



2017-04-20

公司点评报告

买入/维持

天顺风能(002531)

目标价: 10

昨收盘: 7.11

电气设备 电源设备

多点开花、后劲十足——天顺风能 2016 年年报点评

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,779/1,473
总市值/流通(百万元)	12,649/10,476
12 个月最高/最低(元)	11.89/6.04

相关研究报告:

证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

证券分析师助理: 雷强

E-MAIL: leiqiang@tpyzq.com

证券分析师助理: 刘晶敏

电话: 010-88321616

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

证券分析师助理: 周涛

电话: 010-88321940

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

事件:

天顺风能发布 2016 年年报。公司实现营业总收入 23.08 亿元,同比增长 6.07%, 归属于母公司股东净利润 4.06 亿元,同比增长 34.06%, 基本每股收益 0.27 元。2016 年度利润分配预案: 10 股派发现金 1.2 元。

点评:

国外收入上升, 对冲国内下降。公司在 2016 年国内风电装机下降的情况下, 实现了营业收入正增长, 主要原因是公司国外销售收入增长较快, 对冲了国内销售下滑; 新增的风力发电业务也为公司营业收入与利润增长做出贡献。

制造、发电、投融资业务开花结果。风塔及零部件业务是公司主要的收入和利润来源, 该项业务的收入和毛利占比过去一直在 90% 以上。2016 年, 公司哈密风电场并网发电, 发电业务开始为公司贡献收入和利润, 投融资业务也逐步开花结果。未来, 公司收入、利润来源逐步多元化, 将形成多个利润增长点。

风塔毛利率稳步上升, 发电业务提升综合毛利率。公司进入 Vestas、GE、西门子等国外知名厂商的供应链体系, 国外销售的毛利率较高, 国内销售的毛利率近年来也稳步提升。随着风力发电业务的加入, 公司毛利率将继续上升。

多点开花, 后劲十足。公司在制造、发电、投融资业务上均有布局, 从今年开始逐步进入收获期, 未来业绩增长动力强劲。

盈利预测与评级。预计公司 2017-2019 年基本每股收益为: 0.34 元、0.46 元、0.59 元, 对应市盈率为: 21.26 倍、15.79 倍、12.12 倍, 维持公司“买入”投资评级。

风险提示: 行业增长不及预期, 弃风率上升。

■ 主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,263	3,169	4,120	5,355
净利润(百万元)	406	602	811	1,057
每股收益(元)	0.27	0.34	0.46	0.59

资料来源: Wind, 太平洋证券

一、国外收入上升，对冲国内下降

2016 年，公司实现营业收入 23.08 亿元，同比增长 6.07%；实现归属母公司股东的净利润 4.06 亿元，同比增长 34.06%。公司在国内风电装机同比下降的情况下，实现了营业收入的正增长，同时，净利润增速大幅高于收入的增速。

图表 1：营业收入



资料来源：WIND，太平洋证券整理

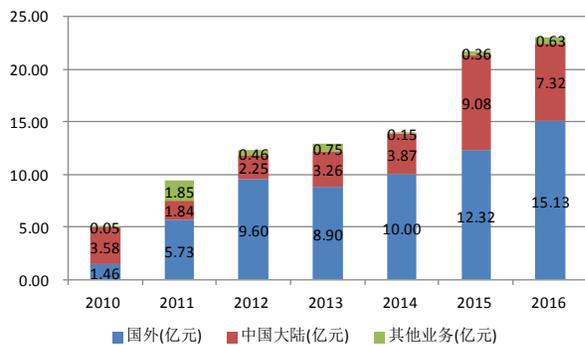
图表 2：归属于母公司股东净利润



资料来源：WIND，太平洋证券整理

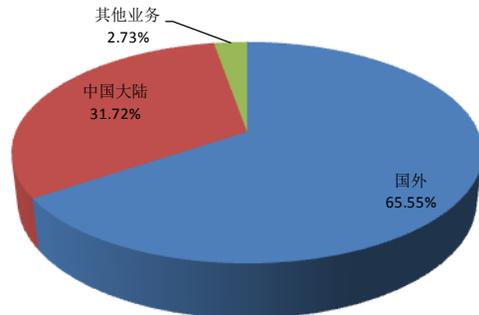
公司在 2016 年国内风电装机下降的情况下，实现了营业收入正增长，主要原因是公司国外销售收入增长较快，对冲了国内销售下滑。2016 年，公司国外销售收入 15.13 亿元，同比增加 2.81 亿元，国内销售收入 7.32 亿元，同比下降 1.76 亿元，国外销售的增加弥补了国内销售下降。公司国外销售收入占比 65.55%，国内占比 31.72%，国外销售是公司主要的收入来源。

