

投资评级 优于大市 维持

风塔龙头，量利齐增

股票数据

10月11日收盘价(元)	7.11
52周股价波动(元)	3.22-7.86
总股本/流通A股(百万股)	1779/1769
总市值/流通市值(百万元)	12649/12578

相关研究

《毛利率环比复苏，Q4业绩有望触底回升》
2018.10.23

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.6	30.5	23.7
相对涨幅(%)	-4.1	22.8	20.3

资料来源:海通证券研究所

分析师:张一弛

Tel:(021)23219402

Email:zyc9637@htsec.com

证书:S0850516060003

分析师:徐柏乔

Tel:(021)23219171

Email:xbq6583@htsec.com

证书:S0850513090008

分析师:曾彪

Tel:(021)23154148

Email:zb10242@htsec.com

证书:S0850517080006

分析师:陈佳彬

Tel:(021)23154513

Email:cjb11782@htsec.com

证书:S0850519090004

投资要点:

- 受益于风电平价抢装，行业招标量走高。**在发改委《关于完善风电上网电价政策的通知》的补贴退坡政策影响下，风电行业进入抢装期。行业从18年Q4开始招标装机逐步走高，18年招标装机达到33.5GW，相较17年的27.2GW装机提高6.3GW。19年H1装机达到32.3GW，几乎达到18年全年水平，其中19Q2装机达到17.4GW，环比19年Q1提升16.8%，同比18年Q2提升87.1%，创下新高。
- 公司核心业务为风塔销售，风塔销售单价呈上升趋势。**2018年风塔板块收入为30.6亿元，同比增长11.6%，销量为38万吨，与17年持平，而19H1达到20.4万吨，相较18H1的16.7万吨明显提升；17年风塔单价对应7180.7元/吨，18H1、18H2、19H1分别为7849.5元/吨、8193.7元/吨、9200.2元/吨，上升趋势明显。我们认为单价上升可能源于行业需求较旺以及风机功率加大对风塔的要求提升。
- 毛利率与海外收入占比、钢价波动有较强相关性。**我们对比了大金重工、天顺风能、泰胜风能三家风塔销售商，风塔毛利率来看，天顺风能和泰胜风能比较接近，显著高于大金重工。测算风塔销售价格，18年天顺和泰胜的风塔销售价格为8043.1元/吨和7676.6元/吨，高于大金重工的7115.2元/吨。三家公司海外风塔业务毛利率均大幅高于国内风塔业务，而天顺和泰胜海外收入占比18年分别达到38.4%和43.6%，高于大金重工的24.3%，拉高了两家公司风塔毛利率。**钢价波动影响**，拆分天顺风能营业成本，以18年为例，风塔原材料成本为21.0亿元，占到风塔营业成本比重87.7%。为了了解公司毛利率与钢材价格趋势的关系，我们利用了Pearson相关系数指标，回测了公司毛利率与钢材价格(中厚板20)的相关性，并做了时滞敏感性分析，公司毛利率与钢价整体呈现负相关，毛利率略滞后于钢价1-3个季度相关性最强，滞后2个季度的相关系数达到-0.68。
- 公司电站运营业务提供稳健利润：**截至19H1，公司并网实现收入装机容量约530MW，在手已核准项目199MW。19年8月，继菏泽鄄城150MW项目投运后，公司并网装机达到680MW。19年上半年公司实现发电收入人民币2.8亿元，净利润1.3亿元。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司2019-2021年归属母公司净利润为8.00、10.07、11.30亿元，对应EPS分别为0.45元、0.57元、0.63元。参考可比公司估值，给予公司2019年PE 20-25X，对应合理价值区间9.00-11.25元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**风电装机低于预期；竞争加剧，毛利率下滑；政策变动风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3238	3834	5541	6596	7297
(+/-)YoY(%)	40.3%	18.4%	44.5%	19.0%	10.6%
净利润(百万元)	470	470	800	1007	1130
(+/-)YoY(%)	15.5%	0.0%	70.4%	25.9%	12.2%
全面摊薄EPS(元)	0.26	0.26	0.45	0.57	0.63
毛利率(%)	28.9%	28.6%	29.3%	29.1%	28.9%
净资产收益率(%)	9.7%	9.0%	13.6%	14.8%	14.4%

资料来源:公司年报(2017-2018),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目 录

1. 2020 年陆上、海上风电双双进入抢装期.....	5
1.1 2018 年陆上风电需求相对稳定.....	5
1.2 政策刺激陆上风电 2020 年底前装机热情.....	5
1.3 国内海上风电增速较快.....	6
1.4 政策刺激下, 2021 年前海上风电抢装热情有保障.....	7
1.5 风电行业招标订单创下新高.....	7
2. 天顺风能: 全球领先的风塔制造商.....	8
3. 风塔单价整体提升, 毛利率受钢价波动和海外业务占比影响.....	9
3.1 销售单价整体提升, 毛利率与净利率存在波动.....	9
3.2 天顺风能毛利率相较竞争对手更高.....	9
3.3 风塔盈利能力受钢价影响较大.....	10
4. 电站运营业务提供稳健利润.....	12
5. 盈利预测与估值.....	13
5.1 业务预测假设条件.....	13
5.2 盈利预测与估值.....	14
6. 风险提示.....	14
财务报表分析和预测.....	15

