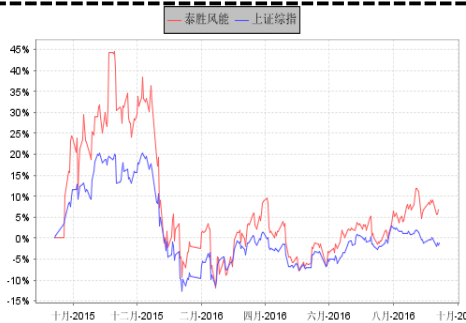


公司深度报告
泰胜风能 (300129)
风电设备
风塔领先企业，发展值得期待
报告日期: 2016-09-29

评级: **推荐**
 上次评级: 推荐

合理价: **9-10.5 元**
 上次预测: 9 元

| | |
|--------------|---------------|
| 当前价格 (元) | 7.72 |
| 52 周价格区间 (元) | 6.09-10.12 |
| 总市值 (百万) | 5647.29 |
| 流通市值 (百万) | 3475.42 |
| 总股本 (万股) | 73151.47 |
| 流通股 (万股) | 45018.33 |
| 公司网址 | www.shtsp.com |

一年期收益率比较


| 表现% | 1m | 3m | 12m |
|------|-------|-------|-------|
| 泰胜风能 | 5.50 | 11.95 | 41.04 |
| 上证综指 | -2.33 | .28 | -1.31 |

财富证券研究发展中心

| | |
|----------------|-----------------|
| 邹建军 | 杨甫 |
| 0731-84403452 | |
| zoujj@cfzq.com | yangfu@cfzq.com |
| S0530511020006 | 研究助理 |

相关研究报告:

| 预测指标 | 2015A | 2016E | 2017E |
|------------|-------|-------|-------|
| 主营收入 (百万元) | 1597 | 1885 | 2280 |
| 净利润 (百万元) | 169 | 221 | 285 |
| 每股收益 (元) | 0.23 | 0.30 | 0.39 |
| 每股净资产 (元) | 2.7 | 2.9 | 3.2 |
| 市盈率 | 31.1 | 24.52 | 19.02 |
| P/B | 2.68 | 2.53 | 2.29 |

资料来源: 财富证券

事件: 近期有限合伙企业丰年君盛及丰年君悦通过大宗交易持有公司股份 2.38%, 并自愿锁定 36 个月。

投资要点

- 风电风塔行业领先企业。**公司自成立以来专注风机塔架制造, 经多年发展已成为国内领先的风机塔架制造商, 掌握多项核心技术, 参与起草风力发电机组塔架、海上风电设计要求等国家标准, 供货 VESTAS、金风等国内外风机大厂, 在 2MW 级以上风电塔架市场具备卓越竞争力。
- 质地优良, 资金动员能力强。**公司中报资产负债率为 31.11%, 财务杠杆使用较少, 资产负债率长期处于行业较低水平, 负债结构中绝大部分为应付款项及预收项, 现金储备充裕, 具备良好的资金动员能力, 为后续战略发展提供了扎实的基础
- 抢装潮后短期承压, 风电主业长期稳健。**2016 年上半年风电新增并网容量下降, 但长期稳健发展趋势不改。短期内, 行业招标量平稳、公司在手订单饱满, 业绩有支撑。中期内, 特高压通道建设如火如荼、两部委接连出台政策保障清洁能源消纳、2017 年后电价下调有望再次触发抢装需求。长期内, 能源低碳化进展不可阻挡, 碳排放交易增强清洁能源资产收益前景。
- 海上风电前景佳, 军工外延值得期待。**并购蓝岛海工, 以公司在风电行业内的客户资源结合蓝岛海工的技术力量, 布局海上风电市场, 已成功交付 6.5MW 大型海上风电桩基等海上风电产品。专业军工投资机构丰年君盛与公司深度合作, 寻找优质投资机会, 外延发展值得期待。
- 盈利预测。**预计 2016-2017 年公司实现营收 18.8 亿、23.2 亿, 归母净利润分别为 2.21 亿、2.85 亿, EPS 为 0.30 元、0.39 元, 净利率增速分别为 30%、29%。
- 风险提示:** 风电需求放缓, 海上风电发展不及预期

目 录

| | |
|-----------------------------|--------|
| 一、公司综述：稳健增长，质地优良 | - 4 - |
| 二、风塔主业：抢装潮或有波动，长期稳定发展 | - 8 - |
| 三、海工业务：携手蓝岛海工，杨帆海上风电 | - 12 - |
| 四、风电运维：钻研偏航纠正，展望风电后市场 | - 14 - |
| 五、军工外延：稳重前行，值得期待 | - 15 - |
| 六、盈利预测和投资评级 | - 15 - |
| 七、风险提示 | - 16 - |

图表目录

| | |
|---------------------------------|--------|
| 图表 1: 公司资质及核心专利..... | - 4 - |
| 图表 2: 主要原材料成本变化（中厚板，元/吨）..... | - 5 - |
| 图表 3: 国内风电市场..... | - 5 - |
| 图表 4: 泰胜风能风塔出货量..... | - 6 - |
| 图表 5: 泰胜风能收入构成..... | - 6 - |
| 图表 6: 行业毛利率率变化..... | - 7 - |
| 图表 7: 行业期间费用率变化..... | - 7 - |
| 图表 8: 泰胜风能业务布局..... | - 7 - |
| 图表 9: 行业资产负债率变化..... | - 8 - |
| 图表 10: 行业带息债务比例变化..... | - 8 - |
| 图表 11: 行业应收账款周转变化的..... | - 8 - |
| 图表 12: 现金收入占营收比例变化..... | - 8 - |
| 图表 13: 今年上半年新增风电并网容量下降..... | - 9 - |
| 图表 14: 风电设备利用率有所下降..... | - 9 - |
| 图表 15: 风电上网电价调整..... | - 10 - |
| 图表 16: 促进清洁能源消纳的一系列政策..... | - 10 - |
| 图表 17: 在建（调试）特高压线路..... | - 11 - |
| 图表 18: 各地风电上网电价支付构成..... | - 12 - |
| 图表 19: 蓝岛海工产品（自升平台、导管架、桩腿）..... | - 13 - |
| 图表 20: 海上风电（左）与陆上风电（右）成本差异..... | - 14 - |
| 附录: 财务预测表..... | - 17 - |

一、公司综述：稳健增长，质地优良

资深风塔制造商，掌握核心竞争力。公司成立于2001年，自成立以来专注风机塔架制造，经多年发展已成为国内领先的风机塔架制造商，掌握错边量控制、厚板焊接、塔架防腐等多项核心技术，参与起草风力发电机组塔架、海上风电设计要求等国家标准，供货 VESTAS、金风等国内外风机大厂，在 2MW 级以上风电塔架市场具备卓越竞争力。2010 年上市后，公司保持内生增长的同时，借助资本市场融资进行外延发展，相继通过现金及股份认购方式并购海洋工程装备制造制造商蓝岛海工，进军海上风电市场，目前已具备 6MW 塔架、6.5MW 桩基等大功率海上风电设备的生产能力。公司自 2013 年积极培育风电运维业务，在风电偏航纠正技术领域做出长足的研发投入，掌握激光雷达监测及测风偏航纠正等核心技术，布局风电后市场。

图表 1：公司资质及核心专利

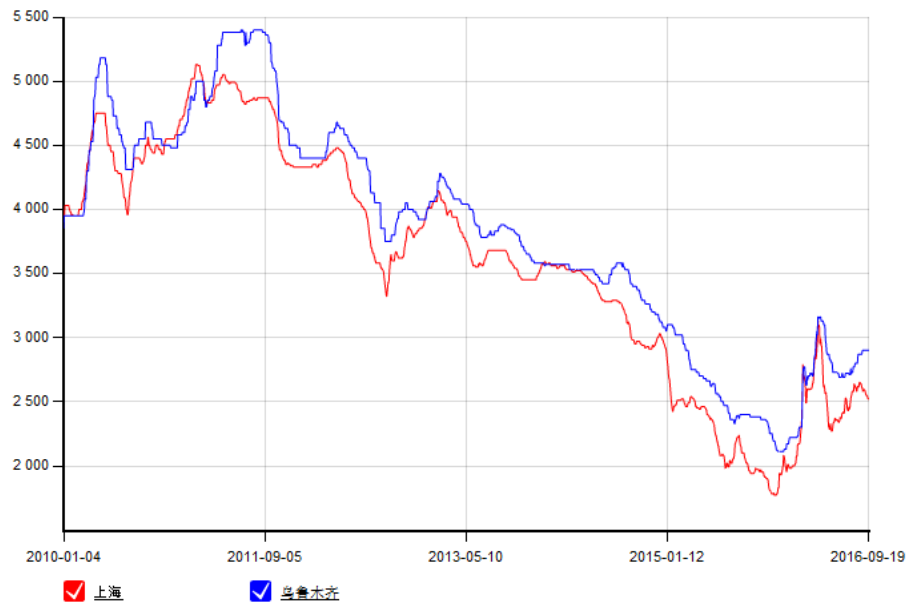
| 资质 |
|---|
| ISO3834 国际焊接质量管理体系 |
| EN1090 欧盟钢结构制作资质 |
| NORDEX 的供应商资格 |
| VESTAS 的客供和自供塔筒的供应商资格 |
| 日本 JIS 钢结构制造资格 |
| 专利 |
| Wind turbine generator yaw correction system and Method for operating WTG yaw correction system（风力发电机偏航矫正系统和运行风机偏航矫正系统方法，申请号 PA201470455） |
| 用于 H 型平台梁的焊接夹具（ZL 201520287238.7） |
| 激光雷达监测系统（ZL201520504102.7） |
| 光伏风力发电机组（ZL 201520272411.6） |
| 塔架支架（ZL 201520691092.2） |
| 风电塔筒组对环缝焊接轮架（ZL200920044439.9） |
| 风电塔筒内壁环焊电缆同步车（ZL200920044443.5） |

资料来源：公司公告，财富证券

成长，穿越行业波动。公司于 2010 年 10 月上市，上市之初遇风电低谷时期，2011 年-2012 年间风电装机容量大幅下降，此间厚板等原材料价格居较高位置，风塔等风电产业链各环节企业承压。公司积极应对行业变化，保障产品质量，开拓客户资源，在内蒙及新疆等风能资源较好地区布局塔架生产基地，成为风塔行业少数具备全国领域业务覆盖能力的企业。2013 年国内风电行业复苏，海外市场需求增加，叠加原材料价格下降因素，凭借良好的产能布局与经营管理，公司步入高速增长通道，近 3 年净利润同比增速分别为 22%、39.1%、75.4%，2016 年上半年净利润增幅 40%。

公司主要原材料为钢材（中厚板）、法兰、油漆、焊材以及零配件，其中钢材价格波动对公司毛利率影响程度最大。

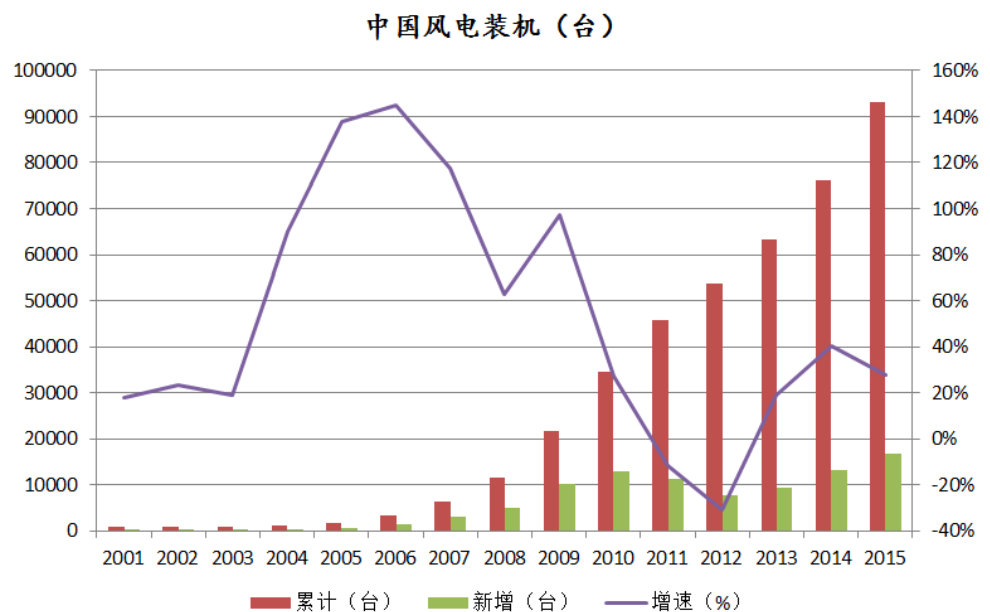
图表 2：主要原材料成本变化（中厚板，元/吨）



资料来源：我的钢铁网，财富证券

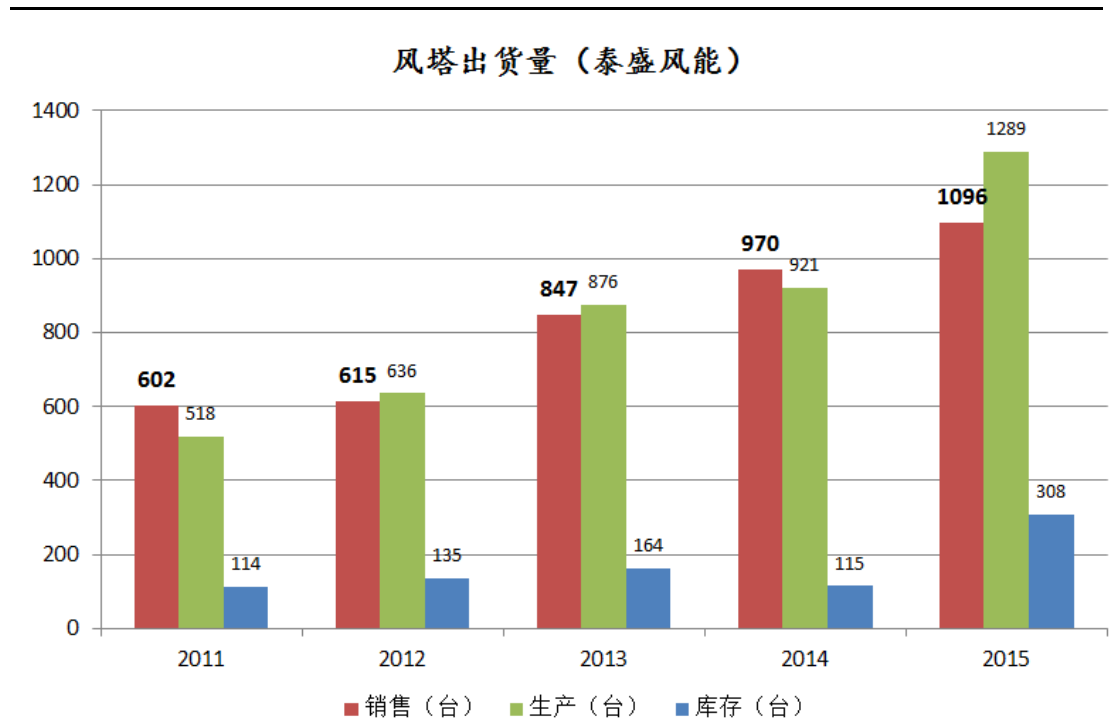
公司风塔产品以内销为主，2015 年国内市场贡献销售额占公司营收比例约 88%，风塔出货量及公司营收受国内风电市场影响较大。即使在 2011 年至 2013 年间，我国年度新增风电装机台数下降的 2011 年至 2013 年间，公司出货量维持稳定。

