

# 全球风塔龙头，受益于行业回暖，产业纵向延伸提高盈利能力

首次覆盖报告

开文明(分析师) 李远山(联系人)  
021-68865582 010-83561326  
kaiwenming@xsdzq.cn liyuanshan@xsdzq.cn  
证书编号: S0280517100002 证书编号: S0280116100017

## ● 风机塔架国内龙头，产业链纵向延伸提高盈利能力：

公司专业从事兆瓦级大功率风力发电塔架及其相关产品的生产与销售，是中国目前最具规模的风力发电塔架专业制造企业之一。2018H1 公司营收 16.2 亿元，同比增长 29.88%，归母净利润 2.4 亿元，同比增长 0.19%，扣非后增长 15.87%。公司扩产进一步巩固龙头位置，拟将包头工厂产能从 8 万吨提升至 15 万吨，将珠海工厂产能从 4 万吨提升至 7 万吨，计划于 2018 年年底完成改扩建项目。同时公司正在进行产业链延伸，布局叶片和电站运营。未来协同效应进一步增强，公司盈利能力提高。

## ● 全球风电加速，国内重回上升通道，公司作为龙头将持续收益：

2017 年全球风电新增装机量 52.48GW，累计装机量达到 539GW，风电已经成为一些国家的主力电源。我国风电在经过 2016-2017 两年的装机规模下滑后，2018H1 新增装机近 8GW，同比增长 32%，考虑到目前我国已核准未建风场规模已经达到 90GW，未来三年风电将重回上升通道。同时政策推动弃风电量弃风率双降，弃风限电现象好转，进一步保证风电运营的收益率。公司作为全球龙头，具有较强的技术、成本控制能力和优质客户群。随着行业回暖，及竞价的来临，公司集中度有望进一步提高，持续收益。

## ● 适时切入下游业务，为公司带来新的利润增长点：

2016 年公司新建新疆哈密风电场，切入下游风电场业务，目前公司累计并网 440MW。2017 年公司获得共计 129MW 核准风电场项目。2018H1 公司发电收入 1.55 亿元，同比增长 25.03%。截至半年报公司风电场新增并网容量 140MW，累计并网容量 440MW，公司累计已签署风电场前期开发协议规模 1.93GW。预计未来将形成超过 2.5GW 风电场运营规模。结合目前风电场高毛利率、风电行业回暖的市场行情，我们预计未来将极大提升公司的盈利水平和改善现金流量情况，成为公司新的增长点。

## ● 看好公司风塔龙头稳固，首次覆盖给予“推荐评级”：

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 5.32、6.15、7.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.30、0.35、0.42 元。当前股价对应 2018-2020 年分别为 13、11、10 倍。看好公司风塔龙头稳固，首次覆盖给予“推荐评级”。

## ● 风险提示：风电装机不及预期，原材料价格涨幅超预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2263	3,170	4,099	4,614	5,192
增长率(%)	5.3	40.0	29.3	12.5	12.5
净利润(百万元)	406.5	470	532	615	739
增长率(%)	34.1	15.5	13.3	15.6	20.1
毛利率(%)	34.0	27.4	26.5	27.3	28.4
净利率(%)	18.0	14.8	13.0	13.3	14.2
ROE(%)	8.8	9.6	9.9	10.5	11.4
EPS(摊薄/元)	0.23	0.26	0.30	0.35	0.42
P/E(倍)	17.24	14.9	13.2	11.4	9.5
P/B(倍)	1.53	1.4	1.3	1.2	1.1

## 推荐(首次评级)

市场数据	时间 2018.09.11
收盘价(元):	3.83
一年最低/最高(元):	3.52/8.46
总股本(亿股):	17.79
总市值(亿元):	68.14
流通股本(亿股):	12.39
流通市值(亿元):	47.44
近 3 月换手率:	49.9%

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.94	-9.34	-22.17
绝对	-8.08	-23.88	-37.74

## 相关报告

## 目 录

1、 风机塔架国内龙头，产业链纵向延伸提高盈利能力.....	4
1.1、 专注风塔制造，成就国际领先.....	4
1.2、 主营业务稳定增长，市场龙头地位稳固.....	5
1.3、 客户质量不断提升，海内外同步发力.....	7
1.4、 产业链纵向延伸，带来新的利润增长点.....	7
2、 全球风电市场加速发展，国内上升通道打开.....	8
2.1、 风电全球化加速，各国积极推进风电发展.....	8
2.2、 国内风电规模遥遥领先，未来市场空间巨大.....	8
2.3、 弃风限电好转，“红六省”解禁促进装机量增长.....	9
2.4、 政策加速风电平价过程，已核准项目建设进程加快.....	11
3、 三大因素保障公司未来业绩增长.....	13
3.1、 多年专注风机塔架，行业回暖环境下业务增长有保障.....	14
3.2、 海外订单持续增长，公司获得国际认可.....	14
3.3、 严格控制费用成本，规模效应优势明显.....	16
3.4、 利用自身优势适时切入下游风电场，有望成为公司业务爆发点.....	17
4、 看好公司风塔龙头稳固，估值与投资建议.....	18
附： 财务预测摘要.....	19

## 图表目录

图 1： 公司风机塔架产品.....	4
图 2： 公司股权结构.....	4
图 3： 公司营业收入（亿元）、毛利率.....	5
图 4： 公司归母净利润（亿元）、净利率.....	5
图 5： 2017 年初至今中厚板材价格走势.....	6
图 6： 公司主营业务营业收入（亿元）及风塔业务增速.....	6
图 7： 公司近两年主营业务占比情况.....	6
图 8： 公司国内外客户.....	7
图 9： 全球风电近年来装机情况及新增装机量增速.....	8
图 10： 2017 年各国全球新增装机情况 TOP10.....	8
图 11： 全球累计风电装机情况 TOP10.....	8
图 12： 国内风电装机情况及新增装机增速.....	9
图 13： 国内风电发电量（亿千瓦时）及占全部发电量比例.....	9
图 14： 国内风电利用小时数及增速.....	10
图 15： 国内风电发电量及弃风率.....	10
图 16： 红六省累计弃风电量（亿千瓦时）.....	10
图 17： 红六省弃风率.....	10
图 18： 风电标杆上网电价趋势.....	12
图 19： 国内海上风电装机量（MW）及增速.....	13
图 20： 公司历年产销情况（吨）.....	14
图 21： 公司海外业务营业收入（亿元）及同比增速.....	14
图 22： Vestas 公司近年来营业收入情况（亿欧元）.....	15
图 23： Vestas 公司风电机组产量及出货量（MW）.....	15
图 24： 公司研发投入（亿元）及研发人数.....	15
图 25： 公司费用率情况.....	16

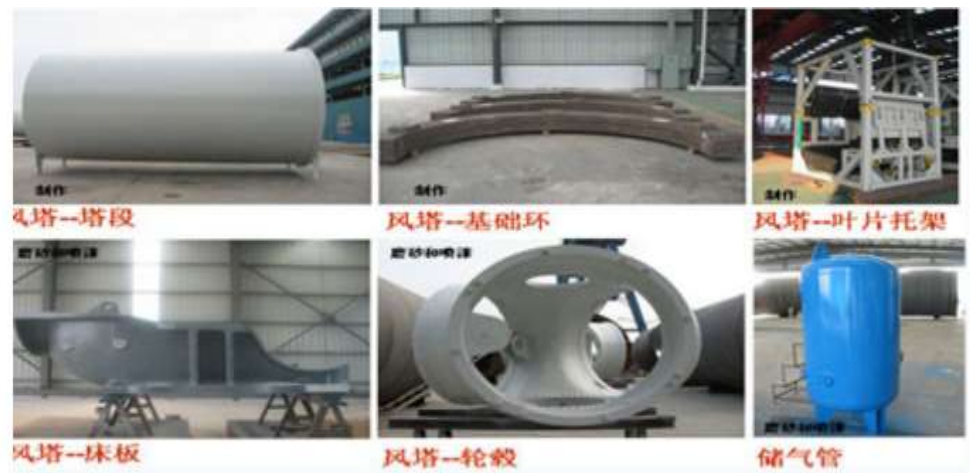
图 26: 同行业三费情况比较.....	16
图 27: 公司风塔产品单位成本结构 (元) .....	16
图 28: 公司风机塔架价格 (元/吨) 和风塔毛利率水平 .....	17
表 1: 风电平价上网示范项目 .....	11
表 2: 陆上风电标杆上网电价标准 .....	12
表 3: 公司风电场项目一览 .....	18

