

风机塔架龙头，风电军工双轮驱动雏形显现

首次覆盖报告

◆ 风机塔架龙头，钢铁价格有望企稳，海上、海外业务放量：

公司是风机塔架行业龙头，产能布局几乎覆盖了国内所有风资源好、地理环境适宜的地区；同时在中南部市场以合作厂的模式进行市场辐射。2017年钢材价格波动较大，使得公司产品主要原材料成本上升较多，产品毛利率同比下滑幅度较大。预计随着钢材价格的企稳，在成本加成的定价方式作用下，2018年公司毛利率有望修复，业绩也有望改善。2017年上半年，海上风电业务发展迅猛，成为新的业绩增长点，实现收入14,653.98万元，同比增长813.44%，同时在保持国内市场领先地位前提下，大力开拓海外市场，出口产品实现收入20,798.23万元，同比增长173.48%。

◆ 陆上风电底部已现，业绩将逐步复苏：

根据 BNEF，2017 年我国风电市场装机容量整体下滑，新增装机容量为 18GW，其中新增陆上风电装机容量下降至 16.8GW，同比减少 26.25%；新增海上风电装机量达 1.2GW，同比增长 103.39%。弃风电量和弃风率实现“双降”，弃风限电明显好转，2017 年 6 月以来宁夏、内蒙古、新疆均有新项目核准，由于公司在新疆和内蒙古设有工厂，市场解禁将给公司带来较大的业绩弹性。叠加陆上风电上网电价调整，预计 2018-2019 年会出现一定规模的抢装潮，带动风电装机需求，陆上风电业务也将逐步复苏。

◆ 海上风电迎来风口，依托蓝岛海工开发海上风电：

在技术进步及政策扶持双重作用下，近年来海上风电装机提速明显，2017 年新增海上风电装机量达 1.2GW，同比增长 103.39%；累计海上风电装机量达 2.83GW，同比增长 73.62%。公司依托蓝岛海工开发海上风电，预计随海上风电市场进一步扩大，蓝岛海工凭借先发优势乘海上风电发展东风会成为上市公司业绩增量新的驱动力。

◆ 明确向军工转型，双轮驱动雏形显现：

公司在保持主业稳步发展的基础上，积极谋求军工产业转型，以期双轮驱动给公司未来带来更强劲的增长动力。2016 年 8 月 9 日，公司拟以自有资金人民币 2,000 万元，作为有限合伙人入伙丰年资本旗下的军工基金，利用专业平台聚焦军工产业、获取资源、推动产业转型。2018 年 1 月，公司向江苏昌力科技发展有限公司增资 3,000 万元，持有昌力科技 4.3% 的股权。

◆ 看好公司将出现业绩拐点，未来业绩持续增长，首次覆盖给予“推荐”评级：

2017 年公司正处于业绩低点，看好 2018 年将出现业绩拐点，未来业绩持续增长。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.24、0.37 和 0.49 元。当前股价对应 17-19 年分别为 23、15 和 11 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

◆ 风险提示：陆上风电、海上风电业务不及预期，钢材涨价风险

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1597	1,506	1,693	2,164	2,586
增长率(%)	11.0	-5.7	12.4	27.8	19.5
净利润(百万元)	169.4	219	173	271	353
增长率(%)	74.5	29.3	-20.9	56.2	30.5
毛利率(%)	32.5	34.0	25.7	27.9	30.0
净利率(%)	10.6	14.6	10.2	12.5	13.7
ROE(%)	8.6	10.2	7.6	10.8	12.6
EPS(摊薄/元)	0.23	0.30	0.24	0.37	0.49
P/E(倍)	23.31	18.0	22.8	14.6	11.2
P/B(倍)	2.01	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

推荐 (首次评级)

分析师

开文明 (执业证书编号：S0280517100002)
021-68865582
kaiwenming@xsdzq.cn

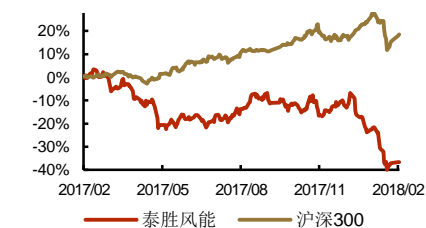
联系人

刘华峰 (执业证书编号：S0280116120013)
021-68865595
liuhuafeng@xsdzq.cn

市场数据 时间 2018.02.23

收盘价(元)：	5.46
总股本(亿股)：	7.27
总市值(亿元)：	39.7
近3月换手率：	49.99%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.16	-25.75	-54.27
绝对	-18.26	-26.51	-37.06

相关研报

目 录

1、 风机塔架龙头，钢铁价格有望企稳，海上、海外业务放量	3
1.1、 公司简介	3
1.2、 公司主营业务情况	4
1.3、 钢材价格有望企稳，公司业绩有望改善	5
1.4、 海上风电和海外业务放量，订单充足保障业绩可持续增长	6
1.5、 完善产业布局，明确军工转型产业方向	7
2、 陆上风电底部已现，业绩将逐步复苏	7
2.1、 风能资源潜力巨大，风电未来将成主力能源之一	7
2.2、 解决弃风限电，风电“破难”	8
2.2.1、 弃风电量和弃风率“双降”，弃风限电明显好转	8
2.2.2、 政策力促风电产业健康持续发展，配套解决风电消纳	9
2.2.3、 新增装机建设重心转移，助力风电消纳	11
2.2.4、 特高压输电线路和电改共同缓解可再生能源限电	12
2.3、 风电成本下降，平价上网可期	12
2.4、 陆上风电上网电价调整，2018 年将迎来抢装潮	13
2.5、 风电装机需求稳定，塔架市场空间巨大	14
3、 海上风电迎来风口，依托蓝岛海工开发海上风电	14
3.1、 海上风电大发展，政策带来“催化剂”	14
3.2、 收购蓝岛海工，进军海上风电市场	17
4、 明确向军工转型，双轮驱动雏形显现	19
4.1、 军民融合发展上升为国家战略，迎来发展浪潮	19
4.2、 携手丰年资本，进军军民融合领域	20
5、 看好公司将出现业绩拐点，未来业绩持续增长，首次覆盖给予“推荐”评级：	21
附：财务预测摘要	22
图表目录	23

1、风机塔架龙头，钢铁价格有望企稳，海上、海外业务放量

1.1、公司简介

上海泰胜风能装备股份有限公司成立于2001年4月，2010年10月在深圳证券交易所创业板上市，是国内知名的风力发电配套塔架专业制造商，具有专业的生产技术及批量制造能力。公司主营风力发电设备、辅件、零件及各类海洋工程设备，主要产品为自主品牌的陆上风电塔架和海上风电塔架、导管架、管桩及相关辅件、零件。公司还是《风力发电机组 塔架》国家标准、《风力发电机组 环形锻件》国家标准、《海上风力机组 设计要求》国家标准制定的参与者，多次填补国内塔架行业空白，是国内资质优良、技术优势明显的风机塔架行业龙头。

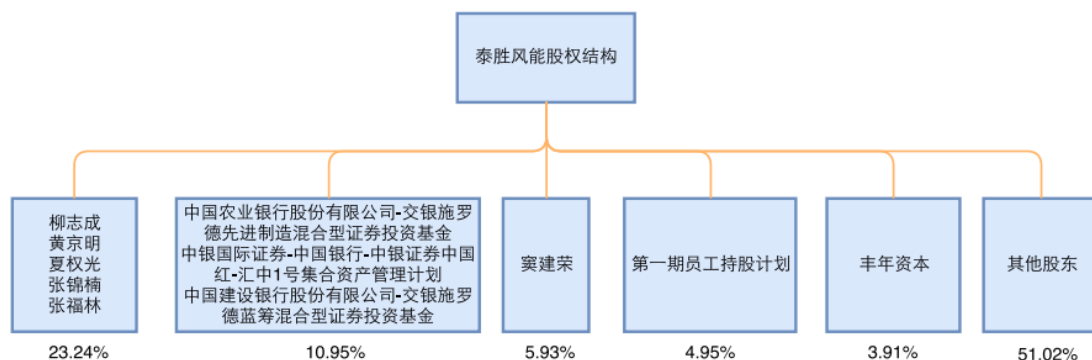
图表1：公司塔架



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

公司股权比较分散，根据公司2017年三季报，以柳志成、黄京明、夏权光、张锦楠、张福林组成的一致行动人团队为实际控制人，合计持股23.24%。上市以来，公司实施了“泰胜风能-第一期员工持股计划”，相关股份于2016年1月18日发行上市。股票来源为购买南通蓝岛海洋工程有限公司股份配套融资中的非公开发行的股票，共计3600万股，认购价格为4.95元/股。此次员工持股计划有利于改善公司治理水平，提高公司竞争力，促进公司业绩长期稳定增长。

