

泰胜风能(300129) :
在手订单饱满待释放，计提资产减值损失致短期业绩波动
审慎推荐(维持)

电力设备新能源

当前股价：4.90元
报告日期：2018年5月3日

主要财务指标（单位：百万元）

| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1590.00 | 2067.00 | 2707.77 | 3465.95 |
| (+/-) | 5.60% | 30.00% | 31.00% | 28.00% |
| 归属母公司净利润 | 153.69 | 237.03 | 327.68 | 438.78 |
| (+/-) | -29.85% | 54.35% | 38.24% | 33.91% |
| EPS (元) | 0.211 | 0.326 | 0.451 | 0.603 |
| 市盈率 | 23.20 | 15.03 | 10.87 | 8.12 |

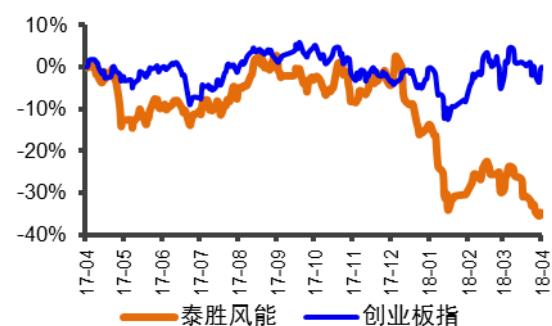
公司基本情况（最新）

| | |
|--------------|-----------|
| 总股本/已流通股（亿股） | 7.27/4.91 |
| 流通市值（亿元） | 24.93 |
| 每股净资产（元） | 3.12 |
| 资产负债率（%） | 28.86 |

相关研究

泰胜风能(300129.SZ)：毛利率下降导致净利润下滑，静待业绩拐点——2018.2.1
泰胜风能(300129.SZ)：海上风电首选标的，军民融合值得期待——2017.10.26

股价表现（最近一年）


资料来源：WIND，华鑫证券研发部
分析师：潘永乐
执业证书编号：S1050517100001
联系电话：021-54967705
邮箱：panyl@cfsc.com.cn

相关事件：

(1) 2018年4月24日公司发布2017年年度报告，2017年公司实现营收15.90亿元，同比增长5.60%；实现归母净利润1.53亿元，同比减少29.85%；全年加权平均净资产收益率6.98%，同比减少3.69pct.。

(2) 2018年4月24日公司发布2018年一季度报告，2018年一季度公司实现营收2.32亿元，同比增长35.41%；实现归母净利润1410万元，同比减少65.04%；加权平均净资产收益率0.62%，同比减少1.24pct.。

投资要点：

◆ “双海战略”继续推进，出口占比快速提升。2017年，公司其他海上风电装备方面实现营收4.44亿元(YoY+183.34%)。在国内陆上风电增长乏力、国内业务收入同比下降的情况下，公司不断推进“双海战略”，进一步拓展海外风电和海上风电市场，海外业务收入占比快速提升。2017年，公司实现海外业务收入5.12亿元(YoY+252.03%)；海外业务收入占比从2016年的9.65%提升至2017年的32.17%，同比增长22.52pct.。2018Q1受海外风塔业务收入同比大增长的影响，公司海外业务收入同比增加了201.60%，同时带动营业收入实现同比增长35.41%。我们认为，随着公司“双海战略”的逐步推进，海上风电和海外业务未来有望继续成为公司的增长点。

◆ 在手订单充分支持未来业绩释放，业绩表现疲弱除了毛利率是制约因素之外，公司业务缓慢转型也是重要原因。2017年，公司海洋工程类装备与其他海上风电装备订单的增加使海洋工程类装备与其他海上风电装备销售量达59132.63吨(YoY+28.68%)。2018Q1公司风电类新增订单40061.33万元，在手订单总计达109446.45万元；海工类新增订单2591.62万元，在手订单总计达8241.99万元。我们认为，公司目前在手订单足够支持未来业绩释放，目前公司业绩表现疲弱，除了毛利率降低是重要的制约因素之外，更多是公司业务缓慢转型的原因。