图目录

图 1	全球风电新增装机容量（GW）	5
图 2	中国风电新增装机容量（GW）	5
图 3	全球海上风电累计装机容量（GW）	6
图 4	中国海上风电新增/累计装机容量（GW）	7
图 5	风电季度公开招标容量	7
图 6	公司分行业收入拆分（亿元）	8
图 7	公司分业务毛利率（%）	8
图 8	公司营业收入和利润情况	8
图 9	公司费用情况	8
图 10	天顺季度毛利率与钢材价格指数（同时）	11
图 11	天顺季度毛利率与钢材价格指数（毛利率滞后 1 个季度）	11
图 12	全国风电利用小时数（小时）	12
图 13	全国风电弃风率	12

表目录

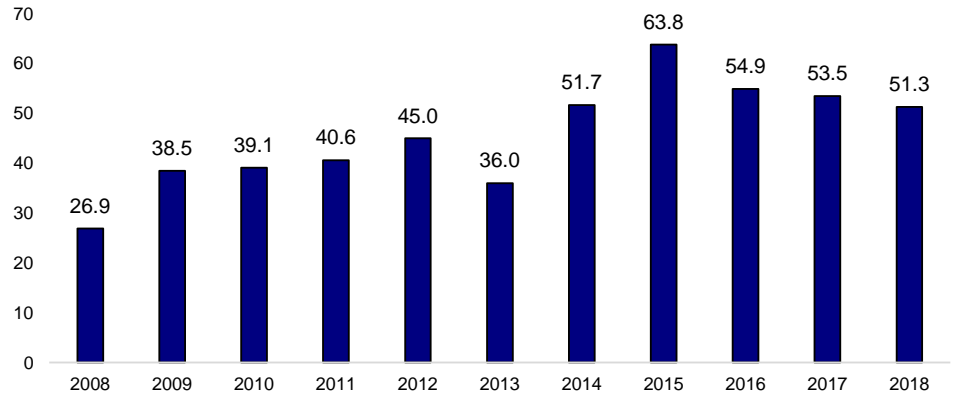
表 1	陆上风电上网电价（元/kwh）	6
表 2	天顺风能风塔板块风塔收入、销量、盈利情况	9
表 3	天顺风能与大金重工、泰胜风能风塔业务数据对比	10
表 4	天顺风能风塔板块营业成本拆分	10
表 5	风塔毛利率与钢价（中厚板 20）相关系数	11
表 6	天顺风能发电业务数据	12
表 7	天顺风能风电并网项目（截至 19H1 报表披露日）	12
表 8	公司分项收入预测（百万元）	13
表 9	公司盈利预测（百万元）	14
表 10	同业估值水平	14

1. 2020 年陆上、海上风电双双进入抢装期

1.1 2018 年陆上风电需求相对稳定

根据 ERR 能研微讯援引全球风能理事会 (GWEC) 发布的《全球风能报告 2018》数据, 2018 年全球风电市场保持稳定, 新增装机容量为 51.3GW, 与 2017 年的 53.5GW 略有下滑; 累计装机容量目前已达到 591GW。

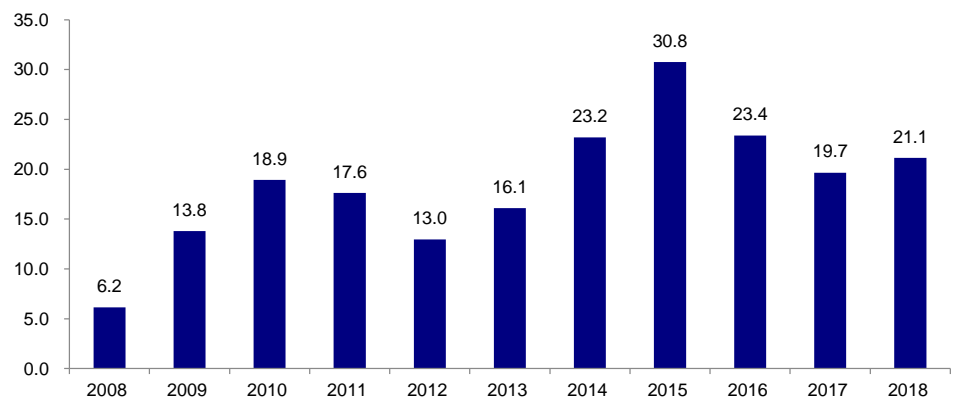
图1 全球风电新增装机容量 (GW)



资料来源: ofweek 援引全球风能理事会《全球风能报告 2018》, 海通证券研究所

根据风电头条援引中国风能行业协会《2018 年中国风电吊装容量统计简报》, 2018 年中国新增装机容量 21.1GW, 同比增长 7.5%, 累计装机容量 2.1 亿千瓦, 同比增长 11.2%。根据金风科技 2019 中期业绩演示材料, 19H1 新增装机为 9.1GW, 同比增长 14.5%。

图2 中国风电新增装机容量 (GW)



资料来源: 根据风电头条援引中国风能行业协会《2018 年中国风电吊装容量统计简报》, 海通证券研究所

分区域来看, 18 年中国风电中南部 (河南、广西、广东) 装机增长最快, 新增装机占比达到 28.3%, 同比增长为 33.2%, 东北、华北、华东地区装机增速分别为 29.9%、8.2% 和 9.3%。西北和西南地区装机分别下降 11.5% 和 33.8%。

1.2 政策刺激陆上风电 2020 年底前装机热情

根据发改委《关于完善风电上网电价政策的通知》对风电上网电价相关规定: “2018 年底之前核准的陆上风电项目, 2020 年底前仍未完成并网的, 国家不再补贴; 2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准的陆上风电项目, 2021 年底前仍未完成并网的, 国家不再补贴。自 2021 年 1 月 1 日开始, 新核准的陆上风电项目全面实现平价上网, 国家不再

