

2018年12月27日

天能重工 (300569.SZ)

深度分析

钢价下降，利润转移

投资要点

- ◆ **风电产业处于上升周期，风塔在手订单饱满：**公司主营风塔业务，截止到2018年第三季度公司风塔产能扩张到29.55万吨，目前在手订单大幅度增加。在国内风电稳定增长的发展背景下，未来两年公司风塔销量有望持续增长。
- ◆ **风塔吨毛利与钢材价格显著负相关：**由于风塔产品特殊的定价和采购模式，公司业绩在钢材价格处于下降通道时能够持续增长，归母净利润从2011年的0.21亿元增长到2015年的1.73亿元。而2015年之后钢材价格开始上涨，公司归母净利润逐年下滑至2017年的0.96亿元。由于公司产能产量不断扩大，我们排除掉出货量的影响因素后，发现公司产品吨毛利润与钢材价格显著负相关。
- ◆ **2019年钢材价格大概率下行：**钢材下游需求主要来自建筑（房地产+基建）、机械、汽车、家电等产业。通过数据分析，我们认为明后年钢铁整体需求没有明显的增长。而通过分析唐山的钢铁政策，可以发现钢铁供给侧限产政策不明确。Wind数据显示，今年以来粗钢和钢材月度实际产量不断攀升，并且近半年来库存同比增速由负转正，自11月以来钢铁现货和期货价格均已经开始下跌，我们认为钢材明年跌势大概率持续。
- ◆ **投资建议：**我们认为公司主营的风塔业务将受益于钢材价格的逐步下跌。此外，公司新增了小量新能源发电业务，未来电站业务将持续贡献稳定的收入。基于以上两点，我们预计公司2018年-2020年实现归母净利润分别为0.99亿元、1.92亿元、2.96亿元，对应每股收益分别为0.66元、1.28元、1.97元，首次覆盖，给予“买入-A”投资评级。
- ◆ **风险提示：**钢铁价格大幅上涨；出货量不及预期；新能源发电不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	960.8	738.0	1,181.3	1,191.6	1,271.2
同比增长(%)	-5.1%	-23.2%	60.1%	0.9%	6.7%
营业利润(百万元)	209.5	103.6	112.0	222.9	342.2
同比增长(%)	-1.8%	-50.6%	8.1%	99.0%	53.6%
净利润(百万元)	171.3	95.6	98.6	191.7	296.0
同比增长(%)	-0.7%	-44.2%	3.2%	94.4%	54.4%
每股收益(元)	1.14	0.64	0.66	1.28	1.97
PE	11.4	20.4	19.8	10.2	6.6
PB	1.3	1.2	1.2	1.1	0.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

电力及公用事业 | 其他发电 III

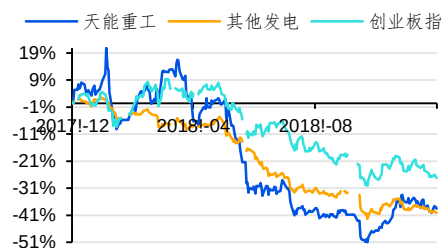
 投资评级 **买入-A(首次)**

 股价(2018-12-26) **13.03 元**

交易数据

总市值(百万元)	1,954.66
流通市值(百万元)	1,102.25
总股本(百万股)	150.01
流通股本(百万股)	84.59
12个月价格区间	10.23/26.18 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.52	11.45	-10.47
绝对收益	-3.62	1.09	-36.84

分析师

肖索
SAC 执业证书编号：S09105180070004
xiaosuo@huajinsc.cn
021-20377056

分析师

林帆
SAC 执业证书编号：S0910516040001
linfan@huajinsc.cn
021-20377188

相关报告

内容目录

一、国内稀缺的纯风塔标的	4
(一) 钢价上涨, 2018Q1-Q3 归母净利润同比下滑 14.4%	5
(二) 钢价有下滑趋势, 2018Q3 业绩有改善迹象	7
二、原材料价格下行, 风塔业绩增长迎来拐点	8
(一) 风塔产能逆势扩张, 产销量有望增长	8
(二) 钢材价格与风塔单吨毛利负相关	9
(三) 钢材价格明年大概率下行	11
(四) 明后年风电新增装机量将平稳增长	14
三、布局新能源发电, 持续贡献现金流	16
四、盈利预测及投资建议	17
(一)、核心竞争优势和可比公司财务数据	17
(二)、盈利预测	18
(三)、公司估值	20
(四)、投资建议	20
五、风险提示	20

图表目录

图 1: 公司主营业务示意图 (2017 年年报)	4
图 2: 天能重工股本结构 (2018 年三季报)	4
图 3: 公司发展历程	5
图 4: 2015 年-2018Q3 营业收入及增长率	5
图 5: 2015 年-2018Q3 净利润及增长率	5
图 6: 2015 年-2018Q3 主要盈利能力比率	6
图 7: 2015 年-2018Q3 主要费用率变动	6
图 8: 2011-2018H1 各产品营收情况	6
图 9: 2016 年-2018H1 业务占比情况	6
图 10: 过往 11 个季度营业收入及增长率	7
图 11: 过往 11 个季度净利润及增长率	7
图 12: 过往 12 个季度盈利能力	7
图 13: 过往 12 个季度主要费用率	7
图 14: 2013-2018 年公司规划产能 (台)	8
图 15: 2013-2017 年实际产量 (台)	8
图 16: 2013-2017 年公司风塔销量平稳 (吨)	8
图 17: 2014 年-2016 年公司风塔产品细分占比情况	8
图 18: 2017 年天能重工产品成本构成	9
图 19: 风塔及风电零部件的原材料成本占比	9
图 20: 公司签订订单和原材料采购的流程	9
图 21: 成本加成的定价模式导致毛利率和原材料价格负相关	9
图 22: 2011-2018 年中厚板钢材价格走势 (元/吨)	10

图 23: 2011-2017 年主要公司塔筒产品毛利率	10
图 24: 公司以销定产+以销定采的运营模式	10
图 25: 风塔吨毛利与钢价明显负相关 (元/吨)	10
图 26: 风电其他部件制造公司吨毛利 (元/吨)	10
图 27: 钢铁下游需求分布	11
图 28: 房屋开工面积增速上行, 但竣工面积增速下行	11
图 29: 100 大中城市成交土地规划面积同比增速下行	11
图 30: 房地产信托产品预期年收益率上行	12
图 31: 地产商工程应付款同比增速上行	12
图 32: 汽车、家电产量边际恶化	12
图 33: 2017-2018 年月度汽车经销商库存系数高增长	12
图 34: 唐山钢铁产量占比最大	13
图 35: 2018 年唐山钢铁生产政策变化莫测	13
图 36: 唐山钢材和粗钢产量持续攀升 (万吨)	13
图 37: 我国粗钢和钢材单月产量持续攀升 (万吨)	13
图 38: 中厚板库存高企, 库存增速由负转正	14
图 39: 螺纹钢期货和现货价格开始下跌	14
图 40: 2018 年中厚板和螺纹钢价格剪刀差修复后走向跌势	14
图 41: 2011 年-2020 年全国新增装机量 (GW)	15
图 42: 全社会发电量 (亿千瓦时) 及风电消纳比例	15
图 43: 2012 年-2018 年 Q3 全国弃风率变化	15
图 44: 公司新能源发电布局	16
图 45: 可比公司吨毛利对比 (元/吨)	17
图 46: 可比公司的毛利率对比	17
图 47: 可比公司营业收入增长率的对比	17
图 48: 可比公司的扣非归母利润增长率的对比	17
图 49: 可比公司期间费用率的对比	18
图 50: 可比公司应收账款周转率对比	18
图 51: 可比公司净资产收益率对比	18
图 52: 可比公司固定资产扩张率对比	18
表 1: 天能重工业绩拆分	19
表 2: 钢价对公司 2019 年业绩敏感性分析 (元/吨)	19
表 3: 风电行业公司盈利及估值情况 (wind 一致预期)	20
表 4: 分业务合理市值	20

一、国内稀缺的纯风塔标的

青岛天能重工股份有限公司（300569.SZ）成立于 2006 年，2016 年在深交所创业板上市。公司主要产品风机塔架，核心产品主要为 1.5MW-2.5MW 风机塔架，未来将扩大 3.0MW 以上。公司在全国拥有八个生产基地，累计年产能已提升至约 30 万吨，国内排位靠前。此外，公司 2018 年起开始有光伏电站和风电电站运营业务布局，有望在未来持续给公司贡献现金流。

由于公司风塔产品成本中原材料占比约 80%，在明年钢材价格下降的情况下，公司产品单吨毛利有望大幅增长，业绩有望超预期。

图 1：公司主营业务示意图（2017 年年报）

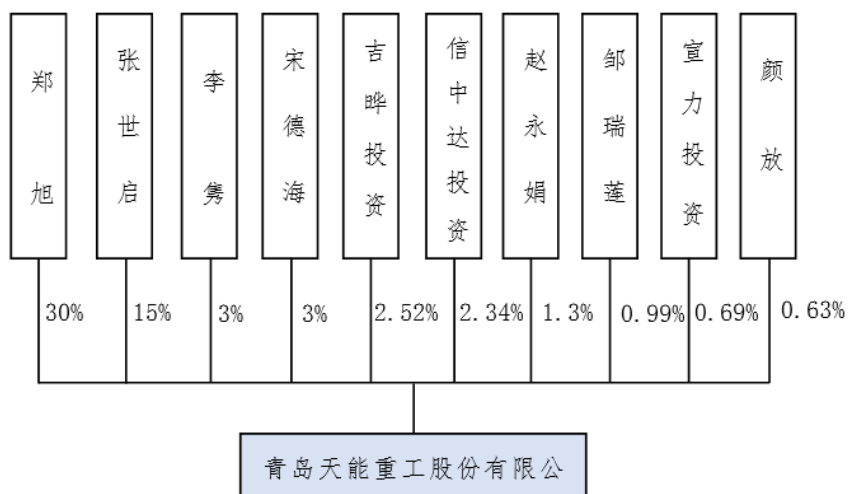


资料来源：公司官网，华金证券研究所

股东及公司发展历程

公司第一大股东郑旭持有公司 30%的股权，为公司的控股股东和实际控制人。截至 2018Q3，公司股本结构如下：

图 2：天能重工股本结构（2018 年三季报）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

郑旭曾任中国石油天然气第七建设公司金属结构厂厂长，于2007年2月至2007年5月，任天能有限总经理，后任职公司董事长。

天能重工的前身为青岛泰胜电力工程机械有限公司。2006年青岛泰胜系由上海泰胜、郑旭、张世启、杨建国、刘素钰共同出资设立。其中上海泰胜占比45.00%；郑旭占25.00%；刘素占15.00%；张世启占10.00%；杨建国占5.00%。

