

泰胜风能 (300129)

细分市场高景气，量利齐升助成长

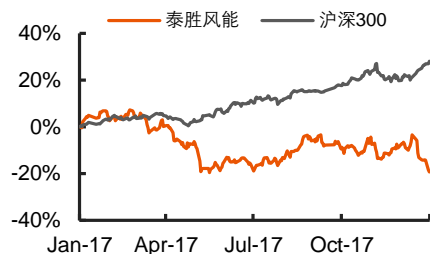
推荐 (首次)

现价: 6.72 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.shtsp.com
大股东/持股	柳志成/8.00%
实际控制人	柳志成
总股本(百万股)	727
流通 A 股(百万股)	491
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	48.86
流通 A 股市值(亿元)	32.98
每股净资产(元)	3.11
资产负债率(%)	30.10

行情走势图



证券分析师

皮秀 投资咨询资格编号
S1060517070004
010-56800184
PIXIU809@PINGAN.COM.CN

朱栋 投资咨询资格编号
S1060516080002
021-20661645
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

研究助理

张冀 一般从业资格编号
S1060116090035
021-38643759
ZHANGYAN641@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **风电拐点显现，国内塔筒业务有望触底反弹。**2017 年前三季度全国弃风率 12.2%，同比下降 6.7 个百分点，国内弃风拐点显现。在多重因素推动下，国内风电市场有望步入新景气周期。公司新疆工厂和包头工厂所在地市场环境有望明显回暖，宁夏和内蒙均已开始核准新的风电项目，新疆准东特高压建设投运将带动配套风电建设，推动国内塔筒业务触底反弹。
- **海外业务放量，持续高增长可期。**经过多年培育，公司海外业务步入收获期。2017 年上半年，海外业务实现营收 2.08 亿元，同比增长 173.5%，新增海外订单 4.2 亿元，在手订单 3.8 亿元，海外业务明显放量。公司海外业务主要客户包括维斯塔斯、金风科技等，维斯塔斯的风机业务发展势头良好，在手订单处于历史最高水平，金风科技未来海外拓展有望加快，优质大客户助力公司海外业务持续增长。
- **海上风电风口将启，蓝岛海工迎机遇。**2014 年以来我国海上风电发展显著加快，新增装机呈现快速发展。2017 年 1-9 月，国内海上风电项目招标规模 2.9GW，同比增长 189%。蓝岛海工定位为大型/重型海上风电装备制造基地，参与了珠海桂山、国家电投滨海北区 H1/ H2、三峡响水、鲁能东台、大唐滨海等海上风电项目，2017 年上半年海上风电类产品实现收入 1.47 亿元，同比增长 813.44%，未来将受益国内海上风电发展。
- **盈利能力有望回升。**钢材是公司主营业务成本的最主要组成部分，2017 年国内钢材价格明显上涨，公司毛利率承压，2017 年前三季度综合毛利率 25.58%，同比下降 10.88 个百分点。我们判断 2018 年钢材价格难现 2017 年的大幅上涨，基于成本加成定价模式，公司产品毛利率和盈利水平有望回升。
- **投资建议。**预计 2017~2019 年归母净利润分别为 1.9、3.18、4.02 亿元，对应 PE 25.8、15.4、12.2 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示。**大型化、重型化海上风电基础平台需求不及预期、竞争加剧；海外业务波动风险；坏账计提风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1597	1,506	1,763	2,225	2,651
YoY(%)	11.0	-5.7	17.1	26.2	19.2
净利润(百万元)	169	219	190	318	402
YoY(%)	74.5	29.3	-13.5	67.6	26.5
毛利率(%)	32.5	34.0	25.4	28.7	30.1
净利率(%)	10.6	14.6	10.8	14.3	15.2
ROE(%)	8.6	10.2	8.3	12.4	13.8
EPS(摊薄/元)	0.23	0.30	0.26	0.44	0.55
P/E(倍)	28.8	22.3	25.8	15.4	12.2
P/B(倍)	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7

正文目录

一、陆上风电：国内业务复苏，海外拓展持续	4
1.1 弃风改善，国内风电市场反转可期	4
1.2 新疆和包头工厂助力国内业务触底回暖	5
1.3 海外业务放量，持续高增长可期	7
二、海上风电：风口将启，蓝岛海工迎机遇	9
2.1 发展提速，海上风电迎黄金时代	9
2.2 重金打造蓝岛海工，定位高端迎接风口	11
三、盈利能力有望回升，军工外延持续推进	12
3.1 钢材价格有望企稳，毛利率有望回升	13
3.2 牵手丰年资本，布局军工业务	13
四、投资建议	14

图表目录

图表 1	历年弃风率与行业新增装机增速对比	4
图表 2	前三季度全国及红六省弃风率大幅下降	4
图表 3	国内新增装机预测 (GW)	5
图表 4	新疆泰胜历年经营数据	5
图表 5	宁夏 2017 年以来核准的风电项目明细	6
图表 6	内蒙古锡盟地区 2017 年以来核准的风电项目明细	7
图表 7	2017 年上半年海外收入达 2.08 亿元	8
图表 8	维斯塔斯在手风机订单持续增长 (MW)	8
图表 9	国内海上风电历年新增装机情况	9
图表 10	各省海上风电规划情况	9
图表 11	截至 2017 年 8 月在建海上风电项目情况	10
图表 12	蓝岛海工为珠海桂山项目提供的导管架	11
图表 13	蓝岛海工为三峡响水项目提供的管桩	11
图表 14	蓝岛海工近年营收和利润情况	12
图表 15	钢材和法兰是主要的成本组成部分	13
图表 16	2016 年以来钢材价格上涨明显	13
图表 17	公司毛利率季度变化 (%)	13

