

三一重能（688349）

成本管控的极致抓手，市占率节节攀升

聚焦风电新能源设备与服务，紧抓抢装机遇，市占率快速提升

公司专注于发展风机及配件业务、风电场开发业务和风电建设服务三大板块，2019 年以来，公司牢牢抓住了风电抢装潮，21 年较 19 年中单订单量增速 131%，新增装机量的市占率从 2.6%提升至 5.7%。

本次上市战略投资者中风电运营商占 IPO 发行股数的 17.01%，上下游融合有望实现协同。

风电平价时代风机拼成本，公司自产零部件及轻量化设计，成本管控行业领先

公司成本管控能力强，毛利率长期稳定在 26%以上，而行业均值在 20%以下；人均创利领先同行业第一梯队（2021 年三一重能、运达股份分别为 48、27 万元/人）。主要原因系：

- 1) **自产叶片及发电机，供应链一体化降本。**陆上风机原材料成本占比近 90%，其中叶片占比 25%左右，参考叶片厂商毛利率，自产叶片可贡献毛利率 3%-5%（取公司 2019、2021 年口径）；同时，超高模玻纤与拉挤材料应用助力公司实现叶片轻量化。
- 2) **智能制造与员工激励机制加持。**公司新一代智能制造技术助力降本提效，无人作业区人均产出提升 50%，质量不合格率降低 28%；同时，通过“高待遇”进行薪酬激励，人均薪酬高于行业均值，仅次于金风。

凭借成本优势，市场份额节节攀升+出海弹性，具备风机赛道 α

- ✓ **公司目前在手订单充沛，2025 年有望跻身第一梯队。**2022H1 其陆风风机市场中标份额达 9%，我们认为公司有望凭借成本管控强的能力在 2025 年市占率达到 15%，跻身行业第一梯队，市占率进一步提升，公司增速有望快于行业增速。
- ✓ **依托三一全球化的布局开拓海外市场。**参考金风科技，出口风机毛利率高于国内，公司产品已经获得国际第三方 DNV 的认证，凭借国内风机的价格优势，依托三一全球化的布局，重点布局印度、越南、乌兹别克斯坦等国家，有望在国内风机盈利承压下开拓海外市场打开长期成长空间。

盈利预测

我们预计 22、23、24 年公司陆风风机销售量分别为 5.5、7.2、8.6GW，毛利率 23%、22%、22%；预计 22、23、24 年净利润为 20.50、25.10、29.86 亿元，同比增速为 29%、22%、19%。考虑到公司成本管控能力强，后续市占率的进一步提升，给予公司 23 年主营业务 30-35X PE，销售风场 10X PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新技术和新产品研发结果不及预期；风机大型化带来的原材料技术风险；测算具有主观性，仅供参考；短期内股价波动风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,310.64	10,174.71	13,235.56	15,768.82	18,655.95
增长率(%)	528.57	9.28	30.08	19.14	18.31
EBITDA(百万元)	2,245.57	2,792.81	2,722.45	3,187.16	3,763.14
净利润(百万元)	1,371.57	1,591.14	2,050.04	2,510.32	2,985.97
增长率(%)	992.53	16.01	28.84	22.45	18.95
EPS(元/股)	1.17	1.35	1.74	2.13	2.54
市盈率(P/E)	42.90	36.98	28.70	23.44	19.71
市净率(P/B)	28.02	15.32	5.18	4.24	3.49
市销率(P/S)	6.32	5.78	4.45	3.73	3.15
EV/EBITDA	0.00	0.00	17.47	14.94	11.66

资料来源：wind，天风证券研究所

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	50.17 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,176.79
流通 A 股股本(百万股)	130.88
A 股总市值(百万元)	59,039.34
流通 A 股市值(百万元)	6,566.02
每股净资产(元)	4.56
每股净资产(元)	
一年内最高/最低(元)	51.00/37.81

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

内容目录

1. 聚焦风电新能源设备与服务，行业高景气下市占率提升	4
1.1. “三一系”公司，股权结构稳定且集中，同产业链企业战略投资协同	4
1.2. 紧抓抢装潮机遇，经营业绩增长迅猛，2019-2021 年营收 CAGR 达 162%	5
1.3. 注重研发投入，风机兼具“高、大、长、轻、智”	6
2. 凭借自产零部件及轻量化，成本管控行业领先，盈利维持高位	7
2.1. 成本管控能力强，毛利率及人均创利行业领先	8
2.2. 自产叶片及发电机，供应链一体化降本	9
2.3. 智能制造与员工激励机制加持	10
3. 市场份额提升+出海弹性，具备风机赛道 α	11
3.1. 凭借成本优势，市场份额有望由 21 年的 5.7% 提升至 25 年的 15%	11
3.2. 布局新技术：陆上大兆瓦+海上风机，叠加出海提供长期成长空间	12
4. 盈利预测	13
5. 风险提示	14

图表目录

图 1：三一重能发展历程	4
图 2：三一重能股权结构图（截至 2022.7.12）	4
图 3：三一重能 2017-2022Q1 营收情况	5
图 4：三一重能 2017-2022Q1 归母净利润情况	5
图 5：三一重能主营业务收入构成	5
图 6：三一重能 2010-2021 年新增装机量及其市占率	6
图 7：三一重能与同行业销售风机研发费用率对比	6
图 8：箱变下置结构图	7
图 9：箱变上置结构图	7
图 10：中国陆风与海风市场规模及预测（GW）	8
图 11：三一重能与同行业销售风机毛利率对比	8
图 12：三一重能与同行业人均创利对比（万元/人）	9
图 13：陆风风机成本构成（以三一重能 2021 年数据为例）	9
图 14：三一重能人员构成	10
图 15：三一重能与同行业人均薪酬对比（万元/人）	11
图 16：陆风风机中标价格变动趋势（不含塔筒，元/kW）	11
图 17：22H1 各风机厂商陆上风电的中标订单份额	12
图 18：2016-2021 年金风科技风机国内与海外销售风机毛利率对比	13

表 1：三一重能上市战略投资者信息	4
-------------------------	---

表 2: 三一重能两大产品平台	6
表 3: 箱变下置与箱变上置施工对比.....	7
表 4: 三一重能自三一集团主要采购零部件的具体信息（2021 年数据）	10
表 5: 三一重能募投-新产品与新技术开发项目具体信息	12
表 6: 公司盈利预测	13
表 7: 可比公司 PE 估值（根据 wind 一致预期，2022 年 7 月 14 日收盘价）	14