## 1、风机塔架国内龙头，产业链纵向延伸提高盈利能力

### 1.1、专注风塔制造，成就国际领先

天顺风能（苏州）股份有限公司成立于 2005 年，2010 年 12 月在深圳证券交易所上市，股票代码 002531。公司专业从事兆瓦级大功率风力发电塔架及其相关产品的生产与销售，是中国目前最具规模的风力发电塔架专业制造企业之一。目前公司在太仓、包头、珠海、丹麦等地设有多家生产基地，是全球最具规模的风力发电塔架专业制造企业之一，具有国际领先的风塔制造工艺和技术。除此之外公司积极扩展业务，已发展成集新能源设备制造——风机叶片、新能源开发——风电场、智慧能源系统、金融服务等多元化产业集团公司。

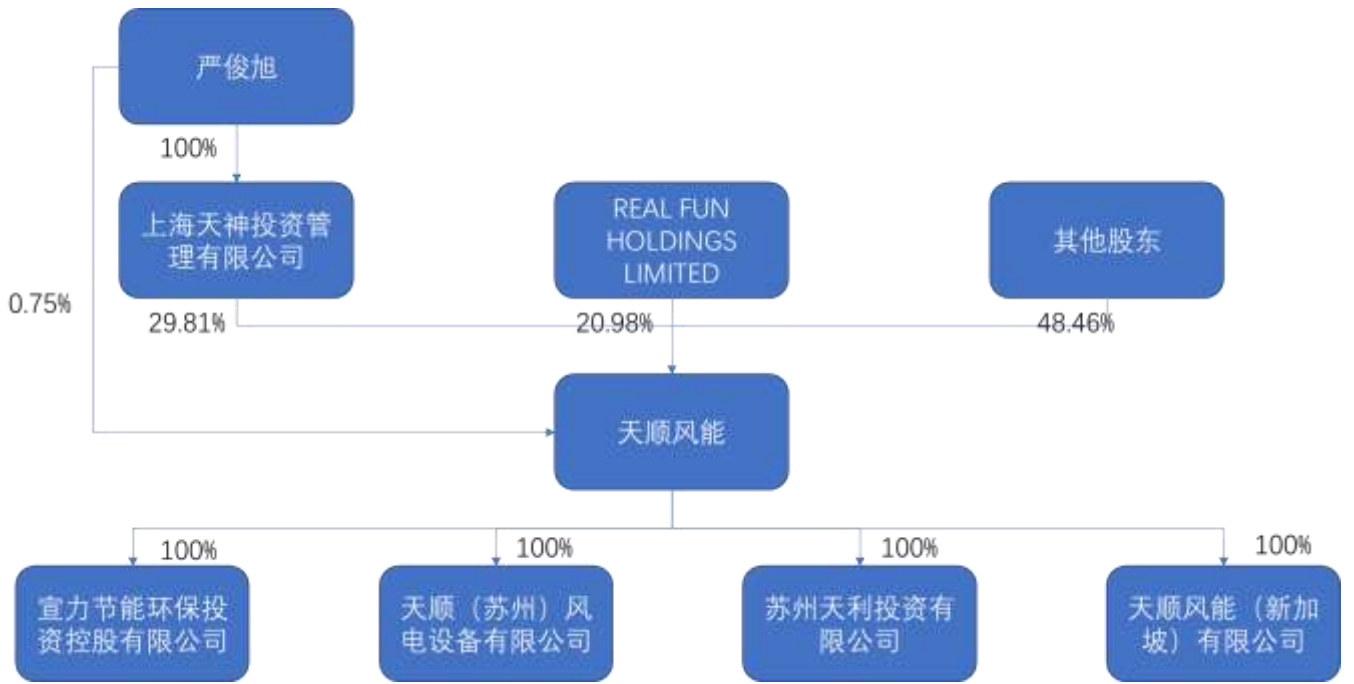
**图1： 公司风机塔架产品**



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

根据公司 2018 年半年报，公司股权结构中前十大股东均为法人股东，其中控股股东为上海天神投资管理有限公司，持有公司 5.3 亿股份，占公司总股本 29.81%。公司实际控制人为严俊旭，其通过持有上海天神投资管理有限公司 100% 的股份以及直接持有公司 0.75% 的股份，总计持有公司 30.56% 的股份。

**图2： 公司股权结构**



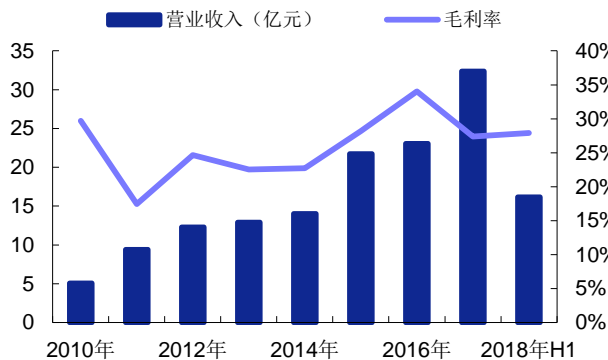
资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 1.2、主营业务稳定增长，市场龙头地位稳固

公司主营业务包括风机塔架、风电场、风机叶片以及融资租赁四大块。2017年国内风电行业装机量为近年来最低水平，行业在前期产能加速扩张的过程中出现竞争加剧的情况，市场逐渐开始洗牌，龙头效应越加明显。在大环境不景气的情况下，公司2017年业绩不降反升，风塔出货量达40万吨，营业总收入323,834.67万元，同比增长高达40.31%，五年复合增长率高达25.9%；归母净利润46,951.18万元，同比增长15.51%。

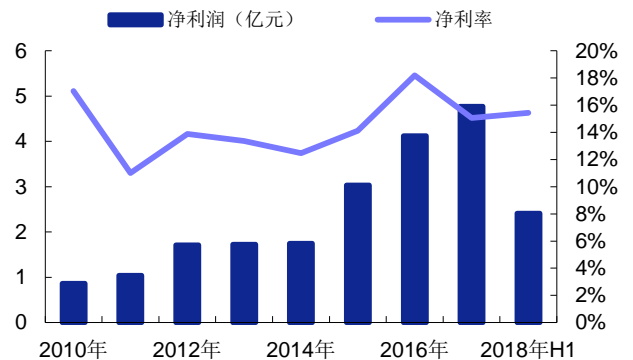
净利润增速低于营收增速，主要由于2017年公司主营业务风机塔架主要上游原材料为钢材，受供给侧改革和环保限产影响，钢材价格波动较大，2017年年底钢材价格较年初增长超过32%，快速上涨过程中公司虽然采用成本定价，但不能预计快速的波动，上游价格传导至公司，公司承担了成本压力，导致2017年毛利与净利未能同步。而2018年上半年的生产订单部分来自17年尾单，影响了公司盈利水平。

图3：公司营业收入（亿元）、毛利率



资料来源：Wind,新时代证券研究所

图4：公司归母净利润（亿元）、净利率

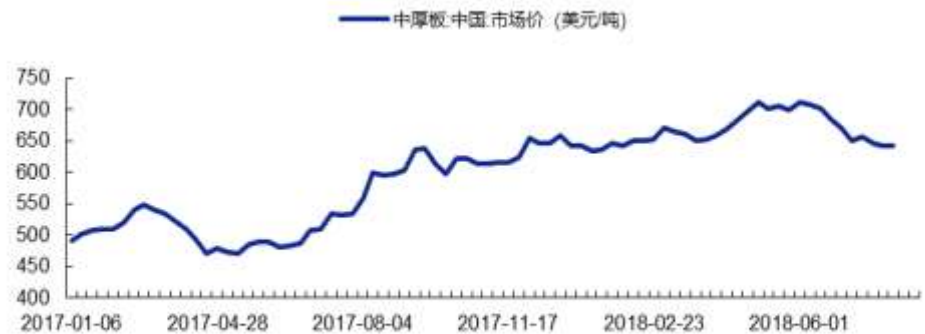


资料来源：Wind,新时代证券研究所

2018年行业逐渐回暖，公司上半年风机塔架新承接订单量21.83万吨，同比增

长 5.46%，销量达到 16.74 万吨，带来营业收入 16.2 亿元，同比 2017 年上半年增长 29.88%，归属于上市公司股东净利润 2.4 亿元，同比增长 0.19%，但在扣除非经常性损益后实现扣非净利润 2.2 亿元元，同比增长 15.87%。2018 年上半年公司净利润增速慢于营业收入主要由于 2018 年上半年大量业务来自于 2017 年年底的积压订单，钢材价格成本较实际较高，导致净利润增速相较于营收更低；另一方面公司海外丹麦工厂由制造中心转变为管理中心，直接导致产量损失。随着 2018 年原材料钢材价格企稳，公司成本定价方式将显著改善毛利率情况，并且海外产能逐步向东欧转移，公司下半年盈利能力有望得到改善。