2011年12月16日青岛天能依法在青岛市工商行政管理局注册登记。公司正式更名为青岛天能重工股份有限公司。

2016年公司成功在创业板上市。上市后公司发展速度加快，新设立子公司也大幅度增加，在塔筒制造业务扩展结束后，公司还计划外拓新能源发电业务。

图3：公司发展历程

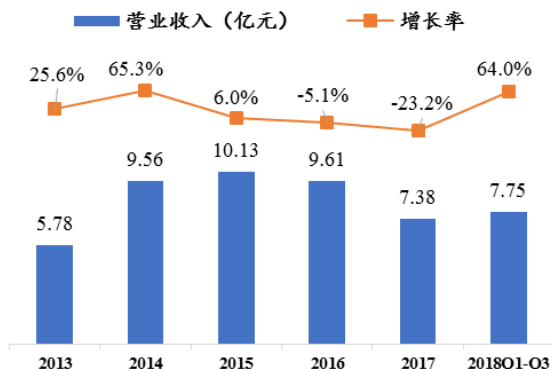


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（一）钢价上涨，2018Q1-Q3 归母净利润同比下滑 14.4%

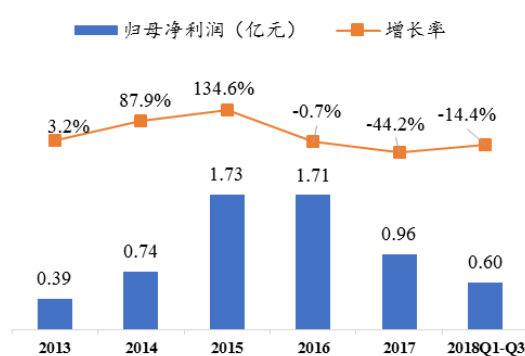
增收不增利，前三季度归母净利率同比下滑 14.4%。2018年1-9月公司实现营业收入7.75亿，同比增长64.03%，主要系本年度塔筒销售量增长以及新增光伏发电收入。2018年1-9月公司实现净利润0.65亿元，同比减少14.39%，主要系原材料钢铁价格大幅度上升，产品成本大幅提升，单吨产品毛利同比下降，新增电站利润不足以弥补风塔业务利润的下滑。

图4：2015年-2018Q3 营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图5：2015年-2018Q3 净利润及增长率

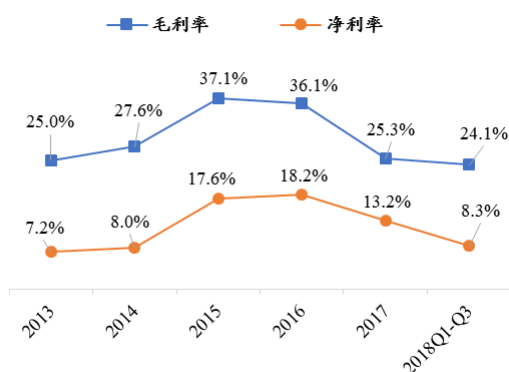


资料来源：Wind，华金证券研究所

2018年1-9月公司毛利率和净利率分别为24.14%和8.32%，较17年分别下降了1.15和4.90个百分点，主要系原材料钢铁价格上涨。

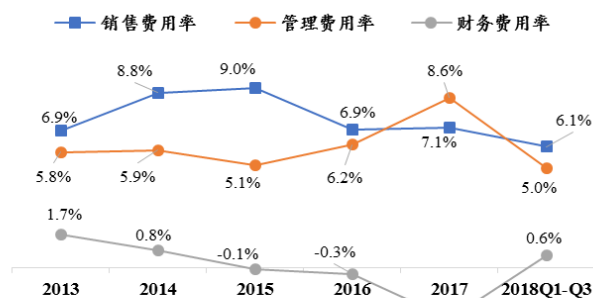
三费方面，2018年1-9月销售费用率和管理费用率分别为6.08%和5.02%同比有所下降。2018年上半年公司大幅新增借款采购原材料，导致财务费用大幅增加。未来随着公司规模扩大，销售费用率和管理费用率有望降低。

图 6：2015 年-2018Q3 主要盈利能力比率



资料来源：Wind，华金证券研究所

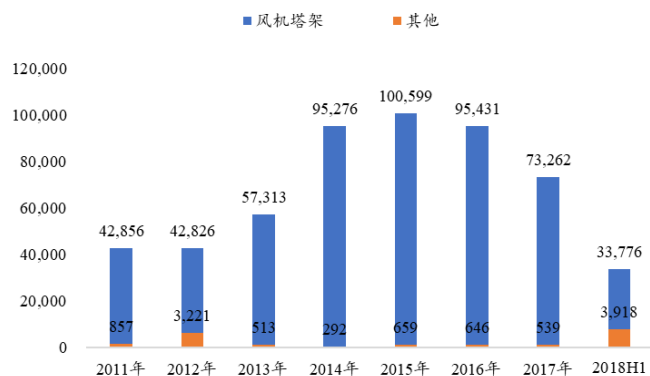
图 7：2015 年-2018Q3 主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

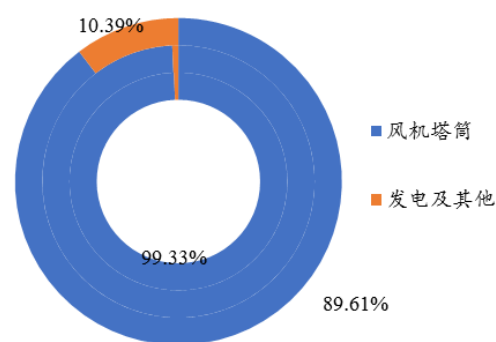
产品结构来看，2017 年之前公司风塔业务占比几乎 100%，2018 年公司新增光伏发电业务。2018 年上半年累计运营 60MW 光伏电站，2018H1 发电实现营业收入 3447.35 万元，占总收入约 10.39%。另外公司 2017 年获批德州和榆林 2 个 50MW 风场项目，德州二期 50MW 在 2018 年上半年被核准，公司累计有 150MW 风电厂处于建设中，有望于明后年投产。

图 8：2011-2018H1 各产品营收情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：2016 年-2018H1 业务占比情况

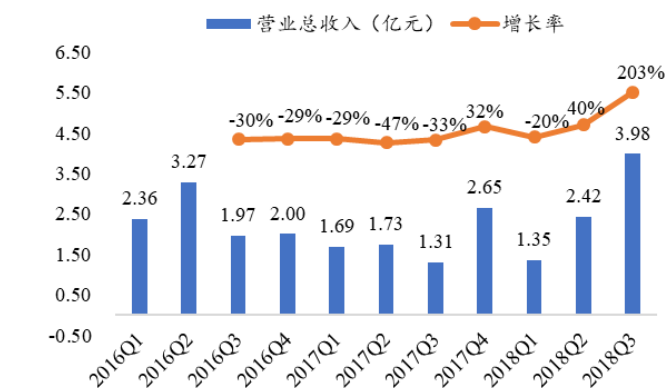


资料来源：Wind，华金证券研究所（由内之外依次为 2016、2017、2018H1）

（二）钢价有下滑趋势，2018Q3 业绩有改善迹象

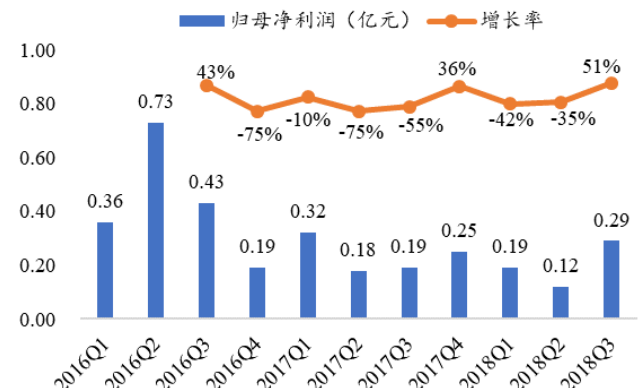
2018Q3 营业收入同比增长两倍，盈利能力改善。2018 年第三季度，公司实现营业收入为 3.98 亿元，同比增长 203%，实现归母净利润 0.29 亿元，同比增长 51%，2018Q3 公司经营情况有好转的迹象，主要是电站业务贡献利润增加以及钢材价格高位持平，并有回落的迹象。根据 Wind 数据，目前中厚板钢材价格已有所回落，明后年公司经营和盈利能力有望持续改善。

图 10：过往 11 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：过往 11 个季度净利润及增长率

