

# 海上风电零部件龙头，迎来新一波快速成长

——中小盘首次覆盖报告

伐谋-中小盘首次覆盖报告

**孙金钜(分析师)**      **任浪(分析师)**  
021-68866881      021-68865595-232  
sunjinju@xsdzq.cn      renlang@xsdzq.cn  
证书编号: S0280518010002      证书编号: S0280518010003

## ● 海上风电零部件龙头，首次覆盖给予“强烈推荐”评级

海上风电优势独特，各国政府政策支持+技术快速进步背景下，全球海上风电已进入市场化前夜。公司作为国内切入了全球龙头西门子和国内龙头上海电气的海上风电零部件龙头，将尽享行业快速发展的红利。我们认为公司凭借高功率技术和产品优势，未来随着新大客户的不断开拓、产品品类的拓展以及产业链的延伸，将迎来新一波快速成长。预计公司2019-2021年归母净利润分别为2.03/2.92/4.02亿元，对应EPS为1.59/2.28/3.14元，当前股价对应2019-2021年PE为12.8/8.9/6.5倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

## ● 政策支持+技术进步，全球海上风电进入市场化前夜

海上风电相较于陆上风电具备资源丰富、单机容量大、靠近用电中心等独特优势，各国政府相继出台政策重点支持。目前限制海上风电发展的核心因素在于投资成本高，未来随着技术的快速进步、单机容量的提升，叠加规模效应，单位容量海上风电的投资成本将持续下降。目前德国已经出现零补贴平价上网的竞标项目，全球看海上风电已经进入了市场化的前夜，行业爆发已是不远。全球来看：无论是规模还是技术，欧洲均处于主导地位；中国快速跟进，政策调整影响2018年海上风电核准大规模密集核准，彰显行业发展前景；美国海上风电虽起步晚但五大海区风力资源丰富，市场潜力巨大。

## ● 新客户开拓、新产品拓展、产业链延伸，公司将迎新一波快速成长

公司第一大客户西门子在经历一年多的调整后，2018Q3开始恢复增长，同时公司新开拓了大客户ENERCON，截止2018年底公司风电设备业务在手订单已近5亿元，是2018年风电设备收入的近2倍。同时公司投资尚和海工延伸海上风电安装运维服务，收购上海底特拓展紧固件产品，亦为公司带来了新的增长点。新客户开拓、新产品拓展、产业链延伸，公司将迎来新一波快速成长。此外，光伏行业回暖、原材料钢材价格压力下降，公司2019年的盈利能力也将迎来显著回升。

● **风险提示：**大客户开拓低预期；海上风电行业发展低预期等。

## 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	943	980	1,882	2,410	3,011
增长率(%)	14.6	4.0	92.0	28.1	25.0
净利润(百万元)	116.0	61	203	292	402
增长率(%)	-19.8	-47.6	234.5	43.6	37.8
毛利率(%)	29.7	25.3	29.0	31.3	32.2
净利率(%)	12.3	6.2	10.8	12.1	13.4
ROE(%)	8.4	4.0	12.1	14.9	17.2
EPS(摊薄/元)	0.91	0.47	1.59	2.28	3.14
P/E(倍)	22.36	42.7	12.8	8.9	6.5
P/B(倍)	1.89	1.8	1.6	1.4	1.2

## 强烈推荐(首次评级)

市场数据	时间 2019.05.07
收盘价(元):	20.26
一年最低/最高(元):	14.74/32.68
总股本(亿股):	1.28
总市值(亿元):	25.95
流通股本(亿股):	0.8
流通市值(亿元):	16.28
近3月换手率:	119.58%

## 中小盘研究团队

孙金钜(分析师): 021-68866881

证书编号: S0280518010002

任浪(分析师): 021-68865595-232

证书编号: S0280518010003

黄泽鹏(联系人): 021-68865595-202

证书编号: S0280118010039

黄麟(联系人): 0755-82291898

证书编号: S0280118040003

王宁(联系人): 010-83561000

证书编号: S0280118060020

## 目 录

1、 切入西门子的纯正海上风电零部件龙头 .....	3
1.1、 切入西门子供应链，产品品类不断拓展升级 .....	3
1.2、 技术+产品优势显著，海上风电设备+光伏设备双轮驱动 .....	3
2、 政策支持+技术进步，全球海上风电进入市场化前夜 .....	5
2.1、 海上风电优势独特，各国政府相继出台政策支持 .....	5
2.2、 欧洲领衔、中国快速跟进、美国潜力巨大 .....	7
3、 新拓大客户、拓展新产品、延伸产业链，迎来新一波成长 .....	8
3.1、 西门子调整后恢复增长，新开拓大客户 ENERCON .....	8
3.2、 国内市场依托龙头上海电气，大规模核准彰显行业发展前景 .....	9
3.3、 拓展紧固件和安装运维业务，带来新的增长点 .....	11
3.4、 光伏行业需求回暖，原材料价格压力下降 .....	12
4、 盈利与估值 .....	14
附：财务预测摘要 .....	19

## 图表目录

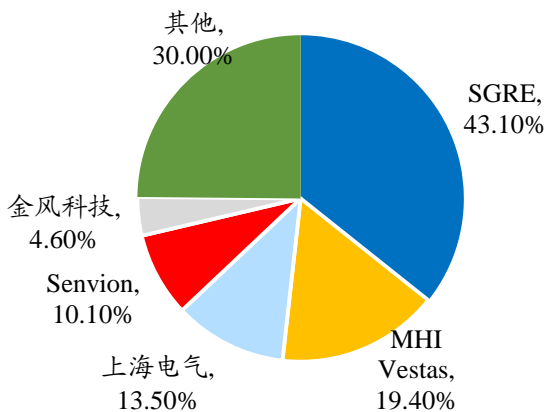
图 1: 西门子是全球海上风机的龙头 .....	3
图 2: 公司主要风电设备逐步由机舱罩升级为转子房 .....	3
图 3: 海上风电设备+光伏设备双轮驱动公司收入快速增长（万元） .....	4
图 4: 海上风力资源远大于陆上，且海上风力大、风频稳、风力密度高 .....	5
图 5: 江苏省是我国海上风电发展规划规模最大的省市 .....	7
图 6: 近 10 年全球新增海上风电装机容量增长了 20 倍 .....	7
图 7: 2017 年海上风电累计装机容量欧洲占据主导 .....	8
图 8: 近 6 年我国海上风电新增装机容量增长 10 倍 .....	8
图 9: 美国技术支持的海上风电装机量高达 21 亿千瓦 .....	8
图 10: 2018Q4 公司收入增速大幅转正 .....	9
图 11: ENERCON 全球风电装机排名第五位 .....	9
图 12: 上海电气占据了国内海上风电一半的市场份额 .....	10
图 13: 2018 年国内海上风电核准合计 42.1GW，总投资超 8000 亿元 .....	11
图 14: 运维船是海上风电运营必不可少的工具之一 .....	12
图 15: 我国海上风电运维规模 2019 年预计达 4.9 亿元 .....	12
图 16: 上海底特“施必牢”是机械行业内著名品牌 .....	12
图 17: 公司对 Unimacts 的销售占光伏设备销售收入的比例已下降至低于 50% .....	13
图 18: 供给侧改革放缓后，国内钢材价格有所回落 .....	13
图 19: 原材料价格压力下降，公司盈利能力将回升 .....	13
表 1: 公司旗下主要产品类型和客户情况 .....	4
表 2: 海上风电和陆上风电的优劣对比 .....	6
表 3: 国家能源局和四大重点省份相继出台海上风电发展规划 .....	7
表 4: 截止 2018 年底公司风电设备在手订单已是 2018 年收入的 2 倍 .....	9
表 5: 核心假设表（百万元） .....	14
附表 1: 2018 年国内海上风电核准规模大幅创新高，装机容量合计 42.1GW，总投资超 8000 亿（MW，万元） .....	15

