

**泰胜风能(300129)/电源设备**
**“双海”战略推进顺利，原材料价格影响业绩释放**
**评级：买入(维持)**

市场价格：5.06

分析师：邹玲玲

执业证书编号：S0740517040001

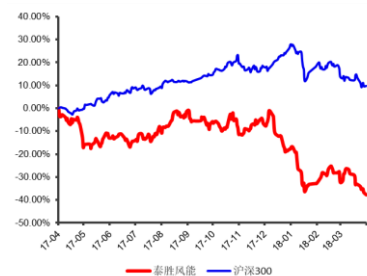
Email: zoull@r.qlzq.com.cn

联系人：花秀宁

Email: huaxn@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	727
流通股本(百万股)	491
市价(元)	5.06
市值(百万元)	3679
流通市值(百万元)	2483

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 “两海”战略稳步推进，钢材价格波动影响业绩释放
- 2 海上风电和海外市场快速增长，多元化布局值得期待
- 3 主营业务平稳，看好海上风电和海外业务
- 4 泰胜风能：业绩符合预期，军工转型值得关注

**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1505.62	1590.00	2069.05	2680.14	3493.85
增长率 yoy%	-5.72%	5.60%	30.13%	29.53%	30.36%
净利润	219.11	153.69	186.57	238.39	291.12
增长率 yoy%	29.34%	-29.85%	21.39%	27.77%	22.12%
每股收益(元)	0.30	0.21	0.26	0.33	0.40
每股现金流量	0.08	-0.09	0.26	-0.42	0.43
净资产收益率	10.19%	6.81%	7.70%	9.03%	10.03%
P/E	16.79	23.94	19.72	15.43	12.64
PEG	5.89	1.01	6.00	5.42	0.53
P/B	1.71	1.63	1.52	1.39	1.27

**投资要点**

- 事件：**公司公布 2017 年年报，实现营业收入 15.90 亿元，同比增长 5.60%；归母净利润 1.54 亿元，同比减少 29.85%，扣非归母净利润 1.32 亿元，同比减少 36.38%；EPS 0.21 元，ROE 6.98%，每 10 股分红 0.80 元。同时，公司公布 2018 年一季报，实现营业收入 2.32 亿元，同比增长 35.41%；归母净利润 0.14 亿元，同比减少 65.04%，扣非归母净利润 0.05 亿元，同比减少 84.73%；EPS 0.02 元，ROE 0.62%。
- “双海”战略稳步推进，经营平稳。**2017 年，国内风电新增装机容量仅为 19.5GW，同比下滑 16.56%。公司克服国内陆上风电增长乏力及区域不平衡等因素，大力拓展海外市场及海上风电市场（“双海”战略），使得出口业务及海上风电业务订单完成量较上年同期有较大幅度增加，从而部分弥补了国内陆上风电业务增长乏力带来的影响。具体拆分来看，（1）风力发电机组配套塔架生产 661 台/套，减幅为 36.75%，风力发电机组配套塔架销售 640 台/套，减幅为 44.73%，生产量及销售均下降的主要原因为：1、市场竞争激烈，2017 年达到符合收入确认条件的数量减少；2、公司塔架销售产品结构发生变化，销售更大、更重的塔架（2MW 及以上）的结构占比由上年同期的约 67% 上升到本报告期的约 97%。（2）海洋工程类装备/其他海上风电装备风电生产 62,030.63 吨，增幅为 44.07%，主要为海洋工程类装备/其他海上风电装备订单的增加。
- 钢材等原材料价格波动较大，影响业绩释放。**2017 年，公司营业同增 5.60%，但归母净利润同比下滑 36.38%，主要原因是钢材等原材料价格波动较大，公司产品主要原材料成本上升较多，为了稳定及开拓市场，公司承担了大部分上涨成本，导致报告期内产品毛利率同比有所下降，使得公司利润有所减少。
- 外延风电场和军工转型。**公司 2017 年风电场开发的主要工作仍是围绕浙江玉环大园头山分散式风电项目的核准工作而展开，目前进展顺利。在军工转型方面，公司与专业平台丰年资本合作，进一步深化军工领域的转型工作。2018 年 1 月 2 日，公司与昌力科技及其现有股东签订《增资扩股协议》，向昌力科技增资人民币 3,000 万元，占其股权比例 4.2857%。
- 体系建设推进、内部管理优化升级，为发展蓄力。**2017 年度，公司的认证体系建设和更新工作有条不紊地继续推进，比如公司顺利通过 ISO3834 和 EN1090 焊接质量管理体系、欧洲钢结构资质的认证审核，为今后拓展业务做好了准备。与此同时，为规范报告制度和沟通体系、优化组织管理结构，2017 年度公司对

