



2019年03月28日

买入(首次评级)

当前价: 4.51 元
目标价: 6 元

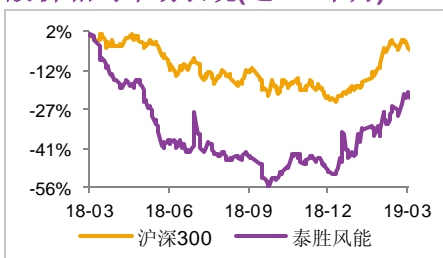
分析师: 韩晨 CFA

执业编号: S0300518070003
电话: 021-51759955
邮箱: hanchen@lxsec.com

分析师: 夏春秋 CFA

执业编号: S0300517050001
电话: 021-51782230
邮箱: xiachunqiu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	1,590	1,473	1,917	2,746
(+/-)	5.6	(7.4)	30.2	43.2
归母净利润	154	12	165	254
(+/-)	(30.0)	(91.8)	1,241	53.6
EPS(元)	0.21	0.02	0.23	0.35
P/E	21.1	263.2	19.6	12.8

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《【联讯电新海上风电专题之一】东风起兮, 海上风电发展正当时》2018-09-16

《【联讯电新海上风电专题之二】风劲帆满正当时, 欧洲海上风电研究》2019-01-21

泰胜风能(300129.SZ)

【联讯电新公司深度】泰胜风能: 持续推动“双海战略”, 业绩有望明显改善

投资要点

✧ 风塔领先企业, 主业稳定发展, 2019 年业绩有望明显改善

公司成立于 2001 年 4 月, 是中国最早专业从事风机塔架制造的公司之一。主营包括风机塔架、海洋工程设备等。公司由以柳志成、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, 总共持股比例 23.51%。近几年风电钢结构件业务营收占比均在 90%以上。公司风塔销售量占国内市场份额 5%以上, 是国内风塔行业的领先企业。2018 年全年营收为 14.73 亿元, 同比下降 7.39%, 净利润为 1233 万元, 同比下降 92%。预计 2019 年海上风电市场发展提速, 生产基地产能稳步提升, 公司业绩将得到明显改善。

✧ 海上风电快速增长, 公司海上业务将直接受益

受海上风电快速发展影响, 2018 年上半年, 公司海上风电类订单新增 4.5 亿元, 在手订单达到 5.2 亿元, 出现明显增长。我们认为, 公司在海上风电的钢结构制造业务拥有较大优势, 公司的青岛海工在海洋工程上的技术积累及公司原有风电业务能够很好的产生协同互补效应。公司在海上钢结构制造的技术实力处于国内领先梯队。目前青岛海工已经完成技改项目, 我们认为, 青岛海工理顺生产经营管理后, 产能将完全达产, 下游需求将充分保证了公司产能的消化, 13 万吨产能将能够带来翻倍的收入, 在毛利率恢复正常水平后, 将能够形成超 1 亿元的净利润。

✧ 海外业务占比逐步提高, 毛利率有望提升

国外新增装机容量 15、16、17 年分别占全球 51.5%、57.2%、62.5%, 逐年提高, 海外市场显得更为重要。经过前几年大力发展海外业务, 公司目前海外业务占比提升到 32%, 但还有进一步的提升空间, 2018 年上半年外销产品实现收入 3 亿元, 同比增长 44.73%。公司上海本部, 东台, 青岛海工三个工厂目前都可以供货 Vestas, 三个厂区合计产能超过 20 万吨。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。

✧ 风电新增装机底部反转, 钢材价格稳定, 业绩有望逐步复苏

2018 年全年新增并网风电装机 2059 万千瓦, 同比增长 37%。全年弃风电量 277 亿千瓦时, 同比减少 142 亿千瓦时。弃风率达到 7%, 达到近五年低点, 全国弃风电量和弃风率“双降”, 弃风情况继续好转。2019 年随着弃风率的下降, 加上三北地区新增装机继续解禁、清理遗留核准项目带来的抢工, 风电新增装机将继续反弹。目前钢价处于高位, 未来钢价的上涨幅度有收窄趋势, 我们预计, 公司的单吨利润将在 2019 年出现反弹, 恢复到正常水平。此外, 公司总产能目前达到 33 万吨, 产能利用率处于低水平, 后续有望逐步提高, 带来净利润增长。



◇ 盈利预测

我们预计公司 2018-2020 年营收分别为 14.73 亿元、19.17 亿元和 27.46 亿元；归母净利润分别为 0.12 亿元、1.65 亿元和 2.54 亿元，EPS 分别为 0.02 元、0.23 元和 0.35 元，对应 PE 为 263X、20X 和 13X，考虑到公司未来在海上风电及塔架业务的飞速发展，给予 2019 年市盈率 26X，目标价 6.00 元，给予“买入”评级。

◇ 风险提示

蓝岛海工产能释放不达预期；海外市场新增装机量下滑，影响公司海外风塔业务；钢价继续大幅上涨。。



目 录

投资案件	5
投资评级与估值	5
关键假设点	5
有别于大众的认识	5
股价表现催化剂	5
核心风险提示	6
一、风塔领先企业，主业稳定发展	7
（一）风塔领先企业，积极拓展新业务	7
（二）主业稳定发展，2019 年业绩有望明显改善	7
二、持续推动“双海战略”，海上、海外增长明显	9
（一）海上风电快速增长，公司海上业务将直接受益	9
（二）蓝岛海工海上业务实力突出，业绩有望持续增长	10
（三）海外业务占比逐步提高，毛利率有望提升	12
三、风电新增装机底部反转，钢材价格稳定，业绩有望逐步复苏	14
（一）重要指标弃风率逐步下降，风电行业低谷已过	14
（二）钢价趋于稳定，净利将恢复正常水平	15
四、盈利预测与投资评级	17
五、风险提示	18