◆ 海工业务快速发展，成公司新增长点。2017年，公司海洋工程类设备产品实现收入8810.14万元，同比增长93.81%，



占营收总额的比重为 5.54%，较上年增加了 2.52pct.。2018Q1 公司海工业务订单增量占到一季度所有新增订单量的 6.08%。截至目前公司已完成了静海 101 海洋工程平台的建造；此外公司于 2017 年募投建设的蓝岛海工“重型装备产业协同技改项目”也已经基本达到预定可使用状态。我们认为，蓝岛海工在技改投产后有望继续提高公司的海工业务收入占比，海工业务将成为公司业务新亮点。

◆**计提减值准备导致短期业绩波动，未来军民融合或加速。**

2018 年一季度，公司共计提资产减值损失 900.93 万元 (YoY+236.10%)，占归母净利润比例达到 63.83%，较同期增加了 1563 万元。本次计提的主要原因是部分应收账款账龄增加以及新增收入导致了应收账款坏账准备的计提，短期内对业绩产生了一定冲击。在军民融合方面，2018 年 1 月 2 日，公司与昌力科技签订了《增资扩股协议》，增资后公司股权占比达到了 4.29%。我们认为，未来公司将不断积累产业经验及市场资源，通过多种投资方式和渠道积极布局军工产业、丰富业务，逐步深化军工领域的系统化布局。

◆**盈利预测：**2018Q1 公司三费占比达 15.62%，同比下降了 1.68pct.，公司成本控制能力有所加强。我们认为，目前导致公司毛利率下滑的主要因素原材料价格上升以及汇兑损益未来均有可能缓和，考虑到公司目前海上风电背靠蓝岛海工的技术优势以及 2018 年整体行业新增装机大概率回升的背景，我们调整公司 2018、2019 年 EPS 预测值分别至 0.326、0.451 元，同时引入 2020 年 EPS 预测值 0.603 元，继续维持其“审慎推荐”的投资评级。

◆**风险提示：**国内风电新增装机不及预期；海上风电建设进度不及预期；海外市场拓展不及预期；军民融合推动进度不及预期等。



预测财务报表 (单位: 百万元)

