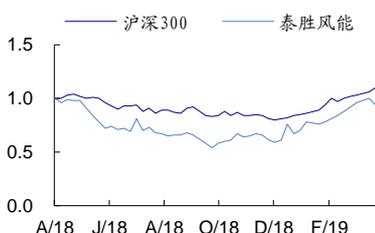


证券研究报告—动态报告
电气设备新能源
新能源
泰胜风能(300129)
增持
2019年一季报业绩点评

(维持评级)

2019年04月26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)	3,028/2,255
上证综指/深圳成指	3,124/9,908
12个月最高/最低(元)	5.40/2.51

相关研究报告:

《泰胜风能-300129-2018年年报业绩点评:领先风塔企业,静待海上业务启航》——2019-04-24

《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

海上业务扭亏,毛利率迎来拐点

● 2019年第一季度营业收入同比增长46.3%,归母净利润2056万元

公司2019年第一季度实现营业收入3.40亿元,同比上涨46.28%;实现归属母公司净利润2056万元,同比增长45.76%;实现扣非净利润1635万元,同比增长197.45%;对应基本每股收益为0.03元。公司2019年第一季度主营业务延续高速增长,估计出货量达到4.5-4.7万吨,反映行业景气度旺盛。

● 新增订单同比显著增长,海上业务增长迅猛

截至2019年第一季度末公司在手订单合计达到20.3亿元,其中陆上风电类订单占比70%,海上风电类订单占比27%。本报告期新增公司新增订单5.5亿元,其中陆上风电4.5亿元,同比增长21%,海上风电1.06亿元,同比增长224%。

● 海上低价订单集中消化,相关子公司实现扭亏为盈,毛利率可期

2019年第一季度综合毛利率16.45%,环比提升1.9个百分点。公司海上风电业务在2018年在钢材成本暴涨的不利局面下,被动消化2017年签署的低价订单,相关子公司当年亏损4839万元。今年1季度公司集中消化海上风电订单1.06亿元,相关子公司2019年第一季度扭亏为盈,实现盈利2.88万元。目前在手海上风电订单5.3亿元,已经低于2018年6.1亿元的新增订单规模,预计未来低价海上订单对整体毛利率的不利影响将大幅减小,综合毛利率恢复至20%以上的正常水平。

● 风险提示:

- 一、如果中国弃风限电重新恶化,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:维持合理估值每股5.36~6.40元,维持“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17.1/12.7/9.9x。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27-52%,维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

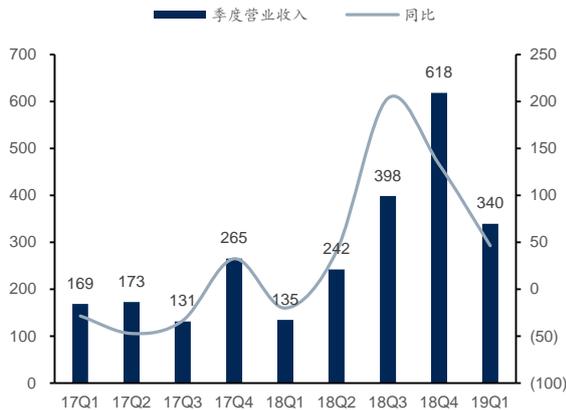
	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,473	2,084	2,469	2,716	2,906
(+/-%)	-7.4%	41.5%	18.5%	10.0%	7.0%
净利润(百万元)	11	177	239	307	299
(+/-%)	-93.1%	1582.4%	34.6%	28.7%	-2.6%
摊薄每股收益(元)	0.01	0.25	0.33	0.43	0.42
EBIT Margin	5.6%	8.0%	10.5%	12.5%	10.5%
净资产收益率(ROE)	0.5%	7.7%	9.9%	11.9%	11.1%
市盈率(PE)	287.5	17.1	12.7	9.9	10.1
EV/EBITDA	29.4	19.6	13.9	11.8	12.9
市净率(PB)	1.37	1.32	1.25	1.18	1.13

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

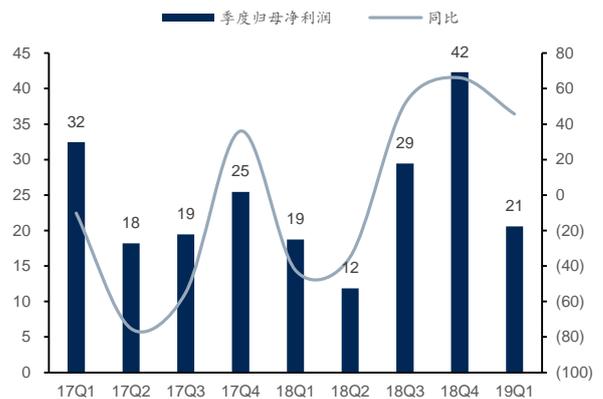
2019年第一季度营业收入同比增长46.3%，归母净利润2056万元。公司2019年第一季度实现营业收入3.40亿元，同比上涨46.28%；实现归属母公司净利润2056万元，同比增长45.76%；实现扣非净利润1635万元，同比增长197.5%；对应基本每股收益为0.03元。公司2019年第一季度主营业务延续高速增长，估计出货量达到4.5-4.7万吨，反映行业景气度旺盛。

图 1：泰胜风能季度收入及同比增速（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

新增订单同比显著增长，海上业务增长迅猛。截至2019年第一季度末公司在手订单合计达到20.3亿元，其中陆上风电类订单占比70%，海上风电类订单占比27%。本报告期新增公司新增订单5.5亿元，其中陆上风电4.5亿元，同比增长21%，海上风电1.06亿元，同比增长224%。

表 1：泰胜风能新增订单、最新待执行订单及占比（单位：万元）

	2018年新签订单	1Q19新签订单	1Q19待执行订单	占比
陆上风电订单	168,601	44,643	143,022	70%
海上风电	61,172	10,551	54,280	27%
海洋工程	1,235	0	3,425	3%
其他业务	-	-	2,192	1%
合计	231,008	55,194	202,919	100%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表 2：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）

	1Q19新签订单	1Q19待执行订单	占比
国内	33,061	156,834	77%
国外	22,183	46,085	23%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海上低价订单集中消化，相关子公司实现扭亏为盈，毛利率可期。2019年第一季度综合毛利率16.45%，环比提升1.9个百分点。公司海上风电业务在2018年在钢材成本暴涨的不利局面下，被动消化2017年签署的低价订单，相关子公司蓝岛项目当年亏损4839万元。今年1季度公司集中消化海上风电订单1.06亿元，相关子公司2019年第一季度扭亏为盈，实现盈利2.88万元。目前在手海上风电订单5.3亿元，已经低于2018年6.1亿元的新增订单规模，预计未来

低价海上订单对整体毛利率的不利影响将大幅减小，整体毛利率恢复到 20% 以上的正常水平。随着 2018 年基于高钢价水平签订的新增订单开始执行，预计 2019 年风塔单吨售价将明显提升。同时公司蓝岛项目释放 8 万吨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。

表 3: 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

投资建议: 维持“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 17.1/12.7/9.9x。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 27-52%, 维持“增持”评级。

表 4: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190426	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	4.26	3,064	0.01	0.25	0.33	287.5	17.1	12.7	0.47%	-4.5	增持
002202	金风科技	11.59	47,537	0.78	0.82	1.22	14.8	14.1	9.5	12.9%	2.1	买入
002531	天顺风能	5.40	9,607	0.28	0.45	0.51	19.3	12.0	10.6	9.7%	2.5	买入
300569	天能重工	18.11	2,717	0.72	1.62	2.08	25.2	11.2	8.7	6.0%	2.0	买入
603218	日月股份	23.22	9,456	0.71	1.16	1.94	32.9	20.0	12.0	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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
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					
负债合计	1251	1671	1708	2010					
少数股东权益	2	(12)	(26)	(37)					
股东权益	2208	2297	2416	2570					
负债和股东权益总计	3461	3956	4098	4542					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	11	177	239	307
资产减值准备	16	(13)	0	0
折旧摊销	63	81	91	97
公允价值变动损失	40	(4)	(4)	(4)
财务费用	(7)	(19)	3	10
营运资本变动	270	536	(1312)	607
其它	(10)	(0)	(14)	(12)
经营活动现金流	389	777	(1000)	994
资本开支	(52)	(90)	(90)	(90)
其它投资现金流	2	0	0	0
投资活动现金流	(49)	(90)	(90)	(90)
权益性融资	3	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(59)	(89)	(119)	(153)
其它融资现金流	(70)	(3)	834	(734)
融资活动现金流	(186)	(92)	715	(887)
现金净变动	154	595	(376)	17
货币资金的期初余额	327	481	1076	700
货币资金的期末余额	481	1076	700	717
企业自由现金流	331	668	(1092)	901
权益自由现金流	261	682	(260)	158

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.01	0.25	0.33	0.43
每股红利	0.08	0.12	0.17	0.21
每股净资产	3.07	3.19	3.36	3.57
ROIC	2%	7%	9%	10%
ROE	0%	8%	10%	12%
毛利率	17%	22%	24%	25%
EBIT Margin	6%	8%	10%	12%
EBITDA Margin	10%	11%	14%	16%
收入增长	-7%	42%	19%	10%
净利润增长率	-93%	1582%	35%	29%
资产负债率	36%	42%	41%	43%
股息率	1.9%	2.8%	3.8%	4.9%
P/E	287.5	17.1	12.7	9.9
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	29.4	19.6	13.9	11.8

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