

公司研究/中报点评

2017年08月31日

电力设备与新能源/新能源 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 6.25
合理价格区间(元): 8.06~8.68

何昕 执业证书编号: S0570515050001
研究员 010-56793937
hexin6573@htsc.com

黄斌 执业证书编号: S0570517060002
研究员 billhuang@htsc.com

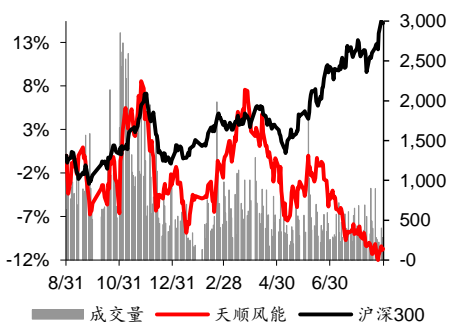
李轶奇 执业证书编号: S0570516080002
研究员 021-28972087
liyiqi@htsc.com

丁宁 执业证书编号: S0570517080009
研究员 010-56793941
dingning2@htsc.com

相关研究

1 《天顺风能(002531):风塔龙头, 成长可期》
2012.06

股价走势图



资料来源: Wind

深耕风电行业, 业绩稳健增长

天顺风能(002531)

2017H1 公司收入同比增长 27%, 净利润同比增长 13%

2017年1-6月, 公司累计实现营业收入12.45亿元、归属母公司净利润2.41亿元, 分别同比增长27.33%和13.00%, 每股盈利约为0.14元, 公司半年度业绩略低于我们预期。二季度公司实现营业收入7.1亿元、同比增长20.48%; 归属母公司净利润1.61亿元、同比增长12.04%。同时, 公司发布1-9月业绩预告, 预计净利润同比增幅在0~30%之间, 约为3.43~4.46亿元。

各业务稳健增长, 受钢材价格上涨导致利润增速不及收入增速

报告期内, 公司布局的风电运营、风电叶片业务已经开始贡献收入与利润, 分别实现收入1.24亿元和1.11亿元。同时, 公司风塔业务依然保持稳健增长, 销售量较16H1增长10.77%至13.54万吨; 生产量16.17万吨、同比增22.65%; 新接订单20.70亿元、同比增长近50%。然而, 受到上半年主要原材料钢材价格快速上涨, 公司风塔业务毛利率水平下滑6.23个百分点至29.38%, 这也是导致公司净利润增速低于收入增速的主要原因。

风塔业务保持全球领先, 订单交付有望逐渐提速

公司国内市场销售主要以2-3MW陆上风塔为主、海外市场销售则以3-3.45MW陆上风塔及6MW海上风塔产品为主, 产品类型基本覆盖了国内外下游主流厂商不同风机需求, 与GE、Vestas等海外企业建立了长期稳定的供销关系。根据公司公告, 公司已经承接GE 36套6MW海上风塔订单, 并与Vestas签订了为期4年的销售协议。考虑到国内外, 对于风电装机需求依然旺盛以及公司在手订单交付时点, 预计2017H2公司风塔业务增速有望进一步提升。

风电叶片、风电运营业务持续推进

除在风电塔架领域跻身国内一线梯队外, 公司在16年启动了风电叶片产能的布局, 一期800套风电叶片项目正处于建设期, 有望在18年进入产能释放期。在风电运营方面, 公司已并网项目规模300MW、在建项目规模约330MW, 预计在18年初陆续并网。根据公司中报, 公司已签订位于山东、江苏、安徽、河南、广西总计755MW风电场项目开发协议。

维持公司“买入”评级, 目标价8.06~8.68元

考虑到公司上半年公司业绩受到钢材价格影响, 预计2017-2018年净利润分别为5.50亿元(下调3.68%)、7.67亿元和9.82亿元, EPS分别为0.31元、0.43元和0.55元, 对应PE分别为20倍、14倍和11倍, 相比行业估值水平, 给予公司17年PE区间为26-28倍, 对应目标价区间为8.06元~8.68元, 维持公司“买入”评级。

风险提示: 钢材价格短期快速上涨; 叶片、风场施工进度低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,779
流通A股(百万股)	1,472
52周内股价区间(元)	6.16-7.73
总市值(百万元)	11,119
总资产(百万元)	8,690
每股净资产(元)	2.60

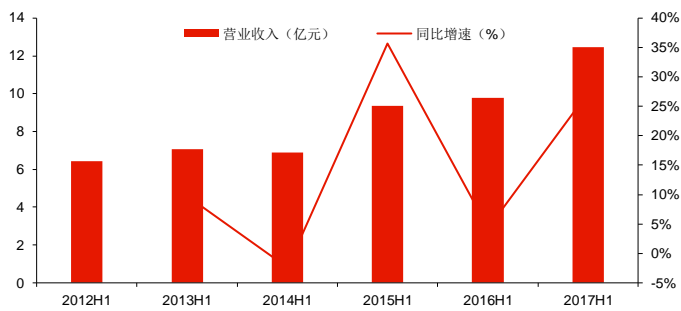
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,176	2,308	3,007	4,044	5,231
+/-%	55.17	6.07	30.29	34.48	29.36
归属母公司净利润(百万元)	303.22	406.48	549.75	767.19	981.86
+/-%	73.38	34.06	35.25	39.55	27.98
EPS(元, 最新摊薄)	0.17	0.23	0.31	0.43	0.55
PE(倍)	36.67	27.35	20.23	14.49	11.32