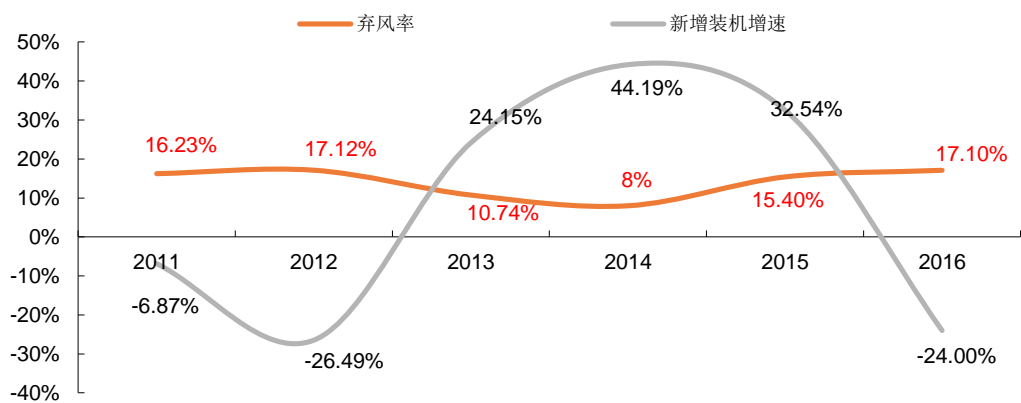
一、 陆上风电：国内业务复苏，海外拓展持续

1.1 弃风改善，国内风电市场反转可期

从行业层面来看，国内风电市场具有较明显的周期性，其中弃风率是影响新增装机增长与衰退的核心因素。

历史数据表明，当弃风率处于高位时，开发商的投资积极性较差，且政策的监管力度加强，尤其是近年出台的红色预警机制，对于新增装机的影响较大，新增装机存在下行压力；相反，弃风率处于低位时，开发商的投资积极性较高，政策监管的约束也会消除，行业有望呈现较好的发展趋势。

图表1 历年弃风率与行业新增装机增速对比



资料来源:国家能源局, 平安证券研究所

目前来看，弃风率的拐点已经显现，2017 年前三季度全国弃风率 12.2%，同比下降 6.7 个百分点。在政策的推动下，有效的应对弃风问题的措施得以实施，2017 年 11 月，国家发展改革委、国家能源局印发《解决弃水弃风弃光问题实施方案》，从政策层面提出系统的弃水弃风弃光解决方案，包括特高压输电通道的建设投运、火电机组灵活改造、风电供暖等，未来弃风率将继续下降，2020 年有望下降至 5%左右的水平。

图表2 前三季度全国及红六省弃风率大幅下降

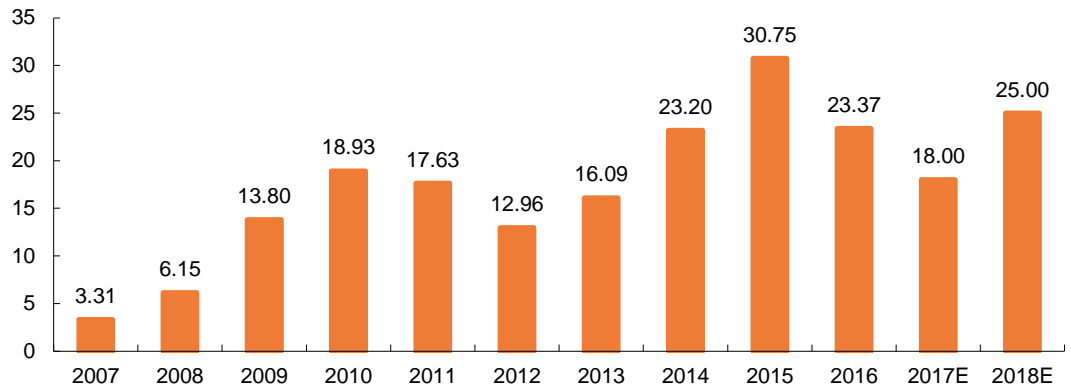
	前三季度风电利用小时			弃风率	
	2017	2016	同比增长	2017	2016
全国	1386	1251	135	12.20%	18.90%
新疆	1377	946	431	29.30%	41%
吉林	1246	951	295	19%	34%
甘肃	1068	870	198	33%	46%
黑龙江	1351	1182	169	12%	18%
宁夏	1210	1064	146	3%	17%
内蒙	1432	1360	72	14%	23%

资料来源: 国家能源局, 平安证券研究所

新增装机方面，我们判断 2018 年有望迎来新增装机的拐点，特高压配套、部分省份红色预警解除带来的装机反弹、海上风电、分散式风电都将是重要的增长点，预计国内新增装机 25~30GW，较 2017 年的 18~20GW 装机水平增长明显。

(风电行业反转逻辑具体参见我们专题报告《风电专题之一：国内市场有望步入新景气周期》)

图表3 国内新增装机预测 (GW)



资料来源:国家能源局, 平安证券研究所

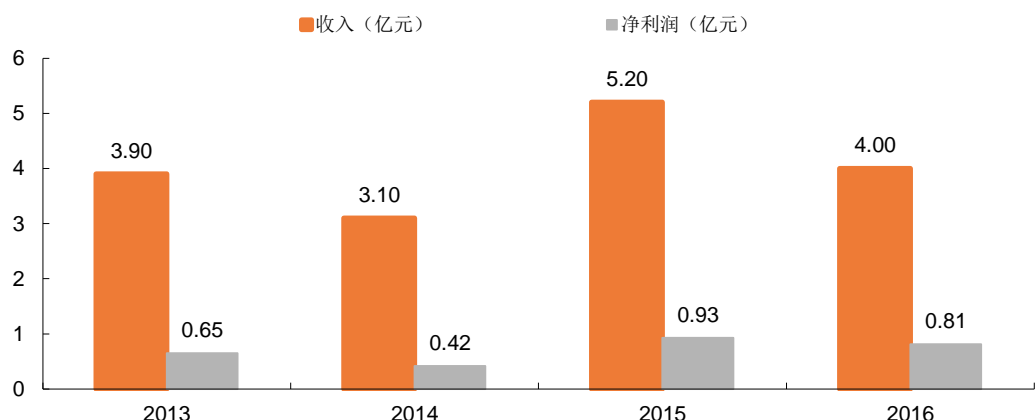
1.2 新疆和包头工厂助力国内业务触底回暖

公司陆上塔筒的主要生产基地包括上海金山、江苏东台、内蒙包头以及新疆等, 考虑塔筒体积和重量大, 运输费用不菲, 一般认为塔筒工厂运输半径 500~800 公里。对于公司来说, 考虑工厂所在地运输半径以内的市场发展趋势更具针对性。具体来看, 新疆和包头工厂受益当地市场环境的回暖, 有望提供主要业务增量; 东台和金山工厂面向海外市场和国内以江、浙为主的中东南部市场, 其国内市场业务有望平稳。

(1) 新疆工厂

从历年来看, 面向新疆市场的新疆工厂均是公司陆上风塔业务的重要收入和利润来源, 2016 年新疆工厂贡献的利润估计占到风塔业务利润的半壁江山。

图表4 新疆泰胜历年经营数据



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

2016 年 7 月, 国家能源局发布《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》, 新疆被核定为红色预警省份, 新的风电项目核准和建设开始受到限制。2016 年全年, 新疆的弃风率攀升至 38%, 因此 2017 年依然被核定为红色预警。

红色预警的影响是显著的，2016年新疆吊装的装机容量2.77GW，同比下降58%，也低于2013、2014年的装机水平。2017年，红色预警对于新疆的影响涵盖整个年度，管控更加严格，预计新疆全年新增装机的下滑幅度更大，推断2017年新疆工厂业务量极大收缩。

展望2018年，新疆市场有望迎来转机，2018年及以后市场需求将持续向好。

2017年8月，新疆发改委下达《自治区2017年准东新能源基地百里风区风电基地新能源项目建设计划的通知》，其中风电建设计划200万千瓦。具体为：昌吉州80万千瓦、阿勒泰地区10万千瓦风电、吐鲁番市45万千瓦风电、哈密市30万千瓦风电、兵团第六师30万千瓦、兵团第十三师5万千瓦风电。2017年主要开展前期工作和项目核准，2018年有望落地。

2018年，根据建设进度规划，准东-皖南特高压有望投运，该工程投运对新疆风电有两层利好：（1）据报道，准东-皖南特高压送端原计划的配套电源为煤电1320万千瓦、风电520万千瓦、光伏250万千瓦，根据2016年10月出台的《国家能源局关于进一步调控煤电规划建设的通知》，准东-皖南配套的煤电投产规模在2020年底前要控制在国家规划规模的一半以内，意味着风电的配套规模有望在原规划基础上有所增加。（2）2017年前三季度新疆弃风率29.3%，准东-皖南特高压的额定输送功率1200万千瓦，项目投运后新疆弃风率将进一步大幅下降，有望助力新疆2019年移出红色预警，从而可以新建风电项目。

目前，公司在新疆的哈密、昌吉、阿勒泰地区均有已建成或在建工厂，现有产能达600台套以上，随着新疆市场的复苏，产能利用率降至冰点的新疆工厂有望触底反弹，逐步恢复往日荣光。

（2）包头工厂

包头工厂主要面向内蒙、宁夏和海外市场，2017年宁夏和内蒙均为红色预警省份，估计包头工厂面向国内市场的业务相对较少，但包头工厂具有向维斯塔斯直供的资质，2017年估计以面向海外市场为主，同时兼顾宁夏、河北等国内市场。

展望2018年，内蒙和宁夏都可能被移出红色预警，市场需求有望强力反弹：（1）2017年以来，宁夏的弃风问题明显改善，前三季度弃风率仅3%，同比明显下降，在此背景下，宁夏新的项目核准约束呈现松动迹象，2017年11月以来，宁夏发改委核准的风电项目达1.9GW，宁夏的红色预警限制已基本消除，2018年宁夏新增装机有望迎来反弹。（2）内蒙作为2017年被能源局核定的红色预警省份，新的风电项目核准同样受到约束，但2017年弃风率有所下降，前三季度弃风率14%，同比下降约9个百分点。锡盟发改委自2017年下半年来陆续核准的风电项目达4.4GW，多数项目单体容量超过100MW，且仍有部分项目处于公示期，后续有望获得核准。该批新核准项目主要为锡盟特高压配套项目。

包头工厂产能估计200~300台套，随着宁夏、内蒙市场的复苏，包头工厂的业务有望更加饱满，且将以国内市场为主。

图表5 宁夏2017年以来核准的风电项目明细

核准日期	项目名称	容量(MW)
2017.12.19	国家电投中卫香山风电场新建工程	200
2017.12.15	三峡新能源同心50MW风电项目	50
2017.12.15	汇能风电西吉偏城乡风电项目	50
2017.12.12	宁夏嘉泽苏家梁风电项目	100
2017.12.12	三峡新能源红寺堡大河风电项目	100
2017.12.4	中赢正源（盐池）惠安堡风电项目	150
2017.11.27	宁夏大唐国际新庄集乡（原南川）风电项目	150
2017.11.27	宁夏国博新能源同心焦家畔风电项目	100
2017.11.27	卧龙电气中宁县新堡镇风电项目	100

2017.11.24	宁夏盐池马斯特冯记沟（一期）风电项目	50
2017.11.24	华润海原呱呱山风电项目	200
2017.11.24	宁夏盐池马斯特冯记沟（三期）风电项目	50
2017.11.24	宁夏盐池马斯特冯记沟（二期）风电项目	50
2017.11.24	宁夏盐池马斯特冯记沟（四期）风电项目	50
2017.11.24	宁夏中宁县喊叫水风电项目	150
2017.11.22	京能宁东风电场（灵武新立）五期风电项目	50
2017.11.20	神华国能宁夏盐池惠安风电场二期 50MW 项目	50
2017.11.20	国华盐池青山三期风电项目	150
2017.11.9	国博新农村风光互补养殖扶贫一体化示范项目	18
2017.11.9	鲁能宁夏盐池于家梁风电项目	100
	合计	1918