企业管理 OA 系统进行了一次升级优化，提高了部门间和层级间沟通效率；子公司逐步纳入 OA 系统的工作也将推进，将进一步优化公司管理体系、维护总部管理模式运行。

- **一季度出口增加明显，但业绩受成本控制、原材料价格、资产减值影响。**2018 年 1-3 月，公司整体经营平稳，公司继续深化“双海”战略，出口业务确认收入较上年同期增加 201.60%，营业收入同比增长 35.41%，但一季度业绩比去年同期下降 65.04%，主要原因为：（1）随着国内风电电价国家补贴的逐步退坡以及国际电价的逐步市场化，风电建设成本控制压力持续向风电整机及零部件制造商传导，相关市场竞争进一步加剧，产品毛利空间进一步受限；同时，钢材等原材料价格波动带来的成本上升向下游客户转移的难度增大，导致报告期内产品毛利额同比减少 1,090 万元；（2）报告期内部分应收账款账龄增加以及新增收入产生的应收账款坏账准备的计提，使得报告期内资产减值损失较上年同期增加 1,563 万元。
- **2018 年国内风电行业反转逻辑全部兑现，三阶段逻辑助力风电长景气周期，公司业绩可期。**目前三北红六省部分解禁、分散式风电多点开花、中东部常态化三个核心逻辑全部兑现，2018 年国内风电行业将反转，新增并网装机或达 25GW。同时，我们认为由于三阶段的逻辑驱动，国内风电将迎来长景气周期：（1）2018 年：内部结构调整修复带来行业反转；（2）2019-2020 年：标杆电价下调带来的抢装行情；（3）2021 年-：平价上网之后的能源转型需求。在行业反转的背景下，2018 年，公司将继续保持主营业务平稳发展，深化“双海”战略，大力拓展海外市场及海上风电市场，重点做好泰胜蓝岛的各项经营管理工作，打开产能及业务瓶颈；同时，抓住国内陆上风电抢装潮，进行多样化市场布局，重点在河南周边、青海地区、两广地区形成产品辐射能力，国内市场的占比要稳中有升。公司 2018 年度的经营目标为：营业收入较上年同期增长 20%，力争突破 20 亿元；净利润较上年同期增长 20%。
- **投资建议：**预计 2018-2020 年分别实现净利 1.87、2.38 和 2.91 亿元，同比分别增长 21.39%、27.77%、22.12%，当前股价对应三年 PE 分别为 20、15、13 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**风电装机不及预期，海上风电和海外业务拓展不及预期，原材料波动超出预期。

