

泰胜风能 (300129)

推荐

行业：风电设备

风塔主业稳定增长，丰年助力打造风电+军工双主业

泰胜风能主营包括风机塔架，海洋工程设备及海上风电，风电运维等。公司是国内风机塔架龙头，风机样机制造商，稳定供货 VESTAS，金风科技等国内外风机整机龙头。目前我国风电发展进入稳定期，为摆脱对于单一行业的过度依赖，公司坚决进行外延拓展。在军民融合的背景下，携手丰年资本，进行军工外延拓展，打造风电设备+军工的双主业布局。

投资要点：

- ✧ **我国风电行业逐步从爆发期进入平稳期，‘十三五’规划风电年均投资超 1300 亿。**过去五年，我国新增风电装机约 100GW。电力发展‘十三五’规划提出，‘十三五’期间，我国风电新增装机 79GW(陆上风电约 75GW，海上风电约 4GW)。按照陆上风电装机成本平均 8500 元/KW 估算，‘十三五’期间风电投资超 6700 亿。风机占风电装机成本的 65%左右，塔架占风机成本的 15%左右，风塔市场空间约 130 亿。此规划低于预期，但是保障性收购政策使限电情况改善，核准装机从西北地区向东部和南部地区转移使弃风问题得到改善，所以风电行业仍可稳定发展。
- ✧ **风电发展进入平稳期，但仍存在风电抢装行情及海上风电拓展空间。**弃风限电问题的改善有利于改善风场的经营状况，提高行业景气度。目前风电投资的内部收益率高于 10%，且规模效应下成本仍可降低，即使补贴脱坡，甚至达到风煤平价，收益率仍然可观，所以风电投资的热情并未因补贴退坡而冷却。根据发改委规划，2018 年风电上网电价会继续下调，且下调幅度超过今年，预计明年会出现一波抢装潮。今年前三季度风电招标量为 24GW，同比增长将近 70%，开始为明年的风机抢装储备。目前我国海上风电累计装机容量约为 1GW，占可开发量的 0.6%。由于成本问题及风机装量问题，海上风电发展远滞后于陆上风电的发展速度及装机规模。预计后年海上风电建设开始放量。
- ✧ **公司风机塔架主业稳定增长，前三季度归母净利润同比增长 31.57%；在手订单充裕，高于去年同期 13.58%。**公司跟随机整机制造商拓展海外市场，进展顺利。今年前三季度，公司完成风电塔架类订单 9.8 亿；在手订单 16.31 亿元，基本可以明年年底前收入确认。去年年底的风机抢装行情，导致部分运输费用已确认，今年销售费用降低，净利润提升。国内风塔市场大且分散，集中度低，公司市占率约 10%，位列第一。风塔市场以地区性辐射为主，公司分厂遍布各地，服务当地风场，具有地区性风塔企业无法比拟的布局优势。风塔招标以商务标与技术标综合评判，公司在技术标上大有优势；在爆发期过后的平稳期，公司以技术中标机率增大。由于风机塔架不具备独立开拓海外市场的条件，公司跟随机整机厂拓展海

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：王雪峰

S0960114080007

0755-82026924

wangxuefeng@china-invs.cn

参与人：宋丽凌

S0960116080081

0755-88320855

songliling@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 10.64

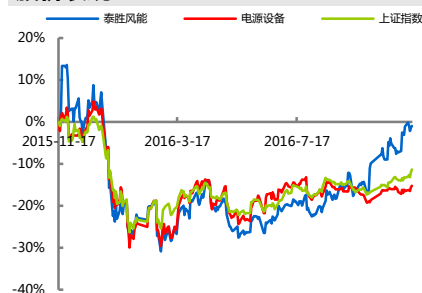
当前股价： 8.76

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	732
流通股本(百万股)	433
总市值(亿元)	64
流通市值(亿元)	38
成交量(百万股)	8.88
成交额(百万元)	77.72

股价表现



相关报告

外市场，发展新的国外整机制造商，如日本三菱，欧洲西门子。目前公司海外业务的体量还很小，未来发展前景好，发展空间大。

- ✧ **海上风电平稳向上发展，有望成为下一个‘风口’；公司通过收购蓝岛海工拓展海上风电业务。**今年前三季度，公司完成海工类订单 1.57 亿，在手订单 2.18 亿，蓝岛海工的珠海海上风电项目已经启动。陆上风电建设放缓后，海上风电有望成为下一个‘风口’。我国海上风电资源丰富，目前装机约 1GW，不足可发量的 1%。‘十三五’规划海上风电累计装机 5GW，在建 10GW，规划增速更加理性稳健。以平均每年 2GW 的新增装机，装机成本 1.5 万/KW 计算，带动年均 30 亿塔架投资。海上风电涉及层面较多，目前面临技术成熟度及成本管理问题，放量迟缓。待问题逐步解决，预计 2018 年海上风电开始放量。
- ✧ **公司风电运营维护业务---偏航误差校正业务概念领先，为业内第一家提供风电后市场校正服务。**今年前三季度，公司完成风电运维订单 386.12 万，在手订单 25.64 万。公司风电运维业务处于市场拓展阶段，产品正在完善，发展从静态到动态的偏航误差校正业务。目前以静态业务为主，通过设备测试获取数据，运用算法分析计算偏航角度，再进行叶片方向校正，提高发电效率。现在此项业务以提供服务为主，收取服务费及人工费。公司正在研发动态校正盒，未来希望做成标配部件，整合到风机整机上。在膨胀式圈资源之后，风电发展的思路会逐步调整到提高风电发电效率和质量。公司率先布局风电后市场，可以更早更多占据偏航校正市场。
- ✧ **丰年资本持公司 2.3%的股份，助力公司外延布局军工业务。**鉴于公司业务结构单一，而传统主业又进入发展平稳期，公司积极谋求外延布局。丰年资本专注军工投资，已经成功完成几十个军工投资案例。目前军民融合产业刚打开，现在介入更利于整合好的资源。丰年资本将协助公司搭建相应管理体系及集合团队与专业人才。公司资产负债率 30%左右，现金储备充裕，资金动员能力强。专业机构协助辅以强大的资金动员能力，公司军工外延拓展有望顺利进行，2017 上半年有望实现阶段性突破。
- ✧ **盈利预测：**预测 16-18 年公司的 EPS 为 0.28/0.35/0.40,对应 PE 为 31.26/25.03/21.84,考虑公司军工业务拓展顺利，明年或将迎来业务拐点，给予明年 38 倍 PE，对应目标价 10.64 元。
- ✧ **风险提示：**军工外延不达预期，海上风电拓展不大预期的风险

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1597	1476	1928	2130
收入同比(%)	11%	-8%	31%	10%
归属母公司净利润	169	205	257	294
净利润同比(%)	75%	21%	25%	15%
毛利率(%)	32.5%	33.5%	32.5%	32.5%
ROE(%)	8.6%	9.6%	11.0%	11.5%
每股收益(元)	0.23	0.28	0.35	0.40
P/E	37.91	31.26	25.03	21.84
P/B	3.27	3.01	2.75	2.50
EV/EBITDA	24	21	18	16

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2095	2056	2522	2832
现金	243	525	738	906
应收账款	715	562	750	844
其它应收款	23	21	26	30
预付账款	57	45	58	67
存货	577	598	591	593
其他	482	305	360	393
非流动资产	1015	1057	1101	1135
长期投资	0	0	0	0
固定资产	663	696	720	742
无形资产	255	264	278	290
其他	96	97	102	102
资产总计	3110	3113	3623	3966
流动负债	1120	957	1268	1385
短期借款	5	5	5	5
应付账款	222	176	242	269
其他	893	775	1021	1111
非流动负债	27	30	29	29
长期借款	0	0	0	0
其他	27	30	29	29
负债合计	1147	986	1296	1414
少数股东权益	0	-4	-8	-12
股本	734	734	734	734
资本公积	698	698	698	698
留存收益	550	699	903	1135
归属母公司股东权益	1963	2131	2334	2564
负债和股东权益	3110	3113	3623	3966

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	62	401	345	301
净利润	169	201	253	290
折旧摊销	63	58	64	71
财务费用	-4	-12	-22	-30
投资损失	-9	-3	-5	-6
营运资金变动	-237	191	30	-36
其它	80	-35	24	11
投资活动现金流	-275	-93	-100	-101
资本支出	77	81	86	88
长期投资	-55	0	0	0
其他	-253	-11	-14	-12
筹资活动现金流	103	-25	-32	-32
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	410	0	0	0
资本公积增加	-91	0	0	0
其他	-216	-25	-32	-32
现金净增加额	-110	283	213	168

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1597	1476	1928	2130
营业成本	1078	982	1301	1438
营业税金及附加	9	7	10	11
营业费用	78	70	92	102
管理费用	164	144	192	211
财务费用	-4	-12	-22	-30
资产减值损失	85	47	52	55
公允价值变动收益	-2	-1	-1	-1
投资净收益	9	3	5	6
营业利润	195	241	307	348
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	199	244	310	352
所得税	29	43	57	62
净利润	169	201	253	290
少数股东损益	-0	-5	-3	-4
归属母公司净利润	169	205	257	294
EBITDA	253	288	349	389
EPS (元)	0.23	0.28	0.35	0.40

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	11.0%	-7.6%	30.6%	10.5%
营业利润	51.5%	23.4%	27.4%	13.5%
归属于母公司净利润	74.5%	21.3%	24.9%	14.6%
获利能力				
毛利率	32.5%	33.5%	32.5%	32.5%
净利率	10.6%	13.9%	13.3%	13.8%
ROE	8.6%	9.6%	11.0%	11.5%
ROIC	9.6%	11.8%	14.7%	16.0%
偿债能力				
资产负债率	36.9%	31.7%	35.8%	35.6%
净负债比率	0.44%	0.76%	0.48%	0.49%
流动比率	1.87	2.15	1.99	2.04
速动比率	1.33	1.50	1.50	1.60
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.47	0.57	0.56
应收账款周转率	2	2	3	2
应付账款周转率	5.33	4.93	6.22	5.63
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.28	0.35	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.55	0.47	0.41
每股净资产(最新摊薄)	2.67	2.90	3.18	3.49
估值比率				
P/E	37.91	31.26	25.03	21.84
P/B	3.27	3.01	2.75	2.50
EV/EBITDA	24	21	18	16

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间

回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

王雪峰,中国中投证券研究所电力设备行业分析师,清华大学金融学硕士。

宋丽凌,中投证券研究总部电力设备与新能源行业助理分析师,北京大学金融硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434