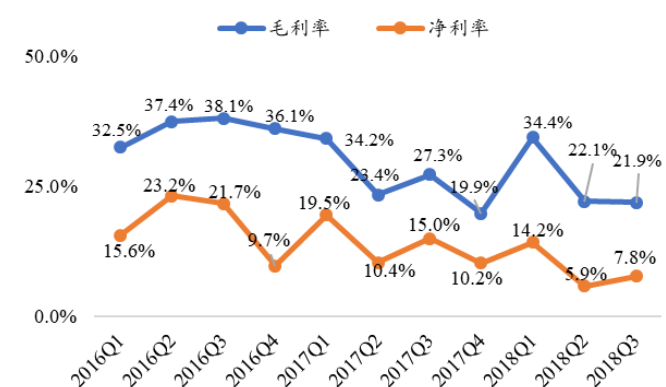


资料来源：Wind，华金证券研究所

2018Q3 公司毛利率和净利率同比下滑较明显，毛利率环比基本持平，净利率环比有所回升。2018Q3 的单季度净利率为 7.8%，环比增长了 1.9 个百分点。利率同比下滑，主要原材料价格较同期上涨，环比回升主要是原材料价格高位持平。未来中厚板钢材价格有望继续回落，公司毛利率和净利率有望继续回升。

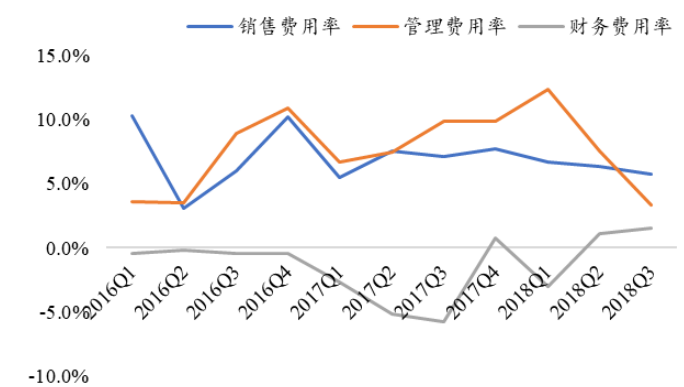
三费方面，公司 2018Q3 销售费率、管理费率 and 财务费率分别为 5.7%、3.3%、1.5%，与上年同期相比，销售费率和费率均有下降。财务费率上升主要是因为公司订单增多，购买原材料及半成品增加，公司新增贷款增加。

图 12：过往 12 个季度盈利能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 13：过往 12 个季度主要费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、原材料价格下行，风塔业绩增长迎来拐点

（一）风塔产能逆势扩张，产销量有望增长

公司年报披露，2017 年交付风机塔架设备 591 台（考虑公司主要是 1.5-2.0MW 的风塔产品，估算平均单台产品约 170 吨，2017 年合计出货约 10 万吨）。2017 年台数同比下滑约 23.4%，主要是因为风塔延期并网，公司在新疆地区、吉林地区、云南地区的风机塔架销售量减少。据公司投资者关系披露，截止 2018Q3 公司销量约 9.5 万吨，预计全年销量约 12 万吨，基于每 MW 风塔约 100 吨计算，今年国内风塔市场容量约 200 万吨，公司国内市占率约 6%。

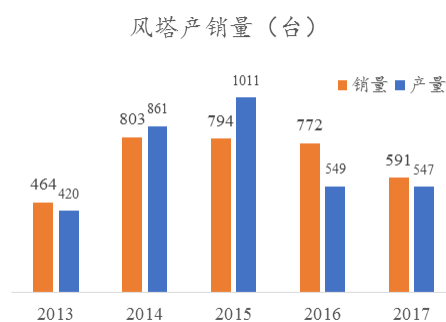
在手订单和产能规划同步提升。由于风塔产品具有运输半径的限制，公司在已有吉林、云南、湖南及新疆生产基地的基础上，进一步在德州、江苏、山西等地设厂，优化了业务布局。公司目前在手订单较去年同期大幅增加，合计年产能 29.55 万吨，分别是青岛 4.26 万吨、湖南 3.4 万吨、江苏 10 万吨、山西 3.4 万吨、德州 0.85 万吨、吉林 1.7 万吨、云南 2.55 万吨、新疆 3.4 万吨，其中青岛、湖南地区产能利用率较高，新疆、云南、吉林等地产能利用率较低。

图 14：2013-2018 年公司规划产能（台）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

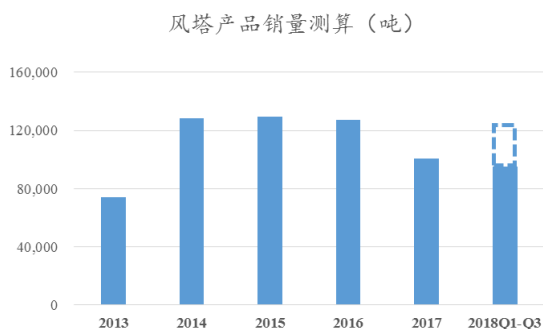
图 15：2013-2017 年实际产量（台）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

以销定产，以销定采。公司一直秉承以销定产的生产模式，先根据销售合同及客户提供的技术图纸进行原材料采购，然后根据客户的供货计划组织生产。公司可以通过其中的时间差获得采购利润。

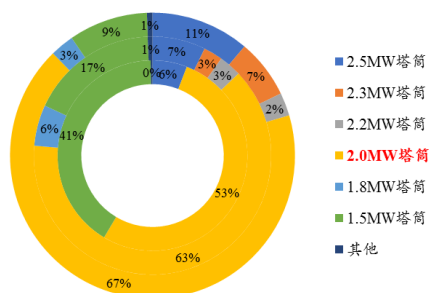
图 16：2013-2017 年公司风塔销量平稳（吨）



资料来源：公司公告，华金证券研究所测算（虚线指全年估算数据）

图 17：2014 年-2016 年公司风塔产品细分占比情况

2014年-2016年公司产品结构

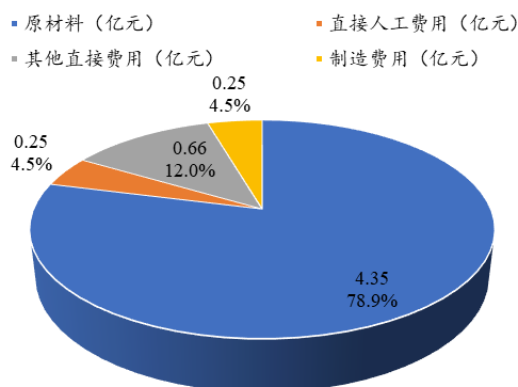


资料来源：公司公告，华金证券研究所（内圈至外圈分别代表 2014-2016）

（二）钢材价格与风塔单吨毛利负相关

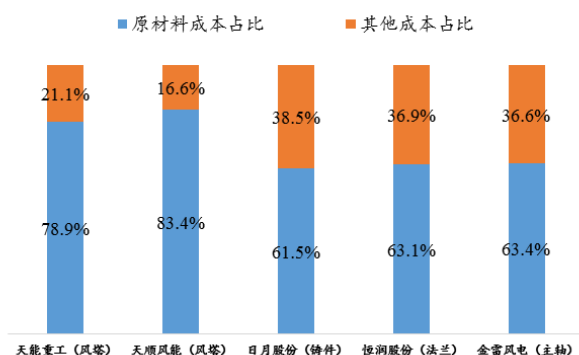
风塔原材料占总成本的八成，原材料以钢材为主。2017 年公司实现营业收入 27.39 亿元，营业成本 20.46 亿元，毛利率为 25.31%。生产成本主要有四大部分，原材料费用 4.35 亿元、直接人工费用 0.25 亿元、其他直接费用 0.66 亿元和制造费用 0.25 亿元，分别占比 78.9%、4.5%、12.0%和 4.5%。对比其他风电零配件公司，原材料成本占比均达 60%以上，并且主要原材料均为钢材。

图 18：2017 年天能重工产品成本构成



资料来源：公司公告，华金证券研究所

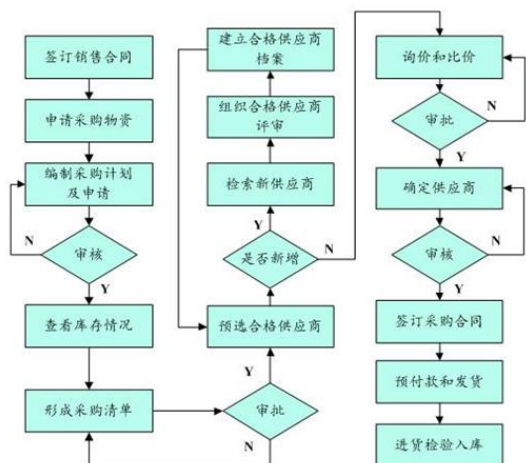
图 19：风塔及风电零部件的原材料成本占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

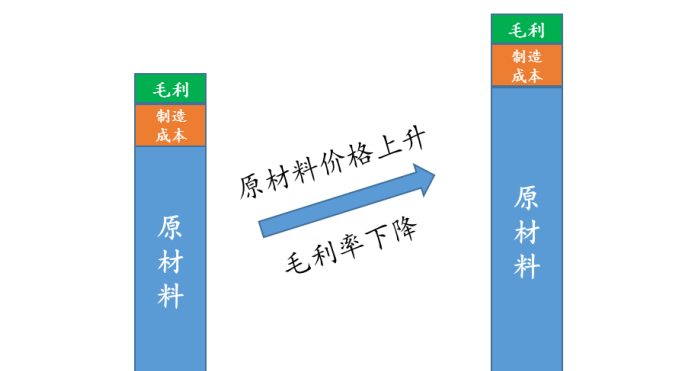
成本加成的定价模式。公司产品主要采用成本加成的定价模式，主要以钢材价格为基础，加上一定的加工费进行定价。原材料价格上涨时，成本作为分母变大，产品毛利率下降。