**图表 1: 泰胜风能 2017 年年报业绩一览**

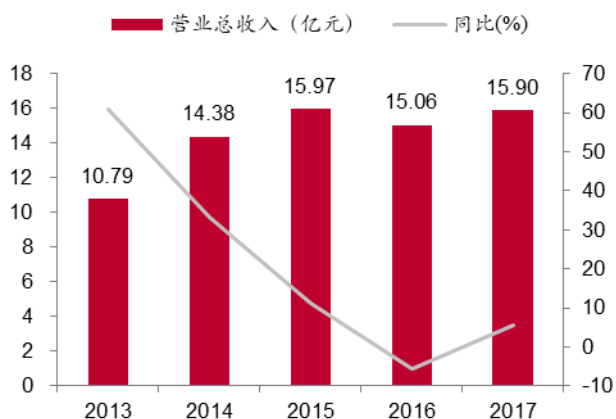
	2017Z	2016Z	同比	2017Q4	2016Q4	同比	2017Q3	环比
营业总收入 (亿元)	15.90	15.06	5.60%	3.39	6.57	-48.43%	5.35	-36.65%
营业利润 (亿元)	1.74	2.57	-32.34%	0.20	0.71	-71.91%	0.51	-61.32%
利润总额 (亿元)	1.90	2.61	-27.18%	0.12	0.71	-83.57%	0.55	-78.73%
归母净利润 (亿元)	1.54	2.19	-29.85%	0.00	0.60	-99.66%	0.45	-99.54%
销售毛利率 (%)	25.51%	33.98%	-8.47PCT	25.26%	30.78%	-5.52PCT	25.27%	-0.01PCT
销售净利率 (%)	9.67%	14.55%	-4.88PCT	0.06%	9.15%	-9.09PCT	8.44%	-8.39PCT
加权 ROE (%)	6.98%	10.67%	-3.69PCT	0.01%	2.83%	-2.82PCT	2.02%	-2.01PCT
股本 (亿股)	7.27	7.32	-	7.27	7.32	-	7.27	-
EPS (元)	0.21	0.30	-30.00%	0.00	0.08	-99.63%	0.06	-99.52%

来源: Wind, 中泰证券研究所

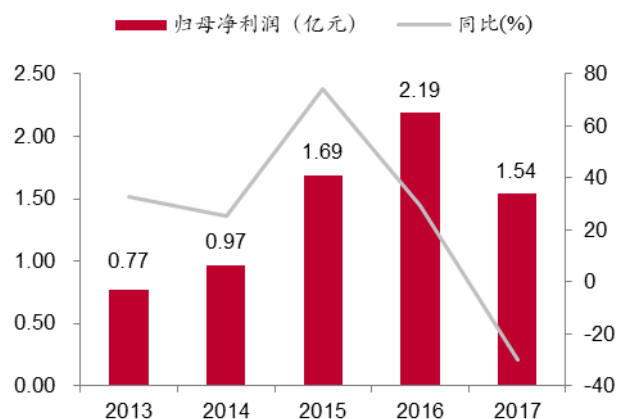
**图表 2: 泰胜风能 2018 年一季报业绩一览**

	2018Q1	2017Q1	同比	2017Q4	环比
营业总收入 (亿元)	2.32	1.71	35.41%	3.39	-31.45%
营业利润 (亿元)	0.14	0.43	-67.38%	0.20	-29.50%
利润总额 (亿元)	0.18	0.47	-61.70%	0.12	53.78%
归母净利润 (亿元)	0.14	0.40	-65.04%	0.00	6757.34%
销售毛利率 (%)	24.50%	38.93%	-14.42PCT	25.26%	-0.76PCT
销售净利率 (%)	6.07%	23.52%	-17.45PCT	0.06%	6.01PCT
加权 ROE (%)	0.62%	1.86%	-1.24PCT	0.01%	0.61PCT
股本 (亿股)	7.27	7.32	-	7.27	-
EPS (元)	0.02	0.06	-64.86%	0.00	6366.67%

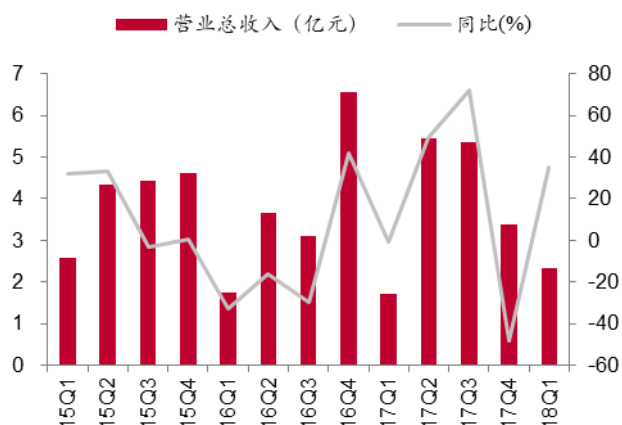
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 3: 2017 年营收 15.90 亿元, 同比增长 5.60%**


