

泰胜风能 (300129) 点评报告

再获丰年资本增持, 积极推进军工外延 买入 (首次)

2017年01月08日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码: S0600516080001

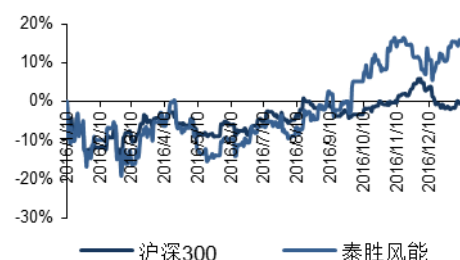
zengdh@dwzq.com.cn

021-60199798

投资要点:

- 丰年资本再次增持 1099 万股并锁定三年:** 2016 年 12 月 16 日公司发布公告, 丰年君盛、丰年君悦、丰年鑫康 12 月 16 日通过大宗交易购买公司股票合计 1099 万股, 占公司总股本的 1.61%, 并自愿将上述股票锁定 36 个月, 增持价格 7.7 元。此前 9 月 28 日, 丰年君盛、丰年君悦已经大宗交易购买公司 1745 万股, 占公司总股本的 2.38%, 并自愿锁定 36 个月, 增持价格 7.45 元。丰年系资本合计持有公司股票的 3.89%。
- 国内风塔领先企业, 业绩稳定增长:** 公司是中国最早专业从事风机塔架制造的公司之一, 技术领先, 资质优异。公司拥有上海金山、江苏东台、内蒙包头、呼伦贝尔、新疆哈密等 5 个产地, 区位优势突出; 与 Gamesa、Vestas、GE、金风等主机厂商及华能、大唐、中广核等主要运营商建立长期合作关系。近年来, 公司主营业务稳定增长: 2016 年前三季度公司收入 8.49 亿元, 同比降低 25.20%, 归属母公司净利润 1.59 亿元, 同比增长 31.57%。盈利能力方面, 前三季度综合毛利率 36.46%, 同比上升了 4.86 个百分点, 主要是因为毛利情况更好的海外业务比重上升, 上半年海外业务增长了近 20 倍。前三季度综合净利率 18.74%, 同比增长 8.08 个百分点, 盈利能力显著提升。
- 前三季度招标量创新高, 风电行业趋势向好:** 当前风电的度电成本在 0.32-0.45 元之间。风电项目的平均 IRR 在 8%-12% 以上。基于风机效率以及运营管理效率等方面的提升, 行业平均度电成本年均降幅为 6%, 未来 2-4 年内风火同价有望逐步实现! 截至 2016 年上半年, 全国核准未建装机容量约 118GW, 其中非限电地区核准未建装机容量约 81GW。今年前三季度全国新增招标 24GW, 同比增长 67%, 并创历史记录。我们判断 16 年新增装机 20-22GW; 17 年考虑抢装行情新增装机约 30GW。而在风电平价上网到来之后, 基于煤电存量替代逻辑, 风电的装机空间极具想象力! 对比主要的发达国家, 截至 2015 年底, 我国风电装机容量占比仅 8.58%, 远低于德国的 23.14%、英国的 16.68% 和整个欧盟的 13.96%。装机容量仍有很大的提升空间。
- 公司在手订单充足, 将受益明年的抢装行情:** 公司目前在手订单充足, 风塔、海工、风电运营前三季度分别新增合同金额: 10.67 亿元、0.23 亿元、69.59 万元; 分别已执行合同金额 9.80 亿元、1.57 亿元、386.12 万元。正在执行及待执行订单分别为 16.31 亿元、2.18 亿元、25.64 万元。公司作为国内风塔领先企业将受益明年的抢装行情。
- 收购蓝岛海工, 提前布局海上风电:** 2013 年公司收购了蓝岛海工 51% 的股权, 并募集资金用于 3-10MW 海上风塔重型装备制造基地项目, 开始布局海上风塔及海洋工程等业务。2015 年收购剩余 49% 的股权, 并募集资金用于重型装备产业协同综合技改项目。蓝岛海工承诺 15-17 年净利润分别为 5 千万、6 千万、

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	8.78
一年最低价/最高价	8.86/8.60
市净率 (倍)	3.0716
流通 A 股市值 (百万元)	3702.91

基础数据

每股净资产 (元)	2.79
资本负债率 (%)	31.11%
总股本 (百万股)	731.5147
流通 A 股 (百万股)	421.7432

相关研究

7 千万，其中 15 年盈利 4053 万元，略低于承诺。蓝岛海工位于江苏东台，拥有优良的海岸线资源，在海工设备制造、海上风电导管架焊接等领域拥有丰富的作业资质和经验，曾成功交付我国首批 6.5MW 海上风电机组导管架。我国近海风能资源丰富，可装机容量 150GW 以上，15 年末累计装机仅 1GW。十三五期间我国海上风电规划并网 5GW，在建 10GW，空间广阔。未来随着海上风电逐步启动，公司与蓝岛风塔+海工、客户资源+技术实力的强强联合将确保泰胜在海上风电领域的竞争优势，创造新的业绩增长源。

