

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

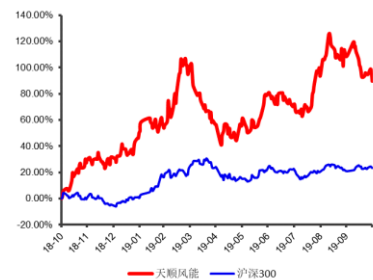
执业证书编号：S0740519070001

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

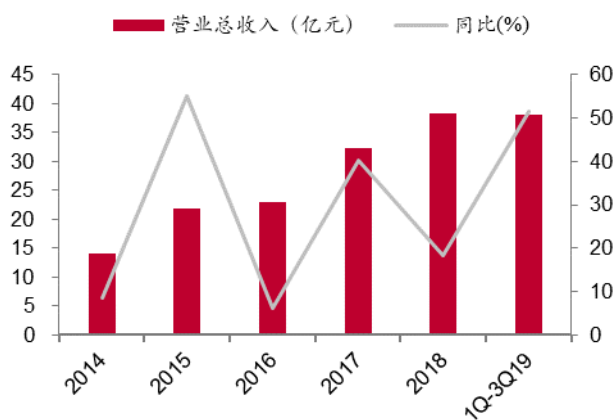
- 1 风塔吨毛利回升，业绩超预期
- 2 风塔吨毛利企稳回升，风场业务持续发力
- 3 业绩符合预期，四季度业绩同环比增长

公司盈利预测及估值

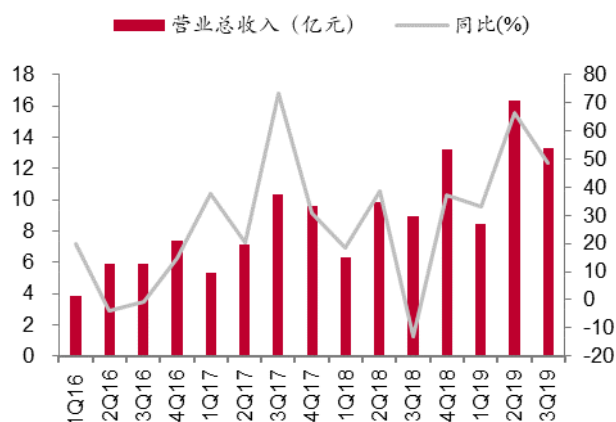
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3238.35	3834.03	5764.85	6968.55	7976.67
增长率 yoy%	40.31%	18.39%	50.36%	20.88%	14.47%
净利润	469.51	469.64	807.55	1005.12	1210.56
增长率 yoy%	15.51%	0.03%	71.95%	24.46%	20.44%
每股收益(元)	0.26	0.26	0.45	0.56	0.68
每股现金流量	-0.21	0.39	0.52	0.32	0.27
净资产收益率	9.67%	9.00%	12.52%	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

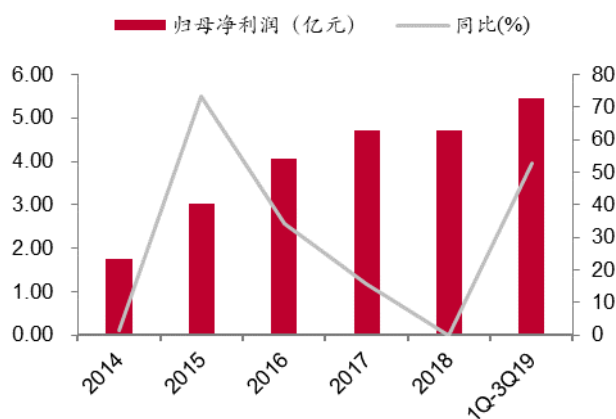
- **事件：**公司公布2019年三季报，实现营收38.04亿元，同增51.55%；归母净利润5.46亿元，同增52.66%；扣非归母净利润5.27亿元，同增56.24%；EPS 0.31元，ROE 9.66%。其中，3Q19实现营收13.27亿元，同增48.46%；归母净利润2.12亿元，同增82.24%；扣非归母净利润2.11亿元，同增84.34%；EPS 0.12元，ROE 3.82%，业绩符合预期。
- **净利率同环比提升，期间费用率同比下滑。**从盈利能力角度来看，3Q19公司毛利率和净利率分别为27.14%/16.33%，同比分别变化-2.64/+3.06 PCT，环比分别变化-1.86/+1.62 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%


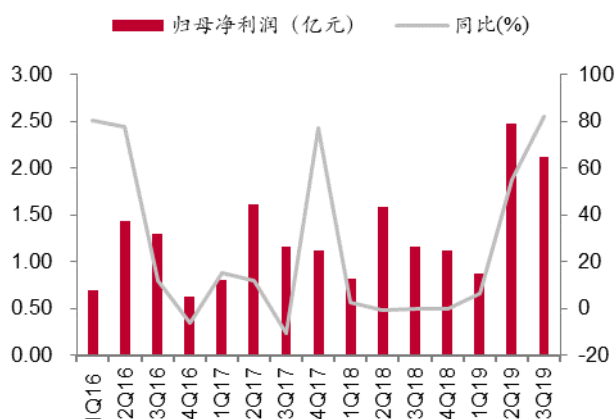
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 3Q19 营收 13.27 亿元, 同增 48.46%


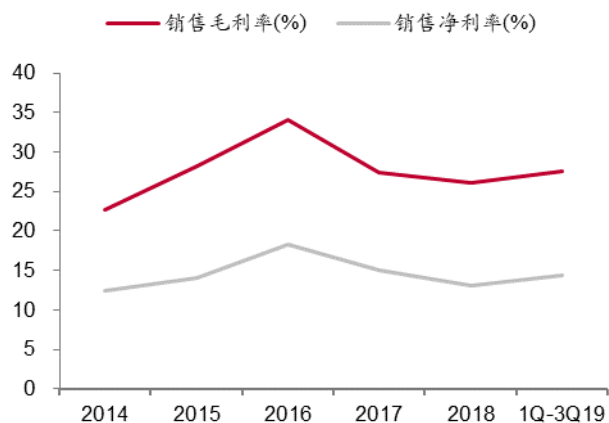
来源: Wind, 中泰证券研究所

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


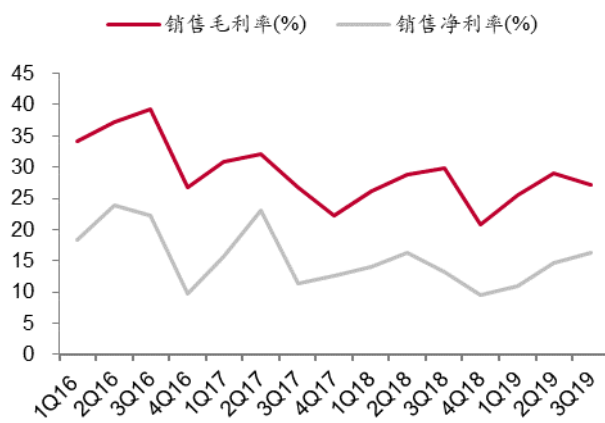
来源: Wind, 中泰证券研究所

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

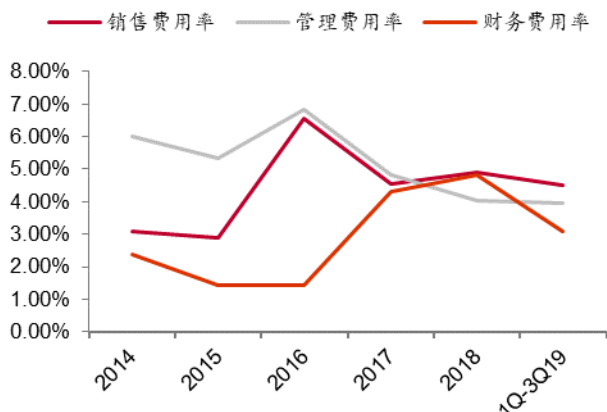
图表 5: 1Q-3Q19 毛利率、净利率为 27.63%、14.45%


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%


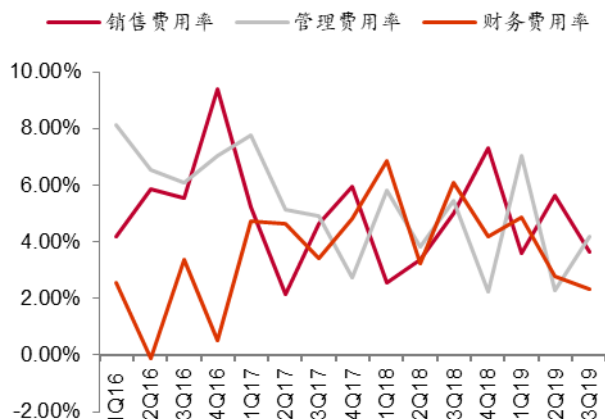
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 7: 1Q-3Q19 三费分别为 4.50%、3.97%、3.07%



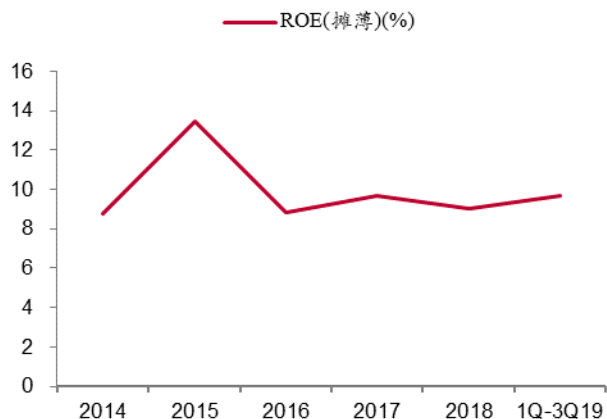
来源: Wind, 中泰证券研究所, *管理费用包括研发费用

图表 8: 3Q19 三费分别为 3.62%、4.21%、2.33%



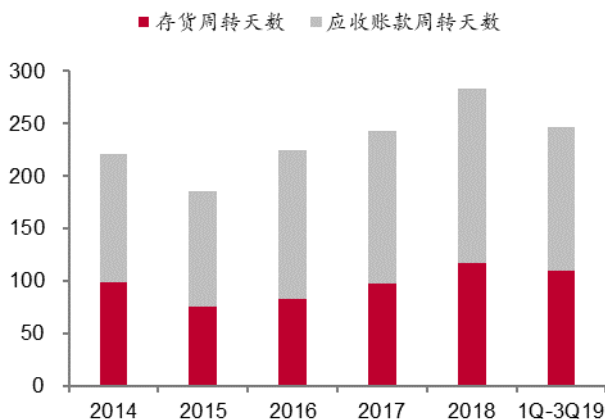
来源: Wind, 中泰证券研究所, *管理费用包括研发费用

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

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。