图表目录

图表 1： 公司风电塔架产品	7
图表 2： 公司海上风电基础产品	7
图表 3： 公司股东持股情况	7
图表 4： 公司营业收入及增长	8
图表 5： 公司归母净利润及增长	8
图表 6： 公司业务地区占比	9
图表 7： 各省海上风电规划	9
图表 8： 海上风电钢结构用量需求预测	10
图表 9： 蓝岛海工营业收入和净利润情况	11
图表 10： 海上风电导管架基础产品	11
图表 11： 海上升压站平台产品	11
图表 12： 2017 年全球新增风电装机容量情况	12
图表 13： 公司历年毛利率情况	13
图表 14： Vestas 订单量统计	13
图表 15： 2018 年风电并网运行情况（万千瓦；亿千瓦时）	14
图表 16： 弃风率与风电装机增速负相关	15



图表 17: 公司净利润变化分析.....	16
图表 18: 钢价逐月波动情况	17
图表 19: 业绩拆分	17
附录: 公司财务预测表 (百万元)	19



投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2018-2020 年营收分别为 14.73 亿元、19.17 亿元和 27.46 亿元；归母净利润分别为 0.12 亿元、1.65 亿元和 2.54 亿元，EPS 分别为 0.02 元、0.23 元和 0.35 元，对应 PE 为 263X、20X 和 13X，考虑到公司未来在海上风电及塔架业务的飞速发展，给予 2019 年市盈率 26X，目标价 6.00 元，给予“买入”评级。

关键假设点

公司风塔业务有望逐步恢复正常盈利水平，海上风电业务发展迅速，未来两年业绩将有明显反弹。综合公司各业务发展情况，我们对公司收入成长及盈利作出预测，核心假设及关键指标情况如下。

核心假设：

公司 19 年塔架营业收入稳步增长，增速为 15%，20 年新疆地区红色禁令解除，工厂订单开始增长，塔架营收增速为 30%。

公司 19、20 年海工平台业务快速增长，预测收入增速为 40%、40%。

公司海上风电业务快速增长，19、20 年收入增速分别为 64%、67%。

公司 19 年毛利率恢复到 17 年水平。

有别于大众的认识

市场认为风塔行业进入壁垒不高，容易产生价格竞争，导致整个行业盈利能力不强。我们认为，首先，风塔作为一个大型加工部件，有较高的技术含量，并且风塔作为风机主要支撑结构，是风电中关键的部件，质量不过关将导致重大风险隐患，对于企业的过往业绩，客户也较为看重。其次，企业需要垫付风塔原材料的采购资金，现金流压力对缺乏资金优势的企业来说较难承受。所以，风塔行业存在较高的进入壁垒，能保证行业的利润水平。

目前风机机型趋向大型化，海上风电发展后，对风塔的标准要求更高。公司是风塔行业历史最悠久的企业之一，海上风电拥有诸多项目业绩，拥有良好的技术，目前风塔市场集中度不高，未来一定会有集中度提升的过程，另外海上风电相比陆上风电壁垒更高，公司抓住这一契机，发展海上风电市场，一定会获得较快的发展，从而保证公司风电钢结构业务稳定增长。

股价表现催化剂

- 1、弃风率持续改善，风电新增装机增速上升；
- 2、钢材价格下跌，公司原材料成本下降明显；
- 3、公司海上风电订单量持续增长。



核心风险提示

- 1、蓝岛海工产能释放不达预期；
- 2、海外市场新增装机量下滑，影响公司海外风塔业务；
- 3、钢价继续大幅上涨。



一、风塔领先企业，主业稳定发展

(一) 风塔领先企业，积极拓展新业务

上海泰胜风能装备股份有限公司，成立于 2001 年 4 月，是中国最早专业从事风机塔架制造的公司之一，是中国知名的风力发电机塔架专业制造商。公司主营包括风机塔架、海洋工程设备等。主要产品为自主品牌的陆上风电塔架和海上风电塔架及相关辅件、零件，海洋工程设备方面，主要产品为海洋工程相关辅件、零件以及用于海洋工程的钢结构件。

图表1： 公司风电塔架产品



资料来源:公司网站, 联讯证券

图表2： 公司海上风电基础产品



资料来源:公司网站, 联讯证券

截至 2018 年第三季度，公司由以柳志成、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，总共持股比例 **23.51%**。上市以来，公司还实施了“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。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3： 公司股东持股情况

股东名称	持股比例
一致行动人	23.51%
上海泰胜风能装备股份有限公司-第一期员工持股计划	5.01%
窦建荣	4.89%
中银国际证券-中国银行-中证券中国红-汇中 1 号集合资产管理计划银	3.63%
宁波丰年君盛投资合伙企业(有限合伙)	1.63%
宁波梅山保税港区丰年君悦投资合伙企业(有限合伙)	1.52%

资料来源: 公司公告, 联讯证券

公司成立以来积极拓展新业务，于 2015 年收购了蓝岛海工 49% 的股权，扩展了海上风电业务，同时涉足风电场投资、运维等业务，向风电产业下游发展。2016 年，公司以自有资金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，公司又以 3000 万增资获得了昌力科技 4.3% 的股权。

(二) 主业稳定发展，2019 年业绩有望明显改善

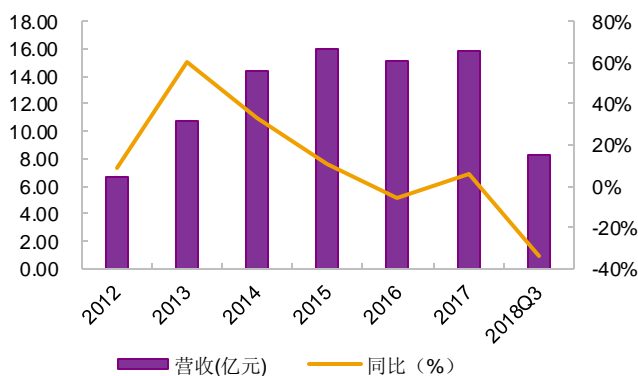
公司主要以大型风电钢结构件制造为主业，近几年风电钢结构件业务营收占比均在 **90%** 以上。公司风塔销售量占国内市场份额 **5%** 以上，是国内风塔行业的领先企业。



截至 2018 年三季度，公司实现营收 8.26 亿元，同比下降 33.95%，归属于上市公司股东的净利润 2146.46 万元，同比下降 86.02%。其中，第三季度，实现营收 3.85 亿元，同比下降 28.07%，归属于上市公司股东的净利润 961.69 万元，同比下降 78.71%。公司业绩快报显示，2018 年全年营收为 14.73 亿元，同比下降 7.39%，净利润为 1233 万元，同比下降 92%。