1. 聚焦风电新能源设备与服务，行业高景气下市占率提升

三一重能股份有限公司成立于 2008 年 4 月，定位为全球风电整体解决方案提供商，在此后的 14 年间一直专注于发展风机及配件业务、风电场开发业务和风电建设服务三大板块。

图 1：三一重能发展历程

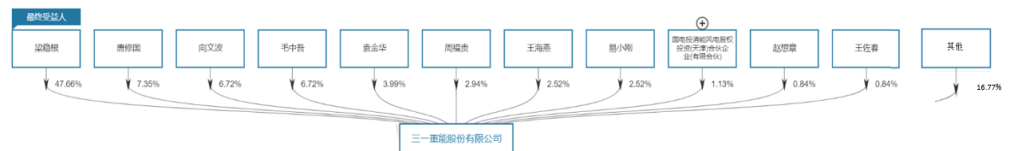


资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.1. “三一系”公司，股权结构稳定且集中，同产业链企业战略投资协同

股权结构稳定清晰，高度集中。公司控股股东及实际控制人为三一集团、三一重工实控人梁稳根，已与以唐修国、向文波、毛中吾、袁金华、周福贵、易小刚、赵想章、王佐春、梁林河、黄建龙 10 位股东签署了一致行动人协议，一致行动人持股比例合计为 80.07%。公司股权结构稳定且清晰，控制权集中。

图 2：三一重能股权结构图（截至 2022.7.12）



资料来源：Wind，天风证券研究所

上市战略投资者多为风电产业链企业，上下游融合有望实现协同。根据公司 IPO 配售结果公告，8 家风电产业链上游及下游企业在本轮对三一进行了战略投资，合计获配股数占 IPO 发行数量的 19.8%。下游风电开发运营商为战略投资主力，总计占 IPO 发行股数的 17.01%。以本次股权投资为纽带，三一有望进一步深化与此类下游客户的合作关系，实现产业协同。同时，多家产业链上游零部件企业也对公司进行了战略投资，例如南高齿子公司、洛轴、湖南钢铁集团子公司。上游原材料企业的注资为后续公司产业链降本和供应链协同打下更深基础。

表 1：三一重能上市战略投资者信息

战略投资者	所属环节	获配股数占本次发行数量的比例 (%)
国电投清能风电股权投资（天津）合伙企业（有限合伙）	风电开发企业	7.09%
中国华电集团资本控股有限公司	风电开发企业	1.77%
海宁源融驭风创业投资合伙企业（有限合伙）	风电开发企业	4.61%
南京南传智能技术有限公司	风机供应商——齿轮箱	0.53%
洛阳新强联回转支承股份有限公司	风电供应商——轴承	0.53%
云南能投资本投资有限公司	风电开发企业	1.77%
中节能资本控股有限公司	风电开发企业	1.77%

湖南华菱迪策鸿钢投资合伙企业（有限合伙）
合计

风电供应商

1.77%

19.84%

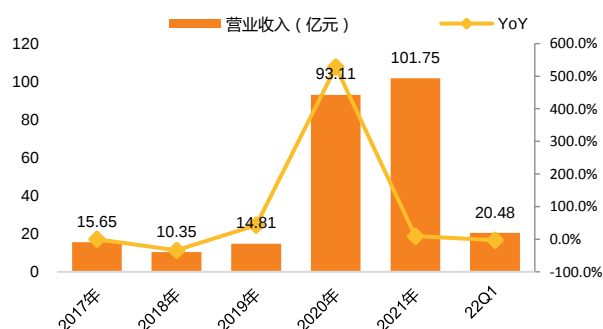
注：南京南传智能技术有限公司为南高齿子公司，湖南华菱迪策鸿钢投资合伙企业（有限合伙）大股东为湖南钢铁。

资料来源：公司招股说明书，天眼查，天风证券研究所

1.2. 紧抓抢装潮机遇，经营业绩增长迅猛，2019-2021 年营收 CAGR 达 162%

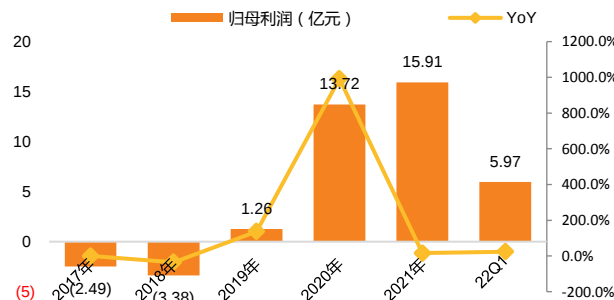
经营业绩增长迅猛，2019-2021 年营收 CAGR 达 162%。2019、2021 年公司营业收入分别为 14.81、101.75 亿元，CAGR 达 162%；归母净利润分别为 1.26、15.91 亿元，CAGR 达 256%。归母净利润增速大幅高于营业收入增速，侧面反映出公司的真实盈利水平明显提升。

图 3：三一重能 2017-2022Q1 营收情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

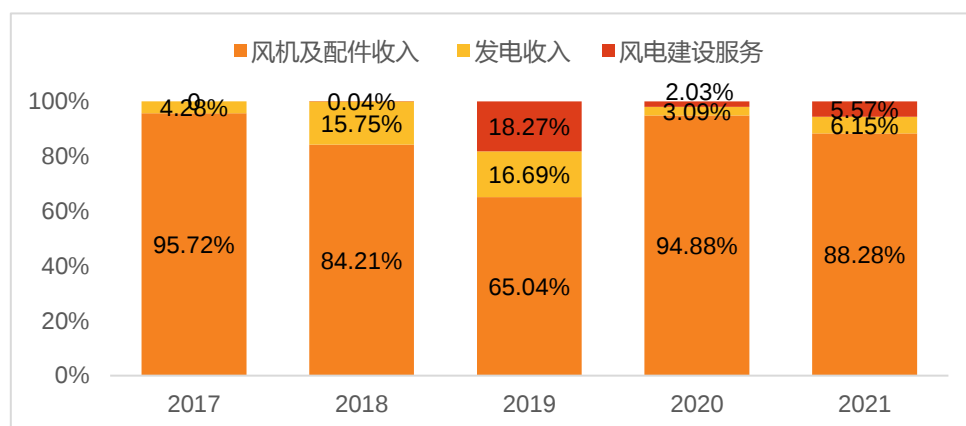
图 4：三一重能 2017-2022Q1 归母净利润情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司主营业务为风电机组的研发、制造与销售，风电场设计、建设、运营管理以及光伏电站运营管理业务。其中，2020-2021 年风机及配件营收占比达 90%左右。

