

天顺风能（002531）点评报告

2017年04月20日

毛利率提升带动业绩增长，风场和叶片是新增长点 买入（维持）

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：

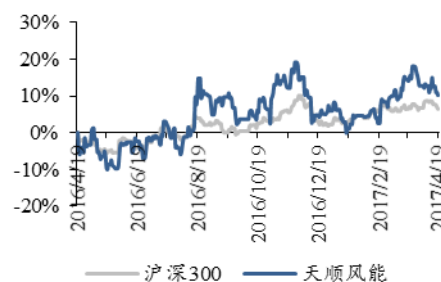
■ **2016年业绩增长34.06%，每10股派发现金红利1.2元：**公司发布2016年年报，报告期内公司实现营业收入23.08亿元，同比增长6.07%；实现归属母公司净利润4.06亿元，同比增长34.06%。对应EPS为0.23元。其中4季度，实现营业收入6.92亿元，同比增长12.71%，环比增长16.64%；实现归属母公司净利润0.63亿元，同比下降6.37%，环比下降51.26%。4季度对应EPS为0.04元。2016年利润分配方案为每10股派发现金红利1.2元。

■ **风塔业务维持稳定，风场贡献收入，盈利能力提升：**报告期内，国内风电市场疲软，海外市场维持稳定，公司加大出口市场，整体风塔业务销售29.6万吨，同比增长2.37%，风塔及零部件收入21.58亿元，同比增长0.84%。其中国内市场销售6.44亿元，同比下降29.04%，海外市场销售15.13亿元，同比增长22.87%。受国内市场风塔大型化及海外市场比重增加影响，风塔及零部件毛利率32.73%，同比增长了4.75个百分点，持续提升。此外，公司首个哈密300MW风场于2016年7月并网运行，报告期内实现发电收入0.89亿元，毛利率53.15%。

■ **期间费用率上升，存货、应收账款周转天数增加：**公司2016年期间费用同比增长61.58%至3.36亿元，期间费用率上升5.16个百分点至14.84%。其中，销售、管理、财务费用分别同比上升138.46%、上升34.97%、上升5.36%至1.49亿元、1.55亿元、0.33亿元；费用率分别上升3.66、上升1.5、上升0个百分点至6.56%、6.84%、1.44%。2016年经营活动现金流量净流入5.52亿元，同比增长62.82%；销售商品取得现金27.48亿元，同比增长44.69%。期末预收款项0.2亿元，同比增长38.21%。期末应收账款9.4亿元，较期初增长1.07亿元，应收账款周转天数上升31.66天至141.05天。期末存货3.93亿元，较期初上升0.93亿元；存货周转天数上升7.54天至83.65天。

■ **增发风电场项目快速推进，风机叶片17年投产，产业投资积极推进：**1) 公司下游风电场业务快速推进，新疆哈密300MW风电场项目已于16年7月底整体并网运营。此外，公司增发的330MW风电项目正在积极推进，项目均位于山东、河南等中东部地区，消纳与送出情况良好。未来五年，公司规划完成至少2GW权益装机目标，每年新增装机容量不低于350MW，新增核准计划400~500MW。公司计划到2020年清洁能源项目自有资金初始投资总额达到25亿元。2) 全资子公司天顺新能源投资设立了常熟叶片生产基地，设计产能800套，预计将于17年建成，18年贡献收入。叶片将利用现有的风塔客户资源形成协同效应，为公司提供新的盈利增长点，力争到2020年风塔+叶片形成营收60亿元。3) 此外，公司对外直接投资业务聚焦节能环保、新材料、新技术、金融服务等产业，为公司

股价走势



市场数据

收盘价（元）	7.15
一年最低价/最高价	7.80/6.28
市净率（倍）	2.7700
流通A股市值（百万元）	10534.52

基础数据

每股净资产（元）	1.41
资本负债率（%）	51.68%
总股本（百万股）	1,779.0190
流通A股（百万股）	1,473.3594

相关研究

1. 三季度略低于预期，叶片和运营将助力增长（2016-10-31）
2. 海外风塔业务驱动高增长，风场运营和叶片等新业务将接力（2016-8-22）
3. 单季毛利率创新高，新能源汽车和节能环保投资布局值得期待（2016-5-2）
4. 业绩持续高增长，风电运营和股权投资是新看点（2016-4-11）
5. 风塔业务持续高增长，风电运营将成为新增长极（2016-2-28）