图表 3：国内风电市场



资料来源：CWEC，财富证券

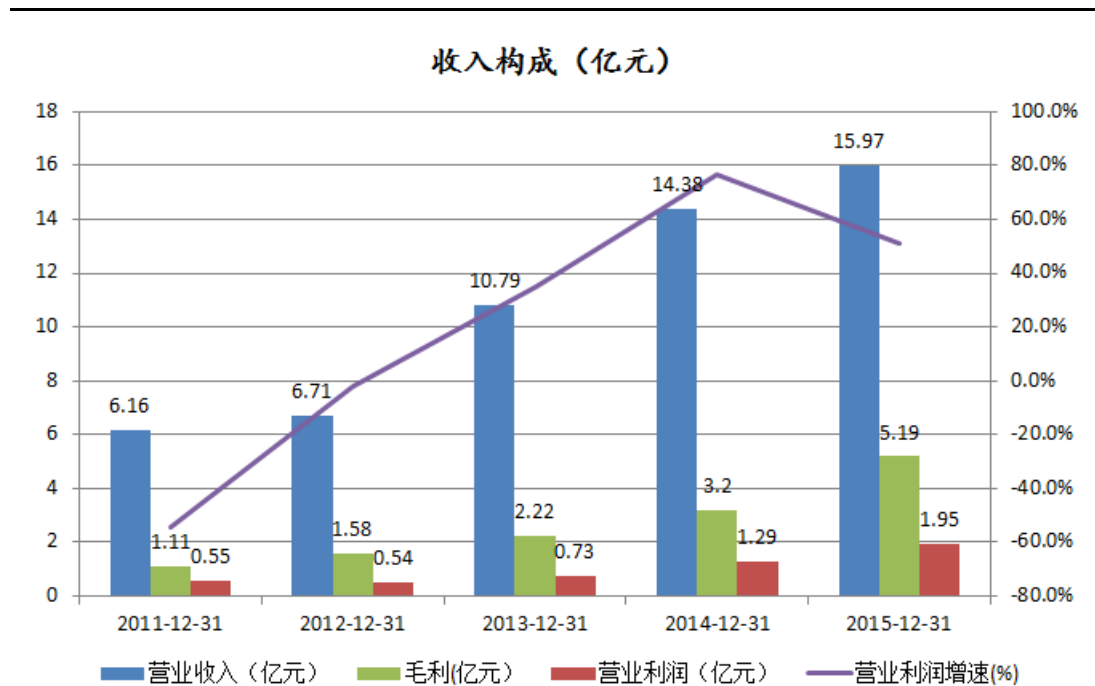
图表 4: 泰胜风能风塔出货量



资料来源: 公司年报, 财富证券

2010 年至 2015 年间, 公司营收保持稳定增长, 产品毛利率处于风电行业较好水平, 期间费用率处于行业中位。随着加拿大子公司生产进入正轨, 以及呼伦贝尔弃风限电问题改善, 公司期间费用率有较大下降空间。

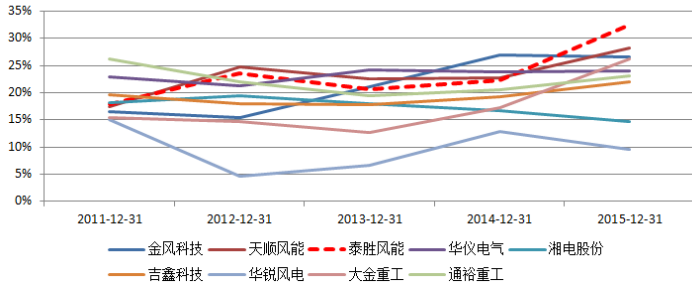
图表 5: 泰胜风能收入构成



资料来源: 公司年报, 财富证券

图表 6: 行业毛利率率变化

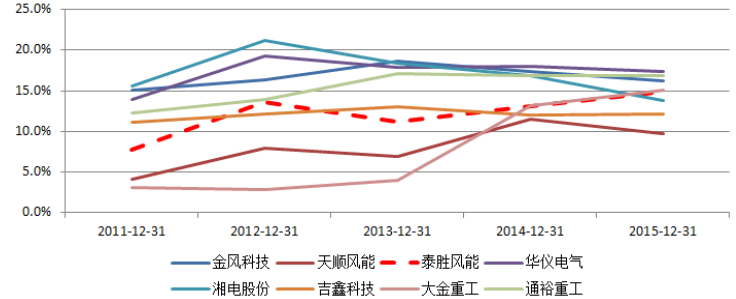
行业毛利率



资料来源: wind, 上市公司年报, 财富证券

图表 7: 行业期间费用率变化

行业期间费用率

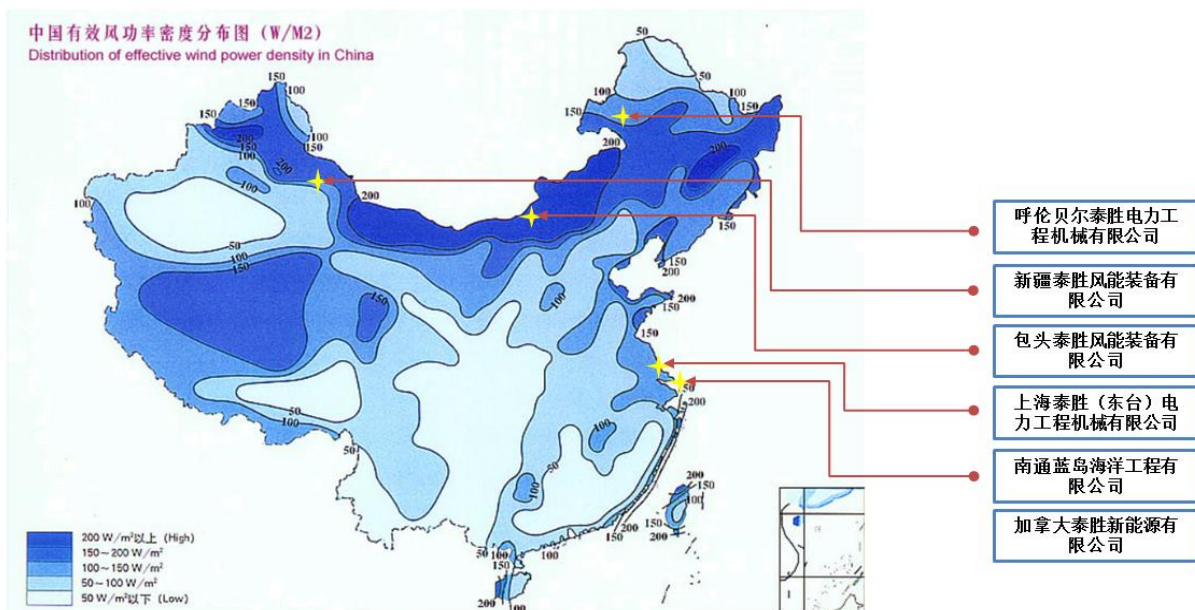


资料来源: wind, 上市公司年报, 财富证券

2011年-2012年间,行业尚处低谷时期,公司积极应对,在我国风能资源丰富的新疆、内蒙等地以及海外的加拿大安大略省部署生产基地,为后期的行业发展时期储备了生产能力,其中子公司新疆泰胜已成为公司重要收入来源。

加拿大拥有北美地区优良的风能资源,子公司加拿大泰胜新能源所在的安大略省政府倾向可再生能源,于2013年关闭了省内的火电机组。当地发展风电等可再生能源的基础条件优越,吸引全球范围内的新能源投资者,我国首个海外风电项目于2014年在安大略省建成投产。泰胜新能源目前因劳工关系处理欠佳,建成后产能未充分释放,但考虑到加拿大市场的优越市场环境以及公司积极态度,后续前景看好。

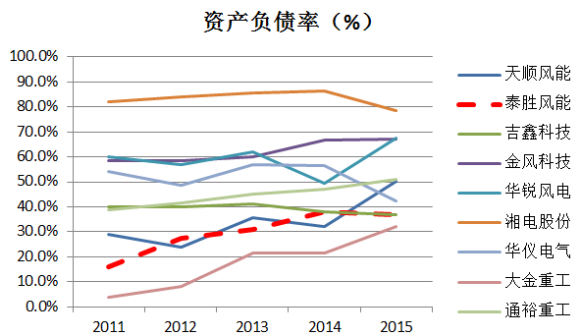
图表 8: 泰胜风能业务布局



资料来源: 中国国家地理网, 公司公告, 财富证券

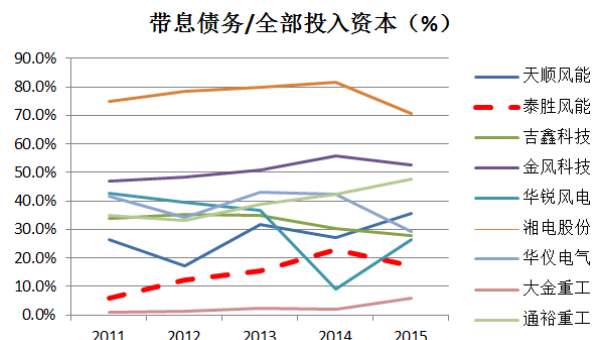
财务稳健，具备良好的资金动员能力。公司中报资产负债率为 31.11%，近 3 年资产负债率分别为 36.88%、38.18%、31.14%，财务杠杆使用较少，资产负债率长期处于行业较低水平。公司债务负担轻，负债结构中绝大部分为应付款项及预收项，占比超过 92%。有息负债中仅持有少量短期借款，无长期借款或债券，利息支出扣除利息收入后长期为负。公司现金充裕，货币资金及理财资金保持较高储备，存货及应收账款周转率保持合理水平。公司资产负债率低，现金储备能较好的覆盖生产经营周转需求，控股股东为公司提供担保向银行申请 26.7 亿元综合授信额度，公司具备良好的资金动员能力，为后续战略发展提供了扎实的基础。