图 5：三一重能主营业务收入构成



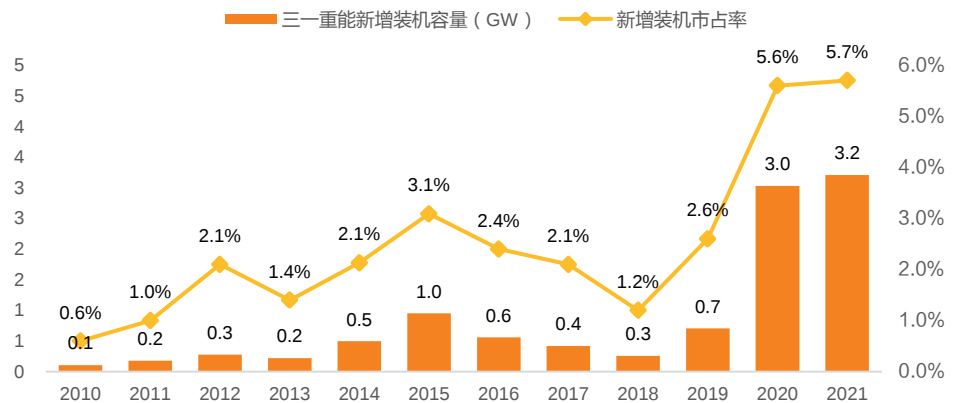
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

紧抓抢装潮机遇，优化产品质量，新增装机量市场份额由 2019 年的 2.6% 提升至 2021 年的 5.7%。公司 2017 年以前采取风机组核心零部件自产战略，除叶片、发电机外，还曾自产增速机、底架等零部件，出现了故障率偏高的情况，对产品的后期销售和维护造成了负面影响。而在 2017 年后，公司改变过往的产业链布局策略，仅自产叶片与发电机，其余部件转为外购，保证了产品质量的可靠性。

2019 年以来，公司牢牢抓住了国家完善风电上网电价政策所驱动的风电抢装潮，乘东风

扶摇直上。2019-2021 年期间中标订单量从 2929MW 提升至 6760MW，21 年较 19 年增速达 131%，公司的新增装机量市占率也由 2.6%提升至 5.7%。

图 6：三一重能 2010-2021 年新增装机量及其市占率

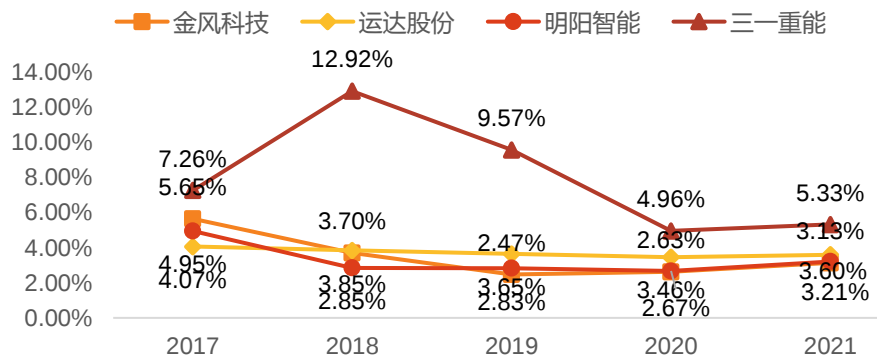


资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

1.3. 注重研发投入，风机兼具“高、大、长、轻、智”

国内外三地研究院联合，研发费用率明显高于同行业。公司注重研发，建立并完善研发体系，形成了北京研究院、长沙研究院、欧洲研究院的三地联合布局，实现国际化研发团队异地协同平台化开发。公司 2017-2021 年研发费用率显著高于同行业其他可比公司。

图 7：三一重能与同行业销售风机研发费用率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

陆风风机兼具“高、大、长、轻、智”。公司具备 2.XMW 到 6.XMW 全系列机组研发与生产能力，产品方面具有“高、大、长、轻、智”的特色，即高塔筒、大功率、长叶片、轻量化、智能控制。

表 2：三一重能两大产品平台

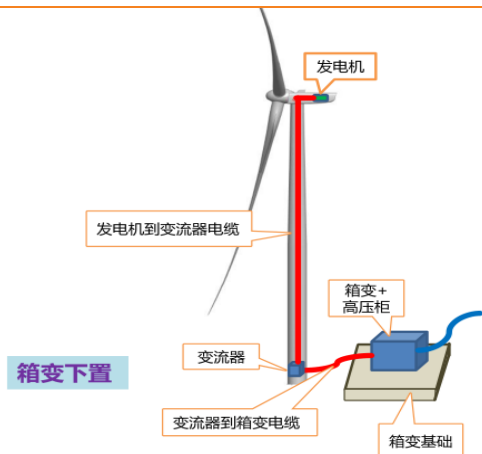
两大风机平台	应用场景	功率覆盖范围
3.X MW-4.X MW 平台	三北中高速风区与中东南低风速风区	3.0 MW-4.2 MW
4.X MW-6.X MW 平台	平价市场中高速风区	4.2 MW-6.25 MW

资料来源：公司官网，天风证券研究所

箱变上置可靠性更高。箱变上置即将箱变内置进机舱。公司考虑到东北地区风机运行环境复杂，雷雨、大雪、霜冻、飞沙等频发因素，率先在国内将箱变上置到机舱内，确保了机组的高可靠性的同时，可以避免水淹箱变、大雪覆盖箱变、飞沙侵蚀覆盖箱变、叶片冰块砸坏箱变等情况发生，减少了后期运维成本。公司成功研发的 5.XMW 机组产品，是目前

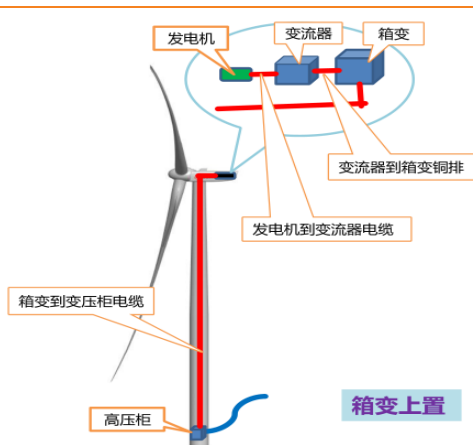
国内变压器上置的陆上最大功率风机。

图 8：箱变下置结构图



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

图 9：箱变上置结构图



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

箱变上置降低投资成本的同时缩短工期。投资成本方面，箱变上置可以减少变流器至箱变的铠装多芯电缆，根据公司测算可节省 385m/台，对应成本大于 20 万元/台；同时，可减少箱变基础的占地约 20m²/台，对应成本大于 2.5 万元/台。施工周期方面，箱变上置后建设周期短、安装快。

