

2017年08月18日

海上海外放量明显，钢价上涨侵蚀利润 买入（维持）

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,506	1,869	2,208	2,497
同比(%)	-5.7%	24.1%	18.1%	13.1%
净利润(百万元)	219	278	339	399
同比(%)	29.3%	26.8%	22.1%	17.6%
毛利率(%)	33.1%	32.3%	31.0%	30.1%
ROE(%)	10.2%	11.9%	13.1%	13.7%
每股收益(元)	0.30	0.38	0.47	0.55
P/E	24.04	18.84	15.43	13.13
P/B	2.45	2.25	2.03	1.81

投资要点

■ **半年报业绩增长 1.34%：**公司发布 2017 年半年报，报告期内公司实现营业收入 7.17 亿元，同比增长 33.22%；实现归属母公司净利润 1.08 亿元，同比增长 1.34%。对应 EPS 为 0.15 元。其中 2 季度，实现营业收入 5.45 亿元，同比增长 49.23%，环比增长 217.84%；实现归属母公司净利润 0.68 亿元，同比下降 5.69%，环比增长 68.46%。2 季度对应 EPS 为 0.09 元。

■ **海上、海外放量明显，同比增长 813.44%、173.48%；钢价上涨侵蚀利润，毛利率下滑 11.68 个百分点：**公司报告期内共实现营业收入 7.17 亿元，同比增长 33.22%，海上、海外业务增长迅速，带动收入增长：1) 上半年国内海上风电进一步升温，公司海上风电实现收入 1.47 亿元，同比增长 813.44%；2) 海外业务收入 2.08 亿元，同比增长 173.48%。3) 受上半年国内陆上风机装机下滑及公司主动谋求战略调整有关，公司国内陆上风塔销售 3.27 亿元同比下滑 20% 左右。4) 海工业务收入 0.25 亿元，同比下滑 32.70%。受钢材价格上涨影响，公司毛利率下滑明显：陆上风电毛利率 27.96%，下滑 11.68 个百分点；海上风电毛利率 15.92%。整体毛利率和净利率分别同比下降 11.72%、4.75% 至 25.81%、15.12%。

■ **在手订单丰富，支撑快速增长；开展套期保值，维护毛利率稳定：**报告期内公司在执行及待执行订单合计 14.9 亿元，继续维持高位。其中陆上风电、海上风电、海工分别新增订单 6.17、0.79、1.20 亿元，在执行及待执行订单 9.70、3.76、1.30 亿元。特别是海外订单新增 4.20 亿元，在执行及待执行订单合计 3.77 亿元。公司公告开展套期保值业务，建过会显著降低毛利率的波动性。

■ **海上风电提速明显，今年将成爆发元年：**根据风能协会的统计，2016 年我国海上风电新增装机 154 台，容量达到 590MW，同比增长 64%，为历年之最。而根据我们的不完全统计，2016 年国内风电招标市场，有 2.086GW 的海上风电项目开始机组招标；2017 年 1 季度招标量达到 500MW，继续保持高位，项目将陆续在未来的 2 年内建成。风电运营商龙头 17 年海上风电并网目标增长明显。预计国内全年海上风电并网容量有望实现翻番。而根据规划，十三五期间我国海上风电规划并网 5GW，在建 10GW，中长期空间广阔。

■ **公司是海上风电桩基及风塔龙头企业，订单丰富，持续超预期：**公司旗下的蓝岛海工是国内重要的海工平台、海上风电导管/桩架及海上风塔制造商，拥有丰富的作业资质和经验。公司已生产交付过 4MW、5MW、6MW

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600515050001

021-60199798

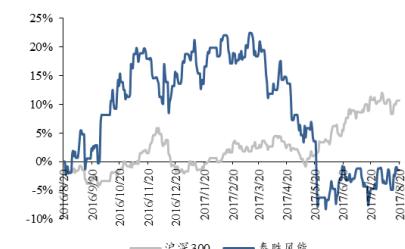
zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 曹越

021-60199587

caoyue@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.20
一年最低价/最高价	6.59/9.07
市净率(倍)	2.37
流通 A 股市值(百万元)	3533.49