补贴”。

基于以上政策，我们判断，2021 年开始陆上风电将迎来平价上网，高补贴项目会抢在今年并网，2020 年前装机需求确定。

表 1 陆上风电上网电价 (元/kwh)

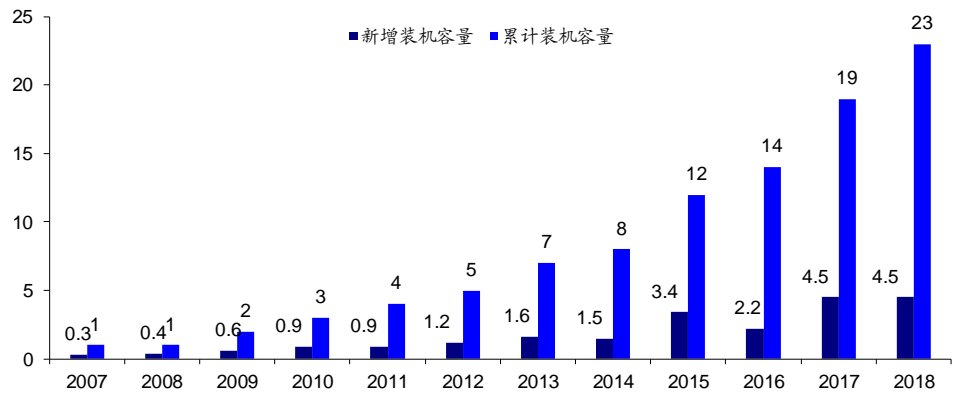
	2009-2014	2015	2016-17	2018	2019	2020
I 类	0.51	0.49	0.47	0.40	0.34	0.29
II 类	0.54	0.52	0.50	0.45	0.39	0.34
III 类	0.58	0.56	0.54	0.49	0.43	0.38
IV 类	0.61	0.61	0.60	0.57	0.52	0.47

资料来源：国家发改委，海通证券研究所

1.3 国内海上风电增速较快

根据 ERR 能研微讯援引全球风能理事会 (GWEC) 发布的《全球风能报告 2018》数据，2018 年全球海上风电市场保持稳定，新增装机容量为 4.5GW，与 2017 年的市场规模相同；累计装机容量目前已达到 23GW，占风电累计装机总量 (591GW) 的 4%。

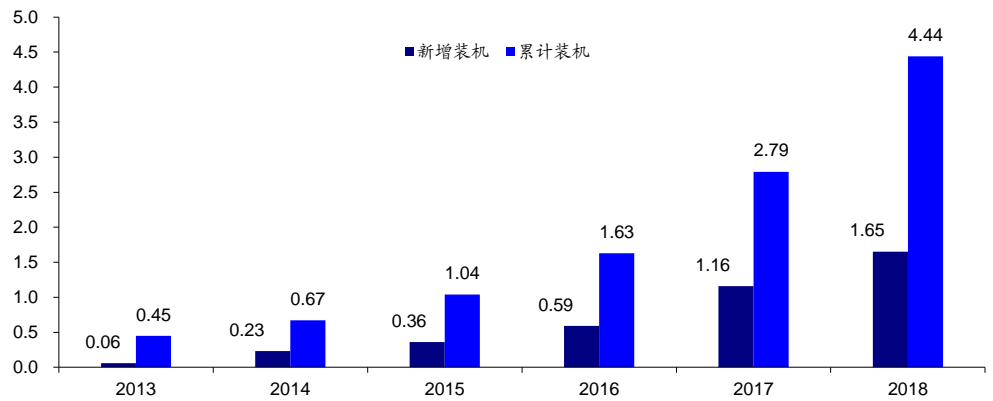
图3 全球海上风电新增/累计装机容量 (GW)



资料来源：ofweek 援引全球风能理事会《全球风能报告 2018》，海通证券研究所

根据风电头条援引中国风能行业协会《2018 年中国风电吊装容量统计简报》，2018 年中国海上风电发展提速，新增装机 436 台，新增装机容量 1.65GW，同比增长 42.7%；累计装机达 4.44GW。

18 年中国海上风电新增装机在全球海上风电中占比 37%左右，累计装机量全球占比 19%左右，可见中国海上风电在全球市场的重要性有所提升。

图4 中国海上风电新增/累计装机容量 (GW)


资料来源：根据风电头条援引中国风能行业协会《2018年中国风电吊装容量统计简报》，海通证券研究所

分省份来看，2018年中国海上风电新增装机主要分布在江苏、浙江、福建、河北、上海、辽宁和广东7省市，江苏新增海上风电装机容量达958MW，占全国新增装机容量的57.9%；截止2018年底，江苏省海上风电累计装机容量突破3GW，占全国海上风电累计装机容量的70.4%。

