

强烈推荐-A (首次)

泰胜风能 300129.SZ

目标估值: 6-6.5 元

当前股价: 4.32 元

2020 年 07 月 14 日

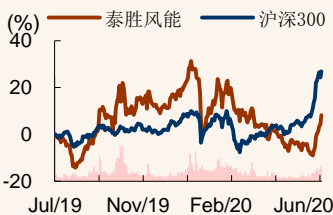
见证并伴随行业发展, 前瞻布局海风即将进入收获期

基础数据

上证综指	3443
总股本(万股)	71915
已上市流通股(万股)	55683
总市值(亿元)	31
流通市值(亿元)	24
每股净资产(MRQ)	3.2
ROE	6.4
资产负债率	47.4%
主要股东	柳志成
主要股东持股比例	8.09%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	-16	11
相对表现	-7	-32	-17



资料来源: 贝格数据、招商证券

公司深耕风塔制造领域多年并深入参与行业国标制定工作, 凭借优异的运行记录, 公司塔筒深受下游客户认可。2015 年公司在行业景气度较差的时间点布局海风, 已积累足够经验并形成较为深刻的理解。随着海上风电抢装节点不断临近, 此前积累的经验将成海风需求爆发时的有力保障, 公司布局海上风电即将进入收获期。

- **公司简介。**公司是中国最早专业从事风机塔架制造的公司之一, 也是国内外知名的风力发电机配套塔架专业制造商。公司前身为上海泰胜电力工程机械有限公司, 2009 年 6 月公司完成股份制改造, 变更为上海泰胜风能装备股份有限公司, 2010 年 10 月, 公司在深证证券交易所创业板发行上市。公司并多次填补国内塔架行业空白, 是资质优良、技术优势明显的行业引领者。
- **专注塔筒制造, 布局海风业务即将迎来收获期。**公司是行业国标制定牵头参与者, 也是最早进入风塔制造环节企业之一, 见证并伴随行业成长: 早在 1995 年, 公司核心管理技术团队已经为 0.55MW 风机生产产品套塔筒。通过多年经营, 管理层逐步将公司打造成具备高端制造属性的企业, 并于 2015 年完成蓝岛海工 100% 股权收购, 进一步布局海风业务。海风业务复杂程度远高于陆上, 公司在行业景气度较差的时间点布局海风, 已经在海风制造领域积累足够经验并形成较为深刻的理解。2019 年蓝岛海工收入创新高, 利润也处于恢复期, 随着海上风电抢装时间节点不断临近, 此前积累的经验将成海风需求爆发时的有力保障, 公司布局海上风电即将进入收获。
- **海陆抢装进行时, 海上风电有望进入快速发展期。**2020、2021 年分别为陆、海风抢装时间。随着并网节点临近, 公司海陆订单规模大增, 截止 2019 年末, 公司在执行及待执行陆风订单 23.1 亿元、海风订单 9.34 亿元、海工订单 0.34 亿元。目前海风抢装对交付的影响尚未充分体现在收入端, 预计公司将充分受益于海风抢装。
- **财务状况优秀。**公司报表健康、资金充裕, 目前货币资金 6 亿元左右, 另有 4 亿左右交易性金融资产(银行理财)。此外, 公司长短期借款极少, 剔除预收款后的资产负债率相对较低。
- **投资建议:**公司深耕风塔制造领域多年并深入参与行业国标制定工作, 凭借优异的产品质量, 公司深受下游客户认可。预计公司 2020-2021 年归母净利润分别为 2.8、4.1 亿元, 看好公司在海风领域的竞争优势, 首次覆盖, 给予“强烈推荐-A”评级, 目标价为 6-6.5 元。
- **风险提示:**海风政策不达预期, 原材料价格持续大幅上涨, 交付延期。

游家训

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

赵旭

zhaoxu2@cmschina.com.cn  
S1090519120001

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	1473	2219	3094	3396	3662
同比增长	-7%	51%	39%	10%	8%
营业利润(百万元)	16	183	326	474	608
同比增长	-91%	1019%	78%	45%	28%
净利润(百万元)	11	154	281	407	520
同比增长	-93%	1359%	83%	45%	28%
每股收益(元)	0.01	0.21	0.39	0.57	0.72
PE	295.0	20.2	11.1	7.6	6.0
PB	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、公司概况	4
1.1 历史沿革与股权结构	4
1.2 主营业务	4
1.3 生产模式、销售模式与客户结构	5
二、专注塔筒制造，布局海风业务即将迎来收获期	6
2.1 最早进入塔筒领域制造商之一，参与制定国标	6
3.2 管理层深耕塔筒领域多年，产品竞争力强	7
3.3 布局海风领域，即将进入收获期	9
三、海陆抢装进行时，海上风电有望进入快速发展期	11
3.1 电价对 IRR 影响最大，电价下调催发 2020 年陆风抢装	11
3.2 海风有望进入快速发展期	12
四、报表健康	13
盈利预测与投资建议	14
风险提示	15

## 图表目录

图 1 主营业务收入占比	5
图 2 公司主营业务收入与同比增速	5
图 3 公司研发费用长期在 3%以上	7
图 4 公司部分产品一览	8
图 5 海风业务收入与总收入（百万元）	10
图 6 海风业务收入与占比	10
图 7 风电新增装机影响因素一览	11
图 8 电价对项目收益率影响最大（造价、基准利率与 IRR 负相关）	11
图 9 电价下调政策落地	12
图 10 海风业务收入与总收入（百万元）	12
图 11 海风业务收入与占比	12