资料来源：宁夏发改委，平安证券研究所

图表6 内蒙古锡盟地区 2017 年以来核准的风电项目明细

核准日期	项目名称	容量(MW)
2017.11.29	内蒙古新锋风力发电有限公司正蓝旗黑城子 100MW 风电场	100
2017.11.29	阿巴嘎旗天润新能源有限公司别力古台特高压 125MW 风电项目	125
2017.11.29	华润新能源（正镶白旗）有限公司正镶白旗 225MW 风电项目	225
2017.11.29	蒙能集团锡林清洁能源分公司东苏巴彦杭盖 300MW 风力发电项目	300
2017.11.24	阿巴嘎旗天润新能源有限公司别力古台 3#风电场二期 50MW 风电项目	50
2017.10.16	华能阿巴嘎旗新能源发电有限公司华能内蒙古阿巴嘎旗别力古台一期	200
2017.10.16	华能阿巴嘎旗清洁能源有限责任公司华能华北别力古台风电场一期	175
2017.10.16	镶黄旗盛世鑫源风力发电有限责任公司	125
2017.10.16	深能北方（锡林郭勒）能源开发有限公司镶黄旗德斯格图	400
2017.10.16	太仆寺旗深能北方能源开发有限公司太仆寺旗	400
2017.8.24	锡林郭勒盟镶黄旗协鑫能源有限公司镶黄旗	125
2017.8.24	神华（锡林浩特）新能源有限责任公司神华锡林浩特风电场一期	225
2017.8.24	阿巴嘎旗绿能新能源有限公司别力古台风电场一期	225
2017.8.24	大唐多伦瑞源新能源有限公司大唐多伦学田地	175
2017.7.31	阿巴嘎旗鑫昇新能源投资建设有限公司别力古台 2#风电场一期	100
2017.7.31	阿巴嘎旗斯能新能源有限公司建设斯能阿巴嘎旗 3#风电场一期	150
2017.7.31	中能建投锡林郭勒盟新能源有限公司中国能源建设集团锡林郭勒盟阿巴嘎旗	225
2017.7.31	内蒙古乌达莱新能源有限公司锡林浩特	475
2017.7.4	锡林浩特市京运通风力发电有限公司京运通宝力格	300
2017.7.3	内蒙古大唐国际苏尼特左新能源有限责任公司苏尼特左旗	150
2017.7.3	镶黄旗大唐国际新能源有限责任公司镶黄旗	150
	合计	4400

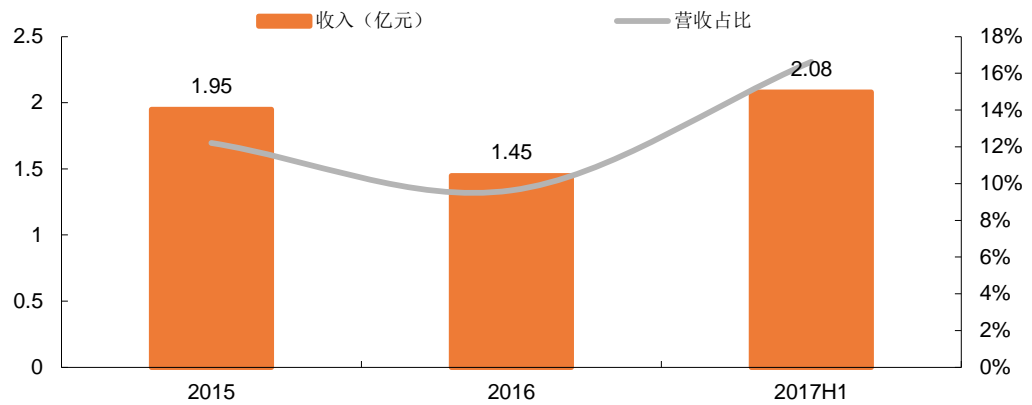
资料来源：锡盟发改委，平安证券研究所

1.3 海外业务放量，持续高增长可期

海外业务是公司重点拓展的业务方向，一般而言，海外业务的盈利水平、回款均较国内好，但技术、质量等方面要求更为严苛。

公司海外业务以塔筒外销为主，经过多年培育，海外业务逐渐步入收获期。2017年上半年，海外业务实现营收 2.08 亿元，同比增长 173.5%，明显放量（2017年上半年公司海工业务收入仅 0.25 亿元，因此海外业务收入绝大部分由塔筒外销提供）。订单方面，2017 年上半年新增海外订单 4.2 亿元，在手订单 3.8 亿元，在手订单处于高位。

图表7 2017 年上半年海外收入达 2.08 亿元



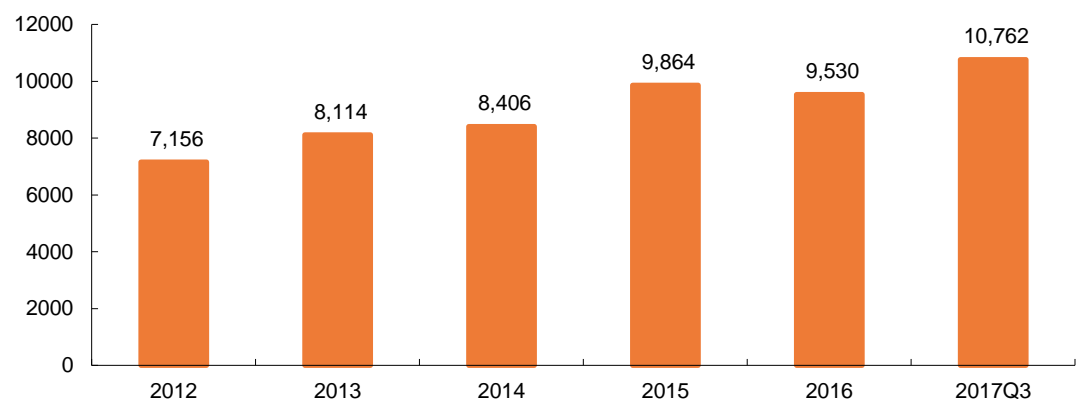
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

公司海外业务主要客户包括维斯塔斯、金风科技等，其中维斯塔斯是最主要的海外客户。截至 2016 年底，金山工厂和包头工厂具备向维斯塔斯直供的资质，2017 年，公司依托蓝岛海工新的技改项目积极推动维斯塔斯直供认证。2014 年蓝岛海工的钢材处理能力达 6 万吨，随着“重型装备产业协同技改项目”的建设完成，预计蓝岛海工的产能达到 10 万吨级，2018 年公司可供维斯塔斯的产能有望大幅扩充。

从客户需求角度，维斯塔斯的风机业务发展势头良好，在手订单处于历史最高水平。2017 年前三季度，维斯塔斯新增风机订单 7.33GW，同比增长 23%；在手风机订单超过 10GW，处于历史高位。从维斯塔斯 2017 年新增订单来看，前三季度亚太地区的新增订单达 1.1GW，同比增长 223%，墨西哥、阿根廷等美国以外的美洲国家订单增速也较快，维斯塔斯可能将更加倚重中国的塔筒供应商。

金风 2017 年成功开发美国 Rattle Snake、澳洲 Stockyard 等、阿根廷 Loma Blanca 等海外项目，截至 2017 年三季度末待开发和储备项目的合计容量达到 1.77GW，其中规划容量 530MW 的澳洲 Stockyard 计划于 2018 年开工。随着“两海战略”的实施，金风未来海外拓展有望加快。

图表8 维斯塔斯在手风机订单持续增长 (MW)



资料来源:维斯塔斯, 平安证券研究所

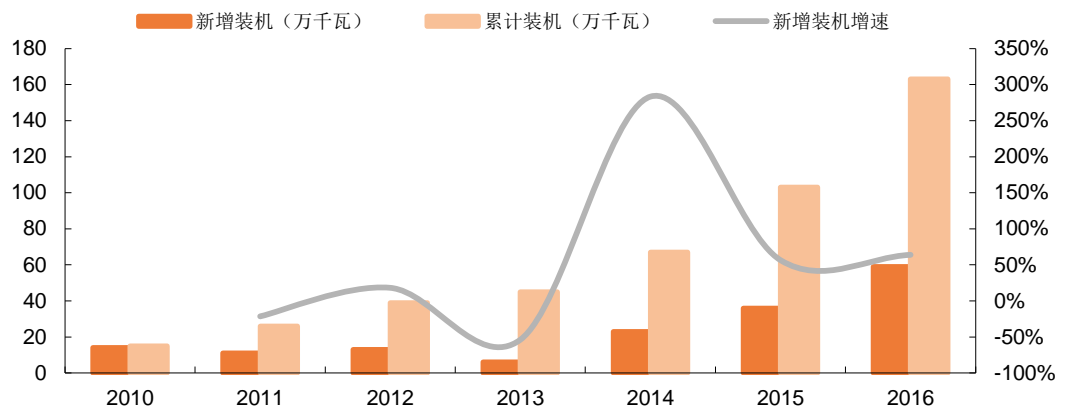
公司海外业务的盈利水平明显高于国内业务，2016 年海外业务毛利率 46.78%，较国内业务的 32.62% 的高出 14.16 个百分点。因此，随着海外业务的较快增长，有望提供较为明显的业绩增量。

二、海上风电：风口将启，蓝岛海工迎机遇

2.1 发展提速，海上风电迎黄金时代

在政策的推动下，2014 年以来我国海上风电发展显著加快，新增装机呈现快速发展。2016 年，我国海上风电新增装机 154 台，容量为 59 万千瓦，同比增长 64%，累计装机容量达到 163 万千瓦，约占全球海上风电累计装机容量的 11%，累计装机估摸仅次于英国和德国。预计 2017 年新增装机仍将保持较快的增速。

图表9 国内海上风电历年新增装机情况



资料来源:CWEA, 平安证券研究所

图表10 各省海上风电规划情况

省份	政策文件	海上风电相关内容
广东	《广东省海洋经济发展“十三五”规划》	到 2020 年，海上风电力争建设投产 100 万千瓦以上。
江苏	《江苏省“十三五”能源发展规划》	到 2020 年，海上风电累计并网 350 万千瓦，保持全国领先水平。
福建	《国家能源局关于福建省海上风电的复函》	规划总规模 1330 万千瓦，包括福州、漳州、莆田、宁德和平潭所辖海域 17 个风电场。到 2020 年底，福建省海上风电装机规模要达到 200 万千瓦以上，到 2030 年底要达到 300 万千瓦以上。
浙江	《浙江省能源发展“十三五”规划》	十三五重点建设舟山普陀 6 号二区，嘉兴 1 号、2 号，象山 1 号，玉环 1 号，岱山 2 号、4 号等海上风电项目。
山东	《山东省电力发展“十三五”规划》	规划鲁北、莱州湾、渤中、长岛、半岛北、本岛南等六个百万千瓦级海上风电场，总装机规模 1275 万千瓦。
河北	《河北省“十三五”能源发展规划》	推进唐山沿海风电建设，到 2020 年沿海风电装机容量争取达到 80 万千瓦。
辽宁	《大连市海上风电场工程规划》(2013 年版)	大连市规划海上风电总装机容量 190 万千瓦，2017 年东北首个海上风电项目三峡庄河 300MW 海上风电项目开工
上海	《上海市能源发展“十三五”规划》	加快临港海上风电基地建设，适时启动奉贤海上风电开发。在顾园沙、东海大桥南侧等海域积极探索，争取在区域共赢合作开发方面进行示范突破，支持探索深远海海上风电开发。

海南 《海南省“十三五”能源发展规划》

到 2020 年，争取投产东方近海风电装机共 35 万千瓦。开展东方 #2 风电场、乐东、文昌、临高、儋州等近海风电前期研究。

资料来源：各省发改委，平安证券研究所

目前，国内运营商对于海上风电的投资热情高涨，大型能源央企以及地方能源投资平台均在竞相参与海上风电项目的投资建设，海上风电投资不仅有条件获得与陆上风电相当的收益率，甚至具备获取超额收益的可能。

以江苏海域为例，基于 14~15 元/w 的项目投资成本以及 2500 小时左右的发电利用小时数，在基准利率下浮 10% 的融资成本情况下，全部投资内部收益率有望达到 8%。福建海域海上风电项目在上网电价相同的情况下发电利用小时数明显提升，有条件达到 4000 小时以上，以福建莆田平海湾一期 50MW 风电场为例，2017 年发电利用小时数有望超过 4500 小时，按照初始投资成本 22 元/w 大致估算，5 年质保期内有望回收自有资本金，超额收益明显。

根据《风能》杂志的不完全统计，截至 2017 年 8 月，国内在建的海上风电项目 4.8GW，近一年已核准尚未开工的项目规模达 2.8GW，海上风电储备项目充足。根据金风科技披露的数据，2017 年 1-9 月，国内海上风电项目招标规模 2.9GW，同比增长 189%，占全国招标量的 13.6%。

2017 年 12 月，广东发改委印发《广东省“十三五”能源结构调整实施方案》，明确提出到 2020 年底，广东开工建设海上风电装机容量约 1200 万千瓦以上，其中建成 200 万千瓦以上。而前期出台的《广东省海洋经济发展“十三五”规划》规划到 2020 年建成海上风电 100 万千瓦以上，装机目标明显上调。同时，该实施方案提出 2017 年开工建设广核阳江南鹏岛等 5 个项目共计约 150 万千瓦，2018 年开工建设国家电投揭阳靖海等 10 个项目共计约 365 万千瓦，开工项目规模翻倍以上增长。广东加快海上风电发展是国内海上风电行业发展提速的缩影。

预计十三五期间我国累计并网规模有望达到 8-10GW，高于十三五规划的规模下限 5GW。

（海上风电行业逻辑具体参见我们专题报告《风电专题之二：复制欧洲降本之路，海上风电的黄金时代》）

图表11 截至 2017 年 8 月在建海上风电项目情况

项目名称	所在省份	装机容量/MW
华能如东八角仙 300MW 海上风电项目	江苏	302.4
鲁能江苏东台 200MW 海上风电场项目	江苏	200
大唐江苏滨海 300MW 海上风电场	江苏	300
国华投资江苏分公司东台四期（H2）300MW 海上风电场项目	江苏	302.4
福清兴化湾 300MW 海上风电场一期（样机试验风场）	福建	79.4
国电舟山普陀 6 号海上风电场 2 区工程	浙江	252
江苏龙源蒋沙湾 300MW 海上风电场	江苏	300
乐亭菩提岛 300MW 海上风电示范项目	河北	300
龙源江苏大丰（H12）200MW 海上风电项目	江苏	200
国家电投滨海北区 H2#400MW 海上风电工程	江苏	400
珠海桂山海上风电场示范项目（本期）	广东	120
中广核福建平潭大练 300MW 海上风电项目	福建	300
三峡新能源大连庄河 III（300MW）海上风电项目	辽宁	303.1
福建大唐国际平潭长江澳 185MW 海上风电项目	福建	185
福建莆田平海湾海上风电场二期项目	福建	264
福建莆田南日岛海上风电一期项目	福建	400
中水电天津南港 90MW 海上风电项目	天津	90

项目名称	所在省份	装机容量/MW
福建莆田平海湾海上风电场 F 区	福建	200
三峡新能源江苏大丰 300MW 海上风电项目海上风电项目	江苏	300.75
总计		4799.05

资料来源:《风能》, 平安证券研究所

2.2 重金打造蓝岛海工，定位高端迎接风口

发展海上风电业务是公司重要的战略方向，2010 年公司上市时募集资金最主要的一项用途即是实施“3MW~10MW 级海上风能装备制造技改项目”，随着公司后续收购蓝岛海工，蓝岛海工成为公司发展海上风电业务的主要实施载体。

■ 重金打造蓝岛海工，定位高端，工程业绩丰富

蓝岛海工成立于 2009 年，位于长江出海处启东市船舶工业园区，拥有使用权的 760 米海岸线与厂区无缝连接，地理位置非常优越，便于大型钢结构的海洋工程装备、海上风电装备的建造与移运。2009~2012 年，蓝岛海工基本处于工厂基建及海岸建设阶段，2013 年开始试生产。

2013 年 5 月，泰胜风能以 1.98 亿元收购蓝岛海工 51% 股份，成为其控股股东，蓝岛海工在原有海洋工程业务基础上，增加了海上风电装备业务，同时也成为泰胜发展海上风电业务的主要实施平台。2013 年 12 月，公司向蓝岛海工增资 2550 万元，蓝岛海工注册资本增至 3.5 亿。

2015 年，公司以发行股票加现金的形式收购窦建荣持有的蓝岛海工剩余 49% 股份，作价 2.9 亿元，蓝岛海工成为公司全资子公司。同时，通过第一期员工持股募集资金 1.78 亿元，主要用于向蓝岛海工增资，实施“重型装备产业协同技改项目”，具体包括新建重型海上风能装备专业生产线、800 吨固定式门座起重机工程、2 号滑道工程等，蓝岛海工的注册资本金达 5.22 亿元。截至 2017 年中，该技改项目共投入 1.2 亿元，进度为 70.03%，整体建设进展顺利，估计 2017 年底有望实施完毕。

蓝岛海工定位为大型/重型海上风电装备、高技术核心海工部件制造基地以及进出口加工中心，未来公司大型钢构产品将会在蓝岛海工完成，具体的海上风电产品包括导管架、管桩、升压站平台、塔筒等。

图表12 蓝岛海工为珠海桂山项目提供的导管架



资料来源:公司主页, 平安证券研究所

图表13 蓝岛海工为三峡响水项目提供的管桩



资料来源:公司主页, 平安证券研究所

自 2013 年切入海上风电领域以来，蓝岛海工已经拥有较为丰富的海上风电工程业绩，在抢占未来海上风电大市场方面形成一定的卡位优势。具体而言，蓝岛海工承担了多项“首台”、“首批”样机和标杆产品生产制造，包括明阳 6.5MW 导管架、金风 6MW 样塔、运达 5MW 样塔、日本福岛 5MW 漂浮

塔、珠海桂山导管架（批量）等等，同时也承接了国家电投滨海北区 H1、三峡响水、鲁能东台、大唐滨海、国家电投滨海北区 H2（国内单体容量最大的海上风电项目）等大型海上风电项目的管桩和升压站平台，积累了较为丰富的工程经验。尤其在大直径、超厚板、重吨位的管桩、导管架及升压站平台等高端产品方面，具有一定竞争优势。

总的来看，大型、重型海上风电基础平台生产线具有投资规模大、建设周期长的特点，且严重依赖优越的地理条件，壁垒相对较高。蓝岛海工依托丰富的工程经验，有望在国内海上风电规模化发展来临之际占得先机，随着海上风电朝离岸化、深水化发展，蓝岛海工的在大型钢构件加工能力方面的优势可能进一步凸显。

■ 蓄势待发，蓝岛海工订单获取和业绩释放有望加速

2014 年，蓝岛海工实现营收 1.44 亿元，其中主营业务收入 1.26 亿元，仅新加坡静海私人有限公司生产的静海 101 号单腿自升式平台项目贡献收入约 1.23 亿元，占主营业务收入的 95.77%，当年蓝岛海工当年基本都是海洋工程相关业务。

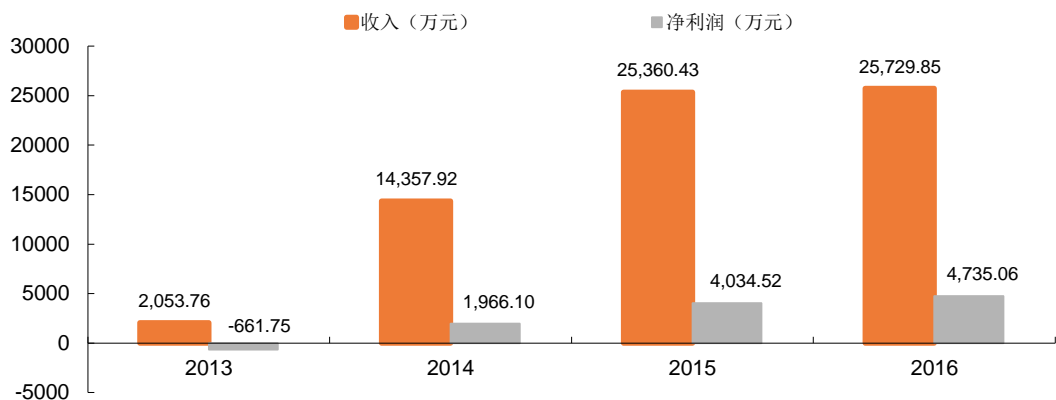
2014 年以来，蓝岛海工加大的海上风电业务拓展力度，根据披露数据，2014 年至 2015 年 8 月，蓝岛海工新签的海上风电订单达 3.1 亿元，超过海洋工程领域的新增订单。2015、2016 年蓝岛海工营业收入均为 2.5 亿左右，其中海洋工程收入分别为 0.59 亿元、0.45 亿元，估计海上风电已成为蓝岛海工主要的收入来源。

2017 年上半年，海上风电类产品实现收入 1.47 亿元，同比增长 813.44%，海洋工程类产品实现收入 0.25 亿元，同比下降 32.7%，海上风电占主营业务占比达 85%。

同期，公司海上风电类订单新增 0.79 亿元，完成 1.71 亿元，在执行及待执行 3.76 亿元；海工类订单新增 1.2 亿元，完成 2555 万元，在执行及待执行 1.3 亿元。整体来看，截至 2017 上半年，估计蓝岛在手的海上风电和海工订单合计达 5.06 亿元。

随着后续海上风电行业的大规模发展，整体判断蓝岛海工的新增订单和收入规模均将呈现增长趋势，且有望呈现较大的弹性。

图表14 蓝岛海工近年营收和利润情况



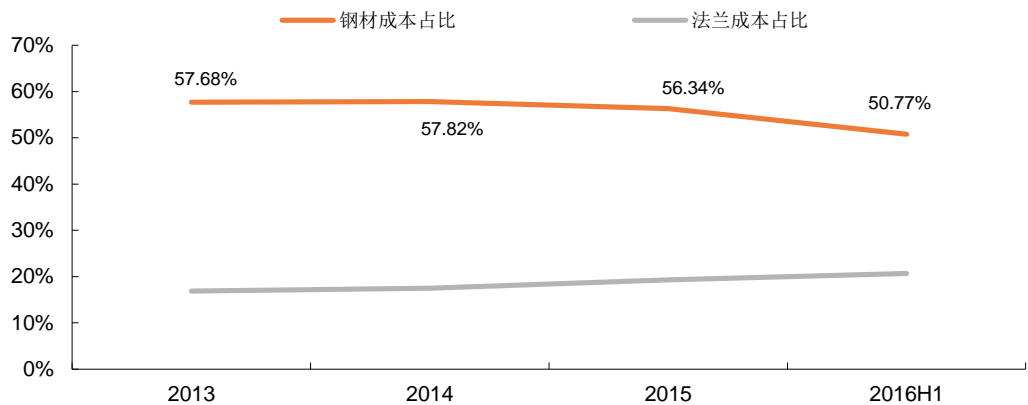
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

三、 盈利能力有望回升，军工外延持续推进

3.1 钢材价格有望企稳，毛利率有望回升

按照塔筒、风电基础等产品的自身属性，钢材是公司主营业务成本的最主要组成部分，估计占比超过 50%，如果考虑另一主要原材料法兰也与钢材紧密相关，钢材对于公司主营业务成本的影响更大。公司以销定采再定产，根据所获得的订单安排采购，再根据采购合理安排生产计划，即便采用了成本加成的定价模式，钢材价格的单边上涨或下跌对于短期成本和毛利率的影响明显。

图表15 钢材和法兰是主要的成本组成部分



资料来源:天能重工, 平安证券研究所

2017 年，国内钢材价格呈现明显的上涨趋势，公司毛利率也承受一定压力，2017 年前三季度，公司综合毛利率 25.58%，同比下降 10.88 个百分点，净利率也同比明显下降。

展望 2018 年，我们判断钢材供需格局将由 2017 年的紧平衡格局演变为 2018 年的基本平衡格局，钢材价格有望整体平稳，预计 2018 年价格中枢与 2017 年基本持平，2017 年钢材价格大幅上涨的景象难以在 2018 年复现。因此，在成本加成的定价模式下，预计公司毛利率有望呈现反弹，盈利能力回升。

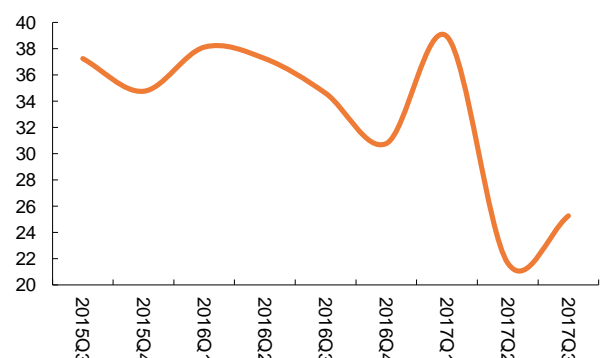
(钢材价格走势分析具体参见平安钢铁 2018 年度策略《板块预期渐消除，看好内生成长股》)

图表16 2016 年以来钢材价格上涨明显



资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表17 公司毛利率季度变化 (%)



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

3.2 牵手丰年资本，布局军工业务

2016年8月，公司出资2000万元认购丰年资本旗下的丰年君盛基金，成为丰年君盛基金的有限合伙人，开启军工转型之路。

2016年9月和12月，丰年资本旗下宁波丰年君盛投资合伙企业（有限合伙）、宁波梅山保税港区丰年君悦投资合伙企业（有限合伙）、宁波梅山保税港区丰年鑫康投资合伙企业（有限合伙）通过大宗交易购入2844.01万股公司股票，锁定期3年，公司与丰年深度绑定。

2018年1月，公司向江苏昌力科技发展有限公司增资3000万元，获其4.2857%的股权。昌力科技是从事军工领域高精度系统的民营高科技企业，在流体传动技术、阻尼缓冲减振技术、金属热成型技术、金属精密冷拔成型技术、特超长型材精密成型技术方面积累的丰富的经验，开发出一批尖端高技术产品，成功应用于国防领域。2017年1-7月，昌力科技实现营业收入7694.6万元，净利润2247.9万元。

按照公司表述，增资昌力科技是公司军工业务拓展跨出的第一步，未来仍可期待。

四、投资建议

公司以陆上风电塔筒起家，立足国内拓展海外市场，同时依托蓝岛海工大力布局海上风电，并积极推进军工业务拓展。2017年是相对困难的一年，公司新疆工厂和包头工厂辐射的国内市场因红色预警限制需求大幅收缩，同时钢材价格的大幅上涨严重削弱了公司盈利能力，所幸海外市场拓展成效显著，海上风电业务增长迅猛，使得公司前三季度盈利同比基本持平。

展望2018年，形势相对乐观，新疆、内蒙、宁夏等风电市场有望复苏，助力公司国内陆上塔筒业务触底反弹；钢材价格难现2017年的大幅上涨，基于成本加成定价模式，公司产品毛利率和盈利水平有望回升；国内海上风电景气度持续提升，蓝岛海工蓄势已久，弹性较大；海外市场高速增长的趋势有望继续维持。

预计2017~2019年收入17.6、22.3、26.5亿元，归母净利润分别为1.9、3.18、4.02亿元，对应EPS 0.26、0.44、0.55元，对应PE25.8、15.4、12.2倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：坏账计提风险；大型化、重型化海上风电基础平台需求不及预期、竞争加剧；海外业务波动风险；新疆市场回暖不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1999	2264	2645	3038
现金	269	483	459	624
应收账款	725	744	904	990
其他应收款	16	29	28	40
预付账款	50	51	63	63
存货	443	609	713	713
其他流动资产	495	347	479	608
非流动资产	1056	1065	1065	1057
长期投资	0	0	0	0
固定资产	665	667	664	655
无形资产	261	261	262	262
其他非流动资产	130	137	139	141
资产总计	3054	3329	3711	4094
流动负债	878	1014	1127	1160
短期借款	5	5	5	5
应付账款	270	257	354	346
其他流动负债	603	753	768	809
非流动负债	27	27	27	27
长期借款	0	-0	-0	-0
其他非流动负债	27	27	27	27
负债合计	904	1041	1154	1186
少数股东权益	0	0	0	0
股本	732	727	727	727
资本公积	701	701	701	701
留存收益	732	876	1113	1421
归属母公司股东权益	2150	2287	2557	2908
负债和股东权益	3054	3329	3711	4094

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	189	317	74	262
净利润	219	190	318	402
折旧摊销	67	60	65	69
财务费用	-1	3	-3	-3
投资损失	-8	-10	-10	-10
营运资金变动	-133	86	-294	-194
其他经营现金流	45	-12	-2	-2
投资活动现金流	-97	-48	-53	-48
资本支出	92	-1	0	-9
长期投资	-20	0	0	0
其他投资现金流	-24	-48	-53	-57
筹资活动现金流	-37	-55	-45	-48
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	-0	0	-0
普通股增加	-2	-4	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他筹资现金流	-37	-51	-45	-48
现金净增加额	55	214	-25	165

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1506	1763	2225	2651
营业成本	994	1315	1586	1854
营业税金及附加	14	9	13	17
营业费用	61	56	67	77
管理费用	136	129	158	183
财务费用	-1	3	-3	-3
资产减值损失	55	65	67	72
公允价值变动收益	2	2	2	2
投资净收益	8	10	10	10
营业利润	257	197	349	463
营业外收入	5	25	25	10
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	261	222	374	473
所得税	41	32	56	71
净利润	219	190	318	402
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	219	190	318	402
EBITDA	320	271	425	526
EPS (元)	0.30	0.26	0.44	0.55

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	-5.7	17.1	26.2	19.2
营业利润(%)	31.5	-23.1	77.0	32.6
归属于母公司净利润(%)	29.3	-13.5	67.6	26.5
获利能力				
毛利率(%)	34.0	25.4	28.7	30.1
净利率(%)	14.6	10.8	14.3	15.2
ROE(%)	10.2	8.3	12.4	13.8
ROIC(%)	9.8	7.8	11.9	13.2
偿债能力				
资产负债率(%)	29.6	31.3	31.1	29.0
净负债比率(%)	-12.3	-20.9	-17.7	-21.3
流动比率	2.3	2.2	2.3	2.6
速动比率	1.8	1.6	1.7	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	2.1	2.4	2.7	2.8
应付账款周转率	4.0	5.0	5.2	5.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.26	0.44	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.44	0.10	0.36
每股净资产(最新摊薄)	2.96	3.15	3.52	4.00
估值比率				
P/E	22.30	25.78	15.38	12.16
P/B	2.27	2.14	1.91	1.68
EV/EBITDA	14.5	16.3	10.5	8.1

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033