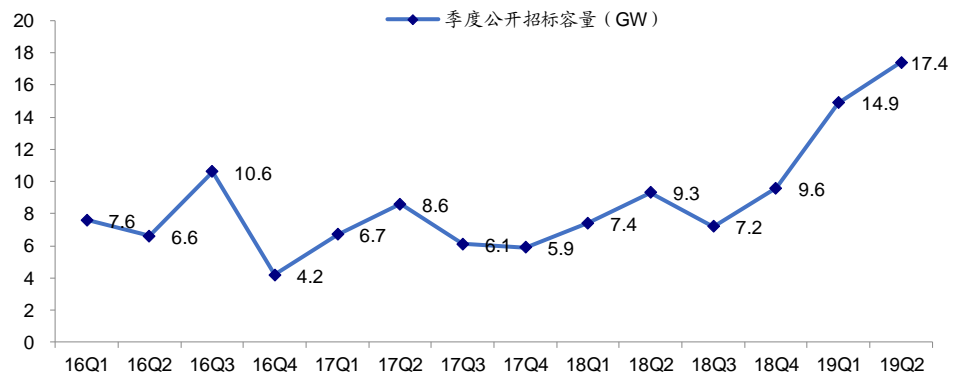
1.4 政策刺激下，2021年前海上风电抢装热情有保障

根据发改委《关于完善风电上网电价政策的通知》对于海上风电上网电价相关规定：“2019年符合规划、纳入财政补贴年度规模管理的新核准近海风电指导价调整为每千瓦时0.8元，2020年调整为每千瓦时0.75元。新核准近海风电项目通过竞争方式确定的上网电价，不得高于上述指导价”，“对2018年底前已核准的海上风电项目，如在2021年底前全部机组完成并网的，执行核准时的上网电价；2022年及以后全部机组完成并网的，执行并网年份的指导价”。

基于以上政策，2022年之后，海上风电的上网电价将执行并网年份的指导价格，因此我们认为，存量电站若想依然维持核准时的高上网电价，必须在2021年底之前完成并网，海上风电未来3年的装机热情有所保障。

1.5 风电行业招标订单创下新高

行业从18年Q4开始招标装机逐步走高，18年招标装机达到33.5GW，相较17年27.2GW装机提高6.3GW。19年H1装机达到32.3GW，几乎与18年全年接近，其中19Q2装机达到17.4GW，环比19年Q1提升16.8%，同比18年Q2提升87.1%，创下新高。

图5 风电季度公开招标容量


资料来源：金风科技2019年半年报业绩说明材料，海通证券研究所

2. 天顺风能：全球领先的风塔制造商

天顺风能成立于 2005 年，总部位于江苏苏州。公司主业主要包括三个方面：一是风力发电塔架，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；二是风电场开发运营；三是叶片制造。

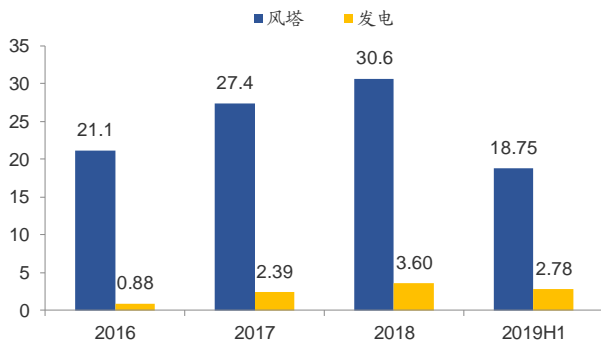
公司 2018 年营业收入为 38.3 亿元，同比增长 18.4%，归属母公司净利润为人民币 4.7 亿元，同比持平。19 年 H1 实现营业收入 24.8 亿元，同比增长 53.3%，归母净利润 3.3 亿元，同比增长 38.4%。

收入结构上，2018 年风塔板块收入为 30.6 亿元，同比增长 11.6%，发电板块收入为 3.6 亿元，同比增长 50.6%。19H1，风塔板块收入为 18.75 亿元，同比增长 42.7%，发电板块收入 2.78 亿元，同比增长 79.4%。

毛利率趋势看，自 17 年相较 16 年下滑 6.66 个百分点之后，18-19H1 毛利率波动不大。18 年综合毛利率为 26.1%，比 17 年下滑 1.33 个百分点，19H1 毛利率为 27.9%，与 18H1 持平。如果分拆看，公司发电板块毛利率趋势上行，18 年为 64.1%，同比上升 2.51 个百分点，19H1 达到 71.6%，风塔毛利率趋势略向下，18 年为 21.6%，同比下降 3.7 个百分点，19H1 为 20.5%，同比下降 0.2 个百分点。

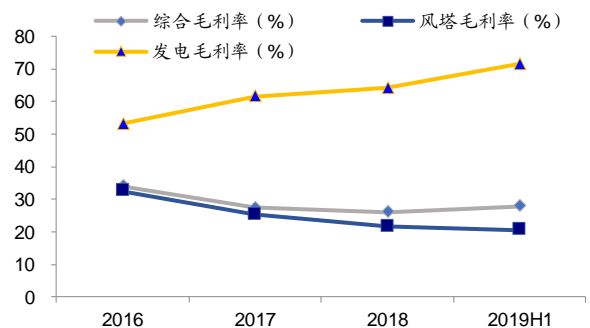
公司期间费用率持续下降，从 16 年的 14.6% 下降到 18 年的 13.3%，再下降到 19H1 的 12.3%，其中管理&研发费用率整体处于下降通道，显示了公司对费用控制能力的增加。

图6 公司分行业收入拆分 (亿元)



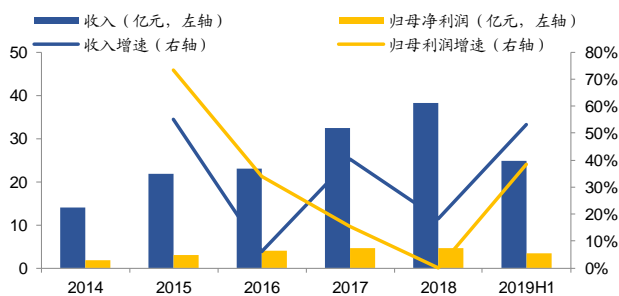
资料来源：wind，海通证券研究所
注：19H1 风力发电机组类营业收入为高端能源设备制造业务

图7 公司分业务毛利率 (%)



