



分析师：孙克遥
Tel: 021-53686135
E-mail: sunkeyao@shzq.com
SAC 证书编号：S0870520010001

基本数据（截至 2020 年 04 月 29 日）

报告日股价（元）	5.87
12mth A 股价格区间（元）	4.76-7.86
总股本（百万股）	1779.02
无限售 A 股/总股本	99.44%
流通市值（百万元）	10384.07
每股净资产（元）	3.34

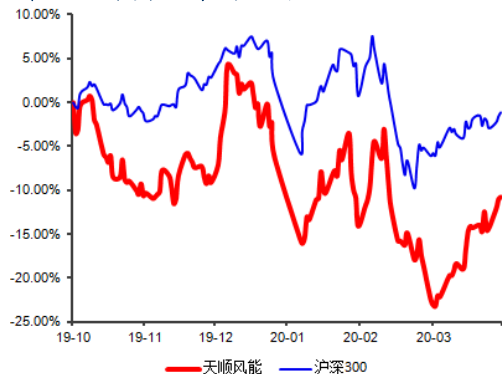
主要股东（2020Q1）

上海天神投资管理	29.81%
Real Fun Holdings	20.98%

收入结构（2019A）

风塔	74.98%
叶片	12.41%
发电	10.19%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：
首次报告日期：
相关报告：

业绩稳步增长，产能扩张备战抢装

——2019 年年报点评&2020 年一季报简评

■ 公司动态事项

公司发布2019年年报和2020年一季报。2019年，公司实现营业收入60.58亿元，同比增58.02%；归母净利润7.47亿元，同比增58.95%，扣非后净利润7.07亿元，同比增61.45%。另外，公司拟每10股派发现金1元（含税）。

2020年一季度，公司营业总收入8.64亿元，同比增2.68%；归母净利润1.33亿元，同比增52.85%，扣非后净利润0.98亿元，同比增16.26%。

■ 事项点评

风塔产销稳步增长，山东新产能顺利投产

公司主营产品风力发电塔架处于全球领航地位，主要客户为Vestas、GE、SGRE、金风科技、远景等全球领先风电整机厂商以及国内各大电力集团。2019年风电行业景气度回升，全年新增装机25.74GW，同比增25%。受益于行业回暖，公司风塔产品产销两旺。2019年，公司风塔产品销量50.66万吨，同比增33.3%，业务收入45.42亿元，同比增48.61%，业务毛利率19.17%，同比下滑2.43个百分点。公司2019年4月设立菏泽天顺，设计塔架年产能10万吨，已于2019年12月完工投产，公司塔筒产能增至70万吨。公司山东鄄城新基地的投产，有利于提高公司在本轮“抢装潮”内的产品供应能力。

风电叶片量利齐升，风电场新增并网 215MW

2019年，公司风电叶片销量达721片，同比增长171.1%。业务收入7.52亿元，同比增199.96%，公司叶片单片售价达104.27万元，同比提升10.66%。业务毛利率高达31.43%，同比增10.45个百分点，主要系行业需求回暖，叠加叶片大型化的长期趋势，国内大型风电叶片的供应出现了一定程度的紧缺，同时公司新建常熟叶片长产能利用率持续上升，摊薄了制造费用。公司在濮阳投资建设风电叶片项目，预计年产能约600套，有助于公司扩大在国内叶片市场的份额，巩固风电设备板块的多元化产品布局。

公司在风电场开发领域取得较大进展。2019年，公司完成并网风电场规模215MW，截至年底，公司累计并网风电场680MW，同比上升46%，在建风电场项目规模为179.4MW。公司发电业务收入6.17亿元，同比增71.61%，业务毛利率68.34%，同比提升4.19个百分点。

2020Q1 业绩高增，预收款项大幅增长

2020年Q1公司营收8.64亿，同增2.68%，归母净利润1.33亿，同

增52.85%，扣非后净利润0.98亿元，同增16.26%。公司Q1毛利率31.49%，同比提升5.9个百分点，环比提升7.4个百分点，主要系公司风电发电业务一季度受疫情影响小，业务收入占比提升。另外，Q1公司实现投资收益0.46亿元，同比增633%，主要系报告期内公司减持科技创新源公司股份。截至一季度末，公司存货15.64亿元，较年初增74%，主要系为二季度销售旺季备货。公司在手订单充裕，一季度末公司预收款项6.73亿元，较年初增45%，未交付风塔预收款增加。公司启东风电叶片工厂已于今年3月正式投入生产，将保障在抢装潮下公司的产能供应。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2019、2020和2021年营业收入分别为76.59亿元、85.70亿元和94.31亿元，增速分别为26.41%、11.90%和10.04%；归属于母公司股东净利润分别为11.27亿元、12.67亿元和14.09亿元，增速分别为50.97%、12.42%和11.21%；全面摊薄每股EPS分别为0.63元、0.71元和0.79元，对应PE为9.27倍、8.24倍和7.41倍。未来六个月，维持公司“增持”评级。

■ 风险提示

风电需求复苏不达预期，上游钢材等原材料价格波动超预期，新增产能释放不及预期等，海外贸易不确定性。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6058.45	7658.65	8569.91	9430.69
增长率(%)	58.02%	26.41%	11.90%	10.04%
归属母公司股东净利润	746.50	1126.98	1266.91	1408.88
增长率(%)	58.95%	50.97%	12.42%	11.21%
每股收益(元)	0.42	0.63	0.71	0.79
市盈率(X)	13.98	9.27	8.24	7.41

数据来源：Wind 上海证券研究所 (2020年04月29日收盘价)

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1263	1915	2142	2358
应收和预付款项	2818	3917	3209	4632
存货	898	1435	1171	1696
其他流动资产	741	741	741	741
长期股权投资	426	502	560	615
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	5504	5663	5775	5834
无形资产和开发支出	1397	301	301	301
其他非流动资产	87	764	710	710
资产总计	13066	15236	14610	16886
短期借款	1740	2094	2448	2519
应付和预收款项	2448	4035	2746	4333
长期借款	1817	1386	600	0
其他负债	1004	1004	1004	1004
负债合计	7118	8519	6798	7857
股本	1779	1779	1779	1779
资本公积	1625	1625	1625	1625
留存收益	2406	3353	4417	5601
归属母公司股东权益	5810	6757	7821	9005
少数股东权益	138	165	196	229
股东权益合计	5810	6922	8017	9234
负债和股东权益合计	13066	15236	14610	16886

现金流量表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	849	1192	1078	1119
投资活动产生现金流量	-916	-94	-65	-31
融资活动产生现金流量	-424	-431	-786	-873
现金流量净额	-492	666	228	215

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6058	7659	8570	9431
营业成本	4395	5573	6225	6849
营业税金及附加	20	26	29	32
营业费用	281	377	420	458
管理费用	153	268	296	321
财务费用	184	235	222	205
资产减值损失	-96	-87	-78	-65
投资收益	68	76	58	55
其他收益	4	0	0	0
营业利润	873	1343	1514	1686
营业外收支净额	5	1	1	1
利润总额	878	1344	1516	1687
所得税	114	190	218	245
净利润	764	1154	1297	1443
少数股东损益	18	27	30	34
归属母公司股东净利润	747	1127	1267	1409

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	26.34%	27.24%	27.36%	27.38%
EBIT/销售收入	17.82%	19.81%	19.45%	19.16%
销售净利率	12.81%	15.07%	15.14%	15.30%
ROE	12.85%	16.68%	16.20%	15.65%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.19	1.19	1.25	1.26
速动比率	1.01	0.87	0.92	0.94
总资产周转率	0.47	0.50	0.59	0.56
应收账款周转率	2.89	2.46	3.29	2.56
存货周转率	4.78	3.88	5.31	4.04

数据来源：Wind 上海证券研究所

分析师声明

孙克遥

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。