| 资产负债表 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 利润表 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 326.84 | 527.70 | 953.46 | 1425.65 | 营业收入 | 1590.00 | 2067.00 | 2707.77 | 3465.95 |
| 应收和预付款项 | 993.60 | 1000.00 | 1026.00 | 1062.00 | 减: 营业成本 | 1426.24 | 1519.25 | 1976.67 | 2512.81 |
| 存货 | 512.82 | 540.00 | 560.00 | 600.00 | 营业税金及附加 | 11.49 | 14.94 | 19.57 | 25.05 |
| 其他流动资产 | 293.59 | 293.59 | 293.59 | 293.59 | 营业费用 | 55.98 | 72.77 | 95.33 | 122.02 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 管理费用 | 145.28 | 188.86 | 247.41 | 316.69 |
| 投资性房地产 | 13.54 | 11.56 | 9.58 | 7.60 | 财务费用 | 8.14 | -7.64 | -16.66 | -26.77 |
| 固定资产和在建工程 | 717.49 | 612.15 | 506.80 | 401.46 | 资产减值损失 | 20.96 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产和开发支出 | 282.49 | 252.95 | 223.41 | 193.87 | 加: 投资收益 | 7.63 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 77.30 | 40.00 | 40.00 | 40.00 | 汇兑净收益 | 2.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 3217.67 | 3277.94 | 3612.84 | 4024.17 | 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 短期借款 | 65.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业利润 | 173.64 | 278.83 | 385.46 | 516.15 |
| 应付和预收款项 | 868.04 | 836.12 | 916.12 | 986.12 | 加: 其他非经营损益 | 16.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 利润总额 | 189.68 | 278.83 | 385.46 | 516.15 |
| 其他负债 | 27.19 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 减: 所得税 | 36.01 | 41.82 | 57.82 | 77.42 |
| 负债合计 | 960.23 | 836.12 | 916.12 | 986.12 | 净利润 | 153.68 | 237.00 | 327.64 | 438.73 |
| 股本 | 727.09 | 727.09 | 727.09 | 727.09 | 减: 少数股东损益 | -0.02 | -0.03 | -0.04 | -0.05 |
| 资本公积 | 705.39 | 705.39 | 705.39 | 705.39 | 归属母公司股东净利润 | 153.69 | 237.03 | 327.68 | 438.78 |
| 留存收益 | 824.57 | 1008.98 | 1263.92 | 1605.30 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 2257.04 | 2441.46 | 2696.39 | 3037.77 | 财务分析 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 少数股东权益 | 0.40 | 0.37 | 0.33 | 0.28 | 收益率 | | | | |
| 股东权益合计 | 2257.44 | 2441.83 | 2696.73 | 3038.05 | 毛利率 | 25.51% | 26.50% | 27.00% | 27.50% |
| 负债和股东权益合计 | 3217.67 | 3277.94 | 3612.84 | 4024.17 | 三费/销售收入 | 13.17% | 12.29% | 12.04% | 11.89% |
| | | | | | EBIT/销售收入 | 11.86% | 20.07% | 20.01% | 20.76% |
| 现金流量表 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | EBITDA/销售收入 | 16.20% | 19.74% | 18.67% | 18.07% |
| 经营性现金净流量 | 70.16 | 332.99 | 481.84 | 542.83 | 销售净利率 | 9.67% | 11.47% | 12.10% | 12.66% |
| 投资性现金净流量 | -146.87 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产获利率 | | | | |
| 筹资性现金净流量 | 11.87 | -109.98 | -56.08 | -70.64 | ROE (摊薄) | 6.81% | 9.71% | 12.15% | 14.44% |
| 现金流量净额 | -68.80 | 223.01 | 425.76 | 472.19 | ROA | 4.90% | 8.27% | 10.21% | 12.16% |
| 业绩和估值指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 增长率 | | | | |
| EBIT | 177.92 | 271.19 | 368.79 | 489.39 | 销售收入增长率 | 5.60% | 30.00% | 31.00% | 28.00% |
| EBITDA | 246.88 | 408.05 | 505.66 | 626.25 | 净利润增长率 | -29.85% | 54.35% | 38.24% | 33.91% |
| NOPLAT | 136.92 | 230.51 | 313.47 | 415.98 | 总资产增长率 | 5.34% | 3.93% | 10.22% | 11.39% |
| 净利润 | 153.69 | 237.03 | 327.68 | 438.78 | 资本结构 | | | | |
| EPS (摊薄) | 0.211 | 0.326 | 0.451 | 0.603 | 资产负债率 | 29.84% | 25.51% | 25.36% | 24.50% |
| BPS | 3.104 | 3.358 | 3.708 | 4.178 | 投资资本/总资产 | 63.78% | 58.35% | 48.39% | 40.38% |
| PE | 23.20 | 15.03 | 10.87 | 8.12 | 带息债务/总负债 | 6.77% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| PB | 1.58 | 1.46 | 1.32 | 1.17 | 流动比率 | 2.37 | 2.82 | 3.09 | 3.43 |
| PS | 2.24 | 1.72 | 1.32 | 1.03 | 速动比率 | 1.70 | 1.83 | 2.16 | 2.52 |

资料来源: WIND, 华鑫证券研发部



分析师简介

潘永乐：厦门大学金融硕士，九年证券研究经验，2017年9月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：电力设备新能源行业、环保行业、非银金融行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期个股相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 推荐 | >15% |
| 2 | 审慎推荐 | 5%---15% |
| 3 | 中性 | (-) 5%--- (+) 5% |
| 4 | 减持 | (-) 15%--- (-) 5% |
| 5 | 回避 | < (-) 15% |

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期行业相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| 2 | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| 3 | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>