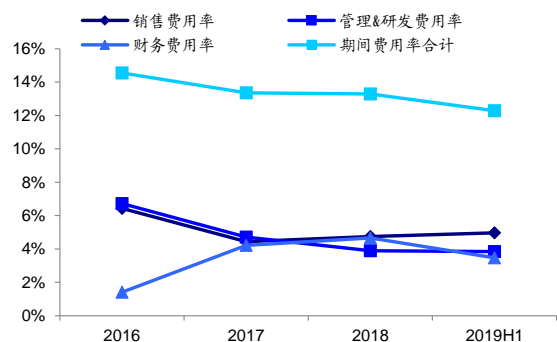
资料来源：wind，海通证券研究所

图8 公司营业收入和利润情况



资料来源：wind，海通证券研究所

图9 公司费用情况



资料来源：wind，海通证券研究所

3. 风塔单价整体提升，毛利率受钢价波动和海外业务占比影响

3.1 销售单价整体提升，毛利率与净利率存在波动

公司核心业务为风塔销售，风塔销量 18 年为 38 万吨，与 17 年持平，而 19H1 达到 20.4 万吨，相较 18H1 的 16.7 万吨明显提升。风塔原有产能主要布局在太仓、包头、珠海，预计 19 年底将在山东鄞城投产 10 万吨。

风塔销售单价呈上升趋势：将公司财报公告的分行业收入中风塔的销售收入与风塔销量数据相除，可以得到单吨收入。17 年风塔单价对应 7180.7 元/吨，18H1、18H2、19H1 分别为 7849.5 元/吨、8193.7 元/吨、9200.2 元/吨，上升趋势明显，我们认为这可能源于行业需求较旺以及风机功率加大对风塔的要求提高。

风塔板块的毛利率有一定的波动性：18H1、18H2、19H1 分别为 20.7%、22.3%、20.5%。为了更好的了解净利润率水平，我们用风塔销售的核心平台天顺苏州设备的财务数据测算风塔净利率水平，该公司 18H1、18H2、19H1 的净利率水平分别为 11.5%、7.6%、9.3%。

表 2 天顺风能风塔板块风塔收入、销量、盈利情况

		2017	2018	2018H1	2018H2	2019H1
收入(分行业)	亿元	27.4	30.6	13.1	17.4	18.8
销量	万吨	38.1	38.0	16.7	21.3	20.4
价格(分行业收入)	元/吨	7180.7	8043.1	7849.5	8193.7	9200.2
风塔毛利率		25.3%	21.6%	20.7%	22.3%	20.5%
收入(天顺苏州设备子公司)	亿元	23.7	30.7	15.3	15.4	19.1
净利润(天顺苏州设备子公司)	亿元	2.4	3.1	1.5	1.5	1.9
单吨净利润(天顺苏州设备子公司)	元/吨	620.4	808.5	915.4	724.7	939.0
风塔净利率		9.6%	9.2%	11.5%	7.6%	9.3%

资料来源：天顺风能 2017-2018 年报，2018 半年报，2019 半年报，wind，海通证券研究所

3.2 天顺风能毛利率相较竞争对手更高

大金重工、天顺风能、泰胜风能都是 A 股以风塔业务为主业的公司，我们做了几家公司风塔业务的对比。

风塔毛利率天顺风能和泰胜风能比较接近，高于大金重工。18 年天顺和泰胜风塔板块的毛利率分别为 21.6% 和 20.6%，高于大金重工的 19.6%，19H1 天顺和泰胜风塔毛利率为 20.5% 和 20.8%，高于大金重工的 19.4%。

销售量天顺较大金重工和泰胜更大。18 年天顺风塔销售量为 38.0 万吨，高于大金重工的 13.5 万吨和泰胜的 14.5 万吨。

测算风塔销售价格，天顺和泰胜的价格要高于大金重工。18 年天顺和泰胜的风塔销售价格为 8043.1 元/吨和 7676.6 元/吨，高于大金重工的 7115.2 元/吨。

我们认为天顺和泰胜的风塔销售价格和毛利率相对较高与海外收入的占比较高有关。海外风塔业务毛利率高于国内风塔业务。天顺、泰胜、大金 18 年的海外业务毛利率分别为 24.9%、24.6%、26.4%，而国内毛利率为 26.3%、11.1%、18.4%，除了天顺外，海外毛利率大幅高于国内毛利率。而天顺的毛利率之所以国内比国外高，我们认为主要是因为国内业务里有高毛利的发电业务贡献，如果只考虑风塔业务，天顺风塔 18 年的毛利率是 21.6%，海外业务毛利率达到 24.9%，表明国内风塔业务的毛利率实

际低于 21.6%，也低于海外业务毛利率。天顺风能和泰胜风能海外收入占比较高。天顺和泰胜海外收入占比 18 年分别达到 38.4% 和 43.6%，高于大金重工的 24.3%。因此，海外收入占比更高的天顺和泰胜比起大金的风塔毛利率更高。

表 3 天顺风能与大金重工、泰胜风能风塔业务数据对比

		2016	2017	2018	2018H1	2019H1
风塔毛利率 (%)	大金重工	25.9	16.3	19.6	18.2	19.4
	天顺风能	32.6	25.3	21.6	20.7	20.5
	泰胜风能	33.2	27.4	20.6	25.1	20.8
风塔收入 (亿元)	大金重工	8.3	9.6	9.6	4.4	7.8
	天顺风能	21.1	27.4	30.6	13.1	18.8
	泰胜风能	13.8	10.3	11.1	3.8	6.6
销售量 (万吨)	大金重工		17.1	13.5		
	天顺风能		38.1	38.0		
	泰胜风能		14.6	14.5		
价格 (元/吨)	大金重工		5599.9	7115.2		
	天顺风能		7180.7	8043.1		
	泰胜风能		7085.6	7676.6		
海外收入占比 (%)	大金重工	0.2	11.6	24.3		
	天顺风能	65.6	45.3	38.4		
	泰胜风能	9.6	32.2	43.6		
海外收入毛利率 (%)	大金重工		24.0	26.4		
	天顺风能	34.3	27.7	24.9		
	泰胜风能	46.8	28.3	24.6		
国内收入毛利率 (%)	大金重工			18.4		
	天顺风能	31.9	26.3	26.3		
	泰胜风能	32.6	24.2	11.1		

资料来源：天顺风能、大金重工、泰胜风能 16-18 年报，18-19 半年报，wind，海通证券研究所

3.3 风塔盈利能力受钢价影响较大

对于风塔板块，盈利能力受钢价波动较大。拆分天顺风能营业成本，以 18 年为例，风塔原材料成本为 21.0 亿元，占到风塔营业成本比重 87.7%。为了了解公司毛利率与钢材价格趋势的关系，我们利用了 Pearson 相关系数指标，回测了公司毛利率与钢材价格（中厚板 20）的相关性，并做了时滞敏感性分析，公司毛利率与钢价整体呈现负相关，毛利率略滞后于钢价 1-3 个季度相关性最强，滞后 2 个季度的相关系数达到 -0.68。

表 4 天顺风能风塔板块营业成本拆分

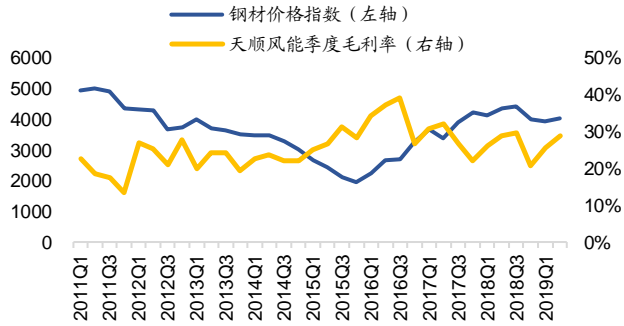
	2018		2017	
	金额 (亿元)	占风塔营业成本比重	金额 (亿元)	占营业成本比重
原材料	21.0	87.7%	17.1	83.5%
人工工资	1.8	7.3%	2.2	10.9%
制造费用	1.2	5.0%	1.2	5.7%
合计	24.0	100.0%	20.5	100.0%

资料来源：天顺风能 2017-2018 年报，wind，海通证券研究所

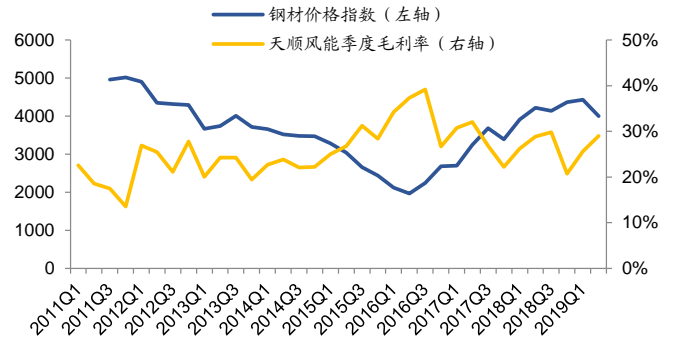
表 5 风塔毛利率与钢价 (中厚板 20) 相关系数

毛利率滞后 (-) 个季度/提前 (+) 个季度	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4
毛利率-钢材价格相关系数	-0.59	-0.66	-0.68	-0.66	-0.53	-0.40	-0.25	-0.03	0.15

资料来源: wind, 海通证券研究所

图10 天顺季度毛利率与钢材价格指数 (同时)


资料来源: wind, 海通证券研究所

图11 天顺季度毛利率与钢材价格指数 (毛利率滞后 2 个季度)


资料来源: wind, 海通证券研究所

4. 电站运营业务提供稳健利润

公司电站运营业务：公司发电业务稳步发展，截至 2018 年底，公司风电场并网装机容量总计为 465MW，在建项目 215MW，计划开工项目 199MW。风电运营的平台公司为 100%持股的子公司宣力节能环保公司。18 年天顺风能风电运营收入为 3.6 亿元，净利润为 1.8 亿元。

截至 19H1，公司并网实现收入装机容量约 530MW，在手已核准项目 199MW。19 年 8 月，继菏泽鄄城 150MW 项目投运后，公司并网装机达到 680MW。19 年上半年公司实现发电收入人民币 2.8 亿元，1.3 亿元净利润。

表 6 天顺风能发电业务数据

		2017	2018	2018H1	2019H1
电力销量	亿度	5.2	7.6	3.3	5.7
并网项目	MW	300	465	380	530
发电收入(分行业收入)	亿元	2.4	3.6	1.6	2.8
收入(子公司宣力节能环保)	亿元	2.4	3.6	1.6	2.8
净利润(子公司宣力节能环保)	亿元	0.8	1.8	0.8	1.3