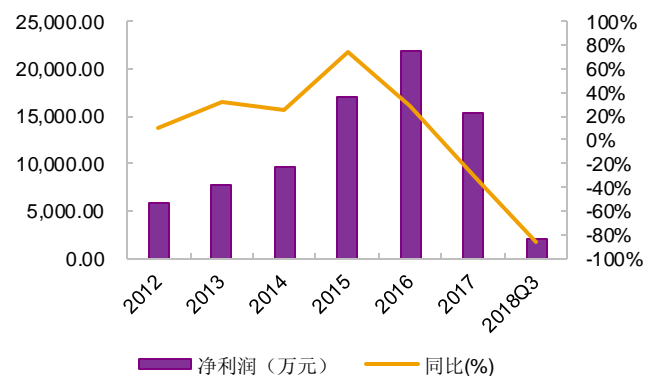
公司利润下降的主要原因为，钢材等原材料价格在 2018 年相当一部分时间内涨幅较大，公司成本上升的压力明显，并且产品毛利空间大大受限于风电场建设成本控制的压力。同时，蓝岛海工“重型装备产业协同技改项目”完成后，产能处于爬坡过程中，未得到有效释放，海上风电业务未达预期。预计 2019 年海上风电市场发展提速，生产基地产能稳步提升，公司业绩将得到明显改善。

图表4： 公司营业收入及增长



资料来源:公司公告, 联讯证券

图表5： 公司归母净利润及增长

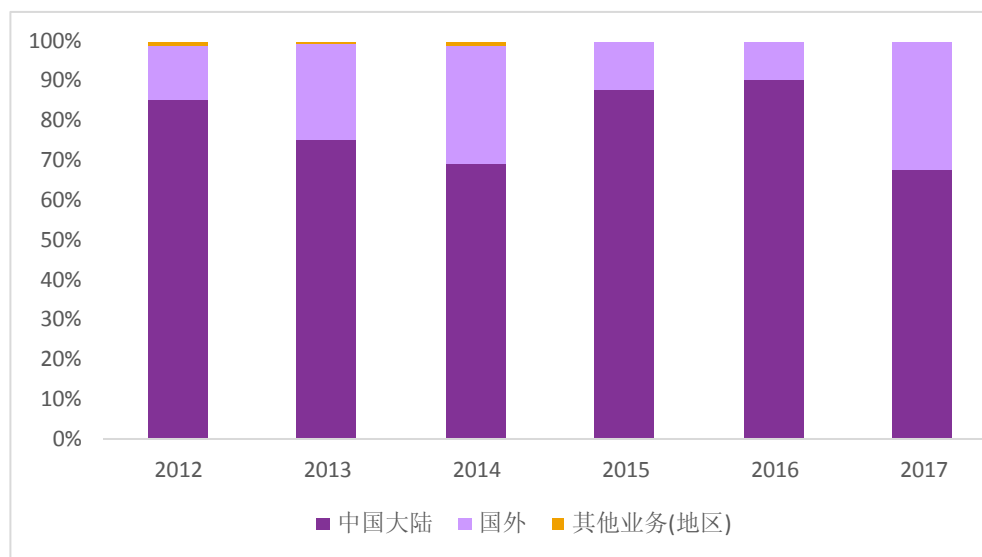


资料来源:公司公告, 联讯证券

公司稳定供货 Vestas, 金风科技等国内外风机整机龙头，在风电塔架行业形成了较高的知名度和良好的信誉度。2018 年上半年，国内订单新增 8.9 亿元，完成 1.57 亿元，在执行及待执行 13.84 亿元；国外订单新增 1.98 亿元，完成 3 亿元，在执行及待执行订单 2.48 亿元。公司近两年积极实施“双海战略”，海外业务与海上风电业务出现明显的增长，很好的弥补了国内陆上风机新增装机量下降的影响。



图表6： 公司业务地区占比



资料来源:Wind, 联讯证券

二、持续推动“双海战略”，海上、海外增长明显

(一) 海上风电快速增长，公司海上业务将直接受益

相比陆上风电，海上风电具有风资源更好、利用小时更高、风机单机量更大、消纳情况更好等众多优势。（详见报告：《【联讯电新海上风电专题之一】东风起兮，海上风电发展正当时》）

我国海上风电正迎来加速发展的时期。据风能协会统计，2017年，中国海上风电取得重要进展，新增装机共319台，新增装机容量达116万千瓦，同比增长97%，增速较快，累计装机达到279万千瓦。同时，电价政策对于海上风电也有所倾斜，促进了海上风电开发的积极性。

截止目前，中国11个沿海省市中有9个省市拥有海上风电发展规划，根据各省海上风电规划，全国海上风电规划总量已经达到7500万千瓦，重点布局分布在江苏、福建、广东、浙江等省市，行业开发前景广阔。从规划情况来看，未来海上风电发展的势头不会停止。

图表7： 各省海上风电规划

省份	最新批复年份	之前批复规模 (GW)	调整后规模 (GW)	主要规划区域
江苏	2012	12.15	14.46	如东、东台、盐城大丰、射阳、滨海
浙江	2016	6.47		嘉兴、宁波、舟山、台州、温州
福建	2017.3	10.6	13.3	长乐东洛、长乐外海、福清海坛海峡、福清兴化湾、福清东壁岛、连江外海
广东	2018.4	10.71	66.85 (近海浅水 9.85, 近海深水 57)	汕头、揭阳、汕尾、惠州、珠海、江门、阳江、湛江

