华泰证券 HUATAI SECURITIES

塔桩出海欧洲领军者

华泰研究 首次覆盖

2024 年 3 月 15 日 | 中国内地 电源设备

投资评级(首评):	增持
目标价(人民币):	26.35

研究员 申建国
SAC No. S0570522020002 shenjianguo@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

研究员 边文姣
SAC No. S0570518110004 bianwenjiao@htsc.com
SFC No. BSJ399 +(86) 755 8277 6411

研究员 周敦伟
SAC No. S0570522120001 zhoudunwei@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

国内出海欧洲塔桩龙头厂商，首次覆盖给予“增持”评级

公司为国内优秀塔桩厂商，未来两年有望充分受益于全球海上风电高速增长，我们预计 2023-2025 年公司分别实现归母净利润 6.00/9.91/13.91 亿元，对应 EPS 为 0.94/1.55/2.18 元。我们选取国内同为塔桩行业的上市企业海力风电/泰胜风能/天顺风能为可比公司，其 2024 年 Wind 一致预期平均 PE 为 12.2 倍。考虑到公司为国内塔桩企业龙头，且目前在手海外订单量远超行业平均水平，我们给予公司 24 年 17 倍 PE，目标价 26.35 元，首次覆盖给予“增持”评级。

深耕塔筒 20 余年，“两海战略”引领者

公司于 2000 年在辽宁阜新成立，专注塔筒业务 20 余年。公司现已布局三大业务板块：新能源装备制造板块、新能源投资开发板块、风电产业园运营板块。同时，公司为全球风电装备制造产业第一梯队企业，自 2019 年即进入欧洲海风市场，产品至今已出口包括韩国、日本、越南、意大利、智利、挪威、芬兰、印度、加拿大、澳大利亚等国家，客户遍及三十多个国家和地区，全球化进度领先同行。

国内海风稳中向好，欧洲海风高增带来出海机遇

“十四五”期间各省持续加码海风新增装机目标，由于 2023 年海上风电招标及装机量受审批因素影响有所下滑，部分项目延迟至 24-25 年，我们预计国内 23-25 年海上风电新增装机量达 5、10、15GW，24-25 年行业装机均为高速增长。同时，欧洲海风即将步入高速增长阶段，GWEC 预测欧洲海风新增装机量 22-27 年年均复合增速达到 34%。根据 Rystad Energy 预测，欧洲海风单桩及塔筒在 2027/2028 年或出现供不应求的情况，由于欧洲海上风电建设周期较国内更长，其塔桩订货及生产一般提前两年，因此在订单口径或提前反映欧洲本土产能供应不足问题，国内塔桩厂商 24-25 年在欧洲订单有望提升。

欧洲订单量领跑行业，自有码头具备出海优势

公司在 2022-2023 年接连中标欧洲海上风电项目，规模达到近百亿人民币。根据公司 23 年 6 月在官方公众号披露，公司已有产能为 100 万吨，结合公司在建基地情况，我们预计公司合计 240 万吨产能将在未来 2-3 年内逐步投放，其中蓬莱、盘锦及唐山三大海工基地均为面向出海业务基地，为公司海外份额提升奠定基础。同时，公司自有蓬莱码头出口和海上风电产品的厂内物流、装船发运，起重能力优势明显，能降低运输成本并提升效率。

风险提示：风电新增装机增速低于预期、塔筒价格竞争激烈、毛利率下降风险、海外业务利润不及预期。

经营预测指标与估值

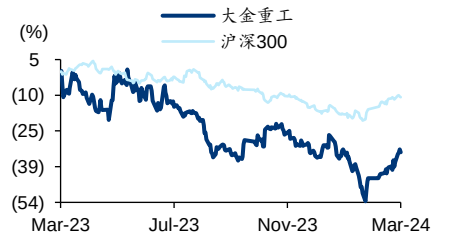
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	4,432	5,106	5,262	7,346	9,592
+/-%	33.28	15.21	3.05	39.60	30.58
归属母公司净利润 (人民币百万)	577.40	450.28	600.48	990.94	1,391
+/-%	24.17	(22.02)	33.36	65.02	40.35
EPS (人民币，最新摊薄)	0.91	0.71	0.94	1.55	2.18
ROE (%)	19.25	6.92	8.47	12.29	14.74
PE (倍)	26.67	34.20	25.65	15.54	11.07
PB (倍)	5.14	2.37	2.17	1.91	1.63
EV EBITDA (倍)	19.98	20.94	17.66	10.90	7.51

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	26.35
收盘价 (人民币 截至 3 月 14 日)	24.15
市值 (人民币百万)	15,402
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	430.40
52 周价格范围 (人民币)	16.83-36.56
BVPS (人民币)	10.82

股价走势图



资料来源：Wind

正文目录

核心推荐逻辑 3
区别于市场的观点 3
盈利预测与估值 3
深耕塔筒 20 余年，“两海战略”领导者 4
全球海上风电装机高增可期，带动塔桩需求提升 8
国内海风“十四五”规划托底，24 年新增装机有望实现翻倍增长 8
海外海风重点关注欧洲市场，22-27 年 CAGR 有望达 34% 10
海风塔桩需求旺盛，欧洲产能不足有望带来国产出海机会 11
海外海风布局领先，自有码头优势显著 14
公司“双海”战略持续推进，产能布局领先同行 14
自有码头吨位大，具备出海优势 16
盈利预测与估值 20
盈利预测关键假设 20
风险提示 21

核心推荐逻辑

高端海风产能规划充足，盈利增速可期。海上风电是全球风电未来重点的发展方向，海上风电除塔筒外还有海底桩基的增量，桩基对技术要求高，盈利能力好于塔筒，公司蓬莱、盘锦、唐山基地定位海上及海外市场，具备桩基、导管架等高端产品产能，未来两年有望充分受益于全球海上风电的发展。

布局海外市场，优质码头卡位海外增长。公司产品已经出口海外巨头，与维斯塔斯和 GE 等海外风机巨头已经建立了长期的合作关系，此外，公司蓬莱生产基地位于港口腹地，可有效利用公司的专业化风电专用码头资源，根据公司的生产和发货计划安排船期，大幅提升发货效率，降低运输成本。公司在 2022-2023 年已接连中标多个欧洲海上风电项目，订单规模达到近百亿人民币，未来在全球的市场份额有望持续提升。

区别于市场的观点

市场认为国内塔桩厂商出海无本质差别。我们认为公司在欧洲市场布局较早，较国内其他厂商有先发优势。且由于海外市场非价格单一导向，公司长期布局已形成一定品牌影响力，具备合作基础，其他厂商进入市场仍需要较长时间进行供应商资质认证及信任度积累，公司在欧洲海风需求高增情况下，有望通过出海实现高速成长。

盈利预测与估值

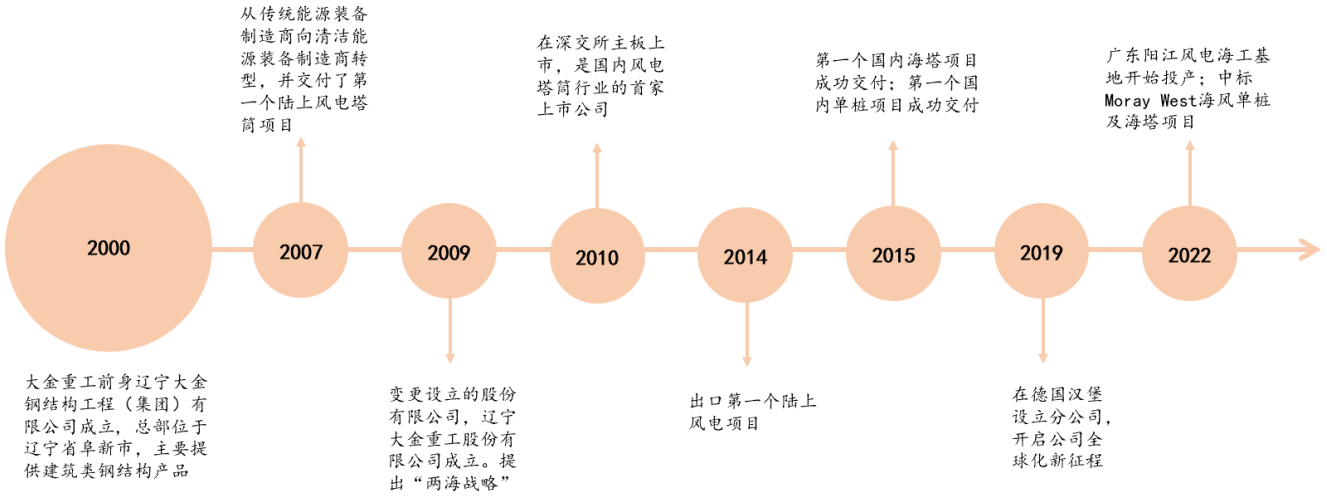
公司为国内优秀塔桩厂商，未来两年有望充分受益于全球海上风电高速增长，我们预计 2023-2025 年公司分别实现归母净利润 6.00/9.91/13.91 亿元，对应 EPS 为 0.94/1.55/2.18 元。我们选取国内同为塔桩行业的上市企业海力风电/泰胜风能/天顺风能为可比公司，其 2024 年 Wind 一致预期平均 PE 为 12.2 倍。考虑到公司为国内塔桩企业龙头，且目前在手海外订单量远超行业平均水平，我们给予公司 24 年 17 倍 PE，目标价 26.35 元，首次覆盖给予“增持”评级。

深耕塔筒 20 余年，“两海战略”领导者

大金重工股份有限公司于 2000 年在辽宁阜新成立，专注塔筒业务 20 余年。公司现已布局三大业务板块：新能源装备制造板块、新能源投资开发板块、风电产业园运营板块。其中新能源装备制造板块集中于风电发力装备制造，专业从事陆上和海上风电装备制造，主要产品有常规陆塔、大直径分片式陆塔、低风速柔性高塔、海塔、单桩、群桩、导管架、海上升压站等；新能源投资开发板块主要为风电场项目投资；风电产业园运营板块聚焦于构筑产业链全新生态圈。

公司在深耕风电装备制造的同时开展新能源投资开发业务。大金重工在 2020 年开始发展风电投资开发业务，2023 年 3 月 31 日，由大金重工自主投建的阜新彰武西六家子 250MW 风电项目并网，此项目是公司自主投建的单体最大风电项目。此外，公司规划在 2025 年内建成并网 200 万千瓦新能源项目，储备新能源开发资源 500 万千瓦。