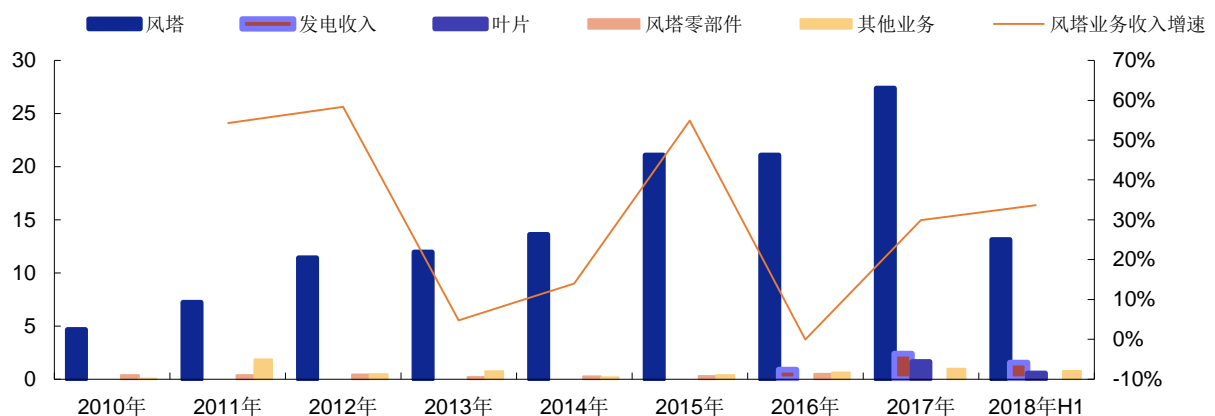
图5： 2017 年初至今中厚板材价格走势



资料来源：Wind,新时代证券研究所

风机塔架为公司目前营收结构中占比最大的业务，2017 年公司风塔业务出货量为 38 万吨，实现收入 27.39 亿元，同比增长接近 30%，占公司总营业收入达 84%。2018 年上半年风塔出货 16.74 万吨，同比增长 23.63%。作为公司的主营业务风塔的稳定增长提升了公司龙头地位的稳固性。

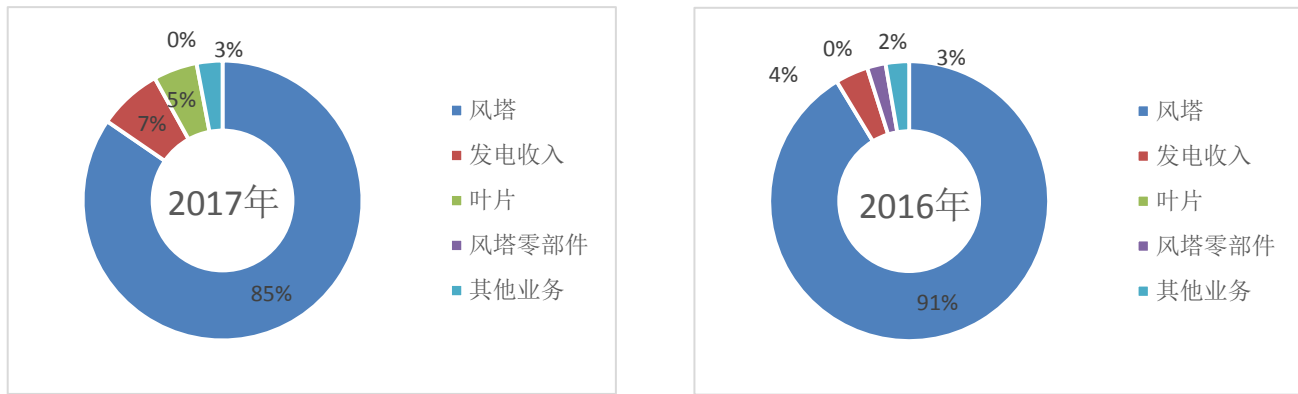
图6： 公司主营业务营业收入 (亿元) 及风塔业务增速



资料来源：Wind,新时代证券研究所

公司风电场业务增长迅速。公司 2015 年切入风电场发电业务，目前风电场业务已成为公司第二大收入来源，2017 年该业务收入达到 2.39 亿元，同比增长高达 170%，收入占比达到 7%，同比 2016 年发电收入占比直接增长 3 个百分点，极大提升了公司的营收水平。

图7： 公司近两年主营业务占比情况



资料来源: Wind,新时代证券研究所

### 1.3、客户质量不断提升，海内外同步发力

公司 2005 年开始从事风机塔架业务，在风塔制造细分领域处于全球领航地位，在 13 年发展过程中积累了一大批优质客户。公司主要客户为 Vestas、GE、SGRE、金风科技、远景能源等全球领先风电整机厂商以及国内四大六小电力集团等。其中 Vestas 为全球风电领导者，行业的绝对龙头，公司 2011 年与 Vestas 签订了 2012 年-2016 年合作协议，并且在 2017 年继续签署了 2017 年-2020 年采购协议，保障了公司的下游供货。同时公司是国内唯一一家获得 Vestas、GE 和 SGRE 三家国际大厂商认证的风机塔架供应商，也是国内唯一一家与 GE 合作的公司，充分证明了公司在行业内的技术先进性和行业龙头地位。

图8: 公司国内外客户



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

### 1.4、产业链纵向延伸，带来新的利润增长点

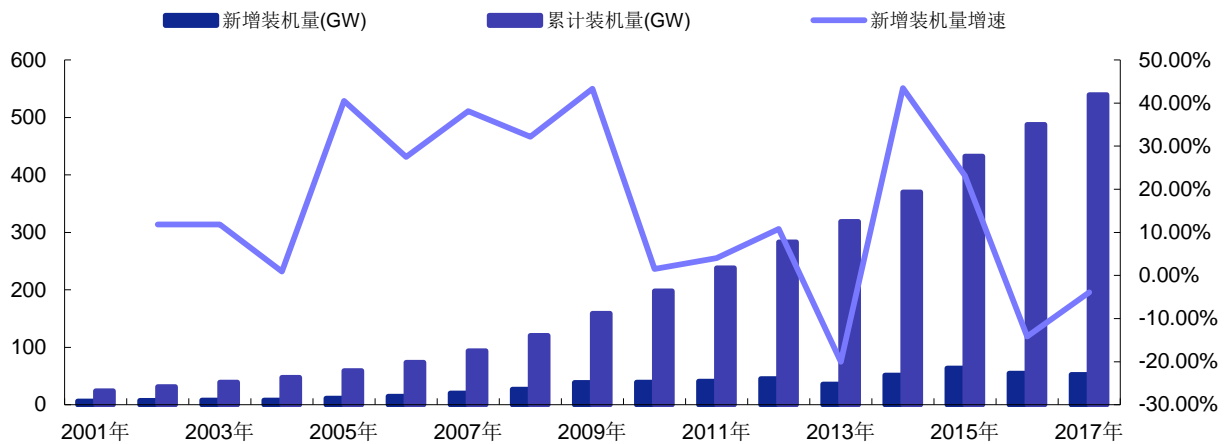
公司在主营风塔业务蒸蒸日上的同时，充分利用自身行业地位和管理优势，在产业链上下游布局。2015 年开始涉足下游风电场行业，在风电场开发运营方面取得了较大进展。2016 年公司投资开发的新疆哈密 300MW 风电场正式并网运营，2017 年全年上网电量 52,086 度，平均弃风限电率 33%，等效利用小时数 1736 小时。上游公司切入风机叶片业务，目前公司收购昆山风速时代叶片工厂，主要作为向提供展示叶片产品和生产能力的平台；2017 年公司投建常熟叶片工厂，计划建立 8 条生产线。

## 2、全球风电市场加速发展，国内上升通道打开

### 2.1、风电全球化加速，各国积极推进风电发展

风电作为一种可持续的清洁能源，已越来越受到全球各国的关注。2017 年全球风电新增装机量 52.48GW，累计装机量达到 539GW，相较于十年前增长了近 5 倍。其中中国装机占比为全球第一，新增装机量为 19.7GW，占比达到 37.53%。除新增装机量持续增长之外，各国风电渗透率不断增加，2017 年丹麦 44% 的电力来自风能，乌拉圭超过 30%，欧盟达到 11.6%，其中丹麦、葡萄牙和爱尔兰为 24%，西班牙和德国为 20%。美国有四个州的电力供应量超过 30%，风电已经越来越成为一些国家的主流电力来源。

