安信证券 ESSENCE SECURITIES

2022 年 09 月 08 日

行业专题报告

证券研究报告

风电

基本面筑底，关注后续陆海风装机放量接力

——风电行业 2022 中报总结

投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票		目标价	评级
300850	新强联		买入-A
605305	中际联合		买入-A
300443	金雷股份		买入-A
603218	日月股份		买入-A
002531	天顺风能		买入-A
688349	三一重能		买入-A

行业表现

资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.71	16.52	18.91
绝对收益	-2.95	12.61	0.46

郭倩倩 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

高杨洋 报告联系人

gaoyy3@essence.com.cn

相关报告

大型化降本良性循环，海风成长无惧“产值通缩” ——风电大型化专题报告 2022-06-11

机遇与挑战并存，关注盈利改善和海风放量的环节——风电行业 2021 及 2022Q1 财报总结 2022-05-22

产值通缩背景下，全产业链降本赛跑孕育结构性投资机会 2022-04-21

驭风系列报告之一：“大”风起兮——简析大型化降本之路 2021-10-10

风起破竹势，扶摇九万里 2021-09-22

■风电行业，我们共选取 27 家代表性公司作为分析样本。其中，风电整机厂共 5 家，包括金风科技、明阳智能、运达股份、电气风电、三一重能；零部件企业共 23 家，按零部件大类划分包含叶片、齿轮箱、塔筒塔架、铸锻件、轴承、海缆、配套设施环节。

■受制于淡季、疫情、降价等多因素，业绩表现整体承压，短期盈利修复的可持续性仍有待验证：从样本表观数据看，2022 年上半年，整机制造、零部件板块收入分别为 469.38、617.13 亿元，同比-7.31%、-10.71%，下滑表现趋同，主要系①上半年行业传统淡季叠加疫情导致供应链、下游开工受阻；②风机大型化趋势提速、整机厂价格竞争激烈导致风机价格同比下滑。整机制造、零部件板块利润表现分化，分别实现归母净利润 56.02、62.34 亿元，同比+23.75%、-9.36%，整机厂中明阳、运达盈利改善明显，对板块整体贡献较大，零部件板块塔筒、铸锻件受竞争格局、原材料成本等因素影响，盈利水平下滑幅度较大。从毛、净利率水平来看，2022 年上半年，整机制造板块毛利率 23.8%，同比+0.48pct，净利率 12.04%，同比+3.63pct；零部件板块毛利率 19.70%，同比-1.89pct，净利率 10.34%，同比+0.17pct，整体盈利水平均有所改善，主要系个别占比较大的公司、环节有所贡献，风电行业盈利水平仍普遍承压，后续盈利修复取决于原材料成本压力缓解在报表中的体现。

■后市展望：风电行业基本面筑底，后续关注下半年陆风交付高峰、2023 年海风装机放量带来的收入增长弹性。市场担忧下半年吊装规模不及预期的风险，一方面系疫情导致供应、开工的延后，另一方面系下半年工期紧张，且没有往年“抢装并网”压力，吊装节奏可能放缓。我们认为，水规院《中国可再生能源发展报告 2021》预计的 2022 年陆风 50GW 装机目标仍有望实现，地方政府、开发商、整机制造、上游供应链各环节依次有政治经济指标、省补/资源开发权牵引、市占率 KPI 等因素牵引，并网积极性仍在，进入陆风交付高峰后，风电板块业绩同比表现有望逐季度向好。展望 2023 年，建议关注以下催化：①伴随海风装机放量，产品布局完善的企业有望快速实现出货结构优化；②大宗原材料价格下降缓解成本压力，前期受影响较大的铸锻件环节有望释放利润弹性；③大型海风铸锻件可能存在供给瓶颈，具备产能、大部件精加工优势的铸锻件企业有望率先受益。

■投资建议：建议关注大型化趋势下供应链格局优化、海风装机放量受

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

益的标的：①三一重能：盈利能力强，海风整机新产品有望加速推出。**②新强联：**海风大 MW 偏变/主轴轴承研发持续推进，下游核心客户紧密绑定；**③中际联合：**已形成较完善的海风产品配套体系，配套价值量更高；**④日月股份、恒润股份、金雷股份：**大 MW 海风铸锻件格局相对优，公司供给能力强；**⑤天顺风能：**海工基地预计于 2022 年底实现投运，业绩增长弹性较大；**⑥大金重工：**海风桩基产能叠加码头优势，有望率先受益；**⑦海力风电：**专注于海风塔筒与桩基的供应商；

■**风险提示：**风电新增装机量不及预期；整机厂市场竞争加剧进一步挤压零部件盈利空间；零部件企业降本速度低于预期；样本统计数据与板块整体表现可能存在偏差

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 风电行业：机遇与挑战 4
1.1. 成长性：受制于淡季、疫情、降价等多因素，业绩表现整体承压 4
1.2. 盈利能力：风电整机、零部件板块毛利率仍普遍承压，净利率同比有所改善 5
1.3. 费用控制：风电板块整体内控相对稳定，费用率水平控制在合理区间 7
1.4. 经营质量：风电板块回款具有季节性，伴随下半年交付与吊装回款相对集中 8
2. 后市展望：关注下半年装机落地进度和 2023 年海风装机放量 8
3. 投资建议 9
4. 风险提示 10

图表目录

图 1：2020-2022M1-6 国内风电月度新增并网装机量 4
图 2：2021-2022M6 国内风电月度公开投标均价 4
图 3：2019-2022H1 整机制造板块经营性净现金流 8
图 4：2019-2022H1 零部件板块经营性净现金流 8
图 5：2021-2022 年分季度国内新增招标规模 9
图 6：2015-2022H1 国内陆风新增招标规模 9
图 7：2015-2022H1 国内海风新增招标规模 9

表 1：2022 年上半年风电整机厂板块整体体现出利润增速高于收入增速 4
表 2：2022 年上半年风电零部件板块之间盈利分化趋势扩大 5
表 3：2022 年上半年风电整机厂板块毛利率及净利率情况 6
表 4：2022 年上半年风机零部件板块毛利率及净利率情况 6
表 5：2022 年上半年风电整机制造板块期间费用率情况 7
表 6：2022 年上半年风电零部件板块期间费用率情况 7
表 7：风电板块重点公司盈利预测表 10

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 风电行业：机遇与挑战

风电行业，我们共选取 27 家代表性公司作为分析样本。其中，风电整机厂包含 5 家公司：分别为金风科技、明阳智能、运达股份、电气风电、三一重能，涵盖当前 A 股全部风电整机企业。零部件企业共 23 家，按照零部件大类划分分别为：叶片企业 2 家（中材科技、时代新材）；齿轮箱企业 1 家（杭齿前进）；塔筒塔架企业 5 家（大金重工、天顺风能、天能重工、泰胜风能、海力风电）；铸锻件企业 10 家（日月股份、金雷股份、通裕重工、吉鑫科技、恒润股份、振江股份、中环海陆、海锅股份、双一科技、宏德股份）；轴承企业 1 家（新强联）；海缆企业 2 家（东方电缆、中天科技）；配套设施 2 家（中际联合、容知日新）。

1.1. 成长性：受制于淡季、疫情、降价等多因素，业绩表现整体承压

分整机、零部件板块讨论，从样本公司财务数据来看，收入端表现趋同，利润端分化明显。

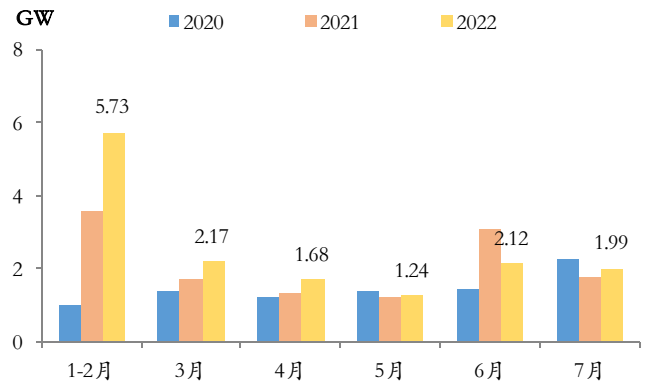
整机制造板块：2022 年上半年，从样本表观数据看，风机整机制造板块收入 469.38 亿元，同比-7.31%，归母净利润 56.02 亿元，同比+23.75%。**板块收入端增速同比下滑，**主要系：①上半年属于风机行业传统交付、吊装淡季，叠加 3-5 月疫情导致供应链、下游开工受阻，压制整机厂收入端弹性。从上半年装机表现来看，根据国家能源局数据，1-6 月份累计并网 12.94GW，同比+19%，Q1\Q2 并网装机同比增速分别为 50.2%/-9.7%，并网装机反映风机交付、吊装有一定延后性，Q1 并网的高增长反映了 2021 年末的吊装高峰，Q2 并网同比下滑则一定程度上收到疫情的影响。②平价时代电站运营方降本诉求提升、风机大型化趋势提速、整机厂价格竞争激烈，使得风机投标价格缩水明显。根据金风科技数据，风机月度公开投标均价 2022 年 6 月份 1939 元/KW，同比降幅 25%，较 2021 年 12 月均价降幅 14%，从二季度表现来看，均价企稳，维持在 1900 元/KW 左右。**板块利润端实现同比正增长，**主要系明阳智能、运达股份两家公司贡献较大，前者前期海风订单陆续确认收入，产品结构改善明显，毛、净利率双升，后者费用控制优化，提升盈利能力。

表 1：2022 年上半年风电整机厂板块整体体现出利润增速高于收入增速

证券代码	证券简称	子板块	总市值（亿元）	2021H1 收入（亿元）	2022H1 收入（亿元）	yoy	2021H1 利润（亿元）	2022H1 利润（亿元）	yoy
002202.SZ	金风科技	整机厂	537.85	181.31	166.63	-8.10%	20.41	19.20	-5.93%
601615.SH	明阳智能	整机厂	607.10	111.95	142.38	27.18%	10.90	24.48	124.59%
300772.SZ	运达股份	整机厂	121.09	50.99	67.76	32.89%	2.03	2.95	45.32%
688660.SH	电气风电	整机厂	100.93	122.53	51.78	-57.74%	3.51	1.41	-59.83%
688349.SH	三一重能	整机厂	460.71	39.63	40.83	3.03%	8.42	7.98	-5.23%
	合计		1827.68	506.41	469.38	-7.31%	45.27	56.02	23.75%