图表1：大金重工发展历程



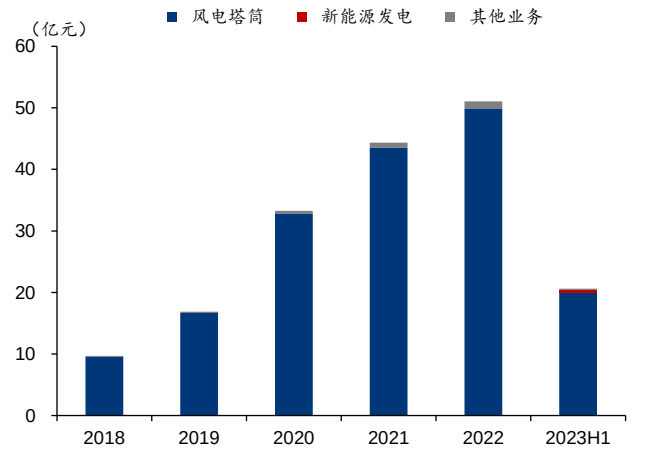
资料来源：大金重工官网、华泰研究

公司同时拥有风电产业园运营业务，分别为北方风电母港产业园和辽宁阜新新能源装备产业园。北方风电母港产业园位于蓬莱经济开发区，公司已经在蓬莱生产基地建成中国首个集风电海工装备制造、海上风电施工运维一体化，港口对外开放，产品覆盖全球的海上风电母港。根据公司 22 年年报，其蓬莱生产基地为全球单体产能最大风电海工基地兼风电母港，拥有已投用对外开放泊位 3 个，包括 2 个 10 万吨级、1 个 3.5 万吨级风电安装专用凹槽泊位，港口后方建有 57 万平方米海风塔架、单桩、导管架专业化制造基地，并配置起重能力 1000 吨的龙门吊。辽宁阜新新能源装备产业园在 2021 年投建，为陆上风电装备产业园。

公司深耕塔筒领域，营收占比保持 95%以上。从营收结构上看，18 年至 22 年，公司金属制品业务（包含风电塔筒、桩基、导管架等产品）的营收占比分别为 98.88%、98.68%、98.85%、98.33%、97.77%，23H1 塔筒的营收占比 96.8%。随着新能源发电业务收入增加，该业务营收占比略有下降，但依然占据较大比例。

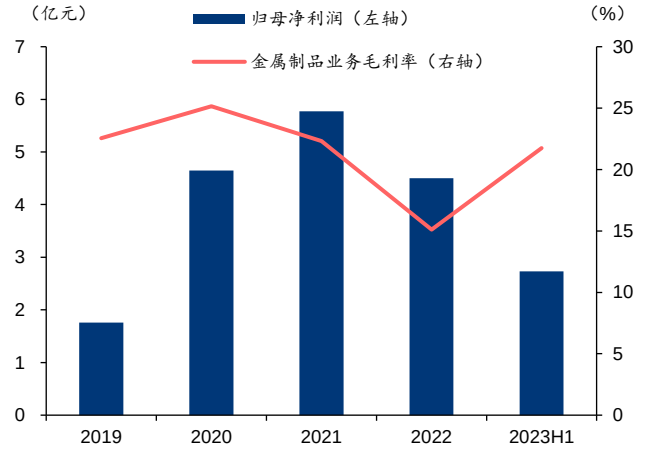
公司营收稳定增长，盈利能力受行业供需及原材料价格影响有所波动。2018 到 2022 年，公司营收持续增长，尤其在抢装潮的影响下，20/21 年营收同比增长 97.1%/33.3%。2022 年在抢装潮结束和高基数因素的双重影响下，营收增速放缓至 15.2%。从盈利能力看，2019 到 2022 年，塔筒业务毛利率分别为 22.55%、25.15%、22.32%和 15.11%。21 年开始，由于钢材价格大幅上涨，叠加 22 年抢装结束后需求下滑，金属制品业务毛利率连续两年下滑。随着钢材价格回落，以及 23 年行业装机恢复，23H1 金属制品业务毛利率回升至 21.73%。

图表2：公司历史营业收入趋势及结构



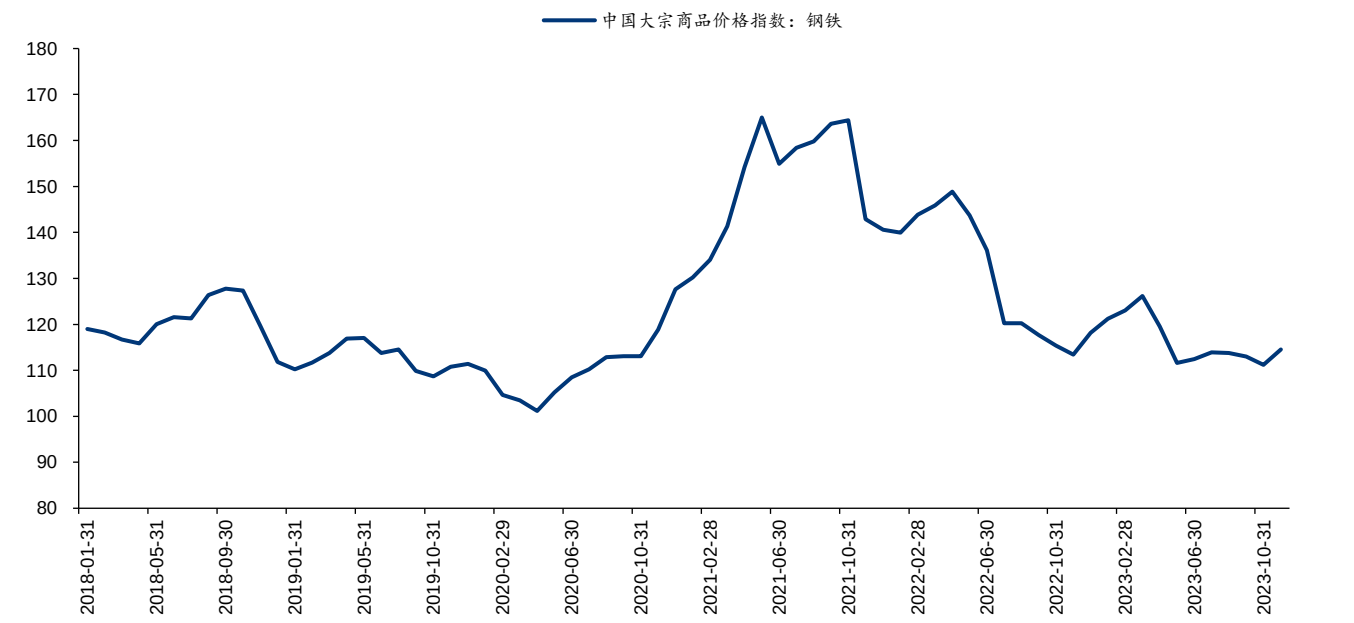
资料来源：公司公告、华泰研究

图表3：公司归母净利润及金属制品业务毛利率



资料来源：公司公告、华泰研究

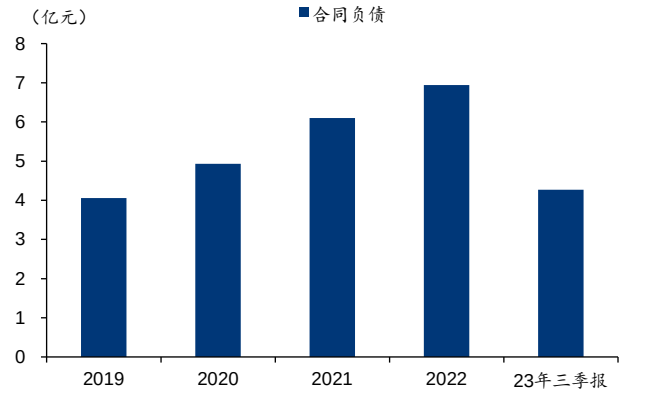
图表4：2018-2023 年国内钢铁价格综合指数



资料来源：同花顺 ifind，华泰研究

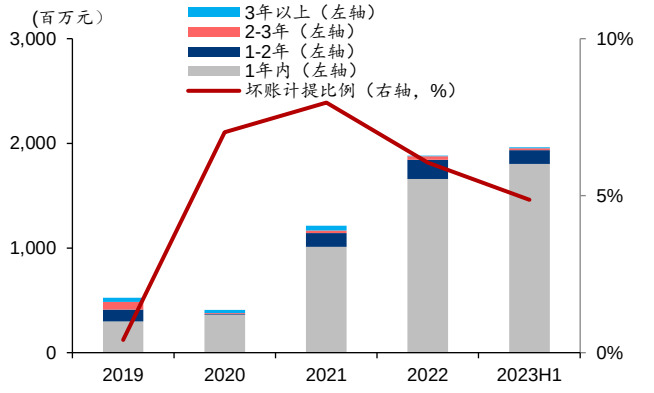
合同负债跟随行业招标量波动，应收账款总体账龄健康。2019-2021 年，受行业需求高增影响公司合同负债水平持续提升，22 年虽为行业装机小年，但招标量高增，带动公司合同负债水平提升，23 年由于行业招标量同比下滑导致合同负债水平大幅下滑。从公司应收账款账龄结构看，自 2020 年起公司 1 年期内应收账款占比保持在 80%以上，其中 23 年上半年为 92%以上，总体账龄水平健康。

图表5：公司 2019-2023H1 合同负债水平



资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：公司 2019-2023H1 应收账款结构及坏账计提比例



资料来源：公司公告，华泰研究

图表7：公司应收账款预期信用减值损失计提方法

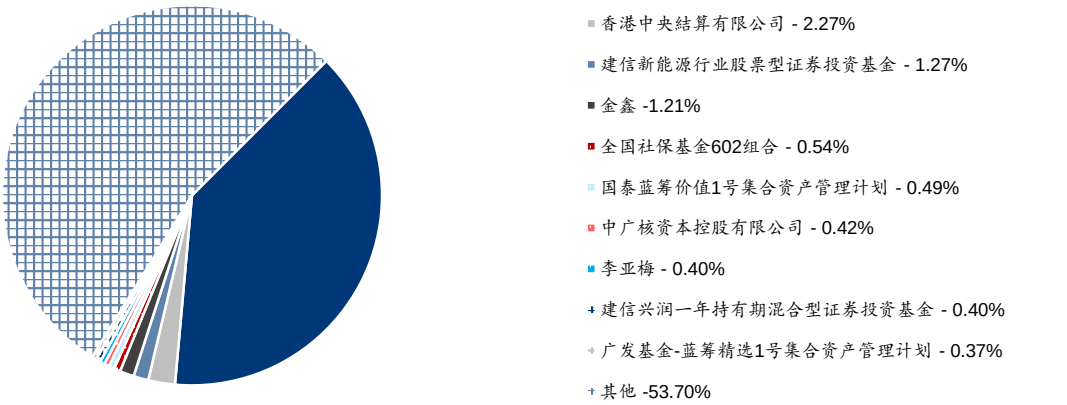
账龄	应收款项及合同资产预期信用损失率计提比例
0-6 个月（含，下同）	2.5%
6 个月-1 年	5.0%
1-2 年	10.0%
2-3 年	30.0%
3-4 年	50.0%
4-5 年	80.0%
5 年以上	100%