未来可持续发展寻找新的投资机会。公司 16 年完成投资 5120 万元，计划到 2020 年产业投资累计净额达到 10 亿元。

- **投资建议：**预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 6.17、8.09、9.58 亿元，对应 EPS 分别为 0.35、0.45、0.54 元，增速分别为 51.8%、31.1%、18.4%。给予公司 2017 年 28 倍的 PE，对应目标价为 9.0 元，给予买入评级。
- **风险提示：**风电行业需求不达预期；海上风塔放量不达预期；风电场投资进度不达预期；融资不达预期。

图表 1: 天顺风能的三张表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4372.3	4634.1	6189.4	7848.2	营业收入	2308.0	3415.6	4726.7	5827.3
现金	1116.3	900.0	888.0	968.1	营业成本	1493.0	2221.4	3065.9	3741.6
应收款项	1072.9	1497.3	2072.0	2554.4	营业税金及附加	16.9	23.9	32.1	37.9
存货	393.3	456.5	630.0	768.8	营业费用	148.5	215.2	283.6	332.2
其他	1789.9	1780.4	2599.4	3556.8	管理费用	158.7	228.1	289.6	326.5
非流动资产	3566.9	5874.3	8629.9	11361.0	财务费用	32.5	66.2	205.1	380.9
长期股权投资	147.4	207.1	266.7	326.4	投资净收益	24.5	50.0	80.0	100.0
固定资产	2863.3	5116.9	7818.9	10496.4	其他	-51.4	-24.0	-14.0	-14.0
无形资产	181.2	175.2	169.1	163.1	营业利润	431.4	686.8	916.3	1094.2
其他	375.1	375.1	375.1	375.1	营业外净收支	50.1	50.0	50.0	50.0
资产总计	7939.3	10508.3	14819.3	19209.2	利润总额	481.5	736.8	966.3	1144.2
流动负债	1724.6	3780.0	7423.7	10527.1	所得税费用	69.5	110.5	144.9	171.6
短期借款	225.0	1989.4	4816.3	7561.2	少数股东损益	5.5	9.4	12.3	14.6
应付账款	1265.6	1278.1	1763.9	2152.7	归属母公司净利润	406.5	616.9	809.0	958.0
其他	233.9	512.5	843.4	813.2	EBIT	494.7	733.1	1061.4	1395.1
非流动负债	1551.3	1571.3	1591.3	2111.3	EBITDA	590.6	922.4	1364.5	1841.6
长期借款	232.9	232.9	232.9	232.9					
其他	1318.4	1338.4	1358.4	1878.4	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	3275.8	5351.3	9014.9	12638.4	每股收益(元)	0.23	0.35	0.45	0.54
少数股东权益	71.4	77.6	85.8	95.4	每股净资产(元)	2.58	2.86	3.21	3.64
归属母公司股东权益	4592.1	5079.4	5718.5	6475.4	发行在外股份(百万股)	1779.0	1779.0	1779.0	1779.0
负债和股东权益总计	7939.3	10508.3	14819.3	19209.2	ROIC(%)	10.2%	9.7%	9.8%	9.2%
					ROE(%)	8.9%	12.1%	14.1%	14.8%
					毛利率(%)	34.6%	34.3%	34.5%	35.1%
					EBIT Margin(%)	21.4%	21.5%	22.5%	23.9%
					销售净利率(%)	17.6%	18.1%	17.1%	16.4%
					资产负债率(%)	41.3%	50.9%	60.8%	65.8%
					收入增长率(%)	6.1%	48.0%	38.4%	23.3%
					净利润增长率(%)	34.1%	51.8%	31.1%	18.4%
					P/E	31.29	20.62	15.72	13.28
					P/B	2.77	2.50	2.22	1.96
					EV/EBITDA	27.09	19.59	15.93	13.77

数据来源: 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>