图 20：公司签订订单和原材料采购的流程



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 21：成本加成的定价模式导致毛利率和原材料价格负相关



资料来源：华金证券研究所

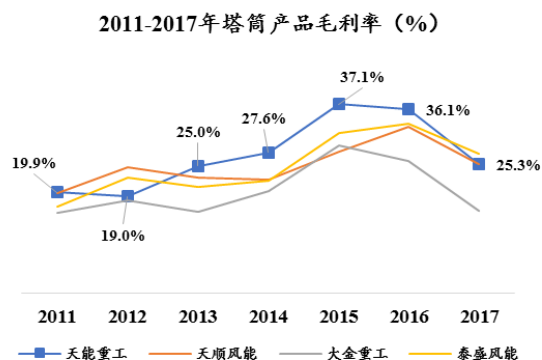
由于是成本加成的定价模式，公司毛利率与原材料价格负相关。从历史周期看，2011-2015 年为原材料钢材价格的下降周期。以天能重工、天顺风能、大金重工和泰胜风能为代表的塔筒制造企业，均迎来了毛利率的上升周期，由于天能重工是纯风塔业务，毛利率波动大于同行竞争对手。而 2015 年底到 2018 年前三季度为钢材价格的上升周期，毛利率显著下滑。

图 22: 2011-2018 年中厚板钢材价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

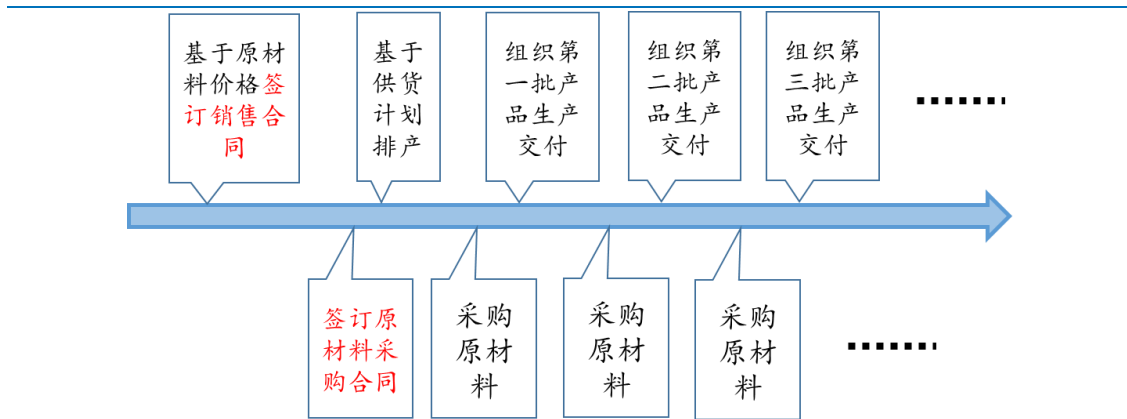
图 23: 2011-2017 年主要公司塔筒产品毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

签订销售合同和采购的时间差, 导致单吨毛利 (加成的部分) 同样与钢铁价格负相关。签署订单合同和签订原材料采购合同之间一般会有 1-2 个月的时间差。在行业低迷时, 时间差甚至更大, 且原材料分批次采购, 因此在原材料价格处于下降通道时, 将可持续获得原材料采购利润。

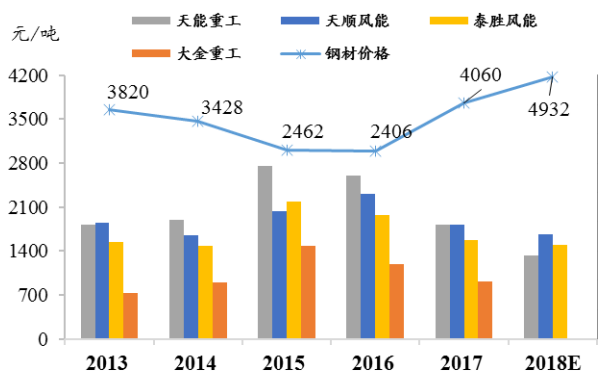
图 24: 公司以销定产+以销定采的运营模式



资料来源: 招股说明书, 华金证券研究所

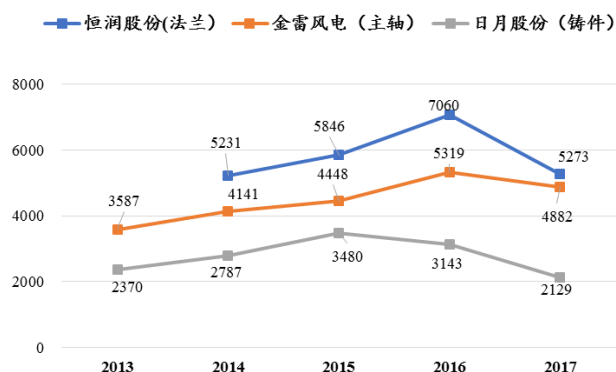
基于风塔相关公司年报披露的数据, 可以推算出风塔吨毛利和年度中厚板平均钢价呈现明显的负相关。在 2015 年-2016 年钢价见底的时, 相关公司吨毛利达到高点, 反之亦然。

图 25: 风塔吨毛利与钢价明显负相关 (元/吨)



资料来源: Wind, 华金证券研究所测算

图 26: 风电其他部件制造公司吨毛利 (元/吨)



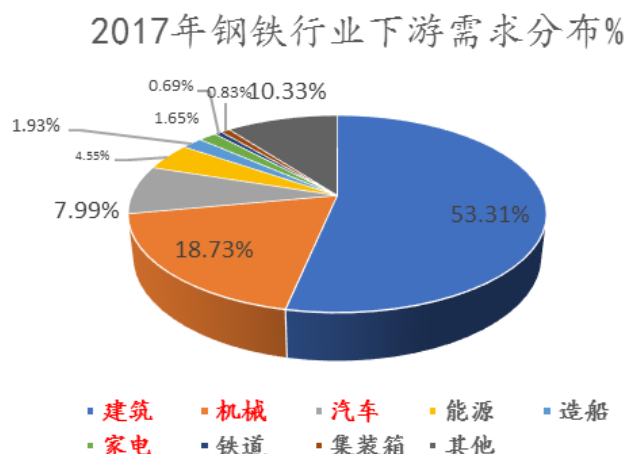
资料来源: Wind, 华金证券研究所测算 (由于部分标的的产品非标, 导致吨毛利可能异常, 但总体变化趋势还是和钢价负相关)

（三）钢材价格明年大概率下行

3.1 钢铁下游需求没有明显起色

钢铁下游需求主要是建筑（包括地产和基建）、机械、汽车、能源、造船、家电、铁道、集装箱等。其中，建筑、机械、汽车是最主要的三大用钢领域，2017 年需求占比分别达 53.31%、18.73%和 7.99%，下面来具体分析这三大领域的用钢需求。

图 27：钢铁下游需求分布

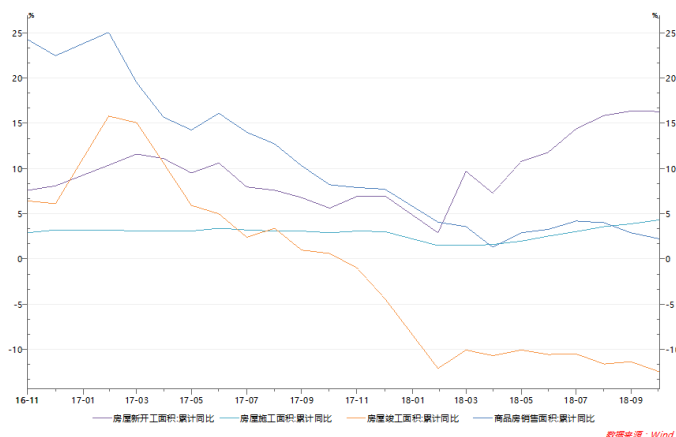


资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

房地产（螺纹钢）：抢开工不可持续，地产商资金紧张

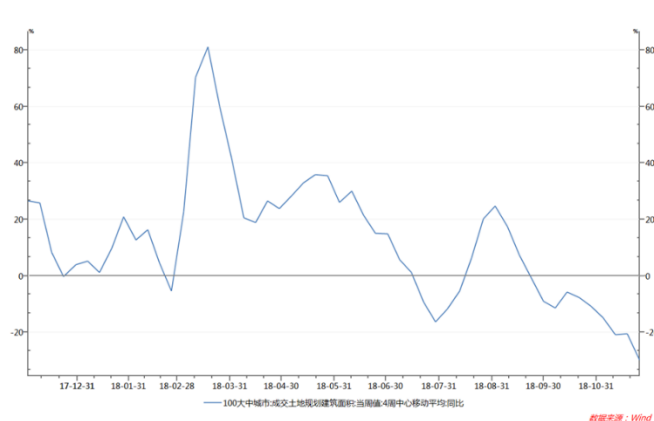
据 Wind 数据，自 2017 年底开始房屋竣工面积同比增速降为负值，2018 年下半年房地产抢开工导致新开工面积超预期增长。但看 100 大中城市土地成交面积增速可以发现，今年四季度以来同比增速已经大幅下行。抢开工的背景是地产商已经不再拿地，我们判断房屋新开工面积继续增长不可持续。