资料来源：大金重工 23 年中报，华泰研究

公司客户广泛，23H1 前五大客户集中度仅 35.83%。公司为全球风电装备制造产业第一梯队企业，自 2019 年即进入欧洲海风市场，产品至今已出口包括韩国、日本、越南、意大利、智利、挪威、芬兰、印度、加拿大、澳大利亚等国家，客户遍及三十多个国家和地区。公司与大批知名企业建立了长期稳定的合作关系，是全球风电头部主机企业 Vestats、GE、金风科技、远景能源、明阳智能等重要合作伙伴，同时与国家能源集团、国家电投、中广核、华能集团、苏格兰电力有限公司、欧洲海洋风电有限公司等国际大型电力投资公司保持着友好的战略合作关系。

公司新增下游能源集团控股。公司实控人为创始人金鑫，直接持股 1.21%，同时 100%持股阜新金胤，直接和间接持股共计 40.14%。第二大股东为香港中央结算公司，持股 2.27%。第三大股东建信基金，持股 1.27%。根据公司 23 年三季报，公司前十大股东新进中广核资本控股有限公司，为公司下游客户公司，对未来公司项目中标有积极影响。

图表8：大金重工股权结构（截至 2023 年三季报）



资料来源：公司公告，华泰研究

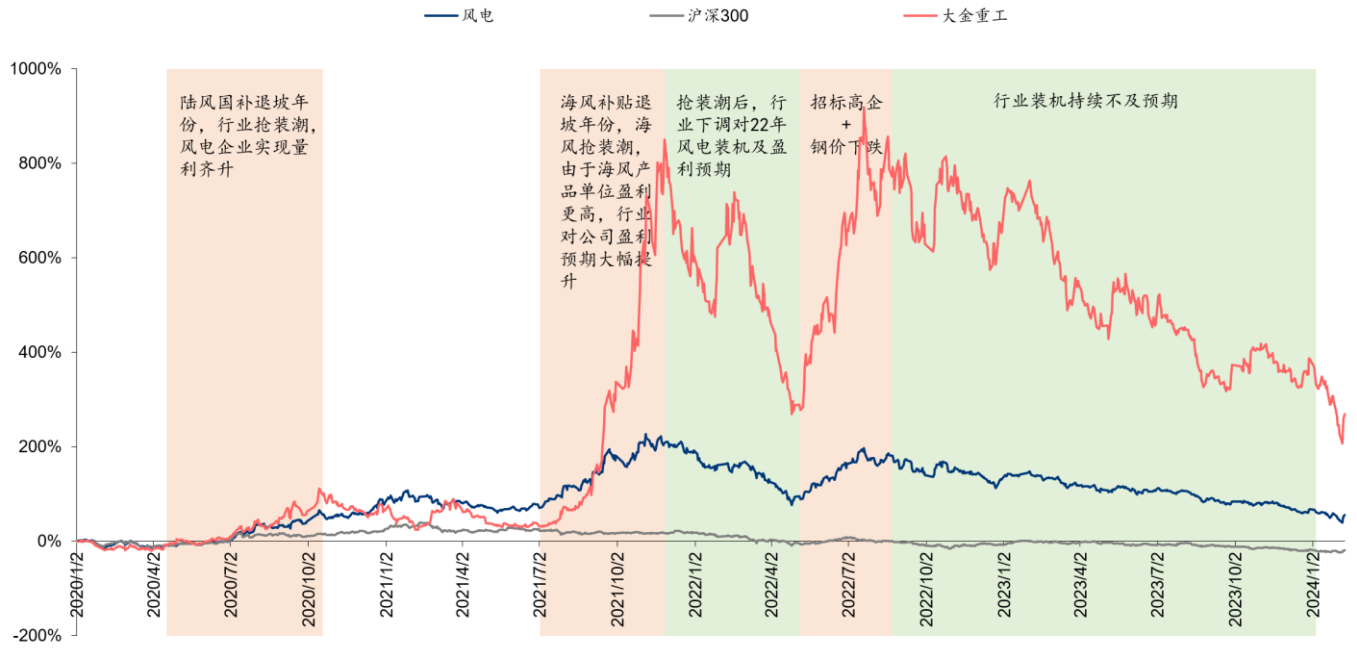
自 21 年底，公司股价持续跑赢风电行业指数，股价主要与市场对需求及盈利能力预期相关。从整体趋势看，由于公司所处塔桩环节较风机及部分零部件更具备抗通缩能力，其毛利率受风电大型化影响相对较小，且公司为该环节国内龙头企业，因此公司股票收益率较风电指数整体具备明显优势。分阶段看：

（一）2020 年陆上风电国补退坡，国内陆风新增装机量实现翻倍增长，对应公司股价大幅上涨。

（二）2021 年海上风电国补退坡，国内海风新增装机量创历史新高，同比增长 277%，同时 5 月起钢价大幅下跌，共同催化二次行情；待年底抢装预期兑现后板块达到高点，由于风电国补已全面退坡，且 21 年为行业招标小年，市场对行业 22 年装机预期较弱，股价进入第二轮下行期。

（三）2022-2023 年，风电行业已全面退补，公司股价主要受市场对行业装机量预期调整影响而波动：2022 年为风电全面退补后第一年，虽然上半年新增装机量较少，但 22 年风电整体招标量大幅提升，且由于行业此前具有装机集中在下半年释放的特性，市场预期 22H2 装机量有望实现高增，叠加自 4 月起钢价大幅下跌，风电板块出现第三波大幅上涨。2023 年，风电行业新增装机不及市场此前预期，虽然自 3 月底钢价有所下跌，但我们认为装机预期为主要影响因素，因此板块持续处于缓跌状态。9 月底海风行业出现部分特殊项目解封信号，行业预期整体上扬，公司股价有所修复，但由于已接近海风非施工期，近两月项目进度一直处于停滞状态，因此市场对海风行业信心有所下降，对应股价有所下跌。

图表9：公司股价复盘



注：风电指数选取万得风电指数（866044.WI）
资料来源：Wind，华泰研究

全球海上风电装机高增可期，带动塔桩需求提升

碳中和背景下，世界各国风电政策力度渐强。欧盟、美国、德国、日本、印度均大幅上调其 2030 年可再生能源占最终能源消费总量比例，风电作为可再生能源中一种重要形式将迎来更快的发展和更广阔的市场空间。

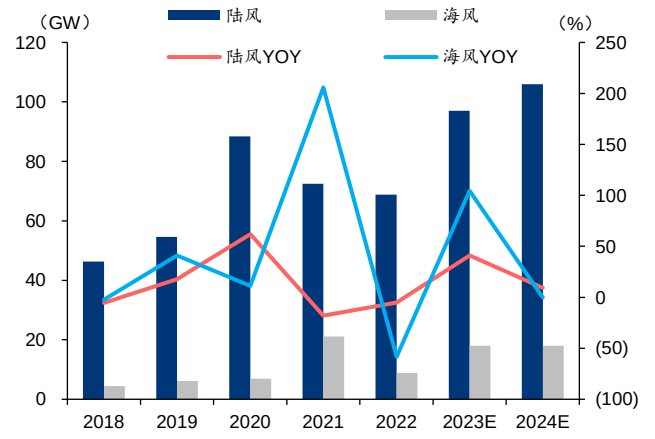
图表10：各国可再生能源目标上调情况

国家	现行目标	制定时间	原目标	制定时间
欧盟	2030 年可再生能源占最终能源消费总量 42.5%	2023	2030 年可再生能源占最终能源消费总量 32%	2018
美国	2030 年可再生能源发电比例达到 80%	2021	特朗普政府退出《巴黎协定》，未设定目标	2017
德国	2030 年可再生能源发电比例达到 80%	2023	2030 年可再生能源发电比例达到 65%	2021
日本	2030 年可再生能源发电比例达到 36%至 38%	2021	2030 年可再生能源发电比例达到 22%至 24%	2018
印度	2030 年可再生能源发电比例达到 50%	2021	2030 年可再生能源发电比例达到 40%	2015

资料来源：欧盟官网，白宫官网，德国联邦经济事务和气候行动部，日本经济产业省，COP26，华泰研究

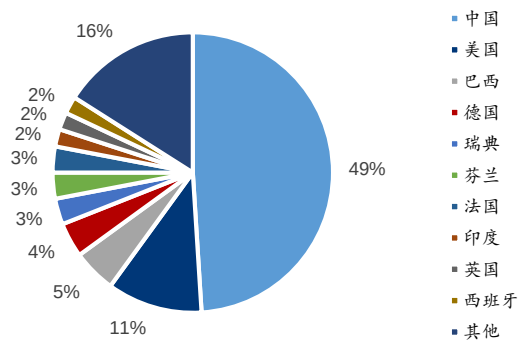
全球风电装机需求保持高增速。根据 GWEC 数据，2022 年全球风力发电新增装机容量达到 77.60GW，虽然相比于 2020-2021 年抢装潮期间的装机容量下降 17.1%，但对比 2019 年仍然大幅增长了 21.6%，GWEC 预计 2023-2024 年全球新增装机容量有望达 115.00GW、125.00GW，平均 CAGR 有望保持在 15%。在 2022 年全球风电新增装机容量前 10 名中，中国占据 49%的容量排名第一，欧洲各国和印度、巴西等国家紧随其后。从海陆分布看，由于陆风已率先实现平价，且开发成熟度及进度均领先于海风，因此陆风市场已率先由成长期过渡为平稳期。

图表11：全球风电新增装机容量及同比增长



资料来源：GWEC，华泰研究

图表12：2022 年全球风电市场装机容量前 10 名



资料来源：GWEC，华泰研究

国内海风“十四五”规划托底，24 年新增装机有望实现翻倍增长

“十四五”规划相关政策托底，海风装机稳中向好。2022 年，广东、山东、上海、浙江陆续出台海风省补政策，主要面向 2024 年前并网项目，有望助推今年海上风电建设高潮。结合 2023 年海上风电招标及装机量受审批因素影响有所下滑，部分项目延迟至 24-25 年吊装，我们预计国内 23-25 年海上风电新增装机量达 5、10、15GW，24-25 年行业装机均为高速增长。