表 1: 公司股权结构.....	4
表 2: 公司生产模式、销售模式与客户结构 .....	5
表 3: 上市前已涉及塔筒制造领域多年.....	6
表 4: 参与多项相关领域国标制定 .....	6
表 5: 泰胜风能管理层均有较长从业经验 .....	8
表 6: 蓝岛海工经营情况一览 .....	9
表 7: 资产负债表相关指标 .....	13
表 8: 现金流相关指标 .....	13
表 9: 固定资产与在建工程 .....	13
表 10: 盈利指标 .....	13
表 11: 盈利预测基本假设 .....	14
附: 财务预测表 .....	16

## 一、公司概况

### 1.1 历史沿革与股权结构

**历史沿革。**公司是中国最早专业从事风机塔架制造的公司之一，也是国内外知名的风力发电机配套塔架专业制造商。2001年4月13日，上海泰胜电力工程机械有限公司挂牌成立；2009年6月，公司完成股份制改造，变更为上海泰胜风能装备股份有限公司；2010年10月，公司在深证证券交易所创业板发行上市。公司并多次填补国内塔架行业空白，是资质优良、技术优势明显的行业引领者。

**股权结构。**公司实际控制人是以柳志成、黄京明、夏权光、张锦楠、张福林组成的一致行动人团队，一致行动人、实际控制人合计持股比例为23.5%，其中，柳志成持股8.09%，黄京明持股7.67%。

表 1：公司股权结构

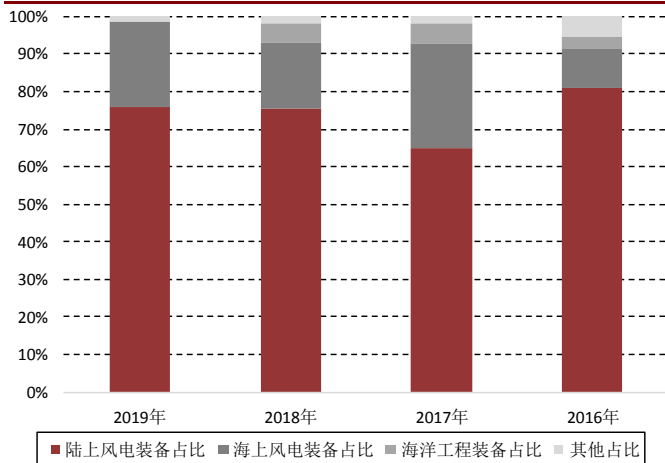
股东名称	股东性质	比例
柳志成	境内自然人	8.09%
黄京明	境内自然人	7.67%
上海泰胜风能装备股份有限公司—第一期员工持股计划	其他	5.01%
窦建荣	境内自然人	4.89%
夏权光	境内自然人	3.28%
张锦楠	境内自然人	2.49%
张福林	境内自然人	1.98%
宁波丰年君盛投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	1.63%
宁波梅山保税港区丰年君悦投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	1.52%
广发证券股份有限公司—中庚小盘价值股票型证券投资基金	其他	1.14%

资料来源：Wind，招商证券

### 1.2 主营业务

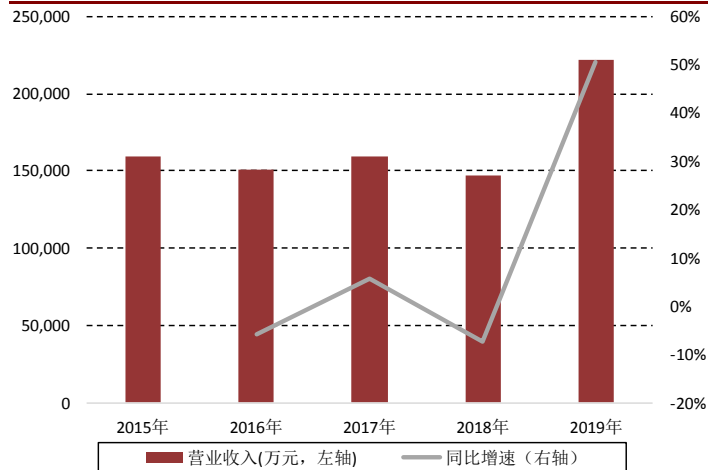
公司的主营业务为海风塔筒、陆风塔筒与海洋工程设备，主要产品为自主品牌的陆上风电塔架和海上风电塔架、导管架、管桩、升压站平台及相关辅件、零件。公司生产的塔筒是陆上及海上风力发电机组的主要部件之一，主要起支撑作用；海洋工程设备主要以产品为海洋工程平台相关辅件、零件以及用于海洋工程各类钢结构件为主。2019年公司营业收入同比增长50.7%至22.19亿元。

图 1 主营业务收入占比



资料来源: Wind, 招商证券

图 2 公司主营业务收入与同比增速



资料来源: Wind, 招商证券

### 1.3 生产模式、销售模式与客户结构

**生产模式:** 公司生产模式为以销定采定产, 即根据所获得的订单安排采购, 再根据采购合理安排生产计划。公司市场营销部根据已签订合同情况提前通知生产部, 进行技术交底并安排生产计划。

**销售模式:** 目前公司销售主要有两种模式: (1) 市场招标。招标方细分为两类, 一类为风电运营商 (主要为各大电力集团), 一类为整机制造商 (如 VESTAS、金风科技等); (2) 结成战略合作伙伴关系, 成为其指定供应商并获得持续稳定的订单。

**客户结构:** 公司的客户涵盖运营商与整机制造商, 运营商包括国内大中型电力集团, 整机制造商包括 VESTAS、金风科技、明阳智能等知名整机制造商。

表 2: 公司生产模式、销售模式与客户结构

	备注
采购模式	基本采用以销定产的模式, 先跟下游客户签订了销售合同之后, 再与上游的原材料供应商主要是钢板供应商签订钢板、法兰采购合同, 最大可能锁定钢材价格, 尽可能降低钢材价格波动给公司盈利造成的影响
生产模式	采用以销定采定产的生产模式
销售模式	分为市场招标模式与战略合作伙伴模式

