

## 业绩符合预期，营运能力提升

**评级：买入(维持)**

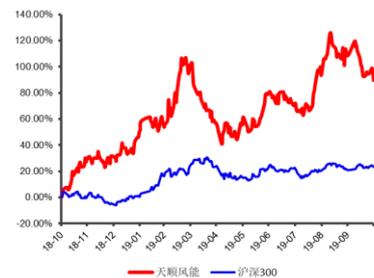
市场价格：6.35

**分析师：苏晨**
**执业证书编号：S0740519050003**
**Email: suchen@r.qizq.com.cn**
**分析师：花秀宁**
**执业证书编号：S0740519070001**
**Email: huaxn@r.qizq.com.cn**

### 基本状况

总股本(百万股)	1779
流通股本(百万股)	1769
市价(元)	6.35
市值(百万元)	11297
流通市值(百万元)	11233

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1 风塔吨毛利回升，业绩超预期
- 2 风塔吨毛利企稳回升，风场业务持续发力
- 3 业绩符合预期，四季度业绩同环比增长

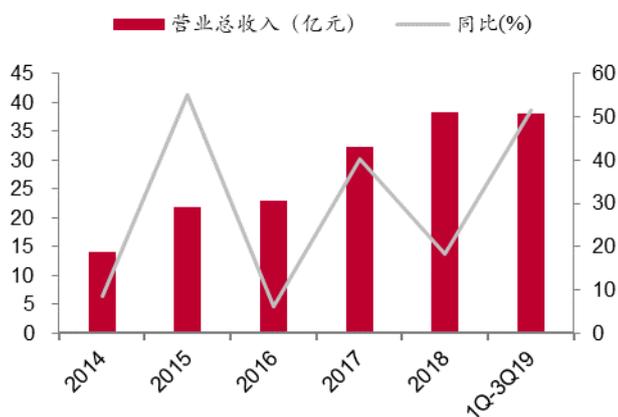
### 公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3238.35	3834.03	5764.85	6968.55	7976.67
增长率 yoy%	40.31%	18.39%	50.36%	20.88%	14.47%
净利润	469.51	469.64	807.55	1005.12	1210.56
增长率 yoy%	15.51%	0.03%	71.95%	24.46%	20.44%
每股收益(元)	0.26	0.26	0.45	0.56	0.68
每股现金流量	-0.21	0.39	0.52	0.32	0.27
净资产收益率	9.67%	9.00%	12.52%	13.60%	14.15%
P/E	24.06	24.05	13.99	11.24	9.33
PEG	0.83	0.65	0.54	0.39	0.25
P/B	2.33	2.16	1.75	1.53	1.32