图表 3：分地区收入增长情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

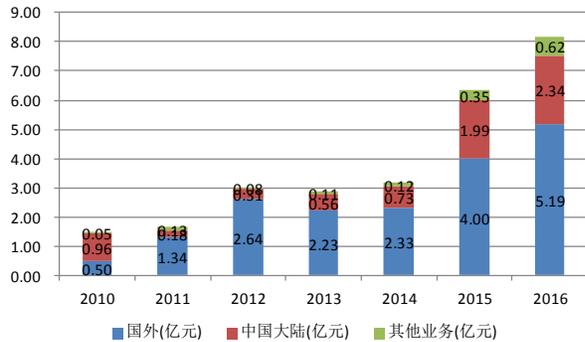
图表 4：2016 年分地区营业收入占比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

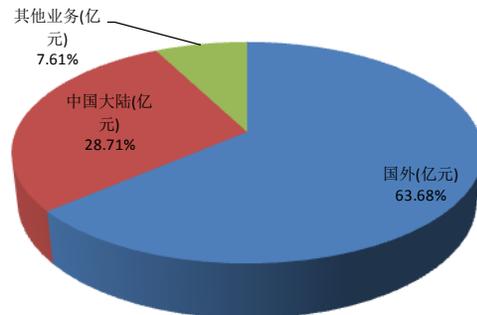
从利润贡献来看，2016 年，公司国外销售毛利为 5.19 亿元，同比增加 1.19 亿元，国内销售毛利润 2.34 亿元，同比增加 0.35 亿元。国外和国内业务的毛利均上升。公司国外毛利占比 63.68%，国内占比 28.71%。国外销售也是公司主要的利润来源。

图表 5：分地区毛利增长情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 6：2016 年分地区毛利占比

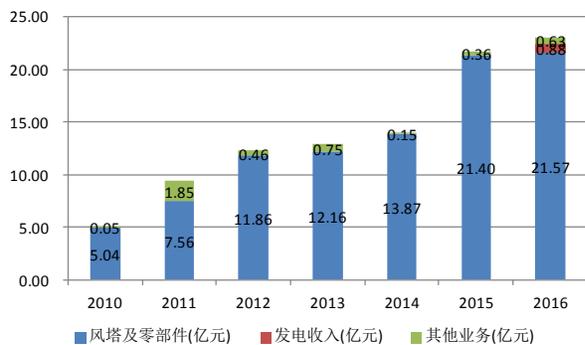


资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、制造、发电和投融资业务开花结果

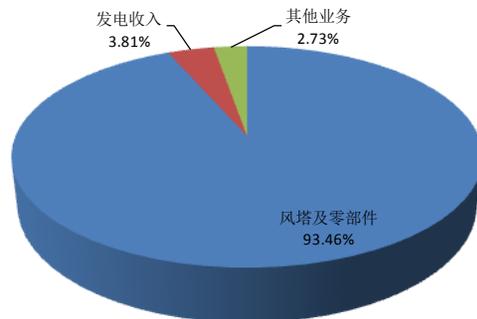
公司业务按类型划分，可分为风塔及零部件、风力发电、其他业务（投融资），其中，风力发电业务是 2016 年新增加的业务。风塔及零部件业务一直是公司最主要的业务，公司是全球风塔的龙头企业，与国外著名风电整机厂商如 Vestas、西门子、GE 等有着长期、稳定的合作。近年来，公司风塔业务的收入和利润保持稳定增长的态势，由于国外销售占比较高，公司收入受国内风电装机波动影响较小。2016 年，公司风塔及零部件业务收入 21.57 亿元，占比 93.46%；发电收入 0.88 亿元，占比 3.81%；其他业务收入 0.63 亿元，占比 2.73%。

图表 7：分业务营业收入增长情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 8：2016 年分业务营业收入占比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