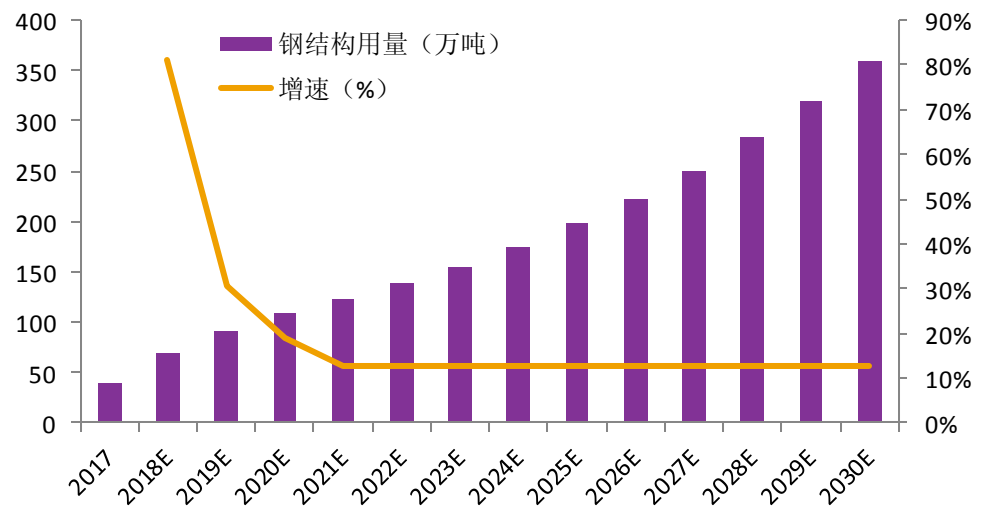


省份	最新批复年份	之前批复规模 (GW)	调整后规模 (GW)	主要规划区域
海南	2014.11	3.95		东方、乐东、临高、文昌、儋州
山东	2012.4	12.75	东营和东台等市调整	鲁北、莱州湾、勃中、长岛、半岛北、半岛南
上海	2011.8	5.95	6.15	东海大桥、奉贤、南汇、横沙、崇明
河北	2012.5	5.8		唐山、沧州
辽宁 (大连)	2013.7	2.2		花园口、庄河
合计		70.58	74.93	

资料来源：各省海上风电规划，联讯证券

受海上风电快速发展影响，2018年上半年，公司海上风电类订单新增4.5亿元，在手订单达到5.2亿元，出现明显增长。我们认为，公司在海上风电的钢结构制造业务拥有较大优势，公司的蓝岛海工在海洋工程上的技术积累及公司原有风电业务能够很好的产生协同互补效应。未来随着海上风电机组单机容量趋向于大型化，以及海上风场由潮间带、近海向远海甚至深海发展，海上风电基础的制造要求将会更加严格，公司的技术优势将使得公司充分受益国内海上风电的发展。

图表8：海上风电钢结构用量需求预测



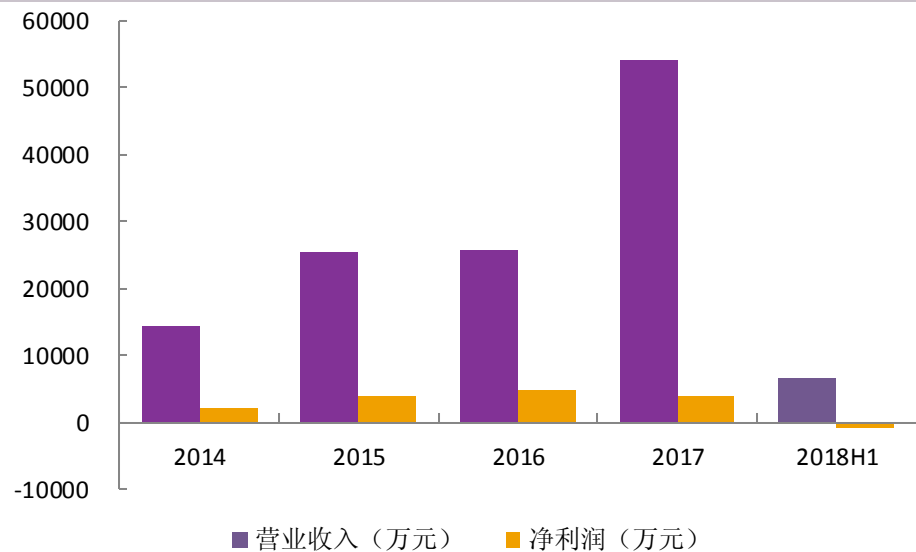
资料来源:联讯证券

(二) 蓝岛海工海上业务实力突出，业绩有望持续增长

2015年12月，公司非公开发行股份收购蓝岛海工49%剩余股权，并通过第一期员工持股计划募集配套资金用于重型装备产业协同综合技改项目。交易对方承诺蓝岛海工2015年、2016年、2017年扣非净利润分别为5,000万元、6,000万元、7,200万元。由于个别项目产品延迟交货及海工业务发展放缓，蓝岛海工业绩三年业绩分别为，4095万元、4388万元、4312万元，均低于业绩承诺目标。



图表9： 蓝岛海工营业收入和净利润情况



资料来源:公司公告, 联讯证券

蓝岛海工是一家从事设计、开发及建造各类海洋工程装备、海洋大型钢结构制造及生产销售船舶配置设备等业务的企业，拥有海工资质及一支具有十余年经验的管理、生产团队，具有丰富的行业经验和制造经验。而海上风电重型装备属于海洋工程装备范畴，公司海上风电业务与蓝岛海工原有海洋工程业务形成很好的协同和互补效应。

公司在海上钢结构制造的技术实力处于国内领先梯队。公司控股蓝岛海工后，蓝岛海工在原有业务基础上，增加了海上风电装备业务，使公司主营业务得到拓宽和进一步发展。截至目前，公司已生产海上风电 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，大型分片式塔架，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。