### 投资要点

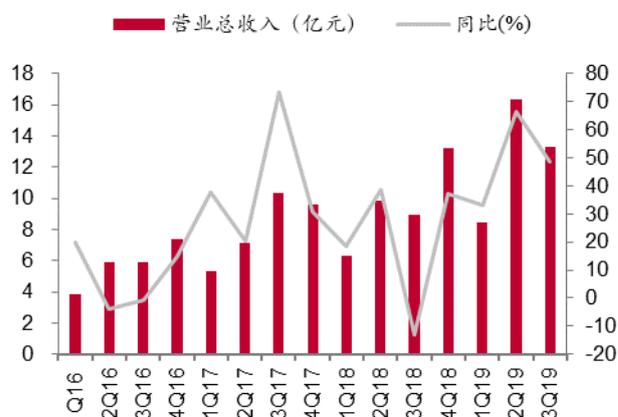
- 事件：**公司公布 2019 年三季报，实现营收 38.04 亿元，同增 51.55%；归母净利润 5.46 亿元，同增 52.66%；扣非归母净利润 5.27 亿元，同增 56.24%；EPS 0.31 元，ROE 9.66%。其中，3Q19 实现营收 13.27 亿元，同增 48.46%；归母净利润 2.12 亿元，同增 82.24%；扣非归母净利润 2.11 亿元，同增 84.34%；EPS 0.12 元，ROE 3.82%，业绩符合预期。
- 净利率同环比提升，期间费用率同比下滑。**从盈利能力角度来看，3Q19 公司毛利率和净利率分别为 27.14%/16.33%，同比分别变化-2.64/+3.06 PCT，环比分别变化-1.86/+1.62 PCT，净利率同环比增加。期间费用方面，3Q19 公司销售、管理（含研发）、财务费用率分别为 3.62%/4.21%/2.33%，同比分别变化-1.39/-1.25/-3.76 PCT，环比分别变化-2.03/+1.93/-0.45 PCT，期间费用率同比降低 6.40 PCT 至 10.15%。
- 现金流大幅改善，营运能力明显提升。**1Q-3Q19 公司经营性净现金流 6.10 亿元，较去年同期增加 93.65%，改善明显，主要原因是公司运营资金管理效果明显，营业收入增长，销售款回笼及时所致。1Q-3Q19 公司存货和应收账款周转天数分别为 109.77/136.76 天，同比分别降低 35.30/44.68 天，营业周期同降 79.98 天至 246.53 天，存货和应收账款周转能力都明显提升。
- 风电行业高景气，在手未交付订单支撑业绩增长。**1Q-3Q19 国内公开招标量已达到 49.9GW，同比增长 108.5%，超过以往年份的年度招标总量，我们认为 2019-2020 年行业新增装机分别为 28/33GW，行业持续景气。从公司角度来看，2019 年 9 月底存货较 6 月底增加 2.41 亿元（粗算相当于 2.6 万吨风塔），主要原因是公司在手未交付订单形成的在产品、产成品库存较大，随着这部分订单逐步交付，业绩将快速增长。
- 投资建议：**预计 2019-2021 年分别实现净利 8.08、10.05 和 12.11 亿元（原预测值为 7.22、9.46 和 12.98 亿元），同比分别增长 71.95%、24.46%、20.44%，当前股价对应三年 PE 分别为 14、11、9 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：**产业政策和行业需求波动风险。

**图表 1: 1Q-3Q19 营收 38.04 亿元, 同增 51.55%**



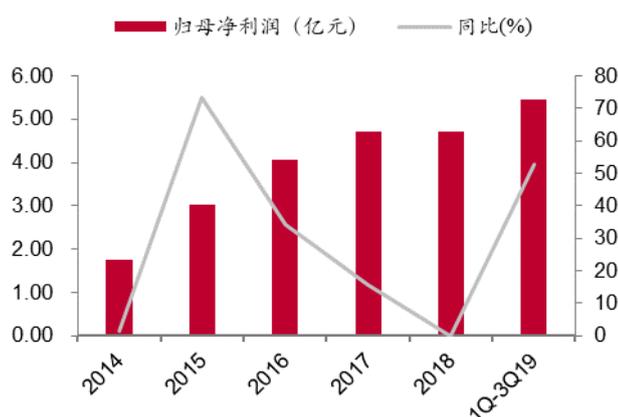
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 2: 3Q19 营收 13.27 亿元, 同增 48.46%**



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 3: 1Q-3Q19 归母净利润 5.46 亿元, 同增 52.66%**



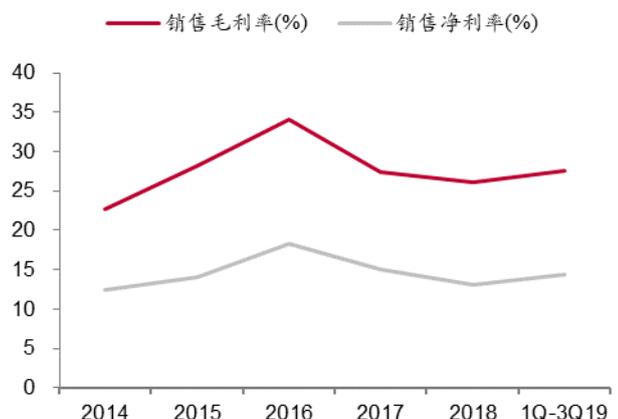
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 4: 3Q19 归母净利润 2.12 亿元, 同增 82.24%**



