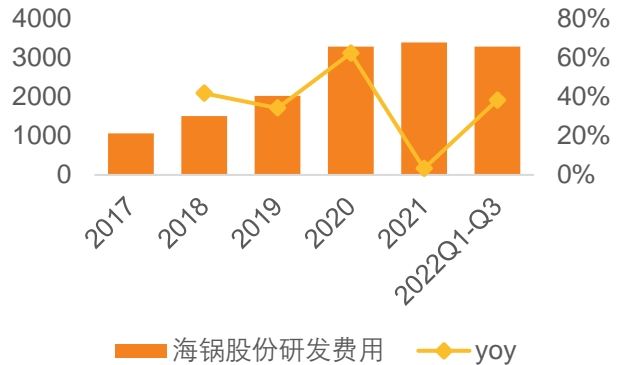
公司所从事的锻件业务具有较高的技术壁垒、资金壁垒、资质认证等，公司高度重视工艺水平的提高以及新产品的研发。公司持续投入研发费用，2022 年 Q1-Q3 研发费用达 3285 万元，同比增速达 38%。

图 4：主营业务毛利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：研发费用（万元）



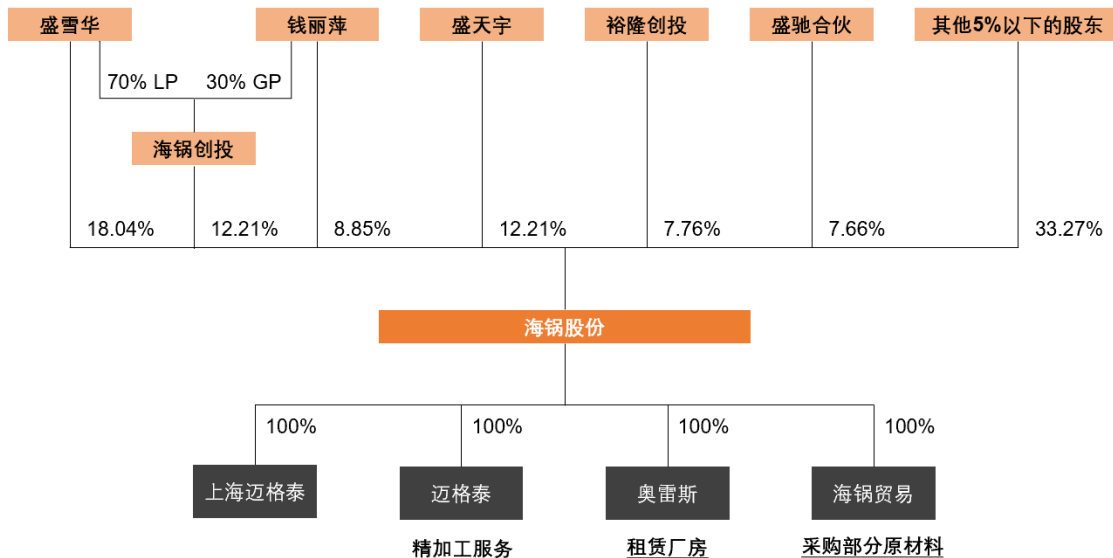
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 股权架构及公司管理层

截止 2022 年 9 月，公司控股股东为盛雪华，实际控制人为盛雪华、钱丽萍和盛天宇，直接或间接控股共计 51.31%。其中盛雪华与钱丽萍系夫妻关系，直接或间接控股 39.1%；盛天宇系盛雪华与钱丽萍之子，控股 12.21%。

此外，公司控股股东盛雪华专业工程师出身，自 2000 年开始就投身锻件制造业。董事盛天宇机械工程专业硕士，曾就职美国密尔沃基 Felss Rotaform LLC 任项目工程师，具备非常扎实专业的机械技术背景。

图 6：截止 2022 年 9 月股权结构图



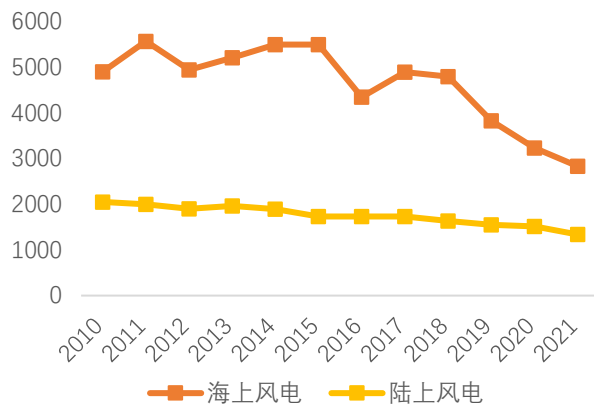
资料来源：海锅股份 A 股募集说明书，天风证券研究所

截止 2022 年 9 月，海锅股份有四个全资子公司，负责完善布局产业链，业务合作相辅相成。迈格泰主要为公司提供精加工服务，奥雷斯租赁厂房给公司，海锅贸易主要为公司采购部分原材料。

2. 风电行业景气度提升，下游需求旺盛

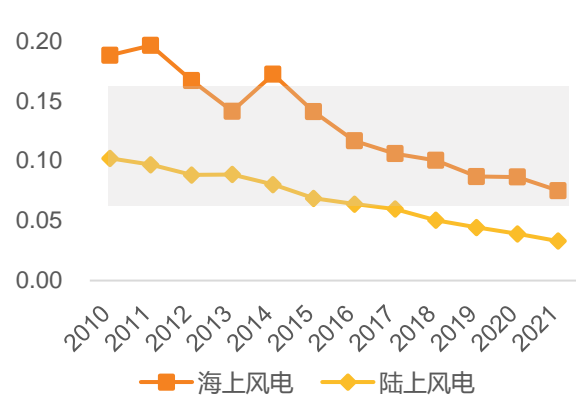
2.1. 风电装机景气度抬升

图 7：全球风电总装机成本（美元/KW）



资料来源：IRENA 2021 可再生能源发电成本，天风证券研究所

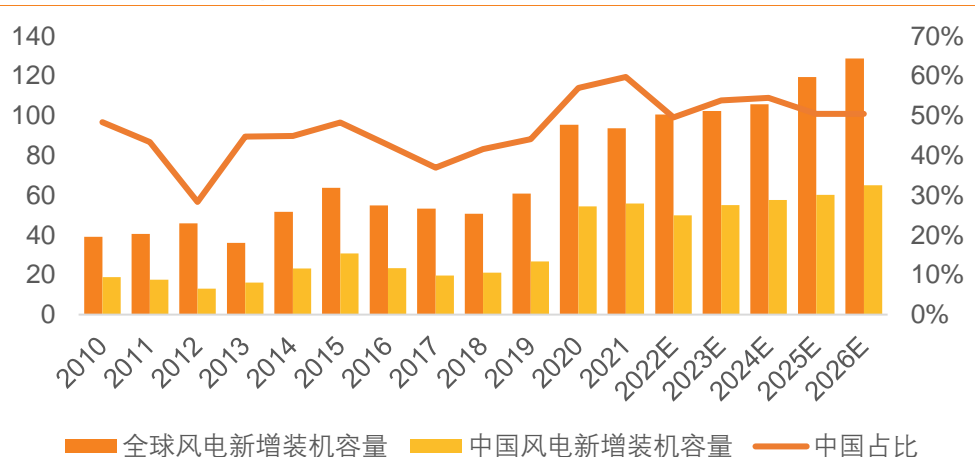
图 8：全球平准电力成本（美元/KWh）



资料来源：IRENA 2021 可再生能源发电成本，天风证券研究所（注：灰色区块为化石燃料成本范围）

近年来，在能源转型背景下，政策导向下我国大力发展风电产业。随着技术升级、经营效率和自动化水平的提高，风电总装机成本和平准电力成本降本趋势明显，加速风电装机快速上量。其中海上风电降本速度优于陆上风电，现在两者平准电力成本几乎能和传统化石能源电力成本所媲美。

图 9：全球及中国新增装机（GW）

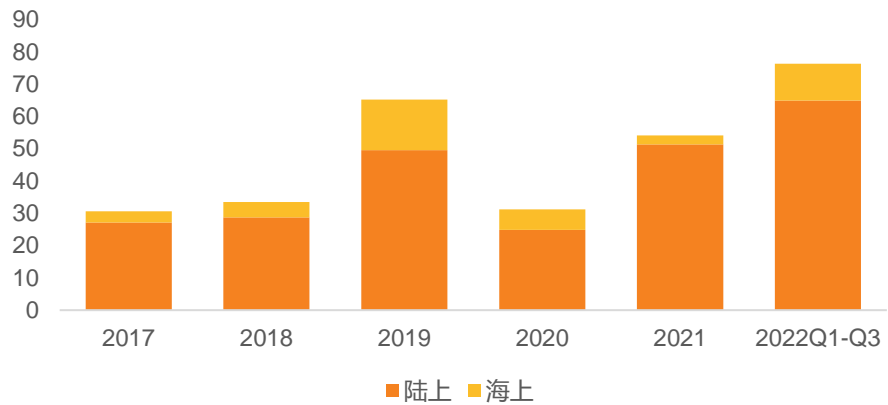


资料来源：GWEC《GLOBAL WIND REPORT 2022》，金源装备公告，天风证券研究所

根据 GWEC，2010-2021 年全球新增装机量总体呈现稳步上升趋势，年均复合增速达 8%，国内新增装机量年均复合增速更高，约 10%。其中 2021 年由于补贴退出，国内 2020 年出现风电抢装潮，国内风电装机量呈突变式增长，2020 年新增装机量同比+103%，创历史新高。公司 2019 年抓住市场机遇，公司风电装备锻件销售收入快速上升，成为公司第一大主营业务。

我国风电市场需求长期稳中向好：GWEC 预计 2022-2026 年全球风电新增装机总量为 557GW，国内风电新增装机总量为 288GW，占比约 52%。

图 10：中国陆风和海风招标量（GW）



资料来源：金风科技业绩报告，天风证券研究所

2023 年风电需求景气度大幅抬升。根据 2022 年前三季度风电招标情况来看，招标量共计 76.3GW，已超过历年全年的招标量，**其中陆风同比+59%，海风同比+1040%**。

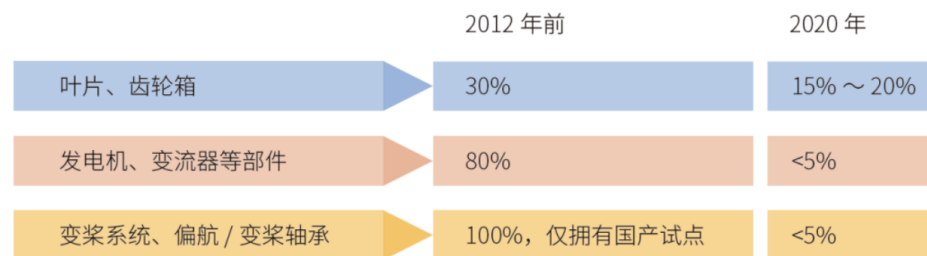
2.2. 风电齿轮箱技术壁垒高

公司风电装备锻件产品包括齿轮箱传动类产品、塔筒法兰、偏航、变桨轴承等毛坯锻件。

风电齿轮箱技术壁垒高。风电齿轮箱作为重要的机械部件，主要将风轮在风力作用下产生的动力传递给发电机使其得到相应的转速，整个传动系的动力匹配和扭转振动的因素总是集中反映在某个薄弱环节上，大量的实践证明，这个环节常常是机组中的齿轮箱。因此齿轮箱是风力发电机组技术含量较高的部件之一，同时也是故障率较高的部件之一。根据电气风电口径，2020 年齿轮箱占风机总成本结构约 10%，仅次于叶片，产品价值量较高。此外风电装备锻件中齿轮箱锻件技术要求最高、加工难度最大。

齿轮箱进口依赖度较高。2012 年前 30%依赖进口，2020 年仍有 15%~20%依赖进口。而发电机、变流器、偏航变桨等 2020 年对外进口占比已降至 5%以下。

图 11：风电机组关键部件进口情况



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

风电齿轮箱行业集中度较高且不断提升。南高齿是全球第一大风电齿轮箱供应商，2019 年产能占比全球 23.72%，能够涵盖 1.5MW-11.XMW 的全系列风电齿轮箱产品；2019 年南高齿、采埃孚和 Winergy 的产能合计占全球齿轮箱产能的 68%。截止 2022 年 6 月国内南高齿风电产品市占率近 60%，全球市场份额占比超 30%。

图 12：2020 年风机原材料成本结构

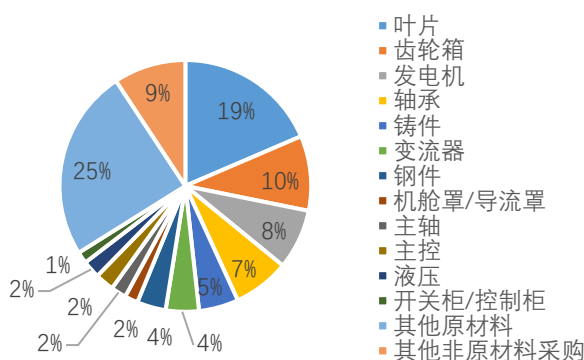
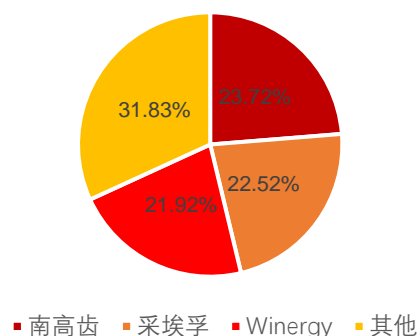


图 13：2019 年风电齿轮箱生产厂商竞争格局

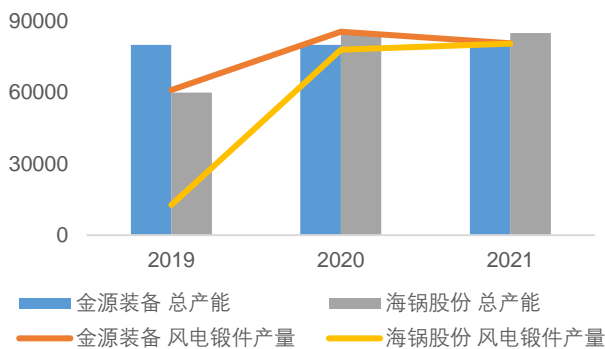


资料来源：电气风电招股说明书，天风证券研究所

资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

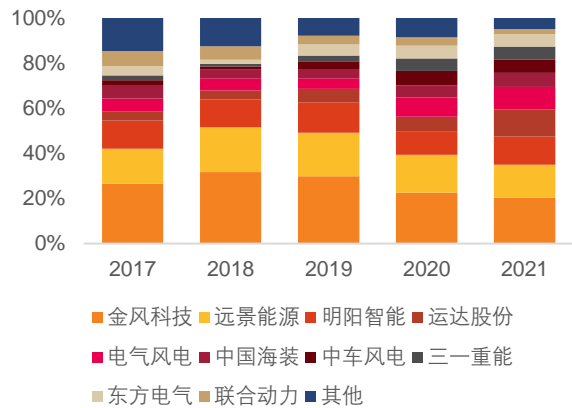
海锅风电装备锻件产量稳健提升。目前国内主要做齿轮箱锻件的有海锅股份、金源装备、江阴方圆和广大特材，其中金源和方圆均未上市。广大特材开始从上游延伸做风电装备锻件，预计 2023 年 10 月投产后增加 84000 件产能。目前海锅股份锻件总产能略高于金源装备，2019 年大力发展风电装备锻件领域之后，产量大幅提升，2021 年海锅风电装备锻件产量与金源装备接近，海锅产量达 8.06 万吨。同时海锅 2022 年新增募投项目，预计 2024 年新增产能 10 万吨风电齿轮箱锻件的自动化专用线。

图 14：公司锻件产能和风电装备锻件产量对比（吨）



资料来源：各公司年报，天风证券研究所

图 15：中国市场风电整机制造商新增装机容量份额



资料来源：三一重能招股说明书，CWEA，天风证券研究所

产品质量得到下游知名客户认可。国内主要风电设备供应商头部效应从 2017 年开始逐步凸显，2017-2021 年我国前十风电整机制造企业历年新增装机市占率在 80%-90% 左右，规模更大、技术更先进的企业将会在未来平价市场中占据优势地位。海锅下游客户为知名风电装备制造 SKF、Thyssenkrupp、南高齿、中国中车等，产品质量得到了高度认可，并且进入了知名风电整机厂商 GE Renewable Energy、金风科技、远景能源、明阳智能等供应链体系。

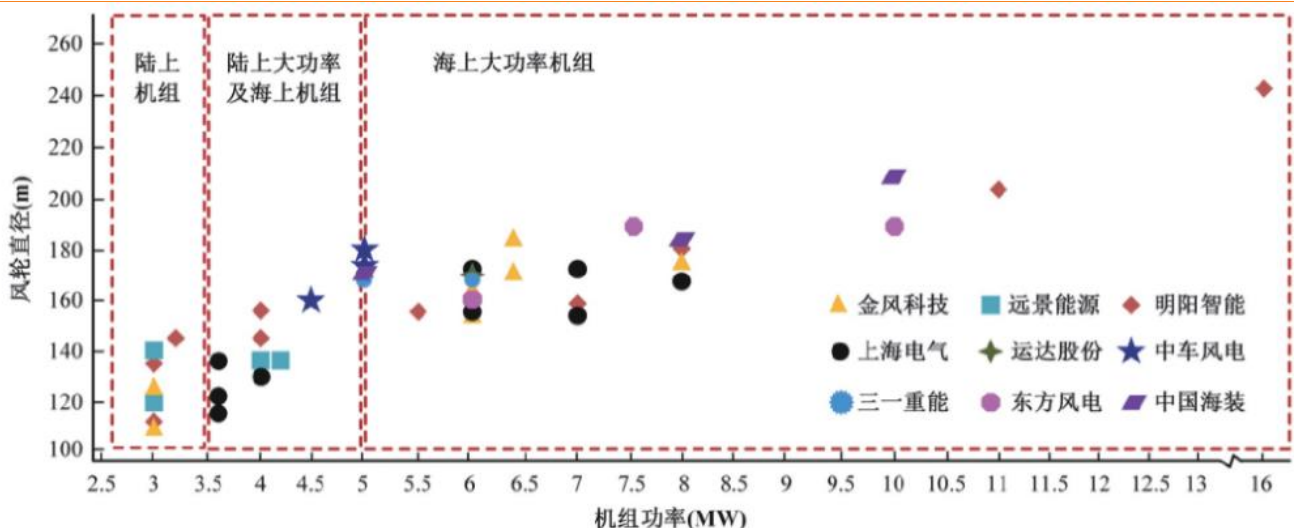
2.3. 受益大兆瓦趋势，技术储备优势显现

2.3.1. 大兆瓦趋势明显

根据《滑动轴承在风电齿轮箱中的应用现状与发展趋势》报告，行业数据显示，风轮直径每增加 10%，整机发电量提高 8% 以上，因此发展大功率机型是降低风电度电成本的有效措施之一。下游整机厂商也在不断向大功率风机方向发展，海陆风电新增装机量中呈现大功率比例增多的趋势，其中海上风机功率普遍大于陆上风机。

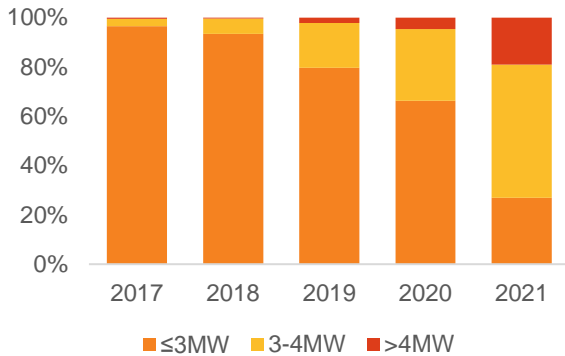
风电主机厂商正积极布局大兆瓦海上风电机组，5MW 及以上风电机组成本国内外主要风电主机厂商的发展重点，海上风电大型化发展趋势为零部件的质量水平、技术水平和产能都提出了更高的要求。

图 16：国内部分整机厂商的机组功率



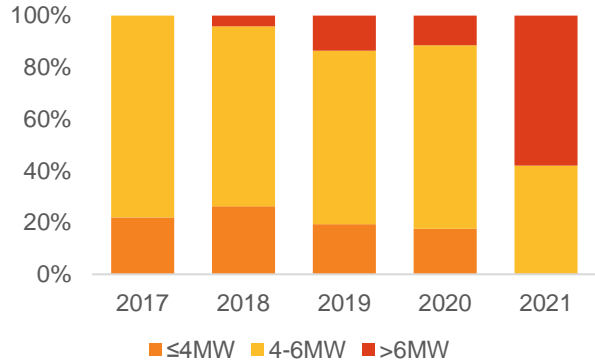
资料来源：《滑动轴承在风电齿轮箱中的应用现状与发展趋势》朱才朝，天风证券研究所

图 17：陆上新增装机量比例



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，电气风电招股说明书，天风证券研究所

图 18：海上新增装机量比例



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，电气风电招股说明书，天风证券研究所

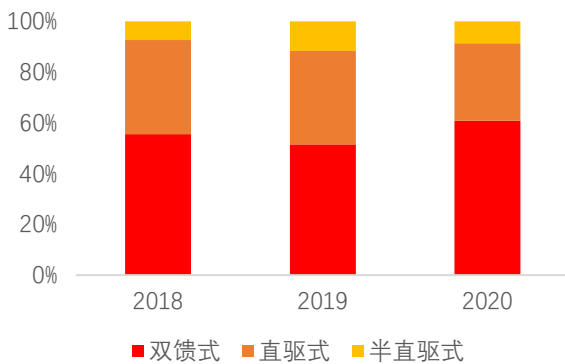
2.3.2. 半直驱式和双馈式技术或成主流，提高风电齿轮箱需求

目前风电技术三大路线有直驱式、半直驱式和双馈式。风电齿轮箱是双馈型和半直驱型风电机组中传递兆瓦级功率的关键部件，而直驱式风电机组中不需要风电齿轮箱，半直驱型是在直驱式基础上添加中速齿轮箱。

基于当前技术进展及三种技术路线的轻量化、成本控制差异，双馈式及半直驱式相对于直驱式更符合当前大型化及平价降本的市场需求，因此我们预计未来齿轮箱市场容量或有所提升。

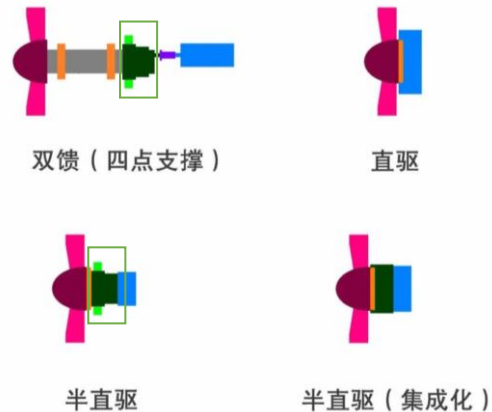
其中齿轮的毛坯件锻件使用最多，而且有增加趋势。目前以明阳智能为首的主流半直驱整机厂商因传动结构设计及机械性能要求，将半直驱中速齿轮箱中一级行星架逐步由铸件改为锻件。

图 19：三种技术路线占比情况



资料来源：金源装备招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 20：主流技术路线结构示意图



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所（注：绿框部分为齿轮箱结构）

2.3.3. 公司是少数能量产大兆瓦齿轮箱锻件的厂商之一

齿轮箱是风机可靠性最薄弱的环节，因此技术和生产门槛较高，同时大型化趋势也对其锻件提出更高的要求。核心技术和规模产能集中在供应商手中，他们在后市场设备供应和技改环节发挥着重要作用，具有一定垄断性。

表 1：齿轮箱制造商产品覆盖范围及进展

公司	产品进展
南高齿	涵盖 1.5MW-11.XMW 的全系列风电齿轮箱产品。目前 2MW-7MW 已大批量供应，8MW-15MW 进入小批量生产和样机试制阶段，储备了 16MW 及以上的大兆瓦设备生产和研发能力。
中国中车	2021 年福伊特 4.5MW 陆上风电齿轮箱正式下线
南方宇航	涵盖 2.2MW-3.37MW 风电齿轮箱，推出 4MW 双馈式风电增速箱和 11MW 半直驱风电增速箱。主要产品有 2MW、5.5MW、7MW 型号
远景能源	自主研发 5MW 级别四种传动比和 6MW 级别三种传动比齿轮箱产品
德力佳	已成功开发 1.5-10.0MW 风电主齿轮箱，可生产海上 6.XMW 齿轮箱，海上 10.0-12.XMW 平台齿轮箱

杭齿前进	3.XMW 齿轮箱实现小批量供货，与主机厂合作开发 3.35 MW 半直趋风电齿轮箱，并可扩容至 4 MW 机型产品，完成 4MW 以上多款半直驱风电箱的设计
重庆齿轮	2.XMW、3.XMW、4.XMW、5MW 以及 6MW 齿轮箱批量化生产，成功研发 10MW 半直驱齿轮箱
大连重工	3MW 海陆两用齿轮箱、6MW 风电齿轮箱、海上 6.2MW 风电齿轮箱
采埃孚	主打陆上 3.XMW 和海上 6.XMW 风电齿轮箱
天津华建	引进德国技术，主要生产 2-4MW 的大功率齿轮箱

资料来源：Wind，南高齿年度报告，海锅股份公告，金源装备公告，天风证券研究所

下游龙头南高齿目前已实现 2-7MW 风电齿轮箱产品的大批量供应，8-15MW 进入小批量生产和试制阶段，并储备了 16MW 及以上的生产能力和研发能力。其他企业也竞相研发并推出大兆瓦齿轮箱。

公司利用自身研发技术，产品定位坚持向“高附加值路线”转移，目前是国内少数能量产 7MW、11MW 风电齿轮箱锻件的厂商之一，具有技术储备优势，能更快满足下游客户需求，切入新产品供应链。

表 2：齿轮箱锻件厂商产品进展

公司	产品
海锅股份	量产 7MW、11MW 的风电齿轮箱锻件，已进入南高齿、SKF、中国中车、Thyssenkrupp 等齿轮箱企业供应链
广大特材	齿轮箱锻件项目预计 2023.10 月投产，目前在与南高齿、采埃孚进行扩项认证和商务谈判。
金源装备	5MW 及以上，下游客户南高齿、南方宇航、西门子集团、杭齿前进、采埃孚，发展高速重载齿轮锻件

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

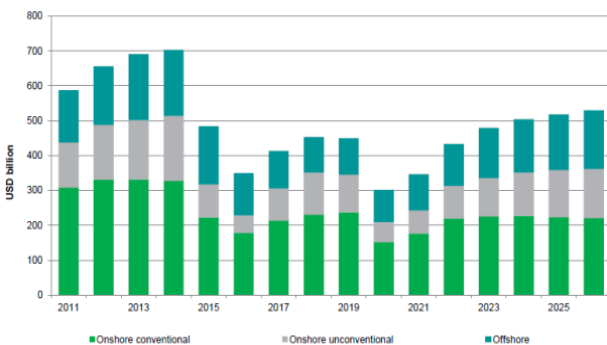
3. 油服周期行业迎来高景气发展，盈利水平大幅提升

3.1. 油服行业景气度提升，深海开采前景广阔

本轮周期原油市场主要以供给冲击为主导，主要矛盾短期内没有办法快速解决，我们预计 2023 年油价中枢仍维持高位震荡。我们注意到从 2021 年起，全球油气公司在上游勘探开发的资本支出开始复苏，此外油服公司的订单也快速恢复。2022 年，IHS 预计全球上游勘探开发资本开支超 4000 亿美元，同比增加 24%，2023 年上游资本开支或超 2019 年。

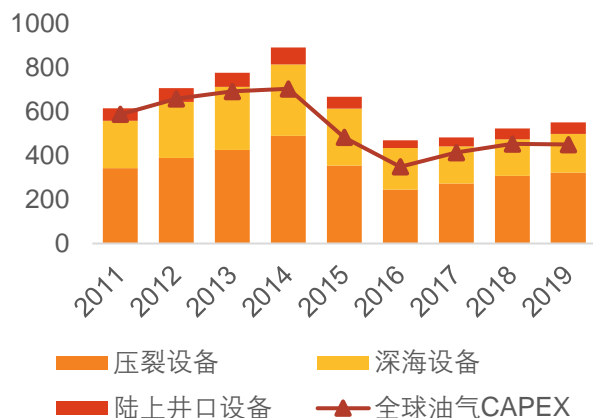
根据历史，油服设备市场规模与上游资本开支几乎同步变化，因此我们预计 2023 年油服设备及相关产业链景气度有望高企。

图 21：全球油气上游资本性支出上浮



资料来源：IHS Markit(数据截止 2021.12)，中海油服 2022 年战略指引发布会报告，天风证券研究所（备注：2022-2026 年为预测值）

图 22：油服设备市场规模（亿美元）



资料来源：迪威尔招股说明书，天风证券研究所

油气勘探新发现主要集中在深水和超深水。从新发现油气田的储量规模来看，近 10 年海洋油气田平均储量规模远高于陆地，例如 2019 年深水油气发现 11 个，储量为 5.7 亿吨油当量；陆架 7 个，储量 4.4 亿吨油当量；陆上仅 3 个，储量约 1 亿吨油当量。国际各大油公司也视深水油气资源为公司资产组合的核心。

由于陆上资源开采存在瓶颈，同时海上作业的盈亏平衡点下降，海上作业或成为未来主要的增长点，未来资本开支或更多地向海上深水项目倾斜，拉动深海设备及零部件需求

增长。

深海油气开发项目的建设周期长（一般在 3 年以上），油气公司着眼于长期的产能规划，短期的油价波动不会对项目的建设投资造成重大影响。

图 23：浅水、深水、超深水新增储量

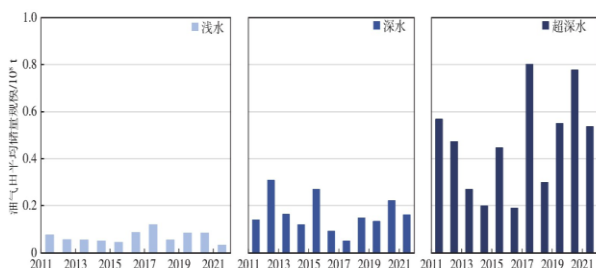
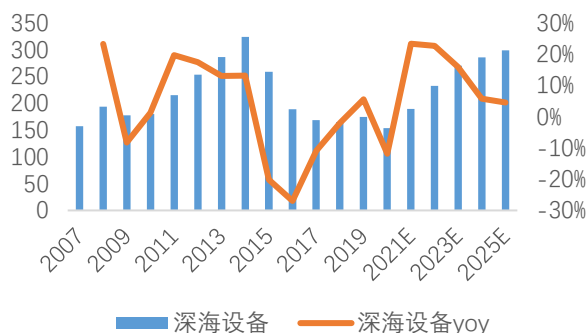


图 24：深海设备市场规模（亿美元）



资料来源：《全球深水-超深水油气勘探历程与发展趋势》蒋德鑫，天风证券研究所

资料来源：迪威尔招股说明书，天风证券研究所

3.2. 国内少数可以量产深海油气装备锻件的厂商之一

公司的油气装备锻件产品包含井口及采油树专用件、深海设备专用件和压裂设备专用件，和迪威尔的产品具有较高的相似性。

公司油气锻件产品毛利率与迪威尔接近，单位售价差距缩小。公司和迪威尔的油气系列产品具有较高相似度，2017-2021 年两公司在油气装备锻件领域的平均毛利率接近（约 25%），但两者在平均售价存在一定差异，公司的平均售价普遍低于迪威尔，可能原因是产品结构差异，比如迪威尔产品中成品比例较高。但近年来公司坚守“产品高附加值”定位，与迪威尔的售价差距逐渐缩小。

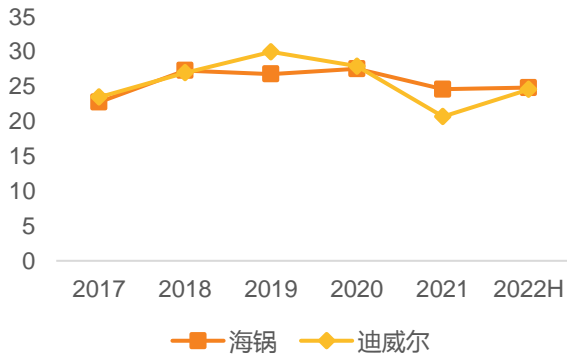
图 25：油气设备专用件产品对比

领域	海锅	迪威尔
井口及采油树专用件	<ul style="list-style-type: none"> 套管头-套管头四通 油/套管悬挂器 油管头 陆地采油树组合网主体 	<ul style="list-style-type: none"> 套管头 油管头 套管悬挂器 组合网
深海设备专用件	<ul style="list-style-type: none"> 深海采油树主体部件 深海水下井口本体 深海防喷器部件 	<ul style="list-style-type: none"> 深海采油树主网 深海井口头本体 深海导管头本体 防喷器壳体
压裂设备专用件	<ul style="list-style-type: none"> 页岩油压裂部件 	<ul style="list-style-type: none"> 压裂泵阀箱 压裂头

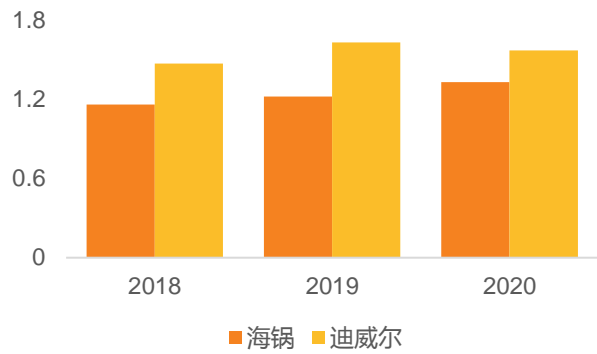
资料来源：迪威尔招股说明书，海锅股份招股说明书，天风证券研究所

图 26：油气设备锻件毛利率对比（%）

图 27：油气设备锻件价格对比（万元/吨）



资料来源: Wind, 海锅股份招股说明书, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 海锅股份招股说明书, 天风证券研究所

国内少数可以量产深海油气装备锻件的厂商之一。由于深海开采面对的环境更为复杂, 比如水深、压力大、海底环境极为复杂且海浪较大等因素, 深海采集设备必须具备能够承受高压、抗风浪、耐腐蚀等能力。油气开采向深海领域的迈进, 促使油气装备行业对深海设备关键组件的锻件品质提出了更高的要求。目前公司和迪威尔是国内少数可以量产深海油气装备锻件的厂商, 主要生产深海采油树主体部件、深海井口头本体、防喷器等部件。

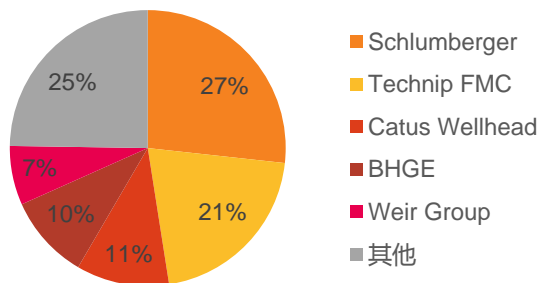
国产替代。公司还供应了中国海洋石油 982 深海钻井隔水管项目的关键锻件, 实现满足 GE 技术及质量认证的隔水管锻件产品国产化; 同时公司还开发了提高锻件低温冲击韧性的制造工艺。

3.3. 突破技术壁垒, 进入国际头部油气设备商供应链

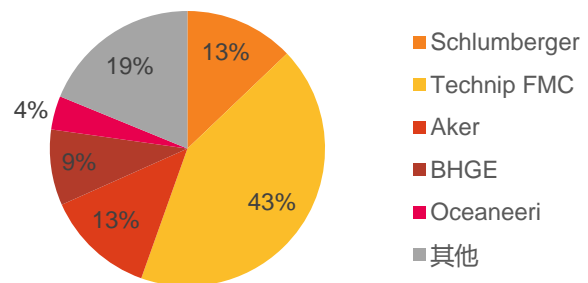
公司油气装备锻件下游客户与迪威尔也具有较高重叠性。下游客户主要是全球知名的油气装备制造厂商 Baker Hughes、Technip FMC、Schlumberger 等, 并且通过相关客户进入到道达尔、挪威石油、沙特阿美、雪佛龙等知名石油公司的供应链体系。

图 28: 2018 年陆上井口设备市场格局

图 29: 2018 年深海设备市场格局分布



资料来源: 迪威尔招股说明书, 天风证券研究所



资料来源: 迪威尔招股说明书, 天风证券研究所

在过去几年油服行业经历了痛苦的去产能阶段, 油气设备商进行了一轮整合, 行业集中度进一步提高。2018 年陆上井口设备、深海设备前五大设备厂商市占率分别已达 75%、81%。其中 Baker Hughes、Technip FMC、Schlumberger 均跃居前四。

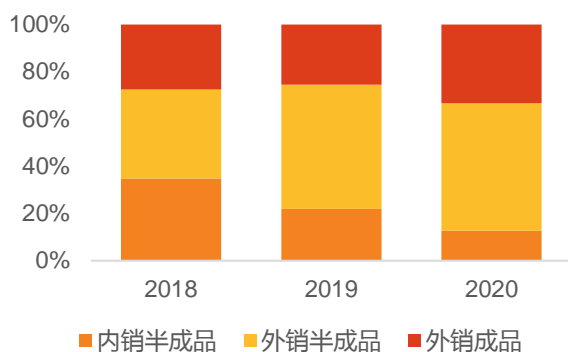
3.4. 油服装备供应链向国内转移, 产品结构优化

随着我国工业配套体系的完善, 国内少数锻件供应商(比如海锅股份和迪威尔)已具备较强的市场竞争力, 成为国际主要油气装备制造厂商重要的合格供应商。同时国内成本相比欧美更低, 在保证质量可靠的同时, 公司大力开拓海外市场, 国际大型油气装备制造厂商逐步将锻件采购向国内倾斜。

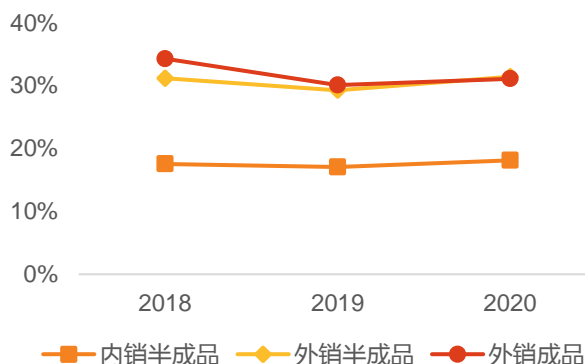
公司油气装备锻件主要外销, 2020 年外销比例提高到 87%, 成品占比也随着产业链的完善不断提高, 2020 年达到 33%。

图 30: 油气装备锻件内外销产品结构

图 31: 公司油气装备锻件毛利率



资料来源：海锅股份招股说明书，天风证券研究所

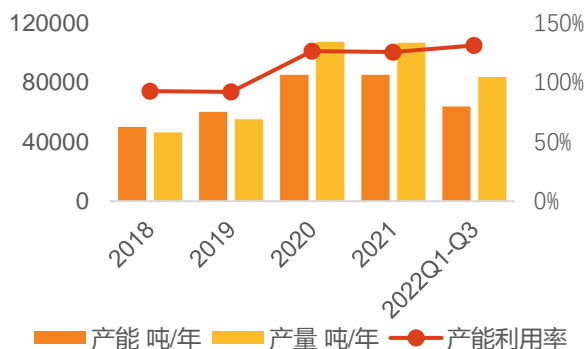


资料来源：海锅股份招股说明书，天风证券研究所（注：2020年因疫情 FMC 新加坡子公司调低订单价格，毛利率仅 24.87%，剔除该因素，外销成品毛利率为 31.1%）

4. 新项目陆续投产，释放业绩

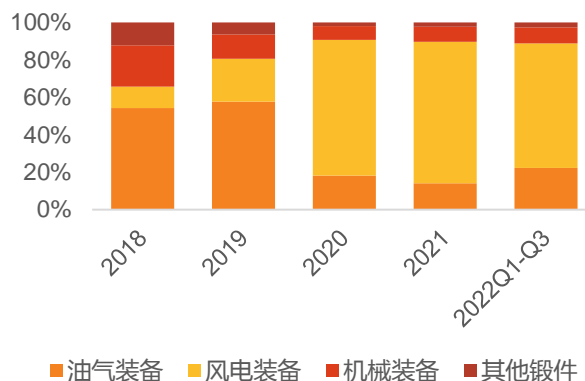
4.1. 装置高负荷运转，亟待产能释放

图 32：公司产能、产量及产能利用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 33：公司各产品产量结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

装置高负荷运转。锻件产能与生产设备配套相关，公司锻件生产流程核心工序为锻造、粗加工、热处理和精加工。2019 年公司采购 8000 吨水压机、1600 吨油压机、热处理炉和镗铣加工中心等，产能增加 2.5 万吨，同比+42%。目前装备高负荷运转，亟待新的产能释放。

目前油气装备锻件和风电装备锻件为混线生产，公司根据下游市场需求灵活调整产品产量。自 2018-2021 年由于风电行业的快速发展，2021 年风电装备锻件产量占比已达 76%，油气装备锻件产量占比仅 14%；2022 年随着油服行业的复苏，通过切线，油气装备锻件的产量快速恢复，2022 年前三季度占比达到 22%。

4.2. 新增产能陆续释放

图 34：公司产业链一体化及未来扩产计划

原材料外采	高品质锻造扩产及技改项目	高端装备关键零组件精密加工项目	10万吨风电齿轮箱锻件自动化专线
<ul style="list-style-type: none"> 下料 锻造 锻造热处理 粗加工 性能热处理 检测 精加工 检测 发货 	<ul style="list-style-type: none"> +锻造： 水压机、油压机、加热炉 +粗加工： 数控镗铣床 	<ul style="list-style-type: none"> +精加工 	<ul style="list-style-type: none"> +锻造： 3万吨模锻机、碾环机、液压机、自由锻锤、加热炉 +热处理： 热处理炉、回火炉
	+2.2万吨锻件产能 预计2023.9投产	提高成品交货能力 +5k吨深海产能 +6k吨风电产能 +4k吨通用件产能 预计2023.9投产	共计+10万吨产能： +5.5万18CrNiMo7-6 齿轮箱锻件 +4.5万吨42CrMo4V 齿轮箱锻件 预计2024.11投产
混线	混线	混线	专线

资料来源：公司公告，天风证券研究所（注：以上投产时间，按照各项目公告时间开始根据建设周期预测）

公司加快建设新产能，陆续释放产量。

- 1) **高品质锻造扩产及技改项目**：主要新增锻造和粗加工产能，提高锻件产能 2.2 万吨，预计 2023 年 9 月投产。
- 2) **高端装备关键零组件精密加工项目**：新增精加工能力（5000 吨深海锻件产能、6000 吨风电锻件产能、4000 吨通用件产能），并非提高锻件产能，主要是提高成品交货能力，提高产品附加值，预计 2023 年 9 月投产。
- 3) **10 万吨风电齿轮箱锻件自动化专线项目**：该项目为自动化专线，属于先进生产工艺，预计原材料及能源耗用预计均减少 15%，降本增效明显。主要生产风电齿轮箱锻件产品，预计 2024 年 11 月投产，新增 5.5 万吨 18CrNiMo7-6 齿轮箱锻件和 4.5 万吨 42CrMo4V 齿轮箱锻件。

5. 盈利预测与估值

经营模型假设

1) 产量方面

随着“高品质锻造扩产及技改项目”以及“风电齿轮箱锻件自动化专线项目”的陆续投产，则预计 2022/2023/2024 年总产量约 11.77/14.5/20 万吨。其中高品质锻件技改项目总共新增 2.2 万吨锻件产能；风电自动化专线项目投产后风电装备锻件总产能新增 10 万吨，假设 2024 年达产 30%。

2) 成本方面

据中钢网展望，2023 年国内外经济形势仍然复杂，预计 2023 年钢材平均价格较 2022 年小幅波动。因此假设原材料钢材价格不变，油气锻件产品和风电锻件产品的单位成本参考 2022 年上半年，则油气产品成本为 1.1 万元/吨，风电为 0.9 万元/吨。

3) 单价方面

公司产品定位向“高附加值”转移，高端装备关键零组件精密加工项目提高锻件精加工能力，提高成品比例，增加产品附加值；同时油气装备锻件向深海领域倾斜。假设 2022 年油气/风电/机械产品价格分别为 1.47/0.99/1.06 万元/吨，2023-2023 年略微增幅 2-3%。

4) 毛利率假设

油气装备锻件：随着精加工能力的提升，以及产品生产或向毛利率更高的深海设备领域转移，我们预计 2022/2023/2024 年毛利率分别为 25%/29%/28%。

风电装备锻件：产品结构向齿轮箱锻件倾斜，同时风电齿轮箱锻件自动化专线项目预计原材料和能耗预计减少 15%，假设该专线 2024 年达产 30%时齿轮箱锻件毛利率达 16%。因此我们预计风电装备锻件整体毛利率 2022/2023/2024 年分别为 9%/11%/12%。

机械及其他装备锻件：假设原材料钢材价格保持高位，毛利率假设为 15%。

表 3：经营模型

产品	项目	2021	2022E	2023E	2024E
产量（万吨）	油气	1.50	2.66	3.27	5.47
	风电	8.06	7.89	9.71	12.71
	机械及其他	1.11	1.23	1.51	1.81
	合计	10.67	11.77	14.5	20
单价（万元/吨）	油气	1.22	1.47	1.54	1.53
	风电	0.85	0.99	1.01	1.01
	机械及其他	0.95	1.06	1.06	1.06
	合计	0.99	1.10	1.14	1.16
收入（亿元）	油气	1.85	3.9	5.0	8.4
	风电	6.81	7.8	9.8	12.9
	机械及其他	1.24	1.3	1.6	1.9
	合计	10.6	13.0	16.5	23.2
毛利率（%）	油气	25	25	29	28
	风电	12	9	11	12
	机械及其他	18	15	15	15
	合计	15	15	17	18
毛利（亿元）	油气	0.45	1.01	1.44	2.33
	风电	0.83	0.72	1.10	1.59
	机械及其他	0.34	0.20	0.24	0.29
	合计	1.63	1.93	2.77	4.20

资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利预测

预计 2022/2023/2024 年公司总营收分别约 13.0/16.5/23.2 亿元，归母净利润分别为 0.92/1.46/2.32 亿元，EPS 分别为 1.09/1.73/2.76 元/股。

估值

考虑风电和油气装备锻件两大主营业务景气度持续提升，选取 PE 估值法。由于不同业务存在差异，采用分部估值。油气行业可比公司仅迪威尔，故给予公司 2023 年油气业务 PE 估值为 31 倍，对应市值 23.4 亿；风电行业可比公司为恒润股份、日月股份，2023 年平均 PE 为 23 倍，给予公司 2023 年风电业务 23 倍 PE，对应市值 13.3 亿；其他锻件业务参考公司历史 PE 大概 25 倍，对应市值 3.2 亿，合计总市值为 39.86 亿元。因此综合给予公司 2023 年合理估值 PE 为 27.3 倍，目标价 47.31 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值（截止 2023 年 1 月 13 日收盘）

行业	公司	市值 亿元	2021 归母净利润 (百万元)	PE			
				2021	2022E	2023E	2024E
油气行业	迪威尔	76.9	102.88	112.54	52.35	30.9	21.4
	日月股份	220.81	267.03	47.77	58.99	25.06	18.63
风电行业	恒润股份	119.08	161.37	40.99	41.88	21.32	14.84
	平均值			44.38	50.44	23.19	16.74

海锅股份	28.22	90.11	32.23	30.75	19.32	12.16
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：Wind，天风证券研究所（以上可比公司预测部分均来自 Wind 一致预测，海锅股份公司预测部分来自天风证券研究所预测）

6. 风险提示

- 1) 非 OPEC 国家大幅增产或者全球经济衰退预期导致油价大幅下跌，上游油气公司资本支出大幅缩减，导致油气设备锻件订单不及预期的风险；
- 2) 风电行业装机不及预期，上游客户采购需求疲软，风电装备锻件订单不及预期的风险；
- 3) 公司 2023-2024 年均有重要新项目投产，或存在资金筹备、基建、设备采购进展等不及预期的可能，导致实际产量不及预期的风险；
- 4) 宏观经济环境变化及政策等因素影响的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	107.40	396.81	104.00	131.84	185.33
应收票据及应收账款	366.73	409.72	543.16	664.76	1,033.24
预付账款	17.09	12.93	24.15	21.76	41.77
存货	264.94	357.82	411.34	540.95	776.83
其他	110.71	184.47	137.12	137.85	154.52
流动资产合计	866.87	1,361.75	1,219.78	1,497.16	2,191.69
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	176.19	192.82	447.23	806.83	962.52
在建工程	6.37	7.58	27.58	73.68	0.00
无形资产	25.51	24.51	3.38	0.00	0.00
其他	9.72	24.05	14.23	14.71	15.03
非流动资产合计	217.80	248.97	492.42	895.23	977.55
资产总计	1,084.66	1,610.71	1,712.20	2,392.39	3,169.23
短期借款	186.61	219.61	215.69	555.46	863.54
应付票据及应付账款	230.09	336.52	363.29	503.13	695.81
其他	114.02	70.08	86.09	86.99	100.13
流动负债合计	530.71	626.21	665.07	1,145.58	1,659.48
长期借款	29.50	48.50	29.50	106.90	171.83
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	5.31	2.60	1.98
非流动负债合计	29.50	48.50	34.81	109.50	173.81
负债合计	560.21	674.71	700.88	1,255.08	1,833.29
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	63.18	84.24	84.24	84.24	84.24
资本公积	218.46	524.18	524.18	524.18	524.18
留存收益	237.80	325.37	403.91	528.88	727.53
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	519.44	933.79	1,012.33	1,137.30	1,335.95
负债和股东权益总计	1,084.66	1,610.71	1,712.20	2,392.39	3,169.23

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	105.43	87.57	91.78	146.05	232.14
折旧摊销	20.55	23.02	34.98	36.89	43.46
财务费用	17.67	(0.49)	9.22	8.00	11.61
投资损失	(3.84)	10.31	(1.42)	(1.66)	(1.91)
营运资金变动	(296.29)	(306.90)	(103.95)	(110.87)	(432.93)
其它	(4.53)	118.72	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	(161.01)	(67.77)	30.62	78.40	(147.63)
资本支出	32.06	38.82	282.95	441.91	126.09
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	57.64	(95.92)	(569.80)	(879.46)	(249.65)
投资活动现金流	89.70	(57.09)	(286.84)	(437.55)	(123.55)
债权融资	78.95	41.09	(23.34)	408.06	358.17
股权融资	(0.00)	314.15	(13.24)	(21.07)	(33.50)
其他	10.45	40.98	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	89.39	396.22	(36.58)	386.98	324.68
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	18.08	271.35	(292.81)	27.84	53.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,013.92	1,059.34	1,300.05	1,648.01	2,316.64
营业成本	808.77	896.29	1,106.99	1,370.55	1,896.56
营业税金及附加	3.91	3.15	3.86	4.90	6.88
销售费用	5.11	4.73	5.81	7.37	10.35
管理费用	31.37	30.80	35.10	44.50	62.55
研发费用	32.91	33.98	42.90	54.38	76.45
财务费用	18.23	9.55	9.22	8.00	11.61
资产/信用减值损失	(1.11)	(5.48)	1.01	(1.97)	(1.89)
公允价值变动收益	0.02	0.49	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.84	0.73	1.42	1.66	1.91
其他	(11.64)	4.84	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	122.52	80.25	98.59	158.02	252.27
营业外收入	1.18	17.71	4.98	6.11	7.49
营业外支出	3.19	0.68	1.60	1.85	1.83
利润总额	120.50	97.28	101.98	162.28	257.93
所得税	15.08	9.71	10.20	16.23	25.79
净利润	105.43	87.57	91.78	146.05	232.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	105.43	87.57	91.78	146.05	232.14
每股收益(元)	1.25	1.04	1.09	1.73	2.76

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	56.75%	4.48%	22.72%	26.77%	40.57%
营业利润	62.80%	-34.50%	22.85%	60.27%	59.65%
归属于母公司净利润	62.66%	-16.94%	4.81%	59.13%	58.95%
获利能力					
毛利率	20.23%	15.39%	14.85%	16.84%	18.13%
净利率	10.40%	8.27%	7.06%	8.86%	10.02%
ROE	20.30%	9.38%	9.07%	12.84%	17.38%
ROIC	39.21%	13.51%	13.30%	13.63%	14.76%
偿债能力					
资产负债率	52.11%	42.03%	40.88%	52.46%	57.85%
净负债率	21.92%	-13.38%	15.19%	47.66%	64.25%
流动比率	1.62	2.17	1.83	1.31	1.32
速动比率	1.12	1.60	1.22	0.83	0.85
营运能力					
应收账款周转率	3.46	2.73	2.73	2.73	2.73
存货周转率	4.49	3.40	3.38	3.46	3.52
总资产周转率	1.04	0.79	0.78	0.80	0.83
每股指标(元)					
每股收益	1.25	1.04	1.09	1.73	2.76
每股经营现金流	-1.91	-0.80	0.36	0.93	-1.75
每股净资产	6.17	11.08	12.02	13.50	15.86
估值比率					
市盈率	26.77	32.23	30.75	19.32	12.16
市净率	5.43	3.02	2.79	2.48	2.11
EV/EBITDA	0.00	20.93	20.96	16.13	11.72
EV/EBIT	0.00	24.58	28.03	19.69	13.64

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com