## 1、切入西门子的纯正海上风电零部件龙头

### 1.1、切入西门子供应链，产品品类不断拓展升级

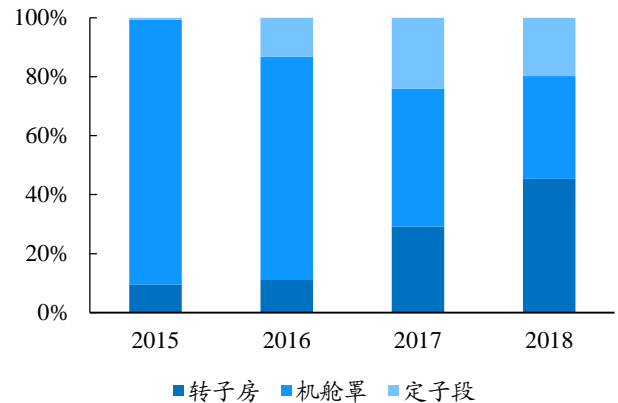
**紧跟全球海上风电龙头西门子，品类不断拓展升级。**西门子是全球海上风机的龙头，收购歌美飒之后 2017 年全球的海上风电装机容量达到 1892MW，市占率为 43.1%。西门子为有效降低生产成本，拟在中国开发风机零部件供应商。中航工业因与西门子集团良好的合作关系和沟通渠道，2011 年 1 月，中航工业设立控股子公司无锡机械从事西门子风电零部件产品销售业务，并在国内开发代工厂商生产。无锡机械开发了公司作为西门子产品的代工厂商。2011 年 9 月，无锡机械通过西门子体系考核，并于 2012 年 3 月取得了西门子集团全球供应商代码，正式进入合格供应商名录。由于西门子集团对于质量和工艺要求高，无锡机械通过公司对西门子产品的样件试制和调整的周期较长，销售规模小、盈利情况不佳。2012 年 8 月，无锡机械原股东决定退出投资，公司受让了无锡机械的股权以实现与西门子集团的直接合作，成为了西门子海上风机零部件在国内的核心供应商。公司最初主要给西门子供应海上风机的机舱罩，目前核心产品已经逐步升级为转子房，并且转子房的功率也从 3.0MW 升级到了 6.0MW 和 7.0MW。和西门子集团合作的深入，不仅带来了公司收入的快速增长，同时也让公司与国内海上风机的龙头上海电气建立了合作关系，成为上海电气的海上风机配套厂商。

图1： 西门子是全球海上风机的龙头



数据来源：北极星电力网、新时代证券研究所

图2： 公司主要风电设备逐步由机舱罩升级为转子房



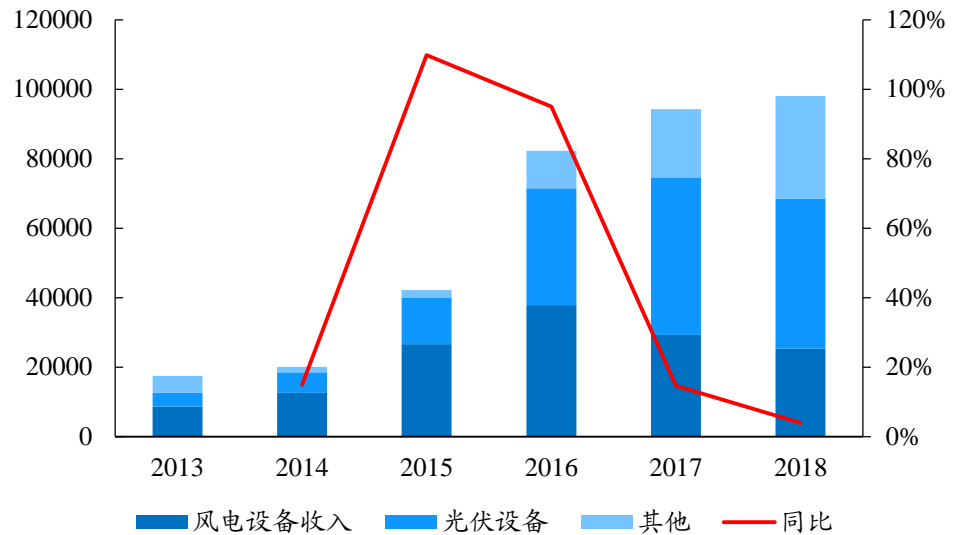
数据来源：Wind、新时代证券研究所

### 1.2、技术+产品优势显著，海上风电设备+光伏设备双轮驱动

**技术+产品优势显著，客户均为国内外知名企业。**公司的产品中风电设备为海上风机的零部件。海上风机由于所处恶劣环境以及巨大的投资规模，对于整机的使用寿命、运转效率和技术标准要求都更为严苛，对零部件的稳定性、精确性和抗腐蚀性要求都很高。光伏支架同样需要常年在野外运行，且所处环境较为恶劣，要求质量可靠且使用寿命长。公司技术开发和工艺设计优势显著，截止 2017 年底，公司拥有专利授权 55 项，在产品焊接并行控制、机加工精度控制、表面处理质量控制方面形成了核心技术优势。尤其是在西门子集团专家组驻场指导下，公司全面改进工艺设计、生产技术、质量控制体系和现场管理体系，公司技术和产品的优势进一步提升。在技术+产品优势显著的背景下，公司开拓的客户均为国内外的知名企业。其中风电设备的客户主要为西门子、上海电气，光伏支架的客户则主要是 Unimacts（终端用户为美国 ATI）、特变电工和阳光电源。

国内国外双点开花，海上风电设备+光伏设备双轮驱动。海上风电设备在开拓西门子、上海电气之后，正在积极开拓金风科技、Vestas、Senvion、Enercon、Nextra等新客户。光伏设备国内开拓了特变电工和阳光电源两个大客户，2015年在Unimacts提供设计图和产品质量标准的基础上，公司快速响应开发出了追踪式光伏支架，从而通过Unimacts成为了美国ATI的供应商。国内国外市场双点开花，海上风电设备+光伏设备双轮驱动，公司收入快速从2013年的1.75亿增长到了2018年的9.8亿，年复合增速达41.2%。

图3：海上风电设备+光伏设备双轮驱动公司收入快速增长（万元）



数据来源：Wind、新时代证券研究所

表1：公司旗下主要产品类型和客户情况

类别	产品类型	产品介绍和具体客户
海上风电设备	机舱罩 	2.3MW 机舱罩主要用于美国和欧洲风电设备, 3.6MW 和 4.0MW 机舱罩主要用于欧洲和中国海上风电设备。主要客户为西门子和上海电气。
	转子房 	用于内置安装轴承和永磁片, 公司目前可以生产 3.0MW、6.0MW 和 7.0MW 的转子房, 主要客户为西门子和上海电气。
	定子段 	用于内置线圈包, 公司目前可以生产 3.0MW 和 6.0MW 的定子段, 主要客户为西门子和上海电气。
光伏设备	固定/可调式光伏支架 	固定式光伏支架不可调整光伏电池板的角度, 可调式光伏支架可以人工调整光伏电池板的角度。主要客户为国内的特变电工和阳光电源。
	追踪式光伏支架	光伏行业未来的发展方向, Unimacts 负责图纸设计, 可以自动追踪太阳光直射的角度的光伏支架。客户为 Unimacts。





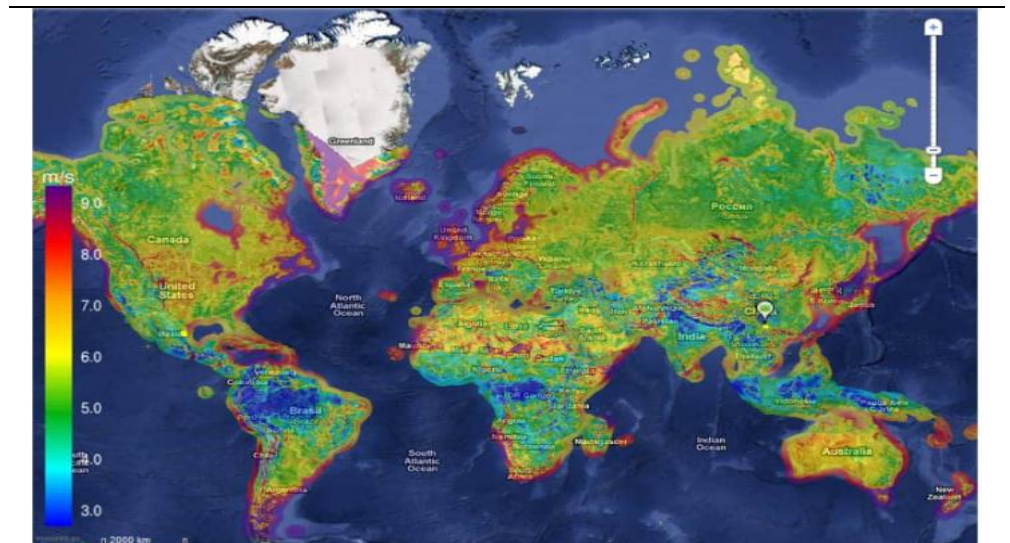
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 2、政策支持+技术进步，全球海上风电进入市场化前夜