基础数据

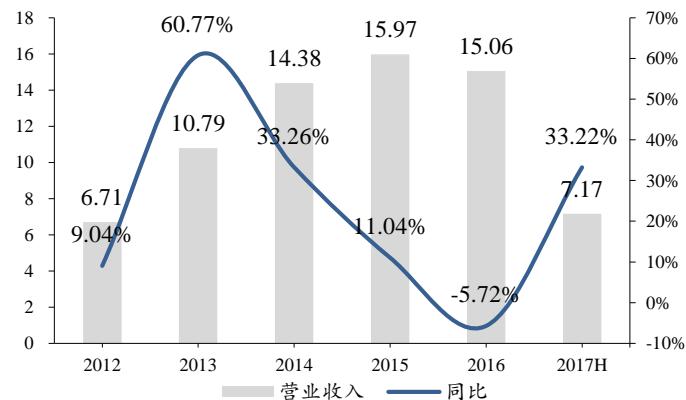
每股净资产(元)	3.04
资产负债率(%)	28.91
总股本(百万股)	727.09
流通 A 股(百万股)	490.76

相关研究

1. 业绩增长结构优化，海上、出口表现靓丽 (2017-07-14)
2. 业绩稳健增长，转型积极推进 (2017-04-26)
3. 业绩增长符合预期，海上风电提速受益标的 (2017-02-26)
4. 再获丰年资本增持，积极推进军工外延 (2017-01-08)

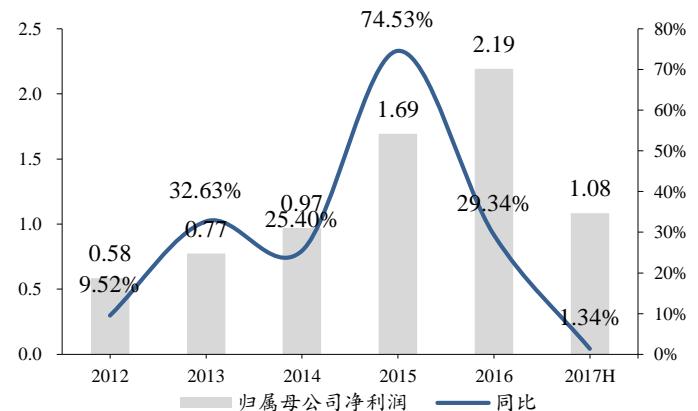
- 及日本浮体式海上风机塔架，3MW、6.5MW 海上风电导管架，批量的海上风电管桩，并已完成静海 101 海洋工程平台、海上风电升压站平台等的建造。16 年 11 月中标的国电投滨海北 H2#400MW 海上风电项目海上升压站平台项目也于今年 4 月建成并发运。根据公告，截至 1 季度末蓝岛海工正在执行及待执行合同金额就已经达到了 6 亿元。随着下半年订单的陆续交付，海上风电业务将持续超预期。
- **费用率下降 4.79%、预收款下降 48%，存货上升 16%：**公司 2017 年上半年期间费用同比下降 8.05% 至 0.76 亿元，期间费用率下降 4.79 个百分点至 10.67%。其中，销售、管理、财务费用分别同比下降 16.77%、下降 5.55%、上升 16.50% 至 0.19 亿元、0.55 亿元、0.02 亿元；费用率分别下降 1.57、下降 3.17、下降 0.05 个百分点至 2.62%、7.72%、0.33%。2017 年上半年经营活动现金流量净流出 0.38 亿元，同比增长 10.51%；销售商品取得现金 6.35 亿元，同比增长 8.66%。期末预收款项 1.94 亿元，同比下降 47.97%。期末应收账款 8.06 亿元，较期初增长 1.15 亿元，应收账款周转天数下降 42.92 天至 192.31 天。期末存货 5.14 亿元，较期初上升 0.71 亿元；存货周转天数下降 165.64 天至 161.99 天。
- **投资建议：**我们预计 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 2.78、3.39、3.99 亿元，同比分别增长 26.8%、22.1%、17.6%，EPS 分别为 0.38 元、0.47 元、0.55 元。给予公司 2018 年 26 倍 PE，目标价 12.2 元，给予公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**风电行业需求不达预期；海上风电发展不及预期；军工转型不达预期等。

图表 1：2017H 收入 7.17 亿元，同比增长 33.22%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 2：2017H 盈利 1.08 亿元，同比增长 1.34%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

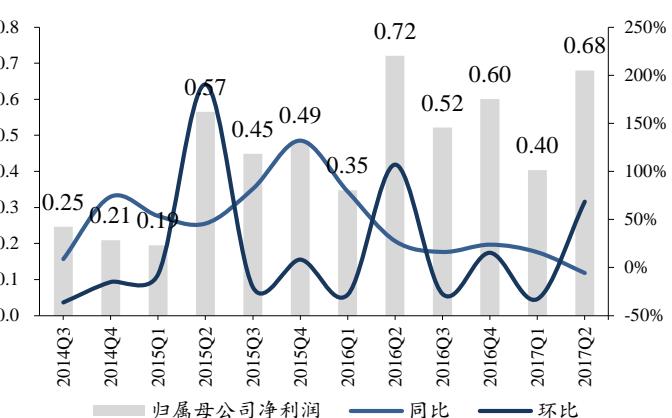
图表 3：2017Q2 营收 5.45 亿元，同比增长 49.23%

图表 4：2017Q2 盈利 0.68 亿元，同比下降 5.69%



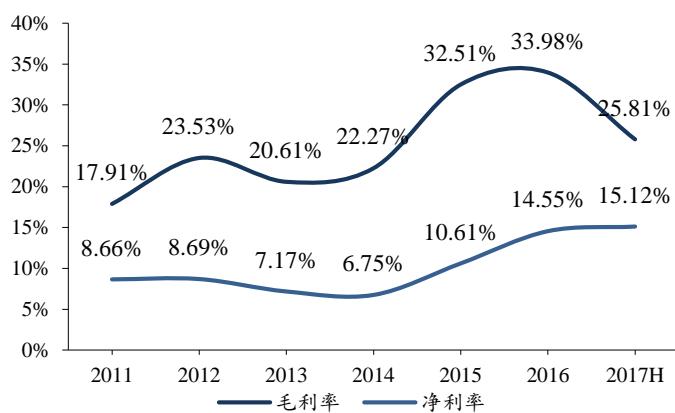
资料来源：Wind, 东吴证券研究所

图表 5: 2017H 毛、净利率同比下降 11.72%、4.75%



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

图表 6: 2017Q2 毛、净利率同比下降 15.57%、7.26%



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 2017H 期间费用 0.76 亿元，同比下降 8.05%



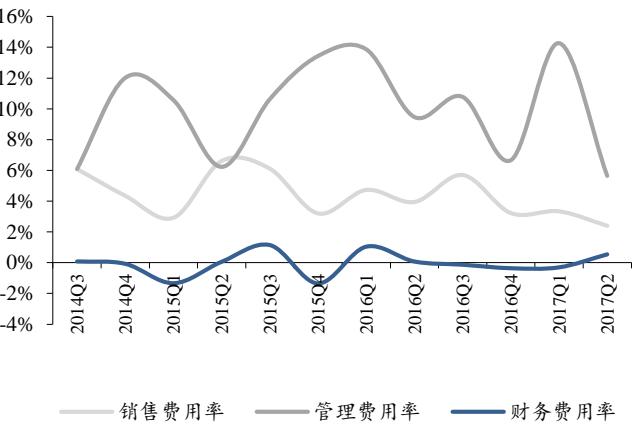
资料来源：Wind, 东吴证券研究所

图表 8: 2017H 期间费用率 10.67%，同比下降 4.79%



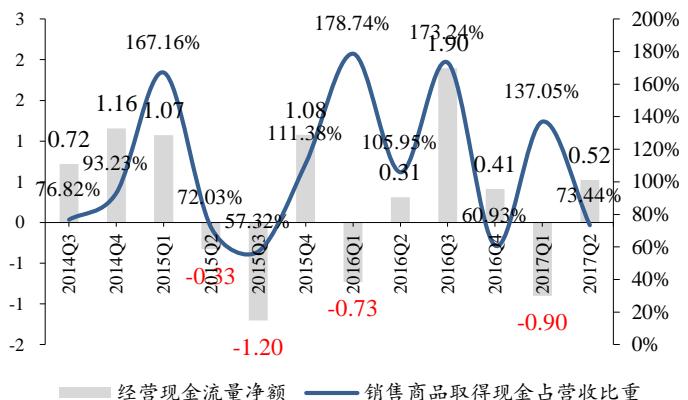
资料来源：Wind, 东吴证券研究所

图表 9: 2017H 现金净流出 0.38 亿元，同增 10.51%



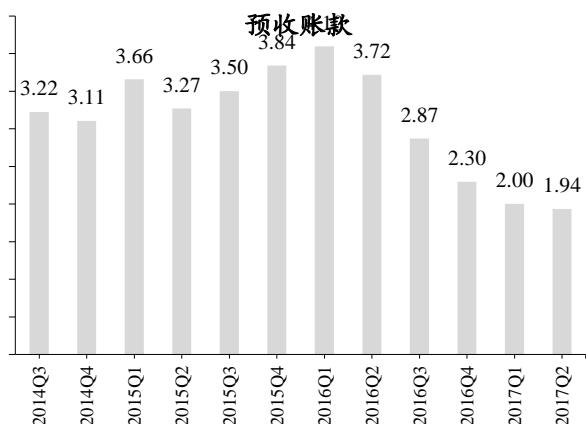
资料来源：Wind, 东吴证券研究所

图表 10: 期末预收款项 1.94 亿元，同比减少 47.97%



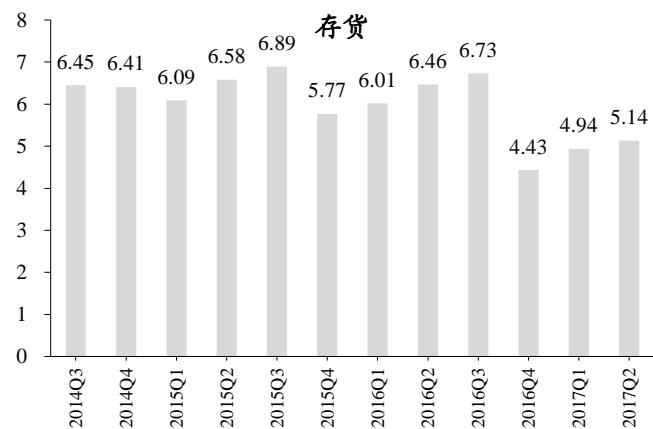
资料来源：Wind, 东吴证券研究所

图表 11：期末存货 5.14 亿元，较期初下降 1.33 亿元

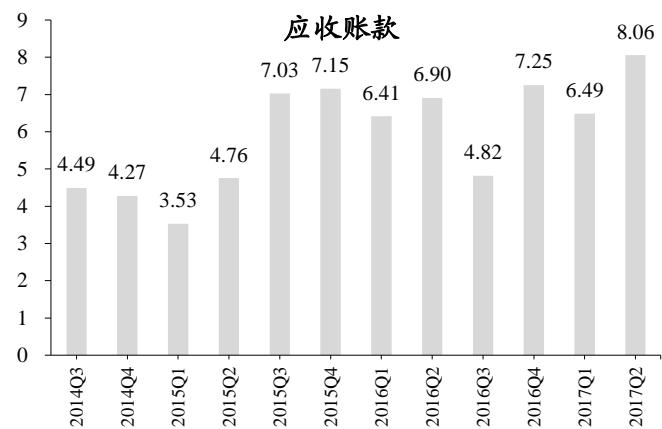


资料来源：Wind, 东吴证券研究所

图表 12：期末应收账款 8.06 亿元，增长 1.15 亿元



资料来源：Wind, 东吴证券研究所



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

图表 13：公司运营情况

泰胜风能	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流(亿元)
	2014Q3	6.09%	6.10%	0.08%	12.26%	21.13%	5.40%	176.51	113.36
2014Q4	4.35%	12.02%	-0.08%	16.28%	22.93%	4.54%	159.90	100.08	1.16
2015Q1	2.92%	10.57%	-1.35%	12.14%	22.44%	7.56%	281.69	136.45	1.07
2015Q2	6.62%	6.24%	0.05%	12.91%	31.26%	13.01%	234.56	117.43	(0.33)
2015Q3	6.11%	10.64%	1.14%	17.89%	37.25%	10.14%	231.30	134.46	(1.20)
2015Q4	3.20%	13.44%	-1.36%	15.27%	34.76%	10.50%	203.33	128.82	1.08
2016Q1	4.73%	13.87%	1.04%	19.64%	38.12%	20.17%	496.41	353.77	(0.73)
2016Q2	3.95%	9.47%	0.07%	13.49%	37.25%	19.73%	327.63	235.23	0.31
2016Q3	5.70%	10.78%	-0.14%	16.34%	34.61%	16.77%	312.97	190.42	1.90
2016Q4	3.22%	6.67%	-0.37%	9.52%	30.78%	9.15%	184.68	172.24	0.41
2017Q1	3.34%	14.27%	-0.31%	17.30%	38.93%	23.53%	402.50	360.58	(0.90)
2017Q2	2.40%	5.65%	0.54%	8.59%	21.68%	12.47%	161.99	192.31	0.52
同比	-1.55%	-3.82%	0.47%	-4.90%	-15.57%	-7.26%	(165.64)	(42.92)	0.21

环比	-0.94%	-8.62%	0.85%	-8.71%	-17.25%	-11.06%	(240.52)	(168.27)	1.42
----	--------	--------	-------	--------	---------	---------	----------	----------	------

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 14：公司分季度经营情况

泰胜风能	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	同比	环比
营业收入	2.57	4.35	4.42	4.62	1.73	3.65	3.11	6.57	1.71	5.45	49.23%	217.84%
毛利率	22.44%	31.26%	37.25%	34.76%	38.12%	37.25%	34.61%	30.78%	38.93%	21.68%	-15.57%	-17.25%
毛利润	0.58	1.36	1.65	1.61	0.66	1.36	1.08	2.02	0.67	1.18	-13.15%	77.02%
期间费用率	12.14%	12.91%	17.89%	15.27%	19.64%	13.49%	16.34%	9.52%	17.30%	8.59%	-4.90%	-8.71%
销售费用	0.08	0.29	0.27	0.15	0.08	0.14	0.18	0.21	0.06	0.13	-9.36%	128.17%
管理费用	0.27	0.27	0.47	0.62	0.24	0.35	0.34	0.44	0.24	0.31	-10.92%	25.92%
财务费用	-0.03	0.00	0.05	-0.06	0.02	0.00	0.00	-0.02	-0.01	0.03	1040.20%	-647.44%
期间费用	0.31	0.56	0.79	0.71	0.34	0.49	0.51	0.63	0.30	0.47	-5.00%	57.76%
资产减值	0.03	0.14	0.22	0.46	-0.04	0.05	-0.06	0.60	-0.07	0.11	135.20%	-260.94%
营业利润	0.23	0.70	0.63	0.39	0.39	0.84	0.63	0.71	0.43	0.60	-29.09%	39.67%
营业外收入	0.01	0.01	0.02	0.00	0.02	0.00	0.02	0.00	0.04	0.17	3879.98%	292.02%
利润总额	0.24	0.71	0.64	0.39	0.41	0.85	0.64	0.71	0.47	0.77	-9.25%	65.08%
所得税	0.05	0.12	0.12	0.01	0.06	0.13	0.12	0.11	0.06	0.09	-29.54%	42.96%
归母净利	0.19	0.57	0.45	0.49	0.35	0.72	0.52	0.60	0.40	0.68	-5.69%	68.46%
净利率	7.56%	13.01%	10.14%	10.50%	20.17%	19.73%	16.77%	9.15%	23.53%	12.47%	-7.26%	-11.06%
存货	6.09	6.58	6.89	5.77	6.01	6.46	6.73	4.43	4.94	5.14	-20.54%	4.08%
股本	7.27	7.27	7.27	7.27	7.27	7.27	7.27	7.27	7.27	7.27	0.00%	0.00%
EPS	0.03	0.08	0.06	0.07	0.05	0.10	0.07	0.08	0.06	0.09	-5.69%	68.46%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

泰胜风能三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1998.9	2374.2	2871.0	3838.6	营业收入	1505.6	1869.1	2207.7	2497.0
现金	269.0	391.3	477.0	1127.8	营业成本	994.0	1249.1	1507.9	1731.7
应收款项	919.6	1024.2	1209.7	1368.2	营业税金及附加	14.0	16.8	15.5	12.5
存货	443.1	547.6	661.0	759.1	营业费用	61.5	74.8	77.3	74.9
其他	367.4	411.2	523.3	583.5	管理费用	141.7	176.9	185.3	183.5
非流动资产	1055.6	1138.8	1162.4	1181.2	财务费用	-0.8	-9.6	-12.7	-11.3
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	8.3	8.0	8.0	8.0
固定资产	707.0	799.0	831.3	858.8	其他	-47.0	-41.3	-41.3	-41.3
无形资产	261.2	252.5	243.8	235.1	营业利润	256.6	327.8	401.2	472.4
其他	87.3	87.3	87.3	87.3	营业外净收支	3.9	4.0	4.0	4.0
资产总计	3054.5	3513.0	4033.4	5019.8	利润总额	260.5	331.8	405.2	476.4
流动负债	877.5	1137.1	1397.7	1559.0	所得税费用	41.4	49.8	60.8	71.5
短期借款	5.0	5.0	5.0	5.0	少数股东损益	-0.0	4.2	5.2	6.1
应付账款	521.5	684.5	826.2	948.9	归属母公司净利润	219.1	277.8	339.3	398.9
其他	351.1	447.6	566.5	605.2	EBIT	300.4	360.2	430.5	503.1
非流动负债	26.7	27.7	28.7	529.7	EBITDA	367.4	408.1	484.8	563.9
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	26.7	27.7	28.7	529.7					
负债总计	904.2	1164.7	1426.4	2088.7					
少数股东权益	0.4	3.9	8.2	13.3					
归属母公司股东权益	2149.9	2344.3	2598.8	2917.9					
负债和股东权益总计	3054.5	3513.0	4033.4	5019.8					
现金流量表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	188.8	331.6	298.5	360.2	每股收益(元)	0.30	0.38	0.47	0.55
投资活动现金流	-96.6	-126.0	-128.0	-129.6	每股净资产(元)	2.94	3.22	3.57	4.01
筹资活动现金流	-37.2	-83.3	-84.8	420.2	发行在外股份(百万股)	731.5	727.1	727.1	727.1
现金净增加额	54.6	122.3	85.8	650.8	ROIC(%)	12.3%	13.9%	15.8%	17.2%
折旧和摊销	67.1	47.9	54.4	60.8	ROE(%)	10.2%	11.9%	13.1%	13.7%
资本开支	-8.4	-126.0	-128.0	-129.6	毛利率(%)	33.1%	32.3%	31.0%	30.1%
营运资本变动	-154.5	-47.6	-149.3	-154.6	EBIT Margin(%)	19.9%	19.3%	19.5%	20.1%
企业自由现金流	201.8	180.5	142.9	204.3	销售净利率(%)	14.6%	14.9%	15.4%	16.0%
					资产负债率(%)	29.6%	33.2%	35.4%	41.6%
					收入增长率(%)	-5.7%	24.1%	18.1%	13.1%
					净利润增长率(%)	29.3%	26.8%	22.1%	17.6%
					P/E	24.04	18.84	15.43	13.13
					P/B	2.45	2.25	2.03	1.81
					EV/EBITDA	16.80	15.76	13.81	13.04

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>