

天能重工 (300569)

证券研究报告

2022年07月20日

海陆产能加速扩张，发电开启第二成长曲线

塔筒制造为基，向下拓展电站业务

公司 2006 年进军塔筒制造行业，是我国风电设备制造龙头企业之一，公司主营业务以陆上塔筒制造为主，同时积极布局海工业务。自 2018 年起逐渐向下游新能源发电业务延伸，电站建设项目持续推进，采取塔筒业务和风电建设相结合的发展路线，实现全产业链覆盖，行业整体风险把控能力持续提升。

国资入股，为未来发展保驾护航

2020 年 12 月，珠海港控股集团成为公司控股股东，公司实际控制人变为珠海市国有资产监督管理委员会。国资入股有助于优化公司资产负债结构，提升公司授信水平及融资能力，同时提高公司融资能力及抗风险能力。

海陆塔筒产能加速扩张，发电业务开启第二成长曲线

1. 产能布局：公司陆上塔筒主业稳步发展，目前在全国共有 13 个生产基地（含在建），分别位于山东、新疆、吉林、云南、湖南、江苏、内蒙古、广东等地，产能合计约 83 万吨。其中陆风基地 9 个，产能合计 35 万吨；海风基地 4 个，产能 48 万吨；

2. 核心技术研发：公司持续投资核心技术研发，不断扩大研发团队。共拥有 28 项国家发明及实用新型专利，并拥有多项核心技术。

3. 新能源业务发展情况良好：2020 年建设完成四个风电场，为公司未来盈利能力奠定基础。

4. 市场格局：从行业看，近年来随着龙头企业加速产能布局扩大、供给结构的调整，行业集中度有所上升，但目前行业集中度仍相对较低。随着海上风电国家补贴的全面退出，行业的毛利率将会回到正常水平，行业小产能逐渐出清，行业集中度预计会得到进一步提高。

投资建议：结合公司目前的产业布局和业务发展规划，我们预计公司 2022 年至 2024 年营业收入分别为 57.0、72.5、84.5 亿元，同比增长 40%、27%、17%；归母净利润为 5.5、7.6、9.1 亿元，同比增加 39.1%、38.2%、19.8%；对应 EPS 分别为 0.68、0.94、1.13 元。公司积极扩充海陆塔筒产能，新能源发电业务有望开启第二成长曲线，国有控股股东入主为公司进一步赋能，公司核心竞争力进一步得到加强。考虑到公司陆海产能加速扩张，发电业务带来新的盈利弹性，看好未来领先于行业的成长性，给予其 2023 年 20 倍 PE，目标价 18.93 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：疫情影响；风电装机不及预期；钢材价格波动；融资成本继续提高风险；战略转型风险；行业政策变化风险；警示函对公司的负面影响。

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	13.56 元
目标价格	18.93 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	807.93
流通 A 股股本(百万股)	608.05
A 股总市值(百万元)	10,955.48
流通 A 股市值(百万元)	8,245.16
每股净资产(元)	4.70
资产负债率(%)	57.88
一年内最高/最低(元)	17.28/7.34

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009
sunxiaoya@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)	3,424.87	4,080.95	5,699.93	7,249.92	8,449.90
增长率(%)	38.99	19.16	39.67	27.19	16.55
EBITDA(百万元)	935.80	946.97	1,094.01	1,482.11	1,691.10
净利润(百万元)	427.58	395.40	550.16	760.22	910.35
增长率(%)	58.67	(7.53)	39.14	38.18	19.75
EPS(元/股)	0.53	0.49	0.68	0.94	1.13
市盈率(P/E)	25.26	27.32	19.63	14.21	11.87
市净率(P/B)	4.46	2.86	1.64	3.06	1.45
市销率(P/S)	3.15	2.65	1.51	1.18	1.02
EV/EBITDA	7.62	13.25	7.80	5.97	5.04

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 风电塔筒领军企业，坚定“塔筒+发电”双轮驱动.....	3
1.1. 双轮驱动发展，营业收入稳中有升	4
1.2. 产能布局助力降本，成本控制得以优化	5
2. 产能布局合理+持续扩张，深度受益于海陆风电发展.....	6
2.1. 海陆风稳定发展，塔筒行业需求稳定	6
2.2. 陆上产能布局合理，有效匹配行业需求	7
2.3. 加速扩产，海上风电高速发展	8
2.3.1. 码头：租用码头资源，降低物流成本	9
2.3.2. 产能：积极推进海风布局，产能快速提升	10
3. 优化风电产业布局，增强持续盈利能力	10
4. 盈利预测与估值	11
5. 风险提示.....	12

图表目录

图 1：公司发展历程示意图	3
图 2：公司部分股权结构图	3
图 3：公司研发费用、研发费用率（单位：亿元）	4
图 4：公司研发人员数量、研发人员占比	4
图 5：公司近年营业收入（亿元）及增长率	5
图 6：2021 年前公司营收 90%以上依靠风机塔筒制造业务驱动	5
图 7：2019-2021 年中国风电年度新增装机量（GW）	5
图 8：公司主营业务收入（亿元）及毛利率（%）	5
图 9：2021 年公司费用情况（单位：万元）	6
图 10：全球塔筒全球市场规模（单位：万吨）及增长率	7
图 11：各家码头资源.....	10
表 1：陆上基地产能情况预计（单位：万吨）	7
表 2：2021 年公司主营业务构成（分地区，单位：亿元）	8
表 3：四大塔筒生产商预计有效产能（万吨）及市占率（%）	8
表 4：四省海上风电新增装机量规划（单位：GW）	9
表 5：国内海上风电装机量预测	9
表 6：海上基地产能情况预计（单位：万吨）	10
表 7：公司 22-24 年盈利预测	11
表 8：可比公司 PE（2022 年 7 月 17 日，来自 WIND 一致预期）	12

1. 风电塔筒领军企业，坚定“塔筒+发电”双轮驱动

风电塔筒领军企业，制造和新能源发电业务协同发展。青岛天能重工股份有限公司（300569.SZ）成立于2006年，前身为青岛泰胜电力工程机械有限公司，于2016年11月25日在深圳证券交易所创业板上市，是我国领先的风力发电机组塔架（塔筒）设备生产商。公司主营业务为陆上风电塔筒、海上风电塔筒、海上风电基础、陆上风电锚栓等风电设备的制造和销售。自2018年起，公司逐渐向下游新能源产业进行延伸，制造业和新能源发电业务同时发展，实现全产业链覆盖。不断扩大完善生产基地布局，凭借着优良的产品质量、产品售后服务、良好的客户满意度在我国风电设备制造细分行业排名前列，是国内风电设备制造龙头企业之一。

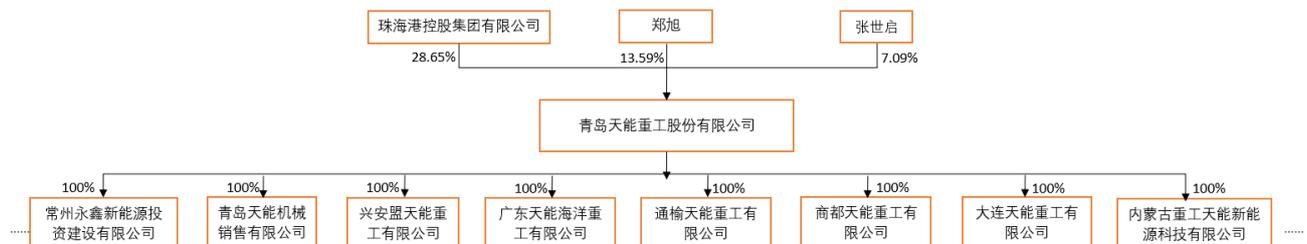
图 1：公司发展历程示意图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2020年12月，珠海港控股集团有限公司成为公司控股股东，公司实际控制人变为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会。2021年度公司向珠海港集团定增事项已完成，募集资金约10亿元。珠海港集团积极发展环保能源业务，以风电、火电、管道天然气发电的综合能源板块为主，聚集风电头部企业打造“千亿级战略性新兴产业集群”。主要原因在于：（1）公司进行风电新能源转型，需要大量资金支持；（2）2020年公司资产负债率达67.6%，珠海港集团的加入为公司提供强大的资金后盾，有利于获取更多的风电场建设资源，优化公司资产负债结构，降低融资成本，利于公司进一步发展。

图 2：公司部分股权结构图



资料来源：wind，天风证券研究所

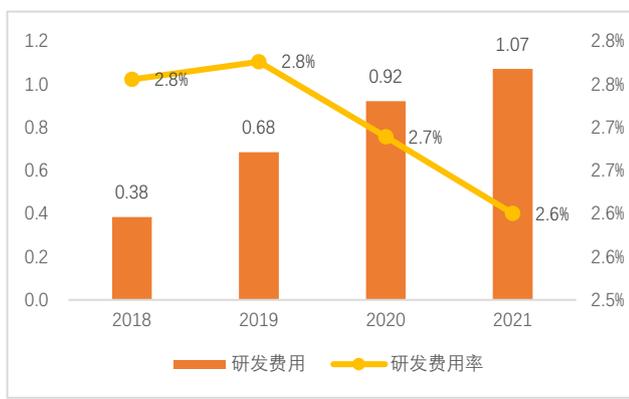
从组织架构上，天能重工旗下境内公司主要分为三大类：塔筒制造、海工、新能源。具体来看，风电设备生产基地共有13个（含在建），产能合计约83万吨。其中陆风基地9个，产能合计35万吨；海风基地4个，产能48万吨。21年公司继续发展技术、品牌、质量优

势，结合订单情况，合理扩大产能基地，灵活调整子公司布局增强销售覆盖范围及售后能力，增强与客户的业务粘性，从而加强公司竞争优势，预计风机塔架及风电相关设备生产、销售水平稳步增长。

公司拥有强大的技术研发团队，核心技术人员均有多年从事研发经验。公司持续加强研发投入，研究技术发展趋势，进一步确保公司在风机塔筒制造行业的技术优势和市场竞争力。近三年不断扩大研发团队，增加研发投入金额，为公司未来的盈利能力奠定坚实基础。高端风机塔筒制造行业具有一定的技术壁垒，公司在法兰平面度要求、法兰的内倾量要求、在错边量控制和塔筒内外壁自动喷涂等方面拥有较强的技术优势，公司为高新技术企业，拥有多项核心技术。