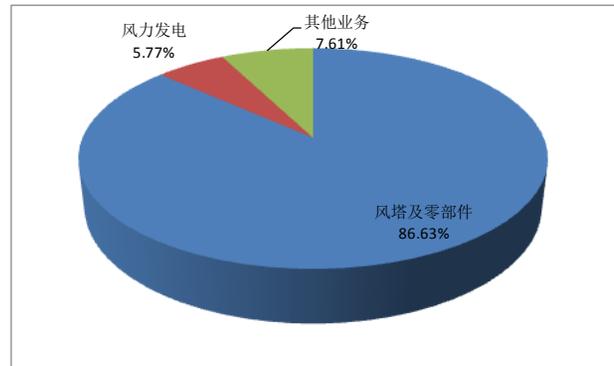
风塔及零部件销售业务不但是公司主要的收入来源，也是公司主要的利润来源，该项业务的收入和毛利占比过去一直在 90% 以上。2016 年，公司哈密风电场并网发电，发电业务开始为公司贡献收入和利润，投融资业务也逐步开花结果。未来，公司收入、利润来源逐步多元化，形成多个利润增长点。

图表 9：分业务毛利增长情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 10：2016 年分业务毛利占比

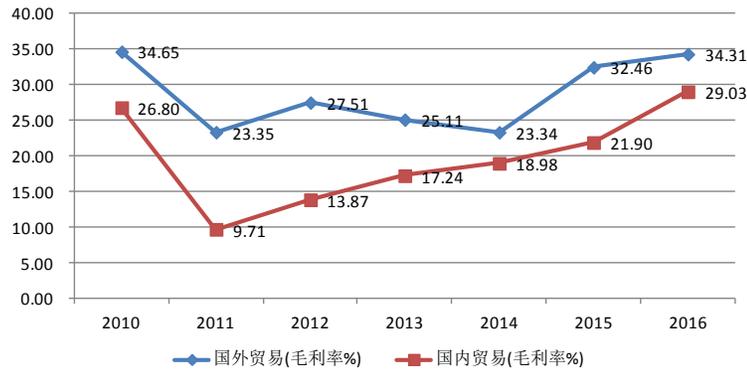


资料来源：WIND，太平洋证券整理

三、风塔毛利率稳步上升，发电业务提升综合毛利率

公司海外销售毛利率一直远高于国内，主要是国外客户为保证产品质量和供应商的稳定，为供应商留出了较大的利润空间。公司进入 Vestas、GE、西门子等国外知名厂商的供应链体系，成为这些厂商长期、稳定的合作伙伴，国外销售的毛利率明显高于国内，是公司业绩稳定增长的重要原因。2016 年，国外销售毛利率达到 34.31%，国内销售毛利率也上升至 29.03%。从近几年情况看，公司风塔销售的毛利率稳中有升，盈利能力逐年增强。

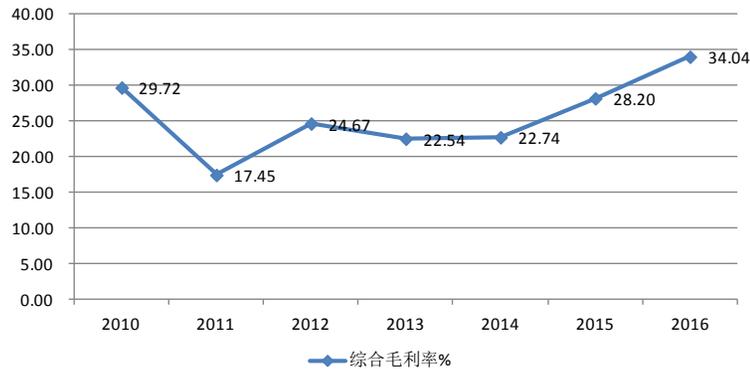
图表 11：风塔及零部件业务国内外毛利率比较



资料来源：WIND，太平洋证券整理

2016 年，公司综合毛利率达到 34.04%，同比上升 5.84 个百分点，创出历史新高，除了风塔及零部件销售业务毛利率上升之外，新增发电业务毛利率高也是重要因素。公司哈密风电场是哈密—郑州特高压输电线路的配套项目，售电有保障，弃风率好于新疆平均水平。去年 7 月底投产后，5 个月的时间实现售电收入 8785.99 万元，毛利 4669.72 万元，毛利率 53.15%。

图表 12：综合毛利率走势



资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司正在开发的三个风电场项目位于山东和河南，不存在弃风，预计今年将会建成投产。风电业务毛利率高于风塔及零部件业务，未来，随着公司风电场逐步并网发电，公司的毛利率将继续上升。

四、多点开花，后劲十足

公司未来的利润增长点主要有：

风塔及零部件业务方面，我们预计，今年国内风电新增装机至少增长 18%，且装机重心向中东部、南方地区转移。公司收购了天顺珠海生产基地，扩大了产能，布局南方市场，将获取更多南方市场订单。另外，公司新设苏州天顺风电叶片技术有限公司，介入叶片生产领域，有望今年投产，产能将逐步释放。项目一期将建成 8 条国际先进的大型风电叶片生产线，设计年产量达 800 套，预计未来达产后每年销售收入可达 18.86 亿元。

风力发电业务方面，公司通过非公开发行股票方式募集资金 20 亿元，用于投资山东菏泽牡丹李村风电场项目 (80MW)、山东菏泽鄄城左营风电场项目 (150MW)、河南南阳桐柏歌马岭风电场项目 (100MW) 项目。三个项目合计装机容量 330MW，按照通常风电场的建设进度，我们预计今年年内能够实现两个项目并网发电，将为公司增加发电收入。哈密风电场去年 7 月底才并网，并网发电只有 5 个月时间，今年全年发电，发电收入也会增加。公司还有较多的风电项目储备，预计未来每年新增约 300MW 风电装机，风力发电会成为公司未来重要的利润增长点。

投融资业务方面，公司投资的中泰模具 (持股比例 6.86%)、科创新源 (持股比例 27.6%) 有望在今明两年实现新三板挂牌上市。公司收购江苏亿洲 45% 的股权，介入危废处理领域，江苏亿洲经营状况良好，项目可复制性强，可以增加公司投融资业务的业绩。

公司的制造、发电和投融资业务多点开花，未来增长后劲十足。

五、盈利预测与投资评级

基于以上判断，我们认为公司未来业绩增长动力强劲，预计 2017-2019 年基本每股收益为：0.34 元、0.46 元、0.59 元，对应市盈率为：21.26 倍、15.79 倍、12.12 倍，维持公司“买入”投资评级。

六、风险提示

行业增长不及预期，弃风率上升。

图表 13：盈利预测表（单位：百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,059	921	1,263	1,833	营业收入	2,263	3,169	4,120	5,355
应收和预付款项	1,250	1,907	2,195	3,137	营业成本	1,493	2,060	2,657	3,454
存货	393	564	671	934	营业税金及附加	17	24	31	40
其他流动资产	1,612	1,612	1,612	1,612	营业费用	149	208	270	351
长期股权投资	147	297	477	677	管理费用	155	217	282	366
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	33	-18	-49	-78
固定资产和在建工程	2,863	2,684	2,509	2,337	资产减值损失	20	20	20	20
无形资产和开发支出	224	204	184	164	投资收益	24	-	-	-
其他非流动资产	304	303	302	302	公允价值变动损益	-	-	-	-
资产总计	7,854	8,493	9,214	10,997	其他经营损益	9	9	9	9
短期借款	198	0	0	0	营业利润	431	668	918	1,210
应付和预收款项	1,422	1,942	2,319	3,138	其他非经营损益	50	50	50	50
长期借款	630	397	0	0	利润总额	481	718	968	1,260
其他负债	941	941	941	941	所得税	69	108	145	189
负债合计	3,190	3,280	3,260	4,080	净利润	412	611	822	1,071
股本	1,779	1,779	1,779	1,779	少数股东损益	6	8	11	14
资本公积	1,694	1,694	1,694	1,694	归属母公司股东净利润	406	602	811	1,057
留存收益	1,119	1,660	2,390	3,339	每股收益(EPS)	0.23	0.34	0.46	0.59
归属母公司股东权益	4,592	5,133	5,863	6,813	财务与估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	71	80	91	105	营业收入增长率	5.35%	40.00%	30.00%	30.00%
股东权益合计	4,663	5,213	5,953	6,918	归属…净利润增长率	34.06%	48.21%	34.69%	30.24%
负债和股东权益合计	7,854	8,493	9,214	10,997					
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	销售毛利率	34.04%	35.00%	35.50%	35.50%
经营性现金净流量	529	634	1,131	1,012	销售净利率	18.20%	19.27%	19.97%	20.00%
投资性现金净流量	-1,375	-267	-317	-357	净资产收益率(ROE)	8.85%	11.74%	13.84%	15.51%
筹资性现金净流量	1,269	-505	-472	-84	市盈率(P/E)	31.51	21.26	15.79	12.12
现金流量净额	429	-138	342	571	市净率(P/B)	2.79	2.50	2.18	1.88

资料来源：WIND，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。