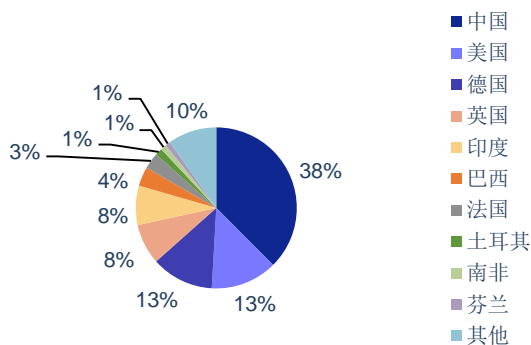
图9：全球风电近年来装机情况及新增装机量增速



资料来源：GWEC，新时代证券研究所

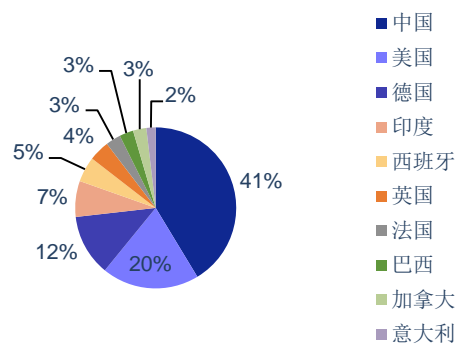
美国风电行业 2017 年新增装机量 7.017GW，过去五年复合增速达到了 8%，风电作为可再生能源第一的位置稳固。自 2009 年以来，美国风电度电成本已经下降了 67%，风电在美国部分地区已经成为了成本最低的能源，更低的价格持续推动了美国对风电的投入，2013 年-2017 年美国风电累计新投入超过 500 亿美元。

图10：2017 年各国全球新增装机情况 TOP10



资料来源：GWEC，新时代证券研究所

图11：全球累计风电装机情况 TOP10



资料来源：GWEC，新时代证券研究所

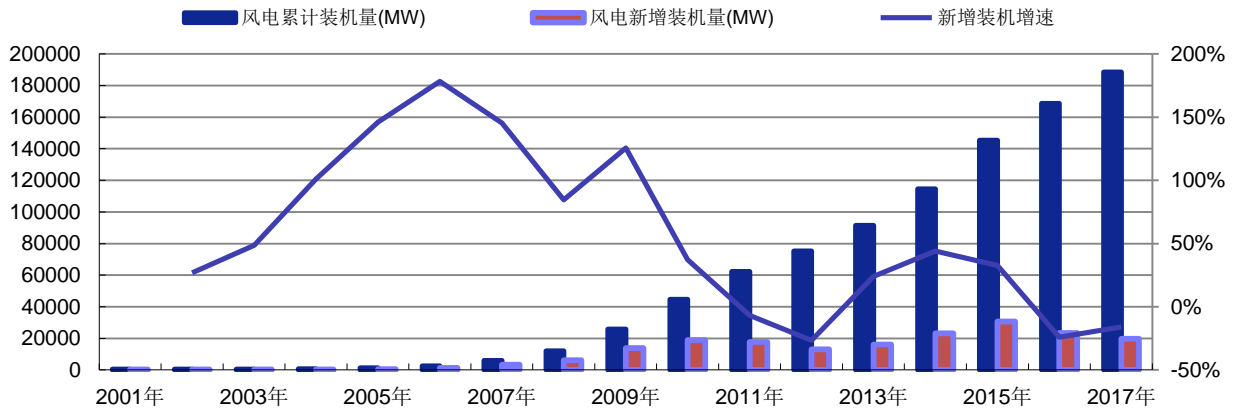
### 2.2、国内风电规模遥遥领先，未来市场空间巨大

国内风电从 2004 年开始呈现出高速增长的趋势，2004 年-2009 年 6 年时间均维持 100%以上的高增速，并且在 2010 年超越美国成为全球累计风电装机量第一



(不考虑欧盟的情况); 2010 年开始新增装机量增速有所放缓, 到了 2013 年又开始出现正增速。近两年国内风电装机速度有所放缓, 但中国仍保持全球新增装机容量第一的位置, 2017 年国内新增装机 19.7GW, 是第二名美国的 2.8 倍, 累计装机量达到 188.392GW, 同样远超排名第二的美国 (89.077GW), 作为国内风电全球领军角色的地位十分稳固。

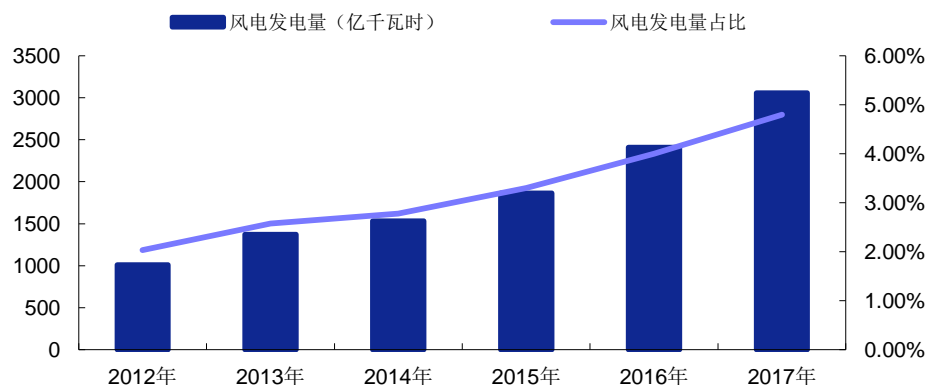
图12: 国内风电装机情况及新增装机增速



资料来源: GWEC, 新时代证券研究所

目前国内风电装机容量已经在全球范围内遥遥领先, 但我们认为未来国内风电行业仍具有极大发展空间, 主要基于目前风电并网装机容量和发电量占国内总并网装机容量和发电量比例依然处于较低水平。根据国家能源局数据, 2017 年国内风电累计并网装机容量 164GW, 仅占全部发电装机容量的 9.2%, 而风电年发电量 3057 亿千瓦时, 仅占全部发电量的 4.8%。但同时我们应看到国内风电发电量正加速增长, 连续六年保持增长, 并且占全国用电总量比例也由 2012 年 2.03% 上升至 2017 年底 4.8%。根据国家能源局下发的《关于可再生能源发展“十三五”规划实施的指导意见》和《2017-2020 年风电新增建设规模方案》, 提出 2018-2020 年风电新增规划建设规模将分别达到 26.68GW、26.6GW、24.31GW, 预计 2020 年并网容量达到 125GW, 未来增长空间巨大。

图13: 国内风电发电量 (亿千瓦时) 及占全部发电量比例



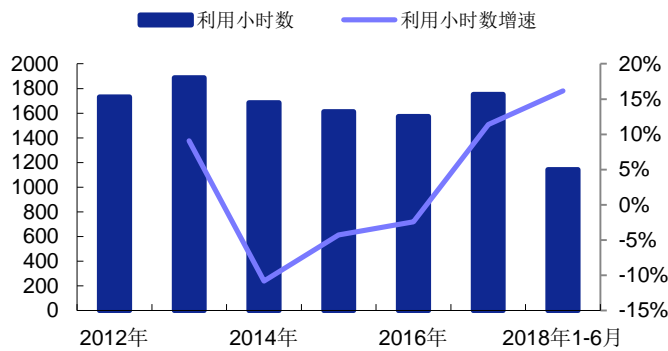
资料来源: 国家能源局, 新时代证券研究所

### 2.3、弃风限电好转, “红六省”解禁促进装机量增长

政策推动弃风电量弃风率双降, 弃风限电现象好转

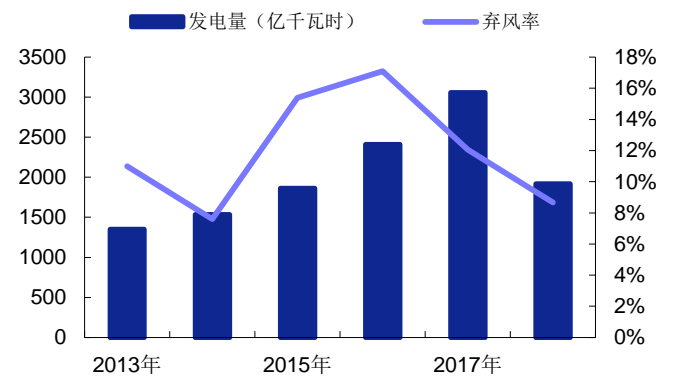
风电行业面临的一个关键问题是如何解决风电的消纳，由于电网接纳能力不足、风电场建设工期不匹配和风电不稳定等自身特点导致的部分风电场风机暂停浪费了大量风资源。2016年国内弃风电量达到497亿千瓦时，弃风率高达17.10%。为解决全国弃风问题，2017年国家发改委、国家能源局联合发布《解决弃水弃风弃光问题实施方案》，制定了可再生能源消纳的全方位解决方案；同年国家电网提出2020年弃风率控制在5%以内的目标。在2016年弃风率达到峰值之后，从2017年开始弃风现象持续好转，2018年上半年全国弃风电量182亿千瓦时，同比下降53亿千瓦时，弃风率8.67%，仅为2016年弃风率的一半；2017年风电利用小时数为1752小时，同比2016年增长11.38%，2018年上半年利用小时数达到1143小时，同比增长16.16%。随着一系列政策的落实，未来行业弃风率具备持续下降空间。