图表13：沿海省份海风政策梳理

省市	发布时间	政策内容
广东省	2022 年 4 月	新增海上风电装机容量约 1700 万千瓦，重点开展大容量抗台风海风机组、漂浮式风电机组基础、柔性直流送出等技术攻关。
	2022 年 12 月	稳妥推进国管海域的深远海海上风电项目示范化开发，“十四五”期间推动 800 万 kW 项目前期工作，力争 2025 年底前建成并网 200 万 kW 以上。
	2023 年 6 月	省管海域项目配置范围 15 个项目、装机容量 700 万千瓦。国管海域项目配置范围，先安排 15 个、共 1600 万千瓦的预选项目，再从中筛选出 800 万千瓦的项目作为开展前期工作的示范项目。
福建省	2022 年 6 月	稳妥推进国管海域深远海海上风电项目，示范化开发 480 万千瓦。
江苏省	2022 年 6 月	到 2025 年，全省风电装机达到 2800 万千瓦以上，其中海上风电装机达到 1500 万千瓦以上。稳妥开展深远海海上风电示范建设。
	2023 年 1 月	到 2025 年实现海上风电装机规模全球城市首位，力争年均新增近远海海上风电装机 3GW，年均投资规模 350 亿元以上。
海南省	2022 年 3 月	规划 11 个场址作为近期重点项目，分别位于临高西北部、儋州西北部、东方西部、乐东西部和万宁东南部海域，单个场址规划装机容量 50 万千瓦-150 万千瓦，总开发容量为 1230 万千瓦。
	2022 年 12 月	全球最大商业化漂浮式海上风电项目——海南万宁漂浮式海上风电项目于 2022 年 12 月 26 日正式开工，规划总装机容量 1Gw。
山东省	2022 年 3 月	到 2025 年，海上风电力争开工 1000 万千瓦、投运 500 万千瓦。逐步推动海上风电向深远海发展，优选部分场址开展深远海海上风电平价示范。
	2022 年 9 月	支持山东大力发展可再生能源，打造千万千瓦级深远海海上风电基地。
浙江省	2021 年 5 月	到“十四五”末，力争我省风电装机达到 640 万千瓦以上，新增装机在 450 万千瓦以上，主要为海上风电。打造近海及深远海海上风电应用基地+海洋能+陆上产业基地发展新模式。
	2022 年 5 月	在可再生能源开发等领域，重点突破深远海风电等关键核心技术。
上海市	2022 年 5 月	深远海风电重点布局在崇明以东海域，探索实施深远海域和陆上分散式风电示范试点，力争新增规模 180 万千瓦。
	2022 年 8 月	“十四五”期间重点建设金山、奉贤、南汇海域项目，启动实施百万千瓦级深远海海上风电示范。“十五五”重点建设横沙、崇明海域项目，建成深远海海上风电示范基地。

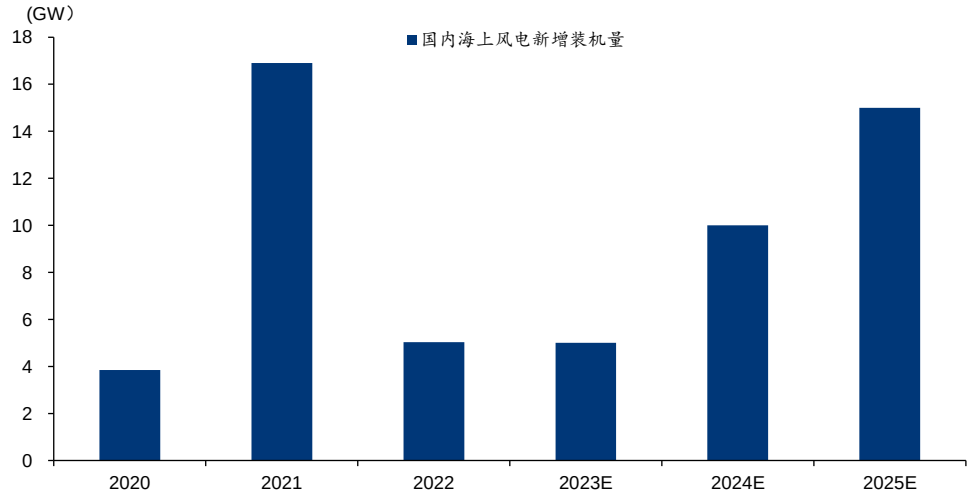
资料来源：各省人民政府网，各省发改委，华泰研究

图表14：各省“十四五”规划海上风电新增装机容量（GW）

省份	“十四五”新增规划	省份	“十四五”新增规划
广东	17.0	广西	7.5
海南	12.3	浙江	4.5
福建	10.3	辽宁	3.6
山东	10.0	上海	1.8
江苏	9.1		

资料来源：省人民政府，省发改委，华泰研究

图表15：2023-2025 年国内海上风电新增装机量预测

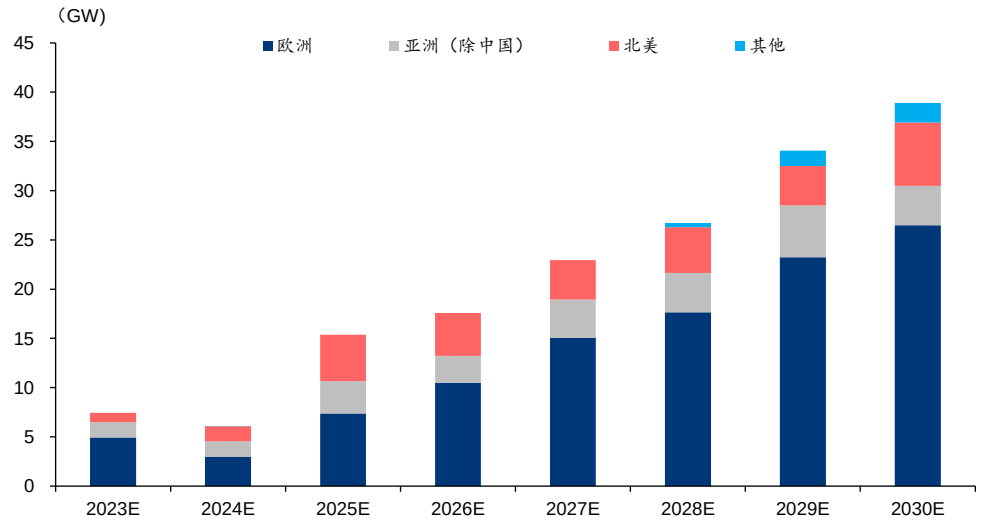


注：预测同 2024 年 1 月 30 日发布的《泰胜风能：塔架龙头“双海”齐发力》
资料来源：CWEA，华泰研究预测

海外海风重点关注欧洲市场，22-27 年 CAGR 有望达 34%

海外海风有望快速发展。海上风电凭借风场条件优良、近用电中心、无土地资源约束等优势，正成为各国下一阶段的发展重点，欧盟、美国、日本、印度分别规划于 2030 年前新增 60、30、10、37GW 海上风电。据 GWEC 在《2023 海上风电报告》中预测，25、30 年海外地区海上风电新增规模有望达到 15.36、38.92GW，23-25 年 CAGR 达 27%，其中 2028-2030 年分别较《2021 海上风电报告》中预测值上调 1.26/3.36/5.94GW。

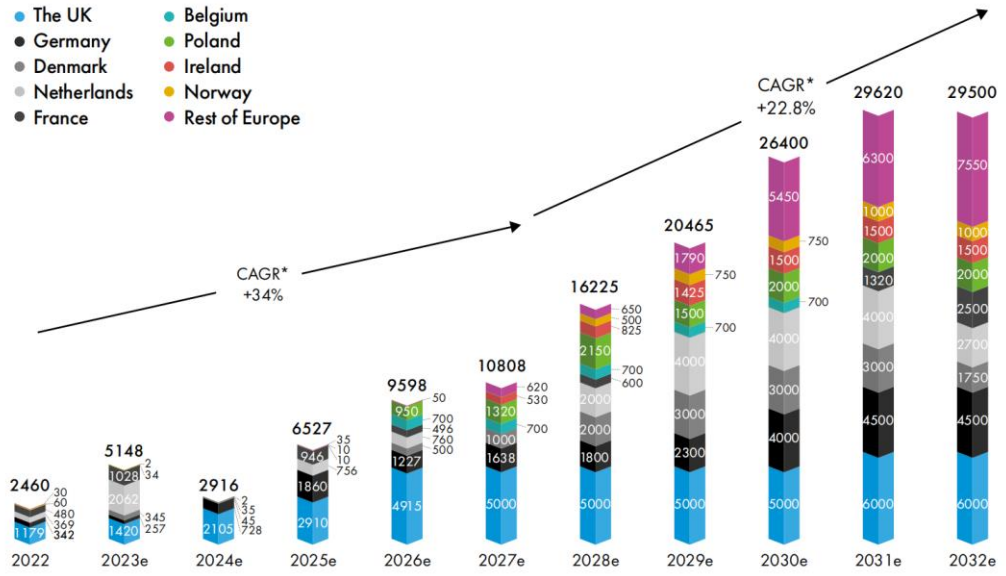
图表16：2023E-2030E 全球除中国地区以外海上风电新增装机预测



资料来源：GWEC，华泰研究

欧洲海风即将步入高速增长阶段，英国、德国为欧洲海风最大市场。根据 GWEC 预测，24-27 年欧洲海上风电新增装机有望实现 2.92、6.52、9.60GW、10.81GW，22-27 年年均复合增速达到 34%，其中英国装机占比第一、德国其次。

图表17：2022-2032E 欧洲海上风电新增装机情况

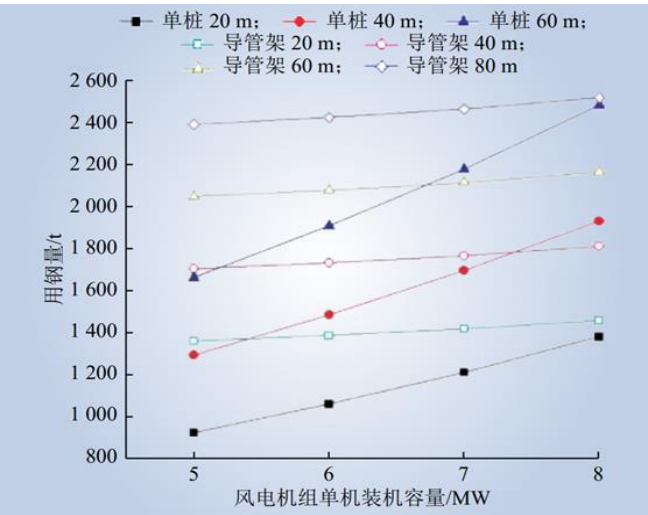


资料来源：GWEC，华泰研究

海风塔桩需求旺盛，欧洲产能不足有望带来国产出海机会

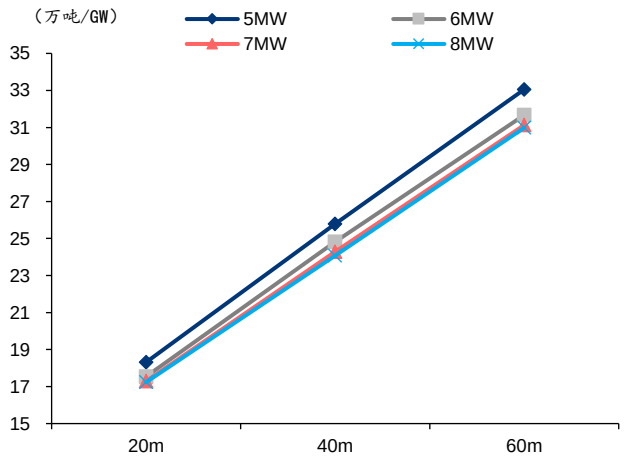
桩基单位用量受大型化影响较小，随水深增加快速提升。同一水深情况下，海风风机 5-8MW 机型桩基单位用量差距较小，说明桩基有一定的抗通缩能力，其单 GW 重量随风机大型化摊薄不明显。另一方面，随着水深增加，桩基单位用量接近线性增长，随深远海开发进程加快，桩基需求量有望继续提升。