图 28：房屋开工面积增速上行，但竣工面积增速下行



资料来源：Wind，华金证券研究所

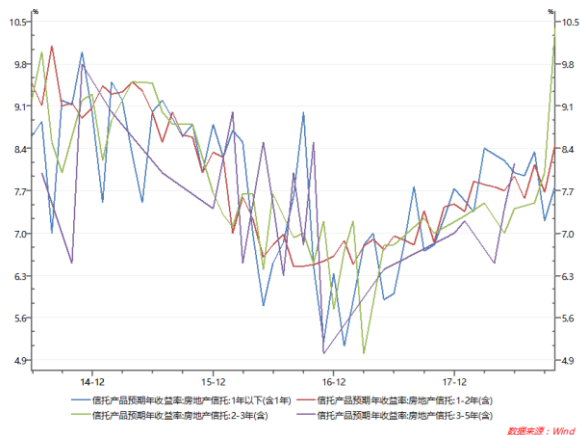
图 29：100 大中城市成交土地规划面积同比增速下行



资料来源：Wind，华金证券研究所

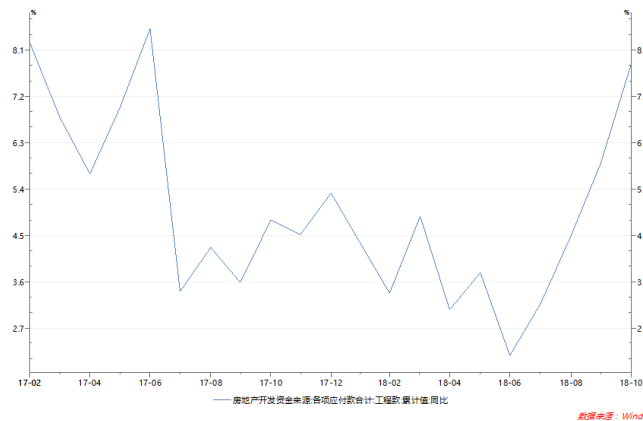
成交土地溢价率持续下降，说明地产商不再拿地并非因为土地供应不足，主要是因为资金紧张。房地产信托产品预期年收益率下半年持续走高，地产商工程应付款同比增速上行，都从侧面印证地产商资金匮乏，预计明年新增开工将出现负增长。

图 30：房地产信托产品预期年收益率上行



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 31：地产商工程应付款同比增速上行



资料来源：Wind，华金证券研究所

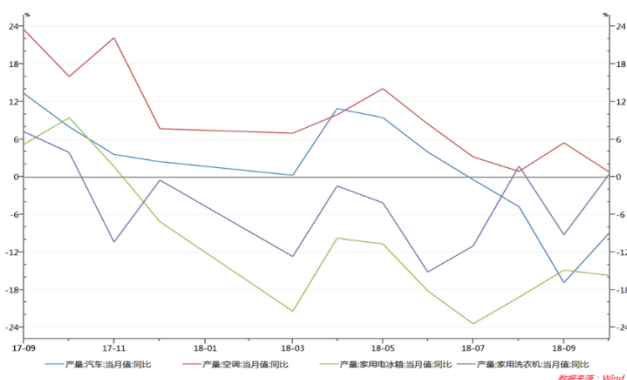
汽车（热轧+冷轧板）+家电（冷轧板）：边际产量收缩，库存系数高增长

以汽车和空调为代表的制造业，边际产量增速出现明显下滑现象。冰箱和洗衣机产量同比持续负增长，空调产量增速不断下行，并且目前看不到好转的迹象。

其中，2018 年下半年汽车销量同比下滑尤为明显。根据中汽协数据，2018 年 11 月份汽车产销量分别完成 249.8 万辆和 254.8 万辆，同比下降 18.9% 和 13.9%。2018 年 1-11 月份累计产销量分别为 2533 万辆和 2542 万辆，同比下降 2.6% 和 1.7%。

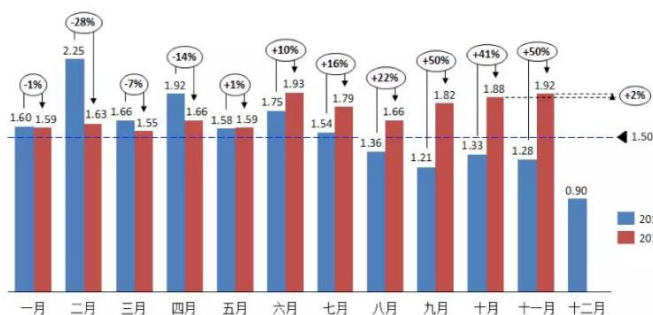
2018 年 12 月 10 日，中国汽车流通协会对外发布的 2018 年 11 月份“汽车经销商库存”调查结果显示，11 月份汽车经销商综合库存系数为 1.92，同比上升 50%，环比上升 2%，库存水平位于警戒线以上。

图 32：汽车、家电产量边际恶化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 33：2017-2018 年月度汽车经销商库存系数高增长



资料来源：中国汽车流通协会，华金证券研究所

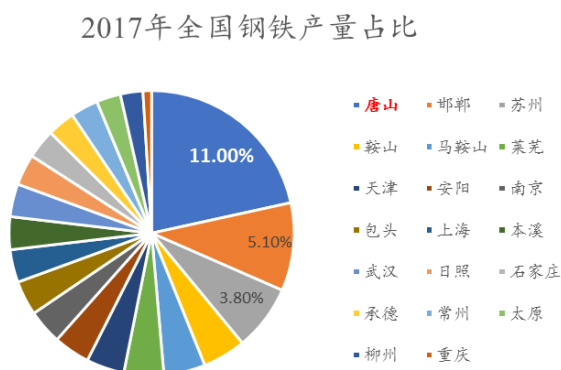
机械（热轧板+中厚板）：未来两年用钢量不容乐观

机械行业属于中游的支持性行业，其钢材用量要依赖于下游的住宅、基建和汽车等终端需求行业。据前瞻产业研究院统计，2017 年，机械领域钢铁需求量为 1.36 亿吨，同比增长 6.25%。2018 年预计用钢量在 1.41-1.48 亿吨之间。展望 2019 年，如果在地产、汽车等行业产能产量收缩的情况下，机械行业用钢量不容乐观。

3.2 钢铁供给——政策不明确，粗钢单月产量创历史新高

唐山钢材政策不断反复，供给侧政策不明确。唐山是国内最大的钢材产地，2017 年钢铁产量占比达 11%，唐山钢铁产能利用率的变化可直接影响全球钢铁供给。2018 年唐山钢铁限产的政策多次反复，最后是否限产不明确。

图 34：唐山钢铁产量占比最大



资料来源：中国有色网，华金证券研究所

图 35：2018 年唐山钢铁生产政策变化莫测

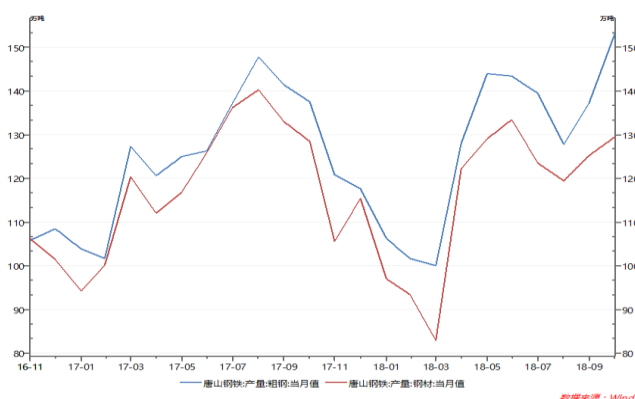
2018年唐山钢材政策汇总

- 7月底发文要求钢厂高炉限产30%到8月底
- 8月10日发文要求限产比例从30%提高到50%
- 8月17日发文要求8月底不复产
- 9月初没有新的文件和通知，部分钢厂复产
- 9月3日上午发文要求重新限产，中午收回文件
- 9月10日传出环保部取消冬季限产，1-2天后反复证实和辟谣
- 唐山最终制定冬季限产方案从11月1日开始，限30%左右
- 11月初唐山实际并未限产

资料来源：半夏投资公开资料整理，华金证券研究所

从数据来看，钢材和粗钢产量不断攀升。据国家统计局数据，2018 年 10 月唐山单月钢铁产量 153.2 万吨，环比增长 11.6%，钢材产量 129.5 万吨，环比增长 3.5%。全国数据来看和唐山趋势一致，10 月我国粗钢产量创历史新高，钢材产量接近历史高位。

图 36：唐山钢材和粗钢产量持续攀升（万吨）



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所（截止 18 年 10 月）

图 37：我国粗钢和钢材单月产量持续攀升（万吨）

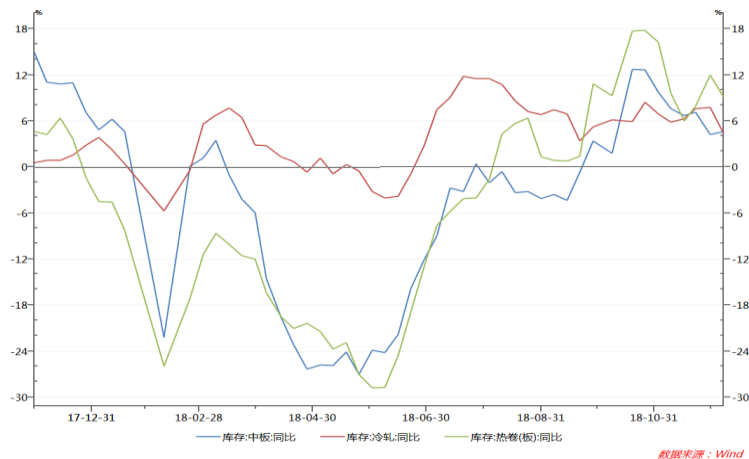


资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所（截止 18 年 10 月）

3.3 钢铁库存：中厚板库存增速由负转正，不容乐观

Wind 数据显示，钢铁库存同比增速正在由负转正。冷轧、热卷和中板钢材库存相继在 2018 年 6 月、2018 年 7 月和 2018 年 9 月底同比增速由负转正，库存量增加，后市价格不容乐观。