### 2.1、海上风电优势独特，各国政府相继出台政策支持

**风力资源丰富、单机容量大、靠近用电中心，海上风电优势独特。**从风力资源来看，海上风力资源远大于陆上风力资源。不过海上风力资源开发利用难度巨大，尤其是深海地区，目前海上风电主要开发的为近海风力。陆上风力资源我们可以看到同样是沿海地区远高于内陆地区。以国内为例，我国近海 5-50 米深 70 米高度即具备 5 亿 KW 的开发潜力，而我国陆上风力资源的开发潜力仅为 2.5 亿 KW。与陆上风电相比，海上风速更快、风力密度更高、风速更平稳，因此海上风机的单机容量可以做到更大，风机的利用率更高。目前欧洲批量生产安装的单机容量已可达 8.0MW，国内也已有单机容量 7.0MW 的海上风机发货安装。目前陆上风电的主流单机容量在 2-2.5MW，而国内海上风电的主流单机容量已达 3.0-6.0MW，欧洲海上风电的主流单机容量则更高。并且，海上风机大型化是未来的发展趋势，目前上海电气已经和浙江大学合作研发 10+MW 级的海上风机。目前限制海上风电发展的核心因素在于投资成本高，不过随着单机容量的不断提升，将带来单位 MW 投资成本的快速降低，从而实现海上风电的“零补贴平价上网”。据 WoodMackenzie 发布的《下一代风机机型研究预测报告》预计，8-10MW 机型将于 2020 年前占据大量市场份额，未来海上风机产品也将在此基础上有所突破，预计下一代 12-15MW 及以上等级的海上风机产品将成为欧洲“零补贴”海上项目开发的主要选型。风机的利用率来看，海上风速比陆上风速高 20% 以上，同等发电容量下海上风电的年发电量比陆上高出 70%。陆上风电的年利用小时数在 2000 小时左右，而海上风电的年利用小时数则超过了 3000 小时。海上风电的另一大优势则是在于靠近用电中心，并且不占用土地、不扰民。沿海地区一般都是经济相对发达地区，用电需求大，海上风电可以就近消纳，不会存在陆上风电弃风率的问题。

**图4： 海上风力资源远大于路上，且海上风力大、风俗稳、风力密度高**



资料来源：Interface Vortex、新时代证券研究所

**表2: 海上风电和陆上风电的优劣对比**

	海上风电	陆上风电
风力资源	大, 5 亿 KW 以上	2.5 亿 KW
风能质量	风速高、风切小	风速低、风切大、传统系统容易损坏
维修难度	大	小
年发电小时数	3000 小时以上	2000 小时
单机容量	大	小
用电负荷距离	近	远
使用寿命	25 年	20 年
投资成本	高	低
占用土地	不占用	占用大
技术难度	高	低

资料来源:《我国陆上风电与海上风电成本构成对比分析》、新时代证券研究所

**政策支持+技术进步, 全球海上风电已进入市场化前夜。**风电作为主要的可再生能源之一, 是各国政府政策重点支持的方向。我国能源局 2016 年 11 月发布的《风电发展“十三五”规划》明确表示将重点推动江苏、浙江、福建、广东等省的海上风电建设, 到 2020 年四省海上风电开工建设规模均达到百万千瓦以上。积极推动天津、河北、上海、海南等省市海上风电建设。到 2020 年, 全国海上风电开工建设规模达到 1000 万千瓦, 力争累计并网容量达到 500 万千瓦以上。四大海上风电重点发展省份中江苏省 2017 年 5 月发布《江苏省“十三五”能源发展规划》, 表示到 2020 年海上风电累计并网 350 万千瓦, 保持全国领先水平。浙江省 2016 年 9 月发布《浙江省电力发展“十三五”规划》, 指出重点发展海上风电, “十三五”期间新增风电 300 万千瓦左右。福建省 2016 年 10 月发布《福建省“十三五”能源发展专项规划》, 表示“十三五”要建成海上风电 200 万千瓦上。广东省 2018 年 4 月发布《广东省海上风电发展规划(2017-2030 年)(修编)》, 表示到 2020 年底开工建设海上风电装机容量 1200 万千瓦以上, 其中建成投产 200 万千瓦以上, 到 2030 年建成投产约 3000 万千瓦。我国在制定详细海上风电发展规划的基础上, 对于海上风电同样给予电价补贴政策。2018 年陆上风电上网电价, 一类到四类资源区新核准建设的标杆上网电价分别调整为每千瓦时 0.40 元(-0.07)、0.45 元(-0.05)、0.49 元(-0.05)、0.57 元(-0.03)。不过对于海上风电标杆电价, 2018 年底之前建成的不做调整, 近海风电项目标杆上网电价为每千瓦时 0.85 元, 潮间带风电项目标杆上网电价为每千瓦时 0.75 元。2019 年以后新增核准的海上风电项目全部通过竞标的方式确定上网电价, 开始向欧洲市场看齐。全球来看, 海上风电的支持政策主要分为以欧洲和中国为主的电价补贴政策 and 以美国为主的配额制(传统能源承担新能源的成本溢价, 辅以财政或融资政策优惠)。欧洲初期的电价补贴政策为固定电价机制, 后转向浮动补贴(市场电价+补贴, 补贴包括固定补贴和差价合约两种类型), 近些年随着海上风电规模增加、成本快速下降, 德国、荷兰和丹麦等国家开始转向了竞价来获得特许经营权。2017 年 4 月德国的首轮海上风电竞价结果来看, 已经有 2 个项目实现了不依靠政府补贴的平价上网。国内海上风电的电价补贴政策来看倾向于欧洲的补贴政策。据 WFO 统计, 2018 年全球海上风电新增装机容量再创历史新高达 4.99GW, 2008-2018 年的 10 年里全球海上风电新增装机容量的规模增长了 15 倍。目前来看, 全球海上风电来看对补贴依赖比较大, 不过欧洲已开始出现平价上网的项目, 已经进入了市场化的前夜。未来随着海上风机生产技术的进一步提升, 单机容量快速提升、规模化成本的持续下降, 海上风电将逐步摆脱目前对于

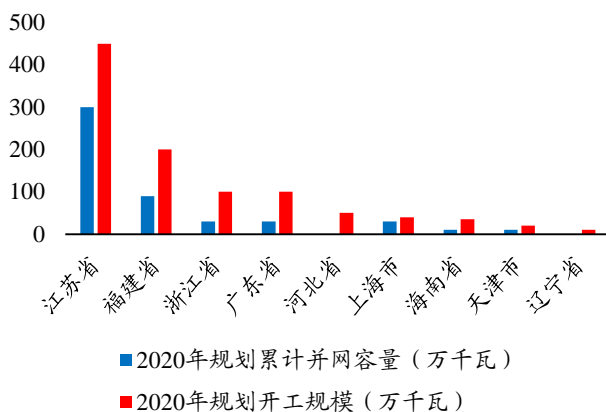
补贴政策的依赖，从而进入市场化的快速发展期。

**表3: 国家能源局和四大重点省份相继出台海上风电发展规划**

文件名称	发布机构	主要内容
《风电发展“十三五”规划》	国家能源局	重点推动江苏、浙江、福建、广东等省的海上风电建设，到2020年四省海上风电开工建设规模均达到 <b>百万千瓦以上</b> 。积极推动天津、河北、上海、海南等省市海上风电建设。到2020年，全国海上风电开工建设规模达到 <b>1000万千瓦</b> ，力争累计并网容量达到 <b>500万千瓦以上</b> 。
《江苏省“十三五”能源发展规划》	江苏省政府	到2020年海上风电累计并网 <b>350万千瓦</b> ，保持全国领先水平。
《浙江省电力发展“十三五”规划》	浙江省能源局	重点发展海上风电，“十三五”期间新增风电 <b>300万千瓦左右</b> 。
《福建省“十三五”能源发展专项规划》	福建省政府	“十三五”要建成海上风电 <b>200万千瓦以上</b>
《广东省海上风电发展规划（2017—2030年）（修编）》	广东省发展改革委	2020年底开工建设海上风电装机容量 <b>1200万千瓦以上</b> ，其中建成投产 <b>200万千瓦以上</b> ，到2030年建成投产约 <b>3000万千瓦</b> 。