图表18：桩基与导管架用钢量对比



资料来源：2021，唐巍，《多场景海上风电场关键设备技术经济性分析》，华泰研究

图表19：桩基单位用钢量随机组容量与水深变化情况



资料来源：2021，唐巍，《多场景海上风电场关键设备技术经济性分析》，华泰研究

国内海风塔筒及管桩有望达到供需紧平衡状态。结合各公司扩产计划，不考虑各公司出口基地，我们预计 24/25 年大金重工、天能重工、天顺风能、泰胜风能 4 家塔桩上市公司共具备 244/296 万吨海风塔桩有效产能。以国内 24/25 年 10/15GW 新增海风装机为假设条件，我们测得 24/25 年国内海上塔筒桩基与导管架需求 256/371 万吨，考虑海风竞争格局远优于陆上，且管桩企业较少，我们预计 24/25 年国内海风塔筒及管桩供给为紧平衡状态，单吨加工费有望维稳。

单位需求量核心指标测算逻辑：

1）塔筒：根据海力风电招股书统计，19/20/21H1 风机塔筒单 GW 用量为 8.6/8.5/7.4 万吨（对应平均单机容量为 3.4/3.6/4.4MW）。随着风机大型化，塔筒单 GW 重量小幅减少，我们假设塔筒单位用量以每年 7%的幅度下降，23-25 年单 GW 风机机组所需塔筒重量为 6.4/5.9/5.5 万吨；

2）桩基：根据海力风电招股书统计，19/20/21H1 桩基单 GW 用量为 18.7/20.4/20.3 万吨（对应平均单机容量为 4.4/4.2/4.5MW）。考虑到随海风项目水深加深，桩基单位用量具备较强的抗通缩能力，我们假设桩基单位用量以每年 3%的幅度下降，23-25 年单 GW 海风机组所需桩基重量为 19.1/18.6/18.0 万吨；

3）导管架：结合论文《多场景海上风电场关键设备技术经济性分析》给出指标，在水深 40m 海域，6-8MW 机型对应导管架单 GW 需求约为 24-25 万吨，若水深降低则需求量对应减少。此处我们采取保守估计，假设 23 年采用导管架项目单位需求量为 23 万吨/GW，且随海风机型不断大型化（现阶段单台机型已至 10MW+），假设导管架单位用量以每年 3%的幅度下降，23-25 年单 GW 海风机组所需桩基重量为 23.0/22.3/21.6 万吨。

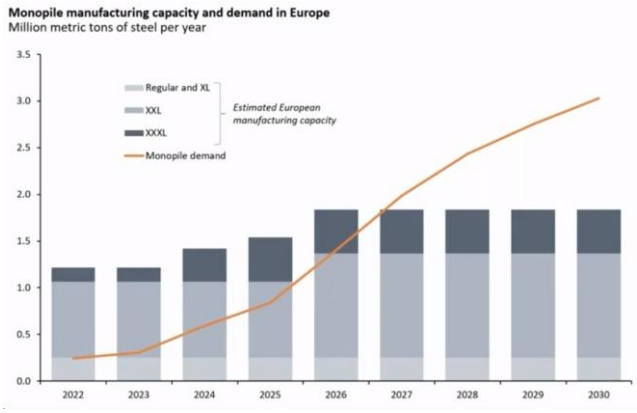
图表20：国内海风塔筒/桩基/海风导管架需求量测算

	单位	2023E	2024E	2025E
国内新增海风装机量	GW	5	10	15
塔筒单位重量	万吨/GW	6.4	5.9	5.5
YOY	%	-7.00%	-7.00%	-7.00%
桩基单位重量	万吨/GW	19.1	18.6	18.0
YOY	%	-3.00%	-3.00%	-3.00%
导管架单位重量	万吨/GW	23.0	22.3	21.6
YOY	%	-3.00%	-3.00%	-3.00%
国内海风市场需求（筒+管+桩）	**万吨**	**131**	**256**	**371**
国内塔筒市场需求（海风）	**万吨**	**32**	**59**	**83**
国内桩基市场需求	**万吨**	**76**	**130**	**176**
国内导管架市场需求	**万吨**	**23**	**67**	**113**

注：我们假设国内导管架项目容量在海风项目容量整体占比分别为 20%/30%/35%
资料来源：CWEA，海力风电招股书，华泰研究预测

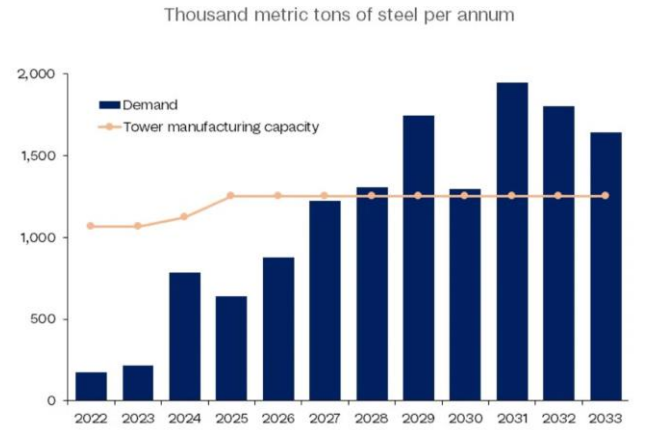
欧洲海风塔桩产能不足有望带来国产出海机会。根据 Rystad Energy 预测，即使在钢材无紧缺、各本土厂商满产情况下，欧洲海风单桩及塔筒也会在 2027/2028 年出现供不应求的情况，若考虑到非满产的情况，供给紧缺情况或提前来临，而由于塔桩产能落地需 2-3 年甚至更久，随着欧洲海风需求高增，其塔桩供给或将出现紧缺。结合欧洲管桩龙头 Sif 预测看，即使现阶段所有厂商宣称的扩产计划顺利执行，欧洲及美国东海岸项目海上风电管桩紧缺仍将在 2026 年到来。而由于欧洲海上风电建设周期较国内更长，其塔桩订货及生产一半提前两年（Rystad Energy 在测算需求中均假设已确定项目的塔筒提前两年生产），因此在订单口径或提前反映欧洲本土产能供应不足问题，国内塔桩厂商在欧洲订单有望提升。

图表21：欧洲海风单桩供需测算



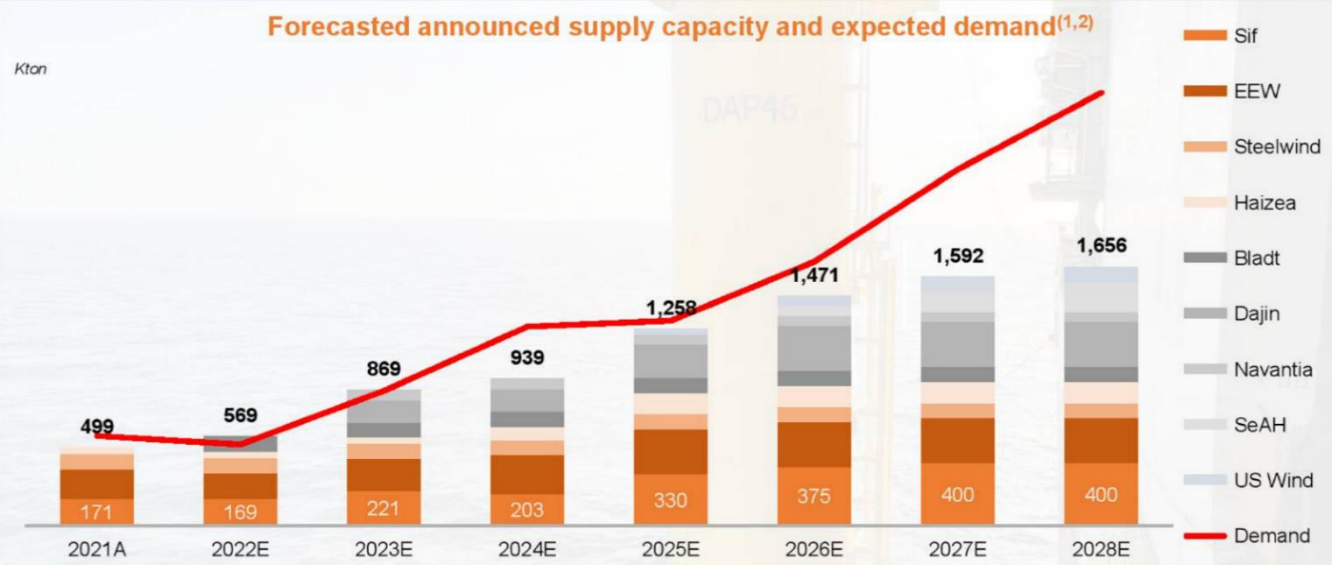
注：regular 为 5-6m 长，用于 6MW 以下风机；XL 为 6-8m 长，用于 6-10MW 风机；XXL 为 8-11m 长，用于 10-14MW 风机，XXXL 大于 11m，用于 14MW 以上风机
资料来源：Rystad Energy，华泰研究

图表22：欧洲海风塔筒供需测算



资料来源：Rystad Energy，华泰研究

图表23：Sif Holding 预测欧洲及美国东海岸项目塔桩紧缺或将在 2026 年到来



注：该市场需求仅包含美国东海岸及欧洲海风项目；该供给量假设为实际产能利用率 80%；该供给预测考虑到新投产能两年爬坡期（新增产能首年落地产能 33%、次年落地产能 66%，第三年满产），若为已有产能扩建，则有一年爬坡期（首年落地 50%、次年落地 100%）

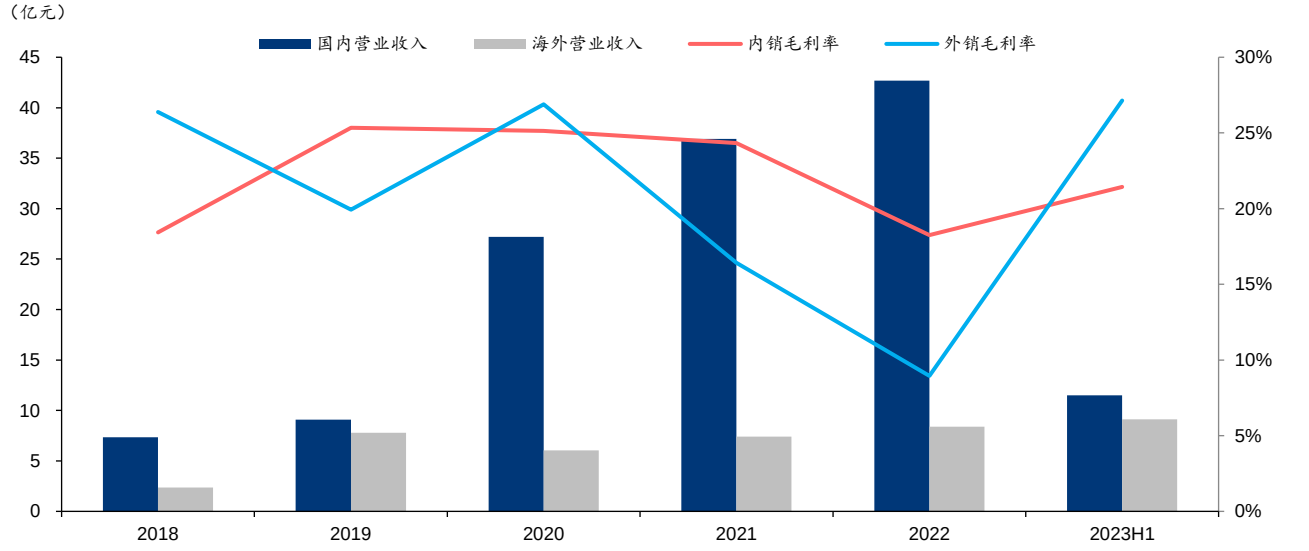
资料来源：Sif Holding Capital Markets Day，华泰研究