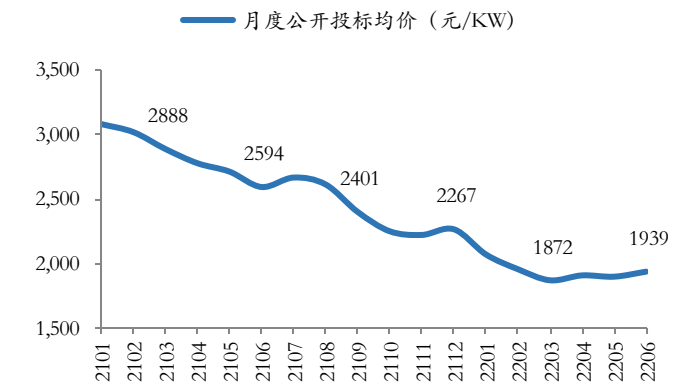
资料来源：wind，安信证券研究中心（市值数据截至 9 月 2 日）

图 1：2020-2022M1-6 国内风电月度新增并网装机量



资料来源：国家能源局，安信证券研究中心

图 2：2021-2022M6 国内风电月度公开投标均价



资料来源：金风科技业绩说明公告，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

零部件板块：2022 年上半年，从样本表观数据看，风机零部件环节收入 617.13 亿元，同比-10.71%，归母净利润 62.34 亿元，同比-9.36%，**收入、利润端增速表现趋同，成本端收到的原材料涨价以及整机厂降本压力仍在，但不同环节间盈利表现分化。**分环节来看，叶片、齿轮箱、轴承、配套设施等环节技术附加值较高，产业链议价能力较强，所以业绩表现韧性较强；塔筒环节定价相对独立，盈利能力下滑主要系竞争加剧导致；铸锻件环节受原材料钢材涨价影响最为显著，利润端仍然承压。需特别指出的是，中天科技利润同比大幅增长，对整体表现影响较大，一方面系去年同期计提大额坏账导致基数较低，另一方面，公司业务重心转向高端制造业，逐步剥离低毛利贸易业务。

表 2：2022 年上半年风电零部件板块之间盈利分化趋势扩大

证券代码	证券简称	子板块	市值（亿元）	2021H1 收入（亿元）	2022H1 收入（亿元）	yoy	2021H1 利润（亿元）	2022H1 利润（亿元）	yoy
002080.SZ	中材科技	叶片	385.30	93.59	99.20	5.99%	18.47	18.71	1.30%
600458.SH	时代新材	叶片	79.08	76.27	71.34	-6.46%	1.34	1.41	5.22%
合计—叶片			464.38	169.86	170.54	0.40%	19.81	20.12	1.56%
601177.SH	杭齿前进	齿轮箱	34.13	12.44	12.34	-0.80%	1.06	1.01	-4.72%
002487.SZ	大金重工	塔筒塔架	259.16	16.73	22.80	36.28%	2.06	1.76	-14.56%
002531.SZ	天顺风能	塔筒塔架	246.40	32.93	20.42	-37.99%	7.99	2.54	-68.21%
300569.SZ	天能重工	塔筒塔架	90.25	10.64	12.18	14.47%	2.18	1.18	-45.87%
300129.SZ	泰胜风能	塔筒塔架	74.04	13.94	12.78	-8.32%	1.79	1.00	-44.13%
301155.SZ	海力风电	塔筒塔架	204.24	28.35	6.50	-77.07%	5.83	1.90	-67.41%
合计—塔筒塔架			874.09	102.59	74.68	-27.21%	19.85	8.38	-57.78%
603218.SH	日月股份	铸锻件	231.93	24.88	20.40	-18.01%	4.69	1.02	-78.25%
300443.SZ	金雷股份	铸锻件	106.90	8.00	6.41	-19.88%	2.68	1.18	-55.97%
300185.SZ	通裕重工	铸锻件	103.65	28.73	28.77	0.14%	2.02	1.11	-45.05%
601218.SH	吉鑫科技	铸锻件	47.99	7.98	7.32	-8.27%	0.82	0.69	-16.15%
603985.SH	恒润股份	铸锻件	112.86	11.92	8.11	-31.96%	2.43	0.43	-82.50%
603507.SH	振江股份	铸锻件	41.04	12.52	12.86	2.72%	0.88	0.40	-55.06%
301040.SZ	中环海陆	铸锻件	23.75	5.56	4.85	-12.77%	0.58	0.08	-86.72%
301063.SZ	海锅股份	铸锻件	22.64	5.21	5.90	13.24%	0.53	0.35	-32.87%
300690.SZ	双一科技	铸锻件	32.83	5.62	3.98	-29.18%	1.06	0.21	-79.94%
301163.SZ	宏德股份	铸锻件	28.80	3.58	3.64	1.68%	0.34	0.28	-16.61%
合计—铸锻件			752.39	114.00	102.24	-10.32%	16.03	5.75	-64.13%
300850.SZ	新强联	轴承	236.73	12.61	12.62	0.08%	1.75	2.42	38.29%
603606.SH	东方电缆	海缆	509.46	33.87	38.59	13.94%	6.37	5.22	-18.05%
600522.SH	中天科技	海缆	784.98	240.53	200.42	-16.68%	2.50	18.24	629.60%
合计—海缆			1294.44	274.40	239.01	-12.90%	8.87	23.46	164.49%
605305.SH	中际联合	配套环节	62.40	3.86	3.61	-6.48%	1.23	0.87	-29.26%
688768.SH	容知日新	配套环节	54.49	1.43	2.09	46.15%	0.18	0.33	84.33%
合计—配套环节			116.89	5.29	5.70	7.75%	1.41	1.20	-14.77%
合计			3773.05	691.19	617.13	-10.71%	68.78	62.34	-9.36%

资料来源：wind，安信证券研究中心（市值数据截至 9 月 2 日）

1.2. 盈利能力：风电整机、零部件板块毛利率仍普遍承压，净利率同比有所改善

2022 年上半年，受制于降价、成本压力，风电整机制造、零部件板块毛利率普遍承压，净利率同比均有所改善，但盈利修复的可持续性仍有待验证。

（1）整机制造板块：从样本表观数据看，2022 年上半年，整体毛利率 23.8%，同比+0.48pct，但 5 家样本公司中仅明阳智能、电气风电 2 家同比提升，一方面 2022 年上半年整机销售结构有较大变化，大 MW 机型出货占比普遍提升；另一方面，行业竞争背景下，风机均价下降幅

度相对大。整机厂积极降本应对：①加强核心零部件如叶片、电机的自研，以及与核心零部件企业协同开发；②新产品设计、新兴技术路线促进性能提升及技术降本，未来进入大 MW、海风等新机型放量阶段，成本下降区间有望和价格降幅保持一致。整机制造板块净利率有所提升，2022 年上半年整体净利率 12.04%，同比+3.63pct，得益于风电场出售规模增加提升投资收益。

（2）零部件板块：从样本表观数据看，2022 年上半年，整体毛利率 19.70%，同比-1.89pct，23 家样本公司中仅新强联、中天科技实现同比提升，前者系高毛利主轴承放量优化业务结构，后者则是剥离了低毛利商贸业务。毛利率下滑相对明显的主要集中在铸锻件、塔筒塔架环节，主要受制于大宗商品价格上涨、竞争格局恶化。净利率方面，2022 年上半年，零部件板块整体净利率 10.34%，同比+0.17pct，虽然整体基本持平，但 23 家样本公司中仅 4 家实现同比提升，主要系叶片、海缆利润规模在零部件板块中占比较高，其盈利水平下滑幅度较小，对整体贡献较大。海力风电盈利能力提升主要系政府补助叠加投资收益提升。

表 3：2022 年上半年风电整机厂板块毛利率及净利率情况

证券代码	证券简称	子版块	2021H1 毛利率	2022H1 毛利率	同比	2021H1 净利率	2022H1 净利率	同比
002202.SZ	金风科技	整机厂	27.98%	25.14%	-2.84pct	10.61%	11.83%	**1.22pct**
601615.SH	明阳智能	整机厂	21.16%	25.65%	**4.49pct**	9.10%	17.16%	**8.06pct**
300772.SZ	运达股份	整机厂	20.31%	19.01%	-1.30pct	2.55%	4.34%	**1.79pct**
688660.SH	电气风电	整机厂	16.43%	18.13%	**1.70pct**	2.87%	2.72%	-0.15pct
688349.SH	三一重能	整机厂	33.51%	27.03%	-6.48pct	21.11%	19.67%	-1.44pct
整机厂板块整体			23.32%	23.80%	0.48pct	8.41%	12.04%	3.63pct

资料来源：wind，安信证券研究中心

表 4：2022 年上半年风机零部件板块毛利率及净利率情况

证券代码	证券简称	子版块	2021H1 毛利率	2022H1 毛利率	同比	2021H1 净利率	2022H1 净利率	同比
002080.SZ	中材科技	叶片	33.24%	28.50%	-4.74pct	20.39%	19.88%	-0.51pct
600458.SH	时代新材	叶片	15.04%	11.13%	-3.91pct	2.01%	1.81%	-0.20pct
601177.SH	杭齿前进	齿轮箱	22.83%	20.97%	-1.86pct	9.53%	8.83%	-0.70pct
002487.SZ	大金重工	塔筒塔架	22.33%	12.64%	-9.69pct	12.30%	7.71%	-4.59pct
002531.SZ	天顺风能	塔筒塔架	27.38%	23.88%	-3.50pct	24.35%	12.32%	-12.03pct
300569.SZ	天能重工	塔筒塔架	36.08%	26.85%	-9.23pct	15.50%	9.96%	-5.54pct
300129.SZ	泰胜风能	塔筒塔架	18.63%	16.21%	-2.42pct	12.73%	7.73%	-5.00pct
301155.SZ	海力风电	塔筒塔架	29.22%	11.86%	-17.36pct	21.66%	29.63%	**7.97pct**
603218.SH	日月股份	铸锻件	26.76%	9.47%	-17.29pct	18.83%	5.01%	-13.82pct
300443.SZ	金雷股份	铸锻件	44.38%	27.21%	-17.17pct	33.48%	18.40%	-15.08pct
300185.SZ	通裕重工	铸锻件	19.42%	13.99%	-5.43pct	7.51%	3.92%	-3.59pct
601218.SH	吉鑫科技	铸锻件	26.07%	21.03%	-5.04pct	10.29%	9.38%	-0.91pct
603985.SH	恒润股份	铸锻件	33.65%	11.66%	-21.99pct	20.46%	5.24%	-15.22pct
603507.SH	振江股份	铸锻件	24.58%	13.79%	-10.79pct	7.17%	3.50%	-3.67pct
301040.SZ	中环海陆	铸锻件	17.85%	8.68%	-9.17pct	10.36%	1.58%	-8.78pct
301063.SZ	海锅股份	铸锻件	17.02%	12.83%	-4.19pct	10.12%	6.00%	-4.12pct
300690.SZ	双一科技	铸锻件	31.22%	19.82%	-11.40pct	18.71%	5.10%	-13.61pct
301163.SZ	宏德股份	铸锻件	19.71%	18.67%	-1.04pct	8.79%	7.85%	-0.94pct
300850.SZ	新强联	轴承	28.49%	31.31%	**2.82pct**	13.90%	19.78%	**5.88pct**
603606.SH	东方电缆	海缆	29.77%	23.66%	-6.11pct	18.81%	13.53%	-5.28pct
600522.SH	中天科技	海缆	12.58%	19.13%	**6.55pct**	1.30%	9.26%	**7.96pct**
605305.SH	中际联合	配套环节	58.17%	43.98%	-14.19pct	31.91%	24.09%	-7.82pct
688768.SH	容知日新	配套环节	62.76%	61.42%	-1.34pct	12.56%	15.83%	**3.27pct**
零部件板块整体			21.59%	19.70%	-1.89pct	10.17%	10.34%	0.17pct

资料来源：wind，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1.3. 费用控制：风电板块整体内控相对稳定，费用率水平控制在合理区间

2022 年上半年，从样本表观数据看，整机制造板块整体期间费用率 15.82%，同比+0.48pct。零部件板块整体期间费用率 8.90%，同比+0.41pct。整体来看，四项费用变化幅度均不大，整机制造、零部件环节研发费用率均有所提升，分别+0.67pct、+0.46pct，我们认为，主要系产业链积极应对风机大型化、智能化、数字化趋势而加大研发投入。

表 5：2022 年上半年风电整机制造板块期间费用率情况

证券简称	销售费用率		管理费用率		研发费用率		财务费用率		期间费用率		同比变化(pct)
	2021H1	2022H1	2021H1	2022H1	2021H1	2022H1	2021H1	2022H1	2021H1	2022H1	
金风科技	8.44%	8.71%	4.79%	5.21%	2.83%	3.01%	3.13%	2.69%	19.19%	19.62%	0.43
明阳智能	4.16%	4.11%	2.67%	2.44%	2.79%	3.80%	0.77%	0.65%	10.39%	11.01%	0.62
运达股份	13.65%	10.27%	0.55%	0.86%	3.28%	3.03%	-0.13%	-0.41%	17.34%	13.74%	-3.60
电气风电	7.07%	7.28%	2.37%	4.27%	2.73%	5.35%	0.07%	0.16%	12.24%	17.06%	4.82
三一重能	7.37%	7.42%	4.44%	4.58%	6.21%	7.15%	0.70%	-0.17%	18.72%	18.98%	0.26
行业平均	7.60%	7.27%	3.28%	3.58%	3.10%	3.87%	1.35%	1.10%	15.34%	15.82%	0.48

资料来源：wind，安信证券研究中心

表 6：2022 年上半年风电零部件板块期间费用率情况

子版块	证券简称	销售费用率		管理费用率		研发费用率		财务费用率		期间费用率		同比变化(pct)
		2021H1	2022H1	2021H1	2022H1	2021H1	2022H1	2021H1	2022H1	2021H1	2022H1	
叶片	中材科技	1.25%	1.17%	3.90%	4.25%	5.04%	4.47%	2.17%	1.67%	12.36%	11.56%	-0.80
叶片	时代新材	3.51%	2.00%	3.36%	3.01%	4.21%	4.04%	0.39%	-0.21%	11.47%	8.85%	-2.62
齿轮箱	杭齿前进	2.89%	3.27%	7.05%	6.54%	4.21%	4.98%	1.57%	1.31%	15.72%	16.11%	0.39
塔筒塔架	大金重工	0.65%	0.61%	2.86%	2.33%	2.70%	0.41%	0.42%	-0.48%	6.64%	2.87%	-3.77
塔筒塔架	天顺风能	0.23%	0.73%	4.28%	4.21%	0.44%	0.95%	3.74%	6.32%	8.69%	12.21%	3.52
塔筒塔架	天能重工	0.61%	0.40%	5.16%	5.67%	3.25%	2.20%	7.77%	7.18%	16.79%	15.44%	-1.35
塔筒塔架	泰胜风能	0.45%	0.63%	4.00%	3.93%	3.21%	4.83%	0.33%	-1.86%	7.99%	7.54%	-0.45
塔筒塔架	海力风电	0.12%	0.59%	1.08%	3.94%	0.32%	1.15%	0.38%	-2.57%	1.90%	3.10%	1.20
铸锻件	日月股份	0.62%	0.83%	2.33%	2.94%	4.34%	5.05%	-2.17%	-2.36%	5.12%	6.45%	1.33
铸锻件	金雷股份	0.36%	0.41%	2.59%	3.68%	3.73%	4.07%	0.31%	-1.21%	7.00%	6.95%	-0.05
铸锻件	通裕重工	0.66%	0.65%	3.48%	2.83%	2.37%	1.94%	3.40%	3.13%	9.92%	8.55%	-1.37
铸锻件	吉鑫科技	1.15%	0.71%	5.10%	3.66%	4.42%	3.37%	1.93%	1.40%	12.59%	9.14%	-3.45
铸锻件	恒润股份	0.63%	0.49%	2.85%	3.28%	3.72%	2.95%	1.30%	-0.21%	8.50%	6.50%	-2.00
铸锻件	振江股份	1.27%	0.91%	3.34%	2.56%	3.79%	1.97%	4.35%	4.36%	12.74%	9.79%	-2.95
铸锻件	中环海陆	0.47%	0.89%	2.16%	2.95%	3.31%	3.09%	0.20%	-1.09%	6.13%	5.84%	-0.29
铸锻件	海锅股份	0.34%	0.33%	2.38%	2.40%	3.13%	3.24%	1.13%	-1.51%	6.97%	4.46%	-2.51
铸锻件	双一科技	1.86%	1.69%	5.08%	6.24%	2.30%	5.35%	0.08%	-2.47%	9.32%	10.81%	1.49
铸锻件	宏德股份	0.68%	1.01%	3.77%	3.52%	5.65%	5.74%	0.85%	0.41%	10.95%	10.69%	-0.26
轴承	新强联	0.37%	2.40%	1.36%	2.08%	4.09%	4.24%	2.52%	3.91%	8.34%	12.63%	4.29
海缆	东方电缆	1.70%	2.06%	2.33%	1.19%	3.42%	3.27%	0.09%	0.13%	7.55%	6.65%	-0.89
海缆	中天科技	1.37%	1.91%	1.23%	1.65%	2.59%	3.91%	0.58%	0.01%	5.77%	7.48%	1.70
配套环节	中际联合	8.87%	10.91%	5.40%	6.84%	6.29%	7.08%	-0.62%	-5.48%	19.94%	19.34%	-0.60
配套环节	容知日新	27.19%	25.61%	9.82%	8.42%	17.93%	17.91%	-0.37%	-1.37%	54.58%	50.57%	-4.01
行业平均		1.46%	1.63%	2.64%	2.86%	3.23%	3.69%	1.15%	0.72%	8.48%	8.90%	0.41

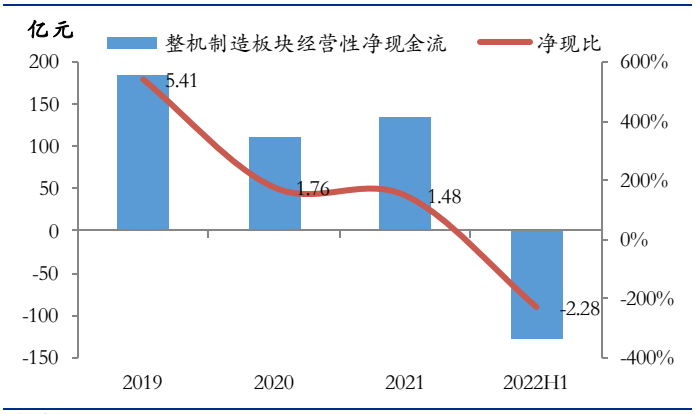
资料来源：wind，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1.4. 经营质量：风电板块回款具有季节性，伴随下半年交付与吊装回款相对集中

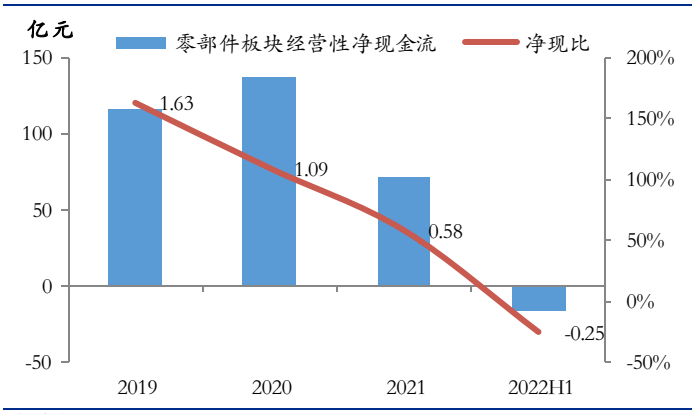
从样本表观数据看，2022 年上半年，风电整机厂与零部件板块经营性净现金流分别为-127.9、-15.6 亿元，净现比分别为-2.28、-0.25，风电板块上半年多为全年生产备货，现金流流出较多，回款伴随交付、吊装高峰而逐步增加，因此多集中于下半年。分环节来看，风电整机短期资金占用相对更大，一方面下游项目建设周期长，另一方面为上游供应链付款，而零部件环节交付周期更短，短期资金压力相对小。从全年维度来看，整机制造环节净现比通常更高，主要系风力发电业务能够提供相对更稳定的现金流。

图 3：2019-2022H1 整机制造板块经营性净现金流



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：2019-2022H1 零部件板块经营性净现金流



资料来源：wind，安信证券研究中心

2. 后市展望：关注下半年装机落地进度和 2023 年海风装机放量

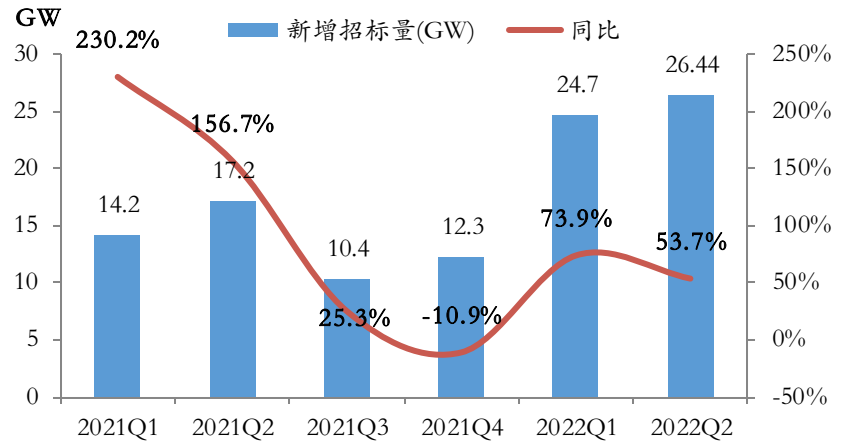
2022 年上半年，风电新增招标市场的高景气是板块的核心催化剂。根据金风科技业绩说明公告，2022 年 1-6 月，国内市场新增风机设备招标 51.1GW，同比+62.3%，Q1\Q2 分别新增 24.7、26.4GW，连续创历史单季度招标新高，陆/海风分别为 42.0、9.14GW；根据风电之音统计，7、8 月份分别新增招标 7.2、8.1GW，其中海风分别为 1.7、1.9GW，保持高速增长的趋势，且 8 月份前，招标公告要求交货/并网的风电项目时间多集中于 2022 年底前。考虑建设、吊装周期，2022 年下半年陆风逐步进入交付高峰阶段，海风有望于 2023 年进入交付、吊装放量期。

（1）短期来看：2022 年下半年零部件、整机板块逐步进入交付高峰，业绩同比表现有望逐季度向好，当前阶段属于风电板块业绩底部。市场担忧下半年吊装规模不及预期的风险，一方面系疫情导致供应、开工的延后，另一方面系下半年工期紧张，且没有往年“抢装并网”压力，吊装节奏可能放缓。我们认为，水规院《中国可再生能源发展报告 2021》预计的 2022 年陆风 50GW 装机目标仍有望实现，地方政府、开发商、整机制造、上游供应链各环节依次有政治经济指标、省补/资源开发权牵引、市占率 KPI 等因素牵引，并网积极性仍在。

（2）展望 2023 年，建议关注以下催化：①伴随海风装机放量，产品布局完善的企业有望快速实现出货结构优化；②大宗原材料价格下降缓解成本压力，前期受影响较大的铸锻件环节有望释放利润弹性；③大型海风铸锻件可能存在供给瓶颈，具备产能、大部件精加工优势的铸锻件企业有望率先受益。

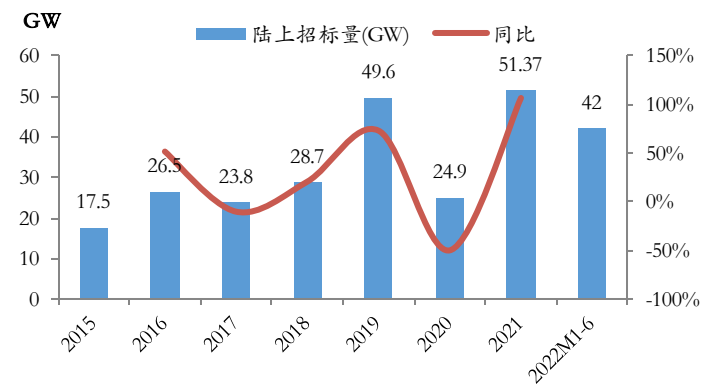
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 5：2021-2022 年分季度国内新增招标规模



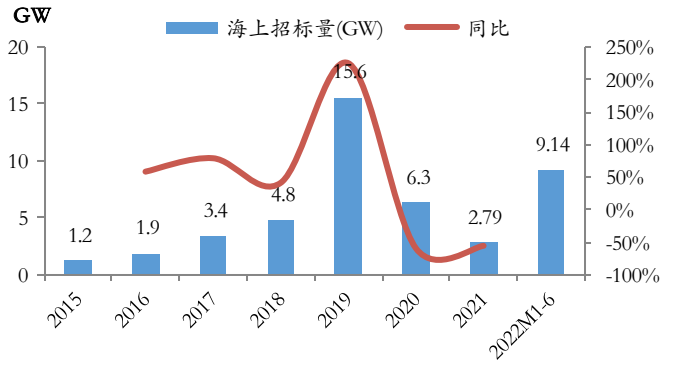
资料来源：金风科技业绩说明公告，安信证券研究中心

图 6：2015-2022H1 国内陆风新增招标规模



资料来源：金风科技业绩说明公告，安信证券研究中心

图 7：2015-2022H1 国内海风新增招标规模



资料来源：金风科技业绩说明公告，安信证券研究中心

3. 投资建议

建议关注大型化趋势下供应链格局优化、海风装机放量受益的标的：①三一重能：盈利能力强，海风整机新产品有望加速推出；**②新强联：**海风大 MW 偏变/主轴轴承研发持续推进，下游核心客户紧密绑定；**③中际联合：**已形成较完善的海风产品配套体系，配套价值量更高；**④日月股份、恒润股份、金雷股份：**大 MW 海风铸锻件格局相对优，公司供给能力强；**⑤天顺风能：**海工基地预计于 2022 年底实现投运，业绩增长弹性较大；**⑥大金重工：**海风桩基产能叠加码头优势，有望率先受益；**⑦海力风电：**专注于海风塔筒与桩基的供应商。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 7：风电板块重点公司盈利预测表

公司名称	最新收盘价	营收（亿元）				净利润（亿元）				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
中际联合	42.35	8.83	11.35	14.44	17.96	2.32	2.94	3.79	4.81	27.71	21.87	16.96	13.37
容知日新	98.41	3.97	5.89	8.52	12.12	0.81	1.18	1.71	2.45	66.66	45.70	31.52	22.04
天顺风能	14.10	81.72	104.25	145.59	181.32	13.10	13.37	19.61	24.34	19.40	19.00	12.96	10.44
大金重工	47.67	44.32	69.01	101.26	133.94	5.77	7.77	12.78	17.45	45.91	34.09	20.73	15.18
海力风电	96.67	54.58	26.58	54.05	76.15	11.13	4.26	8.85	12.57	18.88	49.29	23.74	16.73
中材科技	23.19	202.95	231.32	264.90	303.89	33.73	37.77	42.55	49.59	11.54	10.30	9.15	7.85
时代新材	9.88	140.51	148.47	169.27	185.94	1.81	3.41	5.66	7.37	43.82	23.29	14.03	10.76
新强联	73.32	24.77	33.13	43.36	57.14	5.14	7.04	9.66	13.24	47.03	34.34	25.03	18.26
金雷股份	41.52	16.51	19.10	25.50	34.83	4.96	3.94	5.50	7.74	21.91	27.58	19.76	14.04
恒润股份	26.36	22.93	29.22	42.90	55.75	4.42	4.23	6.75	9.10	26.29	27.44	17.21	12.78
日月股份	24.50	47.12	53.32	70.72	83.85	6.67	5.03	9.88	12.45	35.54	47.18	23.99	19.03
零部件环节平均	——	58.93	66.51	85.50	103.90	8.17	8.27	11.52	14.65	22.48	22.21	15.94	12.54
金风科技	12.85	505.71	504.17	545.36	607.25	34.6	38.76	45.51	54.31	15.71	14.01	11.93	10.00
明阳智能	26.94	271.58	301.65	360.66	419.63	31.0	39.30	45.59	53.24	19.74	15.58	13.43	11.50
运达股份	22.83	160.41	187.05	214.25	249.01	4.9	6.49	7.89	10.05	25.27	19.07	15.69	12.31
电气风电	7.67	239.72	192.61	286.38	411.32	5.1	4.13	7.25	9.67	20.17	24.75	14.11	10.58
三一重能	39.86	101.75	117.10	144.00	190.50	15.9	16.40	20.70	29.90	29.48	28.60	22.66	15.69
整机环节平均	——	255.83	260.52	310.13	375.54	18.29	21.02	25.39	31.43	20.23	17.61	14.58	11.77

资料来源：wind，安信证券研究中心（新强联、中际联合、金雷股份、三一重能使用安信证券研究中心盈利预测，其他公司使用 wind 一致预期，最新日期 2022 年 9 月 5 日）

4. 风险提示

风电新增装机量不及预期；整机厂市场竞争加剧进一步挤压零部件盈利空间；零部件企业降本速度低于预期；样本统计数据与板块整体表现可能存在偏差。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 行业评级体系

收益评级：

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地　址：　深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮　编：　518026

上海市

地　址：　上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编：　200080

北京市

地　址：　北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编：　100034