

# 利润率逐步修复 业务拓展进一步 提升盈利能力

——天顺风能（002531）三季度报点评

2018年10月24日

推荐/首次

天顺风能

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
贺朝晖	研究助理	
	hezh@dxzq.net.cn	010-66554024

## 事件：

公司发布三季度业绩报告称，2018年前三季度归属于母公司所有者的净利润为1.16亿元，较上年同期下降0.08%；营业收入为8.94亿元，较上年同期下降13.22%；基本每股收益为0.07元，较上年不变。

## 公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	534.92	709.59	1029.74	964.09	632.77	983.6	893.63
增长率（%）	37.85%	20.59%	73.46%	29.31%	14.29%	41.29%	-13.22%
毛利率（%）	30.79%	32.08%	26.82%	22.23%	26.21%	28.90%	29.78%
期间费用率（%）	17.69%	11.93%	12.37%	14.13%	15.23%	10.42%	15.05%
营业利润率（%）	16.71%	21.26%	12.94%	18.06%	14.02%	16.56%	12.70%
净利润（百万元）	82.02	166.34	116.68	112.15	84.13	165.65	118.55
增长率（%）	17.77%	16.56%	-11.67%	65.98%	02.56%	-00.42%	01.61%
每股盈利（季度，元）	0.05	0.09	0.07	0.06	0.05	0.09	0.07
资产负债率（%）	41.33%	45.55%	49.72%	50.69%	50.93%	54.35%	57.14%
净资产收益率（%）	1.72%	3.52%	2.41%	2.26%	1.67%	3.21%	2.25%
总资产收益率（%）	1.01%	1.91%	1.21%	1.11%	0.82%	1.47%	0.96%

## 观点：

### 1. 成本压力叠加汇兑损失，公司利润率存在修复空间

2018Q3公司在营收同比下降13.22%的情况下，仍然实现了净利润同比增长1.6%，主要原因是毛利率的提升。公司主营业务为风塔制造，毛利率受到原材料钢价影响非常显著。

**钢铁价格涨势渐缓，原材料成本压力缓解。**钢材为风塔产品主要原材料，中厚板采购价格随之持续上涨，从2017年的500美元/吨涨至目前630美元/吨，使公司毛利率水平承压。中厚板价格在2018年5月达到700美元/吨的高点，之后持续走低，钢材降价逐渐传导到下游产品，公司毛利率水平呈现逐渐被修复的趋势，2017年，2018H1，2018Q1-Q3公司毛利率分别为27.38%、27.9%、28.57%，呈现上升态势。2018Q3公司经营性现金流较前两个季度大幅上涨，表明公司运营情况逐步改善。

## 2. 风电边际条件改善保公司发展空间

在需求端，全社会用电量自2018年以来逐渐提升，9月仍维持在8%以上的高增速，用电需求环境改善。2018年风电运营红六省名额缩减，3月内蒙古、黑龙江、广西解除了红色预警限制，红六省名单缩减为红三省。除此之外，可再生能源电力市场交易、弃风率限制政策等都进一步保障风电消纳。

在供给端，风电为代表的清洁能源在能源结构中占比不断提升，配额制出台将为风电发展保驾护航。2018年9月，可再生能源配额制新一轮意见稿下发，明确了2018、2020年可再生能源占比最低指标，并且引入绿证交易，绿证和电网费用同时结算，缓解了补贴滞后带来的现金流问题。后续正式文件出台，将进一步明确交易细则，为风电企业发展提供支持。

## 3. 风塔行业领先企业，龙头优势保证议价权

公司拥有5个生产基地，产能达40万吨/年，包括江苏太仓、内蒙古包头、广东珠海三个大规模高效的生产基地，包头、珠海、太仓工厂扩建项目顺利运行中，建成后预计产能将提高13万吨/年。同时，公司具有**绝对的技术工艺优势**，在分布式风塔、陆上重塔、柔性塔架和海上风塔等行业都处于领先地位，与**全球大客户有稳定的合作关系**。公司的主要客户均为全球领先风电整机厂商，与Vestas签署了长期战略合作协议，与GE、SGRE、金风科技、远景以及国内四大六小电力集团等建立了稳定的长期合作关系，前五大客户贡献的收入占总收入比重达50%以上，风塔龙头地位保证了相对较强的议价能力和订单量。

## 4. 加速产业链整合，未来发展可期

公司不断延伸风电上下游产业链，有准备地迎接风电行业复苏时期，致力于从产品提供商转向全生命周期系列产品和服务商，在主要业务风塔制造的基础之上，先后进入大型叶片制造业、叶片模型制造业和风电厂运营领域。公司不断开发建设风电厂开发运营项目，2017年实现哈密发电厂并网发电，山东、河南330MW项目正在建设中。通过产业链整合，上下游形成协同效应，公司业务规模和经营范围得到拓展，助力未来发展。

## 结论：

公司是国内风塔制造的龙头企业，并围绕风电产业链进行了业务延伸，在风力发电塔架、风电厂开发运营、风电大型叶片等领域均取得进展。我们预计公司2018年-2020年的营业收入分别为36.4亿元、43.9亿元和53亿元，归属于上市公司股东净利润分别为4.95亿元、6.19亿元和7.17亿元，每股收益分别为0.27元、0.34元和0.4元，对应PE分别为12、10、8倍。首次给予“推荐”评级。

## 风险提示：

风电需求增长不及预期，可再生能源配额制推行遇到障碍，钢铁价格大幅上涨

## 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	4372	4478	5869	7006	8412	<b>营业收入</b>	2308	3238	3641	4391	5299
货币资金	1116	771	2002	2415	2915	<b>营业成本</b>	1493	2302	2602	3095	3774
应收账款	940	1621	1823	2198	2653	营业税金及附加	17	17	22	26	32
其他应收款	114	74	84	101	122	营业费用	149	144	157	189	239
预付款项	178	182	186	191	198	管理费用	155	152	171	207	249
存货	393	850	961	1143	1394	财务费用	33	137	130	175	197
其他流动资产	1575	666	734	862	1016	资产减值损失	20.08	25.65	25.65	25.65	25.65
<b>非流动资产合计</b>	3567	5585	5053	4845	4639	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	147	281	281	281	281	投资净收益	24.45	73.29	24.45	24.45	24.45
固定资产	2716.6	2602.5	3855.3	3663.1	3470.8	<b>营业利润</b>	431	536	558	697	807
无形资产	181	250	348	336	325	营业外收入	54.18	1.96	1.00	1.00	1.00
其他非流动资产	150	391	0	0	0	营业外支出	4.11	2.33	4.00	4.00	4.00
<b>资产总计</b>	7939	10063	10922	11851	13051	<b>利润总额</b>	481	535	555	694	804
<b>流动负债合计</b>	1725	3409	4266	4378	4604	所得税	69	58	60	75	87
短期借款	198	1161	1782	1478	1141	<b>净利润</b>	412	477	495	619	717
应付账款	464	538	600	714	870	少数股东损益	6	8	8	10	12
预收款项	20	58	101	152	214	归属母公司净利润	406	470	487	609	705
一年内到期的非流	27	314	314	314	314	EBITDA	737	1066	905	1100	1230
<b>非流动负债合计</b>	1551	1692	1524	2127	2855	<b>EPS (元)</b>	0.27	0.26	0.27	0.34	0.40
长期借款	233	230	730	1333	2061	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	397	794	794	794	794		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	3276	5101	5790	6505	7459	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	71	109	117	127	138	营业收入增长	6.07%	40.31%	12.43%	20.60%	20.69%
实收资本(或股本)	1779	1779	1779	1779	1779	营业利润增长	20.75%	24.17%	4.19%	24.94%	15.72%
资本公积	1694	1694	1694	1694	1694	归属于母公司净利润	3.70%	25.08%	3.70%	25.08%	15.79%
未分配利润	1011	1257	1297	1346	1402	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	4592	4853	5012	5216	5451	毛利率(%)	35.31%	28.92%	28.53%	29.50%	28.79%
<b>负债和所有者权益</b>	7939	10063	10922	11851	13051	净利率(%)	17.85%	14.74%	13.59%	14.10%	13.52%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	552	-130	700	718	800	<b>偿债能力</b>					
净利润	412	477	495	619	717	资产负债率(%)	41%	51%	53%	55%	57%
折旧摊销	273.30	393.89	0.00	192.26	192.26	流动比率	2.54	1.31	1.38	1.60	1.83
财务费用	33	137	130	175	197	速动比率	2.31	1.06	1.15	1.34	1.52
应收账款减少	0	0	-202	-376	-455	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	43	52	62	总资产周转率	0.37	0.36	0.35	0.39	0.43
<b>投资活动现金流</b>	-1375	-1448	553	-24	-24	应收账款周转率	3	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.21	6.46	6.40	6.68	6.69
长期股权投资减少	0	0	350	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	24	73	24	24	24	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.26	0.27	0.34	0.40
<b>筹资活动现金流</b>	1269	1206	-21	-281	-276	每股净现金流(最新)	0.25	-0.21	0.69	0.23	0.28
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.58	2.73	2.82	2.93	3.06
长期借款增加	0	0	500	603	728	<b>估值比率</b>					
普通股增加	956	0	0	0	0	P/E	12.48	12.96	12.31	9.84	8.50
资本公积增加	1025	0	0	0	0	P/B	1.31	1.24	1.20	1.15	1.10
<b>现金净增加额</b>	446	-372	1232	413	500	EV/EBITDA	7.78	7.24	8.41	6.82	6.01

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 研究助理简介

### 贺朝晖

清华大学机械工程学士，核科学与技术专业硕士，4年核电行业工作经验，3年国际能源工程企业工作经验，2018年加入东兴证券从事电力设备与新能源研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。