海外海风布局领先，自有码头优势显著

公司“双海”战略持续推进，产能布局领先同行

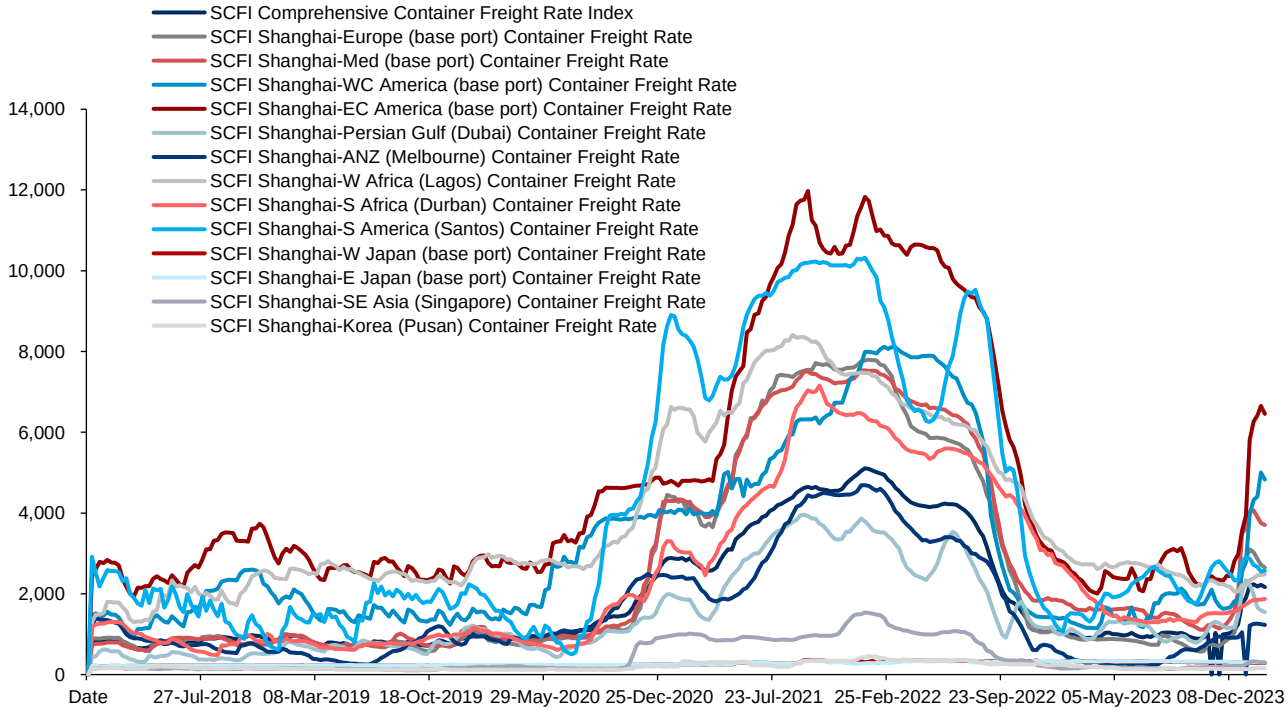
公司海外营收稳步增长，外销毛利率主要受国际运费影响。2020-2022 年，公司海外业务营业收入达到 6.04、7.40、8.38 亿元，逐年提升。在 23 年海外风电项目逐步恢复动工后，上半年实现海外业务收入 9.11 亿元，已超过 22 年全年收入。从毛利率看，21-22 年公司海外业务毛利率大幅下滑主要是国际运费大幅提升导致，自 22 年末运费下调后，公司 2023H1 外销毛利率恢复到 27.14%，创下新高。

图表24：大金重工内销外销毛利率及营收



资料来源：大金重工公告，华泰研究

图表25：2018 年至今 SCFI 运费变化情况



资料来源：Clarksons，华泰研究

欧洲塔桩市场新入者众，行业竞争或将加剧。目前欧洲最大单桩供应厂商为荷兰企业 Sif 及德国老牌钢结构企业 EEW，两者 21 年在欧洲海风市场份额超 70%。现阶段 Sif 产能 30 万吨，并计划于 2025 年 1 月将产能扩张至 50 万吨。根据 Sif 在 23 年 5 月举行的年度交流会，其 21/22 年出货量为 17.1/16.9 万吨，占欧美海风市场份额 34.3%/29.7%。根据 Sif 出货指引及市场规模预测，2021-2024 年 Sif 市场份额整体呈现下滑趋势，主要系新入者较多，尤其国产厂商大金重工以 36 万吨目标产能超越欧洲本土厂商规划，成为欧洲市场除 Sif 外最大产能厂商。据 Sif 统计，若现有企业扩产计划均顺利进行，远期欧洲市场竞争者总产能将达到 207 万吨，较 2022 年供给提升 150.1 万吨。

图表26：Sif 欧美市场份额测算

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Sif 供给：万吨	169	221	203	330	375	400	400
美国东岸+欧洲海风塔桩需求：万吨	569	869	939	1258	1471	1592	1656
Sif 市场份额：%	29.7%	25.4%	21.6%	26.2%	25.5%	25.1%	24.2%

资料来源：Sif 官网，华泰研究

图表27：欧洲市场海上风电厂商塔桩产能规划

资料来源：Sif 官网，华泰研究

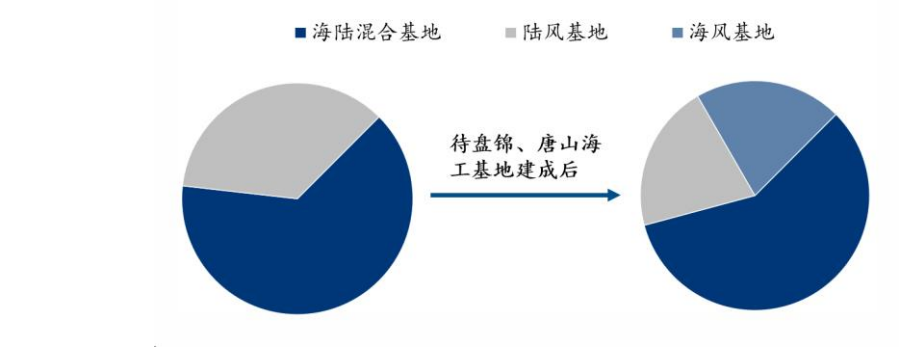
图表28：公司现有产能及规划统计

	产品类型	设计产能（万吨）
蓬莱	海塔 陆塔、单桩、过渡段、导管架、浮式基础	70
阳江	海塔 陆塔、导管架	20
阜新	陆塔	20
兴安盟	陆塔	10
张家口	陆塔	20
盘锦（在建）	海塔 陆塔、单桩、过渡段、导管架、浮式基础	50
唐山（在建）	海工装备	50

资料来源：公司官网，公司 23 年中报，公司官方公众号，华泰研究

公司海风产能占比较高，随新基地投产高增速海风业务占比有望进一步提升。结合公司披露的在建基地产能情况，公司目前纯陆风基地为阜新、兴安盟、张家口基地，蓬莱、阳江基地虽为海陆混合基地，但基地均为沿海基地，主要辐射海风市场。若公司现阶段在建盘锦、唐山海工基地落地后，公司海风产能占比有望进一步提升至超 70%水平。

图表29：公司海陆产能占比及规划情况



资料来源：公司官网，公司23年中报，公司官方公众号，华泰研究

公司在国内海风市场份额有望保持在20%以上。考虑到国内以及海外非中国地区/欧洲海上风电23-25年新增装机复合增速73%/27%，同时公司近百亿欧洲区域海风订单有望在24-25年陆续交付，我们预计公司23-25年有望实现出货62/85/110万吨。若结合现有产能结构假设23/25年公司海风产品出货占比50%/75%，对应约31.0/82.5万吨，以前文测算国内海风市场需求为基础，公司占国内海风市场份额分别为24%/22%。

自有码头吨位大，具备出海优势

#竞争优势1：码头资源趋于紧张，公司自有码头布局早、运载力强

海风区别于陆风竞争格局的主要在于码头资源部署。码头资源配备具备一定必要性：

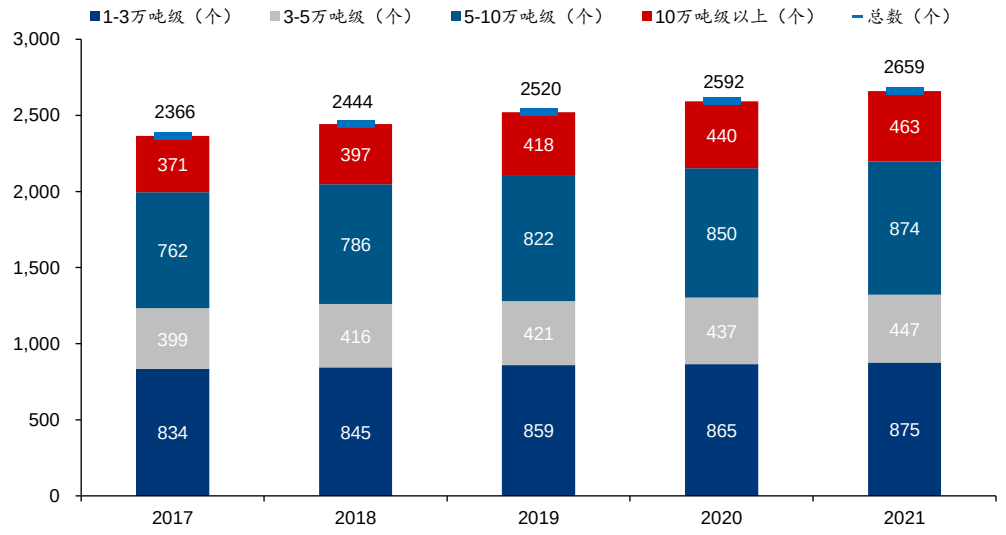
1）运输限制下，海风塔桩配套产能需靠近码头。陆风塔筒通过轴线车陆路运输，高架桥/收费站高度（5m）、重量（80t）等限制下，最大可运输的产品直径为4.8m。目前海风塔筒直径超5m，单桩直径超8m，无法通过陆路远距离运输。

2）自有码头交付更灵活。海上风电施工环境复杂，受天气影响较大，每年施工窗口期有限，且根据业主要求可能有临时调整，自有码头情况下企业可提前堆货且不产生搁置费用，提升交付灵活度。