公司进一步优化配置资源，加强内部管理，增加人才储备。公司持续增加研发费用投入，研发人员数量逐年增加，研发团队的扩大进一步确保了公司在风机塔筒制造行业的技术优势。2021年，公司增加大兆瓦风力发电分片式塔筒制造、防裂纹筒体纵缝焊等研发项目，因此在项目研发费用投入上也有所提高。

图 3：公司研发费用、研发费用率（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司研发人员数量、研发人员占比



资料来源：wind，天风证券研究所

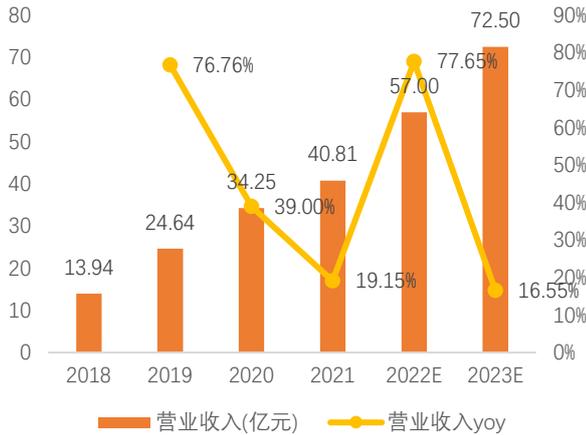
1.1. 双轮驱动发展，营业收入稳中有升

公司紧跟国家政策及新能源发展方向，在国家“十四五”规划和“碳中和”的目标指引下，持续推进风机塔筒制造及销售，随着研发技术提升、度电成本下降，风电发电和光伏发电领域景气度将持续走高。

经营业绩上，公司营业总收入逐年增长，预计 21-23 年增幅加快。2021 年营业总收入 40.81 亿元，同比上涨 19.16%，实现归母净利润 3.95 亿元。在风机塔筒的制造和销售方面，21 年产量约 39 万吨，其中海上风机塔筒及单桩销量约 11.88 万吨。全年销量 39.5 万吨，同比降低 3.02%，库存量约 4.9 万吨，同比降低 9.29%。公司业务发展总体趋势稳定，近五年营业收入保持稳定增长。2018 年受下游风电行业需求增长，公司的营业收入激增。2019 年 5 月，国家发改委发布了《关于完善风电上网电价政策的通知（发改价格（2019）882 号）》。经过 2020 年陆风抢装及 2021 年海风抢装后，预计 2022 年营业收入增长率处于低位，随着海上风电的国家补贴的全面退出，整个行业的毛利率或将会回到正常水平，小企业逐渐退出市场，行业集中度逐渐提升。

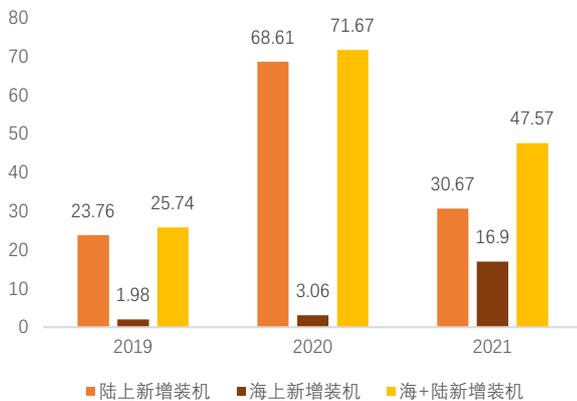
营收结构上，公司双轮驱动发展，制造业务和新能源发电业务同时发展。2017 年之前，公司主营业务聚焦于高端风电设备生产，塔筒制造业务营收占比均超过 99%。自 2018 年起，公司主营业务变更为风机塔筒制造和光伏发电两个板块，公司积极发展新能源业务，投资建设、运营风电场和光伏电站。从 2018 年起光伏发电营收占比逐年增加，复合增速为 15.12%，贡献稳定的现金流，现已成为公司重要的利润组成部分。2021 年风机塔筒销售收入达 35.32 亿元，占总营收 86.56%；光伏发电收入达 4.88 亿元，占总营收 11.96%。新能源发电业务毛利率约为 71.01%，远高于风电设备制造，拉动公司整体盈利水平。

图 5：公司近年营业收入（亿元）及增长率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2019-2021 年中国风电年度新增装机量（GW）



资料来源：国家能源局，天风证券研究所

图 6：2021 年前公司营收 90%以上依靠风机塔筒制造业务驱动



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：公司主营业务收入（亿元）及毛利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 产能布局助力降本，成本控制得以优化

