

泰胜风能 (300129)

“双海”战略成效显著，毛利率承压

推荐 (维持)

现价: 5.13 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.shtsp.com
大股东/持股	柳志成/8.00%
实际控制人	柳志成
总股本(百万股)	727
流通 A 股(百万股)	491
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	37.30
流通 A 股市值(亿元)	25.18
每股净资产(元)	3.10
资产负债率(%)	28.90

行情走势图



证券分析师

皮秀 投资咨询资格编号
S1060517070004
010-56800184
PIXIU809@PINGAN.COM.CN

朱栋 投资咨询资格编号
S1060516080002
021-20661645
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

研究助理

张冀 一般从业资格编号
S1060116090035
021-38643759
ZHANGYAN641@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司发布 2017 年年报，实现营收 15.9 亿元，同比增长 5.6%，归母净利润 1.54 亿元，同比下滑 29.85%，EPS 0.21 元。同时发布 2018 年一季报，实现营收 2.32 亿元，同比增长 35.41%，归母净利润 1410.7 万元，同比下滑 65.04%。

平安观点:

- **行业需求低点，盈利水平下滑。**2017 年，公司实现营收 15.9 亿元，同比增长 5.6%，归母净利润 1.54 亿元，同比下滑 29.85%。从国内塔筒业务、海外塔筒业务和海上风电三大主要业务来看，国内塔筒业务受市场需求低迷影响明显下滑，估计收入规模约 6.1 亿元，同比下降近 40%；海外业务和海上风电则明显增长。与此同时，原材料价格上涨及行业竞争加剧导致毛利率和盈利水平大幅下滑。2018 年一季度，公司实现营收 2.32 亿元，同比增长 35.41%，归母净利润 1410.7 万元，同比下滑 65.04%，净利润下滑主要受毛利率下降及坏账计提影响，公司一季度业绩低于市场预期。
- **双海战略成效显著，海外和海上风电业务迅猛发展。**2017 年，公司海上风电业务（不含塔架）实现营收 4.44 亿元，同比增长 183.3%，海外业务实现营收 5.12 亿元，同比增长 252%，海上风电和海外业务的快速增长有效对冲了国内陆上风电业务的下滑。海上风电业务方面，短期来看，在手海上风电项目订单偏少，截至一季度末在手订单 1.34 亿元，中长期来看，国内海上风电仍将呈现快速发展，公司有望受益这一发展进程；另外，青岛海工“重型装备产业协同技改项目”达到预定可使用状态，产能得到有效提升。海外业务方面，根据订单确认情况估算一季度 70%左右的收入来自海外业务，2018 年海外业务有望延续 2017 年的良好势头。未来海上风电和海外业务仍将是公司重要增长动能。
- **原材料价格上升及竞争加剧侵蚀利润，毛利率承压。**2017 年，公司综合毛利率 25.51%，同比下滑 8.47 个百分点。具体来看，塔筒业务毛利率 27.4%，同比下滑 6.56 个百分点，海上风电业务毛利率 22.04%，同比下滑 4.93 个百分点；同时，毛利率相对较低的海上风电业务占比明显提升

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1506	1,590	2,115	2,518	2,913
YoY(%)	-5.7	5.6	33.0	19.0	15.7
净利润(百万元)	219	154	201	253	304
YoY(%)	29.3	-29.9	31.1	25.8	20.1
毛利率(%)	34.0	25.5	24.6	24.7	24.9
净利率(%)	14.6	9.7	9.5	10.1	10.4
ROE(%)	10.2	6.8	8.4	9.7	10.7
EPS(摊薄/元)	0.30	0.21	0.28	0.35	0.42
P/E(倍)	17.1	24.4	18.3	14.7	12.2
P/B(倍)	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3

也进一步拉低了整体毛利率。在风电行业追逐平价上网、原材料价格大幅上涨且维持高位、行业竞争加剧的大环境下，风电塔筒行业主要企业均呈现毛利率明显下降；2018年一季度公司综合毛利率24.5%，同比下降14.43个百分点，环比下降1.01个百分点，预计短期内毛利率难现明显改善。

- **风电行业复苏在即，国内业务有望反弹。**2018年以来，国内风电市场呈现明显改善迹象，根据中电联发布的数据，2018年一季度全国风电设备平均利用小时592小时，比上年同期增加124小时，估计全国范围内弃风情况明显改善；此外，年初能源局发文明确，风电红色预警省份从2017年的6个省减少至2018年的3个省，有望释放市场需求。我们整体判断国内业务有望反弹，新疆、包头等工厂的业务量有望持续复苏。
- **投资建议。**考虑行业竞争加剧以及毛利率可能持续承压，下调公司盈利预测，预计2018-2019年归母净利润分别为2.01、2.53亿元（原值3.18、4.02亿元），EPS 0.28、0.35元（暂不考虑蓝岛海工的业绩承诺补偿），对应PE18.3、14.7倍。考虑风电行业未来趋势向好且公司有望直接受益、蓝岛海工海上风电业务具有较好弹性、海外业务拓展顺利，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示。**（1）行业增速不及预期风险。当前风电行业呈现明显复苏，但分散式风电作为新的发展模式，其推进进度受诸多因素影响，可能不及预期，特高压配套等大型风电基地的建设时序也存在不确定性，可能导致行业新增装机增速不及预期。（2）公司主要产品生产成本受钢材价格影响较大，如果钢材价格大幅上涨，可能存在毛利率继续下滑的风险，另外竞争恶化也可能导致毛利率下滑幅度超预期。（3）资产减值计提风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2127	2361	2602	2950
现金	327	395	606	785
应收账款	673	738	788	830
其他应收款	10	25	17	32
预付账款	36	84	45	94
存货	513	551	598	617
其他流动资产	568	568	548	591
非流动资产	1091	1155	1137	1113
长期投资	0	0	0	0
固定资产	627	685	681	670
无形资产	259	248	235	223
其他非流动资产	205	221	220	219
资产总计	3218	3516	3739	4062
流动负债	933	1088	1111	1179
短期借款	65	65	65	65
应付账款	230	284	308	317
其他流动负债	638	739	738	797
非流动负债	27	27	27	27
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	27	27	27	27
负债合计	960	1115	1139	1207
少数股东权益	0	0	0	0
股本	727	727	727	727
资本公积	705	705	705	705
留存收益	839	983	1166	1383
归属母公司股东权益	2257	2400	2600	2856
负债和股东权益	3218	3516	3739	4062

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	70	254	319	279
净利润	154	201	253	304
折旧摊销	0	73	81	87
财务费用	8	10	2	-2
投资损失	-8	-8	-8	-8
营运资金变动	0	-11	-7	-100
其他经营现金流	-84	-13	-2	-2
投资活动现金流	-147	-117	-54	-54
资本支出	82	53	-18	-24
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-65	-64	-72	-77
筹资活动现金流	12	-68	-55	-46
短期借款	60	0	0	0
长期借款	0	0	-0	-0
普通股增加	-4	0	0	0
资本公积增加	4	0	0	0
其他筹资现金流	-48	-68	-55	-46
现金净增加额	-69	69	211	179

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1590	2115	2518	2913
营业成本	1184	1595	1895	2188
营业税金及附加	11	15	18	21
营业费用	56	74	86	96
管理费用	145	188	217	245
财务费用	8	10	2	-2
资产减值损失	21	28	33	38
公允价值变动收益	2	2	2	2
投资净收益	8	8	8	8
营业利润	174	214	277	338
营业外收入	24	24	24	24
营业外支出	8	3	3	4
利润总额	190	236	298	358
所得税	36	34	45	54
净利润	154	201	253	304
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	154	201	253	304
EBITDA	184	302	368	428
EPS (元)	0.21	0.28	0.35	0.42

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入(%)	5.6	33.0	19.0	15.7
营业利润(%)	-32.3	23.3	29.4	21.9
归属于母公司净利润(%)	-29.9	31.1	25.8	20.1
获利能力				
毛利率(%)	25.5	24.6	24.7	24.9
净利率(%)	9.7	9.5	10.1	10.4
ROE(%)	6.8	8.4	9.7	10.7
ROIC(%)	6.4	7.9	9.1	9.9
偿债能力				
资产负债率(%)	29.8	31.7	30.5	29.7
净负债比率(%)	-11.6	-13.8	-20.8	-25.2
流动比率	2.3	2.2	2.3	2.5
速动比率	1.7	1.7	1.8	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	2.3	3.0	3.3	3.6
应付账款周转率	4.7	6.2	6.4	7.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.28	0.35	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.35	0.44	0.38
每股净资产(最新摊薄)	3.10	3.30	3.58	3.93
估值比率				
P/E	24.4	18.3	14.7	12.2
P/B	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	18.7	11.1	8.6	7.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033