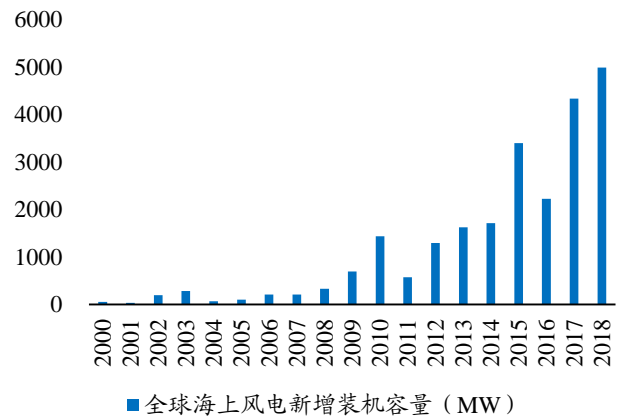
资料来源：各政府网站、新时代证券研究所

**图5: 江苏省是我国海上风电发展规划规模最大的省市**



数据来源：《风电发展“十三五”规划》、新时代证券研究所

**图6: 近10年全球新增海上风电装机容量增长了20倍**



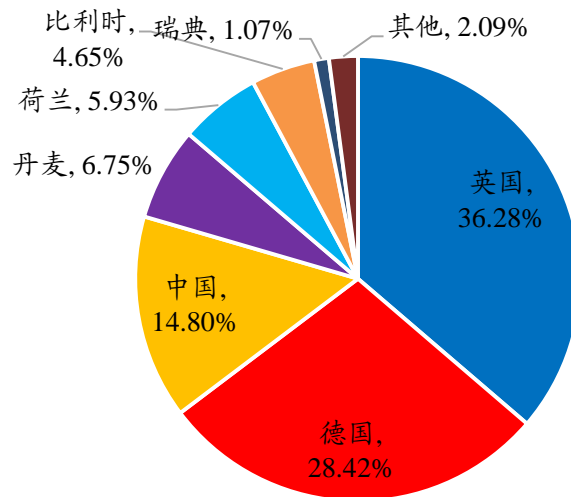
数据来源：前瞻产业研究院、WFO、新时代证券研究所

## 2.2、欧洲领衔、中国快速跟进、美国潜力巨大

**欧洲领衔、中国快速跟进、美国潜力巨大，看好全球海上风电发展前景。**从2017年全球海上风电累计装机容量来看，欧洲在海上风电仍旧占据着主导地位。其中排名第一的英国截止2017年底的海上风电累计装机容量达到6836MW，占比达到36.28%，第二名德国累计装机容量为5335MW，占比28.64%。两者合计占比即已达64.7%，此外加上丹麦、荷兰、比利时和瑞典等国家后欧洲海上风电累计装机容量占比超过80%。中国海上风电快速跟进，新增装机容量由2011年的107.9MW快速增长到了2017年的1163.8MW，6年里增长了10倍，累计装机容量在2017年达到2790MW，占全球比例为14.80%，成为第三大海上风电的国家。不过就风力资源而言，美国由于海岸线辽阔并且拥有5大内陆湖，风力资源更为丰富。根据NREL统计，截止2016年美国五大海区（太平洋海岸、五大湖海岸、北大西洋海岸、南大西洋海岸和墨西哥湾海岸）海上风电总潜力装机容量可达108亿KW。如果按当前海上风电技术支持的可利用率来计算，美国五大海区可供开发的海上风电装机容量潜力达20.59亿千瓦，是中国的4倍多。美国海上风电起步晚，且风力资源利用

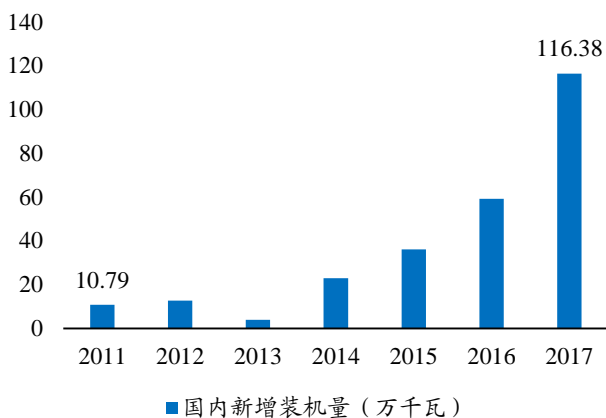
的技术难度高，截止 2017 年 6 月，在建、已批准、审批中和规划中的海上风电项目共计有 28 个，总计划装机容量达到 2.41GW，其中已运营、在建、已批准和审批中的海上风电项目有 18 个，总计划装机容量达到 1.48GW。不过由于其潜在风力资源丰富，未来发展潜力巨大。从德国经验来看，海上风电离零补贴的平价上网已是不远，看好技术快速进步背景下全球海上风电的发展前景。

**图7： 2017 年海上风电累计装机容量欧洲占据主导**



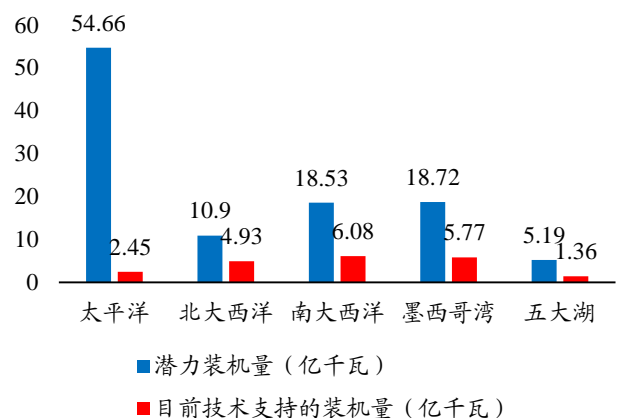
数据来源：前瞻产业研究院、新时代证券研究所

**图8： 近 6 年我国海上风电新增装机容量增长 10 倍**



数据来源：CWEA、新时代证券研究所

**图9： 美国技术支持的海上风电装机量高达 21 亿千瓦**



数据来源：北极星电力网、新时代证券研究所

### 3、新拓大客户、拓展新产品、延伸产业链，迎来新一波成长

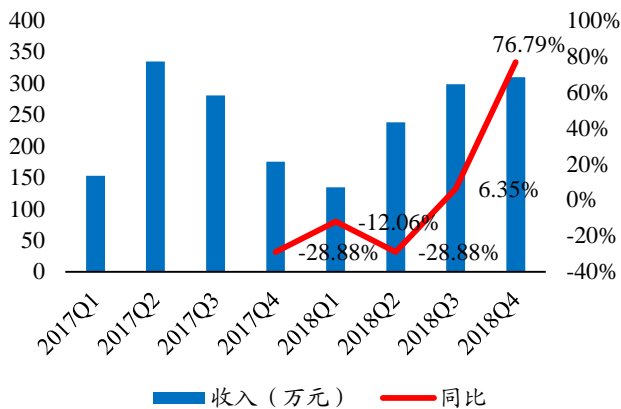
#### 3.1、西门子调整后恢复增长，新开拓大客户 ENERCON

**第一大客户西门子收购歌美飒调整后恢复增长，新开拓大客户 ENERCON。** 西门子在收购歌美飒之后对供应链有所调整，导致 2017 年公司对第一大客户西门子的销售收入首次出现了下滑。2018 年下半年开始西门子的供应链调整基本结束，公司对西门子的销售开始恢复增长，从而带来公司 2018Q3 以及 Q4 的收入开始同比开始大幅转正。同时 2019 年 1 月 31 日，公司公告通过了国际知名企业 ENERCON GmbH 供应商资格认证并取得小批量订单，为其供应 128 和 106 规格分片式风塔。



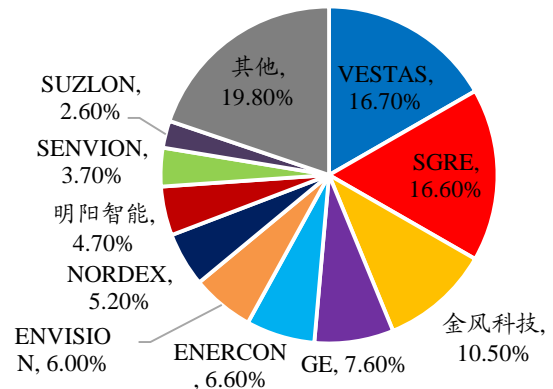
ENERCON GmbH 公司成立于 1984 年，是一家总部位于德国的风电行业国际知名企业。据彭博新能源财经数据，ENERCON GmbH 公司 2017 年全球风电整机制造商新增装机容量排名第五位，市场份额 6.60%，公司大客户开拓再下一城。同时公司还在积极开发金风科技、Vestas、Senvion、Nextra 等国内外大客户。公司 2019 年年报表示截止 2018 年 12 月 31 日公司风电设备在手订单约 5 亿元，已是 2018 年全年收入的近 2 倍，我们预计随着大客户西门子的恢复增长及新大客户的开拓，公司 2019 年风电设备业务将迎来大爆发。

图10: 2018Q4 公司收入增速大幅转正



数据来源: Wind、新时代证券研究所

图11: ENERCON 全球风电装机排名第五位



数据来源: FTI Consulting、新时代证券研究所

表4: 截止 2018 年底公司风电设备在手订单已是 2018 年收入的 2 倍

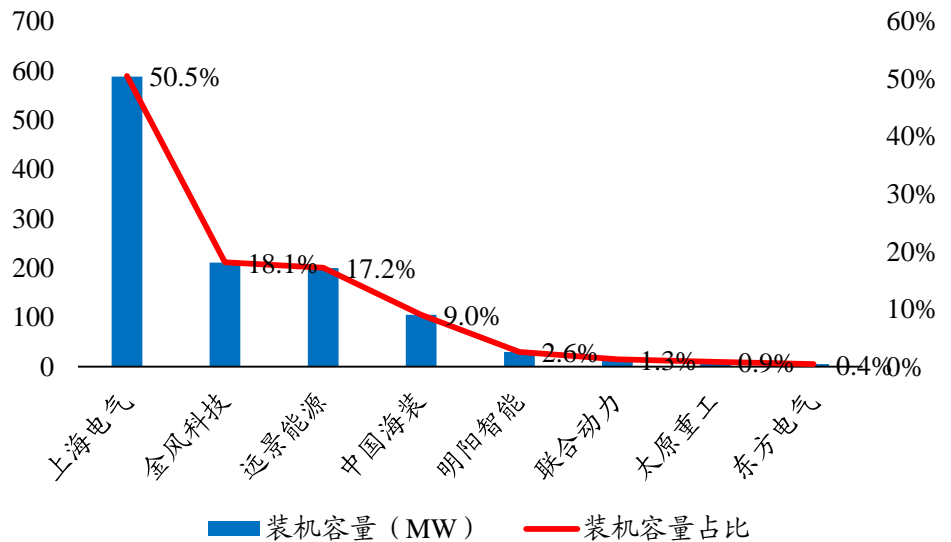
业务类型	产品名称	数量	价值
风电设备	机舱罩	101 套	合计约 5 亿元
	转子房	351 套	
	定子段	3047 件	
光伏设备	光伏支架	350.5MW	0.8 亿元