- **携手丰年资本深度合作，开辟军工第二主业：**16 年 8 月份，公司 2000 万入股丰年资本旗下子公司丰年君盛。9 月 28 日、12 月 16 日，丰年资本又相继两次大宗购买公司股份，累计持股比例 3.89%，并锁定三年。丰年资本聚焦军工行业，资金规模 20 亿，参股军民融合企业 30 家，拥有丰富的项目资源和投资管理经验。丰年资本的持股，标志着公司于丰年的深度捆绑，公司进军军工业务将不仅仅局限于并购或投资涉足，未来有望军民融合某个细分领域的龙头企业，或者中型的军工控股企业。军工第二主业极具想象空间。
- **投资建议：**我们预计 2016-2018 年归属母公司净利润分别为 2.26、2.95、3.45 亿元，同比分别增长 33.4%、30.4%、17.0%，EPS 分别为 0.31 元、0.40 元、0.47 元。给予公司 2017 年 30 倍 PE，目标价 12.1 元，首次覆盖，给予公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**风电行业需求不达预期；海上风电发展不及预期；军工转型不达预期等。

图表 1：泰胜风能三张表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2095.4	2069.9	2651.1	3269.9	营业收入	1597.0	1422.4	1932.1	2403.0
现金	242.5	657.5	719.5	850.1	营业成本	1077.7	914.3	1264.6	1603.2
应收款项	881.5	701.5	952.8	1185.0	营业税金及附加	9.4	8.5	11.6	14.4
存货	576.8	526.0	727.6	922.4	营业费用	78.1	71.1	96.6	120.2
其他	394.6	184.9	251.2	312.4	管理费用	169.0	154.2	206.3	254.6
非流动资产	1014.7	1114.0	1119.7	1115.8	财务费用	-4.5	-10.4	-14.8	-17.6
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	9.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	677.5	785.4	799.5	804.2	其他	-81.4	-11.5	-11.5	-11.5
无形资产	255.0	246.5	238.0	229.5	营业利润	195.1	273.2	356.2	416.8
其他	82.2	82.2	82.2	82.2	营业外净收支	3.7	0.0	0.0	0.0
资产总计	3110.1	3184.0	3770.7	4385.7	利润总额	198.7	273.2	356.2	416.8
流动负债	1119.8	1009.4	1355.9	1689.7	所得税费用	29.5	43.7	57.0	66.7
短期借款	5.0	100.0	100.0	100.0	少数股东损益	-0.1	3.4	4.5	5.3
应付账款	626.7	513.5	710.2	900.4	归属母公司净利润	169.4	226.0	294.7	344.9
其他	488.1	395.9	545.7	689.3	EBIT	268.3	282.8	361.5	419.1
非流动负债	27.1	27.1	27.1	27.1	EBITDA	331.0	370.6	458.6	526.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	27.1	27.1	27.1	27.1	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	1146.9	1036.5	1383.0	1716.8	每股收益(元)	0.23	0.31	0.40	0.47
少数股东权益	0.5	3.9	8.4	13.6	每股净资产(元)	2.67	2.93	3.25	3.63
归属母公司股东权益	1962.7	2143.6	2379.4	2655.2	发行在外股份(百万股)	734.0	731.5	731.5	731.5
负债和股东权益总计	3110.1	3184.0	3770.7	4385.7	ROIC(%)	12.4%	12.5%	16.0%	17.1%
					ROE(%)	8.6%	10.5%	12.4%	13.0%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	31.9%	35.1%	33.9%	32.7%
经营活动现金流	62.1	487.6	243.7	322.8	EBIT Margin(%)	16.8%	19.9%	18.7%	17.4%
投资活动现金流	-275.4	-122.4	-122.8	-123.3	销售净利率(%)	10.6%	15.9%	15.3%	14.4%
筹资活动现金流	103.4	49.8	-58.9	-69.0	资产负债率(%)	36.9%	32.6%	36.7%	39.1%
现金净增加额	-110.2	415.0	62.0	130.6	收入增长率(%)	11.0%	-10.9%	35.8%	24.4%
折旧和摊销	62.7	87.8	97.1	107.1	净利润增长率(%)	74.5%	33.4%	30.4%	17.0%
资本开支	-80.9	-122.4	-122.8	-123.3	P/E	34.88	26.05	19.98	17.08
营运资本变动	-416.0	150.3	-172.6	-154.4	P/B	3.01	2.76	2.48	2.23
企业自由现金流	-167.6	353.2	105.4	181.5	EV/EBITDA	21.32	18.74	15.90	14.49

资料来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