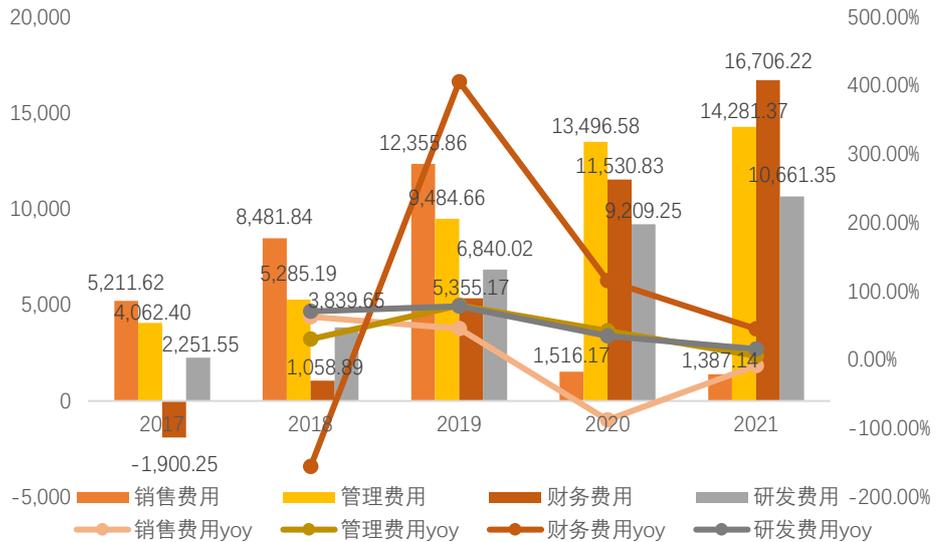
规模效应下，公司费用率持续优化。随着公司进一步优化配置资源，加强财务管理和内部控制，管理能力和管理水平得到进一步提高。

销售费用上，2017 至 2019 年销售费用持续上涨且增速逐年增长，主要由于 2019 年塔筒销售增长，发货量增加，运输费用上涨。2019 至 2021 年销售费用增速放缓，主要原因在于报告执行期间内新收入准则的变化，运输费用调整至营业成本中核算，以及公开招标中标项目减少所导致。

管理费用上，2017 至 2021 年间管理费用逐年上涨，主要由于公司不断投产新厂区，从而导致费用增加。

研发费用上，2017 至 2021 年间研发费用持续提升，21 年公司研发费用 1.07 亿元，研发费用率 2.6%，公司持续增加研发，项目数量研发材料费以及人工费均上涨，进一步提升技术水平，加强核心竞争力。

图 9：2021 年公司费用情况（单位：万元）



资料来源：天能重工股份有限公司 2021 年年度报告全文，天风证券研究所

2. 产能布局合理+持续扩张，深度受益于海陆风电发展

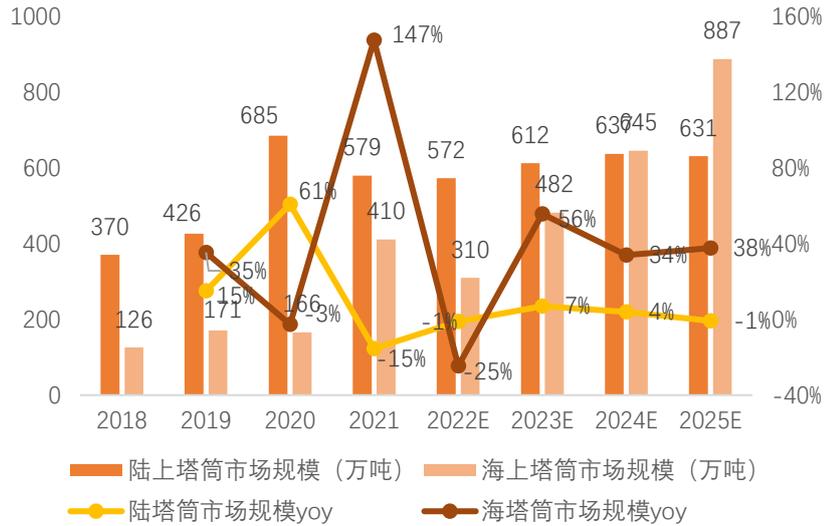
公司在全国的工厂布局进一步优化，广泛的区域产能布局可以有效降低运输成本，与竞争对手在成本端拉开差距，为公司提高盈利能力、扩大利润空间、提升竞争优势。公司风机塔架销售订单主要通过招标方式获取，塔筒重量大，运输费用占公司生产成本比例较高，存在运输半径问题，因此公司在全国多地建设风电塔筒制造基地，生产及销售采取“属地就近”原则，以缩小运输半径，降低运输费用降低总成本，满足不同地域的订单需求。截至目前，公司在全国共有 13 个生产基地（含在建），分别位于山东、新疆、吉林、云南、湖南、江苏、内蒙古、广东等地，全部投产后产能将达到 83.05 万吨，其中陆风产能合计 35.05 万吨，海风基地产能 48 万吨。

2.1. 海陆风稳定发展，塔筒行业需求稳定

响应双碳目标，产业政策大力支持。跟随国际风电行业景气度提升以及我国“碳达峰、碳中和”机遇，全球风电装机量大幅提升，带动塔筒制造需求稳定增长。2021 年我国可再生能源新增装机 1.34 亿千瓦，占新增发电装机的 76.1%。风电方面，2021 年风电新增并网装机 4757 万千瓦，占全国新增装机的 27%，其中陆上风电新增 3067 万千瓦、海上风电新增 1690 万千瓦，从新增装机分布看，中东部和南方地区占比约 61%，“三北”地区占 39%，风电开发布局进一步优化。根据 GWEC 预测，2021 年-2025 年全球海上风电新增装机容量预计超过 70GW，年复合增长率约 31.5%。至 2025 年，预计全球海上风电场的新增装机容量占全球新增风电总装机容量的比例将由 2020 年的 6.6% 提高到 21.3%。

