

年报符合预期，一季度业绩不及预期，静待拐点到来

年报点评报告

开文明(分析师) 刘华峰(联系人)
021-68865582 021-68865595
kaiwenming@xsdzq.cn liuhuafeng@xsdzq.cn
证书编号: S0280517100002 证书编号: S0280116120013

● 2017年归母净利润同比下降29.85%，2018年一季度净利润下降65.04%：

2017年公司实现营业收入15.90亿元，同比增长5.60%；实现归母净利润1.54亿元，同比下降29.85%，与业绩快报给出的1.58亿元基本相当；综合毛利率为25.51%，同比减少8.47pct，其中塔架和基础环毛利率为27.40%，同比减少6.56pct；其他海上风电装备毛利率为22.04%，同比减少4.93pct。公司发布一季报，报告期内实现营业收入2.32亿元，同比增长35.41%；实现归母净利润0.14亿元，同比下降65.04%；综合毛利率为24.50%，延续了2017年下半年的毛利率。报告期内业绩下滑原因主要是：(1)市场竞争加剧，产品毛利空间受限；公司承担了钢材价格波动带来的成本上升；(2)部分应收账款账龄增加和新增收入产生的应收账款坏账准备计提导致资产减值损失同比增加1,563万元。

● 弃风限电明显好转，陆上风电有望逐步复苏：

2017年弃风电量和弃风率实现“双降”，弃风限电明显好转，三北红六省中有三个省份解禁，而未解禁省份一季度弃风限电改善明显，如新疆地区随着准东电网的建成也有希望重启风电建设；河南、河北、青海等新兴市场启动明显。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，陆上风电业务有望逐步复苏。

● 深化“双海战略”，一季度出口业务收入同比增长201.60%：

公司继续深化“双海战略”(海外风电及海上风电)，一季度出口业务收入同比增长201.60%；同时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%。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。

● 公司有望出现业绩拐点，维持“推荐”评级：

我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.24、0.30和0.37元。当前股价对应18-20年分别为22、17和14倍。维持“推荐”评级。

● 风险提示：风电行业装机不及预期，竞争加剧，钢材价格波动超预期

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1506	1,590	2,075	2,541	3,049
增长率(%)	-5.7	5.6	30.5	22.4	20.0
净利润(百万元)	219.1	154	171	216	267
增长率(%)	29.3	-29.9	11.3	26.1	23.9
毛利率(%)	34.0	25.5	24.9	25.3	25.7
净利率(%)	14.6	9.7	8.2	8.5	8.8
ROE(%)	10.2	6.8	7.0	8.3	9.4
EPS(摊薄/元)	0.30	0.21	0.24	0.30	0.37
P/E(倍)	16.79	23.9	21.5	17.1	13.8
P/B(倍)	1.71	1.6	1.5	1.4	1.3

推荐(维持评级)

市场数据	时间 2018.04.23
收盘价(元):	5.06
一年最低/最高(元):	5.03/8.37
总股本(亿股):	7.27
总市值(亿元):	36.79
流通股本(亿股):	4.91
流通市值(亿元):	24.83
近3月换手率:	42.97%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.22	-10.47	-47.29
绝对	-11.99	-22.71	-38.65

相关报告

《业绩快报符合预期，看好2018年将出现业绩拐点》2018-02-28

《风机塔架龙头，风电军工双轮驱动雏形显现》2018-02-26

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1999	2127	2535	2981	3426	营业收入	1506	1590	2075	2541	3049
现金	269	327	415	508	610	营业成本	994	1184	1558	1898	2266
应收账款	725	673	988	967	1292	营业税金及附加	14	11	15	18	22
其他应收款	16	10	24	18	33	营业费用	61	56	68	81	95
预付账款	50	36	76	62	104	管理费用	136	145	187	229	274
存货	443	513	686	721	898	财务费用	-1	8	13	17	25
其他流动资产	495	568	346	706	490	资产减值损失	55	21	52	58	67
非流动资产	1056	1091	1286	1431	1585	公允价值变动收益	2	2	1	1	1
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	8	8	8	8	8
固定资产	665	627	797	938	1083	营业利润	257	174	191	248	309
无形资产	261	259	286	289	298	营业外收入	5	24	24	24	24
其他非流动资产	130	205	203	204	205	营业外支出	1	8	8	8	8
资产总计	3054	3218	3821	4413	5011	利润总额	261	190	207	264	325
流动负债	878	933	1366	1780	2142	所得税	41	36	36	48	58
短期借款	5	65	119	150	353	净利润	219	154	171	216	267
应付账款	270	230	427	374	583	少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动负债	603	638	819	1256	1207	归属母公司净利润	219	154	171	216	267
非流动负债	27	27	27	27	27	EBITDA	320	184	263	335	418
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.30	0.21	0.24	0.30	0.37
其他非流动负债	27	27	27	27	27						
负债合计	904	960	1393	1808	2170	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	732	727	727	727	727	营业收入(%)	(5.7)	5.6	30.5	22.4	20.0
资本公积	701	705	705	705	705	营业利润(%)	31.5	-32.3	10.0	29.6	24.9
留存收益	732	839	991	1195	1441	归属于母公司净利润(%)	29.3	-29.9	11.3	26.1	23.9
归属母公司股东权益	2150	2257	2428	2605	2841	获利能力					
负债和股东权益	3054	3218	3821	4413	5011	毛利率(%)	34.0	25.5	24.9	25.3	25.7
						净利率(%)	14.6	9.7	8.2	8.5	8.8
						ROE(%)	10.2	6.8	7.0	8.3	9.4
						ROIC(%)	9.8	6.4	6.5	7.6	8.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	29.6	29.8	36.5	41.0	43.3
						净负债比率(%)	-12.3	(11.6)	(12.2)	(13.8)	-9.0
						流动比率	2.3	2.3	1.9	1.7	1.6
						速动比率	1.8	1.7	1.4	1.3	1.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	2.1	2.3	2.5	2.6	2.7
						应付账款周转率	4.0	4.7	4.7	4.7	4.7
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.30	0.21	0.24	0.30	0.37
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.11	0.41	0.46	0.27
						每股净资产(最新摊薄)	2.96	3.10	3.34	3.58	3.91
						估值比率					
						P/E	16.79	23.94	21.51	17.06	13.76
						P/B	1.71	1.63	1.52	1.41	1.29
						EV/EBITDA	10.74	18.7	12.9	10.0	8.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@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1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>