表 3：箱变下置与箱变上置施工对比

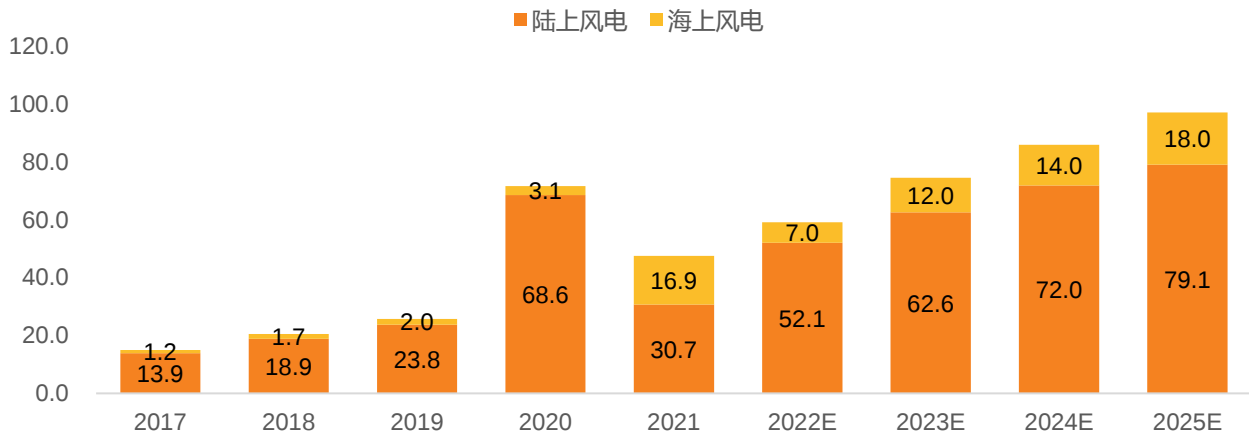
大类	小类	箱变下置	箱变上置
前期施工	基础施工	基础施工约 7 天/台；基础养护约 7-8 天/台	无
	塔底送出电缆施工	1 天/台	1 小时/台
	塔筒电缆安装	大约安装 36 根电缆，预估 3-5 天/台	仅 1 根电缆，预估 1 天/台
风机安装	箱变安装	主机吊装完毕后，至少留 2 人+1 台辅吊，安装 1 天	在吊装塔筒时，可同时用辅吊安装箱变安装效率更高

资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

2. 凭借自产零部件及轻量化，成本管控行业领先，盈利维持高位

风机厂商处于风电产业链中游，近年来受平价上网政策影响，下游电力运营商面临不小的退补压力，与此同时上游零部件厂商竞争格局集中，具有较强的议价权，产业价值链的发展趋势不可避免地压缩了中游风机厂商的盈利能力。而成本控制能力更强的企业在面临价格压力时，抗风险能力也会更强，能够在风机平价时代保证业绩韧性。

图 10：中国陆风与海风市场规模及预测（GW）



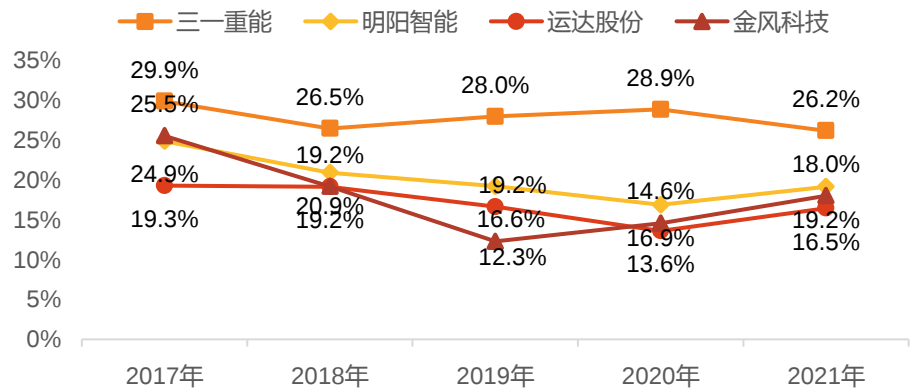
资料来源：国家能源局，龙船风电网，中国海洋工程咨询协会海上风电分会，辽宁、江苏、浙江、广东等各省人民政府网，天风证券研究所

注：本数据中“风电装机容量”指“并网量”

2.1. 成本管控能力强，毛利率及人均创利行业领先

成本管控能力强，毛利率长期稳定在 26% 以上，而近 3 年行业均值在 20% 以下。纵向上来看，2017-2021 年公司风机销售毛利率虽有一些小范围波动，但都维持在了 26% 以上，整体趋势保持稳定。横向对比来看，截至目前公司生产和销售的风机均为陆上风机，对比陆风风机占比高且装机规模相当的运达股份的风机业务毛利率更具可比性。与同期的运达股份相比，三一风机毛利率高出 6 到 10 个百分点。

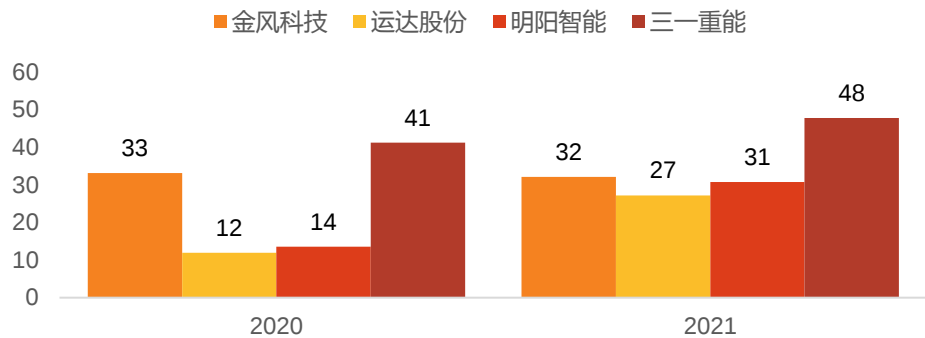
图 11：三一重能与同行业销售风机毛利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

人均创利领先同行业第一梯队。在人均创利方面，三一也展示出了其强劲的盈利能力和行业竞争力。人均创收方面，与公司装机规模更为接近的运达股份 2021 年为 891 万元/人，三一重能仅为 305 万元/人；而在人均创利方面，2021 年三一重能为 48 万元/人，远高于运达股份的 27 万元/人，同时也领先于行业第一梯队的金风科技及明阳智能，后两者 2021 年人均创利分别为 32、31 万元/人。

图 12：三一重能与同行业人均创利对比（万元/人）

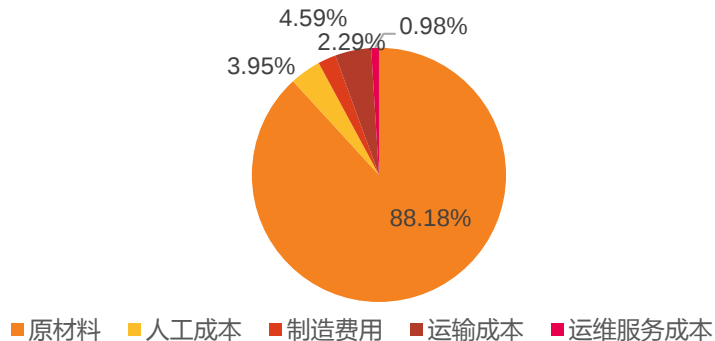


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 自产叶片及发电机，供应链一体化降本

陆上风机技术差异化较小，原材料占成本比重近 90%，降本需从原材料入手。目前，陆上风机行业中技术路线上普遍以双馈型为主，各厂商的研发和制造技术也相对成熟。在风机价格持续下行的背景下，考虑到风机成本构成中原材料占比接近 90%，因此从原材料方面入手降低成本最为有效。

图 13：陆风风机成本构成（以三一重能 2021 年数据为例）



资料来源：三一重能招股说明书，天风证券研究所

公司选择成本占比高的环节自产，包括叶片（成本占比 25%左右）、发电机（成本占比约 6%）。为实现原材料方面的降本增效，三一选择自产部分核心零部件，其中包括风机成本构成中占比最高的叶片和发电机。2021H1 公司两大零部件的自供比例分别为 97%、100%。

自产叶片贡献毛利率，同时更好地发挥协同效应。叶片为风机设备重要组件，成本占比达到整机的 25%左右。参考中材科技销售叶片的毛利率，公司自产叶片于 2019-2021 年对风机销售毛利的贡献分别为 5.13%、7.59%和 2.90%。

超高模玻纤与拉挤材料应用助公司实现叶片轻量化。风机叶片技术应用方面，2019-2021 年间，公司在国内率先掌握了超高模玻纤的结构设计核心技术，从而优化了结构铺层，显著降低了叶片重量。同时，公司率先在国内使用了拉挤材料设计叶片，利用超高模玻纤、拉挤玻板和碳板提升公司叶片主梁刚度，实现了叶片轻量化设计，优化了大功率风机的性能。

发电机 100%自产助公司降本增利，贡献公司利润达 9.3%。公司风电机组所用发电机的主要供应商为三一智能电机，2021 年已实现 100%自产，此外公司已将三一集团北京分

公司风机发电机相关资产、负债纳入主体。以两者资产重组前 2019 年的数据来看，三一集团北京分公司利润占三一重能利润的 10%，即重组后自产风电机能够贡献公司利润的 9.3%。

自三一集团内部采购多种原材料及服务，实现供应链一体化。公司背靠装备制造业龙头三一集团，能够从其他“三一系”兄弟企业以相对低的价格采购所需要的风机零配件及吊装服务。2021 年，公司主要自三一重能联营企业德力佳传动科技采购齿轮箱（增速机）、自索特传动设备有限公司采购轴承、自浙江三一铸造有限公司和三一装备有限公司采购轴承座、自湖南中泰设备工程有限公司采购吊装服务，合计占当期营业成本的 7%。

表 4：三一重能自三一集团主要采购零部件的具体信息（2021 年数据）

关联公司	采购零部件	采购额占营业成本的比重
德力佳传动科技	齿轮箱	5.88%
浙江三一装备有限公司	轴承座	0.18%
索特传动设备有限公司	轴承	0.01%
湖南中泰设备工程有限公司	吊装服务	0.91%
合计		6.98%

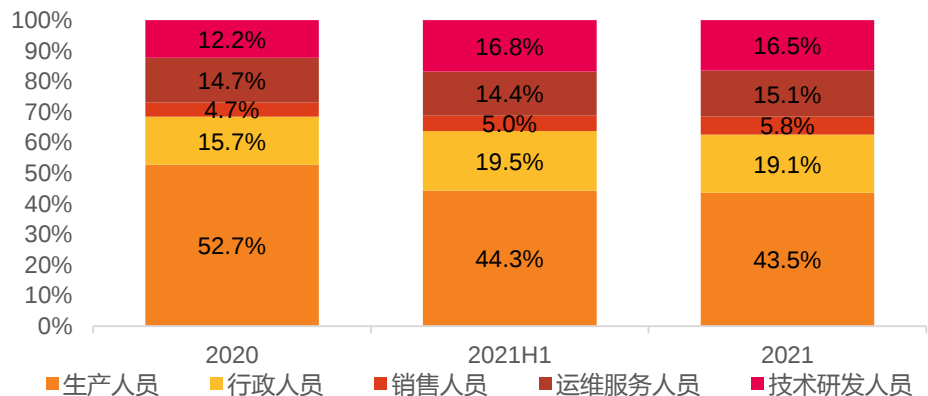
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2.3. 智能制造与员工激励机制加持

公司新一代智能制造技术助力降本——提高生产效率，节约人力成本。在新一轮科技革命和产业变革的大背景下，以数字化、网络化、智能化为特点的智能制造已成为未来发展趋势。作为世界重工装备领域的标杆，三一集团在 2014 年已经完成数字化建设，建成亚洲最大的智能化制造车间。而公司也沿袭了三一集团的数字化转型之路，从制造进化为智造，利用自动化、精益化、数字化和智能化技术，在极大减少人工作业的同时提高了生产效率，缩短了生产周期，有效降低生产成本。