图表 9：行业资产负债率变化



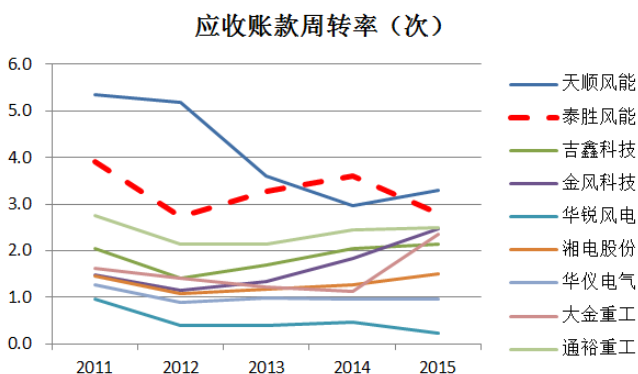
资料来源：wind，上市公司年报，财富证券

图表 10：行业带息债务比例变化



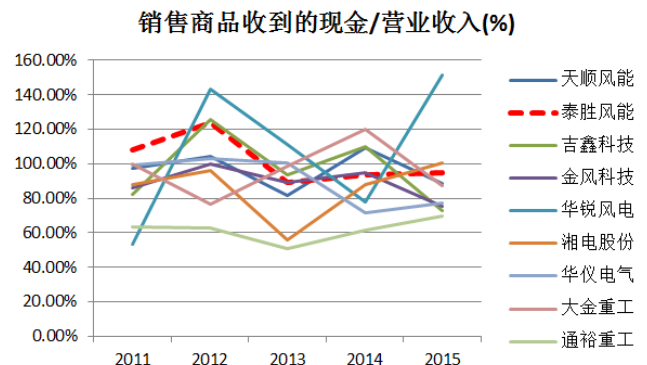
资料来源：wind，上市公司年报，财富证券

图表 11：行业应收账款周变化



资料来源：wind，上市公司年报，财富证券

图表 12：现金收入占营收比例变化



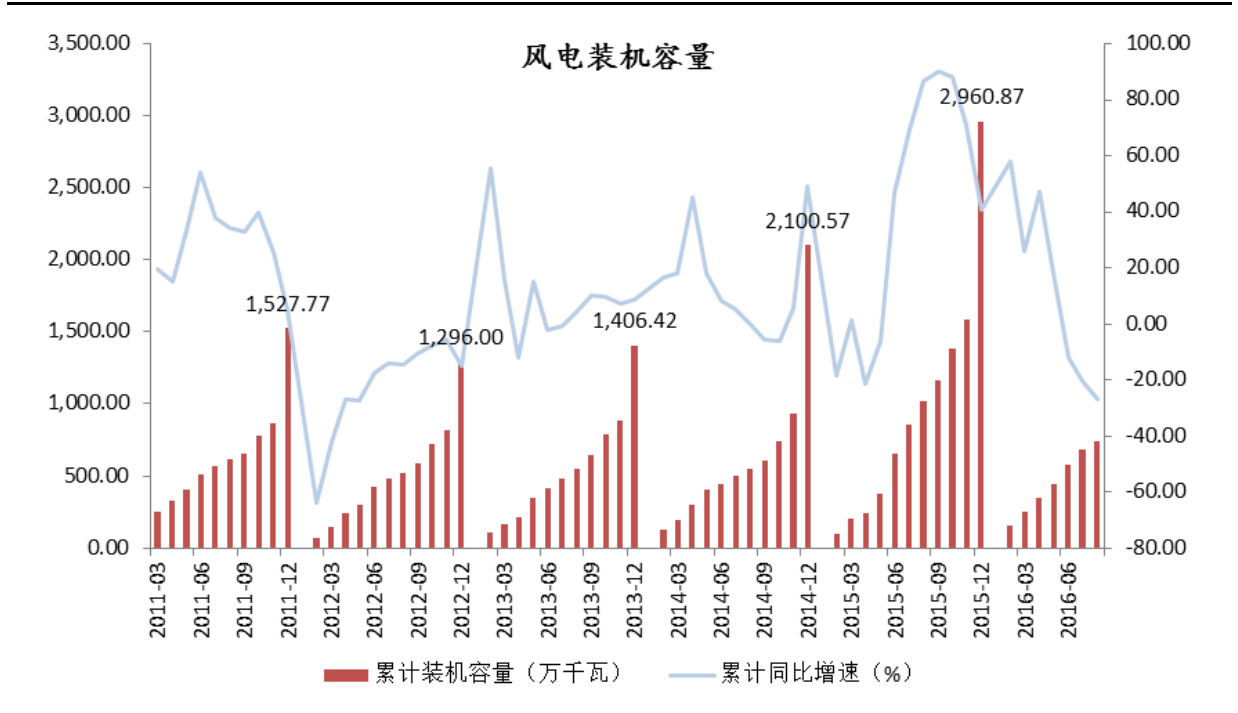
资料来源：wind，上市公司年报，财富证券

二、风塔主业：抢装潮或有波动，长期稳定发展

抢装潮后短期承压。风电装机容量的增长往往伴随着抢装需求的冲击，两次风电上网电价的调整间接地催生了 2014 年及 2015 年的抢装行情，2014 年新增风电装

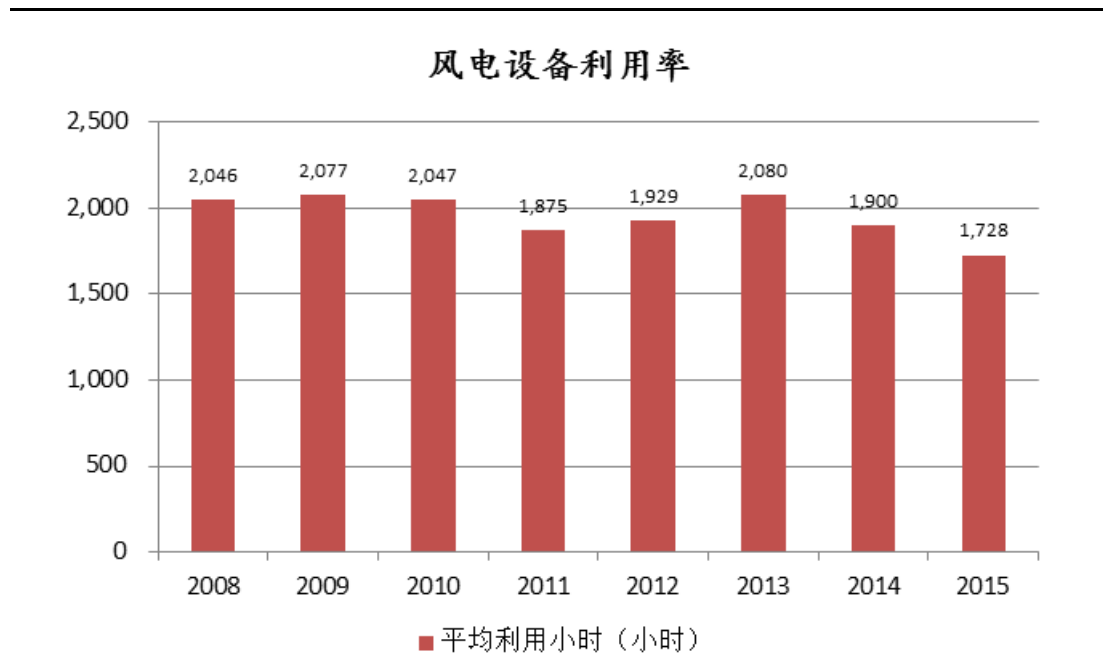
机容量达到 23GW, 同比增长 44.2%, 2015 年新增装机容量 30.8GW, 同比增长 32.6%。抢装过后, 增量下降及弃风率上升等情况不可避免出现, 2016 年上半年新增并网容量 7.7GW, 较去年同期下降 15.8%, 平均弃风率 21%, 较去年同期上升 6 个百分点, 行业短期压力凸显。

图表 13: 今年上半年新增风电并网容量下降



资料来源: wind, 财富证券

图表 14: 风电设备利用率有所下降



资料来源：国家能源局，财富证券

发展趋势不改，动力依旧。短期内，从行业层面看，2016 年风电招标量保持平稳，后续吊装量及并网量有望回升；从公司层面看，半年报显示在手订单金额超 17 亿元，订单数量饱满；此外，2018 年陆上风电价格下调，仍将催生需求放量，2016-2017 年风电企业稳定增长的基础未变。

图表 15：风电上网电价调整

| 地区 | 2009-2014年 | 2015（2015年核准，2018年前开工） | 2016（2016年核准，2018年前开工） | 2018年后 | 备注 |
|---------|------------|------------------------|------------------------|--------|--|
| I类资源区 | 0.51 | 0.49 | 0.47 | 0.44 | 内蒙古自治区除赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市以外其他地区；新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市、伊犁哈萨克族自治州、克拉玛依市、石河子市 |
| II类资源区 | 0.54 | 0.52 | 0.5 | 0.47 | 河北省张家口市、承德市；内蒙古自治区赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市；甘肃省嘉峪关市、酒泉市 |
| III类资源区 | 0.58 | 0.56 | 0.54 | 0.51 | 吉林省白城市、松原市；黑龙江省鸡西市、双鸭山市、七台河市、绥化市、伊春市，大兴安岭地区；甘肃省除嘉峪关市、酒泉市以外其他地区；新疆维吾尔自治区除乌鲁木齐市、伊犁哈萨克族自治州、克拉玛依市、石河子市以外其他地区；宁夏回族自治区 |
| IV类资源区 | 0.61 | 0.61 | 0.6 | 0.58 | 除I类、II类、III类资源区以外的其他地区 |

资料来源：国家能源局，财富证券

中期内，从政策层面看，2015 年至今发改委及能源局等部委出台多项政策，保障风电等清洁能源并网消纳，引导清洁能源的良性发展；从设施条件看，多条纵贯东西的特高压大动脉正在紧锣密鼓地施工中，为三北等地风电资源的消纳提供物质基础；从经济条件看，风电开发重点南移，中部及沿海省份燃煤机组标杆电价高，电网消纳条件好，风电项目对电价补贴依赖性较小，需求增长的持续性较强。

图表 16：促进清洁能源消纳的一系列政策

| 日期 | 政策名称 | 发文部委 | 措施 |
|---------|---------------------------|-------------|--|
| 2015.03 | 关于改善电力运行调节促进清洁能源多发满发的指导意见 | 国家发改委、国家能源局 | 统筹年度电力电量平衡；充分运用利益补偿机制为清洁能源开拓市场空间；通过移峰填谷为清洁能源多发满发创造有利条件 |
| 2015.01 | 关于开展可再生能源就近消纳试点的通知 | 国家发改委 | 可再生能源在局域电网就近消纳；可再生能源直接交易；可再生能源优先发电权 |
| 2015.11 | （电改系列文件）关于有序放开发用电计划的实施意见 | 国家发改委、国家能源局 | 建立优先购电制度；建立优先发电制度；切实保障电力电量平衡 |
| 2015.11 | （电改系列文件）关于推进电力市场 | 国家发改委、国家能源局 | 规划内的可再生能源优先发电，优先 |

