



2017年04月09日

证券研究报告/点评报告

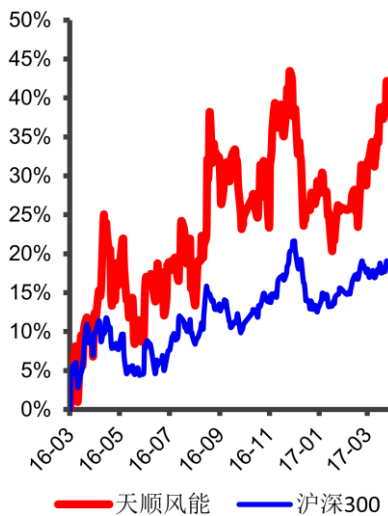
买入(首次)

风电设备/电源设备/电气设备

基础数据:

总股本	17.79 亿股
流通股本	14.73 亿股
ROE (最新)	16.45%
EPS (最新)	0.27 元
3月31日收盘价	7.32 元

股价表现:



相关报告:

长城国瑞证券研究所

分析师:

潘永乐

panyongle@gwgsc.com

执业证书编号:

S0200512010001

联系电话: 0592-2079825

地址: 厦门市深田路 46 号
深田国际大厦 19 楼

天顺风能 (002531) 业绩快报点评

——“风电设备+风电场运营”双轮驱动业绩稳健增长

事件:

◆天顺风能发布 2016 年业绩快报, 公司 2016 年实现营收 23.17 亿元, 同比增长 6.51%; 实现归母净利润 4.10 亿元, 同比增长 35.22%。

投资要点:

◆利润增速远超营收增速, 公司盈利能力显著改善。公司报告期内营业收入同比增长 6.51%; 归母净利润同比增长 35.22%; 净资产收益率 16.45%, 上升 2.25 个百分点。我们认为, 2016 年公司利润增速远高于营收增速的主要原因有以下两个方面: (1) 公司传统风塔业务 70% 以上都是出口, 且以美元结算, 2016 年人民币贬值对公司产生的汇兑损益增加; (2) 公司向产业链下游延伸, 新疆哈密 300MW 风电场投运使得公司盈利能力出现结构性上升。

◆传统风塔业务毛利率有所上升, 短期汇兑损益增加, 长期受益海上风电发展。与市场普遍认为公司风塔业务已步入成熟期、成长性不足的观点不同, 我们认为公司风塔业务目前规模维持稳健但毛利率有进一步上升趋势, 主要由于以下几点: (1) 公司风塔产品中大型风塔占比提升; (2) 人民币贬值带来汇兑损益增加; (3) 原材料价格波动较大, 公司采用成本加成方法进行核算客观上提升了当期毛利率。根据我们的测算, 天顺风能的风塔业务已形成一定规模效应, 国内市占率约为 3% 左右、海外市场市占率约为 8% 左右。公司 2017 年传统风塔业务新增订单较 2016 年同比仍有 20% 左右增长, 有力地保证了公司 2017 年业绩增速。

◆布局风机叶片领域, 寻求产业协同效应。公司通过产业链横向扩张, 进军风机叶片领域。公司风机叶片主要下游目标客户也是风塔现有大客户 Vestas 等, 与原有风塔业务能够形成产业协同效应。目前公司已于常熟投建一个年产 800 套的风机叶片工厂, 预计 2017 年上半年能够完工, 2018



年实现销售，预计实现销售后全年贡献营收 18 亿左右。除了自建叶片工厂外，公司还通过并购昆山风速时代和昆山鹿风盛维，加速扩张叶片产能。昆山风速时代自身拥有产能 320 套，通过本次并购将合并进入天顺叶片公司，使得公司叶片提前实现部分销售。

◆沿产业链向下游扩张寻求第二增长极，定增成功助力风力发电业务。

公司位于新疆哈密 300MW 风电场目前已经建成发电，经我们模型测算可实现年利润 1.47 亿左右，IRR7.73%。2016 年内公司已完成 20 亿定增用于建设位于山东菏泽和河南南阳的 3 个风电场，装机容量共计 330MW，预计实现年利润 2.76 亿元。

图表 1：公司现有风电场情况

风电场名称	年发电小时数	上网电价	预计年利润	投产时间
新疆哈密 300MW	2800 小时	0.47 元	1.47 亿	2015 年底
山东菏泽左营 150MW	2064 小时	0.61 元	1.09 亿	2017 年中
山东菏泽牡丹李村 80MW	2069 小时	0.61 元	0.59 亿	2017 年中
河南南阳 100MW	2680 小时	0.61 元	1.08 亿	2017 年中