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

### 3.2、国内市场依托龙头上海电气，大规模核准彰显行业发展前景

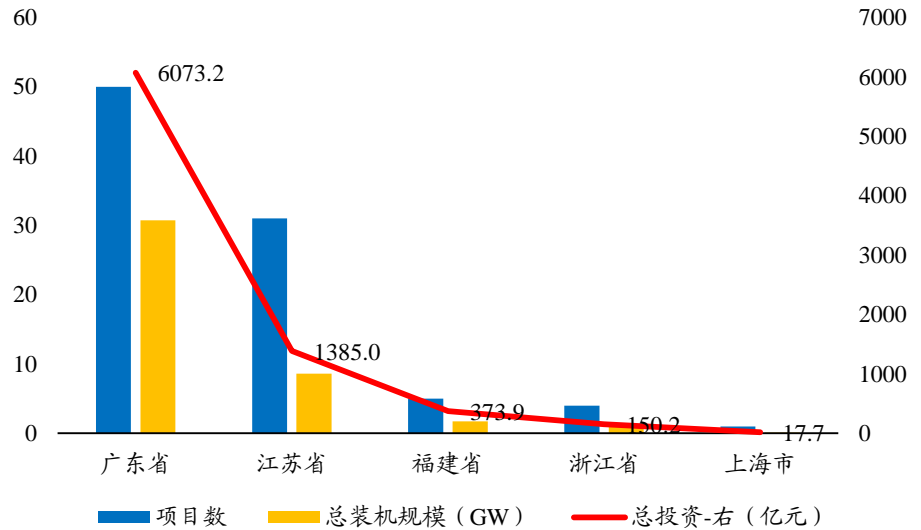
上海电气为国内海上风电的龙头，借助西门子切入上海电气供应链。上海电气最初通过和西门子集团合资的方式引入海上风电技术，之后通过技术转让的方式继续引入高容量的海上风电技术。通过技术引进消化和自主创新，上海电气逐步成长为国内海上风电的龙头。据 CWEA 的统计数据，2017 年国内海上风电新增装机来看，上海电气新增装机 147 台，总装机容量 588MW，占比高达 50.5%。由于海上风电技术难度更高且投资金额更大，因此行业集中度相对陆上风电更高。前五大厂商上海电气、金风科技、远景能源、中国海装和明阳智能合计的市占率超过了 95%。公司借助和西门子集团的深度合作，切入了上海电气的供应链，有望依托龙头的发展，尽享行业增长红利。

图12: 上海电气占据了国内海上风电一半的市场份额



数据来源: CWEA、新时代证券研究所

受2019年海上风电上网电价开始竞标影响,2018年核准规模大幅创历史新高。2018年5月24日,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》,表示已印发2018年度风电建设方案的省(自治区、直辖市)和已经确定投资主体的海上风电项目2018年可继续推进原方案。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。2018年底以前核准新建的项目可以继续适用近海风电项目标杆上网电价为每千瓦时0.85元,潮间带风电项目标杆上网电价为每千瓦时0.75元标准。而2019年之后需要通过竞标的方式确定上网电价。受此政策的影响,国内主要省市海上风电核准规模在2018年大幅创历史新高,合计总装机容量42.1GW,总投资超8000亿元。其中广东省核准规模最大,核准项目达50个,总装机容量达30.736GW,总投资超6073亿元;第二是江苏省,核准项目31个,总装机容量8.6GW,总投资1385亿元;第三为福建省,核准项目5个,总装机容量1.712GW,总投资373.9亿元;第四为浙江省,核准项目4个,总装机容量0.934GW,总投资150.2亿元;第五位上海,核准项目1个,装机容量0.112GW,总投资17.7亿元(详细核准项目、装机容量、投资额参见附表1)。2019年4月12日,国家能源局发布《关于2019年风电、光伏发电建设管理有关要求的通知(征求意见稿)》。此次征求意见稿明确提出:2019年新增集中式陆上风电和海上风电项目全部通过竞争方式配置并确定电价;2018年度未通过竞争方式进入国家补贴范围并确定上网电价的海上风电项目,其核准文件不能作为享受国家补贴的依据;在《2018年度风电建设管理有关要求的通知》发布之日前获得核准的海上风电项目,在本次通知发布前未办齐开工前手续的,均参加竞争配置并通过竞争确定上网电价。虽然大部分2018年抢核准的海上风电项目最终仍旧需要参加竞争确定上网电价,但大规模的核准潮也意味我国海上风电未来良好的发展前景。

**图13: 2018年国内海上风电核准合计42.1GW, 总投资超8000亿元**

数据来源: 北极星电力网、各政府网站、新时代证券研究所

### 3.3、拓展紧固件和安装运维业务, 带来新的增长点

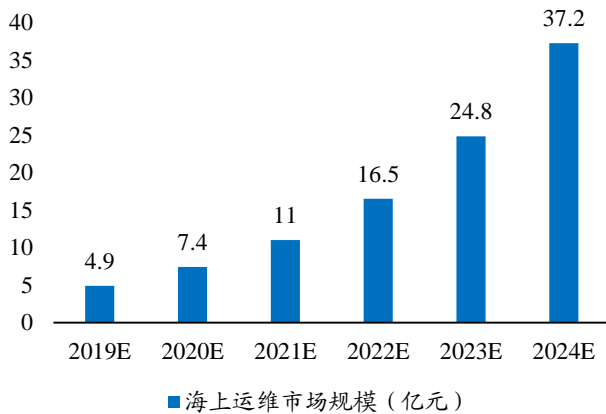
**投资尚和海工拓展安装运维业务, 收购上海底特精密拓展紧固件。**2018年4月18日, 公司公告0元受让原股东持有的尚和海工80%认缴出资, 现金出资1.4亿元进行投资, 交易完成后持股80%。尚和海工以坚实的技术基础为支撑, 着力打造适合深水海上风电工程基础施工、安装与维护的平台(运维船), 并计划三年内完成2-3艘具备贴合实际施工工法平台的设计与制造。尚和海工已委托中船重工461厂为该平台配套生产的1200T的绕桩吊机, 该绕桩吊机是全世界海上风电施工最大吨位之一的绕桩吊机。运维船是海上风电场施工、运行和维护的重要交通运维工具, 包括普通运维船、专业双体运维船、高速专业双体运维船、运维母船、居住船、自升式运维船等。目前国内运维船数量缺乏, 大多以改装租借的渔船和交通船为主, 安全性、速度、装卸载能力等相对于专业运维船来说都较差。尤其是大型的自升式运维船, 数量更是稀缺, 目前基本是供不应求。随着中国海上风电行业的持续增长, 海上运维需求将快速增长。据前瞻产业研究院预测, 到2019年中国海上风电运维市场规模达到4.9亿元左右, 2024年整体规模达到37亿元左右, 年复合增长率约为50%。尚和海工承诺2019-2021年实现归母扣非后净利润分别不低于1500万元、5000万元和5500万元。2018年11月8日, 公司公告拟以1.89亿现金收购上海底特精密紧固件63.0446%股权, 进一步将业务拓展至紧固件。上海底特精密紧固件2017年扣非后净利润2245万元, 收购对应2017年的PE为13.3倍。上海底特拥有的“施必牢”是机械行业内的著名品牌, 公司产品主要集中在重卡、大巴、柴油机、铁路四大行业。这四大行业中排名前十名的企业几乎都是公司的长期稳定客户, 包括一汽、东风、上汽等60多家国企或上市公司, 上海底特在汽车行业拥有16个一级供应商资质。公司将利用自身在风电领域积累的资源, 协助上海底特进入风电紧固件领域。紧固件亦是风机的一大重要核心部件, 单台风机所需全部紧固件的价值接近50万元。投资拓展安装运维业务延伸产业链, 收购紧固件拓展产品品类, 都将给公司带来新的增长点。同时, 随着公司海上风机零部件种类的拓展和安装运维服务的推出, 公司和下游客户的绑定关系将进一步加深, 产业链竞争优势将进一步强化。

