

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

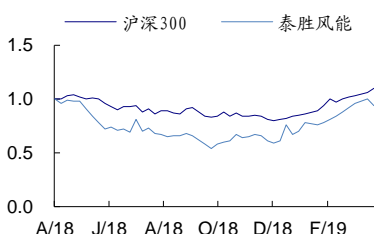
新能源

泰胜风能(300129)
增持

2018 年年报业绩点评

(首次评级)

2019 年 04 月 24 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

| | |
|---------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股) | 719/536 |
| 总市值/流通(百万元) | 3,114/2,319 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,202/10,236 |
| 12 个月最高/最低(元) | 5.40/2.51 |

相关研究报告:

《泰胜风能-300129-新股分析: 风机塔架行业的领先企业》——2010-10-19

证券分析师: 方重寅

 E-MAIL: fangchongyin@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518030002

联系人: 王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

领先风塔企业, 静待海上业务启航

● 2018 年归母净利润 0.11 亿元, 19 年 1 季度预增 30%-55%

公司 2018 年实现营业收入 14.73 亿元, 同比下降 7.39%; 实现归属母公司净利润 1053 万元, 同比下降 93.15%, 对应 EPS 为 0.01 元。公司 2018 年第四季度主营业务强势修复, 反映行业景气度。单季度营业收入 6.46 亿元, 同比增长 90.71%, 环比增长 67.96%; 公司在 2018 年度遭遇原材料价格上涨的巨大挑战。公司成本上升的压力明显, 第四季度亏损 1093 万元, 同比下降 5414%。公司预报 2019 年一季度盈利预计归母净利润为 1834 万元-2187 万元, 同比增长 30%-55%; 比上年同期增长 30-55% (上年盈利 1411 万元)。

● 获益于行业景气度提升, 新增和在手订单饱满

2018 年内行业景气度复苏, 公司新签订单高达 23.1 亿元, 其中陆上风电类订单本报告期新增 16.9 亿元, 海上风电类订单本报告期新增 6.1 亿元海上风电占比 26.5%; 国内占比 73%, 海外占比 27%; 截至 2018 年底公司在手待执行订单金额达到 17.4 亿元。

● 海工产能技改完成, 释放业务潜力

公司位于江苏启东 3~10MW 级海上风电重型装备制造基地项目完成技改, 预计在 2019 年集中释放 8 万吨订单, 对 2019 年业绩成长性带来较大贡献。

● 风险提示:

- 一、如果中国弃风电重新恶化, 将导致行业新增装机不达预期;
- 二、如果钢价快速上行并超过 2018 年高点, 将导致盈利能力改善不达预期。

● 投资建议: 合理估值每股 5.36~6.40 元, 给予“增持”评级。

预计 2019-2021 年归母净利润 1.77/2.39/3.07 亿元, 同比增速 1582/34.6/28.7%; 摊薄 EPS 为 0.25/0.33/0.43 元, 当前股价对应 PE 为 18.4/13.7/10.6x。公司稳步推荐产能利用率提升, 以及海上风塔市场的拓展, 并积极开拓海外业务, 驱动 2019-2020 年业绩显著修复。合理估值区间 5.36-6.40 元, 对应 2019 年 PE16-19x, 较当前股价溢价 18-41%, 给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

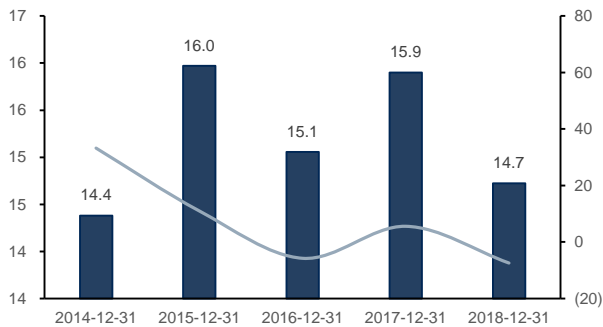
| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|---------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,473 | 2,084 | 2,469 | 2,716 | 2,906 |
| (+/-%) | -7.4% | 41.5% | 18.5% | 10.0% | 7.0% |
| 净利润(百万元) | 11 | 177 | 239 | 307 | 299 |
| (+/-%) | -93.1% | 1582.4% | 34.6% | 28.7% | -2.6% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.01 | 0.25 | 0.33 | 0.43 | 0.42 |
| EBIT Margin | 5.6% | 8.0% | 10.5% | 12.5% | 10.5% |
| 净资产收益率(ROE) | 0.5% | 7.7% | 9.9% | 11.9% | 11.1% |
| 市盈率(PE) | 310.0 | 18.4 | 13.7 | 10.6 | 10.9 |
| EV/EBITDA | 31.0 | 20.6 | 14.6 | 12.3 | 13.5 |
| 市净率(PB) | 1.48 | 1.42 | 1.35 | 1.27 | 1.21 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

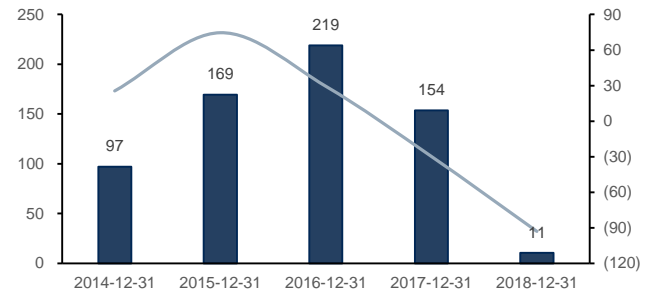
2018 年归母净利润 0.11 亿元，19 年一季度预增 30%-55%。公司 2018 年实现营业收入 14.73 亿元，同比下降 7.39%；实现归属母公司净利润 1053 万元，同比下降 93.15%，对应 EPS 为 0.01 元。公司 2018 年第四季度主营业务强势修复，反映行业景气度。单季度营业收入 6.46 亿元，同比增长 90.71%，环比增长 67.96%；公司在 2018 年度遭遇原材料价格上涨的巨大挑战。公司成本上升的压力明显，第四季度亏损 1093 万元，同比下降 5414%。公司预报 2019 年一季度盈利预计归母净利润为 1834 万元- 2187 万元，同比增长 30%-55%；比上年同期增长 30-55%（上年盈利 1411 万元）。

图 1：泰胜风能年度收入及同比增速（单位：亿元、%）



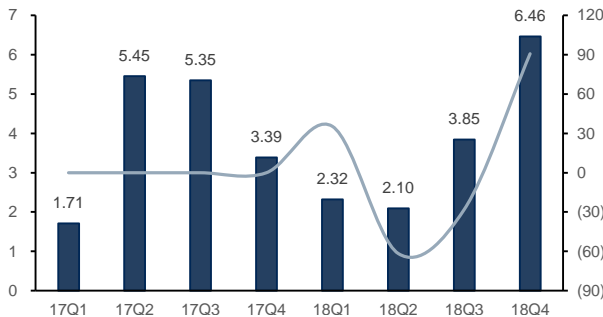
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：泰胜风能年度业绩及同比增速（单位：百万元、%）



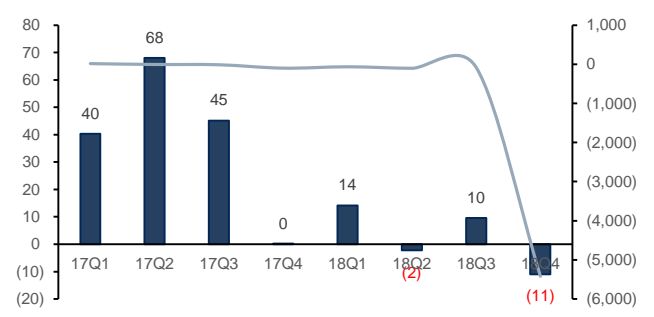
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：泰胜风能季度收入及同比增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：泰胜风能季度业绩及同比增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2018 年营业成本大幅上涨，拖累毛利率，2019 年有望逆转。公司在 2018 年度遭遇原材料价格上涨的巨大挑战。由于产业结构调整、环境保护等政策原因，钢材等原材料价格在 2018 年相当一部分时间内涨幅较大，公司成本上升的压力明显。报告期内公司产品毛利率下降，并最终导致净利润下降。

