

2017年04月26日

泰胜风能 (300129.SZ)

风塔盈利突出，期待军工项目落地

■事件：泰胜风能公布 2016 年年报，报告期内公司实现营业收入 15.06 亿元 (yoy -5.72%)，实现归母净利润 2.19 亿元 (yoy +29.34%)，扣非净利润 2.07 亿元 (yoy +29.08%)；同时每 10 股派发现金红利 0.65 元 (含税)；另外，公司公布 2017 年一季报，一季度公司实现营收 1.71 亿元 (yoy -0.65%)，归母净利润 4035 万元 (yoy +15.91%)，扣非净利润 3598 万元 (yoy +19.48%)。

■业绩逆势增长，彰显龙头地位：由于 2015 年风电抢装，电力需求下降以及弃风限电加剧，报告期内公司实现营收 15.06 亿元，同比下降 5.72%，略低于预期，但远好于行业水平，公司 2016 年销售塔架 1158 台套，同比增长 5.66%，市占率进一步提升，龙头地位稳固。另外，由于公司调整产品结构及市场结构带来毛利率提升，同时销售、管理费用大幅下降使得公司净利润大幅增长。当前宏观用电需求回暖以及弃风限电逐渐改善，风电基本面复苏明确，我们认为 2017 年风电新增装机有望增长 20%，泰胜风能作为国内塔架龙头，塔架业务有望继续稳步增长。

■蓝岛海工低于业绩承诺，2017 年有望超预期：公司全资收购南通蓝岛海洋工程有限公司，布局海上风电装备业务。蓝岛海工承诺 2016-2017 年净利润分别不低于为 6000 万元，7200 万元。由于业主未能按原定交付计划提货，导致蓝岛海工较多已完工产品未能在报告期内确认收入，2016 年蓝岛海工实现扣非净利润 4388 万元，低于业绩承诺。我们认为，海上风电将迎来快速发展期，风电十三五规划提出到 2020 年，全国海上风电开工建设规模达到 1000 万千瓦，力争累计并网容量达到 500 万千瓦以上，2017-2020 年海上风电 CAGR 达 33%，同时海上风电的标杆电价在 2018 年不做调整且政策逐步优化，海上风电 2017 年有望迎来发展元年。蓝岛海工在海上风电行业内处于国内市场领先地位，将显著受益海上风电的崛起，2017 年业绩有望超预期。

■海外业务占比提升，带来业绩弹性：在国内风电市场增速趋稳的背景下，公司逐步布局海外市场，2016 年海外业务营收占比仅为 9.65%，公司在维护现有客户的情况下又陆续开拓了北美、南美、澳洲、日本等国际市场，预计未来海外业务占比将逐步提升。因此，我们认为，随着公司海外业务的逐步开拓，占比的提升将给公司带来较大的业绩弹性。

■牵手丰年资本，军工项目有望加速落地：2016 年 8 月，公司购买了丰年资本旗下 2000 万元的军工基金，利用专业平台聚焦军工产业、获取资源、推动产业转型；而丰年资本也非常看好公司转型的决心及能力，分别在 9 月和 12 月购入公司部分股权 (合计持股比例 3.89%) 并进行自愿锁定三年，双方利益形成捆绑。2017 年随着双方在军工领域

公司快报

证券研究报告

电站设备

投资评级 买入-A

维持评级

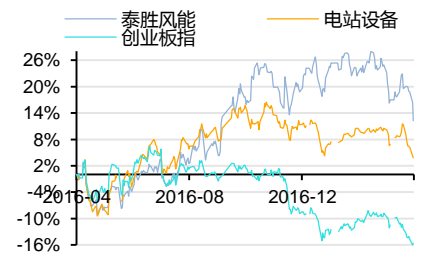
6 个月目标价： 11.10 元

股价 (2017-04-25) 7.91 元

交易数据

总市值 (百万元)	5,786.28
流通市值 (百万元)	3,335.99
总股本 (百万股)	731.51
流通股本 (百万股)	421.74
12 个月价格区间	6.45/9.02 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.67	-6.93	30.83
绝对收益	-10.11	-9.7	16.35

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

021-35082092

邓永康

报告联系人

dengk@essence.com.cn

相关报告

泰胜风能：公司点评 (泰胜风能) - 业绩稳健增长，看好军工布局加速落地
2017-01-22

的合作进一步深化，军工项目有望加速落地。

■**投资建议：**我们预计公司 2017 年-2019 年的净利润分别为 2.71 亿、3.14 亿、3.79 亿，净利润增速分别为 23.48%、16.04%、20.76%；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 11.10 元，相当于 2017 年 30 的动态市盈率。

■**风险提示：**国内风电装机不及预期，海外业务拓展不及预期。

摘要(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,597.0	1,505.6	1,878.6	2,246.4	2,597.0
净利润	169.4	219.1	270.6	314.0	379.1
每股收益(元)	0.23	0.30	0.37	0.43	0.52
每股净资产(元)	2.68	2.94	3.20	3.50	3.84

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	34.2	26.4	21.4	18.4	15.3
市净率(倍)	2.9	2.7	2.5	2.3	2.1
净利润率	10.6%	14.6%	14.4%	14.0%	14.6%
净资产收益率	8.6%	10.2%	11.6%	12.3%	13.5%
股息收益率	0.6%	0.0%	1.4%	1.6%	2.3%
ROIC	15.0%	12.8%	16.2%	27.6%	22.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,597.0	1,505.6	1,878.6	2,246.4	2,597.0	成长性					
减:营业成本	1,077.7	994.0	1,246.1	1,505.3	1,750.4	营业收入增长率	11.0%	-5.7%	24.8%	19.6%	15.6%
营业税费	9.4	14.0	10.0	16.5	19.0	营业利润增长率	51.5%	31.5%	22.0%	15.0%	20.8%
销售费用	78.1	61.5	80.8	96.0	102.3	净利润增长率	74.5%	29.3%	23.5%	16.0%	20.8%
管理费用	163.5	135.8	164.0	199.5	217.6	EBITDA 增长率	39.9%	27.5%	28.6%	13.0%	15.9%
财务费用	-4.5	-0.8	35.3	42.5	42.5	EBIT 增长率	50.7%	34.2%	36.1%	15.5%	18.6%
资产减值损失	84.7	55.2	41.5	41.5	41.5	NOPLAT 增长率	75.5%	32.5%	37.6%	15.5%	18.6%
加:公允价值变动收益	-2.2	2.3	0.8	0.2	-0.4	投资资本增长率	55.3%	9.1%	-32.3%	46.7%	-21.3%
投资和汇兑收益	9.3	8.3	11.2	14.6	11.4	净资产增长率	14.6%	9.5%	8.9%	9.5%	9.7%
营业利润	195.1	256.6	313.0	359.9	434.7	利润率					
加:营业外净收支	3.7	3.9	4.6	9.1	10.8	毛利率	32.5%	34.0%	33.7%	33.0%	32.6%
利润总额	198.7	260.5	317.6	369.0	445.5	营业利润率	12.2%	17.0%	16.7%	16.0%	16.7%
减:所得税	29.5	41.4	47.6	55.3	66.8	净利润率	10.6%	14.6%	14.4%	14.0%	14.6%
净利润	169.4	219.1	270.6	314.0	379.1	EBITDA/营业收入	15.9%	21.4%	22.1%	20.9%	21.0%
						EBIT/营业收入	11.9%	17.0%	18.5%	17.9%	18.4%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	144	159	122	92	71
货币资金	242.5	269.0	1,070.0	705.9	1,338.0	流动营业资本周转天数	106	191	114	106	114
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	436	489	467	479	484
应收帐款	738.0	741.7	596.6	977.8	952.1	应收帐款周转天数	133	177	128	126	134
应收票据	143.5	177.9	99.9	270.4	185.1	存货周转天数	137	122	121	127	125
预付帐款	56.6	49.7	58.9	77.5	88.7	总资产周转天数	663	737	661	628	605
存货	576.8	443.1	821.3	769.5	1,037.8	投资资本周转天数	311	419	294	245	225
其他流动资产	338.0	317.6	229.8	295.1	280.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	20.0	6.7	8.9	11.9	ROE	8.6%	10.2%	11.6%	12.3%	13.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.4%	7.2%	7.0%	7.8%	8.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	15.0%	12.8%	16.2%	27.6%	22.3%
投资性房地产	20.5	-	-	-	-	费用率					
固定资产	663.4	664.8	603.6	542.4	481.2	销售费用率	4.9%	4.1%	4.3%	4.3%	3.9%
在建工程	14.1	42.3	42.3	42.3	42.3	管理费用率	10.2%	9.0%	8.7%	8.9%	8.4%
无形资产	255.0	261.2	255.3	249.4	243.5	财务费用率	-0.3%	-0.1%	1.9%	1.9%	1.6%
其他非流动资产	61.7	67.3	57.0	60.9	61.7	三费/营业收入	14.8%	13.1%	14.9%	15.0%	14.0%
资产总额	3,110.1	3,054.5	3,841.3	4,000.0	4,723.1	偿债能力					
短期债务	5.0	5.0	-	-	-	资产负债率	36.9%	29.6%	39.1%	35.9%	40.5%
应付帐款	249.1	298.6	287.6	452.0	430.6	负债权益比	58.4%	42.1%	64.1%	56.1%	68.0%
应付票据	404.7	251.8	602.6	466.5	733.5	流动比率	1.87	2.28	1.95	2.20	2.06
其他流动负债	460.9	322.1	581.3	491.5	719.8	速动比率	1.36	1.77	1.40	1.65	1.51
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-42.60		9.87	9.47	11.23
其他非流动负债	27.1	26.7	29.0	27.6	27.7	分红指标					
负债总额	1,146.9	904.2	1,500.5	1,437.6	1,911.6	DPS(元)	0.05	-	0.11	0.13	0.18
少数股东权益	0.5	0.4	-0.1	-0.5	-0.9	分红比率	21.6%	0.0%	30.0%	30.0%	35.0%
股本	734.0	731.5	731.5	731.5	731.5	股息收益率	0.6%	0.0%	1.4%	1.6%	2.3%
留存收益	1,248.3	1,433.4	1,609.4	1,831.4	2,080.8						
股东权益	1,963.2	2,150.3	2,340.8	2,562.4	2,811.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	169.3	219.1	270.6	314.0	379.1	EPS(元)	0.23	0.30	0.37	0.43	0.52
加:折旧和摊销	62.7	67.1	67.1	67.1	67.1	BVPS(元)	2.68	2.94	3.20	3.50	3.84
资产减值准备	84.7	55.2	-	-	-	PE(X)	34.2	26.4	21.4	18.4	15.3
公允价值变动损失	2.2	-2.3	0.8	0.2	-0.4	PB(X)	2.9	2.7	2.5	2.3	2.1
财务费用	1.8	0.8	35.3	42.5	42.5	P/FCF	-13.4	86.4	6.7	-21.8	7.6
投资损失	-9.3	-8.3	-11.2	-14.6	-11.4	P/S	3.6	3.8	3.1	2.6	2.2
少数股东损益	-0.1	-0.0	-0.6	-0.3	-0.4	EV/EBITDA	25.8	18.8	11.3	10.7	8.1
营运资金的变动	-510.1	-104.5	532.6	-649.8	319.3	CAGR(%)	22.8%	20.0%	40.9%	22.8%	20.0%
经营活动产生现金	62.1	188.8	894.6	-240.9	795.8	PEG	1.5	1.3	0.5	0.8	0.8
投资活动产生现金	-275.4	-96.6	24.5	12.4	8.4	ROIC/WACC	1.4	1.2	1.5	2.6	2.1
融资活动产生现金	103.4	-37.2	-118.1	-135.6	-172.0	REP	2.7	2.7	2.5	1.1	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034