

证券研究报告—动态报告

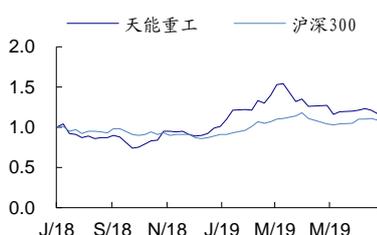
电气设备新能源

电气设备

天能重工(300569)
买入
2019 年半年报预告点评

(维持评级)

2019 年 07 月 16 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)	225/127
总市值/流通(百万元)	2,612/1,473
上证综指/深圳成指	2,942/9,213
12 个月最高/最低(元)	15.74/6.77

相关研究报告:

《天能重工-300569-公司快评-锐意进取,收购风电项目加速战略转型》——2019-05-31
 《天能重工-300569-2019 年一季度业绩快报点评: 销售收入大幅提升, 验证业务景气度》——2019-04-12
 《天能重工-300569-首次覆盖-获益于风电市场扩张, 风塔业绩成长性可期》——2019-02-12

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

营收翻番, 利润率显著提升

● 风塔出货量大幅增长带动营业收入同比 120%

2019 年上半年公司抓住国内风电行业整体复苏的机遇, 积极开拓市场, 使得公司风机塔筒项目(含海上风电塔筒和桩基)订单持续增长。同时 2019 年上半年发货情况较好, 销售收入较上年同期有较大幅度增长, 增长幅度约 120% 以上, 估计公司发货量为 11-12 万吨, 其中 1 季度为 4.5 万吨左右, 2 季度为 7.5 万吨左右。表观业绩略超预期, 半年度业绩符合预期。

● 第二季度经营杠杆效应显著, 利润率环比同比大幅提升

2019 年 1-6 月归属上市公司股东净利润 8,108.85 万元-8,567.85 万元, 同比增长 165-180%; 第二季度公司预计实现营业收入 4.69 亿元, 同比增速 94%, 实现归属上市公司股东业绩 5,280-5,739 万元, 同比增速 346%-385%。第二季度随着公司销售规模的增长, 公司经营杠杆效应显著, 利润增速远高于营收增速, 反映公司毛利率和经营利润率快速提升, 销售净利率同比提升 6.8 个百分点, 达到 11.7%。

● 新增风电运营资产, Q2 贡献增量业绩

公司所持有的 90MW 以上光伏电站, 发电收入稳定, 为公司贡献效益。同时公司于报告期内(2019 年 5 月 29 日)收购了江阴远景汇力能源有限公司(持有装机容量为 74.8MW 的风电场), 为公司贡献效益。公司预计 2019 年半年度公司非经常性损益金额约为 837.73 万元, 主要是收购江阴远景汇力能源有限公司产生的净收益。

● 风险提示: 风电装机不达预期、钢价快速涨、自营风电场建设进度不达预期
● 投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。

预计 2019-2021 归母净利润 2.43/3.21/3.45 亿, 对应 EPS 为 1.08/1.43/1.34 元, 对应当前股价 PE 为 10.8/8.1/8.7X, 合理估值为 14.88-19.14 元/股, 对应 2019 年 PE 为 10.4X-13.4X; 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

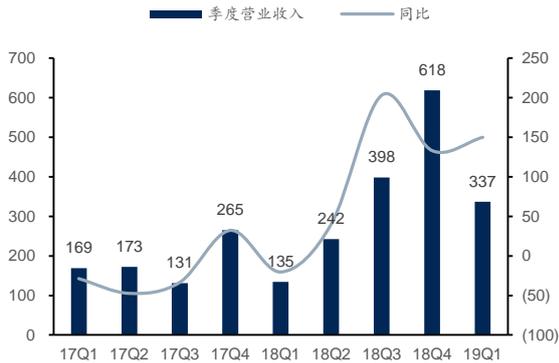
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,836	1,394	2,046	2,475	2,599
(+/-%)	24.7%	88.8%	46.8%	21.0%	5.0%
净利润(百万元)	3,217	102	243	321	307
(+/-%)	24.2%	7.1%	137.3%	32.1%	-4.4%
摊薄每股收益(元)	0.87	0.68	1.08	1.42	1.34
EBIT Margin	26.9%	13.1%	17.1%	19.8%	19.5%
净资产收益率(ROE)	20.9%	5.8%	12.4%	14.2%	12.2%
市盈率(PE)	73.7	17.0	10.8	8.1	8.7
EV/EBITDA	59.1	14.3	8.9	7.4	7.6
市净率(PB)	15.4	0.99	1.34	1.15	1.06

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

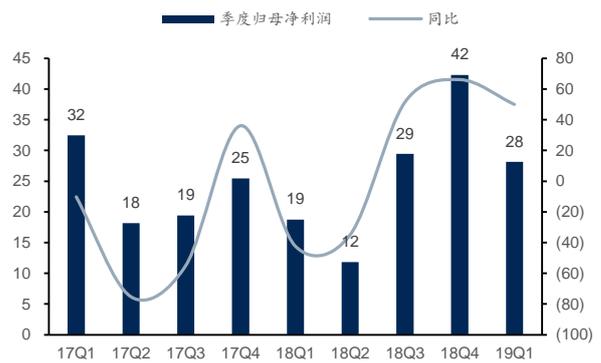
上半年收入增速 120%，利润率迅速提升。2019 年 1-6 月归属上市公司股东净利润 8,108.85 万元-8,567.85 万元，同比增长 165-180%，销售净利率同比提升 2 个百分点至 10.1%；第二季度公司预计实现营业收入 4.69 亿元，同比增速 94%，实现归属上市公司股东业绩 5,280-5,739 万元，同比增速 346%-385%。第二季度随着销售规模的增长，公司经营杠杆效应显著，利润增速远高于营收增速，反映公司毛利率和经营利润率快速提升，销售净利率同比提升 6.8 个百分点，达到 11.7%。

图 1: 天能重工单季度营业收入及增速(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 2: 天能重工单季归母净利润及增速(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

风塔出货量估算。2019 年上半年公司抓住国内风电行业整体复苏的机遇，积极开拓市场，使得公司风机塔筒项目（含海上风电塔筒和桩基）订单持续增长。同时 2019 年上半年发货情况较好，销售收入较上年同期有较大幅度增长，增长幅度约 120%以上，估计公司发货量为 11-12 万吨，其中 1 季度为 4.5 万吨左右，2 季度为 7.5 万吨左右。

表 1: 天能重工 2019 年第二季度业绩预测

	1H 2018	1H 2019 E	2Q 2018	2Q 2019 E
风塔产品销售量 (万吨)	6.5	11.5	4.0	7.5
风塔毛利率	20.3%	23.1%	20.3%	23.3%
在运光伏项目平均容量 (MW)	60	100	60	100
在运风电项目平均容量 (MW)	0	25	0	25
营业收入(万元)	37,694	82,926	24,227	46,929
营业收入同比增速	-	120%	-	94%
归母净利润 (万元)	3060	8338	1184	5510
归母净利润同比增速	-	173%	-	365%
销售净利率	8.1%	10.1%	4.9%	11.7%

资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测 (出货量和毛利率为预测)

新增风电运营资产，2019 年第二季度开始贡献增量业绩。公司所持有的 90MW 以上光伏电站，发电收入稳定，为公司贡献效益。同时公司于报告期内（2019 年 5 月 29 日）收购了江阴远景汇力能源有限公司（持有装机容量为 74.8MW 的风电场）。公司预计 2019 年半年度公司非经常性损益金额约为 837.73 万元，主要是收购江阴远景汇力能源有限公司产生的净收益。

此次交易的股权出让方远景能源向公司保证目标电站在风机主机五年质保期内无关风速每年的等效满发小时数平均值不低于 2200 小时，若等效满发小时数低于 2200 小时的，应当向公司支付差额补偿款，因电网限电因素导致的发电

量降低的情况除外。具体计算公式为：差额补偿款=目标电站装机容量 74.8MW* 差额小时数*目标电站当年已实现的交易电价均价（元/千瓦时），根据 2200 的保底利用小时计算，该项目每年可贡献税前利润超过 2500 万元，在补贴拖欠的情况下净现金超过 300 万元，补贴正常发放的情况下，净现金流高达 2900 万元以上，相当于股权对价的 15.6%。

表 2: 远景汇力项目业绩预估

财务指标 单位(元)	估计值
上网电价(元/千瓦时)	0.6
利用小时数	2200
装机容量(MW)	74.8
增值税率	13%
资产总额	698,300,645.29
应收账款	17,380,841.30
负债总额	502,228,978.88
预期贷款利率	5.90%
营业收入	92,709,859.15
营业成本	34,045,990.20
管理费用	1,854,197.18
财务费用	29,631,509.75
税前利润	27,178,162.02
燃煤标杆部分电费收入	66,442,065.73
补贴拖欠情景下净现金流	3,328,624.05
补贴正常发放情境下的净现金流	29,596,417.48

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所预测

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。 预计公司 2019-2021 归母净利润 2.43/3.21/3.45 亿，对应 EPS 为 1.08/1.43/1.34 元，对应当前股价 PE 为 10.8/8.1/8.7X，合理估值为 14.88-19.14 元/股，对应 2019 年 PE 为 10.4X-13.4X；维持“买入”评级。

表 3: 重点公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 7-15	EPS			PE			PB 2018	PEG	总市值(百万元)
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E			
002202	金风科技	买入	12.82	0.90	0.76	1.16	16.8	16.8	11.1	2.17	3.2	54,165
002531	天顺风能	买入	6.05	0.26	0.42	0.51	22.9	14.5	12.0	2.06	852.0	10,763
603218	日月股份	买入	19.85	0.54	0.89	1.49	36.5	22.2	13.3	3.54	1.5	10,509
300569	天能重工	买入	11.61	0.46	1.08	2.08	25.3	10.8	8.1	1.49	3.6	2,612
300129	泰胜风能	增持	4.09	0.02	0.25	0.33	267.4	16.6	12.3	1.33	-1.4	2,941

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	390	300	300	300	营业收入	1394	2046	2475	2599
应收款项	659	1065	1356	1353	营业成本	1067	1463	1735	1819
存货净额	754	529	577	1381	营业税金及附加	6	13	14	13
其他流动资产	204	205	248	260	销售费用	85	153	163	161
流动资产合计	2007	2099	2481	3294	管理费用	53	69	74	100
固定资产	936	979	1593	1433	财务费用	11	31	61	101
无形资产及其他	128	125	123	120	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	194	194	194	194	资产减值及公允价值变动	(10)	(10)	(8)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(37)	3	3	3
资产总计	3265	3397	4392	5041	营业利润	125	308	422	399
短期借款及交易性金融负债	602	491	299	626	营业外净收支	4	(1)	(6)	(6)
应付款项	480	416	489	506	利润总额	129	307	416	393
其他流动负债	351	320	186	194	所得税费用	14	32	52	46
流动负债合计	1433	1227	973	1327	少数股东损益	13	32	43	41
长期借款及应付债券	0	112	1007	1007	归属于母公司净利润	102	243	321	307
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	112	1007	1007	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1433	1339	1980	2334	净利润	102	243	321	307
少数股东权益	73	105	148	189	资产减值准备	13	(10)	0	0
股东权益	1759	1953	2263	2518	折旧摊销	39	99	130	155
负债和股东权益总计	3265	3397	4392	5041	公允价值变动损失	10	10	8	8
					财务费用	11	31	61	101
关键财务与估值指标					营运资本变动	(155)	(287)	(444)	(786)
每股收益	0.68	1.08	1.42	1.34	其它	(5)	41	43	41
每股红利	0.28	0.22	0.28	0.40	经营活动现金流	4	97	58	(276)
每股净资产	11.72	8.68	10.06	10.96	资本开支	(412)	(140)	(750)	0
ROIC	8%	12%	13%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	12%	14%	12%	投资活动现金流	(412)	(140)	(750)	0
毛利率	23%	28%	30%	30%	权益性融资	14	0	54	40
EBIT Margin	13%	17%	20%	20%	负债净变化	0	112	895	0
EBITDA Margin	16%	22%	25%	25%	支付股利、利息	(42)	(49)	(64)	(92)
收入增长	89%	47%	21%	5%	其它融资现金流	644	(111)	(192)	328
净利润增长率	7%	137%	32%	-4%	融资活动现金流	574	(47)	692	276
资产负债率	46%	43%	48%	50%	现金净变动	166	(90)	0	0
息率	2.4%	2.8%	3.7%	5.3%	货币资金的期初余额	225	390	300	300
P/E	17.0	10.8	8.1	8.7	货币资金的期末余额	390	300	300	300
P/B	1.0	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	(365)	(15)	(635)	(182)
EV/EBITDA	14.3	8.9	7.4	7.6	权益自由现金流	279	(42)	15	56

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