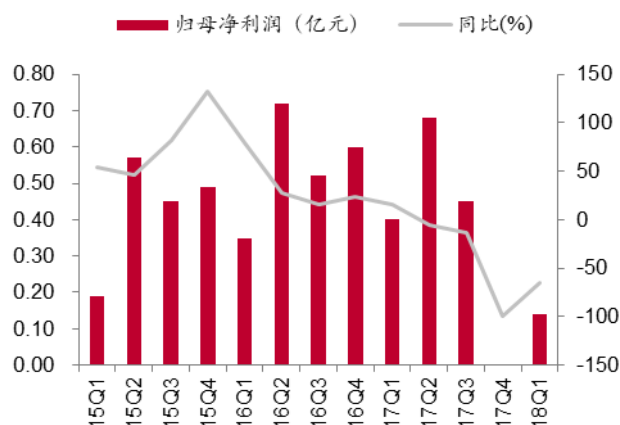
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 4: 2017 年归母净利润 1.54 亿元, 同减 29.85%**


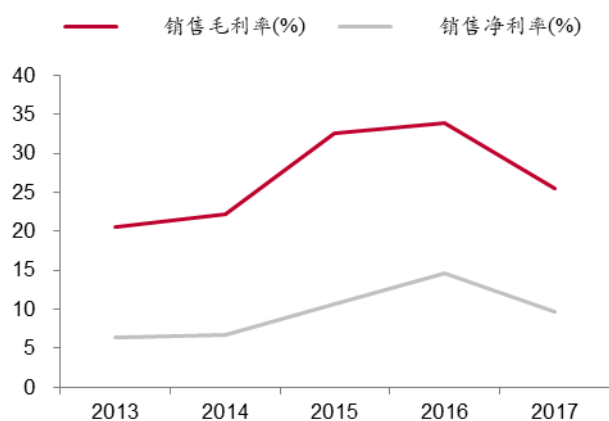
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 2018Q1 营收 2.32 亿元, 同比增长 35.41%**


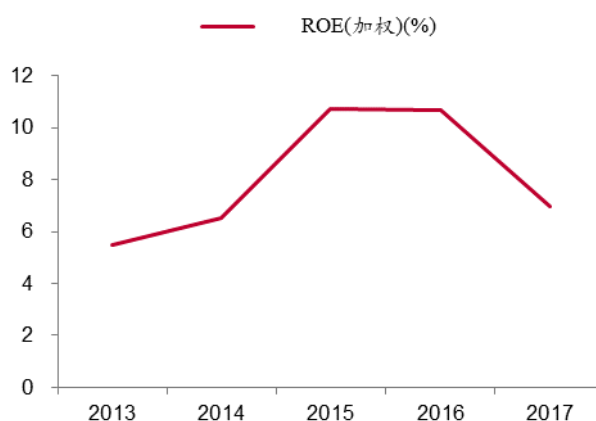
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 6: 2018Q1 归母净利润 0.14 亿元, 同减 65.04%**


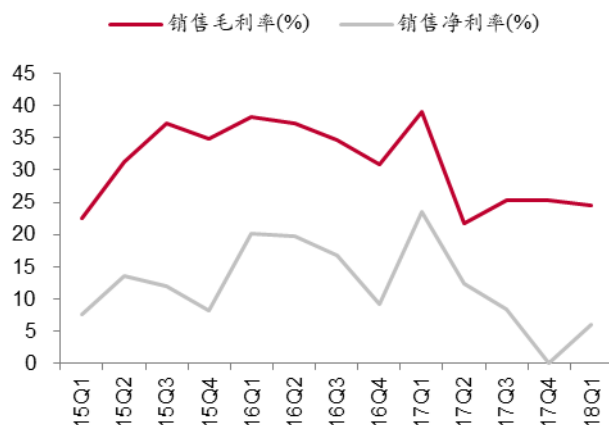
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 7: 2017 销售毛利率、净利率分别为 25.51%、9.67%**


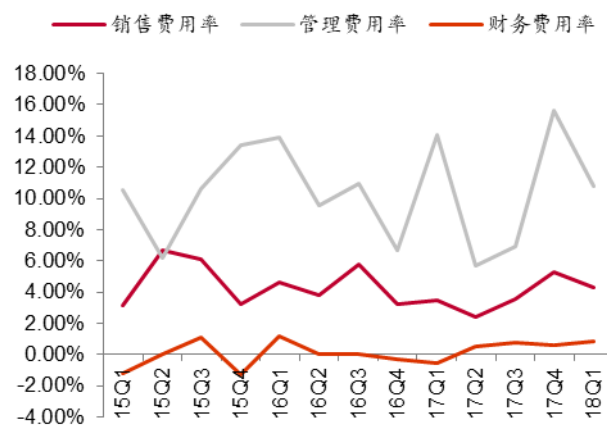
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 8: 2017 年的 ROE 为 6.98%**


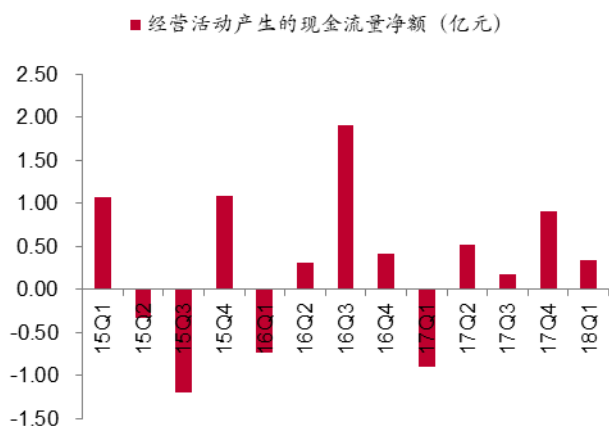
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 9: 18Q1 销售毛利率、净利率分别为 24.50%、6.07%**


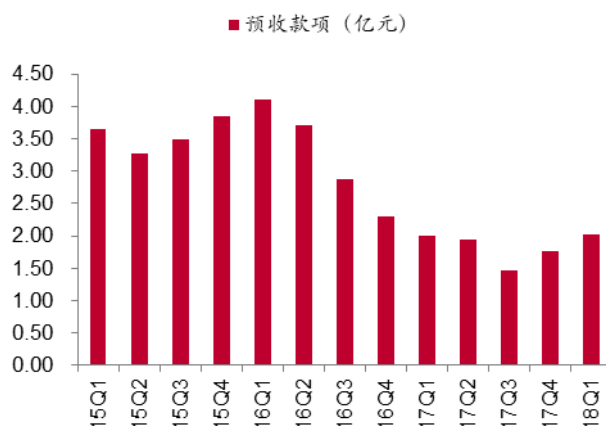
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 10: 18Q1 三大费用率分别为 4.31%、10.78%、0.86%**


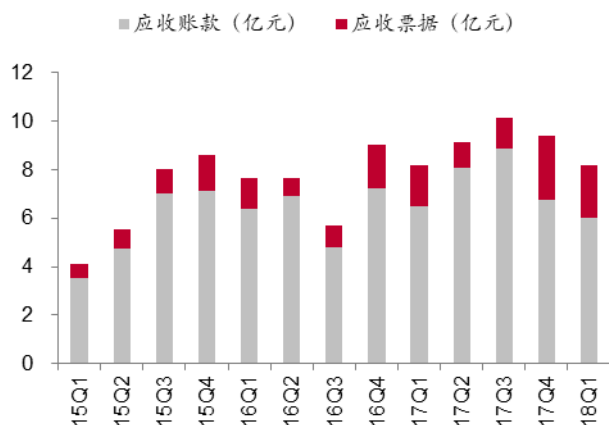
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 11: 18Q1 经营性现金流量净额有所下滑**


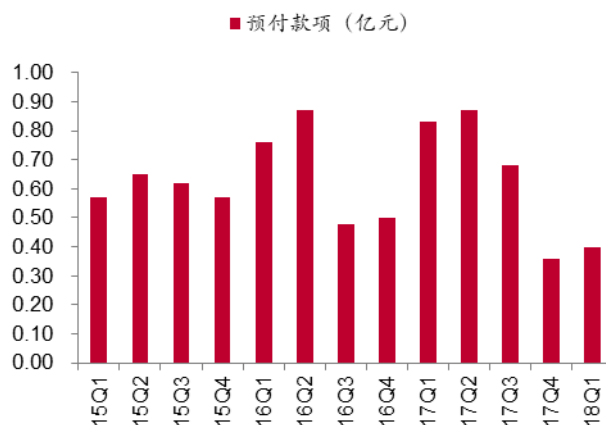
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 12: 2018 年一季度末预收款项有所上升**


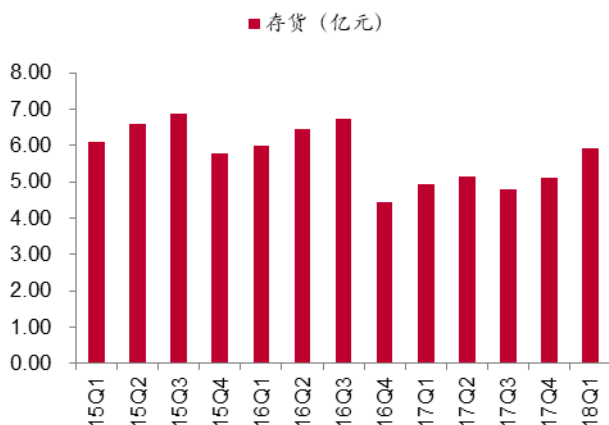
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 13: 2018 年一季度末应收账款/票据有所下降**


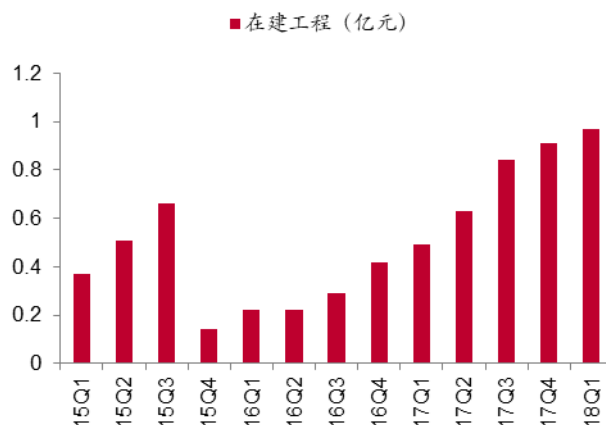
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 14: 2018 年一季度末预付款项有所增加**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 15: 2018 年一季度末存货呈上升的趋势**


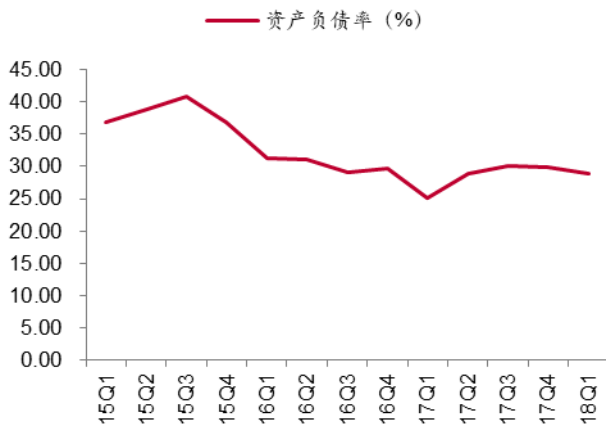
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 16: 2018 年一季度末在建工程有所增加**


来源: Wind, 中泰证券研究所

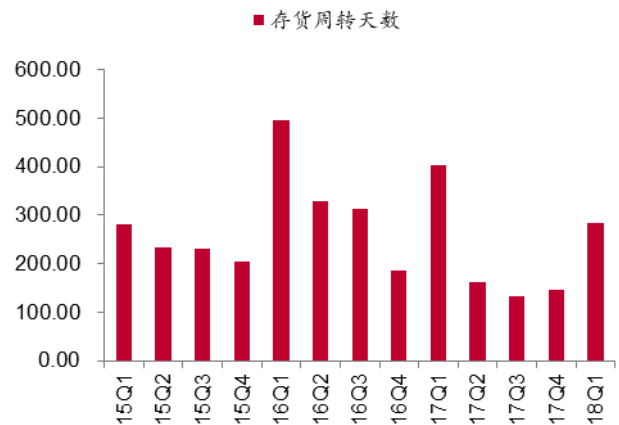


图表 17: 2018 年一季度末资产负债率 28.86%



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 18: 2018 年一季度存货周转天数为 283.55 天



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: 公司财务数据预测 (百万元)

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,505.6	1,590.0	2,069.0	2,680.1	3,493.9	成长性					
减: 营业成本	994.0	1,184.4	1,512.9	1,997.0	2,639.6	营业收入增长率	-5.7%	5.6%	30.1%	29.5%	30.4%
营业税金	14.0	11.5	15.4	21.4	26.4	营业利润增长率	31.5%	-32.3%	24.2%	29.1%	22.8%
销售费用	61.5	56.0	86.2	105.1	135.2	净利润增长率	29.3%	-29.9%	21.4%	27.8%	22.1%
管理费用	135.8	145.3	195.9	246.8	323.9	EBITDA 增长率	27.5%	-22.4%	13.2%	21.7%	18.4%
财务费用	-0.8	8.1	-2.8	-4.0	-4.1	EBIT 增长率	34.2%	-29.0%	17.3%	28.9%	23.2%
资产减值损失	55.2	21.0	53.6	43.2	39.3	NOPLAT 增长率	32.5%	-31.5%	20.6%	28.0%	22.5%
加: 公允价值变动收益	2.3	2.0	-0.6	-0.3	0.4	投资资本增长率	9.1%	4.1%	-3.4%	28.2%	-2.5%
投资和汇兑收益	8.3	7.6	8.4	8.1	8.0	净资产增长率	9.5%	5.0%	7.4%	8.8%	10.0%
营业利润	256.6	173.6	215.7	278.4	342.0	利润率					
加: 营业外净收支	3.9	16.0	7.9	9.3	11.1	毛利率	34.0%	25.5%	26.9%	25.5%	24.5%
利润总额	260.5	189.7	223.6	287.7	353.1	营业利润率	17.0%	10.9%	10.4%	10.4%	9.8%
减: 所得税	41.4	36.0	37.1	49.4	62.0	净利润率	14.6%	9.7%	9.0%	8.9%	8.3%
净利润	219.1	153.7	186.6	238.4	291.1	EBITDA/营业收入	21.4%	15.8%	13.7%	12.9%	11.7%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	17.0%	11.4%	10.3%	10.2%	9.7%
货币资金	269.0	326.8	517.3	214.4	524.9	运营效率					
交易性金融资产	-	2.0	0.7	0.9	1.2	固定资产周转天数	159	146	103	71	48
应收账款	741.7	682.7	1,123.8	1,334.6	1,793.8	流动营业资本周转天数	191	202	162	165	158
应收票据	177.9	270.2	163.3	466.3	379.4	流动资产周转天数	489	467	463	437	410
预付账款	49.7	36.4	93.4	83.3	134.0	应收账款周转天数	177	161	157	165	161
存货	443.1	512.8	981.2	896.4	1,509.9	存货周转天数	122	108	130	126	124
其他流动资产	317.6	295.9	317.2	310.2	307.7	总资产周转天数	737	710	645	567	503
可供出售金融资产	20.0	20.0	13.3	17.8	17.0	投资资本周转天数	419	422	325	282	240
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	10.2%	6.8%	7.7%	9.0%	10.0%
投资性房地产	-	13.5	13.5	13.5	13.5	ROA	7.2%	4.8%	4.4%	5.6%	5.3%
固定资产	664.8	626.9	562.0	497.2	432.4	ROIC	12.8%	8.1%	9.3%	12.4%	11.8%
在建工程	42.3	90.6	90.6	90.6	90.6	费用率					
无形资产	261.2	259.2	253.3	247.3	241.4	销售费用率	4.1%	3.5%	4.2%	3.9%	3.9%
其他非流动资产	67.3	80.6	64.7	68.9	71.4	管理费用率	9.0%	9.1%	9.5%	9.2%	9.3%
资产总额	3,054.5	3,217.7	4,194.3	4,241.4	5,517.3	财务费用率	-0.1%	0.5%	-0.1%	-0.2%	-0.1%
短期债务	5.0	65.0	-	11.1	-	三费/营业收入	13.1%	13.2%	13.5%	13.0%	13.0%
应付账款	298.6	266.5	480.2	532.7	767.6	偿债能力					
应付票据	251.8	388.3	612.9	627.1	977.1	资产负债率	29.6%	29.8%	42.2%	37.8%	47.4%
其他流动负债	322.1	213.3	649.5	404.7	841.9	负债权益比	42.1%	42.5%	73.0%	60.7%	90.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.28	2.28	1.83	2.10	1.80
其他非流动负债	26.7	27.2	27.0	26.9	27.0	速动比率	1.77	1.73	1.27	1.53	1.21
负债总额	904.2	960.2	1,769.6	1,602.5	2,613.6	利息保障倍数	-320.55	22.32	-76.17	-67.81	-82.58
少数股东权益	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	分红指标					
股本	731.5	727.1	727.1	727.1	727.1	DPS(元)	0.07	-	0.04	0.04	0.04
留存收益	1,433.4	1,544.2	1,697.3	1,911.5	2,176.3	分红比率	21.6%	0.0%	14.4%	12.0%	8.8%
股东权益	2,150.3	2,257.4	2,424.7	2,638.9	2,903.6	股息收益率	1.3%	0.0%	0.7%	0.8%	0.7%
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	219.1	153.7	186.6	238.4	291.1	EPS(元)	0.30	0.21	0.26	0.33	0.40
加: 折旧和摊销	67.1	69.0	70.8	70.8	70.8	BVPS(元)	2.96	3.10	3.33	3.63	3.99
资产减值准备	55.2	21.0	-	-	-	PE(X)	16.8	23.9	19.7	15.4	12.6
公允价值变动损失	-2.3	-2.0	-0.6	-0.3	0.4	PB(X)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
财务费用	0.8	11.2	-2.8	-4.0	-4.1	P/FCF	54.9	26.4	19.8	-13.6	10.9
投资收益	-8.3	-7.6	-8.4	-8.1	-8.0	P/S	2.4	2.3	1.8	1.4	1.1
少数股东损益	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	EV/EBITDA	18.8	21.9	10.9	9.8	7.5
营运资金的变动	-104.5	-228.5	8.6	-593.8	-14.5	CAGR(%)	2.8%	23.7%	3.3%	2.8%	23.7%
经营活动产生现金流	188.8	70.2	254.1	-297.1	335.6	PEG	5.9	1.0	6.0	5.4	0.5
投资活动产生现金流	-96.6	-146.9	17.8	3.2	8.2	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流	-37.2	11.9	-81.4	-9.0	-33.3	REP					

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。