

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**电气设备新能源**
**电气设备**
**天能重工 (300569)**
**重大事件快评**
**买入**

(维持评级)

2019年09月30日

# 预中标兴安盟 9 亿风塔大单 强势回归三北战场

**证券分析师：方重寅**

fangchongyin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518030002

**联系人：王蔚祺**

wangweiqi2@guosen.com.cn

## 事项：

天能重工 9 月 27 日公告，公司成为“中广核内蒙古兴安盟风电场塔筒采购-标段 2”的中标候选人，该标段涉及塔筒采购需求 351 台，预中标金额为 9.25 亿元，占 2018 年经审计营业收入的 66%。公司尚未收到中标通知书，最终能否中标及是否能够签署正式合同均存在不确定性。

**国信电新观点：**1) 公司如果成功中标 9 亿大单，将为公司未来三年增加至少每年 2.7 亿元营业收入，相当于 2018 年公司经审计营业收入的 19%，显著提升公司业绩成长性。2) 公司可借此机会在内蒙古增加产能布局 10 万吨，相当于现有产能的三分之一，有利于减少内蒙地区运输费用，提升投标竞争力，并提升销售净利率。3) 公司在内蒙增加产能布局，有利于加强与央企大客户的合作黏性，巩固竞争实力。4) 风险提示：公司未能成功中标或签订供货合同；公司产品质量出现问题，影响订单交付；钢价快速上涨侵蚀公司盈利能力。5) 投资建议：天能重工是国内领先的风塔企业，在三北、黄河流域和江苏沿海拥有广泛的产能布局，在运输经济性方面领先同业，同时与大型电力企业客户保持良好的合作关系。公司成为 9 亿大单中标候选人，如果中标预计将扩产 33%(10 万吨)，未来三年业绩成长性确定。因此上调公司 2019/20/21 年归母净利润预期至 2.79/4.58/5.57 亿，上调公司合理估值区间至 22.26-29.11 元/股（原区间 17.36-23.03 元/股，估值中枢上调 25%），较当前股价溢价 18-54%，对应 2019 年 PE 为 17.9-23.5 倍，维持“买入”评级。

## 评论：

### ■ 预中标中广核兴安盟项目 9 亿元订单，预计每年可增收 2.7 亿元，每年增加风塔销量约 2.8 万吨

中广核（兴安盟）新能源有限公司于近日在中广核电子商务平台（网址：<https://ecp.cgnpc.com.cn>）发布了《中广核内蒙古兴安盟风电场塔筒采购-标段 2 中标候选人公示》，公司为“中广核内蒙古兴安盟风电场塔筒采购-标段 2”的中标候选人。

项目概况：中广核内蒙古兴安盟风电场塔筒采购标-2，共采购塔筒 351 台，预中标金额为 925,159,848.00 元，占 2018 年度经审计营业收入总额的 66.39%。本次预中标后，若公司能够正式中标并签订正式合同并顺利实施，将对未来经营业绩产生积极的影响，预计每年可增收 2.7 亿元，每年增加风塔销量约 2.8 万吨，按照吨钢净利 1050 元计算，每年可增加业绩 2900 万元以上。

上述项目的具体内容及履行期限以签订的正式合同为准。截至公告日，公司尚未收到中标通知书，公司最终是否能够中标及是否能够签署正式合同均存在不确定性。

**表 1: 兴安盟预中标项目投资收益估算 (单位: 元)**

标段 2 项目基本情况及收益估算	
合同金额(元)	925,159,848.00
交付周期	2020-2022
税后年均营业收入(元)	272,908,509.73
增值税率	13%
拟新建固定资产(元)	100,000,000.00
采购台套数(台)	351
单台重量(万吨)	240.00
预计总体用钢量(吨)	84240
预计年用钢量(吨)	28080
销售单价(元/吨, 不含税)	9,718.96
吨钢毛利(元)	2,000.00
年度毛利润边际贡献	56,160,000.00
新增销售费用(元)	8,424,000.00
新增管理费用(元)	10,000,000.00
新增财务费用(元)	8,000,000.00
年度税后利润(元)	29,736,000.00
吨钢净利(元)	1,059

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

### ■ 目前仍有多个三北大基地项目启动前期工作, 公司具备较强市场竞争力

今年 9 月初上海庙至山东直流特高压配套的内蒙阿拉善盟区域 1.6GW 风电基地投资企业评优结果公示, 该基地计划在 2019 年 12 月底前具备开工条件。目前评优结果已经公示, 根据规定投资企业在签订开发协议后 6 个月内必须开工建设; 今年上半年国电投乌兰察布 6GW 平价项目也完成风机招标工作, 仅上述 2 个项目就合计 7.6GW (折合 60-70 万吨风塔需求), 预期 2020-2021 内蒙古地区将迎来大规模的风塔需求。

目前三北原有风塔产能无法满足大型风机的要求, 加上大型基地对风塔产品质量和供应商要求极为严格, 因此预计三北大基地的风塔订单将集中在国内少数几家行业领先企业手中。目前天能重工是国内拥有辐射三北市场的生产基地数量最多的企业, 在吉林、新疆、山东、山西均设有生产基地。如果中标兴安盟项目, 公司将布局内蒙古地区的生产能力, 提升进一步参与其他大基地项目的竞争力。