图表2：截至2017年Q3公司股权结构图



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

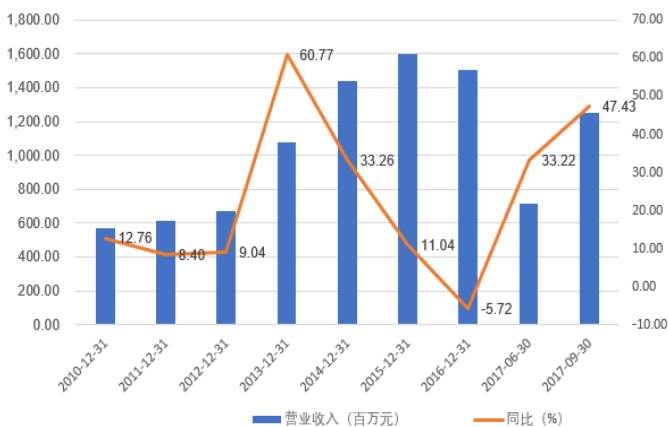
公司成立以来一直专业化制造风机塔架，是国内最早专业生产风机塔架的公司之一。公司主要布局在东部沿海的上海（产能6万吨）、江苏南通蓝岛海工（产能10万吨）、江苏东台（产能5万吨），以及“三北”地区的内蒙古包头（4-5万吨）、新疆哈密（6万吨）等地，几乎覆盖了国内所有风资源好、地理环境适宜的地区；同时在中部、南部市场以合作厂的模式进行市场辐射。公司与国内外整机厂商及风电场业主建立长期合作关系，国内陆上风电的客户主要为国华、中广核等风电场业主，海上风电的客户主要为中交三航局、华电重工等总包商，海外风电的客户主要是 Vestas、金风科技、安信能等整机厂商。

1.2、公司主营业务情况

公司上市以来，营业收入一直保持较为稳定的增长，2010-2016年复合增长率达到17.64%。2016年公司实现营业总收入150,562.34万元，同比减少-5.72%；实现归母净利润21,910.57万元，同比增长29.34%。

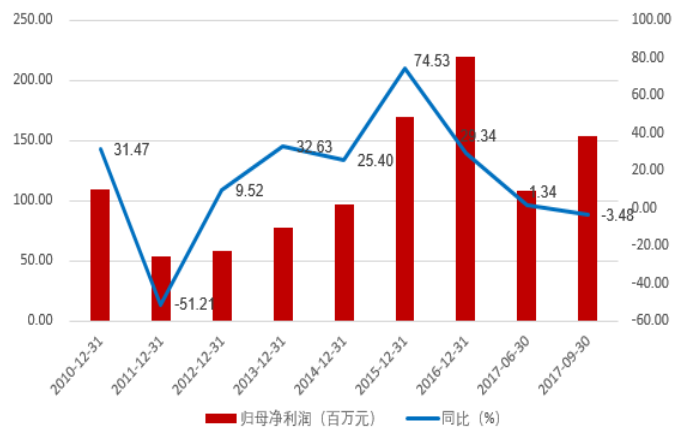
2017年H1，公司实现营业总收入71,650.98万元，同比增长33.22%；实现归母净利润10,832.20万元，同比增长1.34%。2017年Q1-Q3营业总收入为125,123.62万元，同比增长47.43%；实现归母净利润为15,348.81万元，同比减少3.48%，公司归母净利润增速大幅落后于营业总收入。根据公司2017年度业绩预告，预计2017年营业总收入同比增长0%-15%；归母净利润为15,337.40万元-20,815.04万元，同比减少30%-5%。主要原因是2017年钢材等原材料价格波动，公司产品主要原材料成本上升，公司承担了大部分上涨成本，导致2017年毛利、归母净利润未能实现与营业收入同比增加，较去年同期有所下降。预计随着钢材价格的企稳，2018年公司业绩有望改善，毛利率得以修复。

图表3：公司营业收入及同比增速



资料来源：wind、新时代证券研究所

图表4：公司归母净利润及同比增速

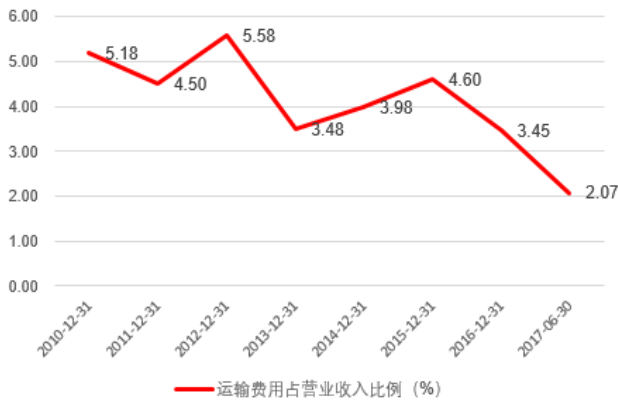


资料来源：wind、新时代证券研究所

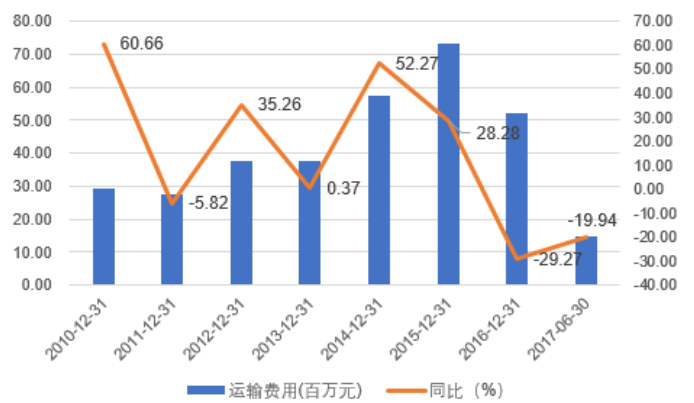
风力发电设备属于重工业产品，运输复杂，运输半径一般在500-800公里，运费占比较大，随着公司产能布局的日趋完善，近几年运输费用占营业收入比例呈下降趋势。

图表5：公司运输费用占营业收入比例

图表6：公司运输费用及同比增速



资料来源：wind、新时代证券研究所



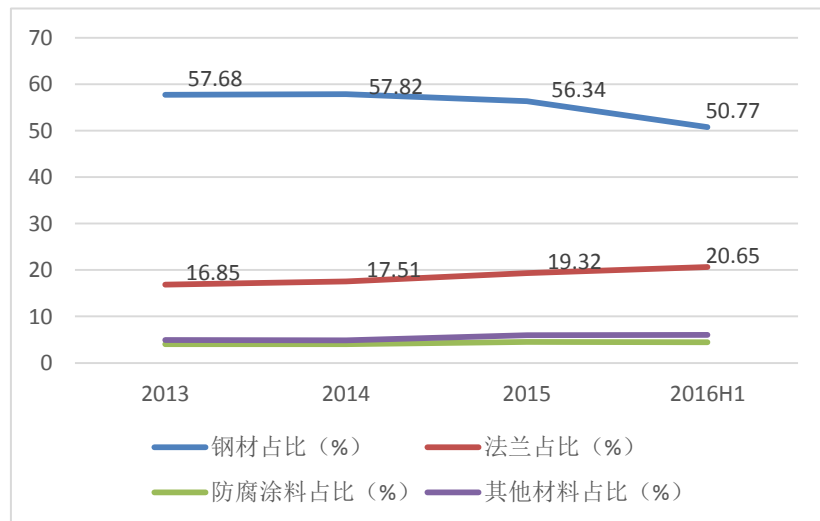
资料来源：wind、新时代证券研究所

公司从事的主要业务包括：风力发电设备、辅件、零件及各类海洋工程设备。风力发电设备、辅件、零件业务方面，主要产品为自主品牌的陆上风电塔架和海上风电塔架、导管架、管桩及相关辅件、零件，主要起支撑作用；海洋工程设备业务方面，主要产品为海洋工程平台、相关辅件、零件以及用于海洋工程各类钢结构件，产品用途涵盖海洋工程的各个方面。2016年以前，公司塔架及基础段主要以陆上风电为主，海上风电占比很小，报表中未对陆上、海上风电业务进行区别，2017年H1海上风电业务占比达到20.45%，公司开始将塔架及基础段拆分为陆上风电业务和海上风电业务。

1.3、钢材价格有望企稳，公司业绩有望改善

风电设备、海洋工程设备等产品的主要原材料包括：钢材、法兰、油漆、焊材以及零配件，其中钢材和法兰成本为公司产品的主要成本，而法兰成本也与钢材密切相关，因此钢材对于公司产品的成本影响较大，估计占比超过50%。产品结构与公司类似的天能重工，2016年H1钢材和法兰占主营业务成本比例分别为50.77%、20.65%。

图7：主要原材料占主营业务成本比重



资料来源：天能重工招股说明书、新时代证券研究所

虽然公司采用成本加成的定价方式，但从投标到原材料采购存在一个窗口期，窗口期内钢材价格上涨会对公司的毛利率产生不利的影响。2017年钢材价格波动较大，使得公司产品主要原材料成本上升较多，产品毛利率同比下滑幅度较大，导致同期归母净利润未能实现与营业收入同比增加。2017年前三季度，公司销售毛

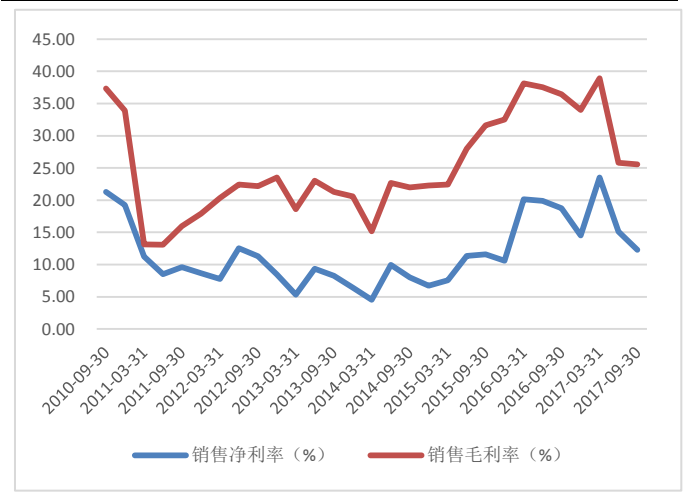
利率为 25.58%，同比下降 10.88 个百分点，净利率为 12.27%，同比下降 6.46 个百分点。

图表8： 钢铁价格指数



资料来源：wind、新时代证券研究所

图表9： 公司净利率与毛利率



资料来源：wind、新时代证券研究所

根据世界钢铁协会，2018 年中国钢铁需求增长势头趋缓，经济结构调整继续深化及出台更为严厉的环保措施将遏制对钢铁的需求，据其预测，2018 年中国的钢铁需求同比难以出现大幅增长，钢材价格上涨幅度会放缓，2017 年钢材价格大幅上涨难以再现。预计随着钢材价格的企稳，在成本加成的定价方式作用下，2018 年公司毛利率有望修复，业绩也有望改善。

1.4、海上风电和海外业务放量，订单充足保障业绩可持续增长

从主要产品角度看，2017 年上半年，陆上风电业务平稳发展，实现收入 53,518.76 万元，同比增长 16.27%；海上风电业务发展迅猛，成为新的业绩增长点，实现收入 14,653.98 万元，同比增长 813.44%；海洋工程业务持续萎缩，实现收入 2,548.26 万元，同比下降 32.70%。公司在手订单充足，共计 149,122.20 万元，保障业绩可持续增长。其中，陆上风电类订单新增 61,691.54 万元，完成 59,461.63 万元，在执行及待执行 97,006.91 万元；海上风电类订单新增 7,860.59 万元，完成 17,145.15 万元，在执行及待执行 37,642.41 万元；海工类订单新增 12,028.69 万元，完成 2,554.96 万元，在执行及待执行 12,990.95 万元；其他在执行及待执行订单 1481.93 万元。

从销售区域角度看，2017 年上半年，内销产品实现收入 50,852.75 万元，同比增长 10.12%；公司在保持国内市场领先地位前提下，大力开拓海外市场，出口产品实现收入 20,798.23 万元，同比增长 173.48%。国内订单新增 41,476.44 万元，完成 58,847.11 万元，在执行及待执行 111,471.20 万元；国外订单新增 42,044.48 万元，完成 20,798.23 万元，在执行及待执行 37,651.00 万元。公司加快海外业务拓展，国外新接订单占比超过 50%，达到同期完成订单的 2 倍以上。2015-2016 年海外业务毛利率分别为 49.82%和 46.78%，远高于同期国内业务的毛利率 30.11%和 32.62%。公司海外发展战略持续推进，与 VESTAS、金风科技等客户的合作持续深入，结合充足的订单和较高的毛利率足以保障未来公司出口业绩持续稳定增长。

1.5、完善产业布局，明确军工转型产业方向

国内风电行业产业链成熟、供应充足，激烈竞争呈常态化。公司通过不断完善市场布局、积极推动产业升级、有效整合市场资源，继续保持着国内风电塔架行业的领先地位。同时以制造为基础，紧贴制造业，向高端制造发展，兼顾其他海洋工程业务的协调拓展，保持公司在海洋工程行业的市场地位。通过与丰年资本合作，进一步明确军工转型的产业方向。

图表10： 产业布局



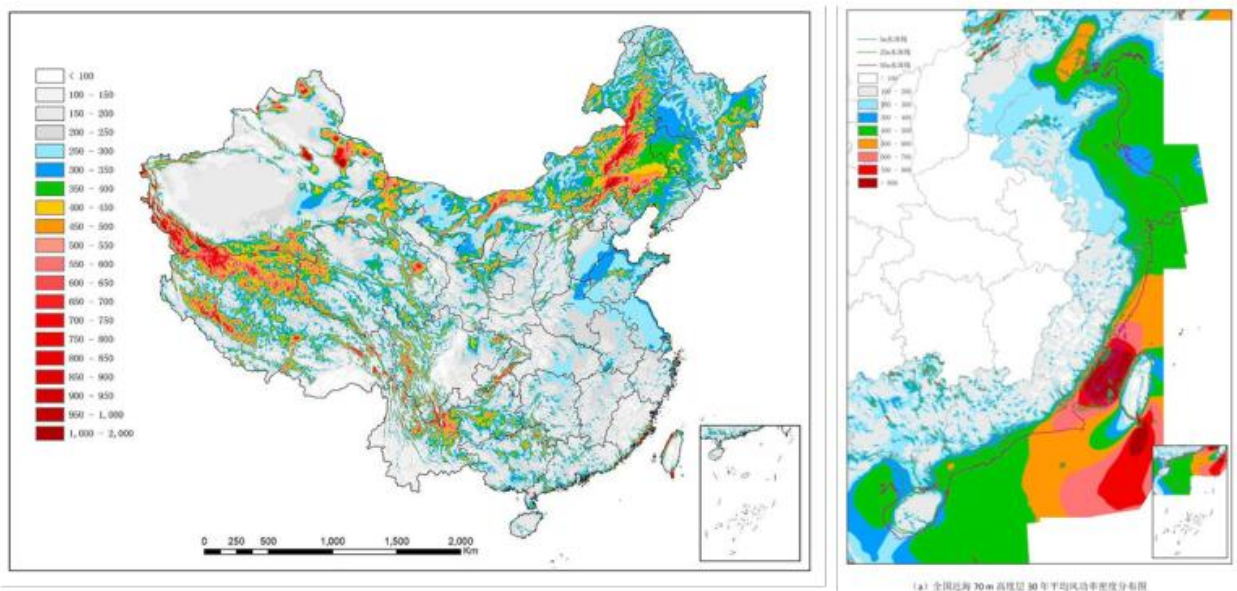
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

2、陆上风电底部已现，业绩将逐步复苏

2.1、风能资源潜力巨大，风电未来将成主力能源之一

我国风能资源潜力巨大，初步估算在 3000GW 以上，主要集中在“三北”地区，其中陆上风电 70 米高度的潜在开发量在 2600GW，海上（5~50 米水深）100 米高度的潜在开发量在 500GW 左右。在现有风电技术条件下，我国风能资源足够支撑 2000GW 以上风电装机。

图表11： 我国风能资源分布



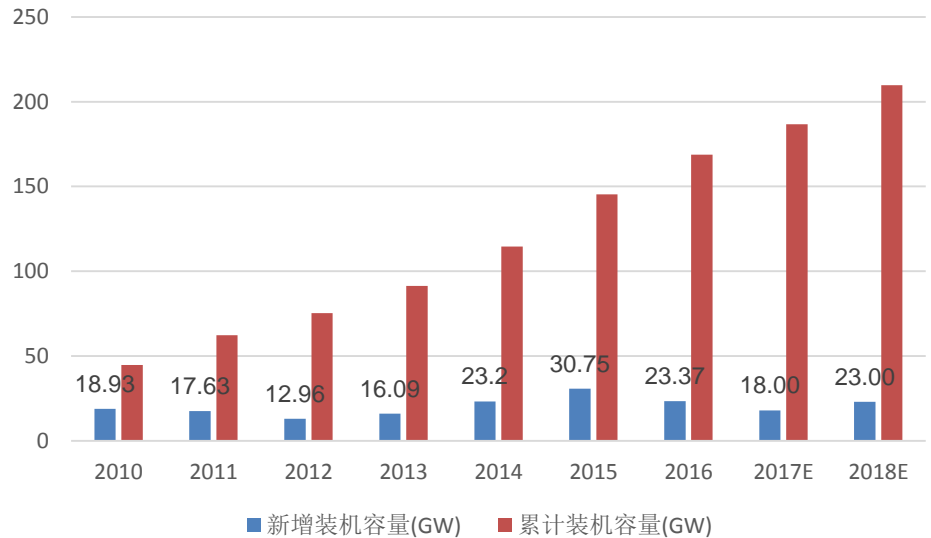
资料来源：中国可再生能源发展路线图 2050、新时代证券研究所

根据 BNEF, 2017 年我国风电市场装机容量整体下滑, 新增装机容量为 18GW, 同比减少 22.98%。受限于三北弃风地区项目停建, 2017 年新增陆上风电装机容量下降至 16.8GW, 同比减少 26.25%。但海上风电装机提速明显, 2017 年新增海上

风电装机量达 1.2GW，同比增长 103.39%。目前世界风电产业已呈现出从陆地向近海发展的趋势，未来我国也将加速开发海上风电资源。

根据国家《风电发展“十三五”规划》，到 2020 年底，风电累计并网装机容量确保达到 210GW 以上，其中海上风电并网装机容量达到 5GW 以上；同时根据《中国可再生能源发展路线图 2050》的预测，到 2030 年和 2050 年，我国风电装机容量将分别达到 400GW 和 1,000GW，届时将实现在东中西部陆上风电和近远海风电的全面发展，风电将成为主力能源之一。

图表12： 我国风电装机容量预测



资料来源：CWEA、BNEF、新时代证券研究所

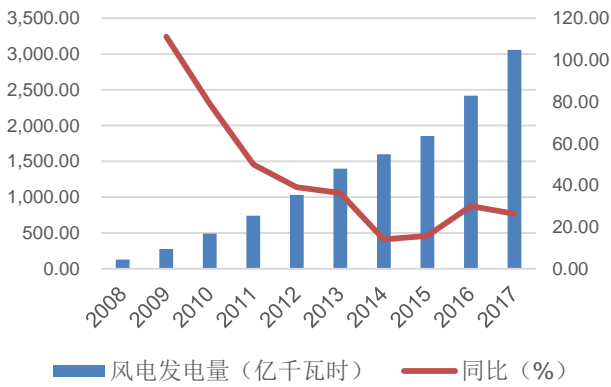
2.2、解决弃风限电，风电“破难”

2.2.1、弃风电量和弃风率“双降”，弃风限电明显好转

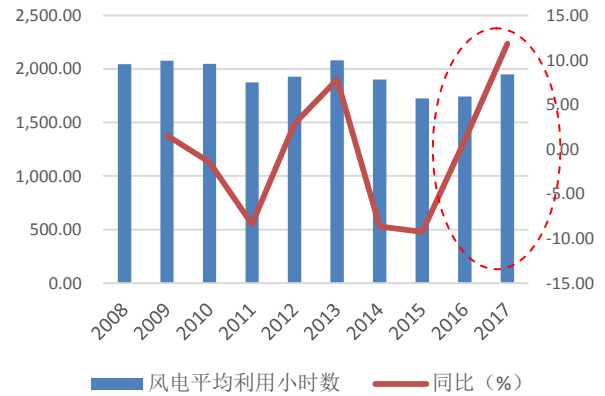
根据国家能源局数据，2017 年，全国风电年发电量 3057 亿千瓦时，同比增长 26.33%，占全部发电量比重由 2016 年的 4.0% 提高至 4.8%；风电平均利用小时数 1948 小时，同比增加 203 小时；弃风电量 419 亿千瓦时，同比减少 78 亿千瓦时；弃风率由 2016 年的 17.04% 降低至 12.00%，实现弃风电量和弃风率“双降”，弃风限电形势明显好转。2016 年 Q1 弃风率达到历史峰值，之后整体呈下降趋势。2017 年，国家发改委、国家能源局印发《解决弃水弃风弃光问题实施方案》，制定了可再生能源消纳的全方位解决方案，同年国家电网提出 2020 年弃风率控制在 5% 以内的目标，随着一系列促进风电消纳的政策配套出台，保障可再生能源发电优先上网，预计未来弃风率仍有较大下降空间。

图表13： 国内风电发电量及同比增速

图表14： 国内风电平均利用小时数及同比增速

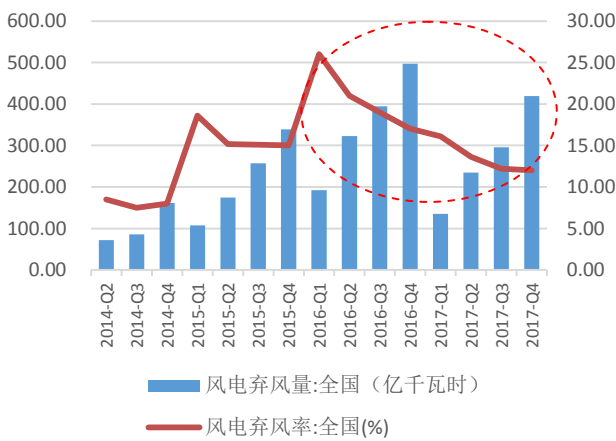


资料来源: wind、新时代证券研究所



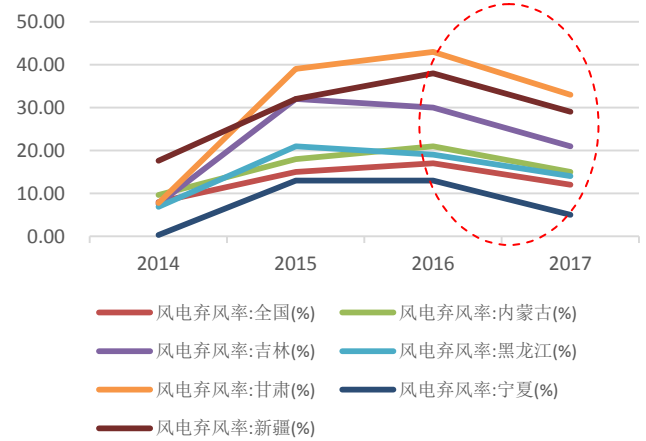
资料来源: wind、新时代证券研究所

图表15: 国内风电弃风量及弃风率



资料来源: wind、新时代证券研究所

图表16: 国内红色预警区域弃风率



资料来源: wind、国家能源局、新时代证券研究所

2016年,新疆(含兵团)、甘肃、宁夏、吉林、黑龙江等五省被核定为风电开发建设红色预警区,内蒙古被核定为橙色预警区。2017年2月国家能源局在《关于2017年度风电投资监测预警结果的通知》中核定上述六省区为红色预警区,2017年不得核准建设新的风电项目,风电项目新增并网和新的发电业务许可被停止。根据国家能源局公布的2017年数据,六个红色预警区弃风率明显得到改善,其中内蒙古、黑龙江弃风率已经低于15%,宁夏弃风率甚至低至5%。随着红色预警区域弃风率走低,2017年6月以来宁夏、内蒙古、新疆均有新项目核准,预计部分此前推迟的已核准项目及新核准项目将促进风电新增装机的增长,有望释放需求增量。由于公司在新疆和内蒙古均设有工厂,市场解禁将给公司带来较大的业绩弹性。

2.2.2、政策力促风电产业健康持续发展,配套解决风电消纳

2017年,弃风问题首次写入政府工作报告,各部门出台一系列政策力促风电产业健康持续发展,配套解决风电消纳问题。

图表17: 风电未来发展相关政策

发布时间	发文单位	政策	主要内容
2016年12月29日	国家发改委 国家能源局	《能源生产和消费革命战略(2016-2030)》	加快大型陆地、海上风电系统技术及成套设备研发,推动低风速、风电场发电并网技术攻关。优化风电和光伏发电布局,加快中东部可再生能源发展,稳步推进“三北”地区风光电基地建设,建立弃风率和弃光率预警考核机制,实现可再生能源科学有序发展。
2017年1月18日	国家发改委 财政部 国家能源局	《关于试行可再生能源绿色电力证书核发及自愿认购交易制度的通知》	绿色电力证书自2017年7月1日起正式开展认购工作,认购价格按照不高于证书对应电量的可再生能源电价附加资金补贴金额由买卖双方自行协商或者通过竞价确定认购价格。根据市场认购情况,自2018年起实施启动可再生能源电力配额考核和绿色电力证书强制约束交易。
2017年2月10日	国家能源局	《2017年能源工作指导意见》	稳步推进风电项目建设,年内计划安排新开工建设规模2500万千瓦,新增装机规模2000万千瓦;扎实推进部分地区风电项目前期工作,项目规模2500万千瓦;优化风电建设开发布局,新增规模重心主要向中东部和南方地区倾斜;严格控制弃风限电严重地区新增并网项目,发布2017年度风电行业预警信息,对弃风率超过20%的省份暂停安排新建风电规模;有序推动京津冀周边、金沙江河谷和雅砻江河谷风光水互补等风电基地规划建设工作;加快海上风电开发利用。
2017年3月29日	国家发改委 国家能源局	《关于有序放开发用电计划的通知》	国家规划内的既有大型水电、风电、太阳能等清洁能源发电通过优先发电计划予以重点保障。
2017年4月1日	国家电网	《2017年促进新能源消纳工作安排的通知》	要设立新能源投资黄色预警,各省(自治区、直辖市)电力公司要认真预测今年及明、后两年新能源消纳能力,对弃风弃光比例超过10%的省份按黄色预警对待,暂停出具风电、光伏项目接入系统意见。在吉林、黑龙江、新疆、甘肃等弃风弃光严重地区,积极争取地方政府支持,进一步减少火电机组年度发电计划的约束,为新能源发电留足电量空间。
2017年4月18日	国家能源局	《关于促进可再生能源供热的意见》的函	在风能太阳能资源富集、供热需求量大、电力供应相对过剩的“三北”地区、以解决弃风弃光等问题为重点,结合可再生能源电力消纳推行清洁电力供热。
2017年5月17日	国家能源局	《关于开展风电平价上网示范工作的通知》	各省(区、市)、新疆兵团能源主管部门分析总结本地区风电开发建设经验,结合本地区风能资源条件和风电产业新技术应用条件,组织各风电开发企业申报风电平价上网示范项目。示范项目建设规模由各省(区、市)、新疆兵团能源主管部门商电网企业确定,不受年度规模指标的限制。风电红色预警地区,应严格限定示范项目的规模,风电平价上网示范的规模不超过10万千瓦。示范项目的上网电价按当地煤电标杆上网电价执行,相关发电量不核发绿色电力证书。
2017年6月6日	国家能源局	《关于开展北方地区可再生能源清洁取暖实施方案编制有关工作的通知》	在风电富集地区,推广电锅炉为主的清洁供暖,风电企业、热力企业、电网公司在当地政府协调下签订长期供用电(或电力交易)协议,电网公司降低输配电价,使风电供暖与燃煤供暖热价基本相当。按当地风电10%电量用于供暖进行测算,以地级市为单元,按500-2000万平方米进行规划。
2017年7月17日	国家发改委 国家能源局	《推进并网型微电网建设试行办法》	推进能源供给侧结构性改革,促进并规范微电网健康发展,引导分布式电源和可再生能源的就地消纳,建立多元融合、供需互动、高效配置的能源生产与消费模式,推动清洁低碳、安全高效的现代能源体系建设,结合当前电力体制改革,制定并网型微电网建设试行办法

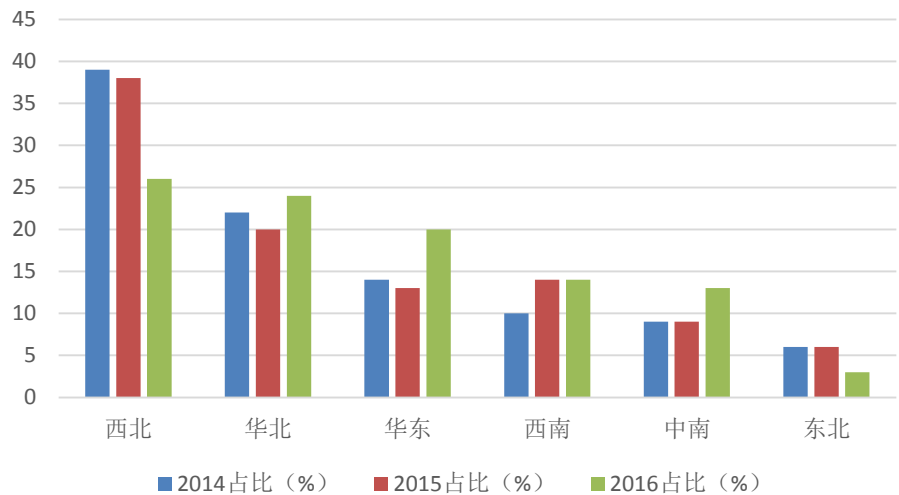
2017年8月31日	国家能源局	《关于减轻可再生能源领域涉企税费负担的通知》	根据可再生能源企业税费负担普遍较重的实际情况,明确了可再生能源企业的税费减免政策。针对风电企业,《通知》规定:1、对风电项目,风电场进场及检修道路占用耕地,参照公路线路,减按每平方米2元的税额征收耕地占用税。2、要求地方强化服务能力建设,缩短大件运输许可办理时间,规范风机超大部件运输管理。3、鼓励发挥保险的风险转移作用,加强风电设备质量保险体系建设,推动以风电设备质量保险替代风电设备质量保证金。
2017年9月24日	国家发改委	《关于做好煤电油气保障工作的通知》	切实促进清洁能源多发满发,优先上网。火电要为清洁能源腾出空间。电网企业要在保证安全的条件下优化火电机组运行方式,为清洁能源上网腾出空间。积极开展发电权交易,实现清洁能源机组与火电机组间利益调节,鼓励同一集团内实行跨省区发电权交易。
2017年11月8日	国家发改委 国家能源局	《解决弃水弃风弃光问题实施方案》	方案规定总体要求为,2017年可再生能源电力受限严重地区弃水弃风弃光状况实现明显缓解。甘肃、新疆弃风率降至30%左右,吉林、黑龙江和内蒙古弃风率降至20%左右。其它地区风电和光伏发电年利用小时数应达到国家能源局2016年下达的本地区最低保障收购年利用小时数(或弃风率低于10%、弃光率低于5%)。
2017年11月8日	国家发改委	《关于全面深化价格机制改革的意见》	要完善可再生能源价格机制。根据技术进步和市场供求,实施风电、光伏等新能源标杆上网电价退坡机制,2020年实现风电与燃煤发电上网电价相当、光伏上网电价与电网销售电价相当。开展分布式新能源就近消纳试点,探索通过市场化招标方式确定新能源发电价格,促进新能源全产业链健康发展,减少新增补贴资金需求。

资料来源:国家能源局、国家发改委、国家电网、财政部、新时代证券研究所

2.2.3、新增装机建设重心转移,助力风电消纳

新增装机建设重心转向中东部、南方和海上。2016年以来风电新建装机从电网阻塞严重的北部省加速向中东部、南方和海上转移,华北、华东、中南区域风电新增装机在全国风电新增装机的比例达57%以上。根据BNEF数据,2017年中部、东部和南部等省份在全国风电总新增装机中的比例达60%以上。“十三五”期间分布式及中东部地区成为新能源布局的主要方向,国家投资的配电网改造也在加快推进,加之中东部地区用电负荷较大,新增风电装机的消纳问题有望缓解。

图表18: 我国各区域风电新增装机占全国新增装机容量比例



资料来源：CWEA、BNEF、新时代证券研究所

2.2.4、特高压输电线路和电改共同缓解可再生能源限电

大规模长距离输电线路的投用有助于缓解可再生能源限电问题。2017年，我国共有46GW的新建特高压直流输电线路投入使用。数据显示，在这些特高压线路的电力输送总量中，仅有20-40%来自风电和光伏发电。但是由于这些线路可以将其他竞争性基荷电力产出输送出去，可以为可再生能源的本地消纳腾出更大空间。

此外，正在进行的电改也在控制限电方面发挥了一定作用。国家电网报告称，2017年在西北地区电网的电力调度中，常规电源备用调减4GW，增发新能源4.7TWh。同区域内的省间调峰互济也有助于多消纳大约1TWh可再生能源电力。2017年，我国八大电力现货市场的风电和光伏电力交易总量为5.7TWh，其中80%发生在甘肃和新疆。这些新的市场机制将有助于根据边际成本进行更有效的电力调度。

2.3、风电成本下降，平价上网可期

2014年11月，国务院出台的《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》提出，到2020年风电与煤电上网电价相当，即实现发电侧平价上网。2015年、2016年国家发改委两次调低陆上风电标杆上网电价。根据国家能源局发布的风电平价上网示范项目覆盖河北、黑龙江、甘肃、宁夏、新疆相关省（区），共13个风电平价上网示范项目，总规模达70.7万千瓦。示范项目的上网电价按当地煤电标杆上网电价执行，所发电量不核发绿色电力证书，在本地电网范围内消纳。如若示范项目的收益达到可接受范围，国家能源局便可据此降低风电上网电价，风电平价上网可期。

国际可再生能源组织2018年1月发布的《2017年可再生能源发电成本》，显示自2010年以来，陆上风电成本已下降约1/4，2017年陆上风电全球加权平均度电成本为6美分/千瓦时，未来度电成本还将继续降低，随着平价上网的日益临近，风电装机需求会持续增加。

图表19：风电平价上网示范项目

项目名称	建设单位	拟选场址	装机容量（万千瓦）
风电平价上网及张家口国际可再生能源技术创新试验验证基地	张北旭弘新能源科技有限公司和北京鉴衡认证中心	河北省张家口市张北县	10
建投康保大英图平价上网示范项目	河北建投新能源有限公司	河北省张家口市康保县	10

三峡新能源康保 100MW 平价上网示范项目	三峡新能源康保发电有限公司	河北省张家口市康保县	10
张家口平价上网风电检测认证示范基地	北京鉴衡认证中心有限公司	河北省张家口市张北县	5
两面井天润平价上网风电项目	北京天润新能源投资有限公司	河北省张家口市张北县	5
双城杏山 49.5MW 风电项目	黑龙江新天哈电新能源投资有限公司	黑龙江省哈尔滨市双城区	4.95
双城万隆 49.5MW 风电项目	黑龙江新天哈电新能源投资有限公司	黑龙江省哈尔滨市双城区	4.95
华能瓜州干河口北 50MW 风电平价上网示范项目	华能甘肃能源开发有限公司	甘肃省瓜州县干河口北二南	5
甘肃矿区黑崖子 50MW 风电平价上网示范项目	中核汇能有限公司西北分公司	甘肃矿区	5
上海尘悟玉门平价上网新型风力发电技术示范项目	上海尘悟环保科技有限公司	甘肃省玉门十三里井子区城	0.4
宁夏东梦灵武新材料产业园分布式能源(无补贴电价)示范项目	宁夏东梦能源股份有限公司	宁夏回族自治区银川市灵武东山变电站东	0.45
新疆晋商风电有限责任公司 5 万千瓦风电项目一期	新疆晋商风电有限责任公司	新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市达坂城区东部	5
龙源达坂城风电三场六期 4.95 万千瓦风电项目	新疆龙源风力发电有限公司乌鲁木齐分公司	新疆维吾尔自治区乌鲁木齐县托里乡	4.95

资料来源：国家能源局、新时代证券研究所

2.4、陆上风电上网电价调整，2018 年将迎来抢装潮

2016 年 12 月 26 日，国家发改委发布《国家发展改革委关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》。通知规定 2018 年 1 月 1 日之后，一类至四类资源区新核准建设陆上风电标杆上网电价分别调整为每千瓦时 0.40 元、0.45 元、0.49 元、0.57 元，比 2016-2017 年上网电价每千瓦时降低 7 分、5 分、5 分、3 分。为继续鼓励海上风电发展，通知规定海上风电标杆电价不作调整。

图表20： 陆上风电标杆上网电价标准

资源区	各资源区所包括的地区	2009-2014 年	2015 年	2016-2017 年	2018 年
I 类资源区	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、伊犁哈萨克自治州、克拉玛依市、石河子市	0.51	0.49	0.47	0.40
II 类资源区	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；云南省	0.54	0.52	0.50	0.45
III 类资源区	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	0.58	0.56	0.54	0.49
IV 类资源区	除 I 类、II 类、III 类资源区以外的其他地区	0.61	0.61	0.60	0.57

资料来源：发改委、新时代证券研究所

注：(1) 2018 年 1 月 1 日以后核准并纳入财政补贴年度规模管理的陆上风电项目执行 2018 年的标杆上网电价。2 年核准期内未开工建设的项目不得执行该核准期对应的标杆电价。(2) 2018 年以前核准并纳入以前年份财政补贴规模管理的

陆上风电项目但于 2019 年底前仍未开工建设的，执行 2018 年标杆上网电价。(3) 2018 年以前核准但纳入 2018 年 1 月 1 日之后财政补贴年度规模管理的陆上风电项目，执行 2018 年标杆上网电价。

此次陆上风电标杆上网电价政策变动有利于 2018 年以前核准同时纳入 2018 年 1 月 1 日之前财政补贴年度规模管理的陆上风电项目，只需要在 2019 年底前开工建设就可执行 2016-2017 年标杆上网电价，预计 2018-2019 年会出现一定规模的抢装潮，带动风电装机需求。

2.5、风电装机需求稳定，塔架市场空间巨大

2017 年 7 月 19 日，国家能源局发布《关于可再生能源发展“十三五”规划实施的指导意见》。意见要求：健全风电、光伏发电建设规模管理机制，各省（区、市）能源主管部门应根据风电产业预警信息合理布局风电项目，分散式风电严格按照有关技术规定和规划执行，不受年度建设规模限制。同时能源局公布了 2017—2020 全国 20 省市风电新增建设规模方案。其中，2018-2020 年全国风电新增并网容量 79.75GW，依据风电装机单位成本约为 7000 元/kw，风电机组成本占风电场投资比例约为 75%，风塔占风机组成本比例约为 15%，由此测算 2018-2020 年国内塔架的需求将达到 628 亿元，塔架市场空间巨大。

3、海上风电迎来风口，依托蓝岛海工开发海上风电

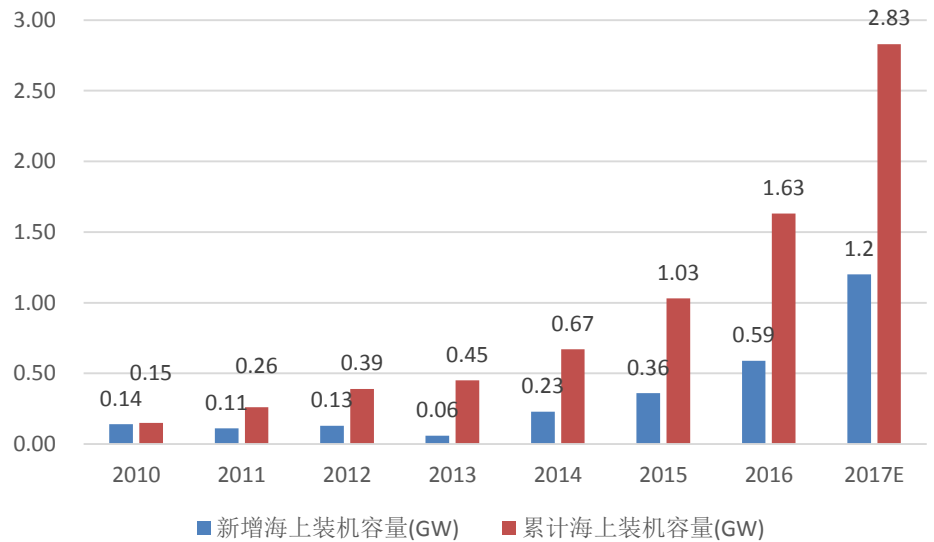
3.1、海上风电大发展，政策带来“催化剂”

国内海上风电虽然起步较晚，但是由于海上风电具有风机发电量高、单机装机容量大、机组运行稳定、不占用土地、不消耗水资源、适合大规模开发等陆上风电不具备的优势，近年来有了较快发展。由于海上风能资源最丰富的东南沿海地区，毗邻用电需求大的经济发达地区，可以实现就近消化，降低输送成本，所以发展潜力巨大。

近年来，为鼓励促进海上风电的发展，国家在海上风电规划建设 and 价格机制等方面出台了一系列政策。2006 年 1 月，《中华人民共和国可再生能源法》颁布实施，要求通过减免税收、鼓励发电并网、优惠上网价格、贴息贷款和财政补贴等激励性政策来鼓励发电企业和消费者积极参与可再生能源发电。2009 年 1 月，国家能源局印发《海上风电场工程规划工作大纲》，海上风电发展逐步成为热点。2009 年 6 月，国家发改委下发《关于海上风电上网电价政策的通知》，规定 2017 年以前投运的潮间带风电项目含税上网电价为 0.75 元/千瓦时，近海风电项目含税上网电价为 0.85 元/千瓦时。电价激励着我国海上风电步入规模化发展的快车道。2016 年 12 月 26 日，国家发改委发布《国家发展改革委关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》，在陆上风电标杆上网电价不断下调的大背景下，为继续鼓励海上风电发展，通知规定海上风电标杆上网电价不作调整，相应的政策支持也给海上风电的未来发展带来了良好预期。

在技术进步及政策扶持双重作用下，近年来海上风电装机提速明显，2017 年新增海上风电装机量达 1.2GW，同比增长 103.39%；累计海上风电装机量达 2.83GW，同比增长 73.62%。根据国家《风电发展“十三五”规划》，到 2020 年底，海上风电并网装机容量达到 5GW 以上，开工建设规模容量超过 10GW。

图表21：我国海上风电装机容量



资料来源：CWEA、BNEF、新时代证券研究所

据北极星风力发电网统计，截至2017年底全国共有14个海上风电项目获得核准，总装机量将近4GW，总投资达760亿元。广东省由于其独特地理位置，拥有丰富的海上风电资源，核准的海上风电项目数量居于榜首，有五项目之多，总装机容量1498MW，总投资达289亿元，其中有四个位于广东省阳江市。福建省核准的海上风电项目数量紧随其后，共核准四项，总装机容量985MW，总投资达201亿元。江苏省核准两项，浙江、辽宁、河北省各核准一项。

图表22：风电平价上网示范项目

项目核准时间	项目地点	投资金额 (亿元)	项目规模 (MW)	业主单位
2017年11月10日	广东省湛江市徐闻县	37	198	广东粤电湛江风力发电有限公司
2017年10月31日	广东省阳江市阳西县	54	300	三峡新能源阳江发电有限公司
2017年10月31日	广东省阳江市南鹏岛	58	300	中节能风力发电公司
2017年9月19日	广东省阳江市阳西县沙扒正海域	60	300	广东粤电阳江海上风电有限公司
2017年8月	广东省阳江市阳东区东平镇	80	400	中广核阳江海上风力有限公司
2016年12月30日	福建省福清市龙高搬到东北侧	67	300	华电(福建)风电有限公司
2016年12月30日	福建省平潭综合实验区	35	185	福建大唐国际新能源有限公司
2016年11月18日	福建省平潭大练	61	300	中广核(福建)风力发电有限公司
2017年5月4日	福建省莆田市平海湾	38	200	福能集团
2017年4月26日	江苏省盐城市大丰区	53	300	龙源大丰海上风力发电有限公司
2016年12月28日	辽宁省大连市庄河海域	51	300	三峡新能源大连发电有限公司
2016年11月18日	江苏省管海域东侧的牛角沙海域	54	300	盛东如东海上风力发电有限责任公司
2017年8月14日	浙江省平湖市杭州湾平湖海域	56	300	浙江省能源集团有限公司
2014年12月	河北唐山市乐亭菩提岛	56	300	国电电力河北新能源开发有限公司

资料来源：北极星风力发电网、新时代证券研究所

2017年是海上风电大力发展的一年，国家出台多项政策鼓励发展海上风电，并走出国门开始与国外共同开发海上风电资源。多项海上风电政策的发布将进一步促进海上风电的建设与发展。

图表23：海上风电未来发展相关政策

发布时间	发文单位	政策	主要内容
2016年9月1日	浙江省人民政府	《浙江省能源发展“十三五”规划》	“十三五”时期重点建设舟山普陀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;开展200万千瓦预备项目前期工作。
2016年12月29日	国家能源局 国家海洋局	《海上风电开发建设管理办法》	省级及以下能源主管部门按照有关法律法规,依据经国家能源局审定的海上风电发展规划,核准具备建设条件的海上风电项目;未纳入海上风电发展规划的海上风电项目,开发企业不得开展海上风电项目建设;鼓励海上风电项目采取连片规模化方式开发建设;鼓励海上风电项目采取招标方式选择开发投资企业;海上风电机组用海面积为所有风电机组塔架占用海域面积之和,单个风电机组塔架用海面积一般按塔架中心点至基础外缘线点再向外扩50m为半径的圆形区域计算;项目开工以第一台风电机组基础施工为标志。
2017年2月10日	国家发改委 住建部	《北部湾城市群发展规划》	要提高北部湾城市群创新创业能力,培育发展风电设备、海洋工程装备和修造船、高端船舶装备等高端装备制造产业;要提高能源清洁安全保障水平,优化能源供应结构,大力发展可再生能源,加快推动陆上和海上风电资源开发,推进海洋能工程化应用与示范。
2017年3月15日	上海市人民政府	《上海市能源发展“十三五”规划》	“十三五”期间,全市新增风电装机80~100万千瓦,总装机达到140万千瓦。
2017年3月20日	海南省人民政府	《海南省能源发展“十三五”规划》	要积极推进海上风电发展,至2020年,争取投产东方近海风电装机共35万千瓦。
2017年4月28日	江苏省人民政府	《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。
2017年5月3日	山东省发改委	《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、半岛南等六个百万千瓦级海上风电场,总装机规模1275万千瓦。
2017年5月4日	国家发改委 国家海洋局	《全国海洋经济发展“十三五”规划》	要加强5兆瓦、6兆瓦及以上大功率海上风电设备研制,突破离岸变电站、海底电缆输电关键技术,延伸储能装置、智能电网等海上风电配套产业,因地制宜、合理布局海上风电产业,鼓励在深远海建设离岸式海上风电场,调整风电并网政策,健全海上风电产业技术标准体系和用海标准。
2017年6月7日	广东发改委 广东海洋与渔业厅	《广东省海洋经济发展“十三五”规划》	要围绕海上风电、海洋能技术研发,重点支持海洋风能和波浪能等新能源开发。积极发展海上风电,到2020年,海上风电力争建设投产100万千瓦以上。
2017年6月19日	国家发改委 国家海洋局	《国家发展改革委国家海洋局关于印发“一带一路”建设海上合作设想的通知》	中国与荷兰合作大力开发海上风力发电,同时与印尼、哈萨克斯坦、伊朗等国的海水淡化合作项目推动落实。
2017年6月30日	浙江省发改委	《浙江省培育发展战略性新兴产业行动计划(2017-2020年)(征求意见稿)》	提高风力发电项目开发质量。发展海上风电,推动建成一批示范性海上风电项目,建设国家级大型风力发电装备产业化研发制造基地,实现储能装备、大功率风机等制造的产业化。
2017年9月13日	河北省人民政府 办公厅	《河北省“十三五”能源发展规划》	推进张家口风电基地三期、承德风电基地二期和三期、唐山沿海风电建设,到2020年全省风电装机达到2080万千瓦,张承风电基地风电装机容量争取达到1800万千瓦,沿海风电装机容量争取达到80万千瓦。

资料来源:北极星风力发电网、发改委、新时代证券研究所

3.2、收购蓝岛海工，进军海上风电市场

蓝岛海工成立于2009年8月19日，是一家专门从事海上风电基础及海洋工程装备建造的企业，其位于长江出海处启东市船舶工业园区，地理位置优越，具有宝贵稀缺的海岸线资源，拥有使用权的760米海岸线与厂区无缝连接，可直接停靠大型船舶，易于具有大型钢结构的海洋工程装备、海上风电装备的建造与移运。蓝岛海工主要定位于大直径、超大重量的产品，由于自身的码头等地理优势，可有效节省超大件产品的陆路运输和码头起吊费用。

图表24： 蓝岛海工地理优势



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

2013年5月，公司使用“3~10MW级海上风机塔架重型装备制造基地项目”募集资金中的1.98亿元现金收购蓝岛海工51%的股权，蓝岛海工成为公司持有51%股权的控股子公司。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，至海上风电装备（包括塔架、导管架、管桩等）、海洋工程等高端装备制造业的产业升级，公司海上风电业务与蓝岛海工原有海洋工程业务进一步展现出协同和互补效应。

2015年11月，公司发行2,500万股股份及支付4,000万元现金，作价2.88亿元购买窦建荣持有的蓝岛海工剩余49%的股份，蓝岛海工成为公司的全资子公司。同时，公司通过向“泰胜风能-第一期员工持股计划”定向发行的方式募集1.78亿元配套资金用于蓝岛海工“重型装备产业协同综合技改项目”。截至2017年6月末，技改项目共投入1.20亿元，整体进度为70.03%，主要用于项目基础设施建设和设备采购，建设进展顺利，估计2017年下半年有望完成。在技改项目完成后，蓝岛海工会拥有专业的塔筒生产线，将进一步提升公司在高端产品方面的批量化生产能力及国际标准化程度，目前公司已经承接Vestas分片式大直径塔筒的试订单。

蓝岛海工主要产品包括海上风电塔架、导管架、管桩等海上风电装备；自升式平台、海洋工程模块、其他船舶海洋工程装备等海洋工程装备；以及海洋工程设备和钢结构加工制作服务。

图表25： 蓝岛海工产品及用途

产品名称	产品图片	产品定义及用途
海上风电装备		<p>蓝岛海工的海上风电装备产品包括海上风电基础结构整体、及其单独组成构件塔筒、导管架、管桩等，是海上风力发电设备的主要构架，具有重量轻、海床地质条件适应性好、稳定性好、适合较深海域的特点。</p>
		<p>自升式平台又称为桩脚式海洋钻井平台，是目前国内外应用最为广泛的海洋石油钻探和开采作业平台之一。钻井时将桩腿插入或坐入海底，船体顺着桩腿向上提升，使工作平台离开海面以确保不受海水运动的影响。钻井完成后，船体顺着桩腿下降至海面上，再将桩脚拔出海底并上升一定高度，即可拖航到新的作业位置。蓝岛海工目前具备 500 英尺自升式平台的设计制造能力。</p>
海洋工程装备		<p>海洋工程模块即海洋石油天然气开采有关的海洋工程模块，如桩腿模块、钻井模块、生活模块、LNG 模块、海上浮体、船体上层建筑等。蓝岛海工具备完成大型、特大型海洋工程模块设计、钢结构制作、机管电安装调试及涂装作业等的全过程施工能力。</p>
		<p>其他船舶海洋工程装备，如半潜船、甲板驳等。半潜船、甲板驳是从事海上运输的特种作业船，能下潜到一定水深，将需装载的物件漂浮或吊装至船上，然后上浮至正常吃水，并依靠拖轮或自身动力进行驳运。</p>
海洋工程设备和钢结构加工制作		<p>海洋工程设备如吊机等主体钢结构加工制作，或根据业主提供的设计和材料，进行加工制造。</p>

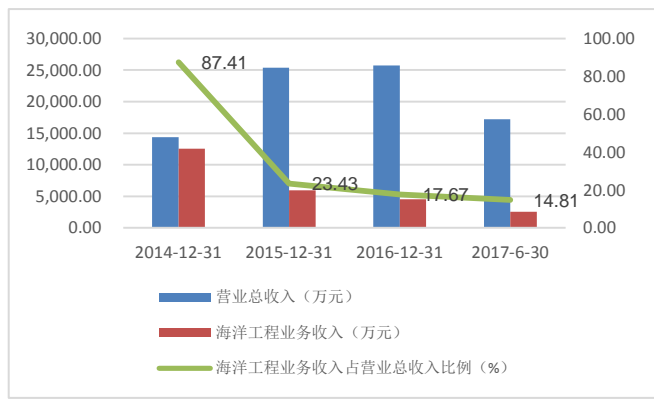
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

蓝岛海工成立后 2009 至 2012 年基本处于工厂基建及海岸建设中，尚未开展实质业务，无实质经营记录。2013 年蓝岛海工仍处于试生产阶段，承接的订单较少。2014 年，蓝岛海工业绩增长迅猛，当年实现营业总收入 14,357.92 万元，同比增长 499.84%，实现净利润 2,183.82 万元，比 2013 年增长 886.01%。其中海工装备产品收入为 1.26 亿元，占主营业务收入的比例为 98.07%，主要是为新加坡

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 1.23 亿元收入。

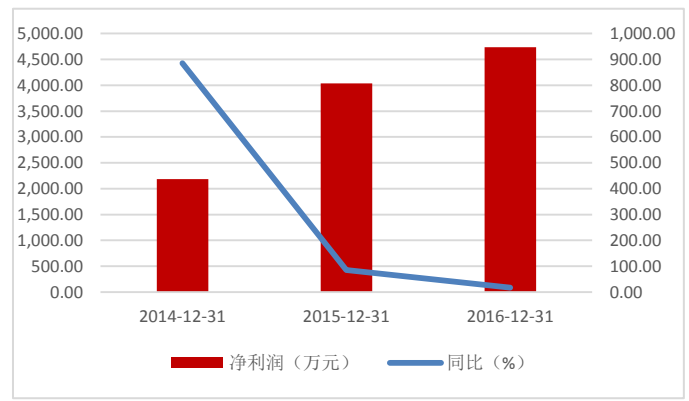
公司控股蓝岛海工后，蓝岛海工在原有海洋工程业务基础上，增加了海上风电装备业务，海上风电业务占主营业务比例逐年提升，海洋工程业务占比随之下降。2017 年 H1，海上风电业务实现收入 14,653.98 万元，同比增长 813.44%；海洋工程业务实现收入 2,548.26 万元，同比下降 32.70%，海上风电业务占比提升至 85.19%，海洋工程业务占比降低至 14.81%。未来海上风电业务板块在蓝岛海工的地位会愈发重要。

图表26： 蓝岛海工营业收入



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表27： 蓝岛海工净利润



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

2013-2014 年，蓝岛海工作为“3~10MW 级海上风机塔架重型装备制造基地项目”的实施主体，已经建成了海上风电装备制造的专业实施场地，并成功结合了泰胜风能丰富的陆地风电装备制造经验和蓝岛海工原团队十余年的海工装备制造经验，生产、制造出我国第一批大型海上风电导管架等装备。蓝岛海工已生产海 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，并已完成静海 101 海洋工程平台、海上风电升压站平台等的建造。在海上风电装备领域，蓝岛海工作为行业先行者的优势明显，特别是在大直径、超厚板、重吨位管桩、导管架及升压站平台类产品方面，处于国内市场领先地位。截至 2017 年 6 月底，蓝岛海工在手订单共计 5.06 亿。预计随海上风电市场进一步扩大，蓝岛海工凭借先发优势乘海上风电发展东风会成为上市公司业绩增量新的驱动力。

4、明确向军工转型，双轮驱动雏形显现

4.1、军民融合发展上升为国家战略，迎来发展浪潮

随着新一轮科技革命、产业革命、军事革命加速推进，世界范围内新一轮军民融合发展浪潮正在蓬勃兴起，坚持在国防科技和武器装备领域走军民融合发展的道路，已成为各国家的共同选择。2016 年 7 月，中共中央、国务院、中央军委发布了《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》，明确了新形势下军民融合发展的总体思路、重点任务、政策措施，国家鼓励民营企业进入军工制造相关领域。

2017 年 9 月 22 日，习近平总书记主持召开了中央军民融合发展委员会第二次全体会议，审议通过了《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》，12 月 4 日国务院办公厅发布了这个《意见》。这是党中央、国务院推进军民融合深度发展的重要举措，也是推动国防科技工业军民融合深度发展的顶层设计和行动纲领。军民融合发展上升为国家战略以来，首次经中央军民融合发展委员会全体会议

审议通过，并由国务院办公厅以《意见》形式发布，充分体现了国防科技工业在军民融合发展中无可争议的首要地位。随着我军机械化、信息化、现代化建设的不断推进，未来军工行业将迎来发展浪潮，军民融合企业发展潜力巨大，成长空间可观。

4.2、携手丰年资本，进军军民融合领域

丰年资本成立于2014年，是新兴的私募股权投资机构，也是国防科工局备案的具备保密资格的民营投资机构。丰年资本目前管理基金规模接近30亿元，拥有国内本土规模领先的军工专项基金，是中国最有竞争力的军工投资平台之一。丰年资本在成都、西安、武汉、广州、上海、重庆均有办事处及派驻人员，实现了配合五大战区的完整区域化布局。

图表28：丰年资本投资领域案例



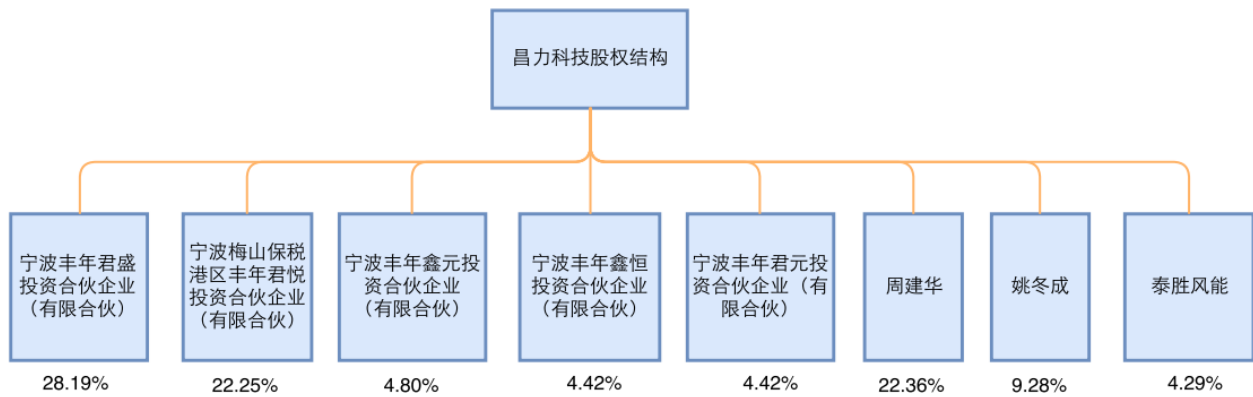
资料来源：丰年资本官网、新时代证券研究所

公司在保持主业稳步发展的基础上，积极谋求军工产业转型，以期双轮驱动给公司未来带来更强劲的增长动力。考虑到军工产业对于公司而言为全新领域，独立运作相对困难，在2016年8月9日，公司拟以自有资金人民币2,000万元，作为有限合伙人入伙丰年资本旗下的军工基金，利用专业平台聚焦军工产业、获取资源、推动产业转型。

丰年资本也非常看好公司转型的决心及能力，分别在2016年9月和2016年12月购入公司部分股权并进行自愿锁定三年。公司与丰年资本在互惠互利的基础上，在资本融合、管理互信、资源共享等方面展开深入合作，搭建了较好的产业合作模式，使公司积累了较多的产业经验和市场资源。

2018年1月，公司向江苏昌力科技发展有限公司增资3,000万元，持有昌力科技4.3%的股权，明确向军工转型，双轮驱动雏形显现。昌力科技是从事军工领域高精度系统的民营高科技企业，其基于多年沉淀，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。2016年，昌力科技实现营业收入4,636.87万元，净利润858.89万元；2017年1-7月，昌力科技实现营业收入7,694.61万元，净利润2,247.88万元。

通过注资昌力科技，公司与丰年资本合作更加密切，有助于公司进一步加深对军工产业的理解，拓展军工行业资源。

图表29： 昌力科技股权结构图


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

5、看好公司将出现业绩拐点，未来业绩持续增长，首次覆盖给予“推荐”评级：

2017年公司正处于业绩低点，看好2018年将出现业绩拐点，未来业绩持续增长。我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.24、0.37和0.49元。当前股价对应17-19年分别为23、15和11倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2095	1999	2439	2814	3108	营业收入	1597	1506	1693	2164	2586
现金	243	269	325	352	388	营业成本	1078	994	1258	1561	1810
应收账款	715	725	894	1176	1299	营业税金及附加	9	14	16	20	24
其他应收款	23	16	27	29	38	营业费用	78	61	63	74	88
预付账款	57	50	70	83	100	管理费用	164	136	144	173	207
存货	577	443	700	601	791	财务费用	-4	-1	-4	-4	-4
其他流动资产	482	495	422	574	492	资产减值损失	85	55	44	52	57
非流动资产	1015	1056	1125	1317	1450	公允价值变动收益	-2	2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	9	8	9	9	9
固定资产	663	665	707	863	984	营业利润	195	257	181	297	414
无形资产	255	261	294	329	342	营业外收入	4	5	25	25	5
其他非流动资产	96	130	124	125	125	营业外支出	1	1	1	1	1
资产总计	3110	3054	3563	4131	4559	利润总额	199	261	205	321	418
流动负债	1120	878	1261	1606	1731	所得税	29	41	31	50	65
短期借款	5	5	5	5	51	净利润	169	219	173	271	353
应付账款	222	270	352	420	475	少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动负债	893	603	903	1182	1206	归属母公司净利润	169	219	173	271	353
非流动负债	27	27	27	27	27	EBITDA	254	320	250	376	487
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.23	0.30	0.24	0.37	0.49
其他非流动负债	27	27	27	27	27						
负债合计	1147	904	1287	1633	1758	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	734	732	732	732	732	营业收入(%)	11.0	-5.7	12.4	27.8	19.5
资本公积	698	701	701	701	701	营业利润(%)	51.5	31.5	-29.5	64.2	39.3
留存收益	550	732	868	1080	1357	归属于母公司净利润(%)	74.5	29.3	-20.9	56.2	30.5
归属母公司股东权益	1963	2150	2276	2498	2800	获利能力					
负债和股东权益	3110	3054	3563	4131	4559	毛利率(%)	32.5	34.0	25.7	27.9	30.0
						净利率(%)	10.6	14.6	10.2	12.5	13.7
						ROE(%)	8.6	10.2	7.6	10.8	12.6
						ROIC(%)	8.2	9.8	7.2	10.4	12.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	36.9	29.6	36.1	39.5	38.6
						净负债比率(%)	-12.1	(12.3)	(14.1)	(13.9)	-12.0
						流动比率	1.9	2.3	1.9	1.8	1.8
						速动比率	1.4	1.8	1.4	1.4	1.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	2.8	2.1	2.1	2.1	2.1
						应付账款周转率	5.3	4.0	4.0	4.0	4.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.23	0.30	0.24	0.37	0.49
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.46	0.20	0.29	0.44	0.33
						每股净资产(最新摊薄)	2.70	2.96	3.13	3.44	3.85
						估值比率					
						P/E	23.31	18.02	22.77	14.57	11.17
						P/B	2.01	1.84	1.73	1.58	1.41
						EV/EBITDA	14.76	11.7	14.7	9.7	7.5

现金流量表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	62	189	213	319	241
净利润	169	219	173	271	353
折旧摊销	63	67	53	64	78
财务费用	-4	-1	-4	-4	-4
投资损失	-9	-8	-9	-9	-9
营运资金变动	-237	-133	-1	-3	-178
其他经营现金流	80	45	0	0	-0
投资活动现金流	-275	-97	-114	-249	-203
资本支出	77	92	69	193	133
长期投资	-55	-20	0	0	0
其他投资现金流	-253	-24	-45	-56	-70
筹资活动现金流	103	-37	-44	-44	-47
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	(0)
普通股增加	410	-2	0	0	0
资本公积增加	-91	2	0	0	0
其他筹资现金流	-216	-37	-44	-44	-47
现金净增加额	-110	55	56	27	-9

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图表 1: 公司塔架	3
图表 2: 截至 2017 年 Q3 公司股权结构图	3
图表 3: 公司营业收入及同比增速	4
图表 4: 公司归母净利润及同比增速	4
图表 5: 公司运输费用占营业收入比例	4
图表 6: 公司运输费用及同比增速	4
图表 7: 主要原材料占主营业务成本比重	5
图表 8: 钢铁价格指数	6
图表 9: 公司净利率与毛利率	6
图表 10: 产业布局	7
图表 11: 我国风能资源分布	7
图表 12: 我国风电装机容量预测	8
图表 13: 国内风电发电量及同比增速	8
图表 14: 国内风电平均利用小时数及同比增速	8
图表 15: 国内风电弃风量及弃风率	9
图表 16: 国内红色预警区域弃风率	9
图表 17: 风电未来发展相关政策	9
图表 18: 我国各区域风电新增装机占全国新增装机容量比例	11
图表 19: 风电平价上网示范项目	12
图表 20: 陆上风电标杆上网电价标准	13
图表 21: 我国海上风电装机容量	14
图表 22: 风电平价上网示范项目	15
图表 23: 海上风电未来发展相关政策	15
图表 24: 蓝岛海工地理优势	17
图表 25: 蓝岛海工产品及用途	17
图表 26: 蓝岛海工营业收入	19
图表 27: 蓝岛海工净利润	19
图表 28: 丰年资本投资领域案例	20
图表 29: 昌力科技股权结构图	21

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐 销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>