

天顺风能(002531.SZ)

成本压制盈利表现，下半年复苏有望加速 买入(维持)

2018年08月24日

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

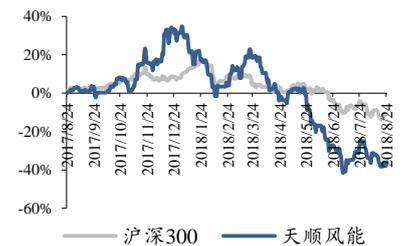
021-60199587
caoyue@dwzq.com.cn

盈利及估值重要数据	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,238	3,995	5,217	6,329
同比(+/-%)	40.3%	23.4%	30.6%	21.3%
净利润(百万元)	470	589	788	1012
同比(+/-%)	15.5%	25.5%	33.7%	28.5%
每股收益(元)	0.26	0.33	0.44	0.57
毛利率(%)	28.4%	26.4%	30.4%	33.1%
净资产收益率(%)	9.7%	11.3%	13.9%	16.1%
市盈率(P/E)	14.85	11.83	8.85	6.89
市净率(P/B)	1.44	1.34	1.23	1.11

投资要点

- **半年报业绩微增，三季报预增 0-30%：**公司发布 2018 年半年报，报告期内公司实现营业收入 16.16 亿元，同比增长 29.88%；实现归属母公司净利润 2.41 亿元，同比增长 0.19%。对应 EPS 为 0.14 元。其中 2 季度，实现营业收入 10.15 亿元，同比增长 41.29%，环比增长 68.84%；实现归属母公司净利润 1.59 亿元，同比下降 0.85%，环比增长 94.55%。2 季度对应 EPS 为 0.09 元。公司预告 1-9 月份业绩 3.57-4.64 亿元，同比增长 0-30%，测算 3 季度业绩 1.16-2.23 亿元，同比增长 0-92%。
- **行业复苏收入同步增长，成本压力拖累业绩表现：**上半年，国内风电市场回暖趋势明显，但钢材价格维持高位震荡同比有所增长。公司风塔实现销售 16.74 万吨，同比增长 23.63%，与行业并网增速基本一致（25%）。风塔实现销售收入 13.14 亿元，同比增长 33.65%。风塔单价同比上涨 8%，单位成本同比增长 21%，成本压力较大，风塔毛利率 20.68%，同比下滑 8.7 个百分点，贡献净利润 1.5 亿元左右。上半年公司新承接订单量 21.83 万吨，同比增长 5.46%；截至报告期末，公司累计在手订单量 21.13 万吨，同比增长 36.32%，订单情况持续向好。公司 18 年启动产能改扩建计划，计划年内新增包头、珠海工厂产能 10 万吨，18 年底累计产能有望达到 49 万吨。
- **发电收入稳定增长，叶片斩获远景订单：**发电业务实现销售收入 15,547.54 万元，同比增长 25.03%。贡献净利润 0.7-0.8 亿元。上半年新增并网容量 140MW，累计并网容量 440MW，公司累计已签署风电场前期开发协议规模 1.93GW。截至 8 月底，公司已与远景能源签署叶片订单，已有 4 条叶片生产线投产，正处于产能爬坡阶段，首批产品业已实现交付。累计获取 11 套叶片模具订单，并已完成交付 9 套。
- **费用率下降，预收款持续高位：**公司 2018 年上半年季度期间费用同比增长 10.41% 至 1.97 亿元，期间费用率下降 2.15 个百分点至 12.21%。期末预收款项 1.03 亿元，同比增长 201.30%。期末应收账款 18 亿元，同比增长 55.36%。期末存货 8.63 亿元，同比增长 38.84%。
- **盈利预测：**预计 18-20 年业绩 5.89、7.88、10.12 亿元，同比增长 25.5%、33.7%、28.5%，EPS 0.33、0.44、0.57 元，对应 PE 分别为 11.83、8.85、6.89，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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.92
一年最低价/最高价	3.52/8.40
市净率(倍)	1.38
流通 A 股市值(百万元)	6934.42

基础数据

每股净资产(元)	2.83
资本负债率(%)	54.35%
总股本(百万股)	1,779.02
流通 A 股(百万股)	1,768.98

相关研究

1. 风塔销售逆势增长，运营叶片渐次发力 (2018-04-24)
2. 行业春风渐起，业绩多点开花 (2018-02-28)
3. 业绩底部坐实，反转趋势确立 (2017-11-04)
4. 风场拉动业绩增长，叶片开始贡献收入 (2017-08-29)
5. 毛利率提升带动业绩增长，风场和叶片是新增长点 (2017-04-20)
6. 三季度略低于预期，叶片和运营将助力增长 (2016-10-31)

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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4478.2	5324.5	7042.3	7399.6	营业收入	3238.3	3995.4	5216.8	6329.2
现金	770.5	900.0	1200.0	956.8	营业成本	2301.8	2910.9	3596.4	4191.8
应收款项	1766.2	1751.4	2286.8	2774.5	营业税金及附加	16.8	28.0	35.5	41.1
存货	850.1	598.1	739.0	861.3	营业费用	143.6	159.8	234.8	316.5
其他	1091.3	2075.0	2816.5	2807.0	管理费用	158.2	128.2	190.9	261.5
非流动资产	5584.7	8429.1	10546.7	12548.7	财务费用	136.7	199.6	369.1	492.4
长期股权投资	280.7	414.1	547.4	680.8	投资净收益	73.3	75.0	80.0	100.0
固定资产	3977.6	6696.9	8689.6	10566.5	其他	-18.9	-21.7	-21.7	-21.7
无形资产	249.6	241.3	232.9	224.6	营业利润	535.7	622.2	848.5	1104.3
其他	1076.8	1076.8	1076.8	1076.8	营业外净收支	-0.4	50.0	50.0	50.0
资产总计	10062.9	13753.6	17589.1	19948.3	利润总额	535.3	672.2	898.5	1154.3
流动负债	3409.3	6723.4	10062.3	11289.3	所得税费用	58.1	73.9	98.8	127.0
短期借款	1474.4	4419.4	7437.4	8205.3	少数股东损益	7.7	9.0	12.0	15.4
应付账款	1706.5	1674.8	2069.2	2411.7	归属母公司净利润	469.5	589.3	787.6	1011.9
其他	228.4	629.2	555.7	672.3	EBIT	623.8	776.8	1167.5	1526.7
非流动负债	1691.6	1711.6	1731.6	2251.6	EBITDA	773.9	992.9	1525.5	2012.2
长期借款	230.0	230.0	230.0	230.0					
其他	1461.6	1481.6	1501.6	2021.6	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	5101.0	8435.1	11794.0	13540.9	每股收益(元)	0.26	0.33	0.44	0.57
少数股东权益	108.8	111.8	115.8	121.0	每股净资产(元)	2.73	2.93	3.19	3.53
归属母公司股东权益	4853.1	5206.7	5679.3	6286.4	发行在外股份(百万股)	1779.0	1779.0	1779.0	1779.0
负债和股东权益总计	10062.9	13753.6	17589.1	19948.3	ROIC(%)	9.1%	8.1%	8.8%	9.5%
					ROE(%)	9.7%	11.3%	13.9%	16.1%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	28.4%	26.4%	30.4%	33.1%
经营活动现金流	-130.0	484.9	102.6	1411.3	EBIT Margin(%)	19.3%	19.4%	22.4%	24.1%
投资活动现金流	-1447.8	-3064.8	-2505.6	-2517.5	销售净利率(%)	14.5%	14.7%	15.1%	16.0%
筹资活动现金流	1205.7	2709.4	2702.9	863.1	资产负债率(%)	50.7%	61.3%	67.1%	67.9%
现金净增加额	-398.1	129.5	300.0	-243.2	收入增长率(%)	40.3%	23.4%	30.6%	21.3%
折旧和摊销	150.2	216.1	357.9	485.6	净利润增长率(%)	15.5%	25.5%	33.7%	28.5%
资本开支	-1238.6	-2931.4	-2372.2	-2384.2	P/E	14.85	11.83	8.85	6.89
营运资本变动	-765.9	-353.5	-1076.9	-121.3	P/B	1.44	1.34	1.23	1.11
企业自由现金流	-1233.7	-2377.5	-2052.1	-661.2	EV/EBITDA	15.60	15.52	12.30	10.19

数据来源: 贝格数据, 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>