图14: 运维船是海上风电运营必不可少的工具之一



资料来源: 海上风电网、新时代证券研究所

图15: 我国海上风电运维规模 2019 年预计达 4.9 亿元



数据来源: 前瞻产业研究院预计、新时代证券研究所

图16: 上海底特“施必牢”是机械行业内著名品牌



资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

### 3.4、光伏行业需求回暖，原材料价格压力下降

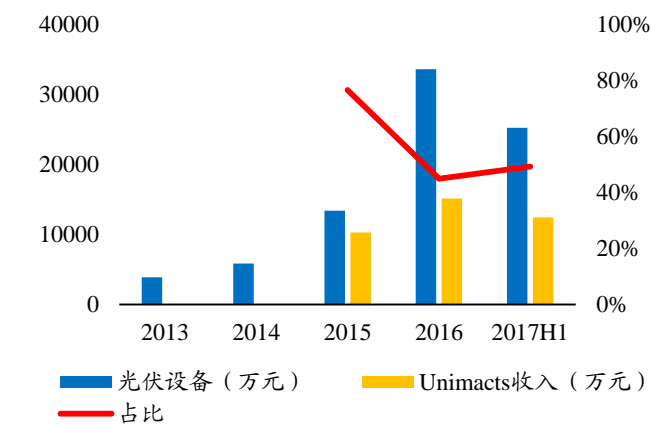
光伏行业需求回暖、贸易战缓和，光伏设备业务重回快速增长。2018年5月31日，发改委、财政部、国家能源局联合对外发布《关于2018年光伏发电有关事项的通知》，严控光伏发电建设规模同时将光伏上网电价进一步降低0.05元/千瓦时，且立即生效，没有过渡期。531新政也被称为“史上最严厉光伏新政”。受531政策影响，2018年光伏装机需求快速下滑。2019年2月18日，国家能源局新能源司召集相关企业举行座谈会，透露出“以补贴额定装机量”的创新机制。新的补贴政策逐步明朗，叠加2018年下半年产业链价格大幅下降后海外需求快速增长，2019年光伏行业需求开始回暖，单晶龙头隆基股份2019年首次上调了产品价格。公司光伏设备的国内客户主要为特变电工和阳光电源，同时还在积极开拓其他光伏客户。国际客户主要为Unimacts，2018年中美贸易战，公司产品属于500亿美元加征关税的商品清单之中，受此影响公司2018年来自Unimacts的销售收入增速下滑。贸



易战影响已现,同时 Unimacts 的最终用户美国 ATI 在美国本土以外也有众多业务,公司通过 Unimacts 销售往美国的金额占对 Unimacts 销售额的比例仅 30%左右。随着国内客户的开拓、新产品的拓展以及贸易战的缓和,公司光伏设备业务将重回快速增长。

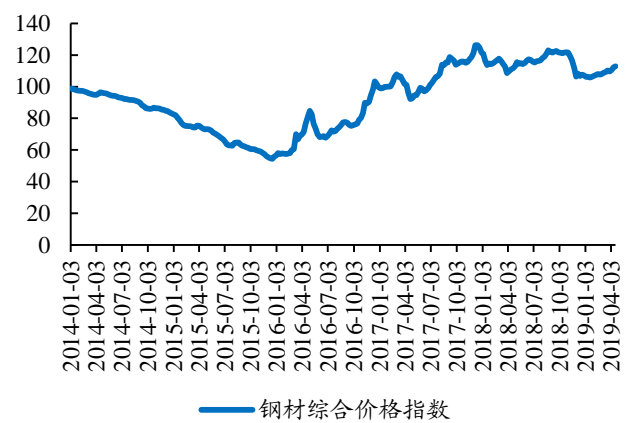
**原材料价格压力下降,钢价的波动将带来利润弹性。**公司主要原材料为钢材,2014-2017H1 来看,公司原材料采购中钢材的平均采购金额占比为 79.6%。公司 2017H1 的毛利率为 30.51%,而营业成本中直接材料占比为 44.36% (2017H1)。钢材成本占据了公司收入的比例为  $79.6% \times 44.36% \times (1 - 30.51%) = 24.54%$ ,而 2017H1 来看公司的净利率 14.19%。因此,钢价的波动将带来公司利润较大的弹性 ( $24.54%/14.19% = 1.73$ ),同时由于钢价的上涨 (2018 年同比增长 17.21%) 和新产能投产固定资产折旧增加 (同比增长 112.37%),公司 2018 年的毛利率和净利率进一步下滑到了 25.34% (下滑 4.4 个百分点) 和 6.15% (下滑 6.16 个百分点),钢价波动对公司利润的弹性将进一步提升 (钢价变动 1% 对净利润影响超过 4%)。供给侧改革放缓,钢铁价格相对高位已经有所回落,同时公司新签订单是根据目前钢价定价,我们预计为公司 2019 年盈利能力将出现回升。

**图17: 公司对 Unimacts 的销售占光伏设备销售收入的**  
**比例已下降至低于 50%**



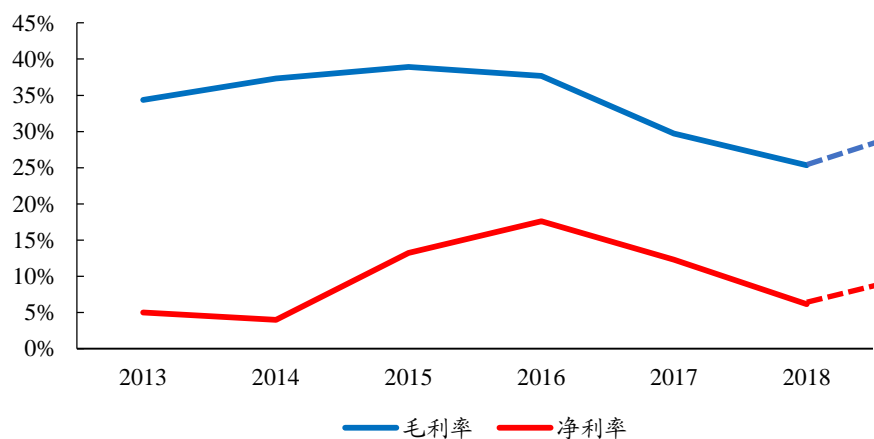
数据来源: 公司公告、新时代证券研究所

**图18: 供给侧改革放缓后,国内钢材价格有所回落**



数据来源: Wind、新时代证券研究所

**图19: 原材料价格压力下降,公司盈利能力将回升**



数据来源: Wind、新时代证券研究所

## 4、盈利与估值

海上风电优势独特，各国政府政策支持+技术快速进步背景下，全球海上风电已经进入市场化前夜。公司作为国内切入了全球龙头西门子和国内龙头上海电气的海上风电零部件龙头，将尽享行业快速发展的红利。我们认为公司将凭借技术和产品优势，随着新客户的不断开拓、新产品的拓展以及产业链的延伸，将迎来新一波的高速成长。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.03/2.92/4.02 亿元，对应 EPS 为 1.59/2.28/3.14 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 12.8/8.9/6.5 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

表5：核心假设表（百万元）

年份	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入合计	823	943	980	1882	2410	3011
同比	-	15%	4%	92%	28%	25%
风电设备	379	293	253	593	750	951
同比	-	-23%	-14%	134%	27%	27%
光伏设备	337	453	432	626	751	902
同比	-	35%	-5%	45%	20%	20%
尚和海工				53	158	236
同比				-	200%	50%
上海底特	115	172	202	227	253	276
同比	-	50%	17%	13%	11%	9%
其他	107	197	294	383	497	647
同比	-	84%	50%	30%	30%	30%
毛利率	38%	30%	25%	29%	31%	32%

数据来源：Wind、新时代证券研究所预计

**附表 1: 2018 年国内海上风电核准规模大幅创新高, 装机容量合计 42.1GW, 总投资超 8000 亿 (MW, 万元)**

省份	项目名称	开发单位	核准时间	项目位置	总装机容量	总投资
福建	漳浦六鳌海上风电场 D 区项目	漳浦海峡发电有限公司	2018/3/30	漳浦县六鳌半岛东南侧 外海海域	402	926000
福建	莆田石城海上风电场项目	福建省三川海上风电有限公司	2018/10/22	兴化湾东南部莆田市秀 屿区埭头半岛北部海域	200	369000
福建	长乐外海海上风电场 A 区项目	福州海峡发电有限公司	2018/12/29	长乐区海岸线以东 31-45 公里外海海域	300	705000
福建	莆田平海湾海上风电场三期项目	福建中闽海上风电有限公司	2018/12/29	莆田市秀屿区平海湾海 域	312	620000
福建	长乐外海海上风电场 C 区项目	福建省福能海峡发电有限公司	2018/12/31	长乐区海岸线以东 33-48 公里外海海域	498	1119000
广东	广东汕头南澳洋东 300MW 海上 风电项目	三峡新能源	2018/1/1	汕头市南澳县东部海域	300	607700
广东	广东揭阳神泉一海上风电场项目	国电电投	2018/8/22	揭阳市神泉镇附近海域	400	820600
广东	广东揭阳神泉二海上风电场项目	国电电投	2018/11/22	揭阳市惠来县神泉镇南 面海域	350	729141
广东	广东揭阳靖海海上风电场项目	国电电投	2018/8/22	揭阳市靖海镇附近海域	150	339200
广东	中广核揭阳惠来一海上风电场项 目	中广核新能源(揭阳)有限 公司	2018/12/11	揭阳市惠来县南侧海域	800	1689299
广东	国家电投揭阳惠来二海上风电场 项目	国家电投集团广东电力有限 公司	2018/12/11	揭阳市惠来县南侧海域	500	938774
广东	明阳揭阳惠来三海上风电场项目	揭阳明阳海上风电开放有限 公司	2018/12/11	揭阳市神泉镇南面海域	500	936275
广东	中广核揭阳惠来四海上风电项目	中广核新能源(揭阳)有限 公司	2018/12/11	揭阳市惠来县南侧海域	1000	2151707
广东	中广核揭阳惠来五海上风电项目	中广核新能源(揭阳)有限 公司	2018/12/11	揭阳市惠来县南侧海域	1000	2254169
广东	国家电投揭阳前詹一海上风电场 项目	国家电投集团广东电力有限 公司	2018/12/11	揭阳市惠来县南侧海域	1200	2192090
广东	明阳揭阳前詹三海上风电场项目	揭阳明阳海上风电开放有限 公司	2018/12/11	揭阳市神泉镇南面海域	500	918349
广东	广东粤电湛江外罗海上风电二期 项目	广东省粤电曲界风力发电有 限公司	2018/9/3	湛江市徐闻县锦和镇东 面海域	203.5	360000
广东	粤电珠海金湾海上风电项目	粤电旗下广东风电公司	2018/5/25	珠海市金湾区三灶镇南 侧海域	300	567000
广东	三峡新能源阳西沙扒二期 400MW 海上风电场项目	三峡新能源阳江发电有限公 司	2018/8/20	阳江市阳西县沙扒镇海 域	400	761840
广东	明阳阳江沙扒 300MW 科研示范 项目	阳江明阳海上风电开放有限 公司	2018/10/24	阳江市阳西县沙扒镇海 域	300	585805
广东	三峡广东阳江市阳西沙扒三期 400MW 海上风电场项目	三峡新能源阳江发电有限公 司	2018/11/14	阳江市阳西县沙扒镇海 域	400	773189
广东	中广核汕尾甲子一海上风电项目	中广核汕尾新能源有限公司	2018/11/19	汕尾市陆丰市湖东镇南 侧海域	500	1986028
广东	湛江徐闻海上风电场项目	国家电投集团徐闻风力发电 有限公司	2018/11/21	湛江市徐闻县锦和镇以 东海域	600	1047999

省份	项目名称	开发单位	核准时间	项目位置	总装机容量	总投资
广东	珠海桂山海上风电场示范项目二期工程	南方海上风电联合开发有限公司	2018/11/30	珠海市万山区三角岛南侧海域	78	140172
广东	中广核汕尾甲子二海上风电项目	中广核汕尾新能源有限公司	2018/11/30	汕尾市陆丰市湖东镇南侧海域	400	829650
广东	广东粤电湛江新寮海上风电项目	广东省粤电曲界风力发电有限公司	2018/12/5	湛江市徐闻县锦和镇新寮岛东北部海域	203.5	369888
广东	三峡广东阳江市阳西沙扒四期300MW海上风电场项目	三峡新能源阳江发电有限公司	2018/12/6	阳江市阳西县沙扒镇海域	300	566451.13
广东	三峡广东阳江市阳西沙扒五期300MW海上风电场项目	三峡新能源阳江发电有限公司	2018/12/6	阳江市阳西县沙扒镇海域	300	569811
广东	明阳阳江青洲四海上风电场项目	阳江明阳海上风电开放有限公司	2018/12/7	阳江市阳西县沙扒镇以南海域	500	900229
广东	华电阳江青洲三海上风电场项目	华电福新能源股份有限公司广东分公司	2018/12/7	阳江市阳西县沙扒镇以南海域	500	900055
广东	中广核阳江帆石一海上风电场项目	中广核新能源(阳江阳东)有限公司	2018/12/7	阳江市阳东区东平镇南鹏岛南侧海域	1000	1881936
广东	中广核阳江帆石二海上风电场项目	中广核新能源(阳江阳东)有限公司	2018/12/12	阳江市阳东区东平镇南鹏岛南侧海域	1000	1903543
广东	三峡阳江青洲七海上风电场项目	三峡新能源阳江发电有限公司	2018/12/12	阳江市阳西县沙扒镇以南海域	1000	1738194
广东	粤电阳江青洲一海上风电场项目	广东粤电阳江海上风电有限公司	2018/12/12	阳江市阳西县沙扒镇以南海域	400	851836
广东	粤电阳江青洲二海上风电场项目	广东粤电阳江海上风电有限公司	2018/12/17	阳江市阳西县沙扒镇以南海域	600	1310792
广东	三峡阳江青洲五海上风电场项目	三峡新能源阳江发电有限公司	2018/12/17	阳江市阳西县沙扒镇以南海域	1000	1830473
广东	三峡阳江青洲六海上风电场项目	三峡新能源阳江发电有限公司	2018/12/17	阳江市阳西县沙扒镇以南海域	1000	1963669.93
广东	中广核惠州港口一海上风电场项目	中广核新能源(惠州)有限公司		惠东县港口镇南部海域	400	817943
广东	中广核惠州港口二PA海上风电场项目	中广核新能源(惠州)有限公司	2018/12/18	惠东县港口镇南部海域	300	659270
广东	中广核惠州港口二PB海上风电场项目	中广核新能源(惠州)有限公司	2018/12/18	惠东县港口镇南部海域	300	667190
广东	大唐南澳勒门I海上风电项目	大唐汕头新能源有限公司	2018/7/2	汕头市东部勒门列岛附近	399	725080
广东	华能汕头勒门(二)海上风电项目	华能广东汕头海上风电有限责任公司	2018/7/2	汕头市东部勒门列岛附近	402	776565
广东	三峡广东汕头市海门海上风电(厂址一)项目	三峡汕头潮阳新能源发电有限公司		汕头市海门镇南面海域	700	1364139
广东	华能汕头海门风电(厂址二、三)项目	华能广东汕头海上风电有限责任公司		汕头市海门镇南面海域	550	1056849
广东	汕尾后潮500MW海上风电项目	陆丰宝丽华风能开发有限公司		汕尾市陆丰市湖东镇、甲子镇以南近海海域	500	1062952
广东	上海电气汕头中澎三海上风电	上海电气风电集团有限公司		汕头市南面海域	1000	1937738



省份	项目名称	开发单位	核准时间	项目位置	总装机容量	总投资
	项目					
广东	上海电气汕头中澎二海上风电场项目	上海电气风电集团有限公司		汕头市南面海域	1000	1917007
广东	上海电气汕头中澎一海上风电场项目	上海电气风电集团有限公司		汕头市南面海域	1000	1917007
广东	上海电气汕头南澎三海上风电场项目	上海电气风电集团有限公司		汕头市南面海域	1000	1939293
广东	上海电气汕头南澎二海上风电场项目	上海电气风电集团有限公司		汕头市南面海域	1000	1913690
广东	上海电气汕头南澎一海上风电场项目	上海电气风电集团有限公司		汕头市南面海域	1000	1913690
广东	上海电气汕头芹澎四海上风电场项目	上海电气风电集团有限公司		汕头市南面海域	500	940882
广东	上海电气汕头芹澎三海上风电场项目	上海电气风电集团有限公司		汕头市南面海域	1000	1902495
广东	上海电气汕头芹澎二海上风电场项目	上海电气风电集团有限公司		汕头市南面海域	1000	1902495
广东	上海电气汕头芹澎一海上风电场项目	上海电气风电集团有限公司		汕头市南面海域	1000	1901977
上海	上海临港海上风电一期示范项目	上海中能新能源投资有限公司	2018/5/8	上海市浦东新区南汇咀以东海域	112	177000
江苏	大唐滨海300MW海上风电EPCI项目	大唐国信滨海海上风力发电有限公司		滨海县废黄河口至扁担港口之间的近海海域	300	0
江苏	启东 H1#海上风电场项目	江苏华威风力发电有限公司	2018/12/28	启东近海海域	250	460000
江苏	启东 H2#海上风电场项目	江苏华威风力发电有限公司	2018/12/28	启东近海海域	250	460000
江苏	启东 H3#海上风电场项目	华尔锐科技	2018/12/28	启东近海海域	300	550000
江苏	如东 H2#	江苏新能海力	2018/12/28	如东近海海域	350	640000
江苏	如东 H3-2#	盛东	2018/12/28	如东县牛角沙海域	100	157800
江苏	如东 H4#	和风	2018/12/28	如东河豚沙东北侧海域	400	695200
江苏	如东 H5#	苏交控	2018/12/28	如东河豚沙东北侧海域	300	550800
江苏	如东 H6#	三峡新能源	2018/12/28	如东县黄沙洋海域	400	709900
江苏	如东 H7#	如东海翔	2018/12/28	如东县黄沙洋海域	400	766400
江苏	如东 H8#	中广核新能源	2018/12/28	如东县黄沙洋海域	300	572800
江苏	如东 H10#	三峡新能源	2018/12/28	如东县黄沙洋海域	400	716700
江苏	如东 H13#	如东智鑫海上风力发电有限公司	2018/12/28	如东近海海域	150	271500
江苏	如东 H14#	如东广恒新能源有限公司	2018/12/28	如东近海海域	200	352400
江苏	大丰 H4#	龙源电力	2018/12/28	大丰区太平沙北侧	300	556300
江苏	大丰 H5#	盐城市国能投资	2018/12/28	大丰近海海域	200	373200
江苏	大丰 H6#	龙源电力	2018/12/28	大丰港水域港界外	300	539400
江苏	大丰 H8-2#	三峡新能源	2018/12/28	大丰区毛竹沙北侧海域	300	543700
江苏	华能大丰扩建	华能	2018/12/28	大丰区毛竹沙海域	100	175800
江苏	射阳海上南区 H1#	华能	2018/12/28	新洋港口海域	300	546900
江苏	射阳海上南区 H2-1#	龙源电力	2018/12/28	吕泗渔场农渔业区风电兼容区	100	187000

省份	项目名称	开发单位	核准时间	项目位置	总装机容量	总投资
江苏	射阳海上南区 H3#	河北建投	2018/12/28	新洋港口海域	300	574600
江苏	射阳海上南区 H4#	射阳汇能风电	2018/12/28	射阳港水域	300	576500
江苏	射阳海上南区 H5#	中广核聚智新能源	2018/12/28	新洋港口海域	400	755500
江苏	滨海南 H3#	国家电投	2018/12/28	滨海县废黄河口海域	300	496100
江苏	竹根沙(H2#)300MW海上风电 场项目	东台双创新能源开发有限公 司		竹根沙及附件海域	300	520000
江苏	如东 H1-2#海上风电场项目	如东智鑫海上风力发电有限 公司		竹根沙东侧如东近海海 域	200	352200
江苏	国华竹根沙 H1#海上风电场 220 千伏送出工程等电网项目	国网江苏省电力有限公司		竹根沙海域	200	0
江苏	九思蒋家沙(H2#)300MW海上 风电场项目	国网江苏省电力有限公司		如东蒋家沙	300	70800
江苏	中电投大丰 H3#300MW海上风 电项目	上海电力大丰海上风电有限 公司		大丰市亮月沙北侧的海 北侧的海域	302.4	136800
江苏	射阳海上南区 H2#30万千瓦风电 项目	射阳龙源风力发电有限公司		射阳县新洋港口至斗龙 港口之间的海域	300	541970
浙江	浙能嵊泗 2#	浙能集团	2018/12/24		400	722000
浙江	中广核嵊泗 5#	中广核	2018年12月		132	250000
浙江	中广核嵊泗 6#	中广核	2018年12月		150	250000
浙江	国电象山 1#	国电电力	2018年12月		252	280000
<b>合计</b>					<b>42096.4</b>	<b>80000397</b>

资料来源：北极星电力网、各政府网站、新时代证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1381	1824	2315	3079	3833	<b>营业收入</b>	<b>943</b>	<b>980</b>	<b>1882</b>	<b>2410</b>	<b>3011</b>
现金	201	679	801	1129	1483	营业成本	662	732	1336	1655	2041
应收账款	244	392	538	714	932	营业税金及附加	6	6	13	15	19
其他应收款	20	0	68	7	75	营业费用	67	77	134	169	208
预付账款	33	90	54	145	128	管理费用	55	37	95	118	138
存货	<b>232</b>	<b>398</b>	<b>441</b>	<b>659</b>	<b>779</b>	财务费用	24	34	63	106	128
其他流动资产	652	264	413	426	436	资产减值损失	6	12	12	20	27
<b>非流动资产</b>	548	1166	1446	1667	1929	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2	15	6	8	9
固定资产	361	615	1012	1196	1394	<b>营业利润</b>	134	70	235	335	460
无形资产	44	69	78	89	100	营业外收入	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
其他非流动资产	<b>142</b>	<b>482</b>	<b>356</b>	<b>383</b>	<b>435</b>	营业外支出	1	2	1	1	2
<b>资产总计</b>	<b>1929</b>	<b>2990</b>	<b>3761</b>	<b>4746</b>	<b>5762</b>	<b>利润总额</b>	135	68	235	335	460
<b>流动负债</b>	495	1402	2036	2740	3367	所得税	<b>19</b>	<b>8</b>	<b>32</b>	<b>45</b>	<b>60</b>
短期借款	263	744	1627	2101	2614	<b>净利润</b>	116	60	203	291	400
应付账款	102	219	189	353	357	少数股东损益	<b>0</b>	<b>-0</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>
其他流动负债	<b>130</b>	<b>439</b>	<b>219</b>	<b>286</b>	<b>395</b>	<b>归属母公司净利润</b>	116	61	203	292	402
<b>非流动负债</b>	60	97	51	59	73	EBITDA	<b>180</b>	<b>143</b>	<b>353</b>	<b>517</b>	<b>685</b>
长期借款	50	10	13	14	16	EPS(元)	0.91	0.47	1.59	2.28	3.14
其他非流动负债	<b>10</b>	<b>87</b>	<b>39</b>	<b>46</b>	<b>57</b>						
<b>负债合计</b>	<b>555</b>	<b>1499</b>	<b>2087</b>	<b>2799</b>	<b>3440</b>	主要财务比率					
少数股东权益	0	88	87	86	85	<b>成长能力</b>					
股本	126	128	128	128	128	营业收入(%)	14.6	4.0	92.0	28.1	25.0
资本公积	935	986	986	986	986	营业利润(%)	(20.6)	-47.8	235.3	42.9	37.3
留存收益	313	339	500	710	1004	归属于母公司净利润(%)	(19.8)	-47.6	234.5	43.6	37.8
归属母公司股东权益	1374	1403	1587	1860	2238	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1929</b>	<b>2990</b>	<b>3761</b>	<b>4746</b>	<b>5762</b>	毛利率(%)	29.7	25.3	29.0	31.3	32.2
						净利率(%)	12.3	6.2	10.8	12.1	13.4
						ROE(%)	8.4	4.0	12.1	14.9	17.2
						ROIC(%)	7.3	3.7	7.5	9.0	10.0
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	28.8	50.1	55.5	59.0	59.7
						净负债比率(%)	10.8	6.5	50.3	50.9	49.6
						流动比率	2.8	1.3	1.1	1.1	1.1
						速动比率	2.3	1.0	0.9	0.9	0.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.4	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	4.4	3.1	4.0	3.9	3.7
						应付账款周转率	7.2	4.6	6.6	6.1	5.7
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.91	0.47	1.59	2.28	3.14
						每股经营现金流(最新摊薄)	-3.66	4.70	-2.11	2.18	2.75
						每股净资产(最新摊薄)	10.73	10.95	12.39	14.52	17.47
						<b>估值比率</b>					
						P/E	22.36	42.72	12.77	8.89	6.45
						P/B	1.89	1.85	1.64	1.39	1.16
						EV/EBITDA	15.29	20.0	10.1	7.2	5.7

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	83	98	-270	280	352
净利润	116	60	203	291	400
折旧摊销	32	50	68	97	121
财务费用	24	34	63	106	128
投资损失	-2	-15	-6	-8	-9
营运资金变动	-80	-52	-601	-206	-288
其他经营现金流	-7	21	3	-0	-1
<b>投资活动现金流</b>	-789	44	-348	-310	-372
资本支出	<b>213</b>	<b>370</b>	<b>427</b>	<b>196</b>	<b>229</b>
长期投资	-590	396	0	0	0
其他投资现金流	-1166	810	79	-114	-143
<b>筹资活动现金流</b>	845	274	-493	-44	-70
短期借款	<b>85</b>	<b>481</b>	<b>-349</b>	<b>72</b>	<b>68</b>
长期借款	50	-40	3	1	2
普通股增加	31	2	0	0	0
资本公积增加	703	50	0	0	0
其他筹资现金流	<b>-25</b>	<b>-220</b>	<b>-146</b>	<b>-117</b>	<b>-140</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>135</b>	<b>422</b>	<b>-1110</b>	<b>-74</b>	<b>-91</b>

## 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

**孙金钜**，新时代证券研究所所长，兼首席中小盘研究员。上海财经大学数量经济学硕士，曾任职于国泰君安证券研究所。专注于新兴产业的投资机会挖掘以及研究策划工作。2016年、2017年连续两年带领团队获新财富最佳分析师中小市值研究第一名，自2011年新财富设立中小市值研究方向评选以来连续七年（2011-2017）上榜。同时连续多年获水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究评选第一名。

**任浪**，新时代证券研究所中小盘研究员，定增并购研究中心总监。2016年、2017年新财富最佳分析师中小市值研究第一名团队成员，2015年新财富最佳分析师中小市值研究第二名团队成员。连续多年水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究第一名团队成员。

## 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同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

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，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%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 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：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：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>