图表10： 海上风电导管架基础产品



资料来源:公司网站, 联讯证券

图表11： 海上升压站平台产品



资料来源:公司网站, 联讯证券

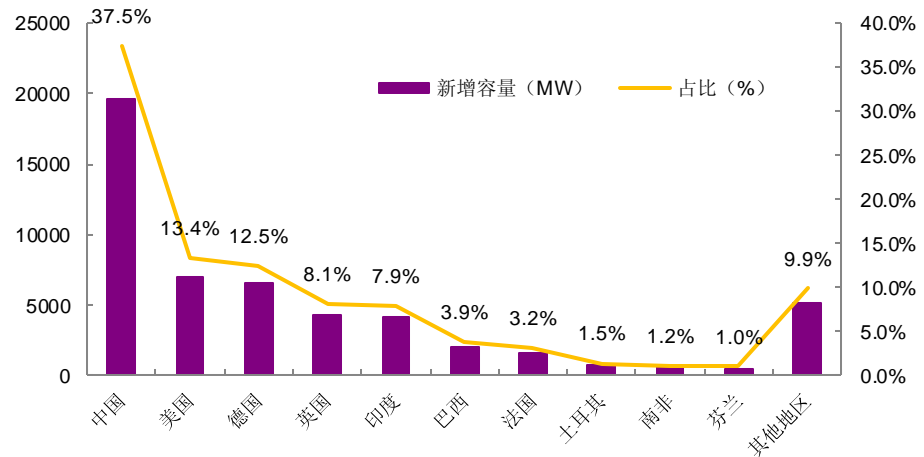
目前蓝岛海工已经完成技改项目，完全达产后，将达到 13 万吨的产能规模。并且通过技改项目的实施，将进一步提升公司在高端产品方面的批量化生产能力及国际标准化程度。我们认为，蓝岛海工在技改完成，理顺生产经营管理后，产能将完全达产，下游需求将充分保证了公司产能的消化，13 万吨产能将能够带来翻倍的收入，在毛利率恢复正常水平后，将能够形成超 1 亿元的净利润。



（三）海外业务占比逐步提高，毛利率有望提升

近年来，由于风机效率的不断优化和提升，国外风电成本大幅下降，甚至低于了传统能源成本，如火力发电。此外，由于风力发电没有燃料成本，不会受燃料成本的价格波动影响，更加受到了投资商的青睐。2017年国外新增风电装机容量总计约33GW，相比2016年增加2GW，同比增长4.8%。

图表12：2017年全球新增风电装机容量情况



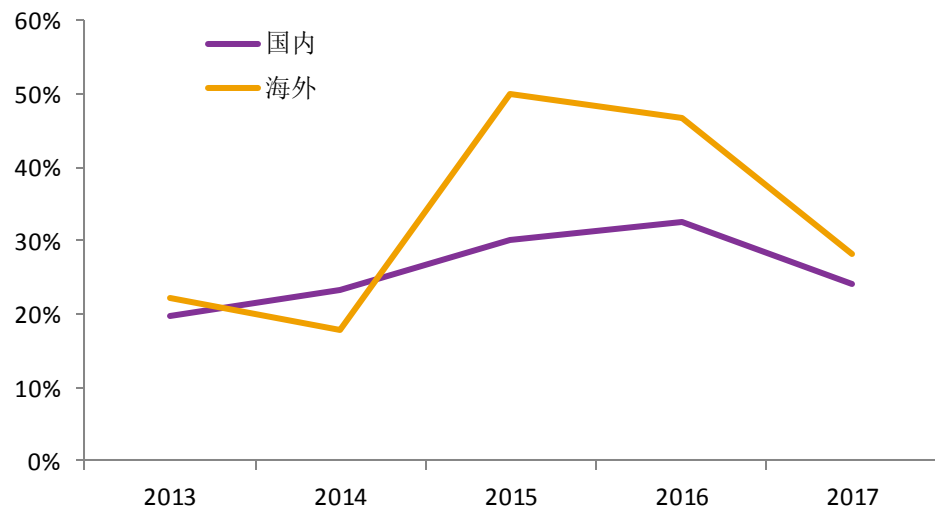
资料来源:GWEC, 联讯证券

国外新增装机容量 15、16、17 年分别占全球 51.5%、57.2%、62.5%，逐年提高，由于国内风机新增装机增速趋于平稳，我们认为对于国内厂商，海外市场在国内新增装机增速下滑的情况下，将会显得更为重要。

经过前几年大力发展海外业务，公司目前海外业务占比提升到 32%，但还有进一步的提升空间，2018 年上半年外销产品实现收入 3 亿元，同比增长 44.73%。我们认为，公司可以借助青岛海工的海上风电优势提高海外风电市场的市场份额。此外，海外主机厂商主要依靠其认证体系确定长期合作的供应商，所以，对于风塔厂商，海外业务利润率较高，公司可以通过提高海外业务占比进一步提高自己的毛利率水平。



图表 13: 公司历年毛利率情况

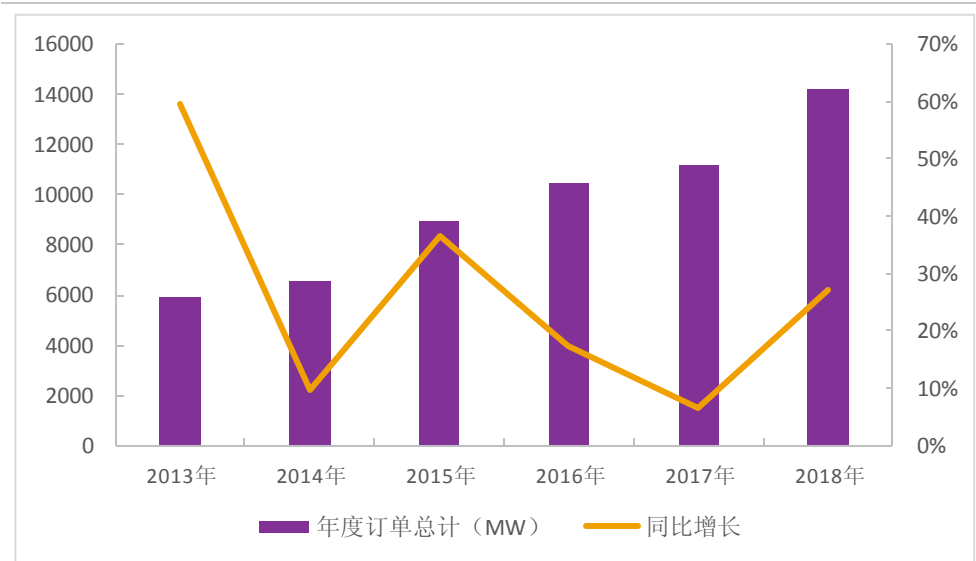


资料来源:公司公告, 联讯证券

目前海外市场风塔由主机厂商供货, 所以主机厂成为了风塔销售的主要客户。海外主机厂更看重与零部件厂商的长期战略合作, 因而对于供应商的资格认证较为严格, 同时, 海外业务盈利与回款一般都好于国内。公司供货的国外主要客户有金风科技、Vestas 等。

