

审慎推荐-A (维持)

天顺风能 002531.SZ

目标估值: 9.2-9.2 元

当前股价: 6.38 元

2017 年 07 月 22 日

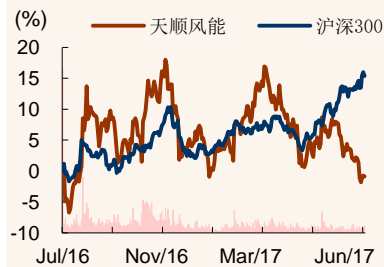
与 Vestas 签订框架协议, 风塔业务稳定增长

基础数据

上证综指	3238
总股本(万股)	177902
已上市流通股(万股)	94301
总市值(亿元)	114
流通市值(亿元)	60
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	8.9
资产负债率	41.3%
主要股东	上海天神投资管理有
主要股东持股比例	29.81%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-1	-1
相对表现	-12	-12	-16



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《天顺风能(002531)——叶片、风电场开始收获, 各块业务全面铺开》2017-04-28
- 2、《天顺风能(002531)——盈利能力增强, 叶片与风场蓄势待发》2017-04-21
- 3、《天顺风能(002531)——业绩高速增长, 新业务逐步进入收获期》2016-08-22

游家训

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

陈术子

chenshuzi@cmschina.com.cn  
S1090516080001

近日, 公司全资子公司天顺新能源收到与 Vestas 签署的 2017-2020 年度《塔架采购框架协议》, 确定双方在 2017-2020 年的长期合作关系, 以及风力发电塔架的采购数量和产能保证数量, 公司风塔未来三年订单稳定。

- **维斯塔斯最低采购协议, 稳定供应量:** 公司在 2011 年 11 月与 Vestas 签订 2012-2016 年的框架协议履行完毕后, 近日继续与 Vestas 签订 2017-2020 年为期三年的框架协议, 明确 Vestas 每年度向公司采购不低于 1200 段至 1800 段风塔。我们估计 2016 年 Vestas 销售额约为 8.9 亿元, 是公司最重要的客户。
- **客户质量优, 海外业务持续增长:** 除与风电巨头 Vestas 的长期合作外, 公司还与 GE、Siemens 等海外大型风电整机制造商有稳定的合作关系, 海外收入增长趋势明显。
- **叶片环节发挥客户与生产的协同效应, 将实现利润贡献:** 应市场大叶片的需求、同时抓住客户优势, 公司通过并购布局大叶片制造业务, 该业务目前已经开始发力, 下半年常熟天顺叶片项目建成投产后, 叶片年产能将达到 800 套, 将为公司带来新的利润增长点。
- **下游风电场运营业务将为公司带来持续收入:** 公司目前在建风电场 480MW, 预计未来每年增加 300-400MW 的风电场投资, 风电场规模将扩张至 1.5GW, 逐渐为公司贡献利润。
- **产业投资果实丰硕:** 公司围绕节能环保、新能源、新材料等领域进行产业投资, 前期投资的中泰模具和科创新源预计今明两年将陆续 IPO, 另有 3 家在新三板挂牌; 另外前期投资的融资租赁业务也将释放业绩。公司投资板块回报良好, 未来也将持续关注优质投资标的与其他投资机会。
- **公司评级: 给予审慎推荐评级。**
- **风险提示:** 汇率风险, 订单履行风险, 风电项目并网消纳风险

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2176	2308	3002	3817	5075
同比增长	55%	6%	30%	27%	33%
营业利润(百万元)	379	467	674	962	1328
同比增长	95%	23%	45%	43%	38%
净利润(百万元)	325	442	593	840	1156
同比增长	86%	36%	34%	42%	38%
每股收益(元)	0.18	0.25	0.33	0.47	0.65
PE	34.9	25.7	19.2	13.5	9.8
PB	5.0	2.5	2.2	1.9	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2697	4372	5351	6742	8458
现金	648	1116	1763	2625	3497
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	77	18	54	78	78
应收款项	833	940	1047	1384	1860
其它应收款	52	114	149	189	252
存货	301	393	488	557	773
其他	787	1790	1850	1908	1999
<b>非流动资产</b>	1946	3567	3435	3309	3229
长期股权投资	88	147	147	147	147
固定资产	753	2717	4045	3936	3872
无形资产	108	181	163	147	132
其他	997	522	(921)	(922)	(923)
<b>资产总计</b>	<b>4643</b>	<b>7939</b>	<b>8786</b>	<b>10050</b>	<b>11687</b>
<b>流动负债</b>	2018	1725	2045	2543	3120
短期借款	441	198	0	0	0
应付账款	423	464	622	773	1010
预收账款	33	20	27	33	44
其他	1121	1043	1396	1736	2066
<b>长期负债</b>	316	1551	1551	1551	1551
长期借款	290	233	233	233	233
其他	26	1318	1318	1318	1318
<b>负债合计</b>	<b>2334</b>	<b>3276</b>	<b>3596</b>	<b>4094</b>	<b>4671</b>
股本	823	1779	1779	1779	1779
资本公积金	666	1693	1693	1693	1693
留存收益	770	1120	1627	2373	3410
少数股东权益	50	71	91	112	135
归属于母公司所有者权益	2259	4592	5099	5845	6882
<b>负债及权益合计</b>	<b>4643</b>	<b>7939</b>	<b>8786</b>	<b>10050</b>	<b>11687</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	339	552	981	976	1026
净利润	325	442	593	840	1156
折旧摊销	47	96	182	189	164
财务费用	31	30	7	(4)	(13)
投资收益	(26)	(24)	(33)	(28)	(29)
营运资金变动	(30)	(124)	198	(54)	(306)
其它	(9)	133	34	33	53
<b>投资活动现金流</b>	(1365)	(1375)	(49)	(52)	(76)
资本支出	(1122)	(406)	(62)	(62)	(84)
其他投资	(243)	(969)	13	10	8
<b>筹资活动现金流</b>	1312	1269	(285)	(63)	(78)
借款变动	1340	(1948)	(225)	0	0
普通股增加	412	956	0	0	0
资本公积增加	(418)	1026	0	0	0
股利分配	(37)	(47)	(86)	(95)	(120)
其他	16	1283	26	32	41
<b>现金净增加额</b>	<b>286</b>	<b>446</b>	<b>647</b>	<b>862</b>	<b>872</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2176	2308	3002	3817	5075
营业成本	1543	1493	2001	2489	3250
营业税金及附加	10	17	22	28	37
营业费用	62	149	124	157	209
管理费用	115	155	180	191	254
财务费用	31	33	7	(4)	(13)
资产减值损失	62	20	26	22	38
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	26	24	33	28	29
<b>营业利润</b>	379	467	674	962	1328
营业外收入	7	54	23	28	35
营业外支出	6	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	380	517	693	986	1359
所得税	55	69	93	135	188
<b>净利润</b>	325	447	600	851	1171
少数股东损益	0	6	7	11	15
<b>归属于母公司净利润</b>	325	442	593	840	1156
<b>EPS (元)</b>	0.18	0.25	0.33	0.47	0.65

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	55%	6%	30%	27%	33%
营业利润	95%	23%	45%	43%	38%
净利润	86%	36%	34%	42%	38%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.1%	35.3%	33.3%	34.8%	36.0%
净利率	14.9%	19.1%	19.7%	22.0%	22.8%
ROE	14.4%	9.6%	11.6%	14.4%	16.8%
ROIC	11.4%	8.4%	10.8%	13.3%	15.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	50.3%	41.3%	40.9%	40.7%	40.0%
净负债比率	16.0%	5.8%	2.7%	2.3%	2.0%
流动比率	1.3	2.5	2.6	2.7	2.7
速动比率	1.2	2.3	2.4	2.4	2.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	4.7	4.3	4.5	4.8	4.9
应收帐款周转率	3.3	2.6	3.0	3.1	3.1
应付帐款周转率	5.7	3.4	3.7	3.6	3.6
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.18	0.25	0.33	0.47	0.65
每股经营现金	0.19	0.31	0.55	0.55	0.58
每股净资产	1.27	2.58	2.87	3.29	3.87
每股股利	0.01	0.05	0.05	0.07	0.11
<b>估值比率</b>					
PE	34.9	25.7	19.2	13.5	9.8
PB	5.0	2.5	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	713.4	549.0	375.7	282.8	219.4

## 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。

## 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。