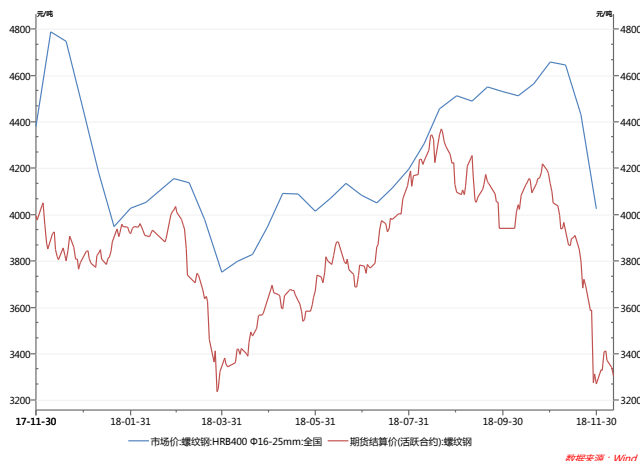
图 38：中厚板库存高企，库存增速由负转正



资料来源：Wind，华金证券研究所

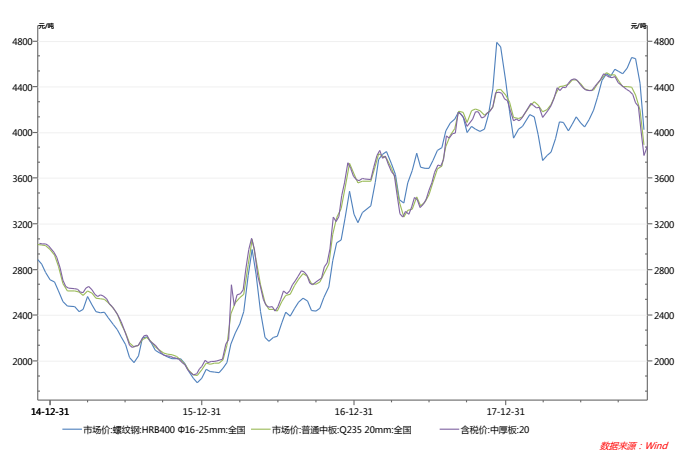
3.4 钢价期货和现货价格：价格齐跌已经开始

图 39：螺纹钢期货和现货价格开始下跌



资料来源：华金证券研究所

图 40：2018 年中厚板和螺纹钢价格剪刀差修复后走向跌势



资料来源：Wind，华金证券研究所

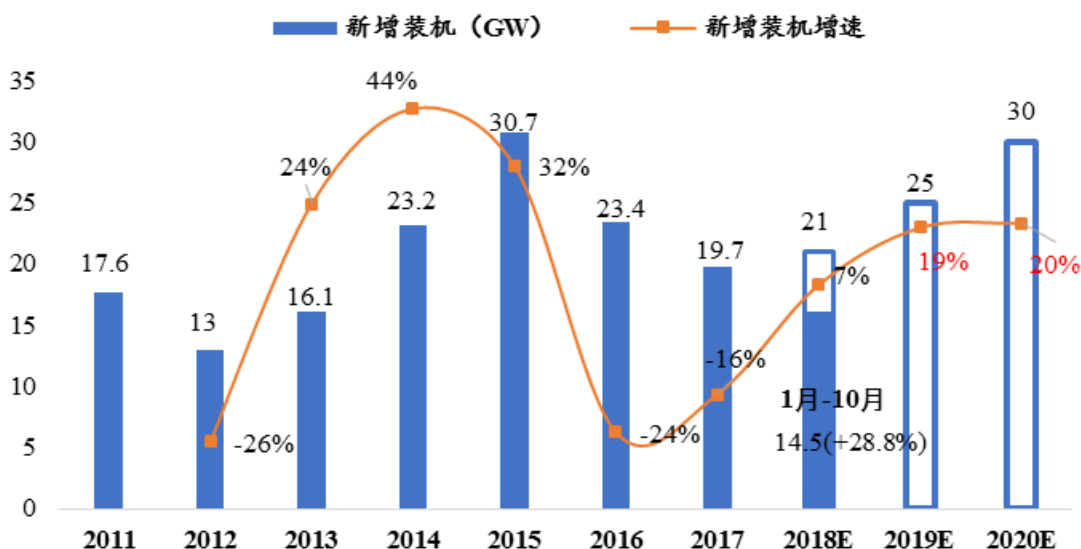
总之，钢铁需求没有明显的增长点，钢铁供给侧改革政策不明确，钢铁实际产量和库存不断攀升，11 月开始钢铁价格已经开始下跌，明年跌势大概率持续。

（四）明后年风电新增装机量将平稳增长

2018 年 11 月 26 日，国家能源局发布 2018 年 1-10 月份全国电力工业数据。其中风力发电新增装机量 14.47GW，同比增长 28.8%。全国风电设备累计平均利用小时数为 1724 小时，同比增长 11.1%。根据 1-10 月份国家能源局公布数据看，我们维持原来对风电行业的增长趋势。预计 2018 年全年新增装机量能达到 21GW 左右。

我们认为 2019 年底之前风电标杆电价的下调将引发一波抢装开工潮，根据电价政策的规定，2018 年 1 月 1 日前核准的项目，需在 2019 年底前开始建设，才可执行 2017 年 0.47-0.6 元/KWh 的上网电价，否则上网电价将下降为 0.4-0.57 元/KWh。预计未来两年风电新增装机将继续增长。

图 41：2011 年-2020 年全国新增装机量（GW）

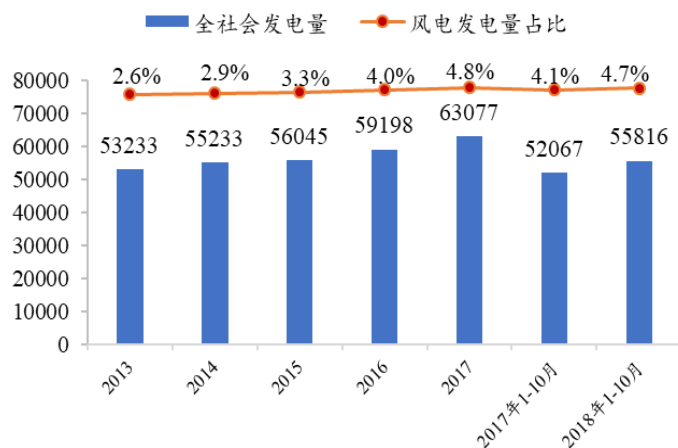


资料来源：国家能源局，华金证券研究所

我国政策不断推进，弃风率持续改善：2018 年国家能源局分别于 3 月、9 月和 11 月发布《关于征求〈可再生能源电力配额及考核办法（征求意见稿）〉意见的函》，共三稿。可再生能源配额制配合绿证制度，旨在改善弃风限电、解决可再生能源发电的消纳问题，并部分替代补贴政策。

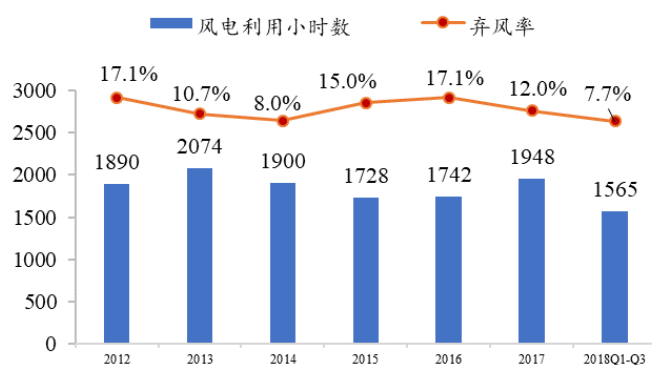
目前来看，在多项政策作用下，2018 年风电发电量占比持续提升，弃风限电情况持续改善。2018 年 1-10 月份，全社会发电量 55816 亿千瓦时，同比增长 7.2%。其中风力发电 2526 亿千瓦时，同比增长 22.3%。2017 年风力发电占总发电量 4.7%，同比增长 0.6 个百分点。2018 年前三季度平均弃风率 7.7%，弃风率持续下降，预计 2019 年弃风率继续下降，风电场运营盈利水平持续提升。

图 42：全社会发电量（亿千瓦时）及风电消纳比例



资料来源：国家能源局，华金证券研究所

图 43：2012 年-2018 年 Q3 全国弃风率变化



资料来源：国家能源局，华金证券研究所

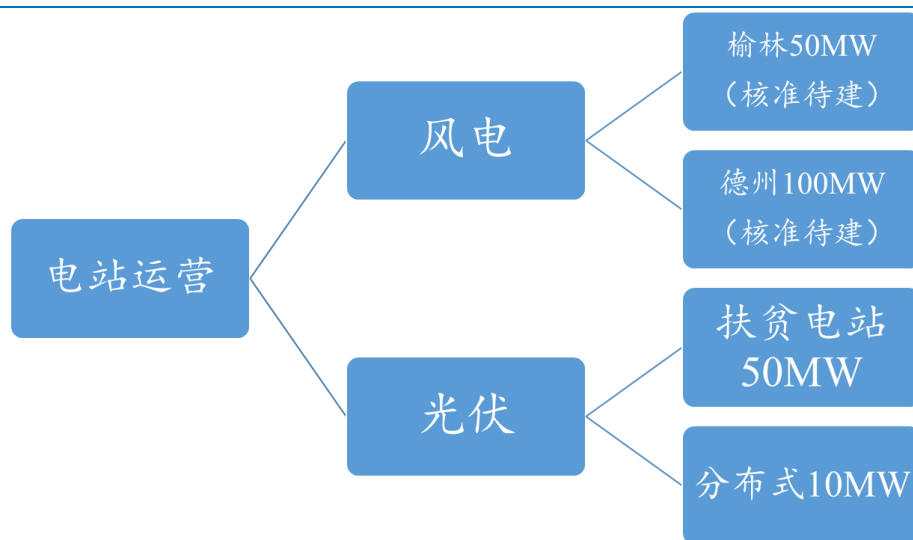
三、布局新能源发电，持续贡献现金流

2018 年 12 月 13 日，公司公告取消定增方案。公司将自筹资金用于全资子公司德州新天能新能源有限公司实施德州新天能赵虎镇风电场项目。

按公司之前的项目可研报告，公司风电项目建设期约 16 个月，先投德州（一期）50MW，总投资约 4.15 亿元，拟安装 23 台 2200KW 机组，配 110KV 升压站，单位投资成本约 830 万元/MW，预计年均上网电量达 1.17 亿 KWh。按 0.61 元/KWh 的电价计算，可实现营收约 6154 万元（不含税），测算年均总成本约 2786 万元，项目内部收益率约 9.83%，项目投资回收期约 9.4 年。

