

天顺风能 (002531.SZ)

风能行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

市场价格 (人民币): 11.36 元  
 目标价格 (人民币): 16.00-16.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

|                |            |
|----------------|------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 818.53     |
| 总市值(百万元)       | 9,349.28   |
| 年内股价最高最低(元)    | 18.62/8.22 |
| 沪深 300 指数      | 3156.75    |
| 深证成指           | 10141.54   |

## 风塔业务增长强劲, 风场运营将开始放量

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.425  | 0.368  | 0.577  | 0.790  | 0.989  |
| 每股净资产(元)    | 4.87   | 2.74   | 3.12   | 3.71   | 4.50   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.40   | 0.41   | -0.32  | 0.59   | 0.79   |
| 市盈率(倍)      | 35.95  | 37.32  | 19.69  | 14.39  | 11.49  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 29.62  | 34.58  | 25.10  | 25.10  | 25.10  |
| 净利润增长率(%)   | 1.39%  | 73.38% | 56.59% | 36.89% | 25.22% |
| 净资产收益率(%)   | 8.73%  | 13.42% | 18.46% | 21.26% | 21.96% |
| 总股本(百万股)    | 411.50 | 823.00 | 823.00 | 823.00 | 823.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2016 年一季度公司实现营业收入 3.82 亿元, 同比增长 17.54%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 0.70 亿元, 同比增长 80.16%, 扣非后归属于母公司的净利润为 0.65 亿元, 同比增长 103.6%。公司预计 2016 上半年的净利润区间为 1.79-2.15 亿元, 同比增长 50%-80%。

## 经营分析

- **风塔业务稳步增长。**天顺在大型风塔和海上风塔产品制造领域的研发和技术优势明显, 积极开拓国内外市场, 风塔市场份额有望继续提高。天顺海外业务占比高, 受国内抢装潮之后的影响较小, 我们预计公司风塔业务仍将有 20%-30% 增长。
- **布局新能源设备、新能源开发、投融资三大板块, 战略目标清晰:**天顺积极推进风塔及零部件、新能源开发和投融资三大板块的业务开拓。公司对新能源设备部做了“560”战略规划, 即板块经过 5 年努力达到 2020 年销售收入 60 亿元, 仅以此测算, 公司未来 5 年收入复合增速约为 27%。
- **风电运营进入建设加速期, 打开新的利润增长点。**哈密 300MW 风场, 预计上半年可以完成所有设备的调试, 从二季度开始并表, 为公司提供新的利润增长点。该项目为哈密--郑州 800KV 特高压直流输电线路配套项目, 通过特高压输电线路实现“疆电外送”, 保障消纳。公司发布增发预案修订案, 拟以 9.25 元/股的底价, 募集资金不超过 20 亿元, 其中 16 亿元投资 330MW 风电场, 330MW 风电场均位于山东与河南等中东部地区, 消纳能力良好。我们认为公司积极整合风场资源, 有望中长期推动业绩快速成长。
- **投融资业务持续推进。**公司以节能环保、新材料和金融服务等新兴产业为主要投资方向投资领域, 计划到 2020 年股权投资总额达 10 亿元。2015 年公司完成投资金额 2.128 亿元, 公司前期投资的多个股权投资项目已陆续完成股改并进入 A 股上市申请阶段; 公司报告期内在高端制造、进口替代型新兴产业领域的部分投资项目已在新三板市场挂牌上市。

## 盈利调整及投资建议

- 不考虑增发, 我们预计 2016-2018 年的公司 EPS 为 0.58 元、0.79 元、0.99 元, 对应 PE19.6、14.4、11.5 倍, 维持公司“买入”评级。

## 相关报告

1. 《整合优质风场资源, 塔架龙头迎新增长》, 2015.12.25

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
 (8621)60230214  
 yaoy@gjzq.com.cn

吴行健

联系人  
 (8621)60935389  
 wuxingjian@gjzq.com.cn

图表 1: 三张报表

损益表 (人民币百万元)

|                     | 2013          | 2014          | 2015          | 2016E         | 2017E         | 2018E         |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>1,291</b>  | <b>1,402</b>  | <b>2,176</b>  | <b>2,794</b>  | <b>3,479</b>  | <b>4,126</b>  |
| 增长率                 |               | 8.6%          | 55.2%         | 28.4%         | 24.5%         | 18.6%         |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-1,000</b> | <b>-1,083</b> | <b>-1,543</b> | <b>-1,971</b> | <b>-2,413</b> | <b>-2,839</b> |
| % 销售收入              | 77.5%         | 77.3%         | 70.9%         | 70.6%         | 69.4%         | 68.8%         |
| <b>毛利</b>           | <b>291</b>    | <b>319</b>    | <b>633</b>    | <b>823</b>    | <b>1,066</b>  | <b>1,287</b>  |
| % 销售收入              | 22.5%         | 22.7%         | 29.1%         | 29.4%         | 30.6%         | 31.2%         |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-3</b>     | <b>-4</b>     | <b>-10</b>    | <b>-8</b>     | <b>-10</b>    | <b>-12</b>    |
| % 销售收入              | 0.2%          | 0.3%          | 0.5%          | 0.3%          | 0.3%          | 0.3%          |
| <b>营业费用</b>         | <b>-35</b>    | <b>-43</b>    | <b>-62</b>    | <b>-84</b>    | <b>-104</b>   | <b>-124</b>   |
| % 销售收入              | 2.7%          | 3.1%          | 2.9%          | 3.0%          | 3.0%          | 3.0%          |
| <b>管理费用</b>         | <b>-74</b>    | <b>-84</b>    | <b>-137</b>   | <b>-162</b>   | <b>-209</b>   | <b>-239</b>   |
| % 销售收入              | 5.7%          | 6.0%          | 6.3%          | 5.8%          | 6.0%          | 5.8%          |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>180</b>    | <b>188</b>    | <b>424</b>    | <b>568</b>    | <b>743</b>    | <b>911</b>    |
| % 销售收入              | 13.9%         | 13.4%         | 19.5%         | 20.3%         | 21.3%         | 22.1%         |
| <b>财务费用</b>         | <b>19</b>     | <b>-33</b>    | <b>-31</b>    | <b>-36</b>    | <b>-44</b>    | <b>-42</b>    |
| % 销售收入              | -1.5%         | 2.4%          | 1.4%          | 1.3%          | 1.3%          | 1.0%          |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-12</b>    | <b>-9</b>     | <b>-62</b>    | <b>-10</b>    | <b>-2</b>     | <b>-2</b>     |
| 公允价值变动收益            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>投资收益</b>         | <b>11</b>     | <b>49</b>     | <b>26</b>     | <b>35</b>     | <b>68</b>     | <b>90</b>     |
| % 税前利润              | 5.5%          | 24.4%         | 7.3%          | 6.2%          | 8.9%          | 9.4%          |
| <b>营业利润</b>         | <b>198</b>    | <b>194</b>    | <b>357</b>    | <b>558</b>    | <b>764</b>    | <b>957</b>    |
| 营业利润率               | 15.3%         | 13.9%         | 16.4%         | 20.0%         | 22.0%         | 23.2%         |
| <b>营业外收支</b>        | <b>5</b>      | <b>8</b>      | <b>1</b>      | <b>3</b>      | <b>3</b>      | <b>3</b>      |
| <b>税前利润</b>         | <b>203</b>    | <b>202</b>    | <b>358</b>    | <b>561</b>    | <b>767</b>    | <b>960</b>    |
| 利润率                 | 15.8%         | 14.4%         | 16.5%         | 20.1%         | 22.0%         | 23.3%         |
| <b>所得税</b>          | <b>-31</b>    | <b>-27</b>    | <b>-55</b>    | <b>-84</b>    | <b>-115</b>   | <b>-144</b>   |
| 所得税率                | 15.2%         | 13.5%         | 15.3%         | 15.0%         | 15.0%         | 15.0%         |
| <b>净利润</b>          | <b>172</b>    | <b>175</b>    | <b>303</b>    | <b>477</b>    | <b>652</b>    | <b>816</b>    |
| 少数股东损益              | 0             | 0             | 0             | 2             | 2             | 2             |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>172</b>    | <b>175</b>    | <b>303</b>    | <b>475</b>    | <b>650</b>    | <b>814</b>    |
| 净利率                 | 13.4%         | 12.5%         | 13.9%         | 17.0%         | 18.7%         | 19.7%         |

现金流量表 (人民币百万元)

|                 | 2013        | 2014         | 2015          | 2016E       | 2017E       | 2018E       |
|-----------------|-------------|--------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>净利润</b>      | <b>172</b>  | <b>175</b>   | <b>303</b>    | <b>477</b>  | <b>652</b>  | <b>816</b>  |
| 少数股东损益          | 0           | 0            | 0             | 0           | 0           | 0           |
| <b>非现金支出</b>    | <b>48</b>   | <b>61</b>    | <b>110</b>    | <b>59</b>   | <b>57</b>   | <b>66</b>   |
| 非经营收益           | -6          | -13          | 2             | 12          | -16         | -38         |
| <b>营运资金变动</b>   | <b>-119</b> | <b>-57</b>   | <b>-76</b>    | <b>-811</b> | <b>-208</b> | <b>-196</b> |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>95</b>   | <b>166</b>   | <b>339</b>    | <b>-263</b> | <b>486</b>  | <b>647</b>  |
| <b>资本开支</b>     | <b>-285</b> | <b>-81</b>   | <b>-1,121</b> | <b>78</b>   | <b>-276</b> | <b>-307</b> |
| 投资              | 699         | 1,746        | 3,594         | -51         | -95         | 0           |
| 其他              | 6           | 28           | 73            | 35          | 68          | 90          |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>420</b>  | <b>1,694</b> | <b>2,546</b>  | <b>62</b>   | <b>-303</b> | <b>-217</b> |
| 股权募资            | 0           | 0            | 50            | 0           | 0           | 0           |
| 债权募资            | 477         | -195         | 866           | 157         | 157         | -191        |
| 其他              | -77         | -95          | 383           | -44         | -220        | -219        |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>400</b>  | <b>-289</b>  | <b>1,299</b>  | <b>113</b>  | <b>-63</b>  | <b>-410</b> |
| <b>现金净流量</b>    | <b>915</b>  | <b>1,570</b> | <b>4,184</b>  | <b>-88</b>  | <b>120</b>  | <b>20</b>   |

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

|                 | 2013         | 2014         | 2015         | 2016E        | 2017E        | 2018E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>498</b>   | <b>367</b>   | <b>648</b>   | <b>560</b>   | <b>680</b>   | <b>700</b>   |
| <b>应收款项</b>     | <b>485</b>   | <b>500</b>   | <b>962</b>   | <b>1,040</b> | <b>1,295</b> | <b>1,536</b> |
| <b>存货</b>       | <b>245</b>   | <b>352</b>   | <b>301</b>   | <b>540</b>   | <b>661</b>   | <b>778</b>   |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>595</b>   | <b>582</b>   | <b>787</b>   | <b>806</b>   | <b>885</b>   | <b>962</b>   |
| <b>流动资产</b>     | <b>1,823</b> | <b>1,802</b> | <b>2,697</b> | <b>2,946</b> | <b>3,521</b> | <b>3,976</b> |
| % 总资产           | 62.3%        | 60.6%        | 58.1%        | 61.5%        | 61.9%        | 62.3%        |
| <b>长期投资</b>     | <b>174</b>   | <b>217</b>   | <b>183</b>   | <b>234</b>   | <b>328</b>   | <b>328</b>   |
| <b>固定资产</b>     | <b>794</b>   | <b>810</b>   | <b>1,409</b> | <b>1,492</b> | <b>1,709</b> | <b>1,947</b> |
| % 总资产           | 27.1%        | 27.3%        | 30.3%        | 31.2%        | 30.1%        | 30.5%        |
| <b>无形资产</b>     | <b>119</b>   | <b>116</b>   | <b>109</b>   | <b>117</b>   | <b>125</b>   | <b>134</b>   |
| <b>非流动资产</b>    | <b>1,105</b> | <b>1,171</b> | <b>1,946</b> | <b>1,845</b> | <b>2,164</b> | <b>2,411</b> |
| % 总资产           | 37.7%        | 39.4%        | 41.9%        | 38.5%        | 38.1%        | 37.7%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>2,928</b> | <b>2,972</b> | <b>4,643</b> | <b>4,791</b> | <b>5,685</b> | <b>6,386</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>667</b>   | <b>473</b>   | <b>454</b>   | <b>613</b>   | <b>770</b>   | <b>578</b>   |
| <b>应付款项</b>     | <b>390</b>   | <b>456</b>   | <b>1,521</b> | <b>1,058</b> | <b>1,299</b> | <b>1,530</b> |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>-17</b>   | <b>20</b>    | <b>43</b>    | <b>206</b>   | <b>215</b>   | <b>225</b>   |
| <b>流动负债</b>     | <b>1,040</b> | <b>949</b>   | <b>2,018</b> | <b>1,877</b> | <b>2,284</b> | <b>2,333</b> |
| <b>长期贷款</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>290</b>   | <b>290</b>   | <b>290</b>   | <b>291</b>   |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>0</b>     | <b>6</b>     | <b>26</b>    | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>负债</b>       | <b>1,040</b> | <b>955</b>   | <b>2,334</b> | <b>2,167</b> | <b>2,574</b> | <b>2,624</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>1,888</b> | <b>2,004</b> | <b>2,259</b> | <b>2,571</b> | <b>3,057</b> | <b>3,706</b> |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>0</b>     | <b>14</b>    | <b>50</b>    | <b>52</b>    | <b>54</b>    | <b>56</b>    |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>2,928</b> | <b>2,972</b> | <b>4,643</b> | <b>4,791</b> | <b>5,685</b> | <b>6,386</b> |

比率分析

|               | 2013   | 2014   | 2015    | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|---------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>每股指标</b>   |        |        |         |        |        |        |
| 每股收益          | 0.419  | 0.425  | 0.368   | 0.577  | 0.790  | 0.989  |
| 每股净资产         | 4.588  | 4.869  | 2.745   | 3.125  | 3.714  | 4.503  |
| 每股经营现金净流      | 0.231  | 0.402  | 0.412   | -0.319 | 0.591  | 0.786  |
| 每股股利          | 0.300  | 0.150  | 0.100   | 0.200  | 0.200  | 0.200  |
| <b>回报率</b>    |        |        |         |        |        |        |
| 净资产收益率        | 9.14%  | 8.73%  | 13.42%  | 18.46% | 21.26% | 21.96% |
| 总资产收益率        | 5.89%  | 5.88%  | 6.53%   | 9.91%  | 11.43% | 12.74% |
| 投入资本收益率       | 5.97%  | 6.51%  | 11.67%  | 13.70% | 15.13% | 16.72% |
| <b>增长率</b>    |        |        |         |        |        |        |
| 主营业务收入增长率     | 4.80%  | 8.65%  | 55.17%  | 28.40% | 24.52% | 18.59% |
| EBIT增长率       | -6.97% | 4.36%  | 126.07% | 34.01% | 30.66% | 22.69% |
| 净利润增长率        | 0.85%  | 1.39%  | 73.38%  | 56.59% | 36.89% | 25.22% |
| 总资产增长率        | 25.51% | 1.51%  | 56.22%  | 3.18%  | 18.67% | 12.33% |
| <b>资产管理能力</b> |        |        |         |        |        |        |
| 应收账款周转天数      | 101.2  | 123.5  | 109.5   | 130.0  | 130.0  | 130.0  |
| 存货周转天数        | 103.0  | 100.5  | 77.2    | 100.0  | 100.0  | 100.0  |
| 应付账款周转天数      | 42.4   | 44.5   | 64.0    | 50.0   | 50.0   | 50.0   |
| 固定资产周转天数      | 223.3  | 208.9  | 126.3   | 102.6  | 89.4   | 83.2   |
| <b>偿债能力</b>   |        |        |         |        |        |        |
| 净负债/股东权益      | 8.94%  | 5.22%  | 4.15%   | 13.09% | 12.22% | 4.50%  |
| EBIT利息保障倍数    | -9.6   | 5.7    | 13.7    | 16.0   | 16.8   | 21.6   |
| 资产负债率         | 35.51% | 32.12% | 50.27%  | 45.24% | 45.28% | 41.09% |

**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期        | 一周内         | 一月内         | 二月内         | 三月内         | 六月内         |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 增持        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 中性        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>评分</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> |

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD