

2022年11月09日

风电

业绩底部基本确认，短期扰动因素不改长期成长逻辑——风电行业 2022 三季度报总结

■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。

■整机&零部件进入三季度交付旺季，价格是压制收入&利润增长的主要因素，毛利率仍然承压：从样本表观数据看，整机板块：2022 年单 Q3 收入 245.6 亿元，同比-31.2%，环比+4.8%；归母净利润 18.42 亿元，同比-35.6%，环比-15.1%；毛利率 18.82%，同比-1.82pct。整机交付环比提升符合行业趋势，但从业绩环比表现略有承压，主要系招标价格快速下降阶段的订单已进入交付期，风机出货均价下降压制了收入、利润规模增长。零部件板块：2022 年单 Q3 收入 329.24 亿元，同比-12.37%，环比-0.98%；归母净利润 24.88 亿元，同比-22.86%，环比-27.66%；毛利率 18.04%，同比-1.62pct。收入端来看，铸锻件、塔筒环节进入交付旺季，收入环比提升，叶片、海缆环节收入环比下滑拖累整体表现。利润端来看，成本受大宗原材料价格上涨导致毛利率承压最为显著的环节是铸锻件，其他环节毛利率承压多考虑价格端因素。我们预计，四季度整机、零部件交付规模环比仍有望进一步提升，大宗原材料价格下行释放成本压力，同样有望逐步反映到报表端，风电板块业绩底部基本于 Q2-Q3 确认。

■后市展望：核心催化剂海风新增招标规模有望持续提升，关注 2023 年海风装机放量注入业绩增长弹性。根据金风科技业绩说明公告，2022 年 1-9 月，海风新增招标 11.4GW。根据我们此前外发的风电深度专题报告《产值通缩背景下，全产业链降本赛跑孕育结构性投资机会》，统计到十四五沿海各省海风新增装机规划约 56-71GW，预计 2022-2025 年将新增 40GW 以上。我们认为，为了实现规划装机目标，且远期十五五期间海风装机成长空间更为可观，未来海风招标规模仍有望持续增长，作为前瞻性指标持续催化风电板块。展望 2023 年，建议关注以下机会：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；④关注大 MW 机型国产风电轴承批量化进展，加速国产替代节奏，出货规模有望超预期。

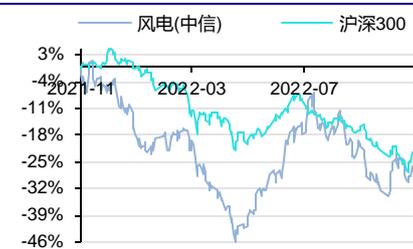
行业分析

证券研究报告

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
603985	恒润股份	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	6.97	-5.67	-5.83
绝对收益	6.19	-14.83	-27.94

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

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 2022-09-08

大型化降本良性循环，海风成长不惧“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

■**投资建议：**把握海风投资主线【轴承】【塔筒】【海缆】，继续看好大型化趋势下供应链格局优化、海风装机放量受益标的：①**恒润股份：**大 MW 海风法兰供给领先，轴承放量顺利，有望实现业绩/估值双提升；②**新强联：**轴承环节抗通缩逻辑不改，新产品切换待产能释放，出货预期乐观；③**中际联合：**海外、海风多元化布局，海风配套产品价值量高；④**金雷股份：**主轴格局相对优，铸造产能落地公司供给能力强；⑤**三一重能：**陆风市占率稳步提升，且有望实现海风从 0 到 1 的突破。

建议关注：塔筒环节（天顺风能、大金重工、海力风电）、海缆环节（东方电缆、中天科技）、铸件龙头（日月股份）、风电产业高相关性（国缆检测）。

■**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；疫情反复影响风场吊装进度；样本统计数据与板块整体表现可能存在偏差。

内容目录

1. 风电行业：业绩底部基本确认，短期因素不改长期成长逻辑.....	4
1.1. 成长性：整机&零部件进入交付旺季，价格是压制收入&利润增长的主要因素.....	4
1.2. 盈利能力：单 Q3，风电行业毛利率整体表现承压，净利率表现分化.....	9
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.....	11
1.4. 经营质量：风电板块回款具有季节性，下半年经营性净现金流流出略有改善.....	12
2. 后市展望：把握海风投资主线，招标高景气有望持续.....	12
3. 投资建议.....	13
4. 风险提示.....	14

图表目录

图 1：2020-2022M9 国内风电月度新增并网装机量.....	4
图 2：2021-2022M9 国内风电月度公开招标均价.....	4
图 3：2019-2022Q3 整机制造板块经营性净现金流.....	12
图 4：2019-2022Q3 零部件板块经营性净现金流.....	12
图 5：2015-2022M9 国内陆风新增招标规模.....	13
图 6：2015-2022M9 国内海风新增招标规模.....	13
表 1：2022 年前三季度风电整机厂板块利润增速高于收入增速.....	4
表 2：2022 年单 Q3 风电整机厂板块收入环比提升.....	5
表 3：2022 年单季度风电整机厂板块利润端整体情况.....	5
表 4：2022 年前三季度风电零部件板块之间盈利表现分化.....	6
表 5：2022 年单 Q3 风电零部件板块收入环比基本持平.....	7
表 6：2022 年单 Q3 风电零部件板块利润同比正增长.....	8
表 7：2022 年前三季度风电整机厂板块毛利率及净利率情况.....	9
表 8：2022 年单季度风电整机厂板块毛利率及净利率情况.....	9
表 9：2022 年前三季度风机零部件板块毛利率及净利率情况.....	10
表 10：2022 年单季度风机零部件板块毛利率及净利率情况.....	10
表 11：2022 年前三季度风电整机制造板块期间费用率情况.....	11
表 12：2022 年前三季度风电零部件板块期间费用率情况.....	11
表 13：风电板块重点公司盈利预测表.....	13

1. 风电行业：业绩底部基本确认，短期因素不改长期成长逻辑

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：整机&零部件进入交付旺季，价格是压制收入&利润增长的主要因素