公司半年报披露，目前正在运营的为光伏电站累计约 60MW。未来公司通过本次投资建设风电场项目，将产业链向下游的风力发电领域延伸，有望于明后年新增运行风电电站累计约 150MW。电站运营可优化公司业务结构，为公司带来良好的现金流。

图 44：公司新能源发电布局



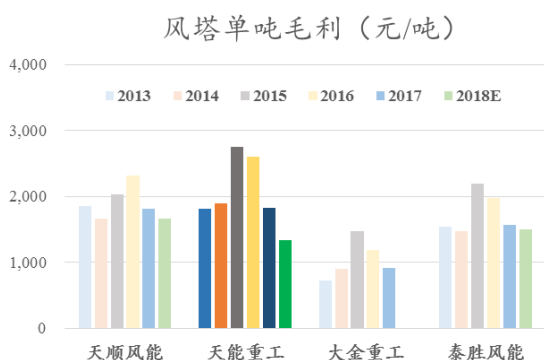
资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、盈利预测及投资建议

（一）、核心竞争优势和可比公司财务数据

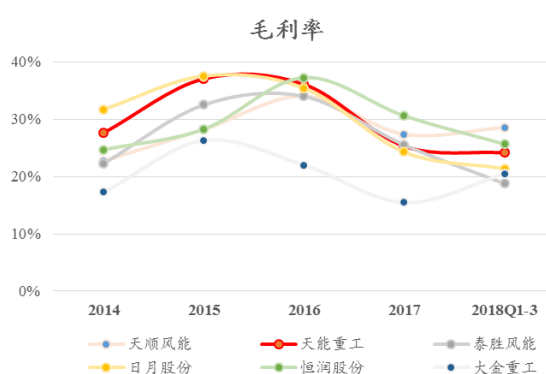
单吨毛利处于风塔行业领先水平：选取风塔相关标的天顺风能、大金重工、泰胜风能作为对标公司，由于部分公司披露的产销量单位不统一，我们按 1MW 对应 100 吨风塔，每台风塔（1.5-2.5MW）约 170-200 吨进行测算，可以发现天能重工风塔产品单吨毛利行业领先。由于风塔是同质化较高的产品，公司的成本优势是其核心竞争力之一。从历年毛利率变化情况来看，公司毛利率水平处于风塔相关公司中上游，甚至超过部分风电零配件公司毛利率。

图 45：可比公司吨毛利对比（元/吨）



资料来源：Wind，华金证券研究所测算

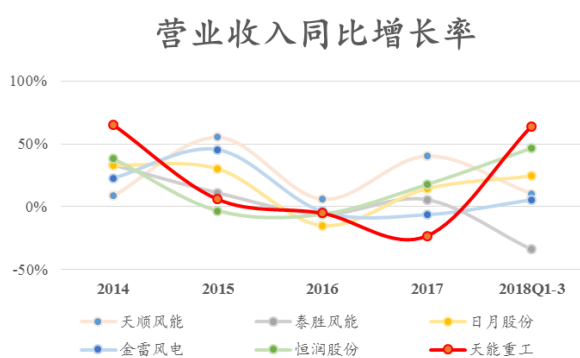
图 46：可比公司的毛利率对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

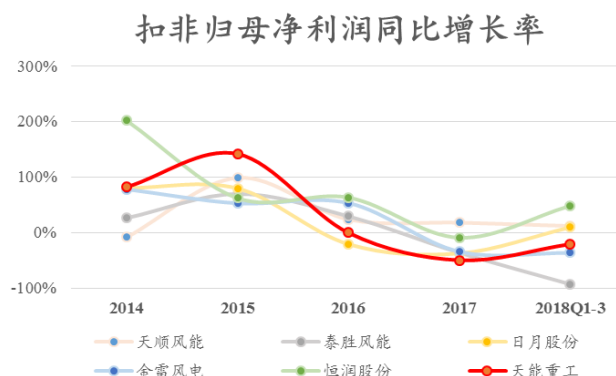
从公司营业收入增长率和扣非归母净利润增长率来看，在钢材价格不断波动的过程中，公司业绩弹性相对较大，主要是因为公司主业单一所致。

图 47：可比公司营业收入增长率的对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

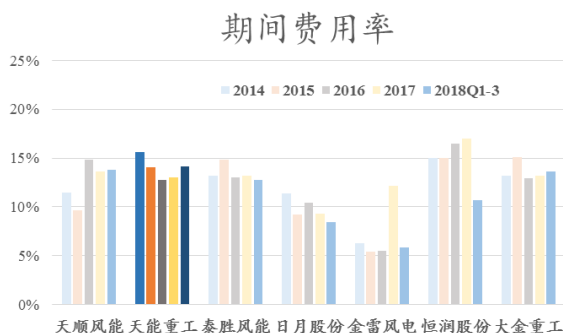
图 48：可比公司的扣非归母净利润增长率的对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

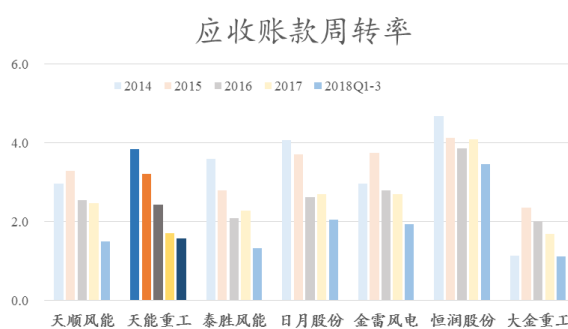
公司期间费用率和应收账款周转率均处于行业平均水平。从历年数据来看，行业整体费用率相对稳定，行业整体应收账款率自 2014 年来处于下降通道。

图 49：可比公司期间费用率的对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

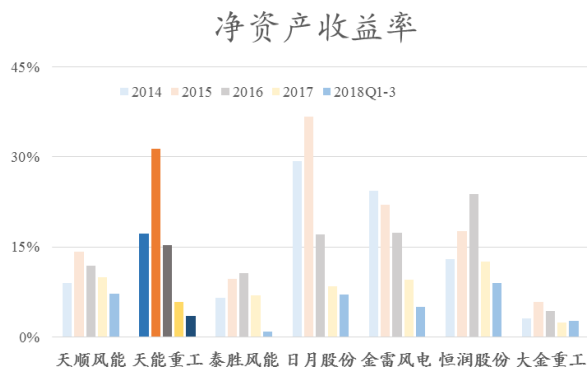
图 50：可比公司应收账款周转率对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

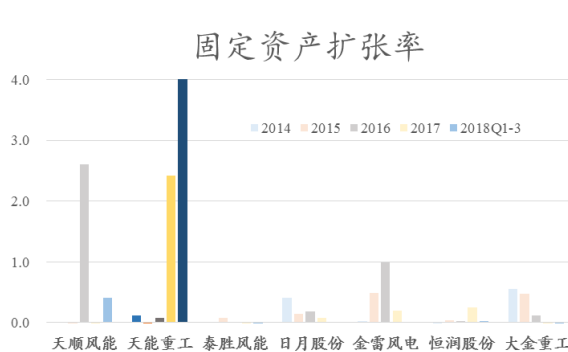
公司净资产收益率处于行业中上游水平，近两年公司产能逆势扩张，固定资产扩张率远高于行业其他公司。

图 51：可比公司净资产收益率对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 52：可比公司固定资产扩张率对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）、盈利预测

盈利预测主要基于如下假设：

风塔：假设公司 2018-2020 年公司塔筒产量平稳增长，分别为 13.50 万吨、15.00 万吨、15.75 万吨。2018 三季度末钢材价格出现下跌，预计 2019-2020 年保持下降趋势，2019 年、2020 年价格中枢分别约 3500 元/吨和 2500 元/吨。

发电：假设公司发电业务平稳增长，2019 年、2020 年分别持有电站 90MW、110MW，业务毛利率假设分别为 62%和 65%，发电业务净利率假设稳定在 40%左右。

表 1：天能重工业绩拆分

分类	项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
	总收入（亿元）	10.1	9.6	7.4	11.8	11.9	12.7
	YOY	6%	-5%	-23%	60%	1%	7%
风塔收入	塔筒（亿元）	10.06	9.54	7.33	11.09	10.86	11.43
	YOY		-5.2%	-23.2%	51.3%	-2.1%	5.2%
电站收入	发电收入（亿元）	-	-	-	0.67	1.01	1.23
	电站持有量（MW）	-	-	-	60	90	110
	发电量（亿 kWh）	-	-	-	1.1	1.65	2.02
其他收入	其他（亿元）	0.07	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05
利润	综合毛利率%	36.1%	36.1%	25.3%	21.1%	29.7%	38.2%
	塔筒	36.9%	35.7%	24.9%	18.5%	26.5%	35.1%
	发电	-	-	-	60.0%	62.0%	65.0%
	其他	63.2%	89.9%	72.6%	70.0%	70.0%	70.0%
	归母净利润（亿元）	1.73	1.71	0.96	0.99	1.92	2.96
	塔筒	-	-	-	0.69	1.49	2.44
	发电	-	-	-	0.27	0.40	0.49
	其他	-	-	-	0.03	0.03	0.03
利润	归母净利润（亿元）	1.73	1.71	0.96	0.99	1.92	2.96
	YoY	135%	-1%	-44%	3%	94%	54%
	股本（亿股）		0.8	1.5	1.5	1.5	1.5
	EPS（元）		1.14	0.64	0.66	1.28	1.97

资料来源：Wind，华金证券研究所

由于钢价对公司业绩有较大影响，我们基于历史数据估算了钢价对公司毛利率、毛利润、净利润的影响。在假设发电运营贡献利润不变的情况下，做成了钢价对公司 2019 年的 EPS 的影响的敏感性分析，具体如下表：

表 2：钢价对公司 2019 年业绩敏感性分析（元/吨）

钢价	产品售价	单吨毛利	毛利率	单吨净利	EPS
2000	6850	3000	42.3%	1953	2.24
2500	7258	2550	35.1%	1551	1.84
3000	7249	2235	30.8%	1272	1.56
3500	7240	1920	26.5%	993	1.28
4000	7300	1820	24.9%	900	1.18
4500	7750	1670	21.5%	707	0.99
5000	8200	1520	18.5%	513	0.80

资料来源：Wind，华金证券研究所（基于公司及行业的历史数据估算）

(三)、公司估值

分别选取风塔、风电运营、风电其他零部件的对标公司天顺风能、泰胜风能、日月股份、恒润股份，节能风电，对标公司的 Wind 一致的盈利预测及对应 PE 如下：

表 3：风电行业公司盈利及估值情况（wind 一致预期）

代码	名称	主要产品	EPS				PE (TTM)				201801213 股价
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
002531.SZ	天顺风能	风塔+运营+叶片	0.26	0.31	0.43	0.54	17.6	14.7	10.6	8.5	4.57
300129.SH	泰胜风能	风塔	0.21	0.27	0.31	0.37	15.4	12.0	10.4	8.7	3.23
603218.SH	日月股份	铸件	0.57	0.72	1.05	1.45	31.4	24.8	17.0	12.3	17.88
603985.SH	恒润股份	法兰	1.13	1.29	1.81	2.34	17.9	15.7	11.2	8.6	20.22
601016.SH	节能风电	电站运营	0.1	0.15	0.2	0.26	25.2	16.8	12.6	9.7	2.52
平均 PE							21.5	16.8	12.4	9.6	
300569.SZ	天能重工	风塔	0.64	0.66	1.28	1.97	21.5	20.8	10.8	7.0	13.76

资料来源：Wind，华金证券研究所

因为部分公司的 wind 一致预测长时间未调整，导致行业整体估值偏低。我们认为天能重工风塔业务业绩增速较快，风塔业务合理 PE 估值应该在 20 倍左右。新增风电运营业务的合理 PE 估值在 10 倍左右。因此，天能重工的合理市值在 33.8 亿元左右。

表 4：分业务合理市值

分业务估值	2019 年净利润(亿元)	PE	合理市值(亿元)
风塔	1.49	20.0	29.8
发电	0.40	10.0	4.0
风塔+发电	1.89	17.9	33.8

资料来源：Wind，华金证券研究所

(四)、投资建议

我们认为公司主营的风塔业务将受益于钢材价格的逐步下跌。此外，公司新增了少量新能源发电业务，未来电站业务将持续贡献稳定的收入。基于以上两点，我们预计公司 2018 年-2020 年实现归母净利润分别为 0.99 亿元、1.92 亿元、2.96 亿元，对应每股收益分别为 0.66 元、1.28 元、1.97 元，首次覆盖，给予“买入-A”投资评级。

五、风险提示

- 1、钢材价格大幅上涨的风险；
- 2、风塔出货量不及预期的风险；
- 3、新能源发电量不及预期的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	960.8	738.0	1,181.3	1,191.6	1,271.2
减:营业成本	614.1	551.4	932.3	837.7	786.1
营业税费	11.9	6.9	5.9	5.7	6.0
销售费用	66.6	52.1	62.6	63.2	64.8
管理费用	59.5	63.1	60.2	60.8	63.6
财务费用	-3.2	-19.0	9.2	7.1	16.9
资产减值损失	2.3	-2.9	4.2	1.2	0.9
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	15.6	5.2	6.9	9.2
营业利润	209.5	103.6	112.0	222.9	342.2
加:营业外净收支	-0.1	8.5	2.9	3.8	5.0
利润总额	209.4	112.1	114.9	226.6	347.2
减:所得税	34.4	14.5	13.8	30.6	44.5
净利润	171.3	95.6	98.6	191.7	296.0

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	607.9	224.6	177.2	238.3	254.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	442.4	452.1	630.7	560.9	781.0
应收票据	42.3	26.1	26.4	26.5	30.0
预付帐款	32.7	56.3	94.3	41.1	86.0
存货	300.7	396.4	794.9	229.0	644.5
其他流动资产	414.7	509.0	150.0	357.9	339.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	137.4	470.6	901.3	1,030.1	1,134.2
在建工程	8.3	92.7	71.3	189.9	271.9
无形资产	101.5	111.2	135.6	149.1	152.3
其他非流动资产	12.9	135.8	61.2	72.7	91.0
资产总额	2,100.7	2,474.8	3,043.0	2,895.5	3,784.0
短期债务	-	-	160.1	237.3	437.8
应付帐款	200.7	294.5	365.7	264.8	353.3
应付票据	85.0	237.8	308.0	182.4	277.8
其他流动负债	180.3	231.2	406.5	234.3	446.1
长期借款	-	-	-	12.0	55.3
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	466.0	763.5	1,240.4	930.8	1,570.3
少数股东权益	23.6	36.0	38.5	42.8	49.6
股本	83.3	150.0	150.0	150.0	150.0
留存收益	1,527.7	1,528.6	1,614.1	1,771.8	2,014.0
股东权益	1,634.7	1,711.3	1,802.6	1,964.7	2,213.6

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	175.0	97.6	98.6	191.7	296.0
加:折旧和摊销	16.6	17.6	46.2	59.1	70.7
资产减值准备	2.3	-2.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	1.8	-	9.2	7.1	16.9
投资损失	-	-15.6	-5.2	-6.9	-9.2
少数股东损益	3.7	2.0	2.5	4.3	6.8
营运资金的变动	-487.9	-174.6	134.9	70.8	-287.6
经营活动产生现金流量	-21.5	130.6	286.2	326.2	93.5
投资活动产生现金流量	-297.5	-490.1	-474.8	-313.1	-250.8
融资活动产生现金流量	830.3	-83.6	141.2	48.0	173.1

财务指标

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年增长率					
营业收入增长率	-5.1%	-23.2%	60.1%	0.9%	6.7%
营业利润增长率	-1.8%	-50.6%	8.1%	99.0%	53.6%
净利润增长率	-0.7%	-44.2%	3.2%	94.4%	54.4%
EBITDA 增长率	-2.2%	-55.0%	67.1%	72.7%	48.7%
EBIT 增长率	-2.8%	-59.8%	46.1%	89.8%	56.2%
NOPLAT 增长率	-2.8%	-57.3%	44.8%	86.5%	57.4%
投资资本增长率	96.5%	33.2%	27.6%	10.4%	24.1%
净资产增长率	148.6%	4.7%	5.3%	9.0%	12.7%
盈利能力					
毛利率	36.1%	25.3%	24.1%	30.1%	35.1%
营业利润率	21.8%	14.0%	9.5%	18.7%	26.9%
净利率	17.8%	13.0%	8.3%	16.1%	23.3%
EBITDA/营业收入	23.2%	13.6%	14.2%	24.3%	33.8%
EBIT/营业收入	21.5%	11.2%	10.3%	19.3%	28.2%
偿债能力					
资产负债率	22.2%	30.9%	40.8%	32.1%	41.5%
负债权益比	28.5%	44.6%	68.8%	47.4%	70.9%
流动比率	3.95	2.18	1.51	1.58	1.41
速动比率	3.30	1.66	0.87	1.33	0.98
利息保障倍数	-65.25	-4.37	13.20	32.37	21.24
营运能力					
固定资产周转天数	50	148	209	292	306
流动营业资本周转天数	199	352	197	174	189
流动资产周转天数	567	855	539	503	508
应收帐款周转天数	153	218	165	180	190
存货周转天数	146	170	182	155	124
总资产周转天数	660	1,116	841	897	946
投资资本周转天数	287	577	469	548	604
费用率					
销售费用率	6.9%	7.1%	5.3%	5.3%	5.1%
管理费用率	6.2%	8.6%	5.1%	5.1%	5.0%
财务费用率	-0.3%	-2.6%	0.8%	0.6%	1.3%
三费/营业收入	12.8%	13.0%	11.2%	11.0%	11.4%
投资回报率					
ROE	10.6%	5.7%	5.6%	10.0%	13.7%
ROA	8.3%	3.9%	3.3%	6.8%	8.0%
ROIC	33.4%	7.3%	7.9%	11.5%	16.5%
分红指标					
DPS(元)	0.19	0.15	0.09	0.23	0.36
分红比率	16.3%	23.5%	13.3%	17.7%	18.2%
股息收益率	1.4%	1.1%	0.6%	1.7%	2.6%

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	1.14	0.64	0.66	1.28	1.97
BVPS(元)	10.74	11.17	11.76	12.81	14.43
PE(X)	11.4	20.4	19.8	10.2	6.6
PB(X)	1.3	1.2	1.2	1.1	0.9
P/FCF	-5.5	-8.4	-17.7	19.9	25.0
P/S	2.1	2.8	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	2.4	17.1	11.9	7.0	5.2
CAGR(%)	3.9%	45.9%	-17.3%	3.9%	45.9%
PEG	3.1	0.5	-1.2	2.8	0.1
ROIC/WACC	3.3	0.7	0.8	1.1	1.6

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

肖索、林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn