

泰胜风能 (300129) 点评报告

风塔业务探底，军工转型加速 买入 (维持)

2018年05月07日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600515050001
021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 曹越

021-60199587

caoyue@dwzq.com.cn

盈利及估值重要数据	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,590	1,959	2,249	2,476
同比(+/-%)	5.6%	23.2%	14.8%	10.1%
净利润(百万元)	154	193	247	320
同比(+/-%)	-29.9%	25.6%	27.7%	29.9%
每股收益(元)	0.21	0.27	0.34	0.44
毛利率(%)	24.8%	25.9%	27.4%	29.0%
净资产收益率(%)	6.8%	8.1%	9.6%	11.3%
市盈率(P/E)	22.71	18.08	14.15	10.90
市净率(P/B)	1.55	1.46	1.36	1.23

投资要点

■ 2017年业绩下滑30%，每10股派发0.8元，2018Q1业绩下滑65%：

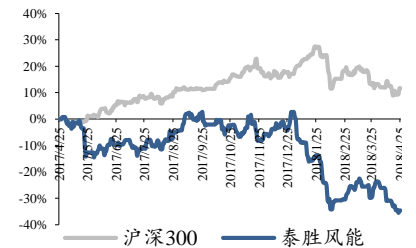
公司发布2017年年报和2018年1季报，2017年公司实现营业收入15.9亿元，同比增长5.60%；实现归属母公司净利润1.54亿元，同比下降29.85%。对应EPS为0.21元。其中2017Q4营业收入3.39亿元，同比下降48.43%，环比下降36.65%；实现归属母公司净利润20.5万元，同比下降99.66%，环比下降99.54%。2017Q4对应EPS为0.0003元。2017年利润分配预案为每10股派发现金红利0.8元。2018Q1公司实现营业收入2.32亿元，同比增长35.41%，实现归属母公司净利润0.14亿元，同比下降65.04%。2018Q1EPS为0.02元。

■ 两海战略加速突破，原材料压缩利润空间：2017年公司整体收入基本持平，小幅上涨：1)受行业装机量下滑，及风电机组大型化趋势影响，公司销售风电塔架640套，同比减少44.73%，其中2MW记上塔架结构比重由67%提升至97%，2)陆上风电塔架下滑明显，海上和海外比重增加，海工和海上风电装备产量6.2万吨，同比增长44.07%。受原材料价格波动影响，综合毛利率下滑8.26个百分点至24.70%，压缩了公司的利润空间，净利润同比下降了29.85%。2018Q1继续延续了2017年的趋势：两海战略继续深化，总体收入增长35.41%，受原材料价格波动及新增减值1563万元影响，业绩下滑65.04%。

■ 风电底部显现，军工加速转型：展望2018年，我们认为国内风电市场将复苏叠加成长，行业将恢复增长。公司陆上风电业务将触底反弹。同时海上海外将继续突破。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%。公司与丰年资本的合作，进一步深化，加速军工转型，已经完成对昌力科技的《投资框架协议》和《增资扩股协议》，持股比例达到4.29%。2018年公司将通过多种投资方式和渠道积极布局军工产业、丰富业务，深化军工领域系统化布局。

■ 费用率稳定，预收款下降：公司2017年期间费用同比增长6.55%至2.09亿元，期间费用率上升0.12个百分点至13.17%。经营活动现金流量净流入0.70亿元，同比下降62.85%；销售商品取得现金14.4亿元，同比下降11.89%。期末预收款项1.77亿元，同比下降23.05%。期末应收账款6.73亿元，同比下降0.53亿元，应收账款周转天数下降13.97天至158.27天。期末存货5.13亿元，同比上升0.7亿元；存货周转天数下降39.41天至

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.80
一年最低价/最高价	4.64/8.37
市净率(倍)	1.54
流通A股市值(百万元)	2355.66

基础数据

每股净资产(元)	3.12
资本负债率(%)	28.86%
总股本(百万股)	727.09
流通A股(百万股)	490.76

相关研究

1. 海上海外放量明显，钢价上涨侵蚀利润 (2017-08-22)
2. 业绩增长结构优化，海上、出口表现靓丽 (2017-07-14)
3. 业绩稳健增长，转型积极推进 (2017-04-26)
4. 业绩增长符合预期，海上风电提速受益标的 (2017-02-26)
5. 再获丰年资本增持，积极推进军工外延 (2017-01-08)

145.27 天。

- **投资建议：**我们预计 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 1.93、2.47、3.20 亿元，EPS 分别为 0.27 元、0.34 元、0.44 元。给予公司 2018 年 25 倍 PE，目标价 6.64 元，给予公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**风电行业需求不达预期；海上风电发展不及预期；军工转型不达预期等。

泰胜风能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2126.9	2561.3	2809.6	3612.8	营业收入	1590.0	1958.9	2248.7	2475.9
现金	326.8	424.7	362.0	952.0	营业成本	1184.4	1437.8	1617.3	1740.6
应收款项	952.9	1073.4	1232.2	1356.7	营业税金及附加	11.5	13.7	15.7	17.3
存货	512.8	630.3	708.9	763.0	营业费用	56.0	78.4	89.9	99.0
其他	334.3	433.0	506.5	541.2	管理费用	151.2	186.9	213.3	233.9
非流动资产	1090.8	1159.2	1183.8	1223.8	财务费用	8.1	-9.2	-11.5	-6.9
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	7.6	8.0	8.0	8.0
固定资产	717.5	794.5	827.7	876.4	其他	-12.7	-21.4	-41.4	-21.4
无形资产	259.2	250.6	241.9	233.3	营业利润	173.6	238.0	290.6	378.6
其他	114.1	114.1	114.1	114.1	营业外净收支	16.0	4.0	4.0	4.0
资产总计	3217.7	3720.5	3993.3	4836.6	利润总额	189.7	242.0	294.6	382.6
流动负债	933.0	1301.1	1384.9	1466.9	所得税费用	36.0	46.0	44.2	57.4
短期借款	65.0	5.0	5.0	5.0	少数股东损益	-0.0	2.9	3.8	4.9
应付账款	618.6	787.8	886.2	953.7	归属母公司净利润	153.7	193.1	246.6	320.3
其他	249.4	508.3	493.7	508.1	EBIT	192.9	250.8	321.1	393.7
非流动负债	27.2	28.2	29.2	530.2	EBITDA	261.8	295.8	373.5	452.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	27.2	28.2	29.2	530.2	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	960.2	1329.3	1414.1	1997.0	每股收益(元)	0.21	0.27	0.34	0.44
少数股东权益	0.4	2.8	6.0	10.0	每股净资产(元)	3.10	3.28	3.54	3.89
归属母公司股东权益	2257.0	2388.3	2573.3	2829.6	发行在外股份(百万股)	727.1	727.1	727.1	727.1
负债和股东权益总计	3217.7	3720.5	3993.3	4836.6	ROIC(%)	7.0%	8.8%	11.5%	13.0%
					ROE(%)	6.8%	8.1%	9.6%	11.3%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	24.8%	25.9%	27.4%	29.0%
经营活动现金流	70.2	342.0	126.0	283.2	EBIT Margin(%)	12.1%	12.8%	14.3%	15.9%
投资活动现金流	-146.9	-122.4	-127.0	-129.2	销售净利率(%)	9.7%	9.9%	11.0%	12.9%
筹资活动现金流	11.9	-121.8	-61.7	435.9	资产负债率(%)	29.8%	35.7%	35.4%	41.3%
现金净增加额	-68.8	97.9	-62.7	589.9	收入增长率(%)	5.6%	23.2%	14.8%	10.1%
折旧和摊销	69.0	45.0	52.4	59.2	净利润增长率(%)	-29.9%	25.6%	27.7%	29.9%
资本开支	-20.3	-122.4	-127.0	-129.2	P/E	22.71	18.08	14.15	10.90
营运资本变动	-133.0	71.5	-226.2	-130.3	P/B	1.55	1.46	1.36	1.23
企业自由现金流	107.1	197.3	-27.9	134.3	EV/EBITDA	17.00	16.29	13.13	12.12

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>