图14: 国内风电利用小时数及增速



资料来源: 国家能源局、新时代证券研究所

图15: 国内风电发电量及弃风率



资料来源: 国家能源局、新时代证券研究所

### “红六省”变“红三省”释放装机新增量

国内弃风现象最为严重的区域为甘肃 (弃风率 43%)、新疆 (弃风率 38%)、吉林 (弃风率 30%) 内蒙古 (弃风率 21%)。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》中核定上述四省区以及宁夏、黑龙江为红色预警区，2017年不得核准建设新的风电项目。经过政策的督促，从国家能源局2017年底数据显示，以上地区的弃风现象均有了明显的好转，2018年1-6月份甘肃、新疆、吉林、内蒙古、宁夏、黑龙江弃风率分别为20.50%、28.90%、6.10%、16.70%、1.60%、5.00%，其中甘肃、吉林、黑龙江同比分别下降超过10个百分点，其余三省弃风现象也有明显改善。根据国家能源局发布《2018年度风电投资监测预警结果的通知》，内蒙古、黑龙江、宁夏已解除风电红色预警。在弃风率持续降低的状况下，2017年6月以来宁夏、内蒙古、新疆均有新项目核准，红六省变红三省有望促进部分此前推迟的已核准项目及新核准项目新增装机的增长，需求增量可期。

图16: 红六省累计弃风电量 (亿千瓦时)

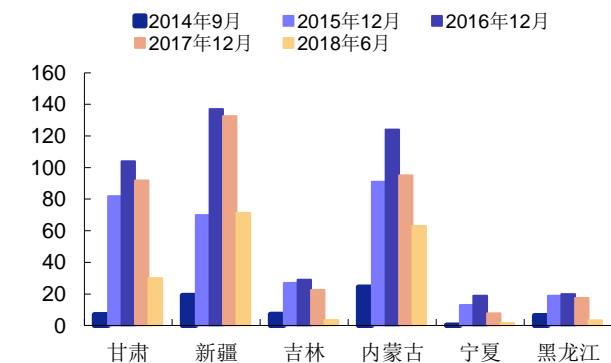
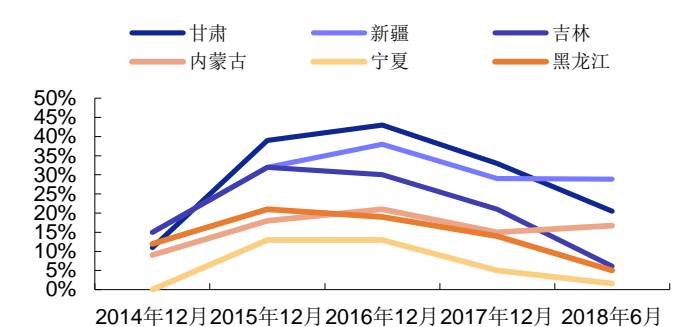


图17: 红六省弃风率



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

## 2.4、政策加速风电平价过程，已核准项目建设进程加快

### 政策频繁出台推动风电平价

2014年11月国务院出台《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》，文件提出到2020年风电与煤电上网电价相当，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。2017年9月6日，国家能源局发布《国家能源局关于公布风电平价上网示范项目的通知》，通知中提到，河北、黑龙江、甘肃、宁夏、新疆相关省（区）等13个风电平价上网示范项目总规模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。国家推行示范项目若其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，未来风电平价上网可期。

**表1：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实证基地	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实证基地	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	上海尘悟环保科技发展有限公司	甘肃省玉门十三里井子区域	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

### 陆上风电电价调整，降价伴随行业抢装

风电价格再次调整，抢装潮即将来临。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。

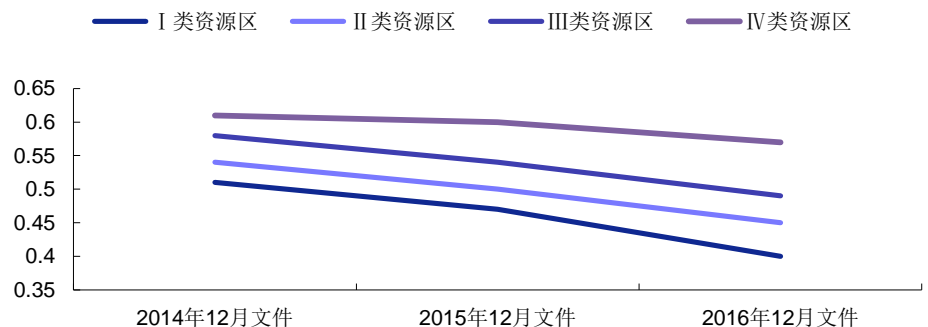
**表2: 陆上风电标杆上网电价标准**

资源区	2018年新建陆上风电标杆上网电价	各资源区所包括的地区
I类资源区	0.4	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、伊犁哈萨克族自治州、克拉玛依市、石河子市
II类资源区	0.45	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
III类资源区	0.49	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、伊犁哈萨克族自治州、克拉玛依市、石河子市以外其他地区;宁夏回族自治区
IV类资源区	0.57	除I类、II类、III类资源区以外的其他地区

资料来源: 国家发改委, 新时代证券研究所

文件中指出, 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; 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年底之前仍未开工建设的, 执行2018年标杆上网电价; 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。**意味着在2018年1月1日之前核准的项目需要在2018年和2019年底之前开工建设, 才能获得0.47元至0.60元/千瓦时的上网电价, 否则上网电价将被下调为0.40元至0.57元/千瓦时。**

根据金风科技的统计, 截至2017年12月, 国内已核准(含已招标)但未吊装量为容量为67.3GW。在发改委电价调整统治下, 这部分项目将极大促进2018年和2019年的新增装机量, **未来两年新增装机量增长十分稳定, 预计平均每年将达到30GW以上, 基本满足国家能源局对风电装机容量的规划目标。**

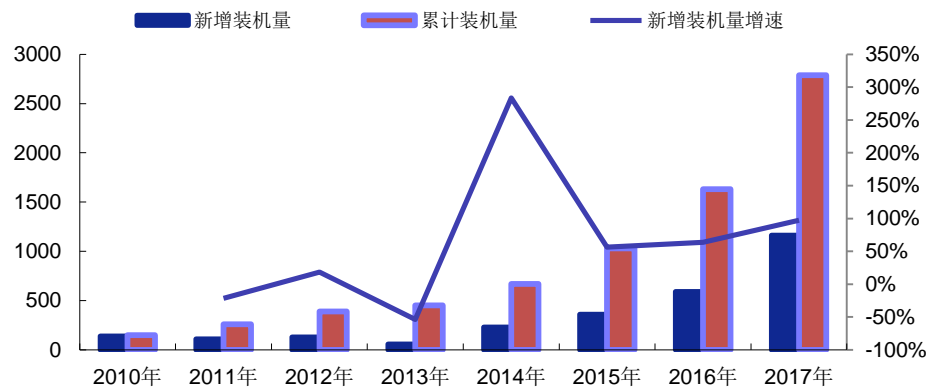
**图18: 风电标杆上网电价趋势**

资料来源: 国家发改委, 新时代证券研究所

**海上风电蓬勃发展, 国内市场新的增长点。**与陆上风电近两年的低迷走势不同, 海上风电近两年正蓬勃发展。2017年国内新增海上装机容量1164MW, 累计装机容量达到2788MW, 成为仅次于英国和德国的第三大海上风电国家。根据发改委出台的《风电发展“十三五”规划》, 到2020年国内海上风电累计并网容量要达到5GW, 江苏、广东、福建等省纷纷制定了海上风电规划, 预计到2020年累计装机

容量将分别达到 3.5GW、2.0GW 和 2.0GW，仅三省规划已超过了国家发改委规划。而在《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》中已明确表示，海上风电项目标杆电价并未做出调整，维持了近海风电项目标杆上网电价 0.85 元/kWh，潮间带风电项目标杆上网电价 0.75 元/kWh 的水平，在陆上风电电价下调明确、收益率收窄的情况下，海上风电势必会成为新的风口，预计 2020 年国家 5GW 并网目标问题不大。