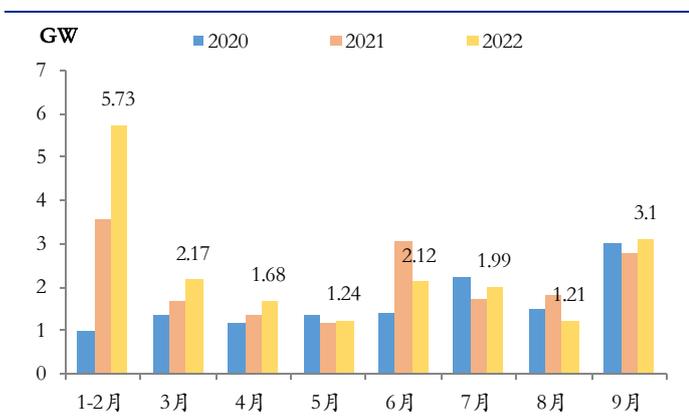
整机制造板块：从样本表观数据看，2022 年 1-9 月，风机整机制造板块收入 714.96 亿元，同比-17.19%，归母净利润 74.44 亿元，同比+0.76%。单 Q3，收入 245.6 亿元，同比-31.2%，环比+4.8%；归母净利润 18.42 亿元，同比-35.6%，环比-15.1%。从行业装机角度来看，根据国家能源局数据，2022 年 1-9 月，国内风电合计新增并网 19.24GW，同比增长 17.1%，单 Q3，新增并网 6.3GW，同比增长 12.7%，环比提升 25%。**整机交付环比提升符合行业吊装与并网趋势，但从业绩表现来看，单季度收入端环比小幅提升，利润端环比仍下滑，主要系平价机型出货均价下降。**根据金风科技官网业绩说明文件，风机月度公开投标均价在 2021 年 6 月至 2022 年 3 月处于快速下降期，由 2594 元/kW 降至 1872 元/kW，2022 年 3 月~9 月，招标均价基本稳定在 1800-1900 元/kW，相对平稳，从招标-交付周期来看，招标价格快速下降阶段的订单已进入交付期，压制了收入、利润规模增长。预计四季度是风机交付规模占比最大的阶段，整机厂业绩环比仍有望提升，Q2-Q3 阶段整机板块业绩底部基本确认。

表 1：2022 年前三季度风电整机厂板块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)	2021M1-9 收入 (亿元)	2022M1-9 收入 (亿元)	yoy	2021M1-9 利润 (亿元)	2022M1-9 利润 (亿元)	yoy
002202.SZ	金风科技	整机厂	423.87	338.23	261.63	-22.65%	32.42	23.65	-27.05%
601615.SH	明阳智能	整机厂	572.79	184.89	216.64	17.17%	22.19	35.65	60.66%
300772.SZ	运达股份	整机厂	100.21	88.96	106.22	19.40%	3.55	4.60	29.58%
688660.SH	电气风电	整机厂	88.93	195.02	67.02	-65.63%	4.83	0.11	-97.75%
688349.SH	三一重能	整机厂	380.63	56.28	63.45	12.74%	10.89	10.43	-4.22%
合计			1566.43	863.38	714.96	-17.19%	73.88	74.44	0.76%

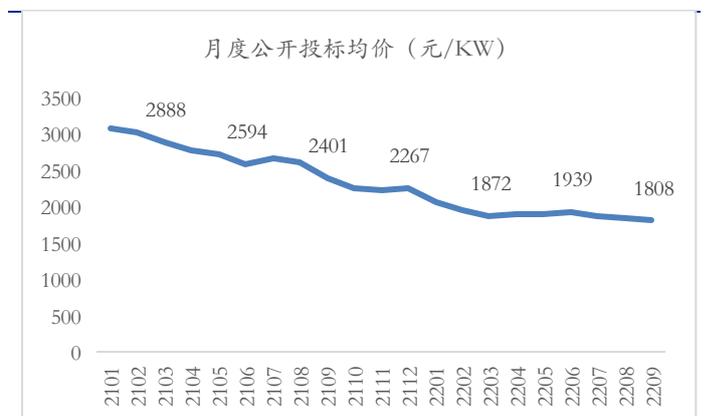
资料来源：wind，安信证券研究中心（市值数据截至 2022 年 11 月 4 日）

图 1：2020-2022M9 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 2：2021-2022M9 国内风电月度公开投标均价



资料来源：wind，安信证券研究中心

表 2：2022 年单 Q3 风电整机厂板块收入环比提升

证券代码	证券简称	2022Q1 收入 (亿元)	yoy	2022Q2 收入 (亿元)	yoy	2022Q3 收入 (亿元)	yoy	环比增速
002202.SZ	金风科技	63.83	-8.3%	102.8	-8.0%	95.00	-39.5%	-7.6%
601615.SH	明阳智能	71.26	63.4%	71.12	4.1%	74.26	1.8%	4.4%
300772.SZ	运达股份	34.13	65.3%	33.62	10.8%	38.46	1.3%	14.4%
688660.SH	电气风电	45.38	2.4%	6.39	-91.8%	15.25	-79.0%	138.7%
688349.SH	三一重能	20.48	-3.0%	20.34	9.8%	22.63	36.0%	11.3%
合计		235.08	18.0%	234.27	-23.7%	245.60	-31.2%	4.8%

资料来源：wind，安信证券研究中心

表 3：2022 年单季度风电整机厂板块利润端整体情况

证券代码	证券简称	2022Q1 利润 (亿元)	yoy	2022Q2 利润 (亿元)	yoy	2022Q3 利润 (亿元)	yoy	环比增速
002202.SZ	金风科技	12.65	15.2%	6.55	-30.5%	4.45	-63.0%	-32.1%
601615.SH	明阳智能	14.08	399.3%	10.39	28.6%	11.17	-1.1%	7.5%
300772.SZ	运达股份	1.12	30.4%	1.83	56.4%	1.65	8.6%	-9.8%
688660.SH	电气风电	1.32	-1.5%	0.92	-57.6%	-1.30	-198.5%	-241.4%
688349.SH	三一重能	5.97	24.1%	2.01	-44.3%	2.45	-0.8%	21.9%
合计		35.14	68.9%	21.70	-11.3%	18.42	-35.6%	-15.1%

资料来源：wind，安信证券研究中心

零部件板块：从样本表观数据看，2022 年 1-9 月，风机零部件板块收入 946.37 亿元，同比-11.30%，归母净利润 87.22 亿元，同比-13.67%；单 Q3，收入 329.24 亿元，同比-12.37%，环比-0.98%，归母净利润 24.88 亿元，同比-22.86%，环比-27.66%。**分环节来看：**

①**塔筒、铸锻件环节收入端表现基本与行业装机节奏趋同**，下半年进入交付旺季，出货规模逐月提升，收入确认节奏正常，单 Q3 收入环比提升明显，二者增速分别为 27.3%、13.8%；从利润端来看，铸锻件环节同比增速降幅收窄，反映了原材料成本压力的逐步缓解，塔筒环节盈利主要受竞争格局影响，一单一议价和成本加成的综合商业模式下，塔筒盈利波动和原材料价格变化相关度不显著。