公司上海本部, 东台, 蓝岛海工三个工厂目前都可以供货 Vestas, 三个厂区合计产能超过 20 万吨。Vestas 的风机业务发展势头良好, 近几年订单量逐年递增, 在手订单处于历史最高水平。2018 年 Vestas 陆上风机新增装机容量高达 10.09GW, 以 22% 的全球陆上风电新增市场份额遥遥领先, 订单总量达 14214MW, 同比增长 27%。我们认为, 泰胜风能继续推进海外发展战略, 深化与 Vestas、金风科技等客户的合作, 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。

图表 14: Vestas 订单量统计



资料来源:Vestas, 联讯证券



三、风电新增装机底部反转，钢材价格稳定，业绩有望逐步复苏

(一) 重要指标弃风率逐步下降，风电行业低谷已过

2018年，在三北解禁、中东部增长、海上装机放量等因素驱使下，风电行业迎来反转。2018年全年新增并网风电装机2059万千瓦，同比增长37%。累计并网装机容量达到1.84亿千瓦，占全部发电装机容量的9.7%。全国风电平均利用小时数2095小时，同比增加147小时。全年弃风电量277亿千瓦时，同比减少142亿千瓦时。弃风率达到7%，达到近五年低点，全国弃风电量和弃风率“双降”，弃风情况继续好转。

图表15：2018年风电并网运行情况（万千瓦；亿千瓦时）

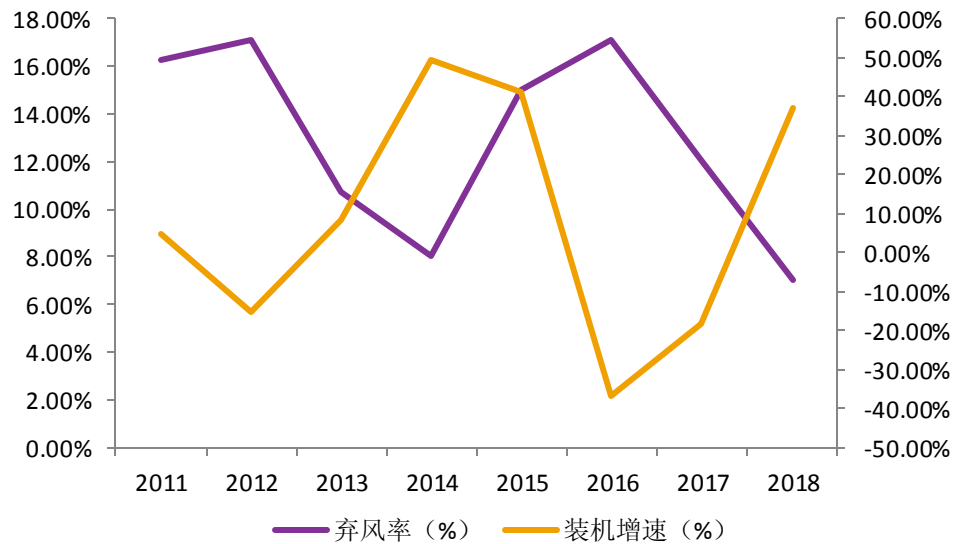
省（区、市）	累计并网容量	发电量	弃风电量	弃风率	利用小时数
全国	18426	3660	277	7.0%	2095
北京	19	3			1886
天津	52	8			1830
河北	1391	283	15.5	5.2%	2276
山西	1043	212	2.4	1.1%	2196
内蒙古	2869	632	72.4	10.3%	2204
辽宁	761	165	1.6	1.0%	2265
吉林	514	105	7.7	6.8%	2057
黑龙江	598	125	5.8	4.4%	2144
上海	71	18			2489
江苏	865	173			2216
浙江	148	31			2173
安徽	246	50			2150
福建	300	72			2587
江西	225	41			1940
山东	1146	214	3.0	1.4%	1971
河南	468	57			1746
湖北	331	64			2159
湖南	348	60			2054
广东	357	63			1770
广西	208	42			2294
海南	34	5			1524
重庆	50	8			1968
四川	253	55			2333
贵州	386	68	0.8	1.1%	1821
云南	857	220			2654
西藏	1	0.1			1863
陕西	405	72	1.6	2.2%	1959
甘肃	1282	230	54.0	19.0%	1772
青海	267	38	0.6	1.6%	1524
宁夏	1011	187	4.4	2.3%	1888
新疆	1921	359	106.9	22.9%	1951

资料来源：能源局



结合弃风率和装机增速这两个指标看，我们发现在 2012、2016 年时，弃风率分别达到了阶段性高点（17.12%、17.07%），同时装机增速达到了阶段性的低点（-15.17%、-36.74%），而在 2014 年时，情况恰好相反，弃风率达到了低点（8%），装机增速达到了高点（49.36%）。两个指标前 7 年的数据显示了很好的负相关性，所以，我们认为，弃风率的明显改善预示着未来新增装机量的反弹，2019 年随着弃风率的下降，加上三北地区新增装机继续解禁、清理遗留核准项目带来的抢工，风电新增装机将继续反弹。

图表 16：弃风率与风电装机增速负相关



资料来源:能源局, 联讯证券

（二）钢价趋于稳定，净利将恢复正常水平

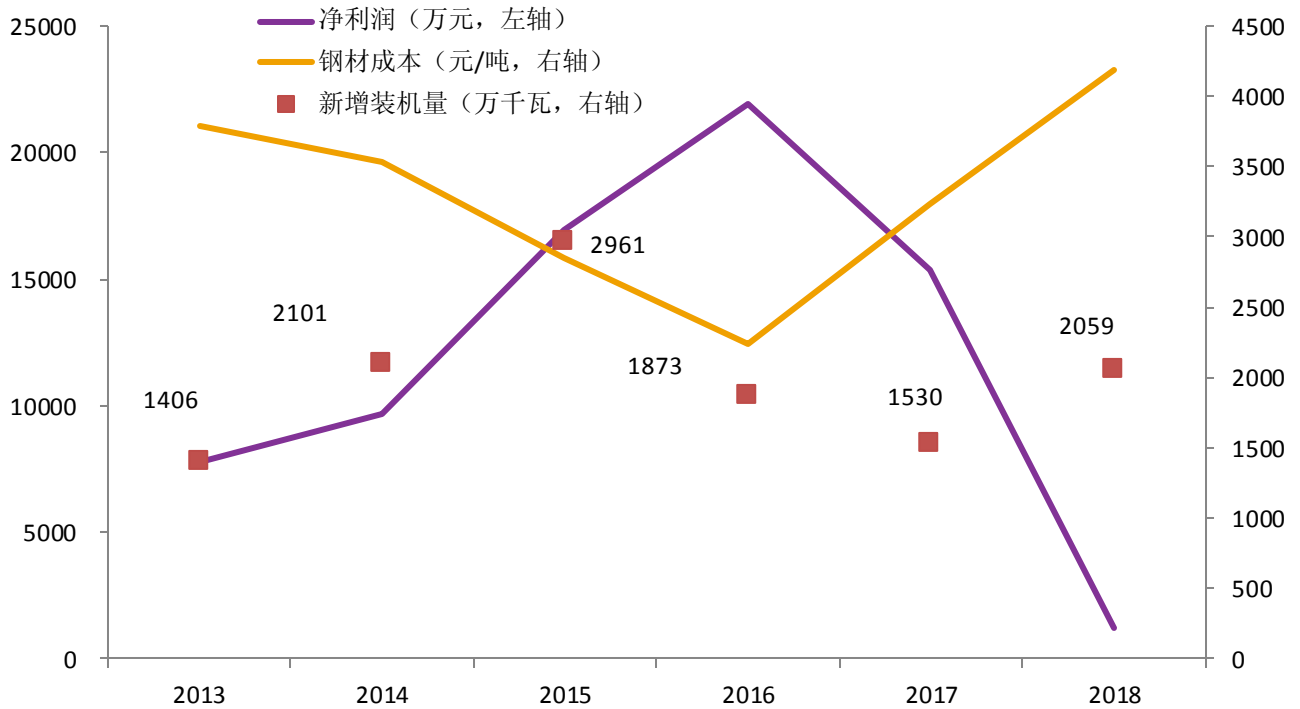
风塔行业作为加工制造行业，采用成本加成的方法对风塔产品进行定价，盈利能力会受到钢材价格波动及市场订单竞争的影响。

盈利能力首先会受到市场需求的影响，当风电新增装机增长时，行业竞争程度会下降，从而导致吨毛利的提升。影响吨毛利的第二个因素是原材料成本，原材料成本中，中厚板占比较高，占据了 70%-80%。虽然公司有能力和钢材成本转嫁到下游承担，但是盈利能力仍会受到订单签署后钢材涨价的影响。

2017 年，国内风电新增并网容量为 15.3GW，为近 4 年最低值，2018 年新增并网为 20.6GW，逐步接近正常年份水平。前两年，由于国内钢铁行业供给侧改革，钢材价格也不断走高。受这两个不利因素影响，公司 2018 年净利润仅为 1233 万元，为近几年低值。



图表17: 公司净利润变化分析



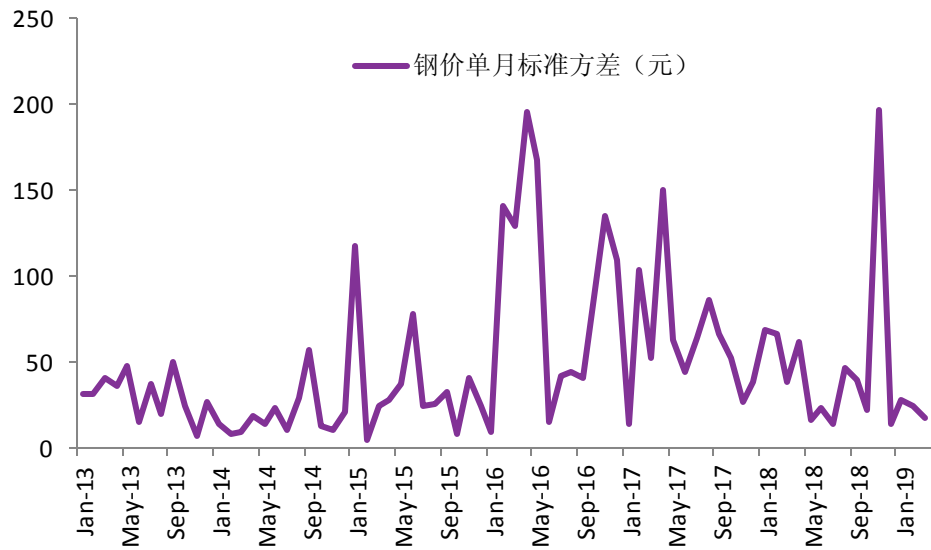
资料来源:公司公告, Wind, 联讯证券

我们认为, 17 年将是国内风电新增装机的低谷, 由于弃风率的逐渐好转, 及国内风电相关政策的影响, 19 年国内风电新增装机将保持快速增长, 此外, 钢价目前处于较高水平, 钢厂的盈利能力也处于较好水平, 市场对钢材的需求也较为稳定, 钢价进一步大幅上涨的空间有限。

由于公司在接单时, 以接单时的钢价作为计算合同单价的依据, 即使公司能够把钢价成本转移给下游客户, 但是仍旧需要承受接单到原材料采购这段时间段的钢价变动风险, 如果在钢价上行时, 钢价变动幅度过大, 公司吨利润将会受到影响。我们从历年钢价的波动情况可以看到, 近三年, 钢价的单月标准差明显加大, 这给公司带来了原材料采购损失, 目前钢价处于高位, 未来钢价的上涨幅度有收窄趋势, 公司承受的采购损失将会减少。综合以上几点, 我们预计, 公司的单吨利润将在 2019 年出现反弹, 恢复到正常水平。此外, 公司总产能目前达到 33 万吨, 产能利用率处于低水平, 后续有望逐步提高, 带来净利润增长。