**表 2: 近期启动前期工作的平价风电项目汇总**

项目简称	容量
国电投乌兰察布	6.0
中广核兴安盟	3.0
阿拉善盟上海庙至山东	1.6
兴安盟扎鲁特-青州	1.0
通辽扎鲁特-青州	1.0
吉林第一批风电平价示范项目	1.2
黑龙江第一批风电平价示范项目	1.0
中广核乌兰察布	2.0
<b>合计</b>	<b>16.8</b>

资料来源: 发改委网站, 招标网站, 国信证券经济研究所整理, 注: 中广核兴安盟 3GW 项目已经招标。

**表 3: 公司全国产能布局 (截至 2019 年 9 月)**

产能所在地	设计产能 (吨)
(1) 山东青岛:	4.25
(2) 吉林:	1.7
(3) 云南:	2.55
(4) 湖南:	3.4
(5) 新疆:	3.4
(6) 山东德州:	0.85
(7) 江苏:	10
(8) 山西:	3.4
<b>合计产能</b>	<b>29.55</b>

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

### ■ 海上风电密集抢开工, 公司将获益江苏海上市场发展

截至目前, 我国在 2018 年底之前正式核准但尚未吊装的海上风电项目容量高达 16GW, 如果能够在 2021 年底之前并网, 近海/潮间带项目将保住每千瓦时 0.85/0.75 元的标杆电价, 否则, 上网电价将低于 0.75/0.47 元, 大量近海项目面临超过 12% 的电价降幅, 而潮间带项目则面临超过 40% 的电价降幅。

**表 4: 全国四类风资源区风电新增核准项目上网电价及火电燃煤标杆电价对比 (元/千瓦时)**

风资源区	2018 年新核准标杆电价	2019 年指导电价	同比降幅	2020 年指导电价	同比降幅	同区域火电标杆区间
I 类	0.40	0.34	-15%	0.29	-15%	0.224-0.295
II 类	0.45	0.39	-13%	0.34	-13%	0.263-0.363
III 类	0.49	0.43	-12%	0.38	-12%	0.255-0.368
IV 类	0.57	0.52	-9%	0.47	-10%	0.316-0.451
海上风电 (近海)	0.85	0.80	-6%	0.75	-6%	0.358-0.444
海上风电 (潮间带)	0.75	0.52	-31%	0.47	-10%	0.358-0.444

资料来源:Wind, 国家能源局, 国信证券经济研究所整理。注: 指导电价为核准电价上限, 实际上网电价将低于指导电价。

截至 2019 年 6 月底, 我国已招标未吊装的海上风电项目容量合计 10.9GW, 上述项目是 2019-2021 年我国海上风电抢装项目的主要来源; 而江苏地区是我国目前地质条件和装机规模效应最具优势的海上风电市场。天能重工在江苏响水拥有 10 万吨海上风塔基地, 预计未来几年产能利用率饱和, 贡献良好业绩。

**表 5: 国内海上风电招标市场订单转化情况 (单位: GW)**

年份	海上项目机组年新增招标量	同比增速	已并网	已招标未吊装
2015	1.2		1.03	0.17
2016	1.9	58%	1.63	1.47
2017	3.4	79%	2.79	3.71
2018	4.8	47%	3.6	7.7
<b>2019 H1</b>	<b>4.4</b>		<b>4.9</b>	<b>10.9</b>

资料来源:国家能源局, 金风科技, 国信证券经济研究所整理。

**表 6: 公司风塔业绩预测**

	1H19	2H19E	2019E	2020E	2021E
销售量(吨)	99,110	200,000	299,110	348,080	358,080
销售收入	780,007,785	1,574,000,000	2,354,007,785	2,791,308,510	2,846,908,510
营业成本	598,769,976	1,203,600,000	1,802,369,976	2,088,748,510	2,114,248,510
销售单价 (元/吨)	7,870	7,870	7,870	8,019	7,950
销售成本 (元/吨)	6,041	6,018	6,026	6,001	5,904
毛利率	23.2%	23.5%	23.4%	25.2%	25.7%
吨钢毛利	1,829	1,852	1,844	2,018	2,046
风塔毛利润	181,237,810	370,400,000	551,637,810	702,560,000	732,660,000

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

■ **投资建议：**上调公司盈利预测，合理估值区间 **21.80-28.66 元/股**，维持买入评级。

天能重工作为国内领先风塔企业，前瞻性布局三北和海上风电市场，近期又预中标 9 亿大单，未来三年业绩成长性确定。上调公司 2019/20/21 年归母净利润预期至 2.79/4.58/5.57 亿，较之前预期 (2.79/4.11/4.58 亿元) 提升 0/11/22%，对应 EPS 为 1.24/2.03/2.47 元，对应当前股价 PE 为 15.2/9.3/7.6X。上调公司合理估值区间 22.26-29.11 元/股 (原区间 17.36-23.03 元/股，估值中枢上调 25%)，较当前股价溢价 18-54%，对应 2019 年 PE 为 17.9-23.5 倍，维持“买入”评级。

表 7：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190927	总市值 亿元	EPS			PE			PB (18A)	PEG (18A)	投资 评级
				18A	19E	20E	18A	19E	20E			
002202.SZ	金风科技	12.66	535	0.76	0.64	0.92	250	19.7	13.8	2.1	-1.26	买入
002531.SZ	天顺风能	7.15	127	0.26	0.51	0.67	52	13.9	10.6	2.4	0.15	买入
300569.SZ	天能重工	18.89	43	0.46	1.24	2.04	18	15.2	9.3	2.4	0.09	买入
603218.SH	日月股份	21.78	116	0.54	0.89	1.49	30	24.5	14.6	3.9	0.38	买入
300129.SZ	泰胜风能	4.39	32	0.02	0.25	0.33	22	17.8	13.2	1.4	0.01	增持

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)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	390	320	320	835
应收款项	659	1118	1394	1548
存货净额	754	714	819	784
其他流动资产	204	179	191	212
<b>流动资产合计</b>	<b>2007</b>	<b>2331</b>	<b>2724</b>	<b>3380</b>
固定资产	936	2389	2523	2294
无形资产及其他	128	124	119	115
投资性房地产	194	194	194	194
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3265</b>	<b>5038</b>	<b>5560</b>	<b>5983</b>
短期借款及交易性金融负债	602	525	52	50
应付款项	480	571	655	724
其他流动负债	351	596	694	760
<b>流动负债合计</b>	<b>1433</b>	<b>1692</b>	<b>1401</b>	<b>1534</b>
长期借款及应付债券	0	1280	1855	1855
其他长期负债	0	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>1280</b>	<b>1855</b>	<b>1855</b>
<b>负债合计</b>	<b>1433</b>	<b>2972</b>	<b>3256</b>	<b>3389</b>
少数股东权益	73	83	93	105
股东权益	1759	1982	2211	2489
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3265</b>	<b>5038</b>	<b>5560</b>	<b>5983</b>

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.68	1.24	2.03	2.47
每股红利	0.28	0.25	1.02	1.24
每股净资产	11.72	8.81	9.82	11.06
ROIC	8%	11%	14%	17%
ROE	6%	14%	21%	22%
毛利率	23%	27%	31%	32%
EBIT Margin	13%	16%	21%	22%
EBITDA Margin	16%	22%	27%	28%
收入增长	89%	83%	25%	11%
净利润增长率	7%	173%	64%	22%
资产负债率	46%	61%	60%	58%
息率	1.5%	2.0%	8.1%	9.8%
P/E	27.7	15.2	9.3	7.6
P/B	1.6	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	19.2	12.8	8.6	7.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1394</b>	<b>2550</b>	<b>3180</b>	<b>3532</b>
营业成本	1067	1872	2191	2409
营业税金及附加	6	11	14	16
销售费用	85	141	184	184
管理费用	53	111	138	153
财务费用	11	63	116	118
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(10)	(12)	(5)	(5)
其他收入	(37)	4	4	4
营业利润	125	343	536	652
营业外净收支	4	(1)	0	0
<b>利润总额</b>	<b>129</b>	<b>343</b>	<b>536</b>	<b>652</b>
所得税费用	14	47	62	76
少数股东损益	13	16	16	20
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>102</b>	<b>279</b>	<b>458</b>	<b>557</b>

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>102</b>	<b>279</b>	<b>458</b>	<b>557</b>
资产减值准备	13	(10)	0	0
折旧摊销	39	150	216	228
公允价值变动损失	10	12	5	5
财务费用	11	63	116	118
营运资本变动	(155)	(67)	(212)	(5)
其它	(5)	20	10	12
<b>经营活动现金流</b>	<b>4</b>	<b>383</b>	<b>476</b>	<b>796</b>
资本开支	(412)	(1601)	(350)	0
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(412)</b>	<b>(1601)</b>	<b>(350)</b>	<b>0</b>
权益性融资	14	0	0	0
负债净变化	0	1280	575	0
支付股利、利息	(42)	(56)	(229)	(278)
其它融资现金流	644	(77)	(473)	(2)
<b>融资活动现金流</b>	<b>574</b>	<b>1147</b>	<b>(126)</b>	<b>(281)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>166</b>	<b>(70)</b>	<b>0</b>	<b>515</b>
货币资金的期初余额	225	390	320	320
货币资金的期末余额	390	320	320	835
企业自由现金流	(365)	(1158)	235	908
权益自由现金流	279	(9)	235	801

## 相关研究报告

- 《天能重工-300569-重大事件快评：成功收购陕西 50MW 风场，三北海上产能蓄势待发》 ——2019-09-09
- 《天能重工-300569-2019 年度半年报业绩点评-量价利齐升，业绩爆发展现高成长性》 ——2019-08-27
- 《天能重工-300569-重大事件快评：再下一城，拟收购陕西靖边 49MW 风场》 ——2019-08-20
- 《天能重工-300569-2019 年半年报预告点评：营收翻番，利润率显著提升》 ——2019-07-16
- 《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

## 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