资料来源: 公司公告, 招商证券

## 二、专注塔筒制造，布局海风业务即将迎来收获期

### 2.1 最早进入塔筒领域制造商之一，参与制定国标

**最早进入风塔制造环节企业之一。**公司前身为上海泰胜电力工程机械有限公司，于2010年在创业板上市。自设立以来，公司始终专注风塔生产环节，是中国最早专业从事风机塔架制造的公司之一，也是国内外知名的风力发电机配套塔架专业制造商。

**见证并伴随行业成长。**公司在上市前已涉及塔筒制造领域多年，早在1995年，公司核心管理技术团队已经为NORDTANK生产550KW风机配套塔架；1999年为NEG-MICON生产600KW风机配套塔架，并于同年为Bonus公司生产V600风及配套塔架；2008年公司二期工程竣工投产，年设计产能突破600台。随着风电行业的快速发展，公司见证并伴随行业成长，已成为风塔行业领军者之一。

**国标制定牵头参与者。**公司在2010年就已参与行业国标制定，包括风力发电机组塔架国标、风力发电机组环形锻件国标、海上风力机组设计要求国标等。2019年公司牵头起草与编制国标GB/T19072-20XX《风力发电机组-钢制管状塔架》与GB/T19072-20XX《风力发电机组-混凝土圆形塔架》，并均已形成二次意见稿。此外，公司也参与《风力发电塔架法兰采购指南》的编制和评审工作。

**表 3：上市前已涉及塔筒制造领域多年**

时间	事件
1995年	公司核心管理技术团队为NORDTANK生产用于鹤顶山风场的2台550KW风及配套塔架
1999年	为NEG-MICON生产用于浙江括苍山风场的14台600KW风机配套塔架
1999年	为Bonus公司生产了首批10台V600风及配套塔架
2001年	上海泰胜电力工程机械有限公司挂牌成立
2005年	赤峰泰胜电力工程机械有限公司挂牌成立（现已战略退出）
2006年	青岛泰胜电力工程机械有限公司挂牌成立（现已战略退出）
2007年	上海泰胜（东台）电力工程机械有限公司挂牌成立
2008年	上海泰胜电力工程机械有限公司二期工程竣工投产，公司年设计产能突破600台
2009年6月	公司完成股份制改造，变更为上海泰胜风能装备股份有限公司
2009年8月	包头泰胜风能装备有限公司挂牌成立
2010年10月	创业板上市

资料来源：公司官网，招商证券

**表 4：参与多项相关领域国标制定**

年份	国标名称	备注
2010年	GB/T 19072-200X 风力发电机组塔架	公司作为其中唯一的塔架制造企业联合浙江运达风力发电工程有限公司和国电机械设计研究院起草
	风力发电机组环形锻件	公司作为唯一的塔架制造企业联合山东伊莱特重工有限公司、山西省定襄金瑞高压环件有限公司和无锡大昶重型环件有限公司三家法兰制造企业起草
	海上风力机组设计要求	2010年1月19日，全国风力机械标准化委员会向公司发函《关于制定“海上风力发电机组设计要求”国家标准的通知》（2010风标字02号），邀请公司参与“海上风力机组设计要求”国家标准的制定工作
2019年	GB/T19072-20XX 风力发电机组-钢制管状塔架	牵头起草并参与编制

GB/T19072-20XX 风力发电机组-混凝土圆形塔架

T/CCMI X-2019 风力发电塔架法兰采购指南

公司参与团体标准的编制和评审

资料来源：公司公告，招商证券

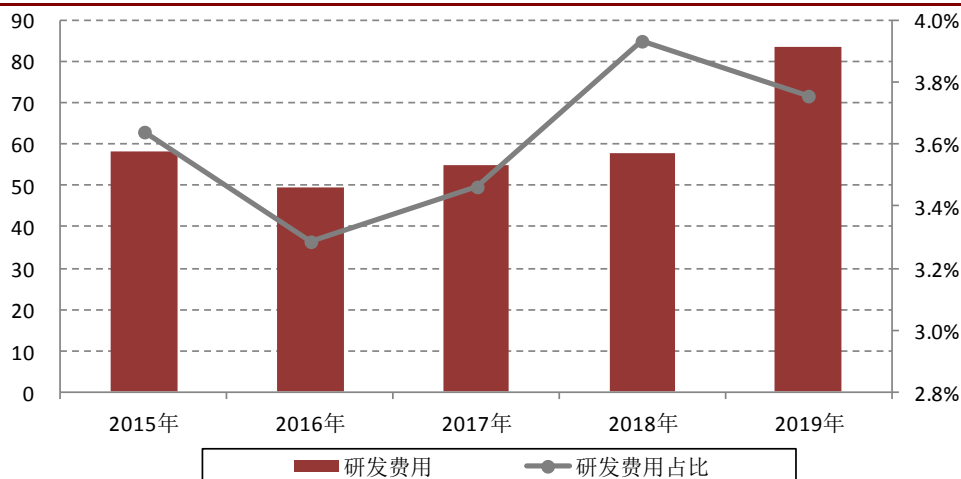
### 3.2 管理层深耕塔筒领域多年，产品竞争力强

管理层深耕风塔领域多年，将公司打造成具备高端制造属性的企业。泰胜风能管理层均有多年相关从业经验，其中部分高管参与起草国标文件，在风塔制造领域均具备扎实的经营积累与丰富的行业经验。此外，公司对研发投入也较为重视，研发投入占比长期在3%以上，可能与管理层对行业的理解有关。公司深耕行业多年，产品已由陆上风塔升级为海陆风电装备制造（海风包括塔架、导管架、管桩等、海洋工程装备等），具备一定高端制造属性。目前公司已生产 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、175 米斜拉塔、1600 吨大单桩、高端升压站平台等行业领先产品。