| | | | |
|---------|--------------------------------------|-----------|--|
| | 建设的实施意见 | 能源局 | 发电合同可转让,鼓励可再生能源参与电力市场,鼓励跨省跨区消纳可再生能源。 |
| 2015.11 | (电改系列文件)关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见 | 国家发改委、能源局 | 推动可再生能源替代燃煤自备电厂发电。在风、光、水等资源富集地区,采用市场化机制引导拥有燃煤自备电厂的企业减少自发自用电量,增加市场购电量,逐步实现可再生能源替代燃煤发电 |
| 2015.11 | (电改系列文件)关于推进售电侧改革的实施意见 | 国家发改委、能源局 | 在保证电网安全运行的前提下,按照有关规定收购分布式电源发电 |
| 2016.03 | 可再生能源发电全额保障性收购管理办法 | 国家发改委、能源局 | 全额收购规划范围内可再生能源的保障性电量 |
| 2016.05 | 关于做好风电、光伏发电全额保障性收购管理工作的通知 | 国家发改委、能源局 | 核定部分弃电严重地区的风电、光伏最低保障收购小时数 |
| 2016.06 | 关于促进电储能参与“三北”地区电力辅助服务补偿(市场)机制试点工作的通知 | 国家能源局 | 探索电储能在电力系统运行中的调峰调频作用及商业化应用,推动建立促进可再生能源消纳的长效机制 |
| 2016.07 | 可再生能源调峰机组优先发电试行办法 | 国家能源局 | 鼓励火电机组为可再生能源调峰 |
| 2016.07 | 国家能源局关于建立监测预警机制促进风电产业持续健康发展的通知 | 国家能源局 | 根据不同地区弃风情况,调节风电产业发展 |
| 2016.09 | 国家能源局综合司关于支持甘肃降低企业用电成本及缓解窝电问题有关工作的通知 | 国家能源局 | 探索建立电力现货交易和电力中长期交易相结合的市场机制,合理降低企业用电成本,促进甘肃等地区的富余可再生能源在较大范围内消纳,缓解“窝电”问题。 |

资料来源:国家能源局,国家发改委,财富证券

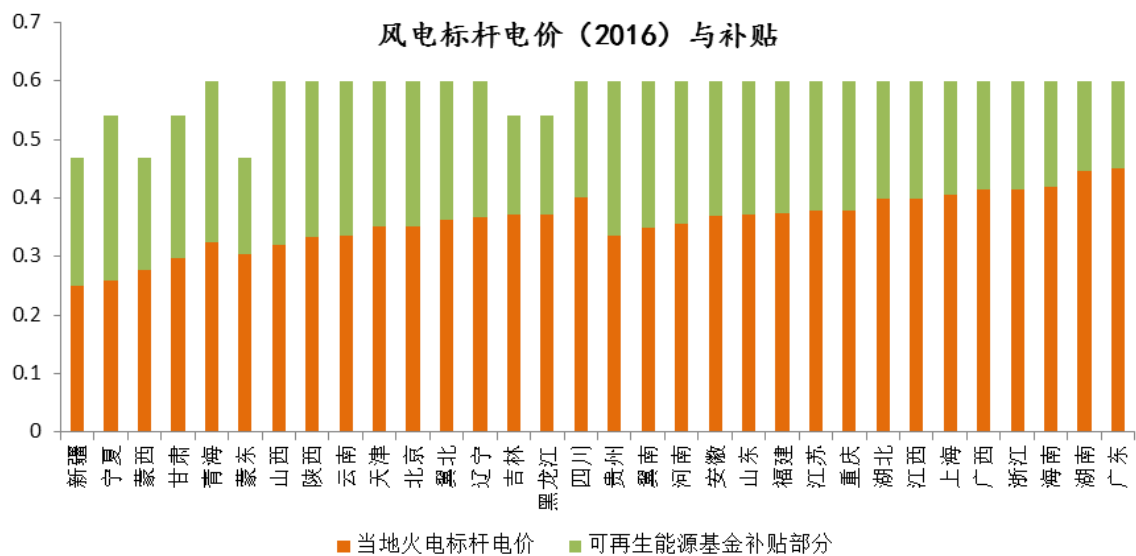
图表 17: 在建(调试)特高压线路

| 线路 | 开工日期 | 投资额度 |
|---------------------------|-----------|------|
| 宁东-浙江±800kV 特高压直流输电工程 | 2014.11.4 | 237 |
| 锡盟-山东 1000KV 特高压交流输电工程 | 2014.11.4 | 178 |
| 淮南-南京-上海 1000kV 特高压交流输电工程 | 2014.11.4 | 268 |
| 蒙西-天津南 1000kV 特高压交流输电工程 | 2015.3.27 | 175 |
| 榆横-潍坊 1000kV 特高压交流输电工程 | 2015.5.12 | 242 |
| 酒泉-湖南±800kV 特高压直流输电工程 | 2015.6.3 | 262 |

| | | |
|------------------------|------------|------|
| 晋北-南京±800KV 特高压直流输电工程 | 2015.6.29 | 162 |
| 上海庙-临沂±800KV 特高压直流输电工程 | 2015.12.15 | 221 |
| 锡盟-泰州±800KV 特高压直流输电工程 | 2015.12.15 | 254 |
| 准东-皖南±1100 千伏特高压直流输电工程 | 2016.1.11 | 407 |
| 镇西北-广东±800KV 特高压直流输电工程 | 2016.2.3 | 222 |
| 锡盟-胜利 1000kV 特高压交流工程 | 2016.4.29 | 49.5 |
| 扎鲁特-青州±800 千伏特高压直流输电工程 | 2016.8.25 | 221 |

资料来源：国家电网，南方电网，财富证券

图表 18：各地风电上网电价支付构成



资料来源：国家能源局，财富证券

长期范围内，我国《能源发展战略行动计划》对 2020 年一次能源中清洁能源占比提出明确要求，风电等电源需求增长具备确定性。G20 会议后，中美率先批准《巴黎协定》，将极大地推进新能源的发展。全国碳排放交易市场 2017 年启动在即，清洁能源的环境价值将更充分体现，碳排放交易提高风电等清洁能源的投资回报率。

三、海工业务：携手蓝岛海工，扬帆海上风电

并购蓝岛海工，布局海上风电。公司 2013 年出资 1.98 亿元收购海洋工程装备制造企业蓝岛海工 51% 股权，以蓝岛海工为主体进行 3-10MW 级海上风机塔架重型装备制造基地建设。蓝岛海工具备优良的海岸线资源，管理团队在海上工程装备领域经验丰富，生产的海上自生式平台是重要的海上风电安装工具。蓝岛海工在收购完成后，成功交付国内首批 6.5MW 海上风电机组导管架。

2015 年，公司收购蓝岛海工 49% 股权，对价 2.87 亿元，以增发股份 5000 万股

(4.95 元/股)和 4000 万现金完成支付。同时向员工持股计划定增发行 3600 万股(4.95 元/股)，募资 1.78 亿元增资蓝岛海工。蓝岛海工对应 2015 年-2017 年净利润承诺为 5000 万、6000 万、7200 万。

图表 19: 蓝岛海工产品 (自升平台、导管架、桩腿)



资料来源: 蓝岛海工官网, 财富证券

海上风能丰富, 电力消纳无忧。我国近海风能资源丰富, 70m 高度年平均风功率密度可达 300w/m² 以上, 大于 6m/s 风速的累计小时数可达 4000 小时, 全球 18 个最适合建设海上风电的风场中, 有 16 个在我国台湾海峡。我国海上风电技术可开发量达 150GW, 截止 2015 年末累计装机量约 1GW。与海上风能资源相匹配的是, 我国用电负荷多集中与沿海地区, 电网消纳能力强, 海上风电无限电忧虑。

