



## 买入（首次）

所属行业：风力发电设备  
当前价格(元)：11.11

### 证券分析师

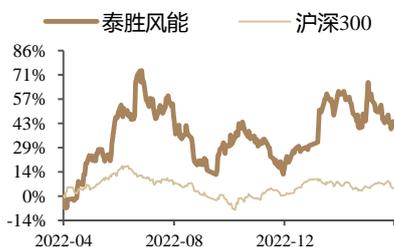
彭广春

资格编号：S0120522070001

邮箱：penggc@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.35	-10.21	11.07
相对涨幅(%)	1.05	-7.26	15.82

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 泰胜风能(300129.SZ)：醉斩长鲸倚天剑，双海驱动赢高期

### 投资要点

- **国资背景+布局国内最强海风开发区域：国内海风业务高速增长可期。**公司在原有国内海风布局基础上，凭借股东优势重点发力广东区域，而广东作为国内海风开发头部省份，十四五及之后开发潜力巨大，看好公司国内海风业务高速发展。
- **高品质产品赢得国际巨头青睐：海外业务增长可期。**公司目前已经开展与 Vestas 等国际知名风电企业合作，凭借公司较好的产品品质，有望在之后与国际厂商展开更加深入的合作，而对比公司目前内外销产品，近几年外销产品毛利率情况具备明显优势，因此预计 23 年之后海外新增业务为公司带来持续业绩增长。
- **研发投入对比同业公司显示出较强竞争力，公司产品盈利能力持续进步。**横向对比可比公司，公司研发费用率处于同行领先水平。纵向对比公司过去五年产品毛利率、净利率变化，显示出产品盈利能力持续改善。后续受到“双海战略”推动，产品盈利能力有望进一步提升。
- **23 年风电装机预期高企，公司有望乘行业迅猛增长的东风进一步提升业绩。**2022 年整体风电公开招标市场新增招标量为 98.50GW，2021 年同期为 54.2GW，同比增长 81.7%；2023 年一季度新增招标量为 26.5GW，比去年同期增长 7.3%，继 2022 年风电招标大年，今年风电招标量维持高热度不降反增。近三年陆风新增招标量总体呈上升趋势；2022 年海风新增招标量为 14.70GW，对比 2021 年的 2.79GW，同比增长 427%，海风招标量扩张更加明显。公司有望乘行业增长的东风显著提升业绩。
- **投资建议。**我们预计公司 2023-2025 年营业总收入为 58.37/74.00/103.30 亿元，同比增长 86.7%/26.8%/39.6%，2023-2025 年归母净利润为 5.37/6.87/10.35 亿元，同比增长 95.2%/28.0%/50.6%，对应 PE 为 19X/15X/10X。23-25 年公司 PEG 为 0.20/0.54/0.20，显著小于 1，公司经营有望实现稳定增长。我们首次覆盖并给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、终端需求不足的风险、上游原材料价格波动风险。公司新增投资项目进度不及预期风险。

### 股票数据

总股本(百万股):	934.90
流通 A 股(百万股):	625.45
52 周内股价区间(元):	5.51-11.63
总市值(百万元):	10,386.73
总资产(百万元):	7,171.54
每股净资产(元):	4.20

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,853	3,127	5,837	7,400	10,330
(+/-)YOY(%)	6.9%	-18.8%	86.7%	26.8%	39.6%
净利润(百万元)	259	275	537	687	1,035
(+/-)YOY(%)	-25.9%	6.3%	95.2%	28.0%	50.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.28	0.29	0.57	0.73	1.11
毛利率(%)	16.3%	18.4%	17.9%	18.6%	19.1%
净资产收益率(%)	9.4%	6.8%	11.7%	13.1%	16.4%

资料来源：公司年报，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 公司概况：稳坐风电塔筒龙头 .....	4
1.1. 持续深耕二十余年，稳坐风电塔筒领域龙头 .....	4
1.2. 乘抢装潮契机，实现公司业务腾飞.....	7
2. 风机放量、海风崛起，塔筒行业有望迎来快速发展.....	9
2.1. 政策托底，国内外风电装机需求迅猛发展.....	9
2.2. 原材料下降+风电大型化趋势，风电行业降本加速.....	11
3. 国资入主出海与区位优势凸显，公司盈利能力进一步提升.....	12
4. 盈利预测与投资建议.....	13
4.1. 盈利预测 .....	13
4.2. 投资建议 .....	14
5. 风险提示.....	14

## 图表目录

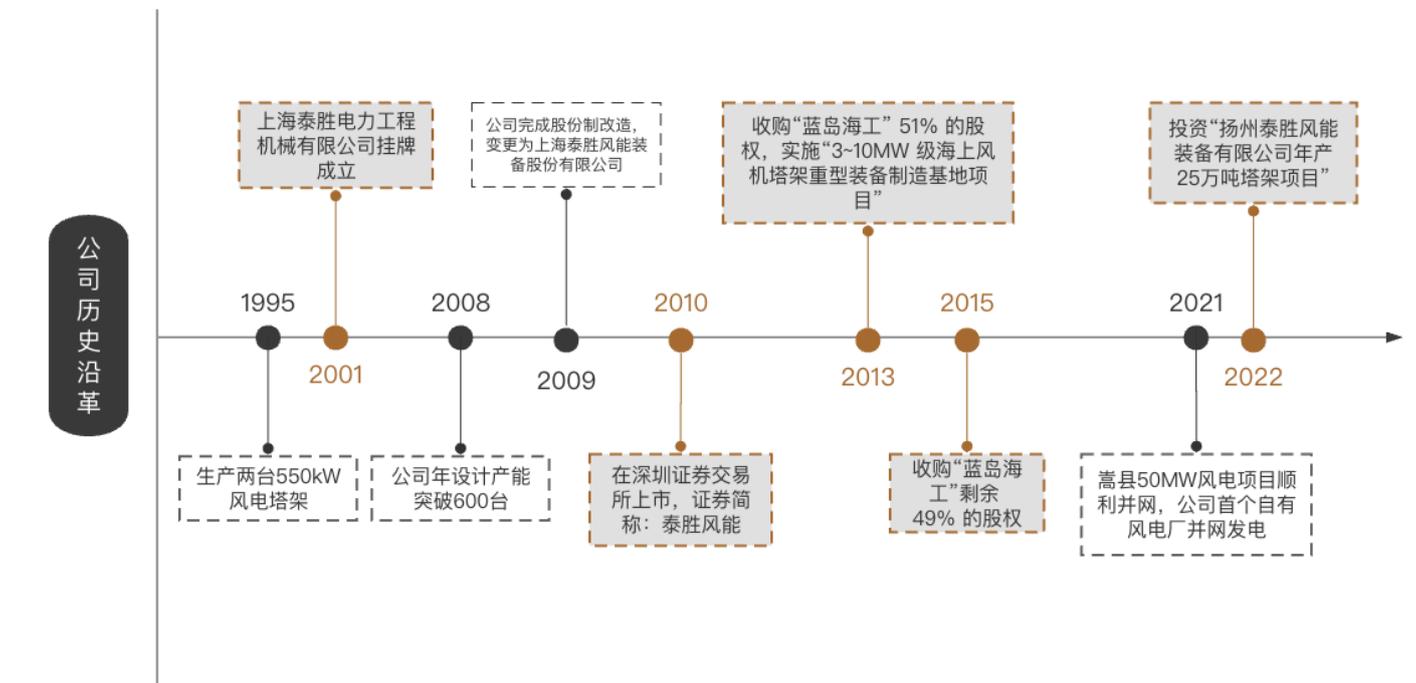
图 1: 泰胜风能发展历程 .....	4
图 2: 泰胜风能主要业务示意图 .....	4
图 3: 泰胜风能股份结构 .....	5
图 4: 2018-2022 公司主营业务营收占比图 .....	6
图 5: 2018-2022 公司主营业务毛利率情况 .....	6
图 6: 2017-2022 公司风电设备海内外销售营收占比图 .....	6
图 7: 2018-2022 公司风电设备海内外销售毛利率情况 .....	6
图 8: 中国风电新增并网装机容量 .....	7
图 9: 2020 年风电设备行业总营业收入增速迅猛 .....	7
图 10: 2020 年风电设备行业归母净利润同比高增 .....	7
图 11: 泰胜风能营业收入及增速 (亿元) .....	8
图 12: 泰胜风能归母净利润及增速 (亿元) .....	8
图 13: 公司毛利率和净利率稳步提升 .....	8
图 14: 公司近 3 年期间费用率情况 .....	8
图 15: 泰胜风能研发费用 (亿元) 及研发费用率 .....	9
图 16: 研发费用率与同类公司对比 .....	9
图 17: 2017-2023Q1 年公开招标市场新增招标量 (GW) .....	10
图 18: 全球 2011-2027E 陆上风电新增装机 (GW) .....	10
图 19: 全球 2011-2027E 海上风电新增装机 (GW) .....	10
图 20: 2021-2023.5 全国中厚板市场价格 (元/吨) .....	11
图 21: 大型化趋势下的新增海上与陆上平均单机容量 (MW) .....	11
图 22: 国际风电平准化度电成本不断下探(单位: \$/kWh) .....	11
图 23: “十四五”期间各省风电规划 .....	12
表 1: 公司主要管理团队 .....	6
表 2: 广东风电相关政策与装机规模 .....	12
表 3: 公司分业务营收预测 .....	13
表 4: 可比公司估值 .....	14

## 1. 公司概况：稳坐风电塔筒龙头

### 1.1. 持续深耕二十余年，稳坐风电塔筒领域龙头

公司总部位于上海市金山区，成立于2001年，前身为上海泰胜电力工程机械有限公司，是国内最早从事风机塔架制造的公司之一，也是国内外知名的风力发电机配套塔架专业制造商。2010年10月19日公司在中国深圳证券交易所创业板成功上市，股票代码：300129.SZ。经过二十余年的不断耕耘，逐步成为国内风电塔筒领域的龙头企业。自2013年收购“蓝岛海工”以来，公司不断开拓海上风电业务。与此同时，公司积极开拓风电场开发运营业务并建设生产基地推动风电产品大型化。

图 1：泰胜风能发展历程



资料来源：公司公告、Wind、德邦研究所

风电设备制造叠加风电场运营，公司风电产业链不断延伸。自1995年生产出两台550kW风电塔架以来，公司持续深耕风电设备制造领域，主营产品包含陆上风电塔架和海上风电塔架、导管架、管桩、升压站平台及相关辅件、零件，其中8MW风机塔架、日本浮体式海上风机塔架、大型分片式塔架、175米斜拉塔、10MW海上风电导管架、2300吨级大单桩、高端升压站平台等具有行业领先水平。2021年控股子公司嵩县泰胜自有的嵩县50MW风电项目顺利完成并网开始发电，实现了公司风电场“零”的突破。自此公司将持续积极推进风电场开发业务，并逐步形成符合公司特点的风电场开发模式及合作模式，产业链获得延伸。

图 2：泰胜风能主要业务示意图



验丰富。公司总经理邹涛 2017 年加入泰胜风能，在公司担任总经理一职超 6 年，对公司运作及行业了解深刻。

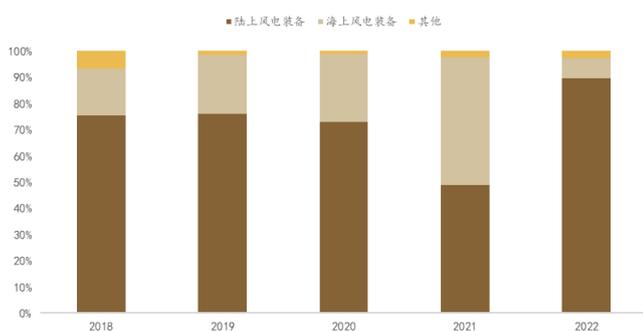
表 1：公司主要管理团队

姓名	职务	履历
郭川舟	董事长	硕士学历，曾任广州开发区金融控股集团有限公司总经理助理，广州凯得投资控股有限公司总经理，广州凯得资本运营有限公司董事长、总经理。2019 年 10 月至今任广州凯得投资控股有限公司董事长，2020 年 4 月至今任广州开发区控股集团有限公司副总经理，2022 年 6 月至今任泰胜风能董事长。
邹涛	总经理	毕业于北京理工大学经济法专业，法学学士学位。曾担任山东三联集团公司法律顾问及董事会办公室秘书，三联商社股份有限公司董事会办公室主管、证券事务代表职务；湖南旺德府投资(集团)有限公司董事会秘书，上海泰胜电力工程机械有限公司董事会秘书，2017 年 8 月至今担任泰胜风能总经理。
曾伟	监事会主席	硕士研究生学历，高级经济师，美国注册管理会计师(CMA)，国际注册内部审计师(CIA)。曾任荷兰泰潘集团荷兰总部集团财务经理，广州开发区控股集团有限公司财务资金部总经理，粤开证券股份有限公司副总裁兼财务总监。2022 年 5 月至今任广州开发区控股集团有限公司工会副主席。2022 年 6 月至今担任泰胜风能监事会主席。
朱华	财务总监	硕士研究生学历，中国注册会计师非执业会员，注册税务师、高级会计师、全国高端会计人才、广东省会计领军人才。曾任上海五冶机电公司财务部副部长，湖南湘投国际投资有限公司财务会计，中广核新能源控股有限公司子公司财务负责人，广东省广新控股集团有限公司财务部部长助理，金沃国际融资租赁有限公司董事、财务总监，广东肇庆星湖生物科技股份有限公司董事、财务总监，深圳市中核海得威生物科技有限公司总会计师、总法律顾问。2022 年 5 月至 2022 年 6 月任广州凯得投资控股有限公司副总经理。2022 年 6 月至今担任泰胜风能财务总监。
陈杰	董事会秘书	毕业于中国青年政治学院法律系，法学学士学位，拥有深圳证券交易所董事会秘书任职资格。曾任上海泰胜电力工程机械有限公司董事会办公室秘书，公司证券事务代表。2018 年 5 月至今任公司副总经理、董事会秘书；目前兼任上市公司上海艾录包装股份有限公司独立董事。

资料来源：wind、公司公告，德邦研究所

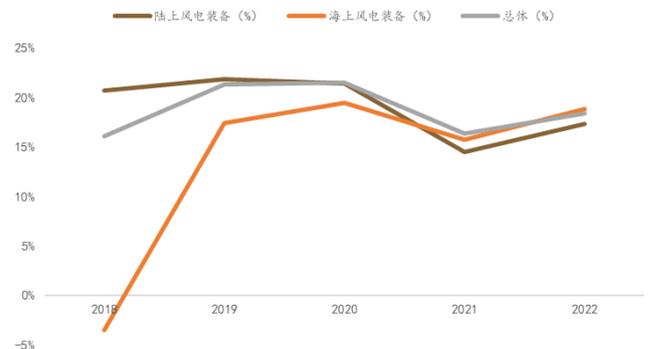
公司主营业务分为陆上风电装备、海上风电装备、其他三大板块。海上风电装备作为公司未来重点发展领域，在 2019-2022 年公司主营业务营收中占比分别为 22.34%/25.74%/48.83%/12.64%。2021 年受海上风电抢装潮影响，海风装备占比首次超过陆上风电的 48.77%。2019-2022 陆上风电装备毛利率为 21.80%/21.39%/14.48%/17.33%，受到原材料价格上涨与陆上风电产业链降本趋势双重影响，以及公司 2020 年收入准则变动，即开始将运输费用计入营业成本，陆上风电装备毛利率有所下滑。2019-2022 海上风电装备毛利率为 17.39%/19.42%/15.67%/18.80%，除去 2021 年海上风电抢装潮影响，公司海风板块毛利率逐渐恢复，稳中有进。

图 4：2018-2022 公司主营业务营收占比图



资料来源：WIND、公司公告、德邦研究所

图 5：2018-2022 公司主营业务毛利率情况

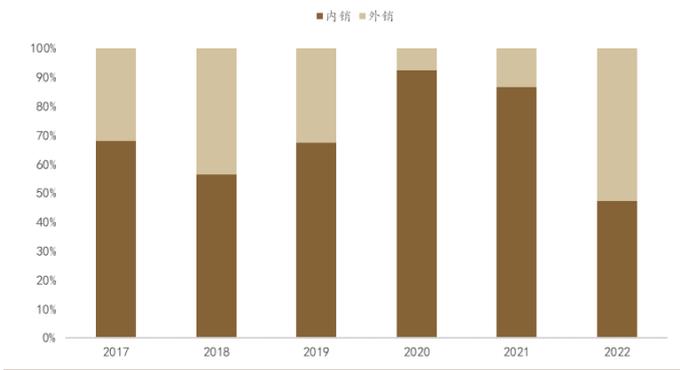


资料来源：WIND、公司公告、德邦研究所

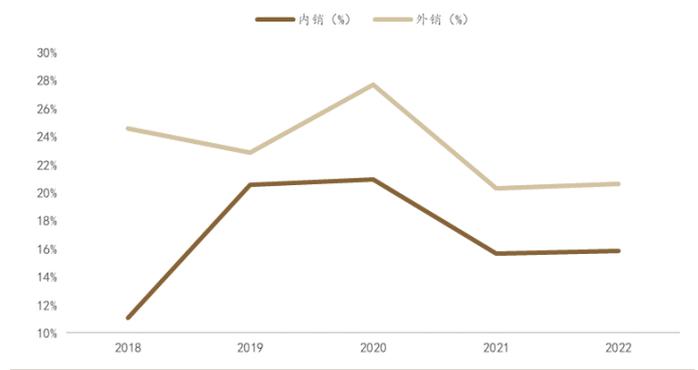
“两海业务”加速布局，出口业务盈利能力增长。2018-2022 年公司出口业务毛利率为 24.57%/22.87%/27.68%/20.28%/20.62%，明显高于同期内销毛利率 11.05%/20.55%/20.96%/15.67%/15.85%。公司已与 Vestas、西班牙歌美飒集团 (Gamesa)、美国通用电气集团 (GEWind)、株式会社日本制钢所 (JSW) 等知名海外公司建立合作关系，有望凭借客户资源持续积极推进海外业务发展。

图 6：2017-2022 公司风电设备海内外销售营收占比图

图 7：2018-2022 公司风电设备海内外销售毛利率情况



资料来源: WIND、公司公告, 德邦研究所

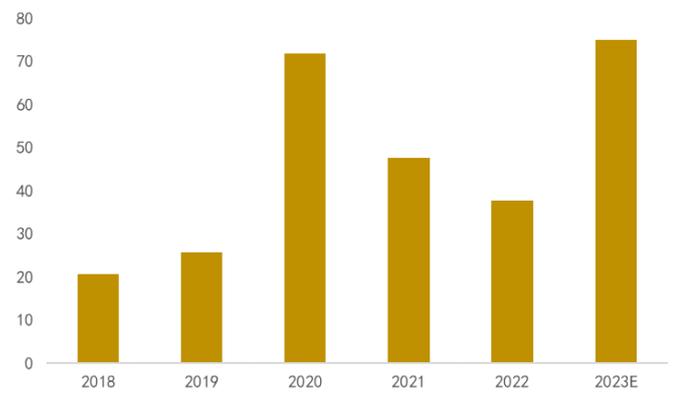


资料来源: WIND、公司公告, 德邦研究所

## 1.2. 乘抢装潮契机, 实现公司业务腾飞

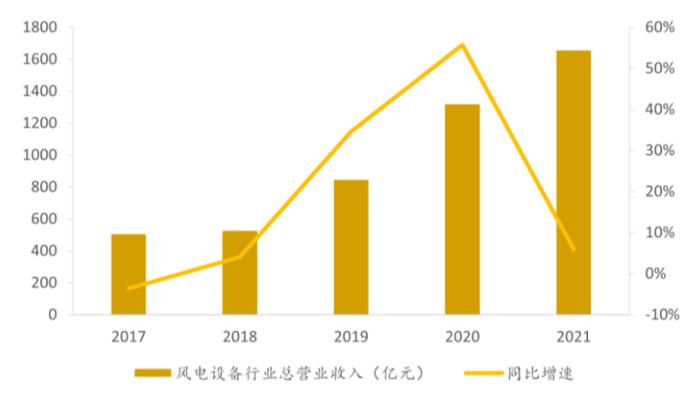
2019年5月24日, 发改委发布关于完善风电上网电价政策的通知, 关于陆上风电上网电价, 通知指出, 2018年底之前核准的陆上风电项目, 2020年底前仍未完成并网的, 国家不再补贴; 2019年1月1日至2020年底前核准的陆上风电项目, 2021年底前仍未完成并网的, 国家不再补贴。自2021年1月1日开始, 新核准的陆上风电项目全面实现平价上网, 国家不再补贴; 关于海上风电上网平价, 通知指出, 对2018年底前已核准的海上风电项目, 如在2021年底前全部机组完成并网的, 执行核准时的上网电价; 2022年及以后全部机组完成并网的, 执行并网年份的指导价。这些政策意味着, 风电行业的政策补贴将逐步退去, 风电平价时代正在到来, 2020年也因此成为了陆上风电抢装大年。

图 8: 中国风电新增并网装机容量



资料来源: 国家能源局、北极星风力发电网、德邦研究所

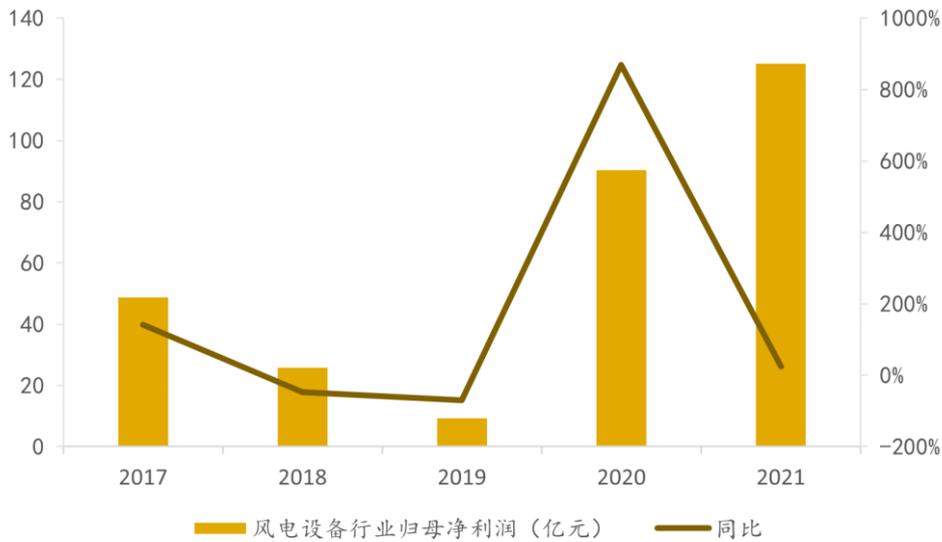
图 9: 2020 年风电设备行业总营业收入增速迅猛



资料来源: WIND、德邦研究所

2020 年是我国风电行业创纪录的一年。2020 年, 我国新增风电新增并网装机容量 71.67GW, 同比增长 178.65%; 风电设备行业营业总收入 1317.09 亿元, 同比增长 55.74%, 行业归母净利润达到 90.28 亿元, 同比增长 868.44%, 相比于其他年份, 2020 年的业绩达到了顶峰。

图 10: 2020 年风电设备行业归母净利润同比高增

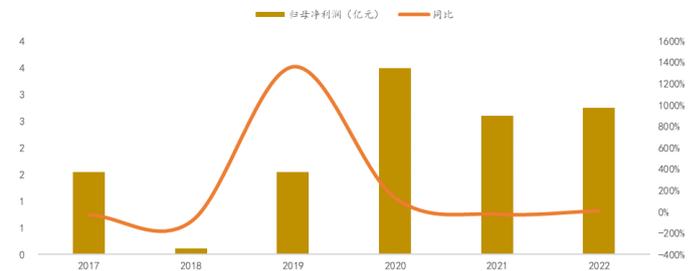
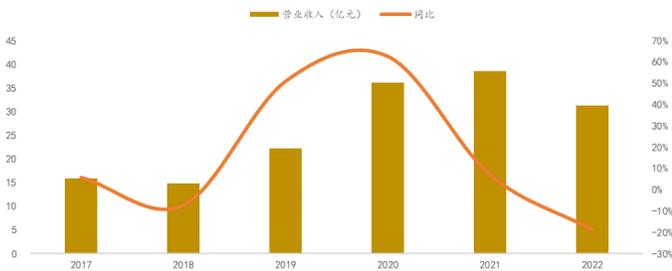


资料来源: WIND、德邦研究所

2019年下半年以来陆上风电开启抢装潮,公司业绩迎来高速增长。公司2019-2022年营业收入分别为22.19/36.04/38.53/31.27亿元,同比+50.70%/+62.41%/+6.90%/-18.84%;2019-2022年归母净利润为1.54/3.49/2.59/2.75亿元,同比+1358.82%/+127.02%/-25.87%/+6.33。受2022年行业整体装机量下滑影响,公司2022年营收有所下滑,但依靠较高比例的出口业务依然实现了净利润的稳步增长。

图 11: 泰胜风能营业收入及增速 (亿元)

图 12: 泰胜风能归母净利润及增速 (亿元)