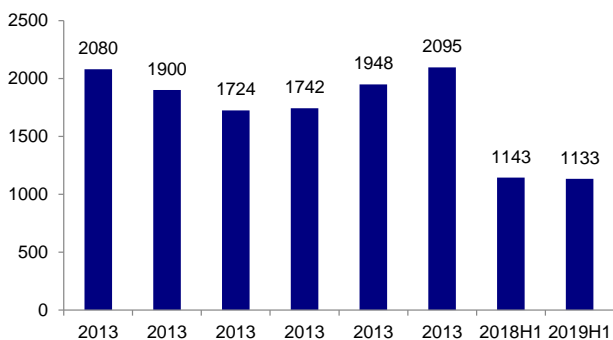
资料来源：天顺风能 17-18 年报，18-19 半年报，wind，海通证券研究所
 备注：19H1 并网项目是根据中报公告的并网项目进度统计

表 7 天顺风能风电并网项目（截至 19H1 报表披露日）

项目名称	项目容量 (MW)	完成并网时间
山东菏泽鄄城项目	150	2019 年 8 月
山东菏泽李村二期	50	2019 年 4 月
河南南阳桐柏项目	100	2019 年 4 月 (2018 年底并网 85MW)
山东菏泽李村一期	80	2018 年 6 月
新疆哈密风电项目	300	2016 年 2 月
合计	680	

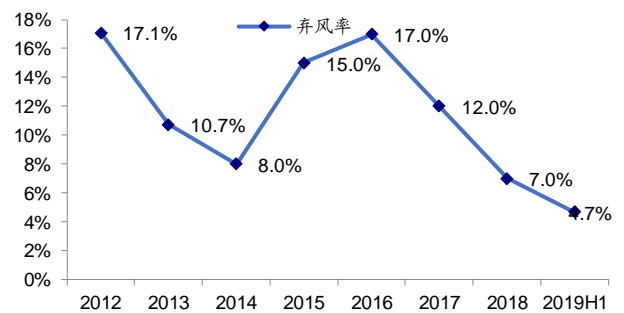
资料来源：天顺风能 19 半年报，wind，海通证券研究所

图 12 全国风电利用小时数 (小时)



资料来源：wind，海通研究所

图 13 全国风电弃风率



资料来源：wind，海通研究所

5. 盈利预测与估值

5.1 业务预测假设条件

关键假设:

(1) **风塔**: 结合产业需求及公司新增产能投放情况, 我们预计公司风塔业务 2019-2021 年收入增速分别为约 39%、20%、10%; 毛利率维持在 23%。

(2) **发电**: 2018 年底, 公司已建成投运风电场 465MW, 截止 2019 半年报披露日, 公司 2019 年新增装机 215MW。我们预计公司 2019-2021 年发电收入增速分别为 64%、18%、6%, 毛利率维持 67%。

(3) **叶片**: 我们预计公司 2019-2021 年叶片业务收入分别为 5.5 亿元、6.5 亿元、8 亿元, 毛利率维持 30%。

(4) **期间费用率**: 我们预计公司期间费用率整体保持平稳。

表 8 公司分项收入预测 (百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
风塔					
收入	2738.83	3056.62	4250	5100	5610
YoY	27%	12%	39%	20%	10%
成本	2045.58	2396.48	3272.50	3927.00	4319.70
毛利	693.25	660.14	977.50	1173.00	1290.30
毛利率(%)	25.31%	21.60%	23%	23%	23%
发电					
收入	238.71	359.70	590.50	695.91	736.85
YoY	172%	51%	64%	18%	6%
成本	91.58	128.98	194.87	229.65	243.16
毛利	147.13	230.72	395.64	466.26	493.69
毛利率(%)	61.63%	64.14%	67%	67%	67%
叶片					
收入	164.19	250.62	550	650	800
YoY		53%	119%	18%	23%
成本	158.82	198.06	385.00	455.00	560.00
毛利	5.37	52.57	165.00	195.00	240.00
毛利率(%)	3.27%	20.97%	30%	30%	30%
其他业务					
收入	96.62	167.09	150	150	150
YoY	54%	73%	-10%	0%	0%
成本	5.87	14.01	67.5	67.5	67.5
毛利	90.75	153.08	82.5	82.5	82.5
毛利率(%)		91.62%	55%	55%	55%
合计					
收入	3238.35	3834.03	5540.50	6595.91	7296.85
YoY	40%	18%	45%	19%	11%
成本	2301.85	2737.53	3919.87	4679.15	5190.36
毛利	936.5	1096.5	1620.64	1916.76	2106.49
毛利率(%)	28.92%	28.60%	29.25%	29.06%	28.87%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 9 公司盈利预测 (百万元)

	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3834	5541	6596	7297
同比增长 (%)	18.4%	44.5%	19.0%	10.6%
营业成本	2738	3920	4679	5190
毛利率 (%)	28.6%	29.3%	29.1%	28.9%
营业税金及附加	30	44	53	58
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	182	263	313	347
销售费用率 (%)	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%
管理&研发费用	149	216	257	285
管理&研发费用率 (%)	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
财务费用	178	220	204	190
财务费用率 (%)	4.7%	4.0%	3.1%	2.6%
资产减值损失	53	60	40	40
投资收益	49	50	50	50
营业利润	529	897	1129	1267
同比增长 (%)	-1.2%	69.6%	25.9%	12.2%
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	528	897	1129	1267
同比增长 (%)	-1.3%	69.8%	25.9%	12.2%
所得税费用	47	81	102	114
有效所得税率 (%)	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润	481	817	1028	1153
少数股东损益	11	16	21	23
归属于母公司所有者的净利润	470	800	1007	1130

资料来源: wind, 海通证券研究所

5.2 盈利预测与估值

我们预计公司 2019-2021 年归属母公司净利润为 8.00、10.07、11.30 亿元, 对应 EPS 分别为 0.45 元、0.57 元、0.63 元。参考可比公司估值, 给予公司 2019 年 PE 20-25X, 对应合理价值区间 9.00-11.25 元, 维持“优于大市”评级。

表 10 同业估值水平

		收盘价 (元)	总市值 (亿 元)	EPS (元/股)				PE (X)	
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E
		10月11日	10月11日						
300443	金雷风电	15.76	37.52	0.49	0.83	1.30	1.66	32.25	18.91
300129	泰胜风能	4.94	35.53	0.01	0.24	0.35	0.44	337.35	20.72
300185	通裕重工	1.82	59.47	0.07	0.08	0.09	0.11	27.38	24.27
603218	日月股份	22.10	117.43	0.53	0.94	1.35	1.67	41.86	23.62
行业平均								109.71	21.88

资料来源: wind 一致预测, 海通证券研究所

注: 原可比公司海得控制无 wind 一致预期, 更换成风电行业公司通裕重工、日月股份

6. 风险提示

风电装机低于预期; 竞争加剧, 毛利率下滑; 政策变动风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	3834	5541	6596	7297
每股收益	0.26	0.45	0.57	0.63	营业成本	2738	3920	4679	5190
每股净资产	2.93	3.32	3.82	4.40	毛利率%	28.6%	29.3%	29.1%	28.9%
每股经营现金流	0.35	0.43	0.70	0.81	营业税金及附加	30	44	53	58
每股股利	0.06	0.06	0.06	0.06	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	182	263	313	347
P/E	16.86	15.52	12.33	10.99	营业费用率%	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%
P/B	1.52	2.10	1.82	1.59	管理费用	132	191	228	252
P/S	3.30	2.28	1.92	1.73	管理费用率%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
EV/EBITDA	11.00	10.95	9.18	8.03	EBIT	735	1097	1293	1417
股息率%	1.3%	0.9%	0.9%	0.9%	财务费用	178	220	204	190
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	4.7%	4.0%	3.1%	2.6%
毛利率	28.6%	29.3%	29.1%	28.9%	资产减值损失	53	60	40	40
净利润率	12.2%	14.4%	15.3%	15.5%	投资收益	49	50	50	50
净资产收益率	9.0%	13.6%	14.8%	14.4%	营业利润	529	897	1129	1267
资产回报率	3.7%	5.6%	6.4%	6.7%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	8.8%	12.4%	13.8%	14.5%	利润总额	528	897	1129	1267
盈利增长 (%)					EBITDA	938	1328	1534	1671
营业收入增长率	18.4%	44.5%	19.0%	10.6%	所得税	47	81	102	114
EBIT 增长率	17.9%	49.2%	17.9%	9.5%	有效所得税率%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润增长率	0.0%	70.4%	25.9%	12.2%	少数股东损益	11	16	21	23
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	470	800	1007	1130
资产负债率	58.2%	57.8%	55.8%	52.7%					
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.6	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	货币资金	1826	2283	2625	3019
现金比率	0.4	0.4	0.4	0.5	应收账款及应收票据	1810	2429	2891	3199
经营效率指标					存货	942	1235	1474	1635
应收帐款周转天数	166.7	160.0	160.0	160.0	其它流动资产	1435	1629	1760	1848
存货周转天数	119.5	115.0	115.0	115.0	流动资产合计	6013	7576	8751	9701
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	长期股权投资	389	389	389	389
固定资产周转率	1.2	1.3	1.4	1.5	固定资产	3786	4761	4728	4781
					在建工程	1364	364	664	864
					无形资产	278	271	264	257
					非流动资产合计	6754	6722	6982	7228
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	12767	14298	15733	16930
净利润	470	800	1007	1130	短期借款	1961	2054	1929	1650
少数股东损益	11	16	21	23	应付票据及应付账款	2311	2792	3333	3697
非现金支出	256	291	280	294	预收账款	170	222	264	292
非经营收益	21	190	179	169	其它流动负债	358	464	520	557
营运资金变动	-138	-527	-234	-167	流动负债合计	4800	5531	6046	6196
经营活动现金流	620	771	1253	1448	长期借款	1237	1737	1737	1737
资产	-938	-200	-500	-500	其它长期负债	1388	988	988	988
投资	-95	0	0	0	非流动负债合计	2626	2726	2726	2726
其他	103	50	50	50	负债总计	7425	8257	8771	8922
投资活动现金流	-930	-150	-450	-450	实收资本	1779	1779	1779	1779
债权募资	1398	-307	-125	-279	普通股股东权益	5221	5904	6805	7827
股权募资	158	0	0	0	少数股东权益	120	136	157	180
其他	-560	143	-335	-325	负债和所有者权益合计	12767	14298	15733	16930
融资活动现金流	997	-164	-460	-604					
现金净流量	687	457	342	394					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 11 日
 资料来源：公司年报 (2018)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张一弛 电力设备及新能源行业
徐柏乔 电力设备及新能源行业
曾彪 电力设备及新能源行业
陈佳彬 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 卧龙电驱,许继电气,恩捷股份,天顺风能,当升科技,宁德时代,信捷电气,南都电源,阳光电源,国轩高科,林洋能源,岷江水电,金风科技,良信电器,东方电缆,亿纬锂能,红相股份,汇川技术,英威腾,东方电气,璞泰来,科士达,嘉元科技,容百科技,国电南瑞,明阳智能,天奈科技,哈工智能,麦格米特,通威股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司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任何责任。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
联系人
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
应镓娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjjs11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
联系人
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzy11650@htsec.com 张戈(01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lzf11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lry12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyx11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏舍 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 杜飞 df12021@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金珪 gjj12727@htsec.com
--	---	---

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com