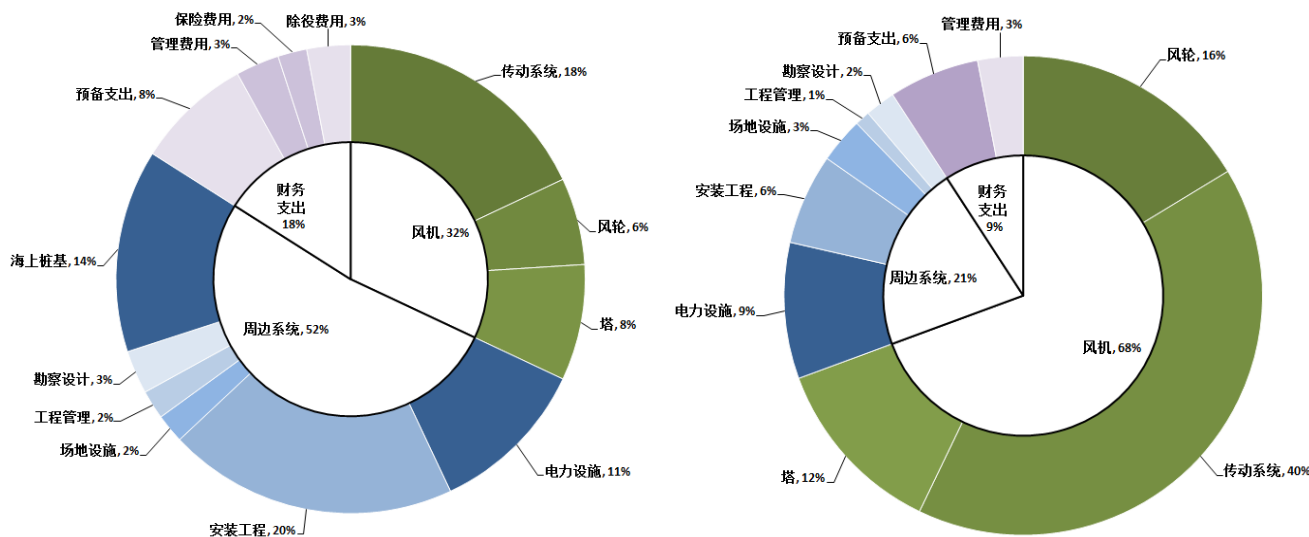
千亿级市场, 大展宏图。2015 年, 我国海上风电累计装机容量约 1GW, 占技术可开发量 0.6%, 同期陆上风电装机容量约 140GW, 占技术可开发量的 23%。我国陆上风电造价约合 7000-8000 元/kw, 海上风电造价根据装机水深差异从 1.5 万元/kw 到 2.6 万元/kw 不等。若我国海上风电开发程度达到陆上风电当期水平, 尚有 34GW 装机量的空间, 市场容量超 6000 亿元。按十三五末我国海上风电装机容量达到 10GW 计算, 亦是千亿级市场规模。

热度渐升, 市场见好。2010 年 6 月, 我国首座海上风力发电风场——上海东海大桥风电场并网发电, 拉开了我国海上风电建设的序幕。2016 年 9 月, 我国首座“双十”海上风电发电场——如东 150MW 海上风场开工, 标志着我国海上风电技术实现跨越式进步。近年来我国多个海上风电项目陆续推进, 热度渐起。与此同时, 国外海上风电市场也在蓬勃发展。2015 年欧洲海上风电新增并网容量 3018.5MW, 同比增长 108%, 创历史记录。2016 年上半年欧洲海上风电吸引投资 140 亿欧元, 分布于 3.7GW 共 7 个在建项目, 创历史新高。美国首个海上风电项目布洛克岛风电场于 2016 年 8 月完工。我国三峡集团也于 2016 年 6 月收购德国最大在运海上风电项目 Meerwind 风场。

塔架及桩基占更高的成本比例。海上风电单位造价高于陆上风电, 主要的成本增加项目在于海上工程 (桩基工程、安装工程等)、电网接入。据 NREL 的风电成本报告, 每单位 (kw) 陆上风机的安装及基础工程项造价在 500-600 美元, 而每单位的海上风机的该项成本高达 1800-2000 美元。相比之下, 海上风电与陆上风电的风机

成本差异较小，海上风电风机造价约 1600/kw，陆上风电风机造价约 1200 美元/kw。海上风电与陆上风电的成本构成比例差异显著，随着风电开发方向转向海洋，塔架、桩基、海工装备类企业收入增长贡献较大。

图表 20：海上风电（左）与陆上风电（右）成本差异



资料来源：NREL，财富证券

逐鹿海上风电，有竞争，有优势。海上风电是我国风电发展的重点领域之一，在桩基、导管架、塔架、安装等环节聚集有多家企业，竞争充分。

除泰胜风能外，风塔制造商主要有天顺风能、大金重工，国产风塔产品供应广泛，包括 GE、vestas、Siemens 在内的风机厂商均有大批量采购。国内风塔制造商较早布局海上风塔市场，具备桩承式桩基的制造能力。

除蓝岛海工外，华电重工、龙源电力也生产导管架、钢管架及塔筒等结构，运营有龙源振华 1 号、龙源振华 2 号、华电 1001 号等自升式海上风电安装船舶，具备完成单桩基础沉桩作业、过渡段吊装、调平和灌浆、测风塔安装等工作的能力。

泰胜风能及蓝岛海工在海上风电领域的竞争优势在于，客户资源与技术实力的强强结合。泰胜风能作为国内领先的风塔制造商，与下游风电企业合作已久，可靠的产品质量为公司积攒口碑。蓝岛海工专注海洋工程领域，在海工设备制造、海上风电导管架焊接等方面具备深厚技术积累。在互信共赢的经营体系下，蓝岛海工将成为泰胜风能在海上风电领域的业绩增长源。

四、风电运维：钻研偏航纠正，展望风电后市场

始于吸收引进，获得核心技术。公司自 2014 年起通过引进、吸收国外产品及技术，以激光测风为手段开展风电场偏航误差校正业务。公司立足自主研发，同时与外方合作开发，经过两年多的发展，掌握了激光测风偏航纠正系统的核心技术，在丹麦的专利申请通过实质性审查，目前已开发了龙源、华能、大唐、华锐等多家客

户。

风机存量多，市场空间大。截止至 2015 年，我国风机累计装机台数已达 92981 台，服役 5 年以上的风机超过 34485 台。随着时间的推移，服役超出质保期的风机数量将急剧上升，风机运维服务需求激增在途。

公司以激光测风偏好纠正服务为切入点进入运维市场，一方面是布局数量庞大的老旧风机运维服务，另一方面是也为低速风场运营增值储备技术积累：

我国平均风速较高的地区在新疆、甘肃、内蒙、东北等地，开发早的风场往往布置风能资源好的区域，型号老旧的风机也多配置于此。老旧风机偏航现象多，优质风场经营条件好，业主有动力购买偏航纠正服务，这部分市场空间非常值得开发。

此外，随着风电开发重点向中东部转移，中东部地区多丘陵低风速的环境使得风速风向多变，影响发电效率和风场效益较大，对风机的偏航系统提出更高要求。公司偏航纠正业务在维护老旧风机之外，还能对新建风场开展增值附加服务，也是相当大的市场空间。

初步估算，偏航纠正服务的市场空间在数十亿元级别。

五、军工外延：深度合作，值得期待

丰年君盛深度合作，开启军工之旅。公司拟以 2000 万作为有限合伙人参股宁波丰年君盛投资合伙企业。丰年君盛计划募资 5 亿元，首次封闭期内募资 2.39 亿元。丰年君盛中，普通合伙人丰年通达和管理人丰年荣通均为丰年资本子公司，丰年资本是在国防科工局备案具备保密资格的投资机构，管理规模超过人民币 10 亿元，曾累计主持投资超过 30 余家军工企业，目前聚焦于军工及消费等行业的投资。

9 月 28 日，公司实际控制人及高管通过大宗交易以 7.45 元/股价格卖出 1745 万股，有限合伙企业丰年君盛及丰年君悦通过大宗交易买入同等数量股份并自愿承诺锁定 36 个月。目前丰年君盛和丰年君悦所持公司股份共计 2.38%，36 个月锁定期凸显深度合作的态度与坚定信心。

稳重前行，值得期待。公司经营管理呈现稳健风格，对外投资亦呈现谨慎作风。在蓝岛海工的并购中，公司以现金入股为先，两年后再以增发及支付现金对价完成收购，期间对并购对象的业务协同布局用时良久。秉承这一风格，后续外延战略值得期待。

六、盈利预测和投资评级

关键假设：1. 原材料价格小幅上涨，公司销售毛利率保持 30%左右。2. 受原材料价格上涨价格加成、陆上风电 2017 需求放量、海上风电逐步增长三因素影响，公司 2016 至 2018 年销售收入增速逐年提升。3. 公司提高财务杠杆比率，短

期借款与长期借款均有增加。

投资评级：预计 2016-2017 年公司实现营收 18.8 亿、23.2 亿，归母净利润分别为 2.21 亿、2.85 亿，EPS 为 0.30 元、0.39 元，净利率增速分别为 30%、29%，公司经营稳健，投资合作模式可靠，海工业务有前景，风塔海外市场有增量，合理估值区间为 30-35 倍 PE，给予“推荐”评级。

风险提示

风险提示：风电需求放缓，海上风电发展不及预期。

附录：财务预测表

| 利润表 | | | | | 现金流量表 | | | | |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 1596.98 | 1884.43 | 2280.16 | 2827.40 | 经营性现金净流量 | 57.79 | -34.22 | 840.38 | -289.04 |
| 减：营业成本 | 1077.72 | 1319.10 | 1584.71 | 1965.04 | 投资性现金净流量 | -275.37 | -2.32 | 0.00 | 0.00 |
| 营业税金及附加 | 9.39 | 11.08 | 13.41 | 16.63 | 筹资性现金净流量 | 103.41 | 431.10 | -534.52 | 266.07 |
| 营业费用 | 78.10 | 92.16 | 111.51 | 138.28 | 现金流量净额 | -114.53 | 394.57 | 305.86 | -22.97 |
| 管理费用 | 163.51 | 192.94 | 233.45 | 289.48 | 主要财务指标 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 财务费用 | -4.47 | 9.32 | 2.14 | -4.39 | 收益率 | | | | |
| 资产减值损失 | 84.73 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 毛利率 | 32.51% | 30.00% | 30.50% | 30.50% |
| 加：投资收益 | 9.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 三费/销售收入 | 14.85% | 15.62% | 15.22% | 14.97% |
| 公允价值变动损益 | -2.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBIT/销售收入 | 12.43% | 14.07% | 14.57% | 14.57% |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 16.36% | 20.44% | 19.83% | 18.82% |
| 营业利润 | 195.08 | 259.83 | 334.94 | 422.36 | 销售净利率 | 10.60% | 11.72% | 12.49% | 12.70% |
| 加：其他非经营损益 | 3.67 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产获利率 | | | | |
| 利润总额 | 198.75 | 259.83 | 334.94 | 422.36 | ROE | 8.63% | 10.33% | 12.02% | 13.50% |
| 减：所得税 | 29.48 | 38.97 | 50.24 | 63.35 | ROA | 6.60% | 7.45% | 8.74% | 9.21% |
| 净利润 | 169.26 | 220.86 | 284.70 | 359.01 | ROIC | 10.28% | 11.44% | 10.77% | 16.04% |
| 减：少数股东损益 | -0.14 | -0.18 | -0.24 | -0.30 | 增长率 | | | | |
| 归属母公司股东净利润 | 169.41 | 221.04 | 284.93 | 359.31 | 销售收入增长率 | 11.04% | 18.00% | 21.00% | 24.00% |
| 资产负债表 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | EBIT 增长率 | 56.72% | 33.55% | 25.30% | 24.00% |
| 货币资金 | 170.76 | 565.33 | 871.19 | 848.22 | EBITDA 增长率 | 44.13% | 47.41% | 17.42% | 17.63% |
| 应收和预付款项 | 938.17 | 1114.73 | 1020.41 | 1627.17 | 净利润增长率 | 75.36% | 30.48% | 28.90% | 26.10% |
| 存货 | 576.77 | 674.59 | 828.74 | 1035.39 | 总资产增长率 | 10.90% | 18.25% | 6.91% | 17.63% |
| 其他流动资产 | 337.26 | 337.26 | 337.26 | 337.26 | 股东权益增长率 | 29.58% | 9.03% | 10.80% | 12.29% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营营运资本增长率 | 98.97% | 36.08% | -18.16% | 64.01% |
| 投资性房地产 | 20.46 | 17.91 | 15.36 | 12.81 | 资本结构 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 677.50 | 588.04 | 498.57 | 409.11 | 资产负债率 | 34.75% | 39.79% | 37.61% | 40.45% |
| 无形资产和开发支出 | 287.72 | 259.78 | 231.85 | 203.91 | 投资资本/总资产 | 65.49% | 73.74% | 57.42% | 66.74% |
| 其他非流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 带息债务/总负债 | 0.48% | 34.14% | 0.00% | 17.89% |
| 资产总计 | 3008.65 | 3557.64 | 3803.38 | 4473.86 | 流动比率 | 1.93 | 2.42 | 2.14 | 2.37 |
| 短期借款 | 5.00 | 181.50 | 0.00 | 137.45 | 速动比率 | 1.06 | 1.51 | 1.32 | 1.52 |
| 应付和预收款项 | 1038.14 | 932.13 | 1430.34 | 1486.08 | 股利支付率 | 19.13% | 18.91% | 18.91% | 18.91% |
| 长期借款 | 0.00 | 301.77 | 0.00 | 186.25 | 收益留存率 | 80.87% | 81.09% | 81.09% | 81.09% |
| 其他负债 | 2.32 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 业绩和估值指标 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 负债合计 | 1045.46 | 1415.41 | 1430.34 | 1809.78 | EBIT | 198.57 | 265.19 | 332.29 | 412.03 |
| 股本 | 734.00 | 732.00 | 732.00 | 732.00 | EBITDA | 261.27 | 385.15 | 452.24 | 531.99 |
| 资本公积 | 698.47 | 698.47 | 698.47 | 698.47 | NOPLAT | 168.18 | 225.42 | 282.44 | 350.23 |
| 留存收益 | 530.26 | 709.49 | 940.53 | 1231.87 | 净利润 | 169.41 | 221.04 | 284.93 | 359.31 |
| 归属母公司股东权益 | 1962.73 | 2139.96 | 2371.00 | 2662.34 | EPS | 0.232 | 0.302 | 0.390 | 0.491 |
| 少数股东权益 | 0.46 | 0.27 | 0.04 | -0.26 | PE | 32.00 | 24.52 | 19.02 | 15.09 |
| 股东权益合计 | 1963.19 | 2140.23 | 2371.04 | 2662.08 | PB | 2.76 | 2.53 | 2.29 | 2.04 |
| 负债和股东权益合计 | 3008.65 | 3555.64 | 3801.38 | 4471.86 | PS | 3.39 | 2.88 | 2.38 | 1.92 |

资料来源：公司公告，财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 投资评级 | 评级说明 |
|------|----------------------|
| 推荐 | 股票价格超越大盘 10%以上 |
| 谨慎推荐 | 股票价格超越大盘幅度为 5%—10% |
| 中性 | 股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5% |
| 回避 | 股票价格相对大盘下跌 5%以上； |

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438