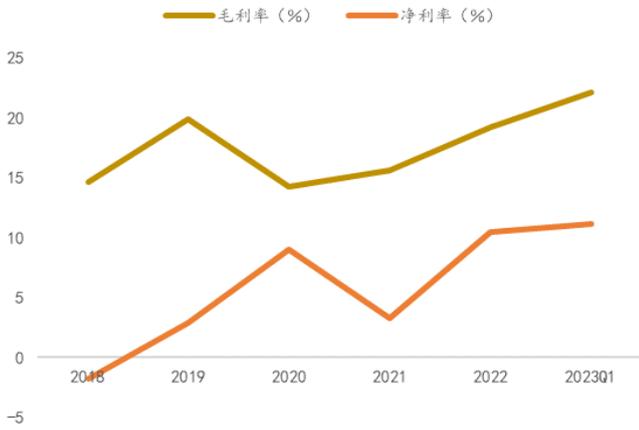
资料来源: WIND、公司公告、德邦研究所

资料来源: WIND、公司公告、德邦研究所

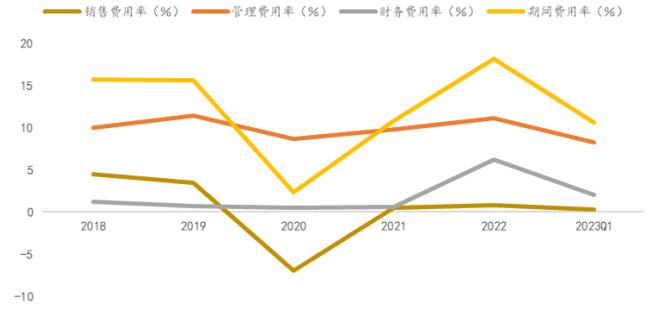
2019年以来公司凭借风电抢装潮契机,产品盈利能力持续进步。公司在2018-2023年Q1毛利率和净利率保持波动上升,毛利率分别为14.59%/19.85%/14.26%/15.56%/19.19%/22.13%,净利率分别为-1.77%/2.91%/8.99%/3.30%/10.41%/11.09%;公司同期期间费用率保持在合理区间,分别为15.66%/15.56%/2.30%/10.83%/18.10%/10.59%。

图 13: 公司毛利率和净利率稳步提升

图 14: 公司近3年期间费用率情况



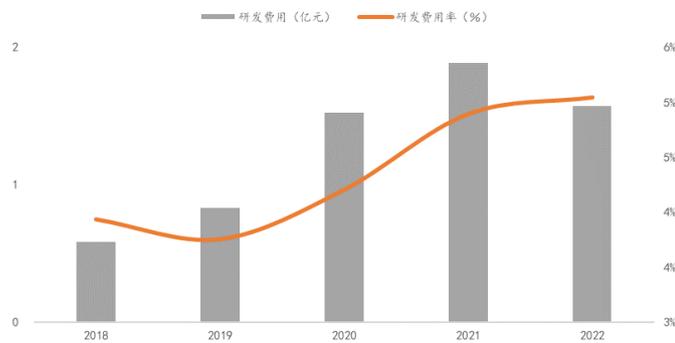
资料来源: WIND、公司公告、德邦研究所



资料来源: WIND、公司公告、德邦研究所

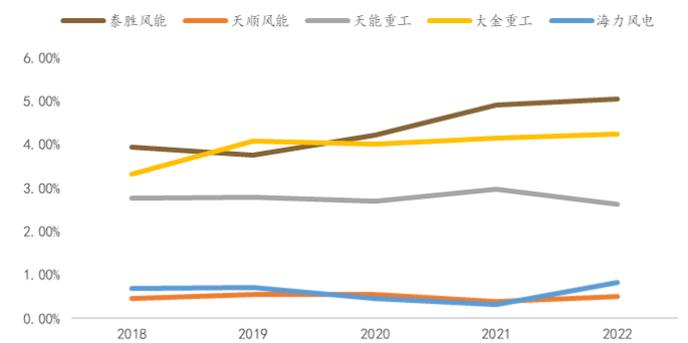
2019年以来公司紧抓陆上风电契机,以研发为核心竞争力,近年来研发费用持续增长。公司不断加大研发投入,持续推动专利项目研发及申请保护工作,持续引进国际一流技术人才,技术实力显著提升,公司的陆上风电塔架和海上风电塔架、导管架、管桩、升压站平台及相关辅件、零件等一系列风电技术都处于行业领先地位。2019-2022年,公司研发费用率持续增长,得益于2020-2021年风电抢装潮带来的公司业务快速发展,2021年公司研发费用达1.88亿元。公司研发费用率基本领先于其他四家可比的上市风电整机商。因此,公司在研发端的不断投入是其保持较强行业竞争力的原因之一。

图 15: 泰胜风能研发费用 (亿元) 及研发费用率



资料来源: WIND、公司公告、德邦研究所

图 16: 研发费用率与同类公司对比



资料来源: WIND、各公司公告, 德邦研究所

## 2. 风机放量、海风崛起, 塔筒行业有望迎来快速发展

### 2.1. 政策托底, 国内外风电装机需求迅猛发展

2020年9月22日, 国家主席习近平在第七十五届联合国大会上宣布“碳达峰 碳中和”的战略目标, 这一目标要求提高非化石能源消费比重、降低单位国内生产总值二氧化碳排放量。2023年4月12日, 国家能源局印发《2023年能源工作指导意见》的通知。为了“供应保障能力持续增强”, 推进能源革命与高质量发展, 加快规划建设新型能源体系, 《意见》表示将稳步推进重点领域电能替代, 大力发展风电与太阳能发电, 预计2023年风电光伏装机增加160GW左右。根据搜狐网信息, 在第八届中国能源发展与创新论坛上, 国家能源局指出, 重点任务包括推动海上风电集群化开发, 预计2030年开发规模约9000万千瓦。在此背景下, 以风电为代表的新能源行业迅速发展, 得到政府的政策扶持和高度重视。

《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》提到“积极发展非化石能源。实施可再生能源替代行动，大力发展风能、太阳能、生物质能、海洋能、地热能等，不断提高非化石能源消费比重”，《2030年前碳达峰行动方案》中提到“坚持陆海并重，推动风电协调快速发展”，绿色低碳将成为我国经济发展的重要基调，“双碳目标”驱动下，我国风电行业将有广阔的发展前景。

**2022年风电招标规模扩大，未来两年风电新增装机量有望厚积薄发。**根据金风科技官网统计数据，2022年整体风电公开招标市场新增招标量为98.50GW，2021年同期为54.2GW，同比增长81.7%；2023年一季度新增招标量为26.5GW，比去年同期增长7.3%，继2022年风电招标大年后，今年风电招标量维持高热度不降反增。近三年陆风新增招标量总体呈上升趋势；2022年海风新增招标量为14.70GW，对比2021年的2.79GW，同比增长427%，海风招标量扩张更加明显。根据国家能源局数据，2022年国内新增并网装机容量仅为37.63GW，远低于2022年的招标总量，风电装机有望在近两年实现放量增长。

图 17：2017-2023Q1 年公开招标市场新增招标量 (GW)



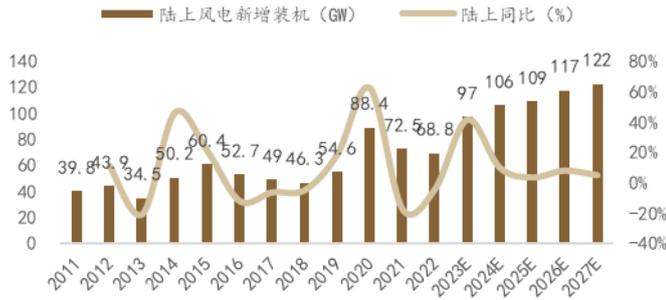
资料来源：金风科技官网、德邦研究所

**全球风电装机稳步增长，根据 GWEC 测算 2022 至 2027CAGR 达 15%。**受中国抢装潮以及总体风电大环境影响，全球风电新增装机容量 2020 至 2022 年有所下滑，装机量分别为 95.3、93.6、77.6GW。预计 2023 年至 2027 年全球风电新增装机分别为，115、125、135、150、157GW，其中陆上风电新增装机 97、106、109、117、122GW，2023-2025 年同比增速为 40.99%、9.28%、2.83%；海上风电新增装机为 18、18、26、32、36GW，2023-2025 年同比增速为 104.55%、0%、44.4%。海上风电 2022 年-2027 年 CAGR 达到 32.54%，相比于陆上风电的 12.13%，海上风电增速更快。

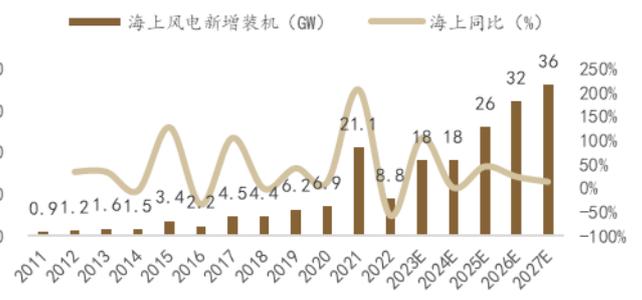
**全球风电市场加速回暖，海外业务或将成为重要竞技场。**根据 GWEC 统计，2022 年全球最大的 5 个风电新增装机市场分别为：中国、美国、巴西、德国、瑞典。其中北美预计未来 5 年新增 60GW，其中 92% 将安装在美国，其他将安装在加拿大。欧洲预计有较大的增长，特别是成熟市场，如德国、西班牙、英国、法国、意大利和土耳其。非洲/中东市场未来 5 年（预计新增 17GW 装机，其中南非 5.3GW，埃及 3.6GW，沙特阿拉伯 2.4GW，摩洛哥 2.2GW。拉丁美洲，预计新增 26.5GW 陆上风电，巴西、智利和哥伦比亚预计占新增的 78%。

图 18：全球 2011-2027E 陆上风电新增装机 (GW)

图 19：全球 2011-2027E 海上风电新增装机 (GW)



资料来源: GWEC、风能专委会公众号、德邦研究所



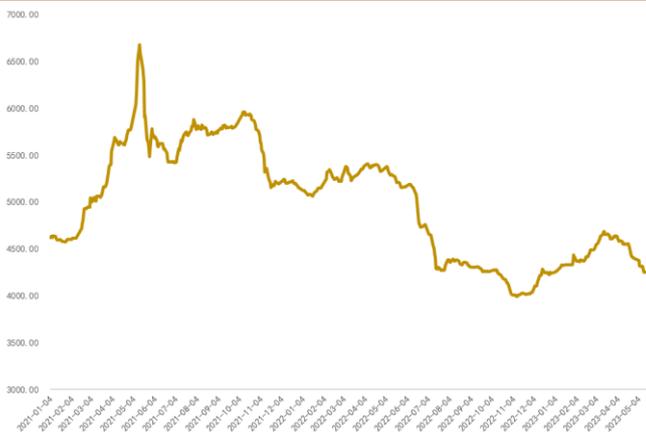
资料来源: GWEC、风能专委会公众号、德邦研究所

## 2.2. 原材料下降+风电大型化趋势，风电行业降本加速

中厚板价格呈现下行趋势 2022 年 5 月份开始中厚板价格总体呈现下行趋势，截至 2023 年一季度价格有所回升，从 2022 年 4 月初的 5406 元/吨下降至 2022 年 11 月中旬 3992 元/吨，下降幅度达 26.2%，而 2023 年 5 月初价格同比一年前降幅也达到 18.7%，考虑到中厚板是塔筒的主要原材料，预计下半年风电塔筒企业将迎来盈利修复。

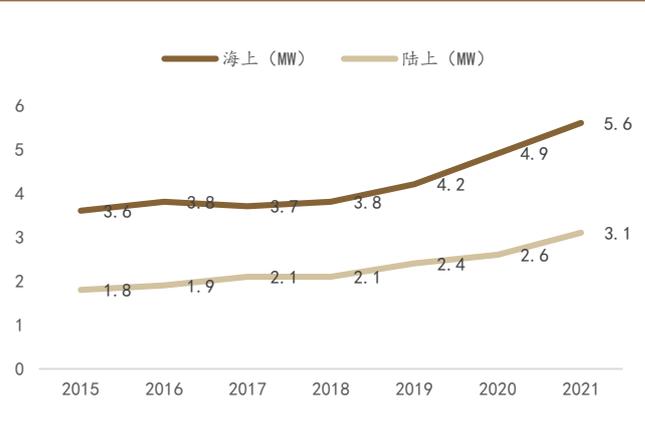
大型化趋势叠加平准化度电成本不断下探，风电行业降本加速。根据 CWEA 数据，风电大型化趋势持续发展。2015 至 2021 年海上风电平均单机容量由 3.6MW 提升至 5.6MW，增长幅度达 55%，6 年内 CAGR 约为 7.64%；2015 至 2021 年陆上风电平均单机容量由 1.8MW 提升至 3.1MW，增长幅度达 72%，6 年内 CAGR 约为 9.48%。大型化驱动轮毂高度与风电叶片直径增长，风能利用率增长的同时能够一定程度上降低平准化度电成本，度电成本的下降同时从产业链端倒逼风电整机、零部件降本。风电大规模降本趋势下，预计项目投资收益率提升，有望吸引大量资金涌入风电行业，2023 年我国风电装机有望迎来加速增长，推动塔筒需求放量。

图 20: 2021-2023.5 全国中厚板市场价格 (元/吨)



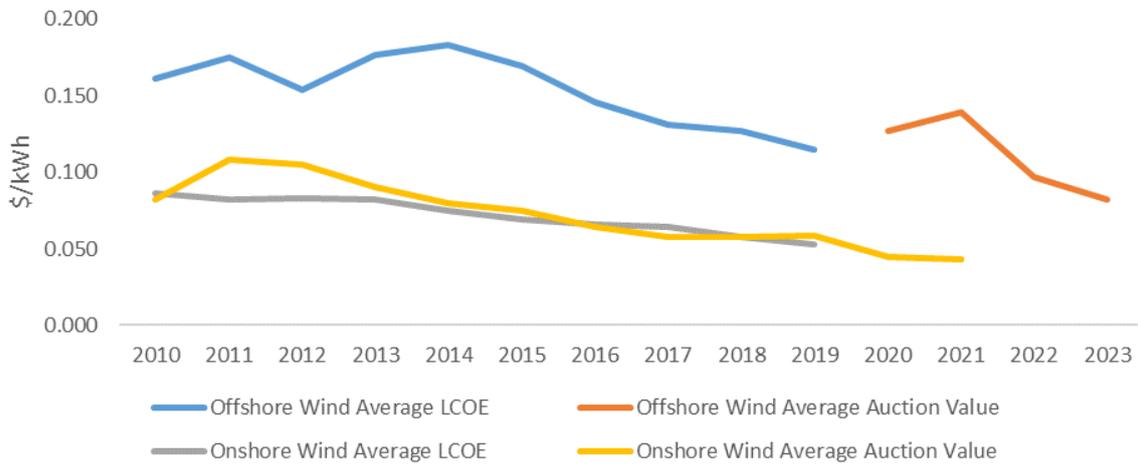
资料来源: WIND、德邦研究所

图 21: 大型化趋势下的新增海上与陆上平均单机容量 (MW)



资料来源: CWEA、德邦研究所

图 22: 国际风电平准化度电成本不断下探(单位: \$/kWh)

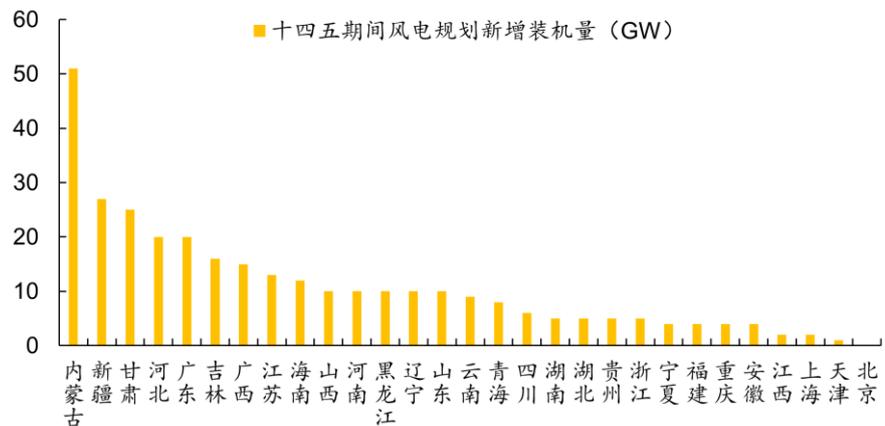


资料来源: IRENA 官网, 德邦研究所

### 3. 国资入主出海与区位优势凸显, 公司盈利能力进一步提升

十四五期间可再生能源发电进入跃升式发展阶段, 各省规划风电新增装机量超过 300GW。2022 年 6 月 1 日, 国家发展改革委等 9 部门联合印发的《“十四五”可再生能源发展规划》提出“十四五期间, 可再生能源发电量增量在全社会用电量增量中的占比超过 50%, 风电和太阳能发电量实现翻倍”。根据各省公布的十四五期间风电规划, 内蒙古、新疆、甘肃、广州是规划风电新增装机量较大的省份, 分别为 51GW、27GW、25GW、20GW。

图 23: “十四五”期间各省风电规划



资料来源：广东省政府官网、华夏能源网、德邦研究所

广州开发区管委会实际控股后，公司区位优势凸显，产能扩张路径明确。产能布局方面，公司三管齐下，一方面公司进一步推进陆上风电业务，计划在重点区域深入布局，拟在紧邻国内主要陆上风电市场区域新增产能，在挖掘现有国内布局产能的前提下，做好中部、西部、南部市场的布局。同时公司计划进一步扩大出口基地产能，公司正在扬州港附近建设现代化、智能化的新型绿色生产基地，主要用于出口产品的生产，设计年产能为 25 万吨，该出口基地预计于 2023 年中建成投产。另一方面，公司计划继续推动广东地区海上风电制造基地的布局工作，尽快完善沿海海上风电产业布局。预计基地落实后，公司海上风电与陆上风电产能将进一步提升，增强公司竞争力。

风电塔筒海外市场放量增长，公司紧抓毛利率较高的出口板块，积极开拓客户市场。2022 年 3 月，全球风电整机龙头 Vestas 向泰胜提出以扬州工厂为载体，首制 Vestas 目前全球最大海上机组塔架 V236 的计划，且有意向在首制成功后锁定扬州工厂为亚太唯二供应商之一，作为窗口化展示工厂。根据公司 22 年年报显示，近年来海外出口产品毛利率显著高于国内产品。海外业务的积极拓展有望进一步增厚公司业绩。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

我们对 2023-2025 年公司经营情况做出如下假设：

1)结合公司已有产能和后续生产基地规划情况，我们假设 23-25 年公司各类产品总出货量情况为 70/86/117 万吨。受益于公司双海战略持续发力，我们预计出货产品中双海产品有望快速增长，我们预计 23-25 年国内海风产品出货量分别为 20/30/45 万吨，23-25 年海外海风产品出货量分别为 0.3/5/12 万吨。

2)考虑到原材料价格及国内竞争格局情况，我们预计 23-25 年国内产品售价和产品毛利率情况有所降低，但受益于海外业务尤其是海外海风业务的突破，整体产品毛利率将保持稳定。

3)我们假设公司 23-25 年其他业务将保持稳定，发电业务受益于公司持续开拓，将逐步增加对公司业绩贡献。

表 3：公司分业务营收预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3126.69	5836.50	7400.00	10330.00
YOY (%)	-18.84%	86.67%	26.79%	39.59%
毛利率	18.37%	17.92%	18.63%	19.12%
<b>1.陆上业务</b>				
营业收入 (百万元)	2665.56	4000	4005	4640
营业成本 (百万元)	2203.54	3323.2	3328.07647	3877.10667
毛利率 (%)	17.33	16.92%	17.95%	18.18%
业务收入占比 (%)	85.25%	68.53%	54.12%	44.92%
<b>2.海上业务</b>				
营业收入 (百万元)	395.14	1766.5	3295	5550
营业成本 (百万元)	320.87	1441.0915	2656.365	4426.35
毛利率 (%)	18.80%	18.42%	19.38%	20.25%
业务收入占比 (%)	12.64%	30.27%	44.53%	53.73%
<b>3.发电收入</b>				
营业收入 (百万元)	27.69	30	60	100
营业成本 (百万元)	17.44	10.5	10.5	10.5
毛利率 (%)	58.77%	65.00%	65.00%	65.00%
业务收入占比 (%)	0.89%	0.51%	0.81%	0.97%
<b>4.其他业务</b>				

营业收入 (百万元)	38.29	40	40	40
营业成本 (百万元)	10.37	16	16	16
毛利率 (%)	269.24%	60.00%	60.00%	60.00%
业务收入占比 (%)	1.22%	0.69%	0.54%	0.39%

资料来源: WIND、德邦研究所预测

## 4.2. 投资建议

考虑到公司主营业务和营收构成, 我们选取市场 4 家主要上市企业进行可比分析。

我们预计公司 2023-2025 年营业总收入为 58.37/74.00/103.30 亿元, 同比增长 86.7%/26.8%/39.6%, 2023-2025 年归母净利润为 5.37/6.87/10.35 亿元, 同比增长 95.2%/28.0%/50.6%, 对应 PE 为 19X/15X/10X。23-25 年公司 PEG 为 0.20/0.54/0.20, 显著小于 1, 公司经营有望实现稳定增长。我们首次覆盖并给予“买入”评级。

表 4: 可比公司估值

公司名称	收盘价 (元) 2023/5/25	EPS (元)				PE(X)			PEG		
		2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
天顺风能	16.10	0.35	0.96	1.37	1.73	17	12	9	0.10	0.27	0.36
天能重工	8.89	0.28	0.66	0.9	1.2	14	10	7	0.10	0.27	0.22
大金重工	36.56	0.81	2.05	3.37	3.06	21	14	12	0.14	0.30	0.65
海力风电	85.71	0.94	3.51	5.78	7.86	24	15	11	0.09	0.23	0.3
		平均值				19	13	10	0.11	0.27	0.38
泰胜风能	11.11	0.29	0.57	0.74	1.11	19	15	10	0.20	0.54	0.20

资料来源: 5月25日收盘价, 除泰胜风能外, 其余上市公司采用 WIND 一致预期, 泰胜风能数据为德邦研究所测算。

## 5. 风险提示

行业竞争加剧、终端需求不足的风险、上游原材料价格波动风险。公司新增投资项目进度不及预期风险。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.33	0.57	0.73	1.11
每股净资产	4.32	4.89	5.63	6.74
每股经营现金流	-0.32	3.23	0.18	1.24
每股股利	0.05	0.04	0.04	0.04
价值评估(倍)				
P/E	22.04	18.57	14.50	9.63
P/B	1.66	2.18	1.89	1.58
P/S	3.19	1.71	1.35	0.96
EV/EBITDA	17.47	10.18	7.98	4.52
股息率%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	18.4%	17.9%	18.6%	19.1%
净利润率	8.6%	9.0%	9.1%	9.8%
净资产收益率	6.8%	11.7%	13.1%	16.4%
资产回报率	3.8%	4.3%	4.7%	5.0%
投资回报率	4.8%	9.5%	11.0%	13.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-18.8%	86.7%	26.8%	39.6%
EBIT 增长率	-19.0%	123.1%	33.8%	48.6%
净利润增长率	6.3%	95.2%	28.0%	50.6%
偿债能力指标				
资产负债率	43.4%	63.3%	64.0%	69.9%
流动比率	2.1	1.4	1.4	1.3
速动比率	1.3	1.1	1.0	0.9
现金比率	0.5	0.6	0.5	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	227.8	163.7	182.1	191.2
存货周转天数	233.6	166.1	180.2	193.3
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	4.1	7.3	8.9	11.9

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	275	537	687	1,035
少数股东损益	-5	-10	-12	-19
非现金支出	146	80	61	74
非经营收益	-84	-84	-74	-126
营运资金变动	-628	2,497	-490	191
经营活动现金流	-296	3,020	172	1,155
资产	-70	-125	-100	-66
投资	1	-19	-19	-19
其他	-155	0	0	0
投资活动现金流	-224	-143	-119	-84
债权募资	88	63	63	72
股权募资	1,081	0	0	0
其他	-26	0	0	0
融资活动现金流	1,143	63	63	72
现金净流量	593	2,941	116	1,143

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 25 日  
 资料来源：公司年报 (2020-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,127	5,837	7,400	10,330
营业成本	2,552	4,791	6,021	8,354
毛利率%	18.4%	17.9%	18.6%	19.1%
营业税金及附加	13	24	31	43
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	19	34	44	60
营业费用率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	134	220	298	403
管理费用率%	4.3%	3.8%	4.0%	3.9%
研发费用	157	290	370	515
研发费用率%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
EBIT	232	518	693	1,029
财务费用	-13	29	37	52
财务费用率%	-0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-10	7	10	9
投资收益	0	0	0	0
营业利润	298	579	740	1,112
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	298	579	740	1,112
EBITDA	330	604	764	1,112
所得税	27	52	65	96
有效所得税率%	9.2%	9.0%	8.8%	8.6%
少数股东损益	-5	-10	-12	-19
归属母公司所有者净利润	275	537	687	1,035

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,273	4,214	4,330	5,473
应收账款及应收票据	2,106	3,304	4,358	6,908
存货	1,803	2,619	3,408	5,564
其它流动资产	574	782	811	1,058
流动资产合计	5,756	10,919	12,907	19,002
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	763	802	834	867
在建工程	70	94	124	151
无形资产	209	201	193	185
非流动资产合计	1,415	1,562	1,694	1,830
资产总计	7,172	12,481	14,601	20,832
短期借款	126	189	252	324
应付票据及应付账款	2,170	4,016	4,540	8,010
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	512	3,384	4,244	5,915
流动负债合计	2,807	7,590	9,035	14,250
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	306	306	306	306
非流动负债合计	306	306	306	306
负债总计	3,113	7,896	9,341	14,556
实收资本	935	935	935	935
普通股股东权益	4,039	4,576	5,263	6,298
少数股东权益	19	9	-3	-22
负债和所有者权益合计	7,172	12,481	14,601	20,832

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019年新财富入围、水晶球第三，2022年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。