图表18: 钢价逐月波动情况



资料来源:Wind, 联讯证券

四、盈利预测与投资评级

公司风塔业务有望逐步恢复正常盈利水平，海上风电业务发展迅速，未来两年业绩将有明显反弹。综合公司各业务发展情况，我们对公司收入成长及盈利作出预测，核心假设及关键指标情况如下。

核心假设:

公司 19 年塔架营业收入稳步增长，增速为 15%，20 年新疆地区红色禁令解除，工厂订单开始增长，塔架营收增速为 30%。

公司 19、20 年海工平台业务快速增长，预测收入增速为 40%、40%。

公司海上风电业务快速增长，19、20 年收入增速分别为 64%、67%。

公司 19 年毛利率恢复到 17 年水平。

图表19: 业绩拆分

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	1597.0	1505.6	1590.0	1472.9	1917.2	2745.8
营业收入增速 (%)	11.0%	-5.7%	5.6%	-7.4%	30.2%	43.2%
毛利率 (%)	32.0%	33.9%	27.0%	16.8%	26.3%	27.1%
塔架及基础段						
营收 (百万元)	1252.93	1167.04	1031.53	945.00	1086.75	1412.78
增速 (%)		-6.9%	-11.6%	-8.4%	15.0%	30.0%
毛利率 (%)	31.5%	33.2%	27.4%	20.0%	26.5%	27.5%
海洋工程设备						
营收 (百万元)	59.42	45.46	88.10	90.16	126.22	176.71
增速 (%)		-23.5%	93.8%	2.3%	40.0%	40.0%
毛利率 (%)	35.0%	38.0%	26.0%	10.0%	26.0%	26.5%

资料来源:公司公告, 联讯证券



我们预计公司 2018-2020 年营收分别为 14.73 亿元、19.17 亿元和 27.46 亿元；归母净利润分别为 0.12 亿元、1.65 亿元和 2.54 亿元，EPS 分别为 0.02 元、0.23 元和 0.35 元，对应 PE 为 263X、20X 和 13X，考虑到公司未来在海上风电及塔架业务的飞速发展，给予 2019 年市盈率 26X，目标价 6.00 元，给予“买入”评级。

五、风险提示

- 1、蓝岛海工产能释放不达预期；
- 2、海外市场新增装机量下滑，影响公司海外风塔业务；
- 3、钢价继续大幅上涨。



附录：公司财务预测表（百万元）

合并利润表					资产负债表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,590	1,473	1,917	2,746	货币资金	305	802	479	856
营业成本	1,184	1,226	1,412	2,003	银行存款	2	2	2	2
营业毛利	406	247	505	743	应收款项	943	584	1,403	1,443
营业税金及附加	11	11	14	20	存货	513	674	693	1,246
营业费用	56	66	92	132	其他流动资产	338	379	363	446
管理费用	145	147	192	275	流动资产	2,100	2,441	2,941	3,994
财务费用	8	(4)	(4)	(4)	长期投资	0	0	0	0
资产减值损失	21	21	21	21	固定资产	627	591	474	356
联营公司收益	0	0	0	0	其他长期资产	427	315	283	251
其他投资收益	10	0	0	0	总资产	3,154	3,347	3,698	4,601
营业外收入	16	9	5	0	短期借款	65	0	115	-0
EBITDA	257	147	329	434	应付款项	619	710	821	1,351
税前净利	190	14	195	299	预收帐款	177	333	331	620
所得税	36	2	29	45	其他流动负债	36	36	36	36
税后净利	154	12	165	254	流动负债	896	1,080	1,302	2,007
归属母公司股东净利	154	12	165	254	长期借款	0	0	0	0
基本 EPS (RMB)	0.21	0.02	0.23	0.35	其他长期负债	0	0	0	0
完全稀释 EPS (RMB)	0.21	0.02	0.23	0.35	总负债	896	1,080	1,302	2,007
现金股利 (RMB)	0.07	0.00	0.05	0.08	普通股股本	727	727	727	727
					公积	705	705	705	705
年成长率(%)					股东权益	2,257	2,267	2,396	2,593
营业收入	5.6	(7.4)	30.2	43.2	负债加股东权益	3,154	3,347	3,698	4,601
营业毛利	(20.7)	(39.1)	104.4	47.1					
税前净利	(27.2)	(92.4)	1,241.6	53.6					
税后净利	(29.9)	(92.0)	1,241.6	53.6	现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
基本 EPS	(30.0)	(91.8)	1,241.6	53.6	税后净利	154	12	165	254
获利能力(%)					折旧与摊提	69	137	138	139
毛利率	25.5	16.8	26.3	27.1	营运资金增减	(176)	405	(715)	145
税前净利率	11.9	1.0	10.1	10.9	其他	32	9	13	17
税后净利率	9.7	0.8	8.6	9.2	来自营运之现金流量	79	564	(399)	555
EBITDA 率	16.2	10.0	17.2	15.8	资本支出	(82)	(10)	(10)	(10)
					投资收益	8	0	0	0
					其他	(73)	8	4	0
比率分析	2017	2018E	2019E	2020E	来自投资之现金流量	(147)	(2)	(6)	(10)
ROE (%)	6.8	0.5	6.9	9.8	自由现金流量	(2)	554	(409)	545
ROA (%)	6.0	0.3	5.2	6.4	借款增(减)	0	(65)	115	(115)
ROIC (%)	6.4	0.1	8.7	10.1	现金股利与利息支出	0	1	(33)	(53)
P/E (x)	21.1	263.2	19.6	12.8	现金增资	0	0	0	0
P/S (x)	2.0	2.2	1.7	1.2	其他	12	(0)	0	(0)
P/B (x)	1.4	1.4	1.4	1.3	来自融资之现金流量	12	(64)	82	(168)
EV/EBITDA (x)	12.9	19.1	10.3	7.1	汇率调整	(4)	0	0	0
股息率 (%)	1.5	0.1	1.1	1.7	本期产生之现金流量	(60)	497	(323)	377

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

韩晨，同济大学工学硕士，2018年5月加入联讯证券，现任电力设备与新能源行业首席分析师，证书编号：S0300518070003。

夏春秋，美国德州农工大学经济学硕士，2016年8月加入联讯证券研究院，现任电力设备与新能源行业研究员。证书编号：S0300517050001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com