**积极开展技术研发。**风塔拥有一定的技术壁垒，尤其是海风高端塔架要求更高（法兰平面度要求、法兰的内倾量要求、焊缝的棱角要求、错边量控制、厚板焊接和防腐要求等方面）。公司重视研发工作开展，并持续推动专利项目研发及申请保护工作。2019 年度公司及子公司新获授专利共 36 项、日本专利 1 项、软件著作权 1 项。截止 2019 年 12 月 31 日，公司及子公司已申请并获得授权的专利共计 163 项，其中 13 项为发明专利、147 项为实用新型专利，另外获授权的还有 4 项 PCT 专利、4 项日本专利、3 项软件著作权。

**运营纪录优异，深受主流运营商信任。**风塔常年野外运行、环境较为恶劣，风险较大，因此业主在选择设备制造商时十分谨慎。公司自成立以来未发生重大安全事故，优异的产品品质是公司已交付产品安全运营最好的保障。公司凭借较强的技术优势、深厚的经验积淀与优秀的产品品质，客户基本覆盖国内主流整机厂商、风电运营商（规模较大的国企运营商均包含在内），此外，公司与国外风电巨头 Vestas 常年保持合作关系并持续获取订单。

图 3 公司研发费用长期在 3% 以上



资料来源：公司公告，招商证券

图 4 公司部分产品一览



资料来源：公司官网，招商证券

表 5：泰胜风能管理层均有较长从业经验

姓名	职务	个人履历
张福林	董事长	公司创始人之一，机械工程师。为 GB/T19072-2003《风力发电机组塔架》国家标准修订的主要起草人之一。现任公司董事长，曾任浙江省瑞安市压力容器制造厂压力容器检验员，总检验员，质量检验责任工程师等职，浙江省瑞安泰胜电力工程机械有限公司技术质量总监，上海泰胜电力工程机械有限公司总经理助理，并曾任公司副总经理
黄京明	副董事长，董事	公司创始人之一，机械设计与制造工程师。曾获瑞安市 1998 年科技进步奖，是 GB/T19072-2003《风力发电机组塔架》国家标准修订的主要起草人之一。现任公司副董事长，曾任浙江省瑞安市压力容器制造厂副总经理兼总工程师，浙江省瑞安泰胜电力工程机械有限公司副总经理兼总工程师，上海泰胜电力工程机械有限公司副总经理兼总工程师，并曾任公司副董事长兼总经理
柳志成	董事	公司创始人之一，机械工程师。曾任浙江省瑞安冷锻厂副厂长，瑞安市压力容器制造厂副总经理，总经理，瑞安市泰胜电力工程机械有限公司总经理，上海泰胜电力工程机械有限公司执行董事兼总经理，并曾任公司董事长，现任公司董事，名誉董事长
夏权光	董事	公司创始人之一，铆焊技师。现任公司董事，综合运营总监，曾任浙江省瑞安市压力容器制造厂铆焊工，施工队长，生产经营主任，经理，瑞安泰胜电力工程机械有限公司副总经理，总经理，上海泰胜电力工程机械有限公司生产部经理，并曾任公司生产部经理
张锦楠	董事	公司创始人之一，工程师。现任公司董事，副总经理，曾任浙江省瑞安压力容器制造厂工艺技术科科长，工艺责任工程师，副总经理，总经理，上海泰胜电力工程机械有限公司副总经理，全资子公司上海泰胜(东台)电力工程机械有限公司总经理
张福林	董事	公司创始人之一，机械工程师。为 GB/T19072-2003《风力发电机组塔架》国家标准修订的主要起草人之一，现任公司董事长，曾任浙江省瑞安市压力容器制造厂压力容器检验员，总检验员，质量检验责任工程师等职，浙江省瑞安泰胜电力工程机械有限公司技术质量总监，上海泰胜电力工程机械有限公司总经理助理，并曾任公司副总经理
邹涛	董事，总经理	曾担任山东三联集团公司法律顾问及董事会办公室秘书，三联商社股份有限公司董事会办公室主管，证券事务代表职务，湖南旺德府投资(集团)有限公司董事会秘书，并曾任公司财务总监，董事会秘书，现任公司董事，总经理



林俊	董事, 副总经理	曾任公司采购部部长, 赤峰顺风电力工程机械有限公司常务副总经理, 瑞安市东威新型包装材料有限公司销售部经理, 瑞安市现代不锈钢有限公司业务经理. 现任公司董事, 副总经理, 采购总监
陈杰	副总经理, 董秘	拥有深圳证券交易所董事会秘书任职资格. 曾任公司证券事务代表, 上海泰胜电力工程机械有限公司董事会办公室秘书, 现任公司副总经理, 董事会秘书.
郭文辉	副总经理	拥有高级工程师职称, 注册国际焊接工程师资格证书, 国际焊接检验师资格证书, 近年来在中国科技核心期刊发表专业论文 6 篇, 拥有 5 项实用新型专利, 所负责的 SEW 3.6MW 90mm 风力发电机组塔架项目荣获 2016 年全国优秀焊接工程奖. 曾任公司上海生产基地总工程师, 焊接责任工程师, 研发中心副主任, 中铁宝桥汕头宝桥钢结构工程有限公司总工程师, 现任公司副总经理, 技术质量总监
赵建民	副总经理	曾任公司市场营销总监, 负责国际业务及市场开发, 维斯塔斯风力技术(中国及亚太区)副总裁, 维斯塔斯风力技术(中国)有限公司销售总监, 副总裁, 歌美飒风电(天津)有限公司中国区销售经理, GE 能源集团(中国)有限公司销售总监, 科劳赛技术有限公司项目经理, 三河麦卡力电池公司工厂厂长, 东方电化学有限公司总工程师, 北京有色金属研究总院工程师等职位. 现任公司副总经理
周趣	财务总监	浙江大学本科毕业, 工商管理, 通信工程双学位, 中国注册会计师. 2005 年 12 月至 2008 年 1 月任职于安永华明会计师事务所上海分所, 历任审计员, 高级审计员, 2008 年 1 月至 2011 年 2 月任职于普华永道咨询(深圳)有限公司上海分公司, 历任并购咨询部高级咨询员, 经理; 2011 年 2 月至 2012 年 12 月任上海领庆创业投资管理有限公司投资总监, 2013 年 1 月至 2014 年 3 月任上海汉宁投资合伙企业(有限合伙)投资总监, 现任公司财务总监

资料来源: 公司公告, 招商证券

### 3.3 布局海风领域, 即将进入收获期

**收购蓝岛海工, 布局海风业务。**公司于 2013 收购蓝岛海工 51% 股权, 2015 年公司发行 2500 万股股份并支付现金 4000 万元用以购买蓝岛海工剩余 49% 股份, 目前蓝岛海工已成为其全资子公司。2015 年公司完成收购后, 收入符合承诺, 但业绩未达预期(已作出相应补偿), 主要受三方面因素影响: (1) 海工业务订单低于预期; (2) 多数项目规模大、周期较长, 交货期较难控制, 个别订单因客户原因无法按时交付并确认收入; (3) 钢价大幅上涨。

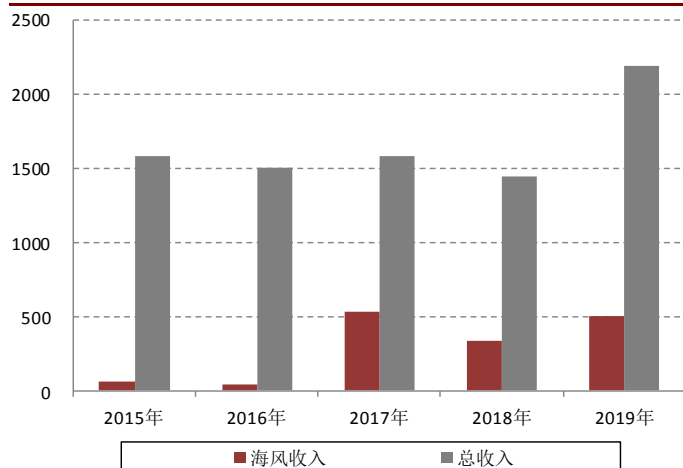
**积累海风经验, 即将进入收获期。**海风业务复杂程度远高于陆上, 公司在行业景气度较差的时间点布局海风, 已经在海风制造领域积累足够经验并形成较为深刻的理解。2019 年蓝岛海工收入创新高, 利润也处于恢复期, 随着海上风电抢装时间截点不断临近, 此前积累的经验将成海风需求爆发时的有力保障, 公司布局海上风电即将进入收获期。

表 6: 蓝岛海工经营情况一览

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
注册资本	522	522	522	522	522
总资产	748	907	992	1126	1432
净资产	396	615	653	605	615
营业收入	254	257	541	325	651
营业利润	47	54	51	-57	19
净利润	40	47	38	-48	18

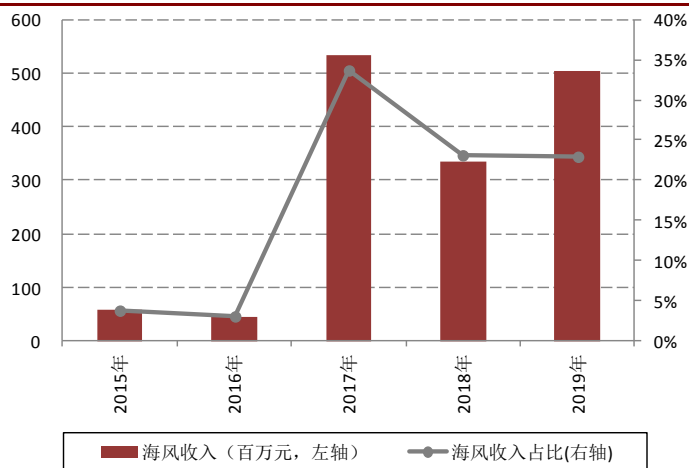
资料来源: 公司官网, 招商证券

图5 海风业务收入与总收入（百万元）



资料来源：Wind，招商证券

图6 海风业务收入与占比



资料来源：Wind，招商证券

### 三、海陆抢装进行时，海上风电有望进入快速发展期

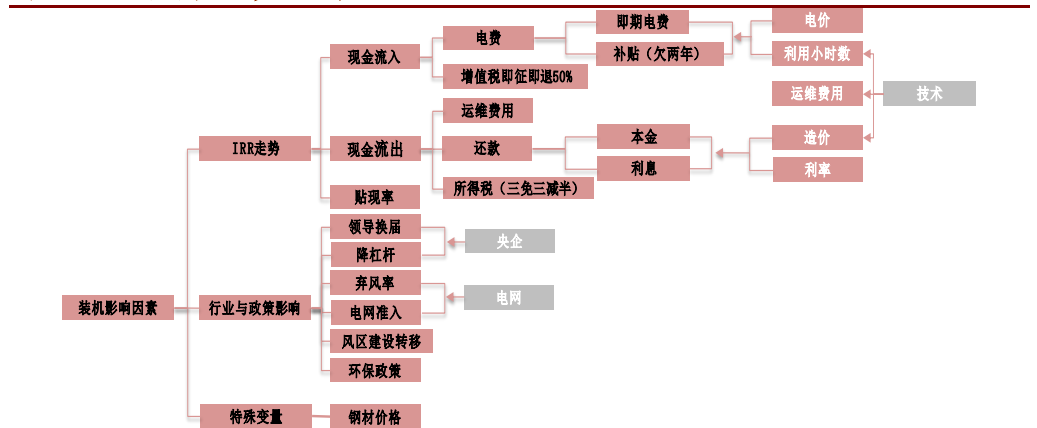
#### 3.1 电价对 IRR 影响最大，电价下调催发 2020 年陆风抢装

电价对 IRR 影响最大。新增装机影响因素主要有：(1) IRR 走势，主要影响因素有贴现率、电价、发电小时数、项目造价、利率等；(2) 行业与政策影响，如环保政策、弃风率、电网准入、央企领导换届、风区建设转移等；(3) 特殊变量，例如钢材价格。其中电价对 IRR 影响最大。

电价政策调整触发 2020 年陆上抢装。此前政策规定开工即可保电价，2019 年 5 月底，能源局印发《关于 2019 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，电价确定节点由开工变为并网，受此影响，多数运营商抓紧开工、加速项目并网，希望保住老电价。目前陆上抢装正在持续进行，电网也为接入提供了充裕空间，最保守估计 2020 年陆上风电装机在 30GW 以上。

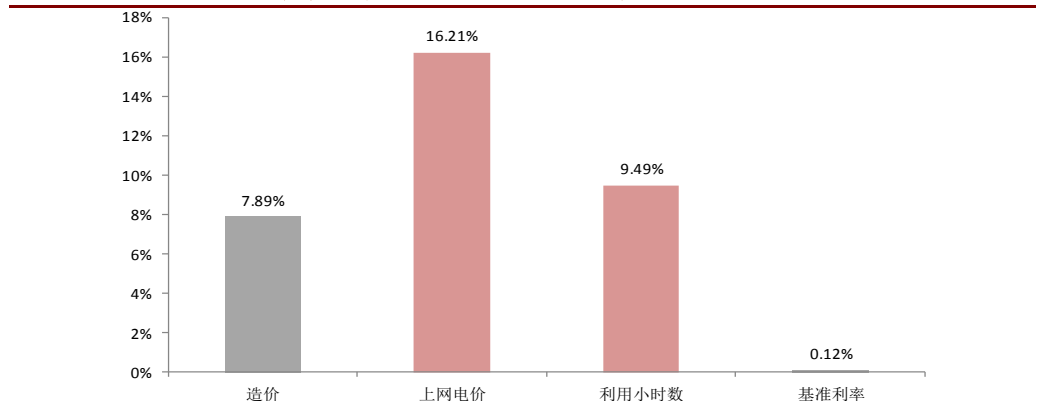
公司以陆风起家，目前订单饱满。随着抢装持续进行，公司在手订单规模大增，2019 年末，公司陆上风电类订单新增 27.8 亿元，交付 18.2 亿元，在执行及待执行订单合计 23.1 亿元。2020 年为陆上抢装收尾之年，预计公司将凭借其行业地位与优异的品质把控，持续交付更多订单。

图 7 风电新增装机影响因素一览



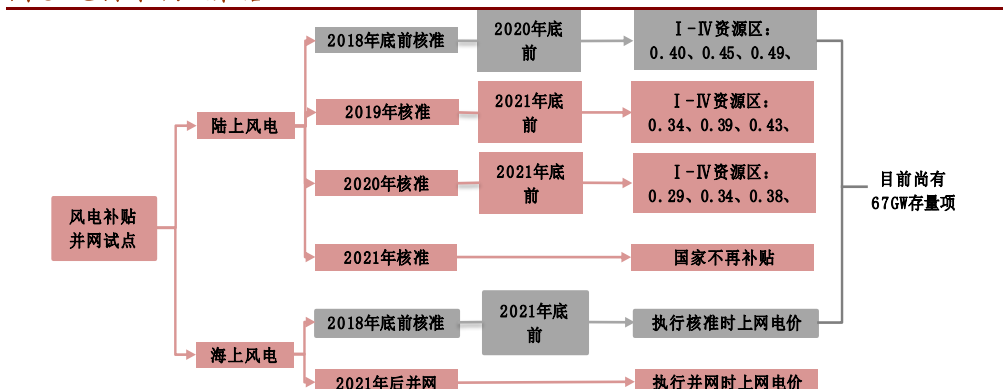
资料来源：招商证券

图 8 电价对项目收益率影响最大（造价、基准利率与 IRR 负相关）



资料来源：招商证券

图 9 电价下调政策落地



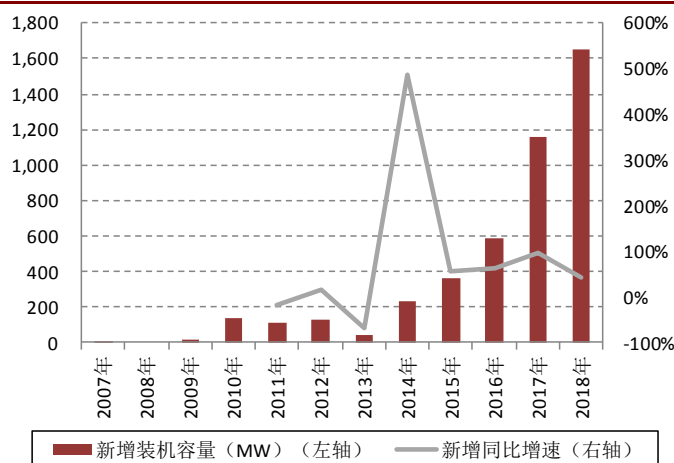
资料来源：发改委、招商证券

### 3.2 海风有望进入快速发展期

海风行业正在快速发展。海上风能具备风速高、来风相对稳定、适合大规模开发等优势，根据中国气象科学研究院初步探明，我国近海可开发利用的风能规模约为 750GW。此前受技术等因素影响，我国海上风电起步相对较晚，但目前已跨过导入期并进入快速发展阶段：2017 年我国海上风电新增装机规模突破 1GW。