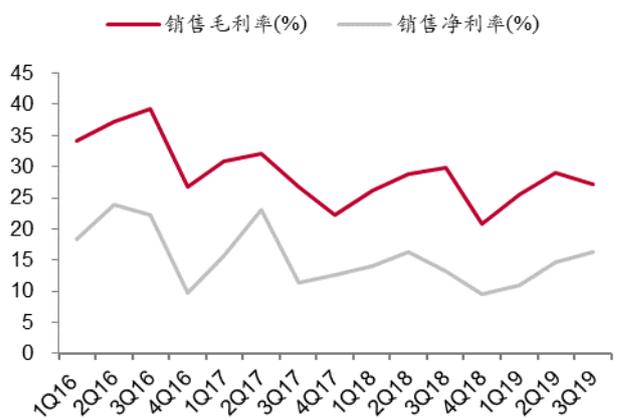
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 1Q-3Q19 毛利率、净利率为 27.63%、14.45%**



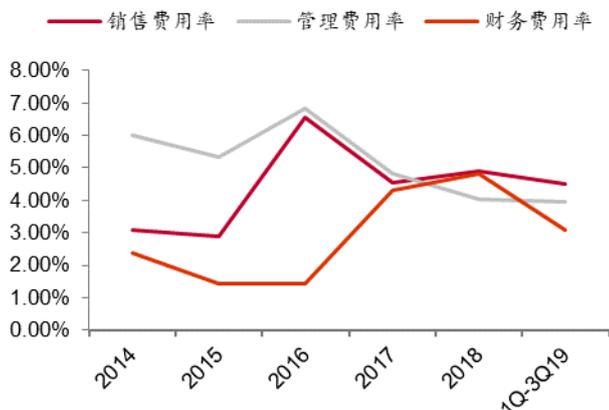
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 6: 3Q19 毛利率、净利率为 27.14%、16.33%**



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 7: 1Q-3Q19 三费分别为 4.50%、3.97%、3.07%**



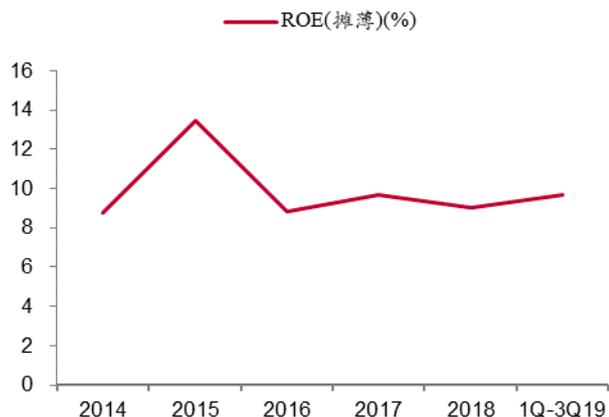
来源: Wind, 中泰证券研究所, \*管理费用包括研发费用

**图表 8: 3Q19 三费分别为 3.62%、4.21%、2.33%**



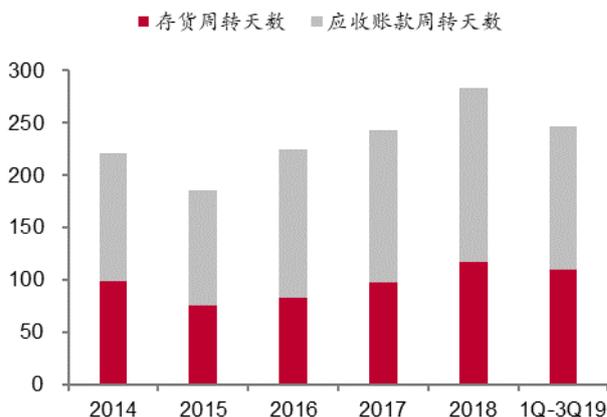
来源: Wind, 中泰证券研究所, \*管理费用包括研发费用

**图表 9: 1Q-3Q19 ROE 为 9.66%，同增 2.72PCT**



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 10: 1Q-3Q19 营业周期 246.5 天，同降 80 天**



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 公司财务数据预测 (百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>利润表</b>						<b>成长性</b>					
营业收入	3,238.3	3,834.0	5,764.8	6,968.5	7,976.7	营业收入增长率	40.3%	18.4%	50.4%	20.9%	14.5%
减: 营业成本	2,301.8	2,737.5	4,116.1	4,808.3	5,503.9	营业利润增长率	24.2%	-1.2%	69.5%	26.3%	20.5%
营业税金及附加	16.8	30.5	39.3	46.3	56.9	净利润增长率	15.5%	0.0%	72.0%	24.5%	20.4%
销售费用	143.6	181.7	230.6	264.8	303.1	EBITDA增长率	38.1%	12.5%	74.8%	38.2%	16.8%
管理费用	152.4	131.8	172.9	195.1	207.4	EBIT增长率	34.5%	11.4%	66.6%	35.6%	14.6%
财务费用	136.7	178.3	349.0	556.4	571.5	NOPLAT增长率	51.0%	7.5%	74.1%	35.6%	14.6%
资产减值损失	25.7	53.4	33.1	37.4	41.3	投资资本增长率	34.9%	17.4%	97.0%	20.1%	23.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	6.4%	7.6%	23.2%	14.7%	15.7%
投资和汇兑收益	73.3	48.7	73.3	73.3	73.3	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>535.7</b>	<b>529.2</b>	<b>897.1</b>	<b>1,133.5</b>	<b>1,365.8</b>	毛利率	28.9%	28.6%	28.6%	31.0%	31.0%
加: 营业外净收支	-0.4	-0.8	16.3	5.0	6.9	营业利润率	16.5%	13.8%	15.6%	16.3%	17.1%
<b>利润总额</b>	<b>535.3</b>	<b>528.4</b>	<b>913.4</b>	<b>1,138.6</b>	<b>1,372.7</b>	净利率	14.5%	12.2%	14.0%	14.4%	15.2%
减: 所得税	58.1	47.4	91.3	113.9	137.3	EBITDA/营业收入	25.4%	24.1%	28.0%	32.0%	32.7%
<b>净利润</b>	<b>469.5</b>	<b>469.6</b>	<b>807.6</b>	<b>1,005.1</b>	<b>1,210.6</b>	EBIT/营业收入	20.7%	19.5%	21.6%	24.3%	24.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
货币资金	770.5	1,826.3	2,746.1	3,319.5	3,799.7	固定资产周转天数	296	300	356	464	506
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	181	121	124	136	136
应收账款	1,695.6	1,823.7	3,788.2	3,382.6	5,268.8	流动资产周转天数	492	493	502	512	516
应收票据	70.6	38.8	125.7	73.2	154.4	应收账款周转天数	153	165	175	185	195
预付款项	181.5	426.3	487.6	580.0	642.1	存货周转天数	69	84	84	81	81
存货	850.1	941.7	1,752.4	1,394.7	2,207.7	投资资本周转天数	1,001	1,072	1,061	1,170	1,210
其他流动资产	909.8	956.2	1,159.4	1,008.5	1,041.3	投资回报率	527	555	592	715	763
可供出售金融资产	112.0	123.0	120.6	118.5	120.7	ROE	9.7%	9.0%	12.5%	13.6%	14.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.7%	3.8%	3.9%	4.3%	4.2%
长期股权投资	280.7	389.1	510.0	624.7	742.4	ROIC	14.9%	11.8%	17.6%	12.1%	11.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	2,602.5	3,785.6	7,624.1	10,340.0	12,078.4	销售费用率	4.4%	4.7%	4.0%	3.8%	3.8%
