



风塔龙头多点发力，业绩爆发势在必行

投资要点

- **事件:** 2017年我国风电平均利用小时数 1948 小时，同比增加 203 小时；全年弃风电量 419 亿千瓦时，同比减少 78 亿千瓦时。弃风限电情况的大幅好转，带动行业内投资热情的提升，风电运营类企业及风电设备类企业迎来业绩快速提升。
- **风塔业务: 全球风塔龙头业务，市占率将进一步提升。** 公司是全球中高端风塔制造企业龙头，也是国内同时获得 Vestas 和 GE 全球风塔合格供应商资格认证的唯一一家公司。目前公司全球市占率约 6%，而因风塔有运输成本高等特点，2018 年起我国风电建设量将迅速提升将带动其风塔业务增速好于全球风电发展步伐。而未来低风速区和海风的发展使得高塔筒、高品质风塔是必然趋势，最为全球风塔龙头，公司未来市占率有望进一步提升。
- **风场运营: 弃风改善增厚公司业绩。** 新疆哈密的 300MW 风场在 2017 年前三季度的弃风率为 29.5%，贡献净利润约 8000 万元；2018 年公司将完成募投的三座共 330MW 风场项目并网。目前公司计划未来每年新增核准 300MW-400MW 的规模，2020 年底前拥有 1.5GW 的风场运营规模。随着弃风限电的不断改善和公司并网规模的增加，风电运营将为公司持续增厚收益。
- **叶片业务及股权投资: 叶片业务促进产业链完善，股权投资确保资金充裕。** 公司在 2015 年成立子公司开展大叶片的研发、生产、销售，目前共有约 600 套 65 米级别叶片的产能。由于叶片与公司原主业风塔有诸多共性，公司的叶片业务发展在客户及销售层面具有先天优势，随着风电产业链的完善将带来协同效应。公司还在新材料等领域开展股权投资，目前投资回报丰厚，也足以保证未来在主业发展时提供充裕资金。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.26 元、0.42 元和 0.54 元，对应 PE 分别为 24 倍、15 倍和 12 倍。公司是全球风塔龙头，而我们预计国内风电 2018 年装机规模增速在 20% 以上，给予公司 2018 年 20 倍 PE，对应目标价 8.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 风电装机规模或不及预期风险，原材料价格或大幅波动风险，汇率风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2308.02	2731.97	3308.01	4189.24
增长率	6.07%	18.37%	21.09%	26.64%
归属母公司净利润 (百万元)	406.48	470.83	740.07	966.92
增长率	34.06%	15.83%	57.19%	30.65%
每股收益 EPS (元)	0.23	0.26	0.42	0.54
净资产收益率 ROE	8.83%	9.33%	12.94%	14.69%
PE	28	24	15	12
PB	2.43	2.23	1.97	1.71

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 谭菁
执业证号: S1250517090002
电话: 010-57631196
邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 李志虹
电话: 021-68415929
邮箱: lzh@swsc.com.cn

联系人: 陈瑶
电话: 0755-23914886
邮箱: cyao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.79
流通 A 股(亿股)	17.69
52 周内股价区间(元)	6.02-8.3
总市值(亿元)	113.32
总资产(亿元)	96.45
每股净资产(元)	2.66

相关研究

关键假设：

假设 1：公司风塔业务紧随全球风电行业发展速率，而 2018 年起将随着国内行业发展而有所提升；毛利率因钢材价格上涨而有近 5 个百分点的下滑，预计未来钢价会窄幅波动，公司风塔业务 2017-2019 年的毛利率会稳定在 28%；

假设 2：风塔零部件业务由于基数较低而波动较大，2018 年有望此业务营收超 1 亿元；毛利率同样因钢材价格波动而出现下滑，2017-2019 年有望维持在 37%；

假设 3：风电场运营随着并网规模的扩大和弃风限电的改善而持续提升，预计公司 2017-2019 年风电发电收入分别约为 2.6 亿元、4.4 亿元和 8.4 亿元；风电运营的毛利率在 60%左右波动。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
风塔业务	收入	2108.15	2318.97	2666.81	3066.83
	增速	-0.08%	10.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	32.55%	28.00%	28.00%	28.00%
风塔零部件	收入	49.45	74.18	111.27	166.91
	增速	65.31%	50.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	40.40%	37.00%	37.00%	37.00%
风电场运营	收入	87.86	264.48	440.15	843.53
	增速	-	201.02%	66.42%	91.65%
	毛利率	53.15%	60.00%	61.33%	58.63%
其他	收入	18.03	21.64	25.96	31.16
	增速	102.48%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	97.27%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	收入	2263.50	2679.26	3244.19	4108.43
	增速	5.35%	18.37%	21.09%	26.64%
	毛利率	34.04%	31.67%	39.22%	40.90%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2308.02	2731.97	3308.01	4189.24	净利润	412.02	474.09	746.05	975.25
营业成本	1901.05	1866.85	2010.75	2475.67	折旧与摊销	96.47	246.84	301.33	355.29
营业税金及附加	16.92	17.76	23.49	29.74	财务费用	32.51	37.89	48.32	87.73
销售费用	148.51	127.04	165.40	209.46	资产减值损失	20.08	40.00	50.00	50.00
管理费用	154.89	173.48	221.64	280.68	经营营运资本变动	-1253.61	-491.83	-546.13	-753.47
财务费用	32.51	37.89	48.32	87.73	其他	1244.62	-75.53	-77.66	-80.25
资产减值损失	20.08	40.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	552.09	231.46	521.91	634.55
投资收益	24.45	30.00	30.00	30.00	资本支出	-1490.33	-760.00	-760.00	-760.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	115.55	66.86	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1374.77	-693.14	-730.00	-730.00
营业利润	431.42	498.96	818.41	1085.96	短期借款	-243.60	-197.57	313.03	371.74
其他非经营损益	50.07	55.96	55.68	55.81	长期借款	-57.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	481.48	554.92	874.09	1141.77	股权融资	1981.49	0.00	0.00	0.00
所得税	69.47	80.84	128.04	166.52	支付股利	-41.15	-55.16	-63.90	-100.44
净利润	412.02	474.09	746.05	975.25	其他	-370.58	-63.81	-48.32	-87.73
少数股东损益	5.54	3.26	5.98	8.33	筹资活动现金流净额	1269.03	-316.54	200.81	183.58
归属母公司股东净利润	406.48	470.83	740.07	966.92	现金流量净额	451.94	-778.23	-7.28	88.12
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1116.31	338.08	330.80	418.92	成长能力				
应收和预付款项	1250.46	1357.54	1674.54	2111.04	销售收入增长率	6.07%	18.37%	21.09%	26.64%
存货	393.32	504.35	542.63	674.10	营业利润增长率	20.75%	15.66%	64.03%	32.69%
其他流动资产	1612.26	1901.46	2302.38	2915.73	净利润增长率	35.80%	15.06%	57.37%	30.72%
长期股权投资	147.38	147.38	147.38	147.38	EBITDA 增长率	28.65%	39.84%	49.05%	30.90%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2863.28	3233.21	3565.76	3861.43	毛利率	17.63%	31.67%	39.22%	40.90%
无形资产和开发支出	224.45	368.33	495.10	604.77	三费率	14.55%	12.39%	13.16%	13.79%
其他非流动资产	331.84	331.19	330.55	329.91	净利率	17.85%	17.35%	22.55%	23.28%
资产总计	7939.29	8181.54	9389.13	11063.28	ROE	8.83%	9.33%	12.94%	14.69%
短期借款	197.57	0.00	313.03	684.77	ROA	5.19%	5.79%	7.95%	8.82%
应付和预收款项	1352.08	1361.97	1560.16	1941.83	ROIC	12.59%	9.86%	12.96%	14.61%
长期借款	232.87	232.87	232.87	232.87	EBITDA/销售收入	24.28%	28.69%	35.31%	36.50%
其他负债	1493.29	1502.79	1517.00	1562.92	营运能力				
负债合计	3275.81	3097.63	3623.06	4422.40	总资产周转率	0.37	0.34	0.38	0.41
股本	1779.02	1779.02	1779.02	1779.02	固定资产周转率	1.33	0.94	1.01	1.17
资本公积	1694.13	1694.13	1694.13	1694.13	应收账款周转率	2.60	2.71	2.76	2.79
留存收益	1120.40	1536.07	2212.24	3078.73	存货周转率	5.09	3.94	3.67	3.91
归属母公司股东权益	4592.05	5009.22	5685.40	6551.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.08%	—	—	—
少数股东权益	71.43	74.69	80.67	89.00	资本结构				
股东权益合计	4663.48	5083.91	5766.06	6640.87	资产负债率	41.26%	37.86%	38.59%	39.97%
负债和股东权益合计	7939.29	8181.54	9389.13	11063.28	带息债务/总负债	25.25%	20.32%	26.01%	29.72%
					流动比率	2.54	2.65	2.34	2.13
					速动比率	2.31	2.33	2.08	1.90
					股利支付率	10.12%	11.72%	8.63%	10.39%
					每股指标				
					每股收益	0.23	0.26	0.42	0.54
					每股净资产	2.62	2.86	3.24	3.73
					每股经营现金	0.31	0.13	0.29	0.36
					每股股利	0.02	0.03	0.04	0.06
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	560.39	783.68	1168.07	1528.98					
PE	27.88	24.07	15.31	11.72					
PB	2.43	2.23	1.97	1.71					
PS	4.91	4.15	3.43	2.71					
EV/EBITDA	19.17	14.42	9.95	7.78					
股息率	0.36%	0.49%	0.56%	0.89%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn