

2017年07月22日

天顺风能 (002531.SZ)

与 Vestas 再签长约，风塔龙头持续发力

■**事件：**天顺风能公告全资子公司天顺新能源与 Vestas 签订 2017~2020 年塔架采购框架协议。

■**风塔制造龙头，与全球领先风机厂商长期合作：**天顺风能是国内唯一一家同时获得 Vestas、GE 和 Siemens 合格供应商资格认证的公司，其生产能力、技术质量、交期保障和成本控制等方面早已获得全球领先风机企业的认可。此次与公司再续长约的 Vestas 是全球风机龙头，2016 年陆上风电新增装机规模 8.7GW，占当年全球新增总装机容量的 16%，位列全球风机制造商第一位。

■**与 Vestas 签订长期供应协议，保障塔架业务稳定增长：**公司与 Vestas 一直保持长期合作。2011 年双方签订了 2012~2016 年长期供应协议；2012 年，公司收购了 Vestas 的丹麦风塔工厂 Varde，进而提升了合作深度及公司产品的全球辐射力。此次，Vestas 再次与公司签订塔架长期供应协议，有效期为 2017-2020 年，同时承诺每年采购不低于 1200-1800 段。与全球顶级风机企业合作，一方面保障公司获取稳定的塔架订单，另一方面有望推动公司与其他风机企业的合作。

■**海外业务占比高，塔架盈利能力强：**公司海外业务占比常年维持在 70%左右，国内市场波动对于公司影响甚小。2016 年，在国内装机下降 24%同时全球装机下降 8.5%的情况下，公司塔架仍实现销量 29.62 万吨，同比增长 2.37%，营收下滑仅 0.08%，成本下降 6.61%，带动塔架毛利率提升 4.71%至 32.55%，盈利能力突出。

■**330MW 并网在即，业绩将显著增厚：**公司当前并网电站容量 300MW，预计 2017 年三季度末将新增 330MW 并网容量。在弃风限电持续改善的情况下，我们预计风电运营今年可实现 1 亿元净利润，业绩显著增厚。公司规划到 2020 年前还将新增 870MW 并网规模，风电运营将成为公司未来业绩维持高速增长的重要保障。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 9.00 元。我们预计公司 2017/18/19 年的收入增速分别为 18%、22%、18%，净利润增速分别为 36%、45%、25%，每股 EPS 为 0.31/0.45/0.57 元。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 9.00 元

■**风险提示：**风塔订单大幅下滑、风电场并网进度不及预期。

公司快报

证券研究报告

风电

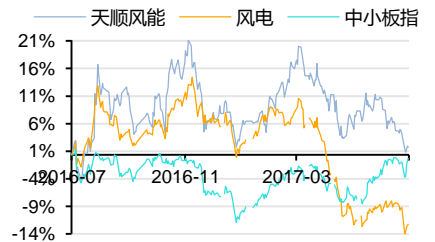
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**9.00 元**
股价 (2017-07-21) **6.38 元**

交易数据

总市值 (百万元)	11,350.14
流通市值 (百万元)	6,016.39
总股本 (百万股)	1,779.02
流通股本 (百万股)	943.01
12 个月价格区间	6.11/7.73 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.1	-13.17	-0.26
绝对收益	-8.07	-9.21	-1.64

邓永康 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

陈乐 报告联系人
chenle1@essence.com.cn

吴用 报告联系人
wuyong1@essence.com.cn

相关报告

天顺风能：海外风塔业务提供高增长，风场运营叶片业务保障未来增速 2017-04-20

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,176.0	2,308.0	2,716.0	3,308.5	3,913.3
净利润	303.2	406.5	551.7	802.0	1,005.2
每股收益(元)	0.17	0.23	0.31	0.45	0.57
每股净资产(元)	1.27	2.58	2.78	3.09	3.45
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	37.4	27.9	20.6	14.2	11.3
市净率(倍)	5.0	2.5	2.3	2.1	1.9
净利润率	13.9%	17.6%	20.3%	24.2%	25.7%
净资产收益率	13.4%	8.9%	11.2%	14.6%	16.4%
股息收益率	0.4%	1.9%	1.5%	2.3%	3.4%
ROIC	16.1%	19.3%	13.2%	19.6%	28.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,176.0	2,308.0	2,716.0	3,308.5	3,913.3	成长性					
减:营业成本	1,542.7	1,493.0	1,795.9	2,124.6	2,487.9	营业收入增长率	55.2%	6.1%	17.7%	21.8%	18.3%
营业税费	10.1	16.9	14.9	17.2	19.6	营业利润增长率	83.7%	20.8%	39.8%	46.5%	25.4%
销售费用	62.3	148.5	146.7	148.9	164.4	净利润增长率	73.4%	34.1%	35.7%	45.4%	25.3%
管理费用	114.8	154.9	152.1	172.0	183.9	EBITDA 增长率	64.1%	30.0%	12.0%	38.6%	24.0%
财务费用	30.9	32.5	18.1	-5.1	-7.8	EBIT 增长率	80.2%	21.7%	24.5%	41.4%	25.2%
资产减值损失	62.3	20.1	10.0	12.0	12.0	NOPLAT 增长率	66.8%	20.8%	33.8%	41.7%	25.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.6%	96.5%	-4.9%	-12.1%	0.0%
投资和汇兑收益	26.2	24.5	25.0	45.0	55.0	净资产增长率	14.5%	102.0%	7.6%	11.2%	11.3%
营业利润	357.3	431.4	603.3	883.8	1,108.4	利润率					
加:营业外净收支	1.1	50.1	45.0	58.4	73.1	毛利率	29.1%	35.3%	33.9%	35.8%	36.4%
利润总额	358.3	481.5	648.3	942.3	1,181.5	营业利润率	16.4%	18.7%	22.2%	26.7%	28.3%
减:所得税	54.9	69.5	94.0	135.2	168.1	净利润率	13.9%	17.6%	20.3%	24.2%	25.7%
净利润	303.2	406.5	551.7	802.0	1,005.2	EBITDA/营业收入	21.0%	25.8%	24.5%	27.9%	29.3%
						EBIT/营业收入	18.8%	21.6%	22.9%	26.6%	28.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	129	271	357	289	241
						流动资产周转天数	118	171	178	88	68
						流动营业资本周转天数	372	551	494	443	484
						应收账款周转天数	113	151	99	89	80
						存货周转天数	54	54	57	53	53
						总资产周转天数	630	981	959	819	799
						投资资本周转天数	339	475	521	392	310
						投资回报率					
						ROE	13.4%	8.9%	11.2%	14.6%	16.4%
						ROA	6.5%	5.2%	8.5%	9.5%	11.4%
						ROIC	16.1%	19.3%	13.2%	19.6%	28.0%
						费用率					
						销售费用率	2.9%	6.4%	5.4%	4.5%	4.2%
						管理费用率	5.3%	6.7%	5.6%	5.2%	4.7%
						财务费用率	1.4%	1.4%	0.7%	-0.2%	-0.2%
						三费/营业收入	9.6%	14.6%	11.7%	9.5%	8.7%
						偿债能力					
						资产负债率	50.3%	41.3%	23.2%	34.5%	29.8%
						负债权益比	101.1%	70.2%	30.1%	52.6%	42.4%
						流动比率	1.34	2.54	2.91	2.17	2.95
						速动比率	1.19	2.31	2.47	1.95	2.59
						利息保障倍数	13.29	15.35	34.33	-173.66	-140.48
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	0.12	0.09	0.14	0.22
						分红比率	13.6%	52.5%	29.9%	32.0%	38.1%
						股息收益率	0.4%	1.9%	1.5%	2.3%	3.4%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	303.4	412.0	551.7	802.0	1,005.2	EPS(元)	0.17	0.23	0.31	0.45	0.57
加:折旧和摊销	47.5	96.5	44.7	44.7	44.7	BVPS(元)	1.27	2.58	2.78	3.09	3.45
资产减值准备	62.3	20.1	-	-	-	PE(X)	37.4	27.9	20.6	14.2	11.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.0	2.5	2.3	2.1	1.9
财务费用	31.2	29.7	18.1	-5.1	-7.8	P/FCF	20.2	-7.8	275.5	8.6	10.6
投资损失	-26.2	-24.5	-25.0	-45.0	-55.0	P/S	5.2	4.9	4.2	3.4	2.9
少数股东损益	0.2	5.5	2.5	5.0	8.2	EV/EBITDA	24.3	19.6	15.4	10.0	7.5
营运资金的变动	-436.3	145.9	196.2	375.8	-28.2	CAGR(%)	38.6%	35.0%	46.9%	38.6%	35.0%
经营活动产生现金流量	339.1	552.1	788.4	1,177.5	967.1	PEG	1.0	0.8	0.4	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-1,364.8	-1,374.8	80.2	27.5	48.3	ROIC/WACC	1.5	1.8	1.3	1.9	2.7
融资活动产生现金流量	1,311.8	1,269.0	-924.9	-190.9	-311.8	REP	3.5	1.6	2.1	1.5	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邓永康声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
孟昊琳		0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034