风电设备需求持续增长，海风设备快速发展。国家政策扶持保证风电行业的发展，增强企业信心；风电技术迭代推进降本增收，进一步扩大利润空间。我们预计 2022 年全球陆上塔筒市场规模 572 万吨，全球海风塔筒及桩基市场规模 310 万吨，合计全球市场规模可达 882 万吨。

图 10：全球塔筒全球市场规模（单位：万吨）及增长率



资料来源：CWEA, GWEC, 天风证券研究所

国企资源和民企活力优势互补，竞争力进一步加强。塔筒行业生厂商中除了大金重工、天顺风能、天能重工、泰胜风能四大龙头以外，还包括但不限于中建五洲、福船一帆、西部重工等公司，这些公司普遍特征是业务多元化，不只专注于塔筒制造业务。而四大龙头专注发展塔筒制造业务，其中天顺和大金为民营企业。公司在珠海港控股集团的注资后成为国企，在国企的强大资金支持和独有的产业资源渠道加持下，结合民营企业的活力，公司有望进一步加强自身竞争力，在塔筒制造业占领更大市场份额。

塔筒重量高，运输半径受限，陆上塔筒行业集中度仍较低。近年来随着龙头企业加速产能布局扩大、供给结构的调整，行业集中度有所上升，但目前行业集中度仍相对较低。

2.2. 陆上产能布局合理，有效匹配行业需求

截至 2021 年底，公司共有九个陆风塔筒生产基地，分别为：山东青岛基地、新疆哈密基地、吉林大安基地、云南玉溪基地、湖南郴州基地、吉林通榆基地、内蒙古商都基地、内蒙古兴安盟基地、内蒙古包头基地。

表 1：陆上基地产能情况预计（单位：万吨）

类型	生产基地	2021	备注
陆风	山东青岛	8	
	新疆哈密	3.4	
	吉林大安	1.7	
	云南玉溪	2.55	
	湖南郴州	3.4	
	吉林通榆	4	
	内蒙古商都	4	
	内蒙古兴安盟	4	
	内蒙古包头	0	在建中
已投产陆风合计		31.05	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：2021 年公司主营业务构成（分地区，单位：亿元）

地区	2021 年营收	总营收占比	同比增减
东北地区	13.34	32.69%	380.39%
华北地区	6.53	16.00%	9.51%
华东地区	5.34	13.09%	-55.49%
华南地区	5.77	14.13%	277.58%
华中地区	6.23	15.25%	0.44%
西北地区	3.51	8.59%	1.30%
西南地区	0.08	0.19%	-96.73%
国外	0.03	0.06%	

资料来源：天能重工 2021 年年度报告，天风证券研究所

预计公司产能规划全部达产后，陆风塔筒、海风塔筒产能将分别达 35.05、48 万吨，合计 83.05 万吨。由于塔筒产能有一定弹性，结合项目建设期内滚动投产的假设，我们预计 22/23/24 年公司陆上塔筒有效产能为 33/35/35 万吨，海上塔筒有效产能为 28/48/48 万吨，合计有效产能达 61/83.5/83.5 万吨。我们预计 22-23 年天能重工陆风塔筒全球市占率维持在 6%左右，海风塔筒市占率在 10%左右。

表 3：四大塔筒生产商预计有效产能（万吨）及市占率（%）

公司	年份	陆风	陆上市占率	海风	海上市占率	陆+海市占率
天能重工	2021	26	4%	24	6%	5%
	2022	33	6%	28	11%	7%
	2023	35	6%	48	10%	8%
大金重工	2021	40	7%	33	8%	7%
	2022	48	8%	71	28%	14%
	2023	50	8%	100	21%	14%
泰胜风能	2021	32	5%	17	4%	5%
	2022	29	5%	20	8%	6%
	2023	29	5%	20	4%	4%
天顺风能	2021	70	12%	0	0%	7%
	2022	99	17%	0	0%	12%
	2023	120	20%	60	12%	16%

资料来源：天顺风能、大金重工、泰胜风能、天能重工公司公告，天风证券研究所

公司抓住“抢装潮”机遇，适当扩大并合理利用产能，风塔设备销售稳步增长。2021 年公司实现风机塔架（含海上风机塔架及单桩）产量约 39 万吨，公司塔筒业务在手订单充足，实现销售 39.5 万吨。同时，积极布局老旧风电项目技改市场，通过参与业主“老风场”改造，增加陆上风机塔架销售订单。重点发展混塔项目研发，积极协助推进混塔业务推广。此外，公司关注大基地项目进展，积极参与招投标，最大程度拉动公司盈利能力。

2.3. 加速扩产，海上风电高速发展

政策指引下，沿海各省加速推进海上风电。海上风电作为我国可再生能源发展的重点领域，“十四五”期间将进入新的发展时期。海上装机需求集中在江苏、广东、山东、浙江等省份，四省 2022-2025 年新增装机量合计将达到 37GW。

表 4：四省海上风电新增装机量规划（单位：GW）

省	“十四五”期间新增规划	2021 年预期装机量	2022-2025 年建设量
江苏	12	2.5	9.5
广东	17	3	14
浙江	4.4	1	3.5
山东	10	-	10
总计	43.4	6.5	37

资料来源：海力风电招股说明书，天风证券研究所

预计到 25 年国内海上塔筒+桩基市场规模将达到 480 万吨(塔筒 80 万吨+桩基 400 万吨)，2022-2025 的 CAGR 将达到 5%，桩基的 CAGR 远高于塔筒。

表 5：国内海上风电装机量预测

国内	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	21-25 CAGR
海上装机量 (GW)	2	2	4	15	7	10	15	20	
yoy		44%	54%	282%	-52%	43%	50%	33%	8%
海上新增机型容量 (MW)	3.8	4.2	4.9	5.5	7	8	10	12	
单 GW 塔筒用量 (万吨)	8.0	7.5	7.2	7.0	6.5	6.0	5.0	4.0	
单 GW 桩基用量 (万吨)	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	
塔筒市场规模 (万吨)	14	19	28	103	46	60	75	80	
yoy		35%	48%	272%	-56%	32%	25%	7%	-6%
桩基市场规模 (万吨)	35	50	77	294	140	200	300	400	
yoy		44%	54%	282%	-52%	43%	50%	33%	8%
塔筒+桩基市场 (万吨)	48	69	105	397	186	260	375	480	
yoy		42%	53%	280%	-53%	40%	44%	28%	5%

资料来源：CWEA, GWEC, 伍德麦肯兹, 天风证券研究所

2.3.1. 码头：租用码头资源，降低物流成本

陆上塔筒的竞争核心是产能布局，海上塔筒的竞争核心则是码头资源。塔筒与风机配套，一般由主机厂根据风机机型和地形进行设计，而塔筒企业仅负责生产制造。从成本构成来看，直接材料（占比 80%+）、人工（5%）、制造费用（5%），各个公司基本相同。从技术层面来看，海上塔筒、桩基与陆上塔筒并无太大区别，不存在技术壁垒。海上塔筒的核心竞争要素是优质的港口和码头资源，以便于最大程度降低物流成本。

码头资源具有稀缺性，自有码头的企业在运输成本上更有竞争优势。码头的稀缺性体现在：港口建设由政府统一规划，功能有划分，生产用万吨级泊位数每年增速缓慢（其中 10 万吨级以上每年增量在 20 个），其中用于风电企业设备运输的专业码头更少。政府对于风电企业设备运输的专业码头规划多分布于各地区风电母港、海上风电装备制造基地，是各风电企业争夺的主要对象。

受益于风电行业稳健发展，四大龙头企业都在规划和寻找合适的码头资源，进行不同程度的扩产，天顺和大金的布局策略是东部沿海大基地布局，而天能和泰胜则是小基地全国范围布局。四大龙头企业码头资源情况：

- ✓ **天能重工**：与政府合作，租用政府的码头。
- ✓ **大金重工**：蓬莱码头，国内优质的深水码头，并配有起重能力 1000 吨的龙门吊。
- ✓ **泰胜风能**：蓝岛 2 个码头，码头岸线长度 760 米。
- ✓ **海力风电**：如东码头，现有泊位 1 个，2022 年预计总泊位达到 3 个。

图 11：各家码头资源



资料来源：海力风电招股说明书，大金重工、泰胜风能公司公告，自然资源部网站，天风证券研究所

2.3.2. 产能：积极推进海风布局，产能快速提升

公司依托沿海的四个海工基地布局，积极推进实施“两海战略”，加大力度开发海上风电市场，并且逐步培养拓展海外业务的能力，公司目前已完成三个海工基地布局，自北向南依次是：大连海工基地、江苏盐城海工基地、广东汕尾海工基地。2021年公司海风产能布局完善但未被充分利用，大连和广东的海工基地于2021年正式投产。2021年海风主要出货量集中在江苏基地，2022年计划开工建设东营海上风电基地，年产能能为20万吨，将于2023年投产，预计2023年公司海风可利用产能将达到48万吨以上。未来公司将依托四个海工基地，积极推进“两海战略”，加大开发海上风电市场，并逐步培养海外市场业务能力。

表 6：海上基地产能情况预计（单位：万吨）

类型	生产基地	2021	备注
海风	江苏盐城	10	
	大连	8	
	广东汕尾	10	
	东营工厂	0	在建中
已投产海风合计		28	
海陆合计		59.05	

资料来源：天能重工 2021 年年度报告，天风证券研究所

3. 优化风电产业布局，增强持续盈利能力

公司的新能源发电项目运营情况良好，利润稳中有升。2020年完成四个风电场建设，为公司未来盈利能力夯实基础。四个风场的并网分别是：

1. 德州新天能能源有限公司一期 50MW 风电场项目
2. 德州信天能能源有限公司二期 50MW 风电场项目
3. 阿巴嘎旗鑫晟新能源 100MW 风电场项目
4. 阳泉景祐新能源 40MW 风电场项目

截至 21 年末，公司合计持有新能源发电业务规模约 481.8MW，实现营业收入约 48,796.81 万元，利润约 17,810.90 万元。其中持有并网的光伏电站规模约 118MW，实现营业收入约 12,156.97 万元，利润约 5,980.21 万元；持有并网风力发电场约 363.8MW，实现营业收

入约 36,639.84 万元，利润约 11,830.69 万元。公司将继续申报、建设新能源发电厂，进一步提升盈利规模及竞争力。

新能源发电业务毛利率远高于塔筒制造业务，极大程度拉动公司盈利能力。公司发电业务毛利率可达 71.01%，远超出风机塔筒制造 15.59%的毛利率，同时降低营收单一、避免行业波动给公司带来的风险，提高对于行业整体风险的把控能力。

通过与风机主机厂商开展的战略合作，将塔筒制造与风机主机采购有效结合，深入绑定。公司与主机厂互为业主，通过风资源开发、风电场建设，促进塔筒制造业务开展，帮助提升公司零部件市占率，形成相互促进、相互协调的良性发展趋势。

4. 盈利预计与估值

我们按照以下假设对公司未来业绩进行预测

1. 塔筒业务：根据公司目前的产能规划和可比公司的出货目标，预计公司 22-24 年公司全年可出货量分别为 45、60、75 万吨，毛利率保守估计在 15%左右。
2. 光伏业务：随着风电场和光伏电站的建设，预计 22-24 年发电营收达到 9、12、15 亿元，毛利率预计在 70%左右。
3. 其他业务：预计其他业务营收有所增长，但占总收入比例不大，预计 22-24 年营收分别为 0.5、0.5、1.5 亿元。

盈利预测：结合公司目前的产业布局和业务发展规划，我们预计公司 2022 年至 2024 年营业收入分别为 57.0、72.5、84.5 亿元，同比增长 40%、27%、17%；归母净利润为 5.5、7.6、9.1 亿元，同比增加 39.1%、38.2%、19.8%；对应 EPS 分别为 0.68、0.94、1.13 元。根据主营业务和业务规模，我们选择天顺风能、大金重工、泰胜风能作为可比公司。通过 PE 估值法，考虑到公司陆海产能加速扩张，发电业务带来新的盈利弹性，看好未来领先于行业的成长性，给予其 2023 年 20 倍 PE，目标价 18.93 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：公司 22-24 年盈利预测

分业务	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
风机塔筒						
收入 (亿元)	13	22	31	35	50	63
毛利率	20%	24%	25%	16%	14%	16%
单吨毛利 (元/吨)	1470	1921	1978	1412	1260	1440
单吨净利 (元/吨)	406	680	906	500	692	710
塔筒利润 (亿元)	0.7	1.9	3.6	2.0	3.8	5.0
光伏发电						
收入 (亿元)	0.8	1.8	2.6	4.9	7	9
毛利率	71%	69%	65%	71%	70%	70%
发电利润 (亿元)	0.4	0.8	1.2	1.9	2.0	2.5
其他业务						
收入 (亿元)	0.2	0.4	0.3	0.6	0.5	0.5
毛利率	55%	45%	76%	85%	50%	50%
利润 (亿元)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.2
经营利润	1.20	2.88	4.95	3.97	5.81	7.65

资料来源：wind，天风证券研究所

表 8: 可比公司 PE (2022 年 7 月 20 日, 来自 WIND 一致预期)

代码	公司	2022E	2023E	2024E
002531.SZ	天顺风能	24.25	17.79	14.30
002487.SZ	大金重工	38.50	23.88	18.94
300129.SZ	泰胜风能	23.19	18.23	17.41
	平均值	28.65	19.97	16.88

资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

疫情影响: 受疫情影响, 公司经营活动现金流出同比大幅增加。

风电装机不及预期: 如果因政策、不可抗力等各类原因造成行业装机不达预期, 则对公司经营业务的市场空间增长有负面影响。

钢材价格波动: 公司生产的主要原材料为钢铁, 若钢材市场价格不断变化, 会给公司的成本控制带来很大的挑战。

融资成本继续提高风险: 随着公司在新能源发电领域的投入增加, 公司对资金需求加大, 融资项目的增加导致资产负债率上涨, 从而增加融资成本。

战略转型风险: 自 2018 年起公司已陆续开始实施战略转型及产业链拓展计划, 未来公司将加大对新能源发电业务的投入, 新业务领域与公司原主营业务有差异较大, 对公司未来发展带来挑战以及相应风险。

行业政策变化风险: 国内新能源行业的发展很大程度上受益于国家政策方面的大力支持。开发建设总体方案和项目建设核准的政策变化将会影响企业投资进度; 风电上网电价及电价补贴等政策将对公司的经营业绩产生影响。

警示函对公司的负面影响: 公司收到证监会警示函, 相关关联交易在发生时, 未按规定履行审议程序和临时信息披露义务, 公司内控及信披规范性有待提升。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	725.47	1,455.38	1,396.74	1,383.36	1,365.32
应收票据及应收账款	1,710.89	2,344.40	3,862.20	2,794.64	4,964.02
预付账款	94.87	88.27	337.19	150.67	366.65
存货	593.03	1,008.66	1,964.54	1,304.59	2,867.51
其他	548.02	486.90	633.97	636.50	707.44
流动资产合计	3,672.28	5,383.61	8,194.64	6,269.77	10,270.94
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,138.85	3,550.90	3,339.43	3,127.95	2,916.48
在建工程	1,329.41	331.39	331.39	331.39	331.39
无形资产	192.32	199.63	193.98	188.34	182.69
其他	270.60	406.29	333.96	334.46	354.42
非流动资产合计	3,931.19	4,488.22	4,198.76	3,982.14	3,784.98
资产总计	7,603.47	9,871.83	12,393.40	10,251.90	14,055.90
短期借款	849.78	1,000.69	900.69	1,100.69	800.69
应付票据及应付账款	1,398.63	2,087.41	2,778.83	3,391.76	3,708.12
其他	453.77	281.38	1,575.94	946.50	1,593.49
流动负债合计	2,702.18	3,369.48	5,255.45	5,438.94	6,102.30
长期借款	513.08	734.19	500.00	480.00	480.00
应付债券	564.80	598.79	387.86	517.15	501.27
其他	899.53	1,060.62	962.51	974.22	999.12
非流动负债合计	1,977.42	2,393.60	1,850.38	1,971.37	1,980.39
负债合计	5,141.86	6,062.01	7,105.83	7,410.31	8,082.68
少数股东权益	37.47	38.36	38.36	38.36	38.36
股本	396.31	797.39	807.93	807.93	807.93
资本公积	629.05	1,286.33	1,286.33	1,286.33	1,694.95
留存收益	1,267.59	1,559.00	3,320.52	874.55	3,597.56
其他	131.17	128.74	(165.56)	(165.56)	(165.56)
股东权益合计	2,461.60	3,809.82	5,287.58	2,841.60	5,973.24
负债和股东权益总计	7,603.47	9,871.83	12,393.40	10,251.90	14,055.90

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	464.25	397.66	550.16	760.22	910.35
折旧摊销	113.17	176.68	217.12	217.12	217.12
财务费用	122.20	178.21	185.25	169.65	136.04
投资损失	(5.22)	(5.04)	(1.00)	6.00	46.00
营运资金变动	(220.69)	(1,495.84)	(978.11)	1,913.46	(3,055.50)
其它	(96.60)	329.46	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	377.12	(418.88)	(26.59)	3,066.44	(1,745.98)
资本支出	1,508.36	435.22	98.11	(11.71)	(24.90)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,608.05)	(709.45)	(378.23)	5.71	(21.10)
投资活动现金流	(1,099.69)	(274.23)	(280.12)	(6.00)	(46.00)
债权融资	1,129.52	259.11	720.47	(2,847.64)	1,652.65
股权融资	(33.43)	934.74	(472.41)	(226.18)	121.29
其他	(512.22)	(243.38)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	583.87	950.48	248.06	(3,073.82)	1,773.94
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(138.70)	257.37	(58.64)	(13.38)	(18.05)

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,424.87	4,080.95	5,699.93	7,249.92	8,449.90
营业成本	2,441.27	3,132.17	4,491.95	5,586.93	6,452.92
营业税金及附加	23.73	22.02	28.50	36.25	42.25
营业费用	15.16	13.87	28.50	36.25	42.25
管理费用	134.97	142.81	171.00	217.50	253.50
研发费用	92.09	106.61	114.00	145.00	169.00
财务费用	115.31	167.06	185.25	169.65	136.04
资产减值损失	(36.48)	(27.66)	(22.70)	(75.00)	(84.00)
公允价值变动收益	1.12	(1.12)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.22	5.04	1.00	(6.00)	(46.00)
其他	50.24	39.88	0.00	0.00	0.00
营业利润	582.24	480.25	659.04	977.34	1,223.94
营业外收入	0.17	0.08	5.00	(22.00)	(34.00)
营业外支出	17.18	6.27	16.80	16.80	52.00
利润总额	565.23	474.06	647.24	938.54	1,137.94
所得税	100.98	76.40	97.09	178.32	227.59
净利润	464.25	397.66	550.16	760.22	910.35
少数股东损益	36.67	2.25	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	427.58	395.40	550.16	760.22	910.35
每股收益(元)	0.53	0.49	0.68	0.94	1.13

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	38.99%	19.16%	39.67%	27.19%	16.55%
营业利润	76.37%	-17.52%	37.23%	48.30%	25.23%
归属于母公司净利润	58.67%	-7.53%	39.14%	38.18%	19.75%
获利能力					
毛利率	28.72%	23.25%	21.19%	22.94%	23.63%
净利率	12.48%	9.69%	9.65%	10.49%	10.77%
ROE	17.64%	10.48%	10.48%	27.12%	15.34%
ROIC	32.81%	16.88%	16.28%	17.73%	34.99%
偿债能力					
资产负债率	67.63%	61.41%	57.34%	72.28%	57.50%
净负债率	53.10%	26.33%	10.74%	31.08%	9.87%
流动比率	1.16	1.47	1.56	1.15	1.68
速动比率	0.97	1.19	1.19	0.91	1.21
营运能力					
应收账款周转率	2.38	2.01	1.84	2.18	2.18
存货周转率	4.82	5.10	3.83	4.44	4.05
总资产周转率	0.51	0.47	0.51	0.64	0.70
每股指标(元)					
每股收益	0.53	0.49	0.68	0.94	1.13
每股经营现金流	0.47	-0.52	-0.03	3.80	-2.16
每股净资产	3.00	4.67	8.17	4.36	9.24
估值比率					
市盈率	25.26	27.32	19.63	14.21	11.87
市净率	4.46	2.86	1.64	3.06	1.45
EV/EBITDA	7.62	13.25	7.80	5.97	5.04
EV/EBIT	8.65	16.25	9.73	6.99	5.79

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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