**图19： 国内海上风电装机量（MW）及增速**



资料来源：北极星风力发电网，新时代证券研究所

### 竞价上网时代来临，市场化推动价格降低

根据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》报告显示，自 2010 年以来，全球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。在全球化加速降本的环境下，国内政策也持续推进。2018 年 5 月国家能源局发布《关于 2018 年度风电建设管理有关要求的通知》，通知明确提出推行竞争方式配置风电项目。从通知印发之日起，尚未印发 2018 年风电度建设方案的省(自治区、直辖市)新增集中式陆上风电项目和未确定投资主体的海上风电项目应全部通过竞争方式配置和确定上网电价。从 2019 年起，各省(自治区、直辖市)新增核准的集中式陆上风电项目和海上风电项目应全部通过竞争方式配置和确定上网电价。

集中式风电项目正式从“标杆电价”阶段进入“竞价上网”阶段，市场竞争进一步加剧，风电价格下降势在必行。我们认为，在竞价上网阶段，对各大风电厂商来说，风资源的地位将削弱，而与之俱增的是各大厂商的设备水平和技术能力将变得更为重要，只有设备先进，技术水平高，工艺方案优的企业才能脱颖而出，其上下游资源整合能力、成本控制能力使得能够以更低的申报价格获得项目。对行业来讲，竞争的唯一结果就是风电价格未来将会持续下降，平价指日可待。随着风电价格进一步下降，我们认为未来风电装机需求将会持续增加。

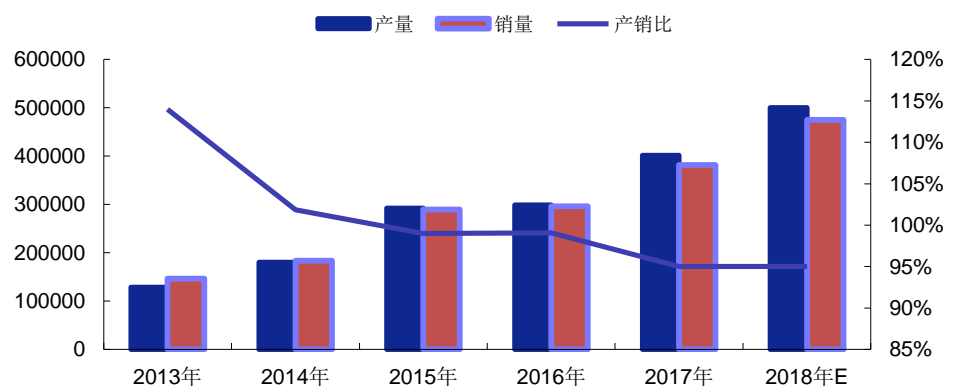
## 3、三大因素保障公司未来业绩增长

2017 年在全国风电行业景气度低迷、上游原材料钢材价格大涨的环境下，公司整体业绩逆势增长，营业总收入 323,834.67 万元，同比增长达到 40.31%。公司能够在行业低迷情况下做到业绩的大幅增长，我们认为主要基于以下三点原因，同时也是公司的核心竞争力，保障了公司未来业绩的增长：**1.龙头效应明显，技术、质量优势带来订单量的增长；2.价格承压能力强，未来有望反弹；3.成本把控严格；开展下游高毛利率风电场业务提升盈利水平**

### 3.1、多年专注风机塔架，行业回暖环境下业务增长有保障

在盈利增长的同时，公司产销不断突破。2017年公司新签订单量378,163吨，同比增长32.19%；生产量401,468吨，同比增长34.26%；销售量381,438吨，同比增长28.76%，产销均为国内行业第一，产销比达到95%。若以100吨风塔量对应1MW装机量计算，公司2017年全球销售38万吨风塔对应装机量达到3.8GW，占全球约7.3%的市场份额。2018年公司对包头和珠海工厂进行技改，包头工厂产能将从8万吨提升至15万吨，珠海工厂产能将从4万吨提升至7万吨，并计划于2018年年底完成改扩建项目，预计今年11月完成，届时公司产能将达到50万吨左右。2017年公司业绩增长迅速，尽管公司毛利率由于市场和上游因素出现一定程度下降，但公司全球市场占有率达到了7.3%，相较于2016年增长接近2个百分点，公司市场地位得到进一步加强。

图20：公司历年产销情况（吨）



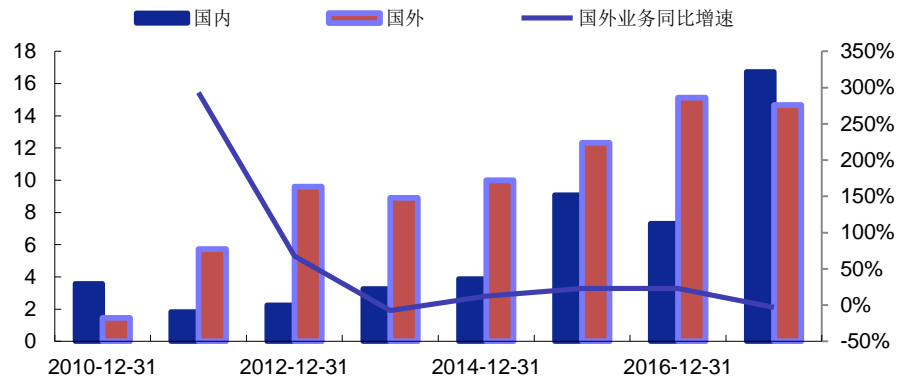
资料来源：公司年报、新时代证券研究所

在2018年行业回暖的情况下，预计公司市场份额将会进一步提升。2018年上半年公司新承接订单量21.83万吨，同比增长5.46%，截至28年6月底公司累计在手订单量21.13万吨，同比大涨增长36.32%。以公司50万吨产能、平均95%的产销比计算，公司2018年全年销量将至少达到47.5万吨，相较2017年同比增长预计达到24%，未来业绩确定性强。

### 3.2、海外订单持续增长，公司获得国际认可

公司主营业务风塔2017年出货量占全球7%左右市场份额，为绝对的国内行业龙头。目前公司已经拿到国外风机龙头Vestas以及GE、SGRE等大公司订单，产品销往英国、德国、西班牙、澳大利亚、印度等数十个国家和地区。2017年公司海外业务营收为14.68亿元，占公司总业务营收45.33%，同比2016年海外业务营收下降2.99%；2018年1-6月份海外业务营业收入7.46亿元，同比增长2.91%。公司2017年到2018年上半年海外业务营收并无较大增长原因主要在于两点：一是根据公司年度报告，公司2017年海外业务产能有限，阻碍了营收水平进一步增长；二是公司海外制造中心丹麦工厂产能转移，导致公司产能进一步降低。而在此之前三年公司海外业务均保持高速增长，未来随着公司海外工厂产能成功转移，太仓工厂技改增大供给海外的产能，公司海外营收将进一步增长。

图21：公司海外业务营业收入（亿元）及同比增速

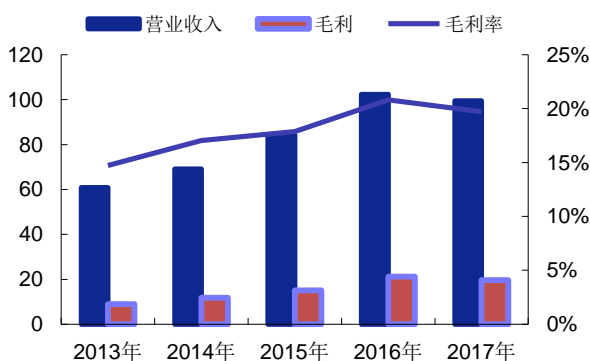


资料来源: Wind,新时代证券研究所

2017年公司与丹麦风电公司 Vestas Wind Systems A/S 签订 2017 年度至 2020 年度《塔架采购框架协议》，双方就风力发电塔架在全球范围内的采购与供应实施战略合作，明确了 2017 年至 2020 年风力发电塔架的采购数量和产能保证数量：Vestas 每年度采购不低于 1,200 段至 1,800 段，天顺新能源每年度保证产能不低于 1,400 段至 2,000 段。

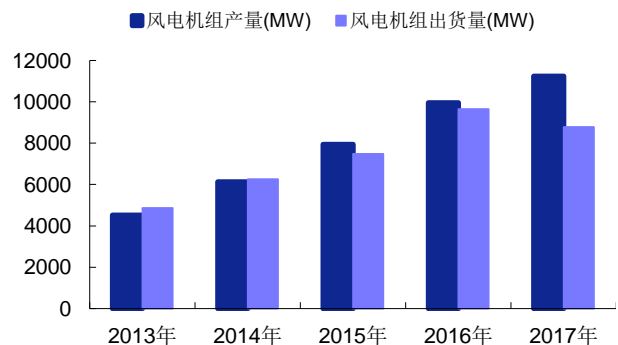
Vestas 公司成立于 1898 年，是全球可持续能源解决方案的合作伙伴，业务覆盖风力发电机的设计、制造、安装和服务，在全球 79 个国家和地区装机超过 92GWh，运维服务规模超过 78GW。2017 年维斯塔斯全球装机量达 11.24GW，同比增长 13%，占全球风电总装机量 21.4%；累计装机量 92GW，占全球累计风电装机量 17%；2017 年全球新增订单量达到 89 亿欧元，全球当之无愧的龙头风电企业。作为全球风电龙头企业，Vestas 等海外公司对其供应商要求更为苛刻，需要对供应商产品质量、产能情况、产品交付能力都有严格要求。公司与 Vestas 签订长期合作协议，侧面反映了公司产品的质量与交付能力得到了全球市场的肯定。

图22: Vestas 公司近年来营业收入情况 (亿欧元)



资料来源: Vestas 公告, 新时代证券研究所

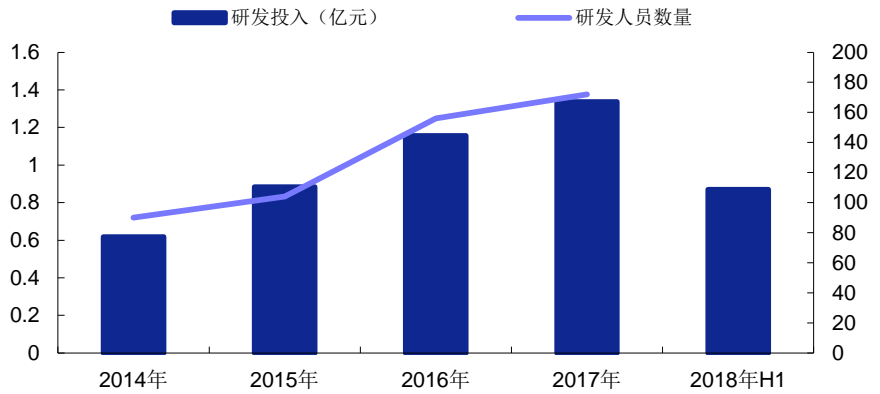
图23: Vestas 公司风电机组产量及出货量 (MW)



资料来源: Vestas 公告, 新时代证券研究所

公司高研发投入带来的高技术壁垒，提升公司竞争优势。2017 年公司研发投入达 1.33 亿元，同比增长 15.57%，占 2017 年营业总收入的 4.22%，公司研发人员数和研发投入连续多年保持增长，使得公司在风塔设计、焊接、防腐等领域均处于行业内领先水平，掌握多项风塔生产制造的核心技术工艺。在目前国内风塔从一味追求低价格获取订单到现在从高性价比转变的过程中，公司的技术优势逐渐凸显。

图24: 公司研发投入 (亿元) 及研发人数

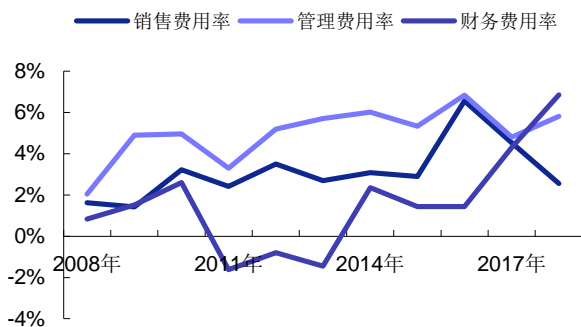


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 3.3、严格控制费用成本，规模效应优势明显

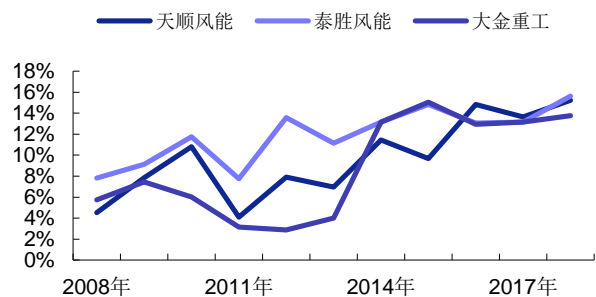
2017年受上下游影响，行业整体毛利率下行。在这样的情况下，成本控制更为重要。公司作为行业龙头，其规模效应极大提升了成本的优势。2017年公司风机塔架销量为381,438吨，同比增长28.76%，而公司销售费用为1.43亿元，同比2016年反而下降3.31%；2017年公司管理费用为1.52亿元，同比2016年1.54亿元同样出现下降。销售费用和管理费用在销量增长接近30%的情况下还能下降，充分表明了公司在成本把控方面的优势。财务费用公司2017年出现增长，主要是由于外部融资利息费用增长、哈密风电场融资费用本年结束资本化和国际汇率变动导致汇兑损失较上年大幅增长所致，未来预计此类影响因素将会减小。

图25: 公司费用率情况



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图26: 同行业三费情况比较

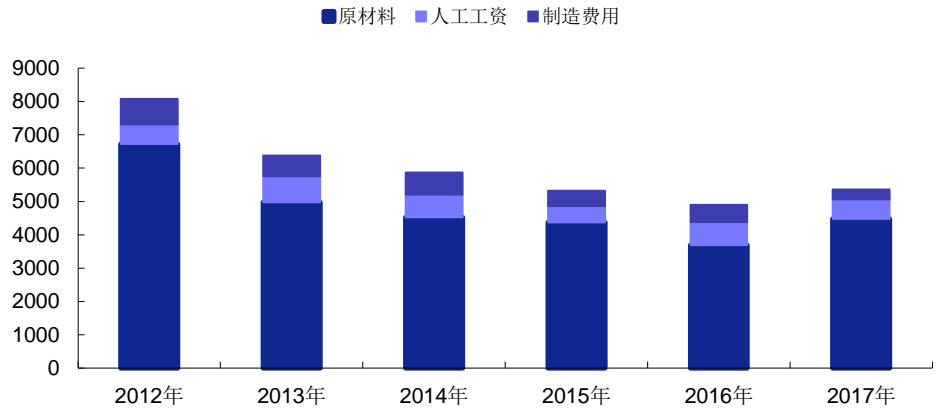


资料来源：Wind，新时代证券研究所

未来我们认为公司的成本控制优势还将持续，其原因在于根据我们之前的论述，在当下国内风电行业景气度不高的大环境下再叠加竞争上网的政策，下游风电厂商上网电价将会进一步降低至标杆电价0.40元至0.57元/千瓦时以下，其盈利水平受到挤压势必会将部分压力传导至上游风机塔架厂商，使得风机塔架厂商毛利率进一步压缩。在这样的情况下，小的厂商在价格竞争中难以存活，而公司作为行业龙头企业，其技术质量领先，规模优势将会带来价格的竞争力，承压能力势必更强，在竞争中更容易获得订单。从公司风塔产品成本结构来看，其单位成本中来看，单吨风机塔架成本中人工工资和制造费用成本占比2017年较2016年均有所下降，充分表明了公司在成本控制方面的优势。

图27: 公司风塔产品单位成本结构 (元)

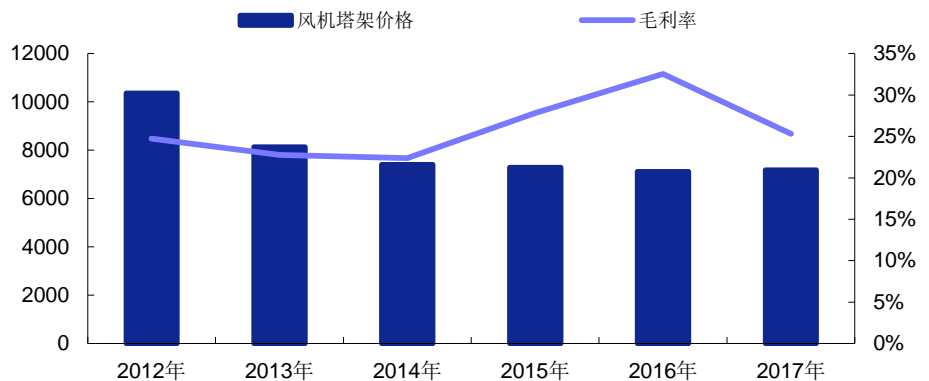




资料来源: 公司公告, 证券研究所

从公司 2017 年风机塔架产品价格来看, 其单吨价格为 7180.28 元, 在市场较差的情况下价格反而同比增长 0.90%, 与此同时获得的订单量增长了 32%, 由此看出公司龙头的优势性。未来行业将会形成上下游强强联合、良性循环的局面, 行业进一步向龙头企业集中, 公司规模优势有望进一步扩大, 在上游钢材价格维稳、公司成本得到有效控制的情况下, 公司的盈利能力将得到回升。