②**轴承环节表现异于行业趋势，主要系公司层面因素，轴承环节抗通缩与国产替代核心逻辑不变**。新强联单 Q3，收入 6.91 亿元，同比+8%；归母净利润 0.92 亿元，同比-59%，主要系产品切换影响短期出货，同时为切入新客户供应链进行降价。我们认为，目前风电轴承仍处于国产替代初期阶段，内资品牌竞争格局相对稳定，预计明年价格稳定，新强联新产品产能释放后，仍有望保证 2023 年出货增长弹性。恒润股份单 Q3，收入 5.46 亿元，同比+1.5%，归母 0.14 亿元，同比-85.0%，主要系一次性计提了轴承项目前期研发导致的材料成本和人工费用，公司法兰产品出货符合行业趋势，伴随大 MW 海风产品价格回暖，法兰业务盈利能力有望修复。

表 4：2022 年前三季度风电零部件板块之间盈利表现分化

证券代码	证券简称	子板块	市值(亿元)	2021M1-9 收入(亿元)	2022M1-9 收入(亿元)	YOY	2021M1-9 利润(亿元)	2022M1-9 利润(亿元)	YOY
002080.SZ	中材科技	叶片	307.94	146.42	147.01	0.40%	26.47	24.18	-8.65%
600458.SH	时代新材	叶片	72.65	107.58	105.50	-1.93%	1.51	2.08	37.75%
合计—叶片			380.59	254.00	252.51	-0.59%	27.98	26.26	-6.15%
601177.SH	杭齿前进	齿轮箱	33.85	16.60	17.18	3.49%	1.38	1.45	5.07%
002487.SZ	大金重工	塔筒塔架	259.66	31.80	37.07	16.57%	4.33	3.28	-24.25%
002531.SZ	天顺风能	塔筒塔架	224.59	52.20	37.91	-27.38%	10.31	3.84	-62.75%
300569.SZ	天能重工	塔筒塔架	75.12	22.55	26.10	15.74%	3.43	1.59	-53.64%
300129.SZ	泰胜风能	塔筒塔架	74.98	23.44	21.23	-9.43%	2.05	1.66	-19.02%
301155.SZ	海力风电	塔筒塔架	223.87	43.73	11.70	-73.24%	9.17	2.41	-73.72%
合计—塔筒塔架			858.22	173.72	134.01	-22.86%	29.29	12.78	-56.37%
603218.SH	日月股份	铸锻件	217.90	34.87	33.26	-4.62%	5.71	1.70	-70.23%
300443.SZ	金雷股份	铸锻件	121.53	12.62	12.12	-3.96%	4.08	2.35	-42.40%
300185.SZ	通裕重工	铸锻件	101.71	42.86	43.61	1.75%	2.62	1.72	-34.35%
601218.SH	吉鑫科技	铸锻件	42.22	13.40	12.53	-6.49%	1.32	0.96	-27.31%
603985.SH	恒润股份	铸锻件	117.89	17.30	13.57	-21.56%	3.37	0.57	-83.19%
603507.SH	振江股份	铸锻件	48.78	18.54	20.01	7.93%	1.31	0.60	-54.19%
301040.SZ	中环海陆	铸锻件	22.58	7.78	7.82	0.51%	0.87	0.20	-77.01%
301063.SZ	海锅股份	铸锻件	30.42	7.52	9.76	29.79%	0.66	0.68	3.86%
300690.SZ	双一科技	铸锻件	30.52	7.51	7.10	-5.46%	1.26	0.42	-67.04%
301163.SZ	宏德股份	铸锻件	25.72	5.62	5.91	5.16%	0.52	0.37	-29.08%
合计—铸锻件			759.27	168.02	165.69	-1.39%	21.72	9.56	-55.97%
300850.SZ	新强联	轴承	239.76	19.00	19.53	2.79%	4.00	3.34	-16.50%
603606.SH	东方电缆	海缆	520.60	57.73	56.65	-90.27%	9.61	7.36	-23.41%
600522.SH	中天科技	海缆	681.22	369.25	291.95	-20.93%	4.94	24.70	400.00%
合计—海缆			1201.82	426.98	348.60	-18.36%	14.55	32.06	120.34%
605305.SH	中际联合	配套环节	58.66	6.24	5.62	-9.94%	1.80	1.32	-26.67%
688768.SH	容知日新	配套环节	1.80	2.36	3.23	36.86%	0.31	0.45	43.94%
合计—配套环节			60.46	8.60	8.85	2.91%	2.11	1.77	-16.28%
合计			3533.97	1066.92	946.37	-11.30%	101.03	87.22	-13.67%

资料来源：wind，安信证券研究中心（市值数据截至 2022 年 11 月 4 日）

表 5：2022 年单 Q3 风电零部件板块收入环比基本持平

证券代码	证券简称	子板块	2022Q1 收入 (亿元)	yoy	2022Q2 收入 (亿元)	yoy	2022Q3 收入 (亿元)	yoy	环比增速
002080.SZ	中材科技	叶片	46.62	15.88%	52.58	-1.48%	47.81	-9.50%	-9.08%
600458.SH	时代新材	叶片	38.01	0.38%	33.33	-13.21%	34.16	9.10%	2.48%
合计—叶片			84.62	8.36%	85.92	-6.38%	81.97	-2.58%	-4.59%
601177.SH	杭齿前进	齿轮箱	5.75	5.23%	6.59	-5.53%	4.84	16.35%	-26.54%
002487.SZ	大金重工	塔筒塔架	9.34	55.03%	13.46	25.74%	14.27	-5.31%	5.99%
002531.SZ	天顺风能	塔筒塔架	7.28	-47.76%	13.14	-30.82%	17.49	-9.24%	33.11%
300569.SZ	天能重工	塔筒塔架	4.35	35.92%	7.83	5.24%	13.92	16.88%	77.83%
300129.SZ	泰胜风能	塔筒塔架	5.57	58.03%	7.21	-30.79%	8.45	-11.05%	17.26%
301155.SZ	海力风电	塔筒塔架	1.53	-86.03%	4.97	-71.41%	5.20	-66.19%	4.68%
合计—塔筒塔架			28.07	-25.46%	46.61	-28.22%	59.33	-16.59%	27.30%
603218.SH	日月股份	铸锻件	9.81	-21.83%	10.59	-14.11%	12.86	28.73%	21.45%
300443.SZ	金雷股份	铸锻件	2.90	-24.66%	3.51	-15.44%	5.71	23.59%	62.65%
300185.SZ	通裕重工	铸锻件	13.47	-8.38%	15.30	9.06%	14.84	5.02%	-3.03%
601218.SH	吉鑫科技	铸锻件	3.35	-2.97%	3.97	-12.32%	5.21	-3.87%	31.39%
603985.SH	恒润股份	铸锻件	3.72	-40.37%	4.39	-22.74%	5.46	1.49%	24.36%
603507.SH	振江股份	铸锻件	4.49	-18.33%	8.37	19.19%	7.15	18.77%	-14.58%
301040.SZ	中环海陆	铸锻件	2.68	-12.73%	2.17	-12.82%	2.97	33.78%	37.04%
301063.SZ	海锅股份	铸锻件	2.62	3.44%	3.28	22.49%	3.86	67.10%	17.52%
300690.SZ	双一科技	铸锻件	1.63	-35.25%	2.35	-24.27%	3.12	65.08%	32.67%
301163.SZ	宏德股份	铸锻件	1.83	14.04%	1.81	-8.41%	2.27	11.27%	25.70%
合计—铸锻件			46.50	-16.99%	55.74	-3.87%	63.45	17.46%	13.83%
300850.SZ	新强联	轴承	6.44	14.66%	6.18	-11.63%	6.91	8.14%	11.79%
603606.SH	东方电缆	海缆	18.16	25.60%	20.43	5.25%	18.06	-24.31%	-11.60%
600522.SH	中天科技	海缆	92.90	-13.10%	107.52	-19.53%	91.53	-28.89%	-14.88%
合计—海缆			111.06	-8.49%	127.95	-16.39%	109.59	-28.18%	-14.35%
605305.SH	中际联合	配套环节	1.79	15.48%	1.82	-21.17%	2.01	-15.55%	10.27%
688768.SH	容知日新	配套环节	0.40	50.24%	1.69	45.23%	1.14	22.58%	-32.69%
合计—配套环节			2.18	20.55%	3.52	1.09%	3.15	-4.83%	-10.42%
合计			284.63	-6.99%	332.50	-13.67%	329.24	-12.37%	-0.98%

资料来源：wind，安信证券研究中心

表 6：2022 年单 Q3 风电零部件板块利润同比正增长

证券代码	证券简称	子板块	2022Q1 利润 (亿元)	yoy	2022Q2 利润 (亿元)	yoy	2022Q3 利润 (亿元)	yoy	环比增速
002080.SZ	中材科技	叶片	7.34	26.46%	11.37	-10.24%	5.47	-31.63%	-51.88%
600458.SH	时代新材	叶片	0.77	0.63%	0.64	11.37%	0.67	294.12%	4.91%
合计—叶片			8.11	23.45%	12.01	-9.30%	6.14	-24.85%	-48.85%
601177.SH	杭齿前进	齿轮箱	0.49	-3.93%	0.52	-5.46%	0.44	37.50%	-14.67%
002487.SZ	大金重工	塔筒塔架	0.62	-18.92%	1.14	-11.97%	1.52	-33.04%	33.69%
002531.SZ	天顺风能	塔筒塔架	0.33	-93.46%	2.21	-26.57%	1.30	-43.97%	-41.30%
300569.SZ	天能重工	塔筒塔架	0.26	-58.82%	0.92	-40.47%	0.41	-67.20%	-55.23%
300129.SZ	泰胜风能	塔筒塔架	0.62	-18.15%	0.38	-63.44%	0.66	153.85%	75.75%
301155.SZ	海力风电	塔筒塔架	0.62	-70.27%	1.28	-65.82%	0.51	-84.73%	-60.14%
合计—塔筒塔架			2.46	-73.39%	5.92	-44.21%	4.40	-53.39%	-25.71%
603218.SH	日月股份	铸锻件	0.60	-78.15%	0.42	-78.40%	0.68	-33.33%	60.14%
300443.SZ	金雷股份	铸锻件	0.46	-64.94%	0.72	-47.34%	1.17	-16.43%	62.64%
300185.SZ	通裕重工	铸锻件	0.52	-48.20%	0.59	-41.93%	0.61	1.67%	3.48%
601218.SH	吉鑫科技	铸锻件	0.25	-3.37%	0.44	-22.13%	0.27	-45.89%	-38.78%
603985.SH	恒润股份	铸锻件	0.13	-90.91%	0.30	-71.29%	0.14	-84.97%	-52.71%
603507.SH	振江股份	铸锻件	0.18	-31.11%	0.21	-65.51%	0.20	-52.42%	-2.96%
301040.SZ	中环海陆	铸锻件	0.17	-43.08%	-0.09	-134.03%	0.12	-58.27%	-232.33%
301063.SZ	海锅股份	铸锻件	0.09	-68.27%	0.27	3.93%	0.33	152.58%	22.41%
300690.SZ	双一科技	铸锻件	0.11	-79.85%	0.10	-80.04%	0.20	1.35%	96.69%
301163.SZ	宏德股份	铸锻件	0.16	-0.30%	0.13	-30.29%	0.08	-53.09%	-35.73%
合计—铸锻件			2.66	-67.66%	3.09	-60.40%	3.81	-33.00%	23.48%
300850.SZ	新强联	轴承	0.98	33.97%	1.44	41.37%	0.92	-59.11%	-36.24%
603606.SH	东方电缆	海缆	2.78	0.16%	2.44	-32.15%	2.14	-33.95%	-12.17%
600522.SH	中天科技	海缆	10.16	106.23%	8.08	-433.45%	6.46	164.75%	-20.09%
合计—海缆			12.94	67.97%	10.52	801.72%	8.60	51.41%	-18.26%
605305.SH	中际联合	配套环节	0.44	-13.02%	0.43	-40.64%	0.45	-21.06%	4.80%
688768.SH	容知日新	配套环节	-0.14	-4.41%	0.47	45.25%	0.12	-11.61%	-75.25%
合计—配套环节			0.31	-16.36%	0.90	-14.22%	0.57	-19.30%	-36.90%
合计			27.95	-16.19%	34.39	-2.93%	24.88	-22.86%	-27.66%

资料来源：wind，安信证券研究中心

1.2. 盈利能力：单 Q3，风电行业毛利率整体表现承压，净利率表现分化

(1) **整机制造板块**：从样本表观数据看，2022 年 1-9 月，整体毛利率 22.29%，同比-0.12pct，整体净利率 10.46%，同比+2.23pct，主要得益于风电场出售规模增加提升投资收益；单 Q3，毛利率 18.82%，同比-1.82pct，环比-5.35pct，净利率 7.43%，同比-0.32pct，环比-1.56pct，毛利率承压相对显著，5 家样本公司单 Q3 毛利率环比均下滑，一方面系前期风机招标价格的快速下滑反映到企业报表端；另一方面，侧面印证了单 Q3 整机销售结构的变化，例如平价大 MW 机型占比增加、高价海风订单确认收入减少。三一重能前三季度、单三季度毛利率同比均有下滑，符合公司出货结构变化和行业招标均价变化趋势，但其盈利水平仍旧显著高于行业平均。

表 7：2022 年前三季度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	2021M1-9 毛利率	2022M1-9 毛利率	同比	2021M1-9 净利率	2022M1-9 净利率	同比
002202.SZ	金风科技	整机厂	26.28%	22.68%	-3.60pct	9.12%	9.19%	0.07pct
601615.SH	明阳智能	整机厂	21.22%	23.21%	1.99pct	11.38%	16.41%	5.03pct
300772.SZ	运达股份	整机厂	14.52%	18.21%	3.69pct	2.93%	4.32%	1.39pct
688660.SH	电气风电	整机厂	16.49%	18.46%	1.97pct	2.48%	0.16%	-2.32pct
688349.SH	三一重能	整机厂	33.01%	26.14%	-6.87pct	19.34%	16.52%	-2.82pct
整机厂板块整体			22.21%	22.09%	-0.12pct	8.13%	10.46%	2.23pct

资料来源：wind，安信证券研究中心

表 8：2022 年单季度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	2022Q1 毛利率	2022Q2 毛利率	2022Q3 毛利率	环比	2022Q1 净利率	2022Q2 净利率	2022Q3 净利率	环比
002202.SZ	金风科技	整机厂	26.51%	24.29%	18.38%	-5.91pct	20.39%	6.52%	4.55%	-1.98pct
601615.SH	明阳智能	整机厂	26.49%	24.81%	18.54%	-6.27pct	19.67%	14.64%	14.98%	0.34pct
300772.SZ	运达股份	整机厂	18.37%	19.66%	16.81%	-2.85pct	3.26%	5.44%	4.28%	-1.16pct
688660.SH	电气风电	整机厂	16.95%	26.50%	19.59%	-6.91pct	2.90%	1.44%	-8.52%	-9.96pct
688349.SH	三一重能	整机厂	25.93%	28.13%	24.53%	-3.60pct	29.33%	9.95%	10.84%	0.89pct
整机厂板块整体			23.43%	24.17%	18.82%	-5.35pct	15.09%	8.99%	7.43%	-1.56pct

资料来源：wind，安信证券研究中心

(2) **零部件板块**：从样本表观数据看，2022 年 1-9 月，零部件板块毛利率 19.42%，同比-1.86pct，净利率 9.34%，同比-0.23pct；单 Q3，毛利率 18.04%，同比-1.62pct，环比-0.14pct，净利率 6.93%，同比-1.11pct，环比-3.52pct，毛利率同比下滑系原材料成本压力仍在，净利率同比表现趋同，但环比下滑较显著，反映了当期一定的费用压力。分环节来看，成本端受大宗原材料价格上涨导致毛利率承压最为显著的环节是铸锻件，其他环节毛利率承压多考虑价格端因素。1-9 月份，23 家样本公司中仅泰胜风能、中天科技实现毛利率同比提升，尤其中天科技盈利水平提升幅度较为显著，一方面由于其去年同期受坏账影响基数较小，另一方面系其逐步向高端制造业市场转型。海缆环节利润规模在零部件板块中占比较高，中天科技盈利水平上升幅度较大，提高了零部件板块整体平均水平。

表 9：2022 年前三季度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	2021M1-9 毛利率	2022M1-9 毛利率	同比	2021M1-9 净利率	2022M1-9 净利率	同比
002080.SZ	中材科技	叶片	31.96%	27.34%	-4.62pct	18.68%	17.40%	-1.28pct
600458.SH	时代新材	叶片	14.03%	11.52%	-2.51pct	1.72%	1.66%	-0.06pct
601177.SH	杭齿前进	齿轮箱	24.32%	21.29%	-3.03pct	9.46%	9.09%	-0.37pct
002487.SZ	大金重工	塔筒塔架	23.92%	16.69%	-7.23pct	13.60%	8.86%	-4.74pct
002531.SZ	天顺风能	塔筒塔架	23.80%	21.37%	-2.43pct	19.84%	10.01%	-9.83pct
300569.SZ	天能重工	塔筒塔架	28.21%	20.51%	-7.7pct	12.86%	6.27%	-6.59pct
300129.SZ	泰胜风能	塔筒塔架	16.76%	17.99%	1.23pct	8.69%	7.80%	-0.89pct
301155.SZ	海力风电	塔筒塔架	30.15%	14.12%	-16.03pct	22.22%	20.92%	-1.30pct
603218.SH	日月股份	铸锻件	23.27%	10.40%	-12.87pct	16.34%	5.12%	-11.22pct
300443.SZ	金雷股份	铸锻件	42.29%	28.46%	-13.83pct	32.33%	19.41%	-12.92pct
300185.SZ	通裕重工	铸锻件	18.35%	14.85%	-3.50pct	6.44%	4.00%	-2.44pct
601218.SH	吉鑫科技	铸锻件	22.44%	6.44%	-16.00pct	9.81%	7.61%	-2.20pct
603985.SH	恒润股份	铸锻件	29.04%	9.93%	-19.11pct	19.47%	4.18%	-15.29pct
603507.SH	振江股份	铸锻件	24.72%	14.65%	-10.07pct	7.30%	3.41%	-3.89pct
301040.SZ	中环海陆	铸锻件	16.88%	8.79%	-8.09pct	11.24%	2.57%	-8.67pct
301063.SZ	海锅股份	铸锻件	16.47%	14.18%	-2.29pct	8.74%	6.99%	-1.75pct
300690.SZ	双一科技	铸锻件	29.59%	19.14%	-10.45pct	16.59%	5.84%	-10.75pct
301163.SZ	宏德股份	铸锻件	18.32%	15.91%	-2.41pct	8.52%	6.23%	-2.29pct
300850.SZ	新强联	轴承	31.38%	29.09%	-2.29pct	21.05%	17.56%	-3.49pct
603606.SH	东方电缆	海缆	27.91%	23.61%	-4.30pct	16.65%	13.00%	-3.65pct
600522.SH	中天科技	海缆	13.75%	18.84%	5.09pct	1.43%	8.68%	7.25pct
605305.SH	中际联合	配套环节	56.28%	43.00%	-13.28pct	28.90%	23.49%	-5.41pct
688768.SH	容知日新	配套环节	63.97%	62.06%	-1.91pct	13.17%	13.86%	0.69pct
零部件板块整体			21.28%	19.42%	-1.86pct	9.66%	9.43%	-0.23pct

资料来源：wind，安信证券研究中心

表 10：2022 年单季度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	2022Q1 毛利率	2022Q2 毛利率	2022Q3 毛利率	环比	2022Q1 净利率	2022Q2 净利率	2022Q3 净利率	环比
002080.SZ	中材科技	叶片	29.81%	27.33%	24.94%	-2.39 pct	16.68%	22.72%	12.27%	-10.45 pct
600458.SH	时代新材	叶片	12.52%	9.55%	12.33%	2.78 pct	2.20%	1.36%	1.34%	-0.02 pct
601177.SH	杭齿前进	齿轮箱	22.40%	19.72%	22.12%	2.41 pct	10.05%	7.77%	9.75%	1.98 pct
002487.SZ	大金重工	塔筒塔架	13.49%	12.05%	23.15%	11.11 pct	6.67%	8.43%	10.69%	2.26 pct
002531.SZ	天顺风能	塔筒塔架	23.26%	24.23%	18.44%	-5.79 pct	4.33%	16.74%	7.32%	-9.42 pct
300569.SZ	天能重工	塔筒塔架	24.64%	28.09%	14.96%	-13.13pct	6.44%	11.92%	3.04%	-8.88 pct
300129.SZ	泰胜风能	塔筒塔架	15.03%	17.13%	20.67%	3.54 pct	10.90%	5.29%	7.91%	2.63 pct
301155.SZ	海力风电	塔筒塔架	6.67%	13.45%	16.94%	3.49 pct	41.52%	25.97%	10.02%	-15.95 pct
603218.SH	日月股份	铸锻件	8.73%	10.16%	11.87%	1.71 pct	6.05%	4.05%	5.30%	1.25 pct
300443.SZ	金雷股份	铸锻件	26.94%	27.44%	29.87%	2.43 pct	15.89%	20.47%	20.54%	0.08 pct
300185.SZ	通裕重工	铸锻件	14.05%	13.93%	16.52%	2.59 pct	3.96%	3.88%	4.16%	0.28 pct
601218.SH	吉鑫科技	铸锻件	18.42%	23.25%	12.40%	-10.85pct	7.51%	10.97%	5.12%	-5.85 pct
603985.SH	恒润股份	铸锻件	11.41%	11.87%	7.36%	-4.51 pct	3.40%	6.80%	2.59%	-4.21 pct
603507.SH	振江股份	铸锻件	18.05%	11.51%	16.18%	4.67 pct	4.75%	2.83%	3.24%	0.40 pct
301040.SZ	中环海陆	铸锻件	13.06%	3.25%	8.98%	5.73 pct	6.36%	-4.34%	4.19%	8.52 pct
301063.SZ	海锅股份	铸锻件	11.71%	13.72%	16.24%	2.51 pct	3.26%	8.19%	8.50%	0.31 pct
300690.SZ	双一科技	铸锻件	21.65%	18.55%	18.27%	-0.28 pct	6.42%	4.19%	6.77%	2.58 pct
301163.SZ	宏德股份	铸锻件	19.53%	17.80%	11.48%	-6.31 pct	8.24%	7.44%	3.64%	-3.80 pct
300850.SZ	新强联	轴承	34.42%	28.06%	25.03%	-3.03 pct	15.69%	24.03%	13.50%	-10.53 pct
603606.SH	东方电缆	海缆	27.14%	20.58%	23.50%	2.93 pct	15.33%	11.93%	11.86%	-0.07 pct
600522.SH	中天科技	海缆	22.91%	15.87%	18.19%	2.32 pct	11.41%	7.40%	7.40%	0.00 pct
605305.SH	中际联合	配套环节	45.89%	42.10%	41.25%	-0.86 pct	24.66%	23.53%	22.42%	-1.11 pct
688768.SH	容知日新	配套环节	60.74%	61.58%	63.25%	1.68 pct	-34.14%	27.50%	10.20%	-17.30 pct
零部件板块整体			21.48%	18.17%	18.03%	-0.14pct	10.20%	10.45%	6.93%	-3.52 pct

资料来源：wind，安信证券研究中心

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

从样本表观数据看，2022年1-9月，整机制造板块期间费用率15.33%，同比+0.92pct。零部件板块整体期间费用率9.09%，同比+0.68pct。整机制造管理、研发费用率分别同比+0.87、+0.80pct，零部件环节销售、管理、研发费用率均略有提升。风电板块积极应对风机大型化、智能化、数字化、海上风电趋势加大研发投入。

表 11：2022 年前三季度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)
	2021 M1-9	2022 M1-9	2021 M1-9	2022 M1-9							
金风科技	8.22%	7.35%	3.86%	5.46%	2.44%	2.70%	2.68%	2.70%	17.19%	18.21%	1.02
明阳智能	4.60%	4.45%	2.73%	2.58%	2.86%	3.91%	0.70%	-0.59%	10.89%	10.36%	-0.53
运达股份	7.17%	9.51%	0.56%	0.80%	3.48%	2.72%	-0.14%	-0.19%	11.08%	12.83%	1.75
电气风电	7.34%	7.67%	2.23%	5.55%	3.33%	6.55%	0.04%	0.31%	12.93%	20.08%	7.15
三一重能	7.48%	7.53%	4.46%	4.44%	7.05%	8.35%	0.58%	-0.78%	19.58%	19.55%	-0.02
行业平均	7.09%	6.84%	2.95%	3.82%	3.14%	3.93%	1.23%	0.74%	14.41%	15.33%	0.92

资料来源：wind，安信证券研究中心

表 12：2022 年前三季度风电零部件板块期间费用率情况

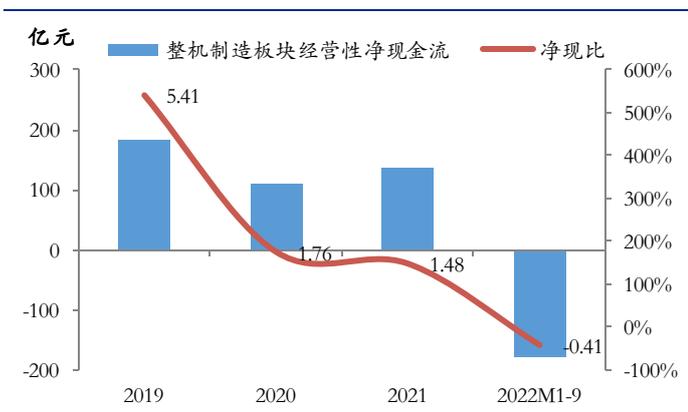
子版块	证券简称	销售费用率		管理费用率		研发费用率		财务费用率		期间费用率		同比变化 (pct)
		M1-9	M1-9	M1-9	M1-9	M1-9	M1-9	M1-9	M1-9	M1-9		
叶片	中材科技	1.24%	1.23%	4.04%	4.62%	4.75%	4.77%	2.15%	1.56%	12.18%	12.18%	-0.01
叶片	时代新材	2.93%	2.12%	3.42%	3.41%	4.28%	4.37%	0.52%	-0.35%	11.14%	9.56%	-1.59
齿轮箱	杭齿前进	3.32%	3.31%	7.59%	7.33%	4.52%	4.85%	1.75%	1.35%	17.18%	16.84%	-0.34
塔筒塔架	大金重工	0.62%	0.63%	2.32%	2.20%	3.68%	3.18%	0.32%	-0.02%	6.94%	6.00%	-0.94
塔筒塔架	天顺风能	0.33%	0.57%	3.51%	3.88%	0.41%	0.72%	3.51%	4.93%	7.76%	10.11%	2.35
塔筒塔架	天能重工	0.53%	0.39%	3.98%	4.06%	2.68%	2.95%	5.63%	5.17%	12.84%	12.58%	-0.26
塔筒塔架	泰胜风能	0.61%	0.51%	3.66%	3.68%	3.40%	4.80%	0.14%	-3.54%	7.81%	5.46%	-2.36
塔筒塔架	海力风电	0.15%	0.62%	1.07%	3.46%	0.31%	0.86%	0.38%	-1.87%	1.90%	3.07%	1.17
铸锻件	日月股份	0.63%	0.77%	2.50%	3.04%	4.16%	4.69%	-2.38%	-2.21%	4.91%	6.29%	1.38
铸锻件	金雷股份	0.34%	0.38%	2.65%	3.43%	3.41%	3.33%	0.10%	-1.03%	6.49%	6.11%	-0.38
铸锻件	通裕重工	0.65%	0.65%	3.38%	2.96%	2.59%	2.29%	3.34%	3.10%	9.96%	9.00%	-0.96
铸锻件	吉鑫科技	0.91%	0.71%	4.13%	3.16%	3.50%	3.25%	1.80%	1.38%	10.33%	8.49%	-1.84
铸锻件	恒润股份	0.67%	0.43%	3.11%	3.12%	3.65%	2.72%	1.31%	-0.45%	8.74%	5.81%	-2.93
铸锻件	振江股份	1.25%	0.93%	3.39%	2.72%	3.52%	2.68%	4.76%	4.28%	12.91%	10.61%	-2.30
铸锻件	中环海陆	0.53%	0.79%	2.28%	2.59%	3.23%	3.11%	0.05%	-1.32%	6.07%	5.16%	-0.91
铸锻件	海锅股份	0.38%	0.34%	2.71%	2.85%	3.16%	3.37%	1.05%	-1.05%	7.30%	5.50%	-1.80
铸锻件	双一科技	2.07%	1.30%	5.49%	5.22%	2.90%	4.34%	-0.01%	-2.84%	10.45%	8.03%	-2.42
铸锻件	宏德股份	0.54%	0.83%	3.21%	3.44%	5.33%	5.36%	0.68%	-0.27%	9.75%	9.35%	-0.40
轴承	新强联	0.30%	0.27%	1.35%	2.09%	4.11%	4.61%	2.90%	3.86%	8.67%	10.83%	2.16
海缆	东方电缆	1.67%	2.10%	1.97%	1.36%	3.31%	3.34%	0.14%	0.17%	7.09%	6.97%	-0.12
海缆	中天科技	1.40%	2.13%	1.22%	1.70%	2.78%	4.13%	0.73%	-0.26%	6.12%	7.71%	1.59
配套环节	中际联合	9.26%	12.25%	5.14%	7.53%	6.19%	7.89%	-0.79%	-6.37%	19.80%	21.31%	1.52
配套环节	容知日新	26.55%	26.96%	10.91%	8.81%	17.87%	19.92%	-0.57%	-1.20%	54.77%	54.49%	-0.28
行业平均		1.40%	1.64%	2.57%	2.98%	3.25%	3.93%	1.19%	0.54%	8.42%	9.09%	0.68
平均—叶片		1.96%	1.60%	3.78%	4.11%	4.55%	4.60%	1.46%	0.76%	11.74%	11.08%	-0.66
平均—塔筒塔架		0.40%	0.55%	2.76%	3.38%	1.68%	2.50%	1.96%	1.67%	6.80%	8.10%	1.30
平均—铸锻件		0.75%	0.70%	3.18%	3.10%	3.42%	3.30%	1.24%	0.62%	8.60%	7.72%	-0.87
平均—海缆		1.44%	2.13%	1.32%	1.65%	2.85%	4.00%	0.65%	-0.19%	6.25%	7.59%	1.34
平均—配套环节		14.00%	17.62%	6.72%	8.00%	9.40%	12.28%	-0.73%	-4.48%	29.39%	33.42%	4.03

资料来源：wind，安信证券研究中心

1.4. 经营质量：风电板块回款具有季节性，下半年经营性净现金流流出略有改善

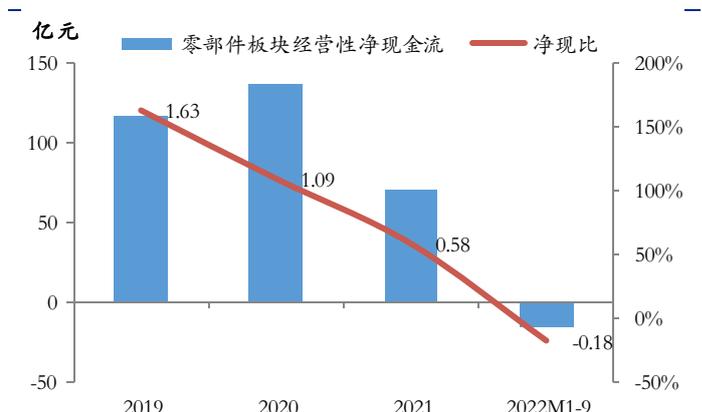
从样本表观数据看,2022年1-9月,风电整机厂与零部件板块经营性净现金流分别为-179.96、-15.2亿元,净现比分别为-0.41、-0.18。单看第三季度,风电整机厂板块的经营性净现金流流出幅度略有减少,为-52.0亿,净现比负值较上半年大幅下降;零部件板块经营性净现金流呈正值,为0.29亿。风电板块上半年多为全年生产备货,现金流流出较多;而三季度开始,回款伴随交付、吊装高峰而逐步增加,预计未来第四季度经营性净现金流流出情况将进一步改善。分板块来看,风电整机短期资金占用相对更大,现金流流出情况较为严重,一方面下游项目建设周期长,另一方面为上游供应链付款,预计随下半年回款进程流出降低;而零部件环节交付周期更短,短期资金压力相对小,第三季度经营性净现金流入已回复至正值。