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

◆收购亿洲再生进入危废领域。亿洲再生目前拥有年处理 20 万吨酸洗及电镀污泥危废的处理能力，未来还将新增 20 万吨以 HW17 为主的危废项目。亿洲再生 2017 年、2018 年分别承诺净利润不低于 3250 万元、3750 万元。

投资建议：

公司年内已完成定向增发，定增价格 6.72 元。基于公司 2017 年中定增投建的 330MW 风电场顺利投产发电、2018 年叶片业务开始实现销售的前提假设，我们预计 2017、2018 年公司 EPS 分别为 0.35 元、0.51 元，对应目前 PE 分别为 20.91 倍、14.35 倍，首次给予其“买入”的投资评级。

风险提示：

风塔订单大幅下滑；风电场建设进度不及预期；风电叶片业务不及预期；海上风电发展低于预期。



主要财务数据及预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1402.32	2148.61	2317.73	3400.00	4500.00
增长率（%）	8.65%	53.22%	7.87%	46.70%	32.35%
归母净利润（百万元）	174.89	303.22	409.87	614.57	900.77
增长率（%）	1.39%	73.38%	35.17%	49.94%	46.57%
EPS（元）	0.098	0.170	0.230	0.345	0.506
毛利率	22.74%	28.20%	30.00%	30.00%	32.00%
净资产收益率	12.47%	14.12%	17.69%	18.09%	20.03%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

预测财务报表（单位：百万元）

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1402.3	2148.6	2317.7	3400.0	4500.0
减：营业成本	1083.4	1542.6	1622.4	2380.0	3060.0
营业税金及附加	3.79	10.07	10.87	15.94	21.10
营业费用	43.15	62.28	67.18	98.55	130.44
管理费用	84.33	114.75	123.79	181.59	240.34
财务费用	33.12	30.85	18.24	8.21	-2.49
资产减值损失	9.32	62.26	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	49.28	26.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	5.34	0.00	0.00	0.00
营业利润	194.47	357.27	475.24	715.71	1050.6
加：其他非经营损益	7.54	1.07	7.24	7.74	9.74
利润总额	202.01	358.34	482.48	723.45	1060.3
减：所得税	27.18	54.94	72.37	108.52	159.05
净利润	174.84	303.39	410.11	614.93	901.30
减：少数股东损益	-0.05	0.18	0.24	0.36	0.53
归母净利润	174.89	303.22	409.87	614.57	900.77

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	190.80	351.33	564.72	653.74	1027.1
投资性现金净流量	-8.94	-1364	6.15	6.58	8.28
筹资性现金净流量	-270.5	1311.7	-375.0	18.38	-251.6
现金流量净额	-107.5	285.61	195.81	678.70	783.79

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	360.65	610.47	806.28	1484.9	2268.7
应收和预付款项	538.51	1008.1	1110.0	1340.0	1470.0
存货	351.81	300.53	310.00	320.00	330.00
其他流动资产	541.13	739.92	739.92	739.92	739.92
长期股权投资	161.26	87.69	87.69	87.69	87.69
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	810.18	1409.0	1246.4	1083.9	921.34
无形资产和开发支出	116.04	108.30	96.21	84.12	72.03
其他非流动资产	66.22	312.46	311.95	311.43	311.43
资产总计	2945.7	4576.5	4708.5	5452.0	6201.1
短期借款	472.52	441.18	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	455.79	1521.2	1599.9	1701.9	1803.9
长期借款	0.00	290.00	490.00	690.00	690.00
其他负债	0.00	14.87	14.87	14.87	14.87
负债合计	928.31	2267.3	2104.8	2406.8	2508.8
股本	411.50	823.00	823.00	823.00	823.00
资本公积	1080.1	668.67	668.67	668.67	668.67
留存收益	512.00	767.36	1061.5	1502.7	2149.3
归属母公司股东权益	2003.6	2259.0	2553.2	2994.4	3641.0
少数股东权益	13.80	50.19	50.43	50.79	51.31
股东权益合计	2017.4	2309.2	2603.6	3045.1	3692.3
负债和股东权益合计	2945.7	4576.5	4708.5	5452.0	6201.1

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。