

业绩底部坐实，反转趋势确立

买入(维持)

2017年11月04日

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,308	2,679	4,012	5,173
同比(+/-%)	6.1%	16.1%	49.8%	28.9%
净利润(百万元)	406	488	711	900
同比(+/-%)	34.1%	20.0%	45.7%	26.7%
每股收益(元)	0.23	0.27	0.40	0.51
毛利率(%)	34.6%	32.4%	32.9%	33.5%
净资产收益率(%)	8.9%	9.8%	12.8%	14.4%
市盈率(P/E)	27.14	22.60	15.52	12.25
EV/EBITDA	24.22	20.69	15.61	13.19

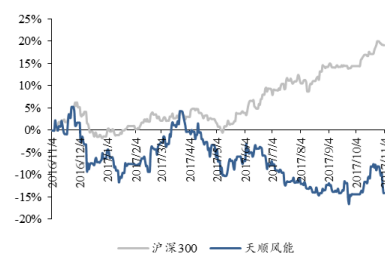
投资要点

- Q3 收入增长 73.46%，盈利下滑 10.51%；2017 全年增长 10%-30%：**公司发布 2017 年三季报，报告期内公司实现营业收入 22.74 亿元，同比增长 44.76%；实现归属母公司净利润 3.57 亿元，同比增长 4.10%。对应 EPS 为 0.2 元。其中 3 季度，实现营业收入 10.3 亿元，同比增长 73.46%，环比增长 43.32%；实现归属母公司净利润 1.16 亿元，同比下降 10.51%，环比下降 27.64%。3 季度对应 EPS 为 0.07 元。公司预计 2017 年全年业绩 4.47-5.28 亿元，同比增长 10%-30%。
- 风电反转趋势确立，国内交付带动收入增长，钢价短期波动，成本压力挤占利润空间：**三季度以来，国内风电行业反转趋势明显：1) 根据中电联数据，3 季度新增并网装机 3.69GW，同比增长 47%。2) 3 季度风电利用小时数显著改善，全国平均增长 20%。受此影响，公司三季度国内订单交付显著增加，收入同比增长了 73.46%。同时，由于三季度钢材价格单边波动加大，成本压力增长，利润同比下降 10.51%。后市来看，钢材价格有望企稳，将会释放业绩弹性。同时考虑到限电持续改善，明后年运营商的投资意愿增加，公司风塔交付有望持续增长。盈利能力方面，2017Q3 毛利率、净利率同比下降 12.38、下降 10.6 个百分点至 26.82%、11.30%；Q1-Q3 毛利率、净利率同比下降 7.88、下降 6.13 个百分点至 29.40%、15.71%。
- 费用率下降、预收款大幅增长，周转速度提高：**公司 2017 年前 3 季度期间费用同比增长 42.42%至 3.12 亿元，期间费用率下降 0.23 个百分点至 13.70%。其中，销售、管理、财务费用分别同比上升 8.03%、上升 20.32%、上升 223.25%至 0.9 亿元、1.28 亿元、0.93 亿元；费用率分别下降 1.35、下降 1.14、上升 2.27 个百分点至 3.97%、5.62%、4.11%。2017 年前 3 季度经营活动现金流量净流出 1.19 亿元，去年同期为净流入 3.91 亿元；销售商品取得现金 15.83 亿元，同比增长 0.79%。期末预收款项 1.08 亿元，同比增长 241.53%。期末应收账款 15.91 亿元，应收账款周转天数下降 9.38 天至 150.24 天。期末存货 7 亿元；存货周转天数下降 6.99 天至 91.91 天。
- 风场稳步扩张、限电持续改善；叶片明年开始贡献业绩：**公司投资运营的新疆哈密 300MW 风电场项目实现利润 7-8 千万元。随着升压线路双回路另一条支线建成以及新疆地区整体弃风限电率的改善，未来哈密风电场业绩有望进一步提升。此外，公司通过定向增发募集资金

证券分析师 曾朵红
 执业证书编号：S0600516080001
 021-60199798
 zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 曹越
 021-60199587
 caoyue@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.20
一年最低价/最高价	5.98/7.75
市净率(倍)	2.33
流通 A 股市值(百万元)	9128.05

基础数据

每股净资产(元)	2.66
资本负债率(%)	49.72%
总股本(百万股)	1,779.02
流通 A 股(百万股)	1,472.27

相关研究

1. 风场拉动业绩增长，叶片开始贡献收入 (2017-08-29)
2. 毛利率提升带动业绩增长，风场和叶片是新增长点- (2017-04-20)
3. 三季度略低于预期，叶片和运营将助力增长 (2016-10-31)
4. 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)

投资的山东、河南 330MW 风电场运营项目业已全面开工建设，预计将在 2017 年底、2018 年初陆续实现并网运营。公司计划 2018 年初启动菏泽牡丹李村二期 50MW 以及广西上思四方岭一期 49.5MW 风电项目建设，同时已签订了位于山东、江苏、安徽、河南、广西总计 755MW 风电场项目开发协议。此外，公司收购的昆山风速时代叶片厂并表，上半年贡献收入 1.1 亿元，预计明年将开始贡献业绩。

■ **盈利预测：**考虑到公司明后年风塔业务反转、新增风电场投入运营、叶片业务正式投产，预计公司 2017-2019 年归属母公司净利润为 4.88、7.11、9.00 亿元，对应 EPS 分别为 0.27 元、0.40 元、0.51 元，业绩增速分别为 20.0%、45.7%、26.7%。我们给予 2018 年 20 倍 PE，对应目标价 8.0 元，维持买入评级。

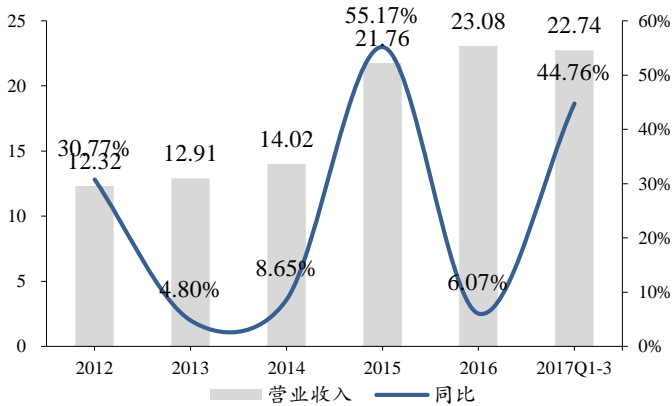
■ **风险提示：**风电行业需求不达预期；风电场投资进度不达预期。

图表 1：前 3 季度收入 22.74 亿元，同比增长 44.76%；盈利 3.57 亿元，同比增长 4.10%

天顺风能	2017Q1-3	2016Q1-3	同比	2017Q3	2016Q3	同比	2017Q2	环比
营业收入	22.74	15.71	44.76%	10.30	5.94	73.46%	7.18	43.32%
毛利率	29.40%	37.28%	-7.88%	26.82%	39.21%	-12.38%	32.08%	-5.26%
营业利润	3.64	3.57	2.08%	1.26	1.50	-65.06%	1.50	-16.09%
归属母公司净利润	3.57	3.43	4.10%	1.16	1.30	-10.51%	1.61	-27.64%
净利率	15.71%	21.84%	-6.13%	11.30%	21.89%	-10.60%	22.38%	-11.08%
股本	17.79	17.79	-	17.79	17.79	-	17.79	-
EPS	0.20	0.19	4.10%	0.07	0.07	-10.51%	0.09	-27.64%

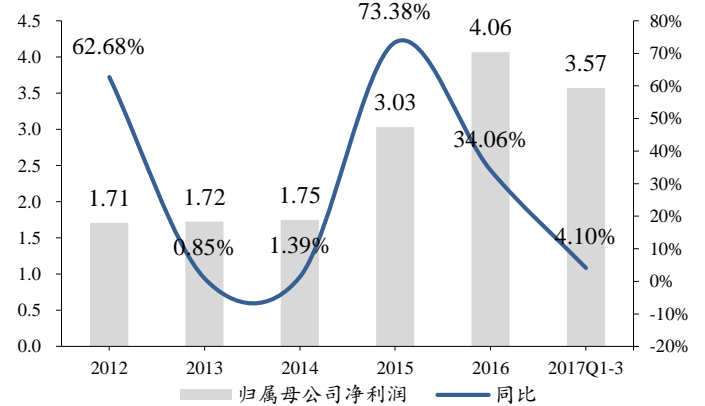
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 2：Q1-Q3 收入 22.74 亿元，同比增长 44.76%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

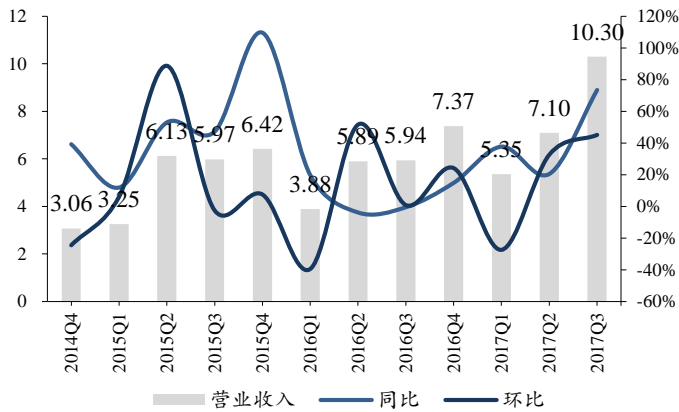
图表 3：Q1-Q3 净利润 3.57 亿元，同比增长 4.10%



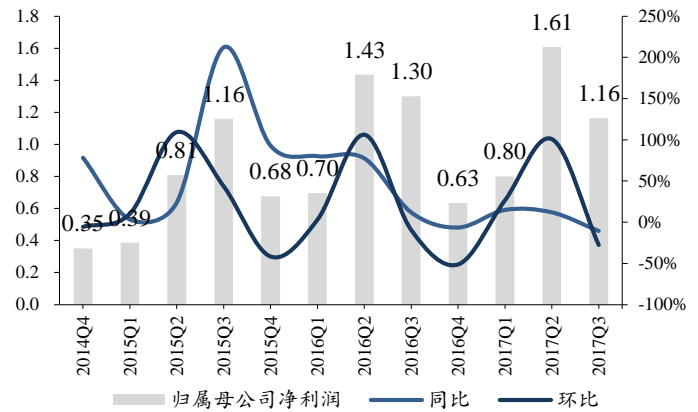
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 4：Q3 营收 10.3 亿元，同比增长 73.46%

图表 5：Q3 盈利 1.16 亿元，同比下降 10.51%



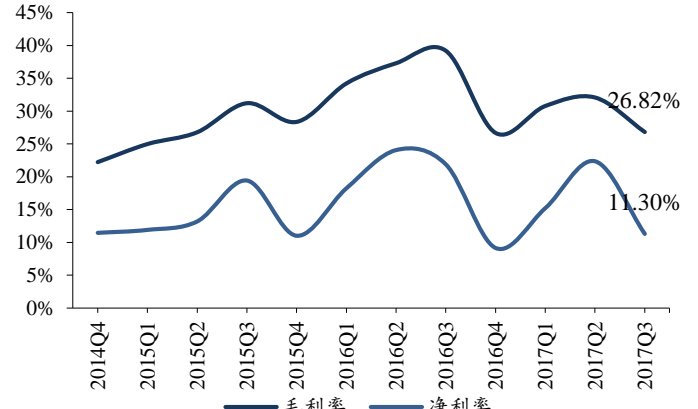
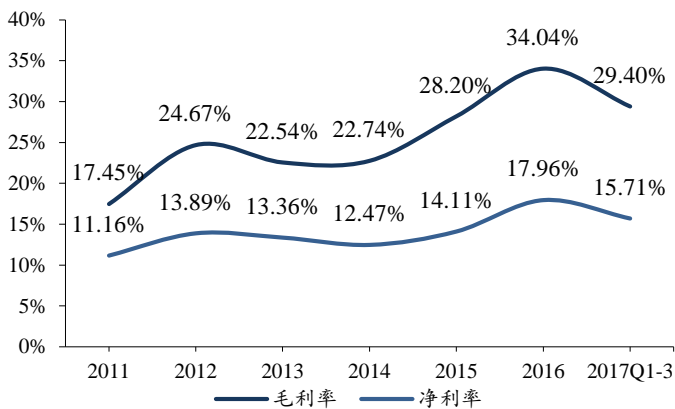
资料来源: Wind, 东吴证券研究所



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 6: Q1-Q3 毛、净利率同比下降 7.88、6.13 个百分点

图表 7: Q3 毛、净利率同比下降 12.38、10.6 个百分点

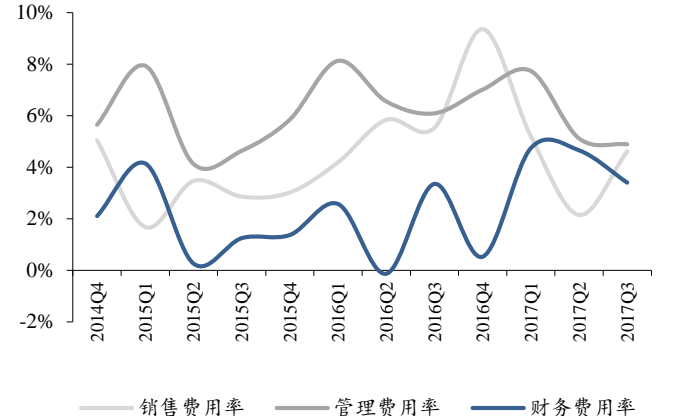
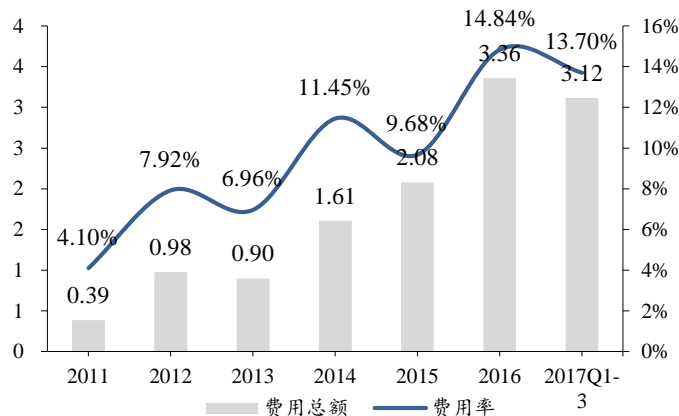


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 8: Q1-Q3 期间费用 3.12 亿元, 同比增长 42.42 个百分点

图表 9: Q1-Q3 期间费用率 13.70%, 同比下降 0.23 个百分点

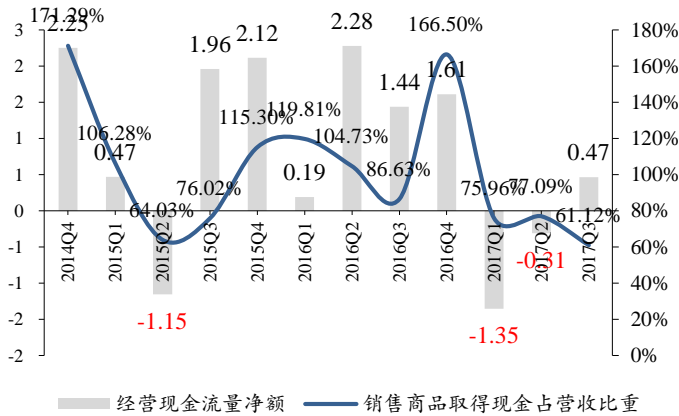


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

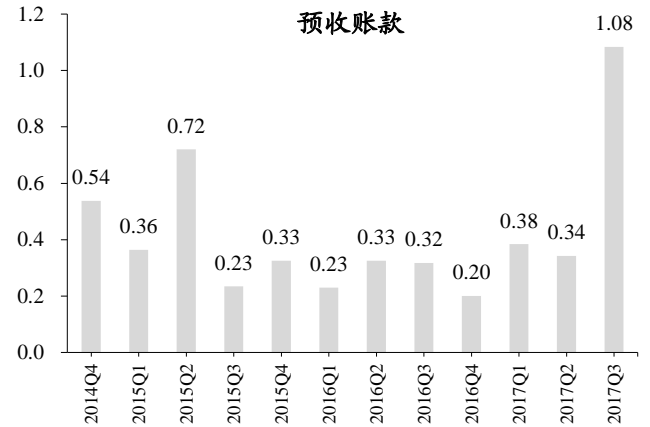
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 10: Q1-Q3 现金净流出 1.19 亿元

图表 11: 期末预收款项 1.08 亿元

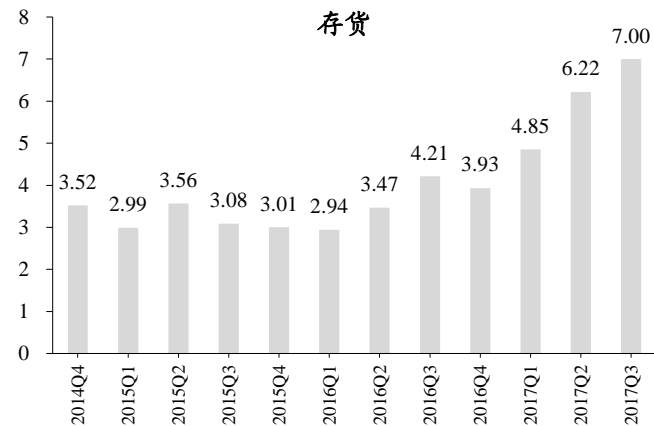


资料来源: Wind, 东吴证券研究所



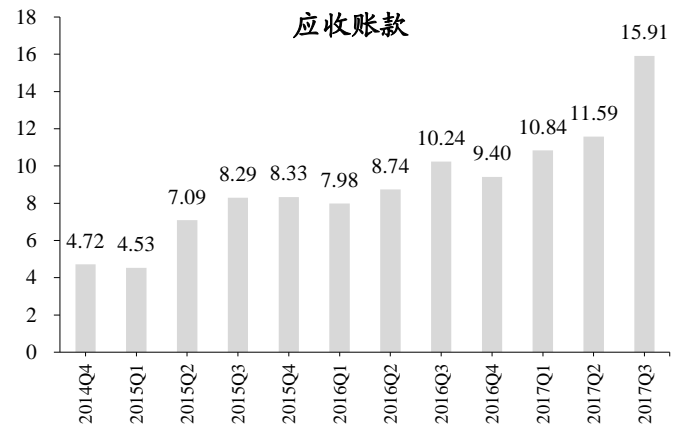
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 12: 期末存货 7 亿元



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 13: 期末应收款 15.91 亿元



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 14: 公司分季度经营情况

天顺风能	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	同比	环比
营业收入	6.13	5.97	6.14	3.82	5.96	5.94	6.92	5.26	7.18	10.30	73.46%	43.32%
毛利率	26.79%	31.22%	28.37%	34.23%	37.31%	39.21%	26.68%	30.79%	32.08%	26.82%	-12.38%	-5.26%
毛利润	1.64	1.86	1.74	1.31	2.22	2.33	1.85	1.62	2.31	2.76	18.67%	19.81%
期间费用率	7.86%	8.74%	10.24%	14.90%	12.26%	14.98%	16.91%	17.69%	11.93%	12.91%	-2.07%	0.98%
销售费用	0.21	0.17	0.19	0.16	0.35	0.33	0.65	0.27	0.15	0.48	44.75%	208.11%
管理费用	0.25	0.28	0.36	0.31	0.39	0.36	0.49	0.41	0.37	0.50	39.24%	36.90%
财务费用	0.02	0.07	0.08	0.10	-0.01	0.20	0.04	0.25	0.33	0.35	75.95%	4.65%
期间费用	0.48	0.52	0.63	0.57	0.73	0.89	1.17	0.93	0.86	1.33	49.49%	55.13%
资产减值	0.23	0.02	0.39	-0.01	0.22	-0.02	0.00	-0.04	0.08	0.22	-1393.12%	180.18%
营业利润	0.96	1.39	0.79	0.82	1.25	1.50	0.75	0.88	1.50	1.26	-15.82%	-16.09%
营业外收入	0.01	0.00	0.01	0.04	0.40	0.00	0.10	0.03	0.46	0.04	1709.46%	-91.65%
利润总额	0.96	1.39	0.74	0.85	1.66	1.47	0.84	0.91	1.95	1.30	-11.71%	-33.49%
所得税	0.15	0.23	0.08	0.15	0.23	0.15	0.16	0.09	0.29	0.13	-12.15%	-54.50%
归母净利	0.81	1.16	0.68	0.70	1.43	1.30	0.63	0.80	1.61	1.16	-10.51%	-27.64%
净利率	13.20%	19.44%	11.01%	18.25%	24.08%	21.89%	9.15%	15.23%	22.38%	11.30%	-10.60%	-11.08%

存货	3.56	3.08	3.01	2.94	3.47	4.21	3.93	4.85	6.22	7.00	66.08%	12.53%
股本	17.79	17.79	17.79	17.79	17.79	17.79	17.79	17.79	17.79	17.79	0.00%	0.00%
EPS	0.05	0.07	0.04	0.04	0.08	0.07	0.04	0.05	0.09	0.07	-10.51%	-27.64%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

天顺风能三大财务预测表

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	3846.7	5406.1	7097.0	营业收入	2308.0	2678.6	4011.9	5172.6
现金	1116.3	900.0	888.0	968.1	营业成本	1493.0	1793.1	2665.0	3407.5
应收款项	1072.9	1174.2	1758.6	2267.4	营业税金及附加	16.9	18.7	27.3	33.6
存货	393.3	368.4	547.6	700.2	营业费用	148.5	136.6	200.6	253.5
其他	1789.9	1404.1	2211.9	3161.3	管理费用	158.7	172.9	250.8	306.0
非流动资产	3566.9	5667.9	7049.5	8416.1	财务费用	32.5	50.4	135.3	232.7
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	4910.6	6238.6	7551.5	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	532.8	799.0	1025.3
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	9514.7	12455.7	15513.1	利润总额	481.5	582.8	849.0	1075.3
流动负债	1724.6	2889.6	5241.9	7059.0	所得税费用	69.5	87.4	127.3	161.3
短期借款	225.0	1453.8	2986.5	4365.5	少数股东损益	5.5	7.4	10.8	13.7
应付账款	1265.6	1031.6	1533.3	1960.5	归属母公司净利润	406.5	487.9	710.8	900.3
其他	233.9	404.2	722.1	733.0	EBIT	494.7	563.2	874.3	1178.0
非流动负债	1551.3	1571.3	1591.3	2111.3	EBITDA	590.6	748.8	1144.2	1531.9
长期借款	232.9	232.9	232.9	232.9					
其他	1318.4	1338.4	1358.4	1878.4					
负债总计	3275.8	4460.8	6833.1	9170.2					
少数股东权益	71.4	76.3	83.5	92.5					
归属母公司股东权益	4592.1	4977.5	5539.1	6250.3					
负债和股东权益总计	7939.3	9514.7	12455.7	15513.1					
现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	552.1	953.9	276.0	130.6	每股收益(元)	0.23	0.27	0.40	0.51
投资活动现金流	-1374.8	-2296.5	-1671.5	-1740.5	每股净资产(元)	2.58	2.80	3.11	3.51
筹资活动现金流	1269.0	1126.3	1383.5	1690.0	发行在外股份(百万股)	1779.0	1779.0	1779.0	1779.0
现金净增加额	451.9	-216.3	-12.0	80.1	ROIC(%)	10.2%	7.8%	9.4%	9.8%
折旧和摊销	95.9	185.6	269.9	353.9	ROE(%)	8.9%	9.8%	12.8%	14.4%
资本开支	-1484.0	-2236.8	-1611.8	-1680.8	毛利率(%)	34.6%	32.4%	32.9%	33.5%
营运资本变动	-426.3	245.5	-731.8	-1152.7	EBIT Margin(%)	21.4%	21.0%	21.8%	22.8%
企业自由现金流	-1323.4	-1327.0	-1330.6	-1478.3	销售净利率(%)	17.6%	18.2%	17.7%	17.4%
					资产负债率(%)	41.3%	46.9%	54.9%	59.1%
					收入增长率(%)	6.1%	16.1%	49.8%	28.9%
					净利润增长率(%)	34.1%	20.0%	45.7%	26.7%
					P/E	27.14	22.60	15.52	12.25
					P/B	2.40	2.22	1.99	1.76
					EV/EBITDA	24.22	20.69	15.61	13.19

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>