图 3：2019-2022Q3 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 4：2019-2022Q3 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：把握海风投资主线，招标高景气有望持续

风电新增招标市场的高景气是板块的核心催化剂，十四五海风装机规划有望支撑海风招标持续提升。根据金风科技业绩说明公告，2022年1-9月，国内市场新增风机设备招标76.3GW，同比+82.1%，Q1\Q2\Q3分别新增24.7、26.4、25.2GW，环比上半年增速进一步提升；陆/海风招标分别为64.9、11.4GW。对比2021年海风招标仅2.79GW，招标的高弹性有望支撑海风于2023年进入交付、吊装放量期。根据我们此前外发的风电深度专题报告《产值通缩背景下，全产业链降本赛跑孕育结构性投资机会》，统计到十四五沿海各省海风新增装机规划约56-71GW，预计2022-2025年将新增40GW以上。我们认为，为了实现规划装机目标，且远期十五五期间海风装机成长空间更为可观，未来海风招标规模仍有望持续增长，作为前瞻性指标持续催化风电板块。

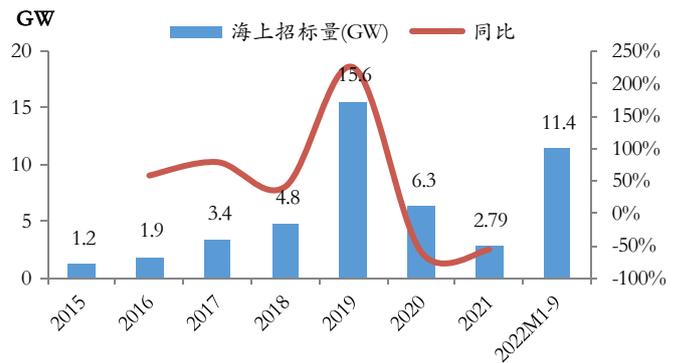
展望2023年，建议关注以下催化：①伴随海风装机放量，产品布局完善的企业有望快速实现出货结构优化；②大宗原材料价格下降缓解成本压力，前期受影响较大的铸锻件环节有望释放利润弹性；③大型海风铸锻件可能存在供给瓶颈，具备产能、大部件精加工优势的铸锻件企业有望率先受益；④关注大MW机型国产风电轴承批量化进展，加速国产替代节奏，出货规模有望超预期。

图 5：2015-2022M9 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 6：2015-2022M9 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

把握海风投资主线【轴承】【塔筒】【海缆】，继续看好大型化趋势下供应链格局优化、海风装机放量受益标的：

- ①恒润股份：大 MW 海风法兰供给领先，轴承放量顺利，有望实现业绩/估值双提升；
- ②新强联：轴承环节抗通缩逻辑不改，新产品切换待产能释放，出货预期乐观；
- ③中际联合：海外、海风多元化布局，海风配套产品价值量高；
- ④金雷股份：主轴格局相对优，铸造产能落地公司供给能力强；
- ⑤三一重能：陆风市占率稳步提升，且有望实现海风从 0 到 1 的突破。

建议关注：塔筒环节（天顺风能、大金重工、海力风电）、海缆环节（东方线缆、中天科技）、铸件龙头（日月股份）、风电产业高相关性（国缆检测）。

表 13：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	39.98	8.83	8.96	11.66	14.80	2.32	2.23	3.09	4.12	24.50	25.50	18.40	13.80
容知日新	109.59	3.97	5.92	8.60	12.36	0.81	1.18	1.74	2.51	74.23	50.76	34.59	23.99
天顺风能	12.95	81.72	88.19	141.46	179.61	13.10	10.50	18.40	23.04	17.82	22.22	12.68	10.13
大金重工	45.93	44.32	64.79	103.07	139.51	5.77	7.11	12.61	18.11	44.23	35.90	20.23	14.10
海力风电	95.49	54.58	19.97	51.43	82.79	11.13	3.72	9.03	13.73	18.65	55.79	23.00	15.12
中材科技	19.77	202.95	224.37	258.88	302.22	33.73	35.54	39.58	47.20	9.84	9.33	8.38	7.03
时代新材	9.38	140.51	148.47	169.27	185.94	1.81	3.41	5.66	7.37	41.60	22.12	13.32	10.22
新强联	69.83	24.77	27.00	37.27	51.85	5.14	5.38	7.86	11.17	51.60	49.30	33.80	23.80
金雷股份	46.35	16.51	19.10	25.50	34.83	4.96	3.94	5.50	7.74	23.60	29.70	21.30	15.10
恒润股份	25.71	22.93	23.79	39.90	54.03	4.42	1.46	4.51	7.56	27.10	81.70	26.50	15.80
日月股份	22.26	47.12	50.40	68.16	82.56	6.67	3.79	8.93	12.02	32.29	56.90	24.11	17.92
零部件环节平均	—	58.93	61.90	83.20	103.68	8.17	7.11	10.63	14.05	21.19	24.33	16.29	12.32
金风科技	11.36	505.71	476.41	516.70	582.10	34.6	36.03	41.86	50.59	13.88	13.32	11.47	9.49
明阳智能	25.28	271.58	295.61	370.56	429.70	31.0	41.56	48.68	56.07	18.52	13.82	11.80	10.24
运达股份	18.21	160.41	183.70	218.01	251.79	4.9	6.54	7.96	9.80	20.16	15.09	12.40	10.08
电气风电	6.76	239.72	192.61	286.38	411.32	5.1	4.13	7.25	9.67	17.78	21.82	12.44	9.32
三一重能	34.09	101.75	117.10	144.00	190.50	15.9	16.40	20.70	29.90	23.20	22.30	17.70	12.20
整机环节平均	—	255.83	253.09	307.13	373.08	18.29	20.93	25.29	31.20	18.03	15.75	13.04	10.57

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 11 月 7 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；疫情反复影响风场吊装进度；样本统计数据与板块整体表现可能存在偏差。

■ 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。

■ 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