

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 7.91

目标价格: 11

分析师: 邵晶鑫

执业证书编号: S0740517010005

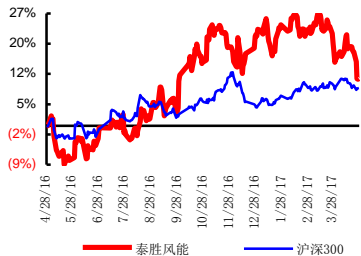
电话:

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	732
流通股本(百万股)	476
市价(元)	7.91
市值(百万元)	5,786
流通市值(百万元)	3,766

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1 泰胜风能: 业绩符合预期, 军工转型值得关注

### 公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,596.98	1,505.62	1,872.16	2,140.38	2,345.34
增长率 yoy%	11.04%	-5.72%	24.34%	14.33%	9.58%
净利润	169.41	219.11	267.56	308.16	376.39
增长率 yoy%	74.53%	29.34%	22.11%	15.17%	22.14%
每股收益(元)	0.23	0.30	0.37	0.42	0.51
每股现金流量	0.08	0.26	0.47	0.30	0.48
净资产收益率	8.63%	10.19%	11.29%	11.51%	12.32%
P/E	40.21	29.21	21.63	18.78	15.37
PEG	0.54	1.00	0.98	1.24	0.69
P/B	3.47	2.98	2.44	2.16	1.89

### 投资要点

- 事件:** (1) 公司公布 2016 年年报, 实现营业收入 15.06 亿元, 同比下降 5.72%, 归母净利润 2.19 亿元, 同比增加 29.34%, 利润分配预案: 向全体股东每 10 股派发现金红利 0.65 元; (2) 公司公布 2017 年一季报, 实现营业收入 1.71 亿元, 同比下降 0.65%, 归母净利润 0.40 亿元, 同比增加 15.91%。
- 2016 年主营业务平稳, 毛利率提升提振盈利水平。** 报告期内, 公司主营业务塔架及基础段实现营收 13.79 亿元, 同比降低 4.49%, 占总营收的 91.58%; 塔架及基础段的毛利率为 33.17%, 较去年提高 1.68 个百分点, 主营产品毛利率提升导致归母净利润同比增加 29.34%, 达到 2.19 亿元。除主营产品毛利率上升外, 报告期内运费、中介服务费用等期间费用以及计提的坏账准备较去年同期有所下降也是本期归母净利润增加的主要原因之一。受 2015 年风电抢装回调、弃风限电以及全社会用电趋稳的影响, 2016 年我国新增风电装机 23.37GW, 同比下滑 24.01%, 在此背景下, 塔架及基础段营收略微减少。短期来看, 随着风电发电成本的降低, 2018 年风电上网电价将会进行进一步下调, 这可能会导致风电行业在 2017 年出现抢装或抢核准现象; 长期来看, 在能源转型的大背景下, 以及保障收购、产业布局、配额制、电力交易等促消纳政策的作用下, 风电行业将呈平稳、健康、有序发展的趋势, 未来业绩可期。
- 一季度经营平稳, 应收回款较好等因素致使业绩同比增加。** 2017 年一季度, 公司实现营业收入 1.71 亿元, 同比减少 0.65%, 归母净利润 0.40 亿元, 同比增加 15.91%。公司整体经营平稳, 业务收入未发生重大变化, 报告期内业绩比去年同期上升, 主要原因为: (1) 本报告期内公司应收账款三年及以上回款较好, 使得当期资产减值准备-坏账准备冲回带来的收益较上年同期增加; (2) 本报告期内营业费用控制得当, 较去年同期有所下降; (3) 本报告期内收到的政府补助较去年同期增加。
- 蓝岛海工助力风电装备升级, 海上风电有望成业绩增长点。** 通过成功收购蓝岛海工, 公司已实现从陆上风电塔架的传统制造业, 到海上风电装备(包括塔架、导管架、管桩等)等高端装备制造业的产业升级。公司已生产海 4MW、5MW、6MW 及日本浮体式海上风机塔架, 3MW、6.5MW 海上风电导管架, 批量的海上风电管桩, 并已完成海上风电升压站平台等的建造。国内风电新增装机总量趋稳, 但增量结构出现调整, 按照风电发展十三五

规划，2017-2020 年海上风电 CAGR 达 32.5%，远超陆上风电的 7.2%，加之海上风电对塔架及基础段的需求远超陆上风电，未来随着海上风电的快速发展，海上风电装备业务将成为公司主要业绩增长点。报告期内，公司及蓝岛海工积极拓展海上风电业务、抢占市场、承接订单，订单量高于业绩承诺当时的预期，但由于传统的钻井海洋工程装备持续低迷、油气新开发项目有所停滞，以及海上风电项目实施周期相对较长，交付行为受自然环境等因素的影响较大，蓝岛海工业绩并未实现预期。但随着海上风电业主的提货，以及订单的放量，业绩将好转。

- **积极开拓海外市场，致力于打造国内外市场协调发展的格局。**2016 年海外风电新增装机超过 30GW，在国内风电市场趋稳的背景下，海外风电市场成为国内风电企业竞相追逐的标的。2016 年公司海外营收为 1.45 亿元，占比仅为 9.65%，远低于主要竞争对手。公司未来将立足国内风电市场，在加强对原有重点海外客户资源维护的同时，大力开发北美、南美、澳洲、日本及其它国际市场的新客户，打造国内外市场协调发展的格局。
- **参与丰年基金进行军工转型，产业链延伸布局风电场开发。**公司看好军民融合带来的巨大市场空间，同时本着稳健的发展理念，公司并未直接投资军工企业，而是以自有资金 2000 万元，作为有限合伙人参与了丰年资本旗下的军工基金，利用其专业平台聚焦军工产业、获取资源、积极推动产业转型。丰年资本也购入公司部分股权并自愿锁定 36 个月，与公司在互信互利的基础上展开长期、深入的合作。公司 2016 年风电场开发主要围绕浙江玉环大园头山分散式风电项目展开。报告期内，已完成了项目的可研报告编制、建设项目用地预审、环境保护评估及评审、电力接入系统设计及评审等前期工作。
- **投资建议：**预计 2017-2019 年分别实现净利 2.68、3.08 和 3.76 亿元，同比分别增长 22.11%、15.17%、22.14%，当前股价对应三年 PE 分别为 22、19、15 倍，给予目标价 11 元，“买入”评级。
- **风险提示：**风电装机不及预期，海上风电和海外业务拓展不及预期。

**图表 1: 公司财务数据预测**

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,438	1,597	1,506	1,872	2,140	2,345
增长率	33.26%	11.0%	-5.7%	24.3%	14.3%	9.6%
营业成本	-1,118	-1,078	-994	-1,294	-1,481	-1,578
% 销售收入	77.7%	67.5%	66.0%	69.1%	69.2%	67.3%
毛利	320	519	512	578	660	767
% 销售收入	22.3%	32.5%	34.0%	30.9%	30.8%	32.7%
营业税金及附加	-3	-9	-14	-13	-16	-18
% 销售收入	0.2%	0.6%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%
营业费用	-64	-78	-61	-83	-94	-102
% 销售收入	4.4%	4.9%	4.1%	4.4%	4.4%	4.3%
管理费用	-128	-164	-136	-176	-202	-219
% 销售收入	8.9%	10.2%	9.0%	9.4%	9.4%	9.3%
息税前利润 (EBIT)	126	268	300	307	348	428
% 销售收入	8.7%	16.8%	19.9%	16.4%	16.3%	18.2%
财务费用	2	4	1	5	9	12
% 销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	0	-85	-55	0	0	0
公允价值变动收益	0	-2	2	0	0	0
投资收益	1	9	8	7	8	8
% 税前利润	0.7%	4.7%	3.2%	2.3%	2.2%	1.7%
营业利润	129	195	257	320	365	447
营业利润率	9.0%	12.2%	17.0%	17.1%	17.0%	19.1%
营业外收支	3	4	4	4	4	4
税前利润	132	199	261	323	369	451
利润率	9.2%	12.4%	17.3%	17.3%	17.2%	19.2%
所得税	-35	-29	-41	-56	-61	-75
所得税率	26.9%	14.8%	15.9%	17.4%	16.5%	16.7%
净利润	97	169	219	267	308	376
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	97	169	219	268	308	376
净利率	6.7%	10.6%	14.6%	14.3%	14.4%	16.0%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	553	243	269	584	734	1,066
应收账款	514	882	920	963	1,150	1,270
存货	641	577	443	671	777	822
其他流动资产	61	395	367	378	390	394
流动资产	1,769	2,095	1,999	2,597	3,050	3,553
% 总资产	63.8%	67.4%	65.4%	71.8%	75.5%	78.9%
长期投资	74	20	20	20	20	20
固定资产	652	678	707	666	627	587
% 总资产	23.5%	21.8%	23.1%	18.4%	15.5%	13.0%
无形资产	260	288	291	297	302	307
非流动资产	1,002	1,015	1,056	1,021	988	951
% 总资产	36.2%	32.6%	34.6%	28.2%	24.5%	21.1%
资产总计	2,771	3,110	3,054	3,618	4,038	4,504
短期借款	10	5	5	0	0	0
应付账款	990	1,038	780	1,081	1,220	1,299
其他流动负债	25	77	92	140	114	124
流动负债	1,025	1,120	878	1,221	1,334	1,423
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	33	27	27	27	27	27
负债	1,058	1,147	904	1,248	1,360	1,450
普通股股东权益	1,515	1,963	2,150	2,370	2,678	3,054
少数股东权益	198	0	0	0	0	-1
负债股东权益合计	2,771	3,110	3,054	3,618	4,038	4,504

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.300	0.231	0.300	0.366	0.421	0.515
每股净资产 (元)	4.675	2.674	2.939	3.240	3.661	4.175
每股经营现金净流 (元)	0.224	0.085	0.258	0.466	0.302	0.485
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.065	0.065	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.41%	8.63%	10.19%	11.29%	11.51%	12.32%
总资产收益率	3.50%	5.45%	7.17%	7.40%	7.63%	8.36%
投入资本收益率	8.28%	13.34%	13.48%	14.30%	15.06%	18.06%
增长率						
营业总收入增长率	33.26%	11.04%	-5.72%	24.34%	14.33%	9.58%
EBIT增长率	48.55%	113.72%	11.97%	2.13%	13.49%	22.90%
净利润增长率	25.40%	74.53%	29.34%	22.11%	15.17%	22.14%
总资产增长率	16.51%	12.23%	-1.79%	18.44%	11.62%	11.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	101.5	130.6	174.6	147.8	153.9	155.3
存货周转天数	162.1	206.2	187.2	189.4	191.5	190.1
应付账款周转天数	48.6	68.5	90.3	76.1	79.5	80.2
固定资产周转天数	154.8	146.0	161.0	125.5	102.4	86.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.71%	-11.98%	-12.28%	-24.66%	-27.41%	-34.92%
EBIT利息保障倍数	-56.6	-60.0	-376.4	-56.4	-40.6	-36.6
资产负债率	38.18%	36.88%	29.60%	34.49%	33.69%	32.19%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	97	169	219	267	308	376
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	54	147	122	66	69	70
非经营收益	22	-18	-19	-11	-12	-12
营运资金变动	-101	-237	-133	19	-144	-80
经营活动现金净流	73	62	189	341	221	354
资本开支	110	77	92	28	32	30
投资	0	-55	-20	0	0	0
其他	138	-144	16	7	8	8
投资活动现金净流	27	-275	-97	-21	-24	-22
股权募资	10	179	0	0	0	0
债权募资	-18	-6	0	-5	0	0
其他	9	-70	-38	0	-48	0
筹资活动现金净流	0	103	-38	-5	-48	0
现金净流量	100	-110	55	315	149	332

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。