3）配备码头越多，平均运输成本越低。以海力风电为例，其招股书披露21H1从如东-如东海域运输费用为14.95万元/台套，从通州-如东运输费用为42.17万元/台套，运输距离增加大幅提升运费费用，若企业配备码头越多，其平均运输距离将大幅缩减，对应运输费用更低。

码头属于稀缺资源，公司过往业绩和政府合作关系为拿码头关键因素。国内港口建设由政府统一规划，由于岸线资源有限，码头资源紧缺。一般来讲一个码头由一个或几个泊位组成，我国每年生产用万吨级泊位数增量极少，据华经产业研究院统计，生产用万吨级泊位数每年增长量一般为几十个，其中10万吨级以上每年增量在20个左右。由于码头建设周期长，因此企业能否持续稳定经营、带动当地产业发展较为关键，已上市且过往业绩好的企业申请时更有优势。同时，在当地政府背书良好且具备大规模产能投资的企业更容易拿到码头资源。

图表30：国内万吨级泊位增量资源少



资料来源：华经产业研究院，华泰研究

公司码头布局早且资源优质，运载能力强同时利于降费。早在 2009 年，公司就开始布局码头。随着公司提出“两海战略”，同年山东蓬莱基地破土动工。作为“两海战略”的实施主体，蓬莱基地于 2012 年投产，设计产能 70 万吨/年，对于出口和海上风电产品的厂内物流、装船发运，起重能力优势明显。基地出口产品到二十多个国家。蓬莱大金可卷制最大钢板厚度 130mm，生产最大直径 11.5 米，重量为 2500 吨单桩产品。蓬莱基地拥有得天独厚的区位和基础设施优势，以及高效的物流能力和发运能力，可以实现风电装备部件的直接装船集港发运。因此，可以大幅降低运输成本并提升效率。

自有蓬莱码头是公司拓展海外业务独特优势。其产品和运输优势使得其海外出口业务处于领先地位。2023 年 11 月，大金重工官网披露了关于英国 Moray West 海上风电场项目的公告。 11 月 22 日，公司出口的第六批次单桩产品从蓬莱大金港发船出港，至此 48 根超大型单桩已全部交付完毕，该项目单桩为目前全球已交付的最大规格单桩产品。其中单根最大直径 10 米，最大重量近 2000 吨、板厚 115 毫米，全部由大金蓬莱基地生产。目前，大金重工是国内首家实现将风电海工产品大批量出口到欧洲的企业，也是欧洲本土之外唯一一家能够满足欧洲标准的超大型单桩供应商。公司的经典工程还有 GRE 日本 Hirado 项目、英国 Dogger Bank B 塔筒项目、SGRE 阿根廷项目、SGRE 加拿大 Buffalo Plains 项目。

图表31：海风塔桩头部企业自有码头建设情况

公司	码头位置	类型	开始建设时间	建设完成时间	码头情况
大金重工	山东蓬莱	自有	2010 年	2014 年	有 10 万吨级对外开放专用泊位 2 个，3.5 万吨级对外开放风电专用凹槽泊位 1 个，已建成正在履行审批手续的靠泊等级 10 万吨级泊位两个
泰胜风能	江苏启东	自有	2015 年	2018 年	港口拥有优良岸线 760 米、1000 吨固定式全回转起重设备，220 米重力式码头
	江苏太仓	租用			
江苏长风	江苏南通	自有	2019 年	2022 年	已被天顺风能收购
	广东汕尾	自有	2019 年	2022 年	已被天顺风能收购
海力风电	江苏如东	自有	2017 年	2020 年	1 个 1 万吨级泊位
	江苏南通	自有	2021 年	2022 年	两个泊位，1 号泊位 10000 吨、2 号 20000 吨
	江苏启东	自有	2023 年	2025 年	已通过审批，在建

资料来源：各公司公告，南通市政府网站，盐城市政府网站，华泰研究

图表32：公司码头规划情况

资料来源：公司官网，华泰研究

#竞争优势 2：自有运输船队大幅提升交付实力

积极打造国际运输船队提升出海实力。为进一步发展国际业务，公司正在打造国际运输船队，满足超大型的国际化运输。目前，一期 2-4 条甲板驳船已经开始打造，有望在 2025 年交付 4 条船只。根据公司计划，大金重工未来将形成自有运输船队，由 10-20 条不同吨级超大型甲板运输系列船型组建。根据公司设计，船只拥有超强甲板载荷，并有超长超宽甲板大大单航次装载量，这两个特点都将帮助减少运输成本。同时，欧洲海风起量情况下，海工施工船队或面临紧缺情况，公司自供驳船极大节省业主协调船队时间，较同行具备交付优势。

#竞争优势 3：欧洲市场反倾销税率低于国内同行

深耕欧洲市场多年，现阶段具备反倾销税率优势。2021 年，为了保护本土企业，欧盟对国内企业所生产的钢制风电塔筒开始征收反倾销税，此次征税仅针对钢制风电塔筒，不包括海上风电基础结构，如单桩、导管架、浮式基础。其中单独列出了三家公司，税率从 7.2% 到 14.4%不等，其他企业一律征收 19.2%。大金重工被征收的反倾销税最低，为 7.2%，相比国内其他企业，公司继续开拓欧洲市场的成本较低，相比其他厂商更有优势。

图表33：欧盟对国内塔筒公司反倾销税率结果统计

欧盟反倾销税	税率
大金重工	7.2%
中船澄西船舶修造有限公司	7.5%
泰胜风能	11.2%
福建福船一帆新能源装备制造有限公司	11.2%
天顺风能	14.4%
天能重工	19.2%
海力风电	19.2%

资料来源：EUR-lex，华泰研究

公司现阶段订单中标体量领跑国内同行，海外份额有望不断提升。大金重工成立时间为国内上市塔桩公司中最早，产品覆盖全，同时海风产能规模大。结合各家毛利率、应收账款及合同负债看，公司整体应收账款风险较小，同时在手订单高，由于具备出海业务，毛利率也更高，综合竞争优势强。公司是除欧洲本土外唯一一家能够提供超大型单桩的供应商，作为全球风电装备制造产业第一梯队的企业，公司早在 2016-2018 年即通过 Vestas 及 GE 合格供方审核认证，2019 年起即在德国成立分公司，开启欧洲布局；并在 2020-2021 年通过全球最大风电能源开放商丹麦沃旭能源的供方审核认证。公司欧洲布局厚积薄发，在 2022-2023 年接连中标欧洲海上风电项目，规模达到近百亿人民币。根据公司 23 年 6 月在官方公众号披露口径，公司已有产能为 100 万吨，结合公司披露的在建基地情况，我们预计公司合计 240 万吨产能将在未来 2-3 年内逐步投放，其中蓬莱、盘锦及唐山三大海工基地均具备面向海外市场的运输能力，为公司海外份额提升奠定基础。

图表34：大金重工与国内主要塔桩上市公司对比

	大金重工	海力风电	天顺风能	泰胜风能	天能重工
成立时间	2000 年	2009 年	2005 年	2001 年	2006 年
海风产品	塔筒、管桩、导管架、**浮式基础**	塔筒、管桩、导管架	塔筒、管桩、导管架、升压站	塔筒、管桩、导管架、升压站	塔架
海风产能	已有约 90 万吨 在建约 100 万吨	-	已有约 150 万吨， 在建 30 万吨	已有 20 万吨， 在建约 30 万吨	已有约 48 万吨， 在建约 15 万吨
毛利率	23.84%	11.67%	21.70%	19.14%	22.80%
应收账款（亿元）	17.86	15.77	60.69	20.09	32.51
合同负债（亿元）	4.27	0.48	3.91	4.05	3.57

资料来源：各公司官网，Wind，华泰研究
注：毛利率、应收账款及合同负债均截至 23 年三季报披露数据

图表35：2022-2023 公司公告欧洲订单情况

公告项目	订单金额	公告时间
某欧洲能源开发企业签署海风单桩产能保留协议，供应欧洲北海项目，25 年开始交付	超 13 亿元	2023/12/20
某欧洲能源开发企业签署海风单桩基础供货合同，供应德国北海项目，24 年开始交付	约 48.48 亿元	2023/12/18
某欧洲能源开发企业签署海风项目供货合同（单桩产品）	1.96 亿欧元	2023/5/11
中标 GE 在英国 Dogger Bank B 海风塔筒项目	约 5.3 亿元	2022/11/17
中标法国开发商 NOY-Ile D'Yeu et Noirmoutier 单桩及西门子歌美飒 Moray West 海塔项目	约 8.6 亿元	2022/10/31

资料来源：公司公告，华泰研究

盈利预测与估值

盈利预测关键假设

金属制品：公司金属制品业务包含陆塔、海塔、导管架、单桩等多个风电装备。据公司官方公众号披露，截至 23 年 6 月公司具备 100 万吨产能，同时我们统计得公司已有+在建产能超过 200 万吨，产能充足。考虑到国内以及海外非中国地区/欧洲海上风电 23-25 年新增装机复合增速 73%/27%，同时公司近百亿欧洲区域海风订单有望在 24-25 年陆续交付，我们预计公司 23-25 年有望实现出货 62/85/110 万吨。从历史上看，公司产品售价主要受钢价及出货结构影响较大，21 年受钢价大幅上涨公司产品售价上涨至 8900 元/吨，22 年随钢价下跌及海风出货比例减少下跌至 8457 元/吨；毛利率则主要受产品结构及供需影响，抢装期间公司毛利率维持在 20%以上，22 年由于行业为装机小年毛利率下滑至 15%。23 年海风及出口产品占比较 22 年改善明显，毛利率有所改善；我们预计 24-25 年随出口及海风销售增加，产品均价及毛利率均有望小幅提升，我们预计 23-25 年该业务销售单价为 8250/8350/8400 元/吨，毛利率为 21.50%、22.50%、23.50%。

新能源发电：公司自 2020 年开始运营风电场项目，2021 年启动的风电场投资，到 22 年底就已经全部实现并网发电。公司持续参与风电场开发运营，累计实现并网装机总容量 300MW。2023H1 彰武西六家子，250MW 项目实现并网发电，实现发电业务营收 0.45 亿元。根据 23 年中报披露，公司规划 25 年内建成并网 200 万千瓦新能源项目，储备新能源开发资源 500 万千瓦。公司风电场业务仍处于发展初期，有望稳步成长为公司第二盈利增长点。若按公司规划 25 年内并网 200 万千瓦新能源项目，则 23-25 年每年对应新增约 600MW+项目，对应 24/25 年并网量增速约为 100%/50%，由于新能源项目已基本退补，假设电价每年保持较为稳定水平，则对应收入增速约为 100%/50%，预计 23-25 年有望实现营收 0.9、1.80、2.70 亿元，对应毛利率假设为风力发电行业平均水平 65%。

其他业务：公司除风电装备制造及新能源发电外，还经营国际航运船队、风电产业园投资运营等业务。目前公司一期 2~4 条甲板驳船已开始打造，公司预计 2025 年有望交付 4 条运输船只，未来将形成 10~20 条不同吨级超大型甲板运输系列船型组建的自有运输船队。23 年起由于新能源发电业务单独列项，23H1 其他业务收入同比下滑 53%；24-25 年我们预计其他业务有望跟随风电行业增速实现稳步发展，保守预计业务增速维持在 20%，毛利率由于剔除发电业务有所下滑，保守预计维持在 50%。

费用率：公司 23 年大力开拓国际市场业务与海外本土团队，销售、管理费用有所提升；随 24-25 年收入高速增长各项费用率有所摊薄。我们预计 2023-2025 销售费用率为 1.30%/1.15%/1.10%；管理费用率为 3.00%/2.85%/2.80%；研发费用率分别为 4.20%/4.15%/4.10%。

图表36：2020A-2025E 公司分项业务收入、毛利率及费用率

（百万元）	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入	3325.42	4431.98	5106.11	5261.85	7345.72	9591.86
YOY（%）	97.1%	33.3%	15.2%	3.0%	39.6%	30.6%
金属制品						
金属制品业务收入	3287.07	4358.13	4992.42	5115.00	7097.50	9240.00
YOY（%）	97.42%	32.58%	14.55%	2.46%	38.76%	30.19%
毛利率（%）	25.15%	22.32%	15.11%	21.50%	22.50%	23.50%
新能源发电						
新能源发电业务收入				90.00	180.00	270.00
YOY（%）					100.00%	50.00%
毛利率（%）				65.00%	65.00%	65.00%
其他业务						
其他业务收入	38.35	73.85	113.69	56.85	68.22	81.86
YOY（%）	71.59%	92.58%	53.95%	-50.00%	20.00%	20.00%
毛利率（%）	51.21%	64.00%	87.64%	50.00%	50.00%	50.00%
销售费用率	0.91%	0.62%	0.79%	1.30%	1.15%	1.10%
管理费用率	1.92%	2.33%	2.33%	3.00%	2.85%	2.80%
研发费用率	4.00%	4.14%	4.22%	4.20%	4.15%	4.10%

资料来源：Wind，华泰研究预测

综合来看，我们预计 2023-2025 年公司分别实现归母净利润 6.00/9.91/13.91 亿元，对应 EPS 为 0.94/1.55/2.18 元。我们选取国内同为塔桩行业的上市企业海力风电/泰胜风能/天顺风能为可比公司，其 2024 年 Wind 一致预期平均 PE 为 12.2 倍。考虑到公司为国内塔桩企业龙头，且目前在手海外订单量远超行业平均水平，我们给予公司 24 年 17 倍 PE，目标价 26.35 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表37：可比公司估值水平对比表（以 2024 年 3 月 14 日收盘价计）

					EPS（元）				PE（倍）			
代码	证券简称	收盘价(元)	P/B	EV/EBITDA	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
301155 CH	海力风电	56.27	2.2	41.6	0.94	1.36	4.03	6.27	59.65	41.46	13.95	8.98
300129 CH	泰胜风能	8.58	1.9	19.1	0.29	0.45	0.69	0.94	29.18	19.00	12.44	9.17
002531 CH	天顺风能	10.84	2.2	21.1	0.35	0.73	1.07	1.36	31.01	14.78	10.16	7.95
	平均值	25.23	2.1	27.2	0.53	0.85	1.93	2.86	39.95	25.08	12.18	8.70
002487 CH	大金重工	24.15	2.2	22.9	0.80	0.94	1.55	2.18	34.20	25.65	15.54	11.07

注：可比公司盈利预测均采用 Wind 一致预期，P/B 及 EV/EBITDA 均依据公司 2023 年三季度末披露数据为准

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

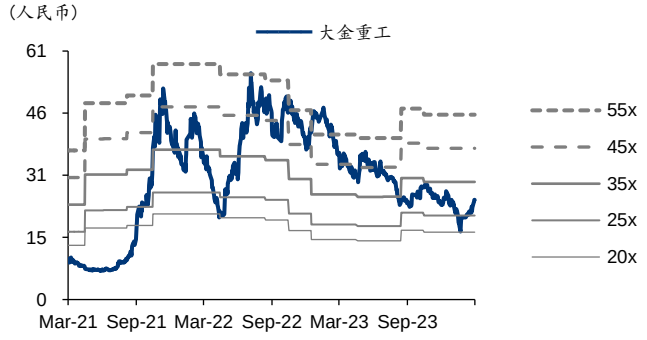
风电新增装机增速低于预期：风电项目的推进受较多外部因素影响，存在不确定性，如果未来风电装机量不及预期，将会直接影响塔筒和桩基的需求，对公司的业绩产生不利影响；

塔筒价格竞争激烈：各塔筒厂商的产品价格存在竞争超出正常预期的风险，可能对公司的盈利能力造成不利影响；

毛利率下降风险：大宗原材料成本对塔筒厂商的毛利率影响权重较大，若原材料价格出现不利波动，将对公司的毛利率产生不利影响。

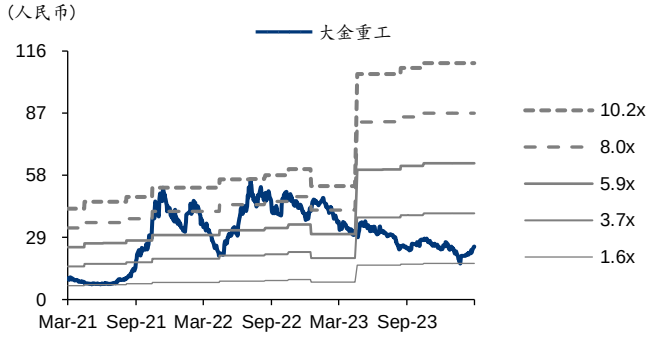
海外业务利润不及预期：公司大力开展海外业务，收入及利润有受国际汇率、运费及反倾销税率等因素影响出现不及预期波动的风险。

图表38：大金重工 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表39：大金重工 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,292	8,990	7,323	8,092	9,543
现金	1,311	4,052	2,324	2,258	2,834
应收账款	1,117	1,770	1,798	2,068	2,393
其他应收账款	82.68	355.28	145.85	221.44	326.67
预付账款	203.25	408.57	468.40	580.99	697.93
存货	2,046	1,737	1,889	2,110	2,393
其他流动资产	531.74	667.39	699.03	853.95	898.72
非流动资产	1,358	2,269	3,047	3,652	4,406
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	984.26	1,041	1,171	1,585	2,132
无形资产	187.08	225.04	295.14	344.06	390.69
其他非流动资产	186.76	1,003	1,580	1,723	1,883
资产总计	6,650	11,259	10,370	11,744	13,948
流动负债	3,036	3,544	2,969	3,383	4,218
短期借款	222.25	426.08	40.00	40.00	40.00
应付账款	378.86	422.11	548.18	668.71	772.10
其他流动负债	2,435	2,695	2,381	2,674	3,406
非流动负债	614.77	1,209	311.23	297.07	291.49
长期借款	0.00	394.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	614.77	814.55	311.23	297.07	291.49
负债合计	3,651	4,752	3,280	3,680	4,510
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	555.66	637.75	637.75	637.75	637.75
资本公积	821.17	3,807	3,807	3,807	3,807
留存公积	1,690	2,064	2,641	3,592	4,928
归属母公司股东权益	2,999	6,507	7,090	8,065	9,439
负债和股东权益	6,650	11,259	10,370	11,744	13,948

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	21.22	112.20	64.64	1,009	1,404
净利润	577.40	450.28	600.48	990.94	1,391
折旧摊销	57.96	81.45	77.18	92.26	119.09
财务费用	15.66	9.91	36.77	(28.14)	(47.12)
投资损失	(0.52)	(63.10)	(9.00)	(13.00)	(15.00)
营运资金变动	(637.57)	(407.17)	(625.74)	(23.84)	(29.01)
其他经营现金	8.29	40.84	(15.04)	(9.45)	(15.26)
投资活动现金	(218.91)	(690.87)	(821.33)	(678.72)	(852.42)
资本支出	(219.80)	(686.00)	(756.06)	(690.30)	(859.75)
长期投资	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.90	(4.88)	(65.26)	11.58	7.33
筹资活动现金	387.46	3,498	(971.97)	(395.97)	24.64
短期借款	222.25	203.83	(386.08)	0.00	0.00
长期借款	0.00	394.00	(394.00)	0.00	0.00
普通股增加	(0.05)	82.09	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	4.96	2,985	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	160.29	(167.63)	(191.89)	(395.97)	24.64
现金净增加额	187.28	2,921	(1,729)	(65.92)	575.73

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,432	5,106	5,262	7,346	9,592
营业成本	3,412	4,252	4,075	5,598	7,204
营业税金及附加	25.90	18.42	24.20	33.06	47.96
营业费用	27.49	40.20	68.40	84.48	105.51
管理费用	103.45	119.00	157.86	209.35	268.57
财务费用	15.66	9.91	36.77	(28.14)	(47.12)
资产减值损失	23.42	(0.34)	(10.00)	(3.67)	(4.80)
公允价值变动收益	0.04	0.00	8.50	8.60	8.90
投资净收益	0.52	63.10	9.00	13.00	15.00
营业利润	673.27	523.01	701.55	1,164	1,634
营业外收入	5.06	5.83	5.00	5.00	5.00
营业外支出	3.97	4.98	0.10	3.00	3.00
利润总额	674.36	523.86	706.45	1,166	1,636
所得税	96.96	73.59	105.97	174.87	245.44
净利润	577.40	450.28	600.48	990.94	1,391
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	577.40	450.28	600.48	990.94	1,391
EBITDA	737.79	617.40	778.30	1,230	1,708
EPS (人民币，基本)	1.04	0.80	0.94	1.55	2.18

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	33.28	15.21	3.05	39.60	30.58
营业利润	22.38	(22.32)	34.14	65.89	40.42
归属母公司净利润	24.17	(22.02)	33.36	65.02	40.35
获利能力 (%)					
毛利率	23.01	16.72	22.55	23.80	24.89
净利率	13.03	8.82	11.41	13.49	14.50
ROE	19.25	6.92	8.47	12.29	14.74
ROIC	24.95	11.54	11.02	15.99	19.76
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.90	42.21	31.63	31.33	32.33
净负债比率 (%)	(21.97)	(38.05)	(23.40)	(24.75)	(27.28)
流动比率	1.74	2.54	2.47	2.39	2.26
速动比率	0.96	1.90	1.63	1.56	1.50
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.57	0.49	0.66	0.75
应收账款周转率	4.59	3.54	2.95	3.80	4.30
应付账款周转率	10.73	10.62	8.40	9.20	10.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	0.71	0.94	1.55	2.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.18	0.10	1.58	2.20
每股净资产(最新摊薄)	4.70	10.20	11.12	12.65	14.80
估值比率					
PE (倍)	26.67	34.20	25.65	15.54	11.07
PB (倍)	5.14	2.37	2.17	1.91	1.63
EV EBITDA (倍)	19.98	20.94	17.66	10.90	7.51

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，申建国、边文姣、周敦伟，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 天顺风能（002531 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师申建国、边文姣、周敦伟本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 天顺风能（002531 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司