2018 年公司陆上风电类产品单吨售价同比提高 591 元，但吨钢成本同比提高 948 元，吨钢毛利同比下跌 357 元；海上风电类产品销售均价同比上涨 770 元，吨钢成本提升 2625 元，吨钢毛利同比下跌 1855 元。随着 2019 年厚板价格下调，以及 2018 年基于高钢价水平签订的新增订单开始执行，预计 2019 年风塔单吨售价将继续提升。同时公司蓝岛项目释放海上风电类产品产能后，单位成本将显著下降，毛利率得以修复。预计 2019 年公司风塔销量有望达到 24 万吨以上，同比增加近 10 万吨。2020 年随着三北平价和特高压风电项目的集中建设，公司位于内蒙、新疆等地原有产能也将得以利用，销量有望进一步提升至 30 万吨以上。

表 1: 泰胜风能各主要产品销售单价、营业成本和吨毛利

| 年份 | 产品 | 销量(吨) | 销售均价 | 单吨成本 | 吨毛利 |
|------|--------|---------|-------|-------|-------|
| 2018 | 陆上风电装备 | 144,726 | 7,673 | 6,090 | 1,583 |
| | 海上风电装备 | 33,066 | 7,922 | 8,201 | -279 |
| 2017 | 陆上风电装备 | 145,647 | 7,082 | 5,142 | 1,941 |
| | 海上风电装备 | 62,031 | 7,152 | 5,576 | 1,576 |

资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

获益于行业景气度提升,新增和在手订单饱满。2018 年内行业景气度复苏,公司新签订单高达 23.1 亿元,其中陆上风电类订单本报告期新增 16.9 亿元,海上风电类订单本报告期新增 6.1 亿元海上风电占比 26.5%;国内占比 74%,海外占比 26%;截至 2018 年底公司在手待执行订单金额达到 17.4 亿元。

表 2: 泰胜风能 2018 年新增订单、年底待执行订单及占比(单位:万元)

| | 2018 年新签订单 | 2018 年底待执行订单 | 占比 |
|--------|------------|--------------|------|
| 陆上风电订单 | 168,601 | 125,013 | 72% |
| 海上风电 | 61,172 | 42,853 | 25% |
| 海洋工程 | 1,235 | 3,820 | 2% |
| 其他业务 | | 2,270 | 1% |
| 合计 | 231,008 | 173,956 | 100% |

资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表 3: 泰胜风能分地区新增订单、年底待执行订单及占比(单位:万元)

| | 2018 年新签订单 | 2018 年底待执行订单 | 占比 |
|----|------------|--------------|-----|
| 国内 | 170,297 | 137,002 | 79% |
| 国外 | 63,569 | 36,955 | 21% |

资料来源:公司公告区间,国信证券经济研究所整理

投资建议:给予“增持”评级。预计 2019-2021 年归母净利润 1.77/2.39/3.07 亿元,同比增速 1582/34.6/28.7%;摊薄 EPS 为 0.25/0.33/0.43 元,当前股价对应 PE 为 18.4/13.7/10.6x。公司逐步提高陆上风电产能利用率,释放海上风电类产能,继续扩展海外市场,驱动 2019-2020 年业绩快速增长,合理估值区间 5.36-6.40 元,对应 2019 年 PE16-19x,较当前股价溢价 18-41%,给予“增持”评级。

表 4: 资金成本假设

| | 合理值 |
|----------|---------|
| 无杠杆 Beta | 1.08 |
| 无风险利率 | 3.60% |
| 股票风险溢价 | 5.70% |
| 公司股价 | 4.33 |
| 发行在外股数 | 719 |
| 股票市值(E) | 3114 |
| 债务总额(D) | 0 |
| Kd | 6.00% |
| T | 13.00% |
| Ka | 9.76% |
| 有杠杆 Beta | 1.08 |
| Ke | 9.76% |
| E/(D+E) | 100.00% |
| D/(D+E) | 0.00% |
| WACC | 9.76% |

资料来源:国信证券经济研究所预测

表 5: 现金流折现法估值

| | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | TV |
|----------------|-------------|----------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| EBIT | 166.1 | 258.5 | 338.7 | 304.3 | 325.6 | 348.4 | 372.7 | 398.8 | 426.8 | 456.6 | |
| 所得税税率 | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | |
| EBIT*(1-所得税税率) | 141.2 | 219.7 | 287.9 | 258.6 | 276.7 | 296.1 | 316.8 | 339.0 | 362.7 | 388.1 | |
| 折旧与摊销 | 81.1 | 90.6 | 96.6 | 99.6 | 99.6 | 99.6 | 99.6 | 99.6 | 99.6 | 99.6 | |
| 营运资金的净变动 | 536.2 | (1311.8) | 606.7 | 89.5 | (48.5) | (51.7) | 42.4 | (52.0) | (55.4) | (59.1) | |
| 资本性投资 | (90.0) | (90.0) | (90.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| FCFF | 668.4 | (1091.5) | 901.1 | 447.7 | 327.8 | 344.0 | 458.8 | 386.6 | 406.9 | 428.6 | 4943.4 |
| PV(FCFF) | 609.0 | (906.1) | 681.5 | 308.5 | 205.8 | 196.8 | 239.1 | 183.6 | 176.0 | 168.9 | 1948.7 |
| 核心企业价值 | 3811.9 | | | | | | | | | | |
| 减: 净债务 | (375.8) | | | | | | | | | | |
| 股票价值 | 4187.7 | | | | | | | | | | |
| 每股价值 | 5.82 | | | | | | | | | | |

资料来源:国信证券经济研究所预测

表 6: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 190424 | 总市值 亿元 | EPS | | | PE | | | ROE (18A) | PEG (18A) | 投资 评级 |
|--------|------|--------------|-----------|------|------|------|-------|------|------|--------------|--------------|----------|
| | | | | 18A | 19E | 20E | 18A | 19E | 20E | | | |
| 300129 | 泰胜风能 | 4.54 | 3,265 | 0.01 | 0.25 | 0.33 | 310.0 | 18.4 | 13.7 | 0.47% | -4.8 | 增持 |
| 002202 | 金风科技 | 12.52 | 51,352 | 0.78 | 0.82 | 1.22 | 16.0 | 15.3 | 10.3 | 12.9% | 2.2 | 买入 |
| 002531 | 天顺风能 | 5.61 | 9,980 | 0.28 | 0.45 | 0.51 | 20.0 | 12.5 | 11.0 | 9.7% | 2.6 | 买入 |
| 300569 | 天能重工 | 18.77 | 2,816 | 0.72 | 1.62 | 2.08 | 26.1 | 11.6 | 9.0 | 6.0% | 2.1 | 买入 |
| 603218 | 日月股份 | 22.87 | 9,313 | 0.71 | 1.16 | 1.94 | 32.4 | 19.7 | 11.8 | 9.80% | 1.3 | 买入 |

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|-------------|---------------|--------------|
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 现金及现金等价物 | 481 | 1076 | 700 | 717 | 营业收入 | 1473 | 2084 | 2469 | 2716 |
| 应收款项 | 787 | 1085 | 1556 | 1711 | 营业成本 | 1223 | 1636 | 1877 | 2037 |
| 存货净额 | 779 | 605 | 645 | 917 | 营业税金及附加 | 11 | 15 | 18 | 20 |
| 其他流动资产 | 271 | 21 | 25 | 27 | 销售费用 | 57 | 79 | 94 | 103 |
| 流动资产合计 | 2318 | 2786 | 2926 | 3372 | 管理费用 | 99 | 195 | 230 | 225 |
| 固定资产 | 735 | 769 | 780 | 785 | 财务费用 | (7) | (19) | 3 | 10 |
| 无形资产及其他 | 234 | 226 | 218 | 210 | 投资收益 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 174 | 174 | 174 | 174 | 资产减值及公允价值变动 | (40) | 4 | 4 | 4 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收入 | (46) | 8 | 8 | 8 |
| 资产总计 | 3461 | 3956 | 4098 | 4542 | 营业利润 | 16 | 189 | 260 | 332 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 3 | 0 | 834 | 100 | 营业外净收支 | (1) | (1) | (6) | (6) |
| 应付款项 | 912 | 1081 | 199 | 1186 | 利润总额 | 15 | 188 | 254 | 326 |
| 其他流动负债 | 300 | 553 | 638 | 687 | 所得税费用 | 6 | 28 | 38 | 49 |
| 流动负债合计 | 1214 | 1634 | 1671 | 1973 | 少数股东损益 | (1) | (17) | (23) | (29) |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 11 | 177 | 239 | 307 |
| 其他长期负债 | 37 | 37 | 37 | 37 | | | | | |
| 长期负债合计 | 37 | 37 | 37 | 37 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 1251 | 1671 | 1708 | 2010 | 净利润 | 11 | 177 | 239 | 307 |
| 少数股东权益 | 2 | (12) | (26) | (37) | 资产减值准备 | 16 | (13) | 0 | 0 |
| 股东权益 | 2208 | 2297 | 2416 | 2570 | 折旧摊销 | 63 | 81 | 91 | 97 |
| 负债和股东权益总计 | 3461 | 3956 | 4098 | 4542 | 公允价值变动损失 | 40 | (4) | (4) | (4) |
| | | | | | 财务费用 | (7) | (19) | 3 | 10 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | 270 | 536 | (1312) | 607 |
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 其它 | (10) | (0) | (14) | (12) |
| 每股收益 | 0.01 | 0.25 | 0.33 | 0.43 | 经营活动现金流 | 389 | 777 | (1000) | 994 |
| 每股红利 | 0.08 | 0.12 | 0.17 | 0.21 | 资本开支 | (52) | (90) | (90) | (90) |
| 每股净资产 | 3.07 | 3.19 | 3.36 | 3.57 | 其它投资现金流 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| ROIC | 2% | 7% | 9% | 10% | 投资活动现金流 | (49) | (90) | (90) | (90) |
| ROE | 0% | 8% | 10% | 12% | 权益性融资 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 17% | 22% | 24% | 25% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 6% | 8% | 10% | 12% | 支付股利、利息 | (59) | (89) | (119) | (153) |
| EBITDA Margin | 10% | 11% | 14% | 16% | 其它融资现金流 | (70) | (3) | 834 | (734) |
| 收入增长 | -7% | 42% | 19% | 10% | 融资活动现金流 | (186) | (92) | 715 | (887) |
| 净利润增长率 | -93% | 1582% | 35% | 29% | 现金净变动 | 154 | 595 | (376) | 17 |
| 资产负债率 | 36% | 42% | 41% | 43% | 货币资金的期初余额 | 327 | 481 | 1076 | 700 |
| 股息率 | 1.9% | 2.8% | 3.8% | 4.9% | 货币资金的期末余额 | 481 | 1076 | 700 | 717 |
| P/E | 310.0 | 18.4 | 13.7 | 10.6 | 企业自由现金流 | 331 | 668 | (1092) | 901 |
| P/B | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 权益自由现金流 | 261 | 682 | (260) | 158 |
| EV/EBITDA | 31.0 | 20.6 | 14.6 | 12.3 | | | | | |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032