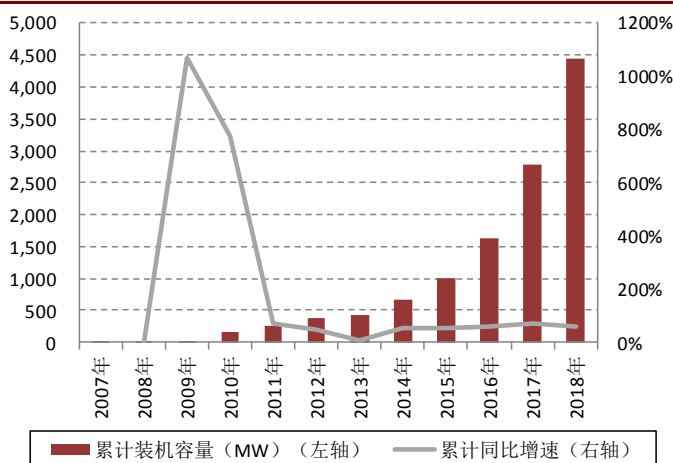
并网截止时间点临近，公司有望充分受益于海风抢装。发改委明确已核准海上风电项目需在 2021 年底前并网方可享受国家补贴电价，受此影响，公司订单规模大增：2019 年公司海上风电订单新增 9.54 亿元，交付 4.91 亿元，在执行及待执行订单总计 9.34 亿元；海洋工程业务新增 0.78 亿元，交付 0.79 亿元，在执行及待执行 0.34 亿元。目前海风抢装对交付的影响尚未充分体现在收入端，随着海风并网节点的临近，公司有望充分受益于海风抢装。

图 10 海风业务收入与总收入（百万元）



资料来源：CWEA，招商证券

图 11 海风业务收入与占比



资料来源：CWEA，招商证券

## 四、报表健康

公司报表干净、健康，比较有后劲。

- 1、资金充裕，货币资金 6 亿元左右，另有 4 亿左右交易性金融资产（银行理财）；
- 2、资产负债表稳健，最近一期报表负债率 47.4%，剔除预收款后为 28%。
- 3、长短期借款极少；
- 4、经营净现金/净利润比值显著增加，业绩有质量，；
- 5、周转加速，净资产收益率显著较 2018 年显著改善。

表 7：资产负债表相关指标

	2015	2016	2017	2018	2019	2019Q1	2020Q1	同比变化
负债率 (%)	36.9	29.6	29.8	36.1	45.7	34.1	47.4	13.2
短期借款	5.0	5.0	65.0	3.0	0.5	3.0	0.5	-83.3%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
一年到期非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
应付票据及账款	626.7	521.5	618.6	911.8	1166.9	822.2	1163.5	41.5%
货币资金	242.5	269.0	326.8	480.6	592.3	340.9	632.1	85.4%
带息负债	7.3	5.0	65.0	3.6	0.5	3.2	1.0	-67.8%

资料来源：公司公告，招商证券

表 8：现金流相关指标

(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2019Q1	2020Q1	同比变化
赊销比	125.2	100.7	96.2	99.6	109.3	101.2	92.5	-8.6
存货营收占比	36.1	29.4	32.3	52.9	42.3	252.1	461.3	209.2
商品及劳务获得现金/营收	78.8	77.3	71.3	87.1	83.1	130.5	205.7	75.2
经营净现金/净利润	36.7	86.2	45.7	2282.4	210.1	-323.5	-2.4	321.1
自由现金流/净利润	-230.1	29.5	37.1	3243.8	101.9	-899.9	181.3	1081.2

资料来源：公司公告，招商证券

表 9：固定资产与在建工程

(百万元)	2015	2016	2017	2018	2019	2019Q1	2020Q1	同比变化
固定资产	663	665	627	631	682	617	666	7.9%
在建工程	14	42	91	104	38	111	38	-66.3%
购买固定资产、无形资产等支付的现金	1258	1164	1133	1282	1844	443	528	19.0%

资料来源：公司公告，招商证券

表 10：盈利指标

	2015	2016	2017	2018	2019	2019Q1	2020Q1	同比变化
ROE	9.7	10.7	7.0	0.5	6.8	0.9	0.6	-0.3
ROA	6.8	8.4	6.0	0.4	4.6	0.8	0.4	-0.4
ROIC	9.2	10.5	6.8	0.3	6.6	1.0	0.6	-0.4
收入	1,597.0	1,505.6	1,590.0	1,472.5	2,219.0	339.7	256.5	-24.5%
固定资产	663.4	664.8	626.9	631.3	682.3	617.4	666.2	7.9%
无形资产	255.0	261.2	259.2	233.6	228.5	232.2	226.9	-2.3%
在建工程	14.1	42.3	90.6	104.0	37.9	111.5	37.6	-66.3%

收入/（固定+无形） 1.7 1.6 1.8 1.7 2.4 0.4 0.3 -0.11

资料来源：公司公告，招商证券

## 盈利预测与投资建议

公司深耕风塔制造领域多年并深入参与行业国标制定工作，凭借优异的产品质量，公司深受下游客户认可。预计公司 2020-2021 年归母净利润分别为 2.8、4.1 亿元，看好公司在海风领域的竞争优势，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级，目标价为 6-6.5 元。

表 11：盈利预测基本假设

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
陆风装备	收入（百万元）	1,110	1,688	1,932	1,476	1,394
	YOY (%)	8	52	14	15	15
	毛利率 (%)	21	22	23	26	28
海风/海工装备	收入（百万元）	262	496	1,120	1,870	2,208
	YOY (%)	(41)	89	126	67	18
	毛利率 (%)	(4)	17	25	27	28
其他业务	收入（百万元）	100	35	42	50	60
	YOY (%)	(13)	(65)	20	20	20
	毛利率 (%)	7	23	50	60	65
汇总	收入（百万元）	1,472	2,219	3,094	3,396	3,662
	YOY (%)	(7)	51	39	10	8
	毛利率 (%)	25	23	24	27	29

资料来源：Wind，招商证券

## 风险提示

- 1) **海风政策不达预期。**2021 年为海上风电行业抢装年份，目前后续政策尚未明确，有可能会低于行业预期。
- 2) **原材料价格持续大幅上涨。**钢材是风机塔架的主要原材料，钢价持续大幅上涨会对公司毛利率产生显著影响。
- 3) **交付延期。**公司采用订单式生产，不同订单的交付时间有一定波动，会对收入确认有一定影响。此外，因客户推迟项目实施导致合同签订到交货之间有较长跨期，也可能会给公司收入及毛利率带来影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2318	3169	4262	4136	4141
现金	481	592	916	562	353
交易性投资	0	401	401	401	401
应收票据	105	0	0	0	0
应收款项	667	804	1094	1200	1294
其它应收款	16	16	22	25	26
存货	779	938	1250	1319	1392
其他	269	419	579	629	674
<b>非流动资产</b>	1143	1106	1696	2178	2563
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	631	682	1297	1802	2206
无形资产	249	244	219	198	178
其他	263	180	179	179	179
<b>资产总计</b>	<b>3461</b>	<b>4275</b>	<b>5958</b>	<b>6314</b>	<b>6704</b>
<b>流动负债</b>	1214	1918	3391	3425	3417
短期借款	3	1	850	750	600
应付账款	912	1167	1570	1656	1747
预收账款	221	642	863	910	961
其他	79	109	109	109	109
<b>长期负债</b>	37	34	34	34	34
长期借款	0	0	0	0	0
其他	37	34	34	34	34
<b>负债合计</b>	<b>1251</b>	<b>1952</b>	<b>3426</b>	<b>3459</b>	<b>3451</b>
股本	719	719	719	719	719
资本公积金	713	713	713	713	713
留存收益	776	883	1092	1415	1813
少数股东权益	2	8	8	8	8
归属于母公司所有者权益	2208	2315	2524	2847	3245
<b>负债及权益合计</b>	<b>3461</b>	<b>4275</b>	<b>5958</b>	<b>6314</b>	<b>6704</b>

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	209	323	216	451	633
净利润	11	154	281	407	520
折旧摊销	63	74	95	156	205
财务费用	(4)	(0)	0	0	0
投资收益	(13)	(10)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	164	103	(154)	(97)	(75)
其它	(12)	3	25	16	13
<b>投资活动现金流</b>	100	(228)	(670)	(620)	(570)
资本支出	(76)	(35)	(700)	(650)	(600)
其他投资	175	(192)	30	30	30
<b>筹资活动现金流</b>	(118)	(55)	778	(184)	(272)
借款变动	(75)	1	850	(100)	(150)
普通股增加	(8)	0	0	0	0
资本公积增加	8	0	0	0	0
股利分配	(58)	(58)	(72)	(84)	(122)
其他	16	2	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>191</b>	<b>41</b>	<b>324</b>	<b>(354)</b>	<b>(209)</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1473	2219	3094	3396	3662
营业成本	1223	1746	2349	2478	2615
营业税金及附加	11	15	21	24	25
营业费用	57	103	145	156	157
管理费用	99	99	130	139	136
研发费用	58	83	118	126	132
财务费用	(7)	(4)	0	0	0
资产减值损失	(37)	(15)	(35)	(30)	(20)
公允价值变动	(3)	1	0	0	0
<b>其他收益</b>	12	9	10	10	10
投资收益	13	12	20	20	20
营业利润	16	183	326	474	608
<b>营业外收入</b>	0	0	2	2	2
营业外支出	2	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	15	182	327	475	609
所得税	6	28	46	68	88
<b>少数股东损益</b>	(1)	0	0	0	0
<b>归属于母公司净</b>	<b>11</b>	<b>154</b>	<b>281</b>	<b>407</b>	<b>520</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-7%	51%	39%	10%	8%
营业利润	-91%	1019%	78%	45%	28%
净利润	-93%	1359%	83%	45%	28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.9%	21.3%	24.1%	27.1%	28.6%
净利率	0.7%	6.9%	9.1%	12.0%	14.2%
ROE	0.5%	6.6%	11.1%	14.3%	16.0%
ROIC	-0.7%	6.4%	8.2%	11.2%	13.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	36.1%	45.7%	57.5%	54.8%	51.5%
净负债比率	0.1%	0.0%	14.3%	11.9%	8.9%
流动比率	1.9	1.7	1.3	1.2	1.2
速动比率	1.3	1.2	0.9	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.9	2.0	2.1	1.9	1.9
应收帐款周转率	1.7	2.8	3.3	3.0	2.9
应付帐款周转率	1.6	1.7	1.7	1.5	1.5
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.01	0.21	0.39	0.57	0.72
每股经营现金	0.29	0.45	0.30	0.63	0.88
每股净资产	3.07	3.22	3.51	3.96	4.51
每股股利	0.08	0.10	0.12	0.17	0.22
<b>估值比率</b>					
PE	295.0	20.2	11.1	7.6	6.0
PB	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	84.3	22.8	13.3	8.9	6.9



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**游家训：**浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**普绍增：**上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

**刘珺涵：**美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

**赵旭：**中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、新能源汽车产业。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。