

风塔销售逆势增长，运营叶片渐次发力 买入(维持)

2018年04月22日

盈利及估值重要数据	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,238	4,405	5,632	6,538
同比(+/-%)	40.3%	36.0%	27.8%	16.1%
净利润(百万元)	470	711	923	1155
同比(+/-%)	15.5%	51.5%	29.8%	25.1%
每股收益(元)	0.26	0.40	0.52	0.65
毛利率(%)	28.4%	30.9%	33.8%	35.9%
净资产收益率(%)	9.7%	13.5%	15.8%	17.7%
市盈率(P/E)	23.45	15.48	11.93	9.54
市净率(P/B)	2.27	2.09	1.89	1.69

投资要点

■ **17年净利润4.7亿元，同比增长15.51%，每10股派发现金红利0.33元：**公司发布2017年年报，报告期内公司实现营业收入32.38亿元，同比增长40.31%；实现归属母公司净利润4.7亿元，同比增长15.51%。对应EPS为0.26元。其中4季度，实现营业收入8.95亿元，同比增长29.31%，环比下降13.05%；实现归属母公司净利润1.12亿元，同比增长77.31%，环比下降3.43%。4季度对应EPS为0.06元。公司2017年利润分配方案为每10股派发现金红利0.33元。

■ **风塔销量逆势增长，原材料上涨侵蚀业绩：**2017年，国内风电行业受风电补贴政策缓慢退坡、“红六省”预警装机限制以及南移建设周期延长等多重不利因素影响，新增装机容量下滑，市场需求大幅减少。1) 公司风塔业务逆势增长，新签订单量37.8万吨，同比增长32.19%；销售量38.1万吨，同比增长28.76%。风塔销售收入27.39亿元，同比增长29.9%。但受钢材价格持续上涨人民币持续升值影响，风塔业务盈利能力有所下滑，毛利率下滑7.24个百分点至25.31%，但仍好于行业平均。测算风塔净利润约3亿元，同比略微下滑。2) 风电长业务方面，哈密项目实现收入2.39亿元，净利润0.98亿元。报告期内，哈密风电场平均弃风限电率33%，等效利用小时数1736小时。

■ **行业复苏叠加成长，风场+叶片贡献增量：**1) 展望18年，我们认为：南方市场经过摸索，环评、工期因素影响将逐步弱化，项目进程加快；北方红六省限电改善持续超预期，部分省份有望解禁、恢复装机；分散式风电破冰贡献额外增量，成长空间打开。我们预计18年国内风电装机有望达到26GW，同增33%以上。公司作为风塔龙头，将明显受益行业装机量增长。2) 弃风限电率持续改善，将有利于哈密风场盈利释放。同时公司山东、河南330MW募投风电场加快建设，预计将于18年2季度开始陆续投产。计划开工180MW，已签订项目开发协议的风电场资源750MW，运营规模持续扩张。3) 2017年公司风电叶片已经通过代工开始贡献销售收入，为公司叶片的“海外客户”和“中国客户的海外市场”的双海战略积累了良好的经验。公司自建的常熟天顺叶片工厂建设进展顺利，将在2018年4月投产，将贡献业绩增量。

■ **费用率下降，存货上升，现金流净流出：**公司2017年期间费用同比增长28.79%至4.33亿元，期间费用率下降1.19个百分点至13.65%。其中，销售、管理、财务费用分别同比下降3.31%、下降1.63%、上升

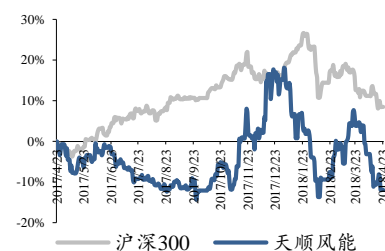
证券分析师 曾朵红

执业证书编号：S0600516080001
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)	6.19
一年最低价/最高价	5.98/8.46
市净率(倍)	2.27
流通A股市值(百万元)	10950.02

基础数据

每股净资产(元)	2.73
资本负债率(%)	50.69%
总股本(百万股)	1,779.02
流通A股(百万股)	1,768.99

相关研究

1. 行业春风渐起，业绩多点开花 (2018-02-28)
2. 业绩底部坐实，反转趋势确立 (2017-11-04)
3. 风场拉动业绩增长，叶片开始贡献收入 (2017-08-29)
4. 毛利率提升带动业绩增长，风场和叶片是新增长点- (2017-04-20)
5. 三季度略低于预期，叶片和运营将助力增长 (2016-10-31)
6. 海外风塔业务驱动高增长，风场运营和叶片等新业务将接力 (2016-8-22)

- 320.35%至 1.44 亿元、1.52 亿元、1.37 亿元；费用率分别下降 2.03、下降 2.04、上升 2.88 个百分点至 4.53%、4.81%、4.31%。2017 年经营活动现金流量净流出 1.30 亿元，同比下降 123.54%；销售商品取得现金 25.61 亿元，同比下降 6.81%。期末预收款项 0.58 亿元，同比增长 189.02%。期末应收账款 16.21 亿元，较期初增长 6.81 亿元，应收账款周转天数上升 4.42 天至 145.47 天。期末存货 8.5 亿元，较期初上升 4.57 亿元；存货周转天数上升 13.58 天至 97.23 天。
- **盈利预测：**预计公司 2018-2020 年归属母公司净利润为 7.11、9.23、11.55 亿元，对应 EPS 分别为 0.40 元、0.52 元、0.65 元。我们给予 2018 年 22 倍 PE，对应目标价 8.8 元，维持买入评级。
- **风险提示：**风电行业需求不达预期；风电场投资进度不达预期。

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、意见及推测不一致的报告。

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，并注明出处为东吴证券研究所，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>