图28: 公司风机塔架价格 (元/吨) 和风机塔架毛利率水平



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

### 3.4、利用自身优势适时切入下游风电场, 有望成为公司业务爆发点

2016 年公司新建新疆哈密风电场, 正式切入下游风电场业务。2017 年公司仅哈密 300MW 风电场就为公司带来 2.39 亿元的营业收入, 占公司营业总收入 7.37%, 毛利率超过 60%。2018 年上半年公司哈密风电场实现营业收入 1.28 亿, 同比增长 3%, 净利润 5998 万, 同比增长 12%。

目前公司通过定向增发募集资金建设的三个风电场项目, 其中河南南阳桐柏歇马岭风电场项目(100MW)项目截至 2018 年 6 月已经并网发电 24 台机组, 累计并网容量 60MW, 山东菏泽牡丹李村风电场项目(80MW)已于今年 6 月 6 日全部并网, 山东菏泽鄄城左营风电场项目(150MW)预计年底投产并网。2017 年公司还获得三个风电场项目核准, 共计 129MW。此外, 公司已累计签署风电场前期协议共计 1.93GW, 预计公司未来将形成超过 2.5GW 的风电场运营规模。结合目前风电场高毛利率、风电行业回暖, 预计未来公司风电场业务将为公司带来 5 亿元净利润。我们预计未来风电场业务的高毛利率、高净利率将极大提升公司的盈利水平和改善现

金流量情况，成为公司新的业务爆发点。

**表3: 公司风电场项目一览**

风电场项目	规模/MW
新疆哈密项目	300
河南南阳桐柏歇马岭风电场项目	100
山东菏泽牡丹李村风电场项目	80
山东菏泽鄆城左营风电场项目	150
山东菏泽牡丹李村二期	50
滨州市冯家镇风电项目	59
濮阳市华龙区岳村镇项目	20
前期协议项目	1930
总计	2680

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**产业链向上公司切入风机叶片业务，继续加快产业布局。**目前国内风电行业整体“南迁”，低风速区逐渐增多，导致大型化风电设备成为目前的发展趋势，公司适时切入叶片业务，开展风电大型叶片制造、风电大型叶片模具制造、风电叶片运维服务等业务。目前公司收购昆山风速时代叶片工厂，主要作为向提供展示叶片产品和生产能力的平台；2017年公司投建常熟叶片工厂，计划建立8条生产线。

**叶片业务产能即将释放，公司业务如虎添翼。**2017年公司新建常熟天顺叶片生产基地，根据公司2018年半年报，目前公司与远景能源签订叶片订单，已经有4条叶片处于产能爬坡阶段，并且首批产品已经实现了交付。2018年上半年公司叶片业务营收5734万元，收入占比较低，主要由于目前公司产能还未释放，并且上半年公司将部分昆山叶片磨具业务产线转移至常州叶片工厂，实际上上半年叶片业务收入大部分来自于磨具。下半年公司叶片产能即将释放，预计将交付超过100套叶片，届时该业务营收将得到突破。**切入风机叶片业务为公司进一步整合资源、完善产业链布局、强化市场优势地位提供了帮助，有利于和风塔、风电场业务形成客户资源共享，提升公司盈利能力。**

#### 4、看好公司风塔龙头稳固，首次覆盖给予“推荐评级”

公司作为风塔龙头，受益于我国风电行业回暖，市场占有率将稳步提升，同时公司延伸产业链，布局叶片制造和风场运营，进一步提高公司盈利能力。我们预计公司2018-2020年净利润分别为5.32、6.15、7.39亿元，对应EPS分别为0.30、0.35、0.42元。当前股价对应2018-2020年分别为13、11、10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)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	4372	4478	6376	7225	7822	<b>营业收入</b>	2263	3170	4099	4614	5192
现金	1116	771	2500	2814	3166	营业成本	1493	2302	3013	3355	3718
应收账款	940	1621	1692	2037	2159	营业税金及附加	17	17	22	24	27
其他应收款	114	74	170	105	204	营业费用	149	144	186	198	223
预付账款	178	182	283	240	348	管理费用	155	152	197	208	234
存货	393	850	777	1035	974	财务费用	33	137	134	183	199
其他流动资产	1630	980	954	995	970	资产减值损失	20	26	35	38	44
<b>非流动资产</b>	3567	5585	6454	6958	7539	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	147	281	414	547	681	投资净收益	24	73	73	73	73
固定资产	2717	2603	3440	3922	4419	<b>营业利润</b>	431	536	587	681	819
无形资产	181	250	269	293	324	营业外收入	54	2	18	20	24
其他非流动资产	522	2452	2330	2195	2116	营业外支出	4	2	3	4	3
<b>资产总计</b>	7939	10063	12829	14183	15361	<b>利润总额</b>	481	535	601	697	839
<b>流动负债</b>	1725	3409	5587	6423	7024	所得税	69	58	65	76	91
短期借款	198	1161	2774	3641	3539	<b>净利润</b>	412	477	536	621	748
应付账款	464	538	773	687	932	少数股东损益	6	8	4	6	9
其他流动负债	1063	1710	2040	2094	2554	<b>归属母公司净利润</b>	406	470	532	615	739
<b>非流动负债</b>	1551	1692	1802	1834	1787	EBITDA	598	807	854	1033	1220
长期借款	630	1024	1135	1167	1120	EPS(元)	0.23	0.26	0.30	0.35	0.42
其他非流动负债	922	668	668	668	668						
<b>负债合计</b>	3276	5101	7390	8257	8811						
少数股东权益	71	109	113	119	127	<b>主要财务比率</b>	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	1779	1779	1779	1779	1779	<b>成长能力</b>					
资本公积	1694	1694	1694	1694	1694	营业收入(%)	5.3	40.0	29.3	12.5	12.5
留存收益	1120	1376	1776	2235	2765	营业利润(%)	20.8	24.2	9.6	16.0	20.3
归属母公司股东权益	4592	4853	5327	5807	6422	归属于母公司净利润(%)	34.1	15.5	13.3	15.6	20.1
<b>负债和股东权益</b>	7939	10063	12829	14183	15361	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	34.0	27.4	26.5	27.3	28.4
						净利率(%)	18.0	14.8	13.0	13.3	14.2
						ROE(%)	8.8	9.6	9.9	10.5	11.4
						ROIC(%)	6.7	7.2	6.2	6.5	7.3
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	41.3	50.7	57.6	58.2	57.4
						净负债比率(%)	-5.6	34.8	31.1	39.8	29.5
						流动比率	2.5	1.3	1.1	1.1	1.1
						速动比率	2.3	1.1	1.0	1.0	1.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
						应收账款周转率	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
						应付账款周转率	3.4	4.6	4.6	4.6	4.6
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.23	0.26	0.30	0.35	0.42
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.42	0.37	0.66	0.15	0.83
						每股净资产(最新摊薄)	2.58	2.73	2.99	3.26	3.61
						<b>估值比率</b>					
						P/E	17.24	14.93	13.17	11.39	9.48
						P/B	1.53	1.44	1.32	1.21	1.09
						EV/EBITDA	12.94	11.8	11.1	9.8	8.0

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	552	-130	1170	268	1470
净利润	412	477	536	621	748
折旧摊销	96	157	146	184	215
财务费用	33	137	134	183	199
投资损失	-24	-73	-73	-73	-73
营运资金变动	15	-843	427	-647	381
其他经营现金流	21	15	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1375	-1448	-942	-615	-723
资本支出	406	2768	735	371	448
长期投资	-864	1188	-133	-133	-133
其他投资现金流	-1833	2508	-340	-377	-409
<b>筹资活动现金流</b>	1269	1206	-112	-207	-291
短期借款	-244	963	0	0	0
长期借款	340	395	111	32	(47)
普通股增加	956	0	0	0	0
资本公积增加	1025	0	0	0	0
其他筹资现金流	-808	-152	-223	-238	-244
<b>现金净增加额</b>	452	-398	116	-554	455

## 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	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b>
	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23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>