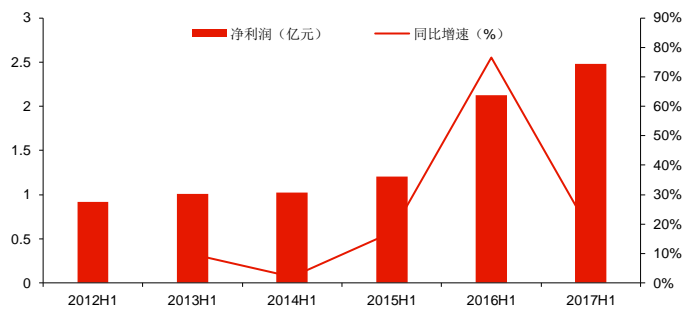
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2012H1-2017H1 公司中期收入情况



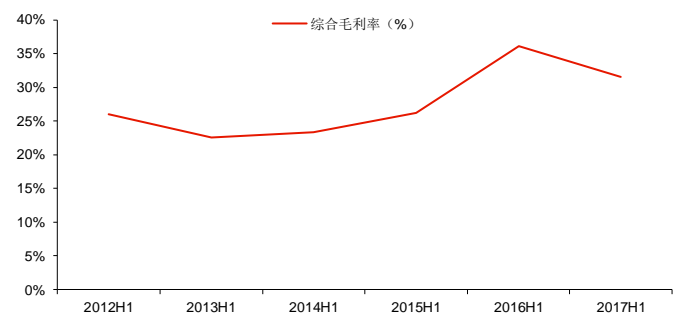
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 2012H1-2017H1 公司中期净利润情况



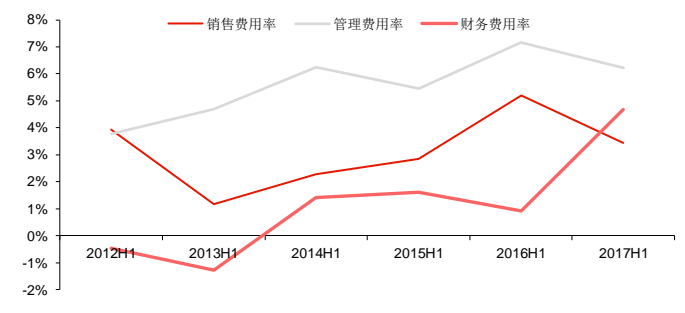
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 2012H1-2017H1 公司中期综合毛利率情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

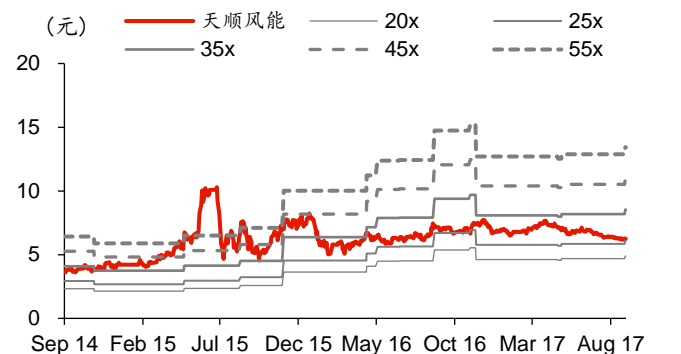
图表4: 2012H1-2017H1 公司中期期间费用率情况 单位: (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

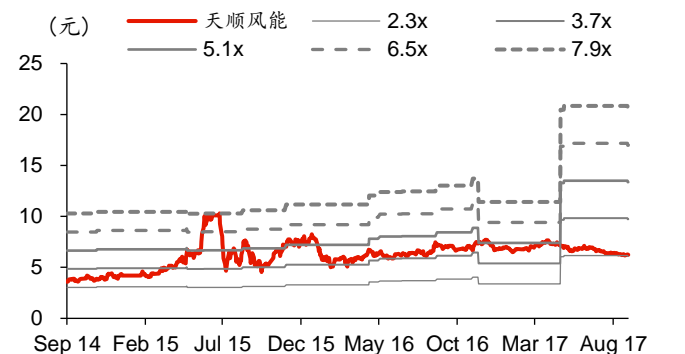
PE/PB - Bands

图表5: 天顺风能历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 天顺风能历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,697	4,372	4,200	5,875	7,787
现金	647.77	1,116	2,154	3,110	4,138
应收账款	833.39	940.31	1,168	1,595	2,061
其他应收账款	51.59	114.46	101.63	150.42	199.86
预付账款	46.33	177.60	153.56	221.27	305.63
存货	300.53	393.32	567.49	727.44	997.66
其他流动资产	817.26	1,630	55.74	71.48	84.44
非流动资产	1,946	3,567	3,187	3,046	2,913
长期投资	87.69	147.38	0.00	0.00	0.00
固定投资	753.13	2,717	2,686	2,592	2,479
无形资产	108.30	181.21	177.94	174.39	170.98
其他非流动资产	997.19	521.75	323.59	279.58	263.69
资产总计	4,643	7,939	7,387	8,921	10,700
流动负债	2,018	1,725	1,988	2,688	3,464
短期借款	441.18	197.57	300.00	350.00	550.00
应付账款	422.82	463.88	595.58	810.25	1,054
其他流动负债	1,154	1,063	1,093	1,528	1,861
非流动负债	316.40	1,551	395.06	647.11	943.90
长期借款	290.00	232.87	382.87	632.87	932.87
其他非流动负债	26.40	1,318	12.19	14.24	11.02
负债合计	2,334	3,276	2,383	3,335	4,408
少数股东权益	50.19	71.43	75.24	81.45	89.92
股本	823.00	1,779	1,779	1,779	1,779
资本公积	668.67	1,694	1,694	1,694	1,694
留存公积	769.61	1,120	1,455	2,032	2,729
归属母公司股	2,259	4,592	4,928	5,505	6,202
负债和股东权益	4,643	7,939	7,387	8,921	10,700

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	339.08	552.09	1,155	893.64	824.24
净利润	303.39	412.02	553.56	773.40	990.33
折旧摊销	47.48	96.47	131.04	133.83	134.97
财务费用	30.85	32.51	99.52	127.77	121.51
投资损失	(26.21)	(24.45)	(70.00)	(80.00)	(110.00)
营运资金变动	(75.76)	14.89	502.66	(104.16)	(346.44)
其他经营现金	59.32	20.66	(61.93)	42.80	33.88
投资活动现金	(1,365)	(1,375)	378.39	81.34	109.79
资本支出	1,122	405.68	0.00	0.00	0.00
长期投资	(191.25)	(864.24)	(274.34)	0.00	0.00
其他投资现金	(434.45)	(1,833)	104.05	81.34	109.79
筹资活动现金	1,312	1,269	(495.94)	(18.56)	93.70
短期借款	(31.34)	(243.60)	102.43	50.00	200.00
长期借款	290.00	(57.13)	150.00	250.00	300.00
普通股增加	411.50	956.02	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(411.50)	1,025	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,053	(411.73)	(748.37)	(318.56)	(406.30)
现金净增加额	273.35	451.94	1,037	956.43	1,028

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,176	2,308	3,007	4,044	5,231
营业成本	1,543	1,493	2,037	2,687	3,549
营业税金及附加	10.07	16.92	14.03	19.93	26.94
营业费用	62.28	148.51	129.31	170.66	198.79
管理费用	114.75	154.89	179.05	243.11	315.86
财务费用	30.85	32.51	99.52	127.77	121.51
资产减值损失	62.26	20.08	26.95	28.82	29.73
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	26.21	24.45	70.00	80.00	110.00
营业利润	357.27	431.42	591.35	846.86	1,100
营业外收入	6.68	54.18	60.00	62.00	63.00
营业外支出	5.61	4.11	3.09	3.37	3.56
利润总额	358.34	481.48	648.26	905.49	1,159
所得税	54.94	69.47	94.70	132.09	169.10
净利润	303.39	412.02	553.56	773.40	990.33
少数股东损益	0.18	5.54	3.81	6.21	8.47
归属母公司净利润	303.22	406.48	549.75	767.19	981.86
EBITDA	435.61	560.39	821.91	1,108	1,356
EPS (元)	0.17	0.23	0.31	0.43	0.55

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	55.17	6.07	30.29	34.48	29.36
营业利润	83.71	20.75	37.07	43.21	29.89
归属母公司净利润	73.38	34.06	35.25	39.55	27.98
获利能力 (%)					
毛利率	29.10	35.31	32.26	33.56	32.17
净利率	13.93	17.61	18.28	18.97	18.77
ROE	13.42	8.85	11.15	13.94	15.83
ROIC	16.67	10.14	17.62	25.34	30.18
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.27	41.26	32.27	37.38	41.20
净负债比率 (%)	31.86	13.98	28.65	29.47	33.64
流动比率	1.34	2.54	2.11	2.19	2.25
速动比率	1.18	2.29	1.83	1.92	1.96
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.37	0.39	0.50	0.53
应收账款周转率	3.13	2.43	2.66	2.74	2.67
应付账款周转率	5.70	3.37	3.85	3.82	3.81
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.23	0.31	0.43	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.31	0.65	0.50	0.46
每股净资产(最新摊薄)	1.27	2.58	2.77	3.09	3.49
估值比率					
PE (倍)	36.67	27.35	20.23	14.49	11.32
PB (倍)	4.92	2.42	2.26	2.02	1.79
EV_EBITDA (倍)	24.11	18.74	12.78	9.48	7.74

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com