无人作业区提升人均产出，提高良率，节约生产初级人力需求。2020 年公司规划了 4 个无人作业区，人均产出提升 50%，直接人工数量降低 23%，质量不合格率降低 28%，自动化率提升 200%。公司生产人员占比逐期下降也可以验证其智能制造的成果。2020 年到 2021 年，生产人员占公司总员工的比例从 53%降至 44%，技术研发人员占比从 12%提升至 17%。

图 14：三一重能人员构成

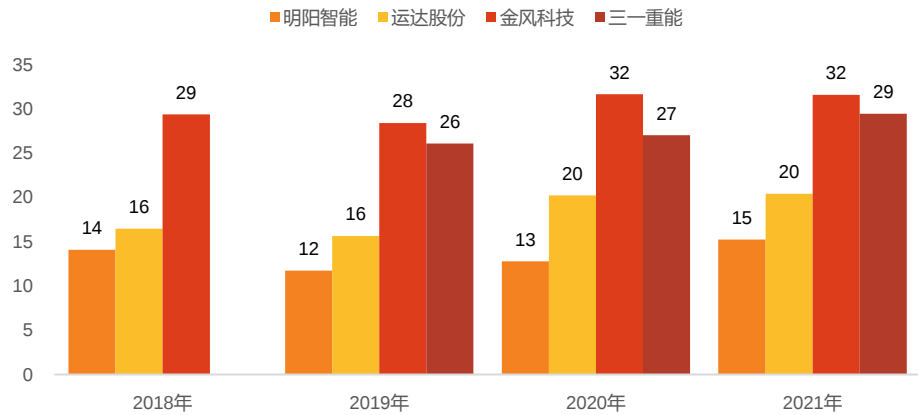


资料来源：三一重能招股说明书，天风证券研究所

公司通过“高待遇”的管理方式进行薪酬激励。横向对比多家风机厂商的人均薪酬，2021

年三一重能人均薪酬为 29 万元/人，仅次于金风科技的 32 万元/人，高于运达股份、明阳智能的 20、15 万元/人。维持高于行业内平均水平的待遇和薪酬有助于公司提高员工的积极性，提升企业凝聚力和归属感，也有助于吸引和留住人才，形成人才资源良性循环，有利于改善长期管理成本。

图 15：三一重能与同行人均薪酬对比（万元/人）



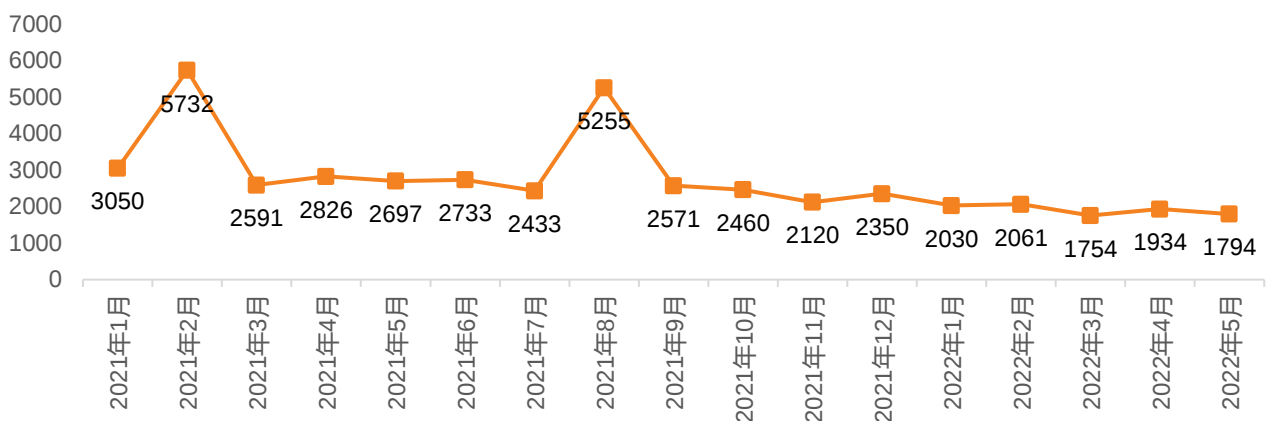
资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 市场份额提升+出海弹性，具备风机赛道 α

3.1. 凭借成本优势，市场份额有望由 21 年的 5.7% 提升至 25 年的 15%

风机平价时代比拼成本，公司凭借强成本管控扩大市场份额。2021 年以来自陆上风电补贴退坡，风机中标均价持续下降，已经由 2021 年年初的 3050 元/kW 降至 2022 年 5 月的 1794 元/kW，风机厂商承压。公司凭借成本管控强能力，在手订单充沛，未来或具备较强的市场竞争力和持续发展能力。

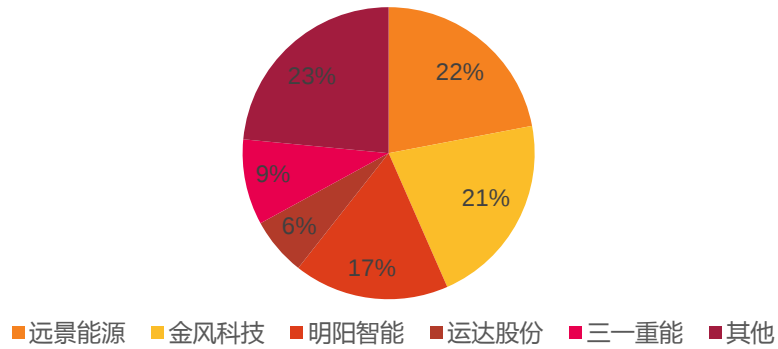
图 16：陆风风机中标价格变动趋势（不含塔筒，元/kW）



资料来源：中国招标投标公共服务平台等，天风证券研究所

2022H1 公司陆风风机市场中标份额达 9%。根据不完全统计，公司自 2021 年以来中标量达 7.54GW，其中，22H1 中标量为 3.2GW，在陆风风机总中标量中占比达 9%。我们认为公司有望在 2025 年市占率达到 15%，跻身行业第一梯队。

图 17：22H1 各风机厂商陆上风电的中标订单份额



资料来源：风芒能源公众号，天风证券研究所

3.2. 布局新技术：陆上大兆瓦+海上风机，叠加出海提供长期成长空间

持续研发大兆瓦风机，在研半直驱海上风机。公司本次募投中接近 40%的资金将用于新产品与新技术开发项目，包括 4-10.XMW 双馈异步发电机及大功率 4 极双馈异步发电机和新型叶片技术研发、海上 6-7.XMW、8-10.XMW 产品研发。

表 5：三一重能募投-新产品与新技术开发项目具体信息

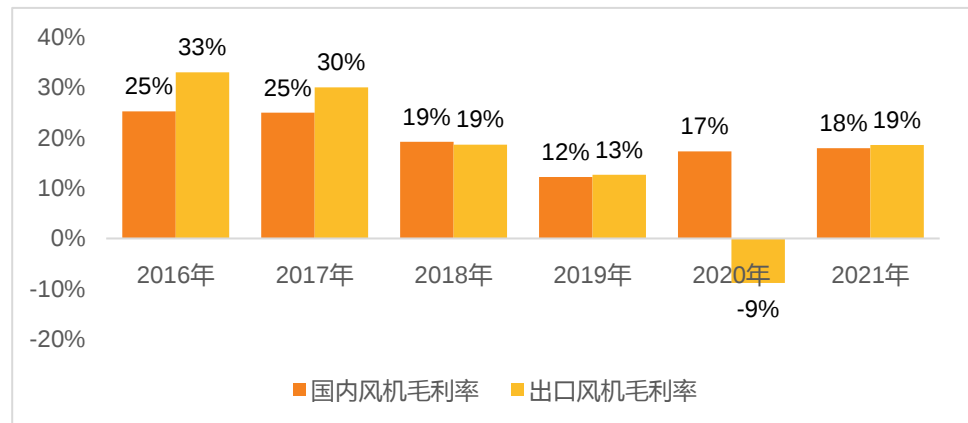
项目	具体信息
新产品整机设计及技术开发项目	整机设计技术开发和海上 6-7.XMW、8-10.XMW 产品研发
新技术研发项目	4-10.XMW 双馈异步发电机及大功率 4 极双馈异步发电机和新型叶片技术研发，并研究 EN-GJS-500 等新材料在风电机组的应用
数字化应用开发项目	智慧风电场故障自动预警模型和数字仿真应用产品研发，建设智慧风电场云端数据中心和大数据应用平台，升级优化智慧风电场站端 PHM 系统、智慧风电场监控系统等，提高工厂智能化水平
分布式风电技术和智能微网研发项目	依托风力新能源发电储备和自主生产体系，建立智能微电网服务系统，提升电力智能服务竞争力
吊装自动化应用项目	将自动化装备应用于现场吊装工艺，提高风电场风机吊装安全与效率，降低成本
风机运输技术验证项目	将设计一套可行方案验证大兆瓦风机运输技术，提高整机设备运输的高效性及安全性

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

国内风机价格优势明显。国内风机价格自 2021 年以来大幅下降，7.4-7.8 海上风机价格（含塔筒）最低 4109 元/kW、陆上风机价格（含塔筒）最低 2200 元/kW，对比 2021 年海外维斯塔斯售价 6009 元/kW，国内风机价格优势明显。

出口风机毛利率高于国内。以金风科技风机销售业务毛利率来看，2016-2021 年出口风机毛利率多数高于国内的毛利率。运达股份 2021 年风机出口业务毛利率 24%，远高于国内风机销售业务毛利率 17%。

图 18：2016-2021 年金风科技风机国内与海外销售风机毛利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

产品已获得相关认证。2021 年公司 5.0MW 陆上风电机组获得国际权威认证机构 DNV 颁发的认证证书。三一重能成为国内首个获得“箱变上置”大兆瓦风电机组国际认证的整机厂家。

依托三一全球化的布局开拓海外市场。在国家“一带一路”政策指引下，公司将依托三一全球化的海外体系布局，借助丰富的发电企业资源，重点布局印度、越南、乌兹别克斯坦等国家，积极开拓占领海外市场。

4. 盈利预测

我们预计 22、23、24 年公司陆风风机销售量分别为 5.5、7.2、8.6GW，对应陆风市场的市占率分别为 10.5%、11.5%、12%，海风风机预计 24 年销售量为 0.4GW，预计销售风机及配件业务毛利率 23%、22%、22%；销售风场产生的投资收益为 7、8、10 亿元。预计 22、23、24 年净利润为 20.50、25.10、29.86 亿元，同比增速为 29%、22%、19%。

表 6：公司盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
1、销售风机及配件					
①风机销售（亿元）	85.94	87.87	115.50	136.71	161.48
销售容量（GW）	3.03	3.21	5.50	7.20	9.05
单价（元/kW）	2836	2737	2100	1900	1783
②叶片销售及运维（亿元）	1.29	0.75	1.03	1.23	1.46
③=①+②营业收入（亿元）	87.23	88.61	116.53	137.93	162.95
yoy（%）	894%	2%	32%	18%	18%
毛利率（%）	28.87%	26.18%	22.50%	22.00%	22.00%
2、风场销售投资收益（亿元）	0.78	5.21	7.00	8.40	10.08
合计					
总营业收入（亿元）	93.11	101.75	132.36	157.69	186.56
yoy（%）		9%	30%	19%	18%
综合毛利率（%）	30%	29%	23%	23%	23%
净利润（亿元）	13.72	15.91	20.50	25.10	29.86
yoy（%）		16%	29%	22%	19%

注：仅列示占净利润比例较大的销售风机业务及风场销售，发电、风电建设及其他业务并未列示。

资料来源：Wind，天风证券研究所

考虑到公司成本管控能力强，后续市占率的进一步提升，我们参考金风科技、运达股份、明阳智能、电气风电，给予公司 23 年主营业务 30-35X PE，销售风场 10X PE，对应市值 608-697 亿元，对应股价 51.64-59.22 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司 PE 估值（根据 wind 一致预期，2022 年 7 月 14 日收盘价）

证券简称	2022E	2023E	2024E
金风科技	16.47	14.02	11.82
运达股份	23.93	19.24	15.20
明阳智能	20.55	17.57	15.15
均值	20.32	16.94	14.05

资料来源：Wind，天风证券研究

5. 风险提示

新技术和新产品研发结果不及预期：公司目前海上风机在研，而风行业相关的技术发展与产品迭代迅速，下游客户需求不断提升，对公司新产品、新技术研发提出更高要求。

风机大型化带来的原材料技术风险：风机容量升级意味着核心零部件也需要进行相应的技术升级。公司成本管控强能力部分源于叶片和发电机自供，若未能及时开发相应新技术，可能会制约风机产品升级。

测算具有主观性，仅供参考：本报告测算部分为通过既有假设进行推算，仅供参考。

短期内股价波动风险：该股为次新股，流通股本较少，存在短期内股价大幅波动的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,832.75	3,979.70	11,820.09	11,654.87	15,339.88
应收票据及应收账款	705.83	2,254.96	1,421.59	2,520.62	2,143.37
预付账款	146.11	185.20	274.19	279.52	373.64
存货	2,009.04	1,528.36	2,945.11	2,708.05	3,806.78
其他	1,505.71	1,170.82	3,236.57	3,292.68	4,011.07
流动资产合计	6,199.44	9,119.04	19,697.54	20,455.73	25,674.75
长期股权投资	115.26	191.49	256.24	326.73	394.34
固定资产	3,142.51	4,008.60	5,303.13	6,410.59	7,613.90
在建工程	1,681.20	1,106.62	1,605.30	2,004.24	2,323.39
无形资产	299.14	284.27	359.27	429.28	494.29
其他	1,566.08	1,889.84	1,654.05	1,666.76	1,557.08
非流动资产合计	6,804.20	7,480.81	9,177.99	10,837.59	12,383.00
资产总计	14,166.18	17,762.24	28,875.54	31,293.32	38,057.75
短期借款	1,698.96	2,658.90	1,000.00	1,000.00	1,000.00
应付票据及应付账款	4,856.17	4,754.29	7,084.24	8,085.42	9,279.05
其他	3,124.32	2,504.41	7,998.09	6,893.06	9,482.04
流动负债合计	9,679.45	9,917.60	16,082.33	15,978.47	19,761.09
长期借款	856.03	1,342.11	1,342.11	1,342.11	1,342.11
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	73.49	116.84	95.17	106.00	100.58
非流动负债合计	929.52	1,458.95	1,437.28	1,448.11	1,442.69
负债合计	11,996.88	13,922.29	17,519.60	17,426.59	21,203.78
少数股东权益	69.63	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	988.50	988.50	1,176.79	1,176.79	1,176.79
资本公积	659.84	800.92	6,083.34	6,083.34	6,083.34
留存收益	443.62	2,034.76	4,084.80	6,595.12	9,581.08
其他	7.71	15.76	11.01	11.49	12.76
股东权益合计	2,169.30	3,839.95	11,355.93	13,866.74	16,853.96
负债和股东权益总计	14,166.18	17,762.24	28,875.54	31,293.32	38,057.75

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,369.87	1,591.14	2,050.04	2,510.32	2,985.97
折旧摊销	202.61	296.51	413.98	497.74	590.69
财务费用	56.68	36.41	(84.36)	(214.82)	(260.29)
投资损失	(77.93)	(525.22)	(700.00)	(840.00)	(1,008.00)
营运资金变动	(205.94)	(1,797.14)	3,946.21	(1,053.70)	2,352.30
其它	23.50	1,045.13	66.54	60.00	60.00
经营活动现金流	1,368.79	646.83	5,692.41	959.54	4,720.67
资本支出	2,450.04	601.21	2,303.87	2,063.31	2,183.59
长期投资	53.28	76.22	64.75	70.49	67.62
其他	(3,951.39)	(518.62)	(4,083.89)	(3,487.94)	(3,541.38)
投资活动现金流	(1,448.06)	158.81	(1,715.27)	(1,354.14)	(1,290.17)
债权融资	2,488.87	1,452.36	(1,602.70)	228.90	253.25
股权融资	254.41	149.14	5,465.95	0.48	1.26
其他	(1,190.04)	(208.58)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	1,553.23	1,392.92	3,863.25	229.39	254.52
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,473.96	2,198.56	7,840.39	(165.22)	3,685.01

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	9,310.64	10,174.71	13,235.56	15,768.82	18,655.95
营业成本	6,531.24	7,269.14	10,178.40	12,208.02	14,436.10
营业税金及附加	67.17	69.18	79.41	94.61	111.94
销售费用	557.26	660.46	559.33	662.29	789.52
管理费用	343.08	349.23	397.07	456.98	559.68
研发费用	461.73	541.89	529.42	607.49	704.26
财务费用	59.57	49.97	(84.36)	(214.82)	(260.29)
资产/信用减值损失	(95.71)	(135.30)	(55.00)	(55.00)	(55.00)
公允价值变动收益	66.54	39.09	66.54	60.00	60.00
投资净收益	77.93	520.74	700.00	840.00	1,008.00
其他	(304.45)	(1,043.04)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,546.28	1,853.34	2,287.82	2,799.25	3,327.74
营业外收入	4.98	6.38	10.00	10.00	10.00
营业外支出	72.60	21.70	20.00	20.00	20.00
利润总额	1,478.66	1,838.01	2,277.82	2,789.25	3,317.74
所得税	108.79	246.88	227.78	278.92	331.77
净利润	1,369.87	1,591.14	2,050.04	2,510.32	2,985.97
少数股东损益	(1.69)	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	1,371.57	1,591.14	2,050.04	2,510.32	2,985.97
每股收益（元）	1.17	1.35	1.74	2.13	2.54

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	528.57%	9.28%	30.08%	19.14%	18.31%
营业利润	772.87%	19.86%	23.44%	22.35%	18.88%
归属于母公司净利润	992.53%	16.01%	28.84%	22.45%	18.95%
获利能力					
毛利率	29.85%	28.56%	23.10%	22.58%	22.62%
净利率	14.73%	15.64%	15.49%	15.92%	16.01%
ROE	65.32%	41.44%	18.05%	18.10%	17.72%
ROIC	-51.73%	126.45%	99.64%	2788.43%	104.96%
偿债能力					
资产负债率	84.69%	78.38%	60.67%	55.69%	55.71%
净负债率	35.12%	3.05%	-82.87%	-66.57%	-76.68%
流动比率	0.67	0.82	1.22	1.28	1.30
速动比率	0.48	0.70	1.04	1.11	1.11
营运能力					
应收账款周转率	14.23	6.87	7.20	8.00	8.00
存货周转率	7.27	5.75	5.92	5.58	5.73
总资产周转率	0.86	0.64	0.57	0.52	0.54
每股指标（元）					
每股收益	1.17	1.35	1.74	2.13	2.54
每股经营现金流	1.16	0.55	4.84	0.82	4.01
每股净资产	1.78	3.26	9.65	11.78	14.32
估值比率					
市盈率	42.90	36.98	28.70	23.44	19.71
市净率	28.02	15.32	5.18	4.24	3.49
EV/EBITDA	0.00	0.00	17.47	14.94	11.66
EV/EBIT	0.00	0.00	20.61	17.70	13.84

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