在建工程	1,375.1	1,364.5	1,973.4	2,272.5	2,726.5	管理费用率	4.7%	3.4%	3.0%	2.8%	2.6%
无形资产	249.6	278.1	318.6	348.2	381.7	财务费用率	4.2%	4.7%	6.1%	8.0%	7.2%
其他非流动资产	964.8	813.4	616.6	605.9	401.9	三费/营业收入	13.4%	12.8%	13.1%	14.6%	13.6%
<b>资产总额</b>	<b>10,062.9</b>	<b>12,766.5</b>	<b>21,222.8</b>	<b>24,068.2</b>	<b>29,565.7</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	1,160.7	1,960.8	4,994.3	6,045.4	8,463.7	资产负债率	50.7%	58.2%	69.0%	68.6%	70.5%
应付账款	605.8	716.9	1,271.9	1,051.4	1,608.0	负债权益比	102.8%	139.0%	222.4%	218.9%	238.5%
应付票据	1,168.2	1,668.6	2,596.8	2,385.9	3,317.6	流动比率	1.31	1.25	1.08	0.97	0.94
其他流动负债	474.6	453.4	441.2	564.2	524.4	速动比率	1.06	1.06	0.89	0.83	0.78
长期借款	230.0	1,237.4	3,775.7	4,384.7	4,984.2	利息保障倍数	4.91	4.19	3.57	3.04	3.39
其他非流动负债	1,461.6	1,388.5	1,560.5	2,089.4	1,934.3	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>5,101.0</b>	<b>7,425.5</b>	<b>14,640.4</b>	<b>16,521.0</b>	<b>20,832.2</b>	DPS(元)	0.03	0.06	0.10	0.13	0.15
少数股东权益	108.8	120.2	134.7	154.3	179.1	分红比率	12.5%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%
股本	1,779.0	1,779.0	1,779.0	1,779.0	1,779.0	股息收益率	0.5%	0.9%	1.6%	2.0%	2.4%
留存收益	3,070.8	3,481.8	4,668.7	5,613.9	6,775.3	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>股东权益</b>	<b>4,962.0</b>	<b>5,341.1</b>	<b>6,582.4</b>	<b>7,547.2</b>	<b>8,733.5</b>	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.26	0.26	0.45	0.56	0.68
净利润	477.2	481.0	807.6	1,005.1	1,210.6	BVPS(元)	2.73	2.93	3.62	4.16	4.81
加: 折旧和摊销	157.0	202.7	369.4	543.0	671.6	PE(X)	24.1	24.1	14.0	11.2	9.3
资产减值准备	25.7	53.4	-	-	-	PB(X)	2.3	2.2	1.8	1.5	1.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	16.0	9.1	61.2	14.4	25.2
财务费用	138.2	94.3	349.0	556.4	571.5	P/S	3.5	2.9	2.0	1.6	1.4
投资收益	-73.3	-48.7	-73.3	-73.3	-73.3	EV/EBITDA	18.3	9.8	10.8	8.5	8.2
少数股东损益	7.7	11.3	14.5	19.6	24.8	CAGR(%)	29.0%	37.0%	25.9%	29.0%	37.0%
营运资金的变动	-830.2	139.3	-1,629.6	413.7	-1,291.8	PEG	0.8	0.7	0.5	0.4	0.3
<b>经营活动产生现金流</b>	<b>-130.0</b>	<b>619.9</b>	<b>-162.4</b>	<b>2,464.5</b>	<b>1,113.4</b>	ROIC/WACC	1.8	1.5	2.2	1.5	1.4
投资活动产生现金流	-1,447.8	-929.9	-4,558.5	-3,582.9	-2,853.7	REP	1.5	1.0	0.6	0.8	0.8
融资活动产生现金流	1,205.7	996.9	5,640.7	1,691.8	2,220.5						

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。