

泰胜风能 (300129)

行业景气度提升，业绩拐点有望显现

推荐 (维持)

现价: 5.19 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.shtsp.com
大股东/持股	柳志成/8.09%
实际控制人	柳志成
总股本(百万股)	719
流通 A 股(百万股)	536
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	37.32
流通 A 股市值(亿元)	27.80
每股净资产(元)	3.07
资产负债率(%)	36.1

行情走势图



证券分析师

皮秀	投资咨询资格编号 S1060517070004 010-56800184 PIXIU809@PINGAN.COM.CN
朱栋	投资咨询资格编号 S1060516080002 021-20661645 ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN
张龔	投资咨询资格编号 S1060518090002 021-38643759 ZHANGYAN641@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司发布 2018 年报，实现营业收入 14.7 亿元，同比减少 7.4%，归母净利润 1053.09 万元，同比减少 93.1%。同时公司预告 2019Q1 归母净利润同比增长 30%-55%。

平安观点:

- **多重因素导致业绩下滑，亮点不容忽视。**2018 年，公司实现营业收入 14.7 亿元，同比减少 7.4%，归母净利润 1053.09 万元，同比减少 93.1%。业绩下滑的原因主要包括青岛海工亏损、陆上风电装备毛利率大幅下滑以及资产减值计提增加等。但截至 2018 年底公司在手订单规模明显高于 2017 年，此外海外业务拓展顺利，2018 年海外业务收入规模创新高。
- **行业景气度明显提升，业绩有望改善。**首先，去补贴背景下陆上风电抢装有望呈现，2019 年国内陆上风电需求有望增加。其次，公司海外重点客户维斯塔斯等 2018 年新增订单大幅增长，2019 年出货量有望较快增长，带动公司海外业务持续增长。第三，2019 年国内海上风电新增装机有望持续快速增长，青岛海工经营情况有望显著改善。第四，随着弃风率的持续下降，2020 年新疆等地有望摆脱红色预警，风电市场有望重启，新疆泰胜经营情况有望回暖。整体看，行业景气度的提升有望带动公司产品销量增长和盈利水平回暖，业绩拐点有望显现。
- **投资建议：**预计 2019-2020 年收入规模 20.7、24.6 亿元，考虑 2018 年毛利率大幅低于预期，下调未来两年盈利预测，预计 2019-2020 年归母净利润 1.48、2.0 亿元（原值 2.53、3.04 亿元），对应 EPS 0.21、0.28 元，动态 PE 25.2、18.7 倍。公司下游市场景气度高企，青岛海工受益国内海上风电发展具有较大发展潜力，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 公司成本受钢材价格波动影响较大，未来如果钢材价格重现单边上涨情形，公司盈利水平可能受到影响；2) 公司下游的陆上风电和海上风电均受政策影响较大，政策的不确定性将导致市场需求的不确定性。3) 资产减值计提规模扩大风险。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1590	1,473	2,071	2,457	2,808
YoY(%)	5.6	-7.4	40.6	18.6	14.3
净利润(百万元)	154	11	148	200	249
YoY(%)	-29.9	-93.1	1,307.1	34.8	24.4
毛利率(%)	25.5	16.9	21.7	22.9	23.4
净利率(%)	9.7	0.7	7.2	8.1	8.9
ROE(%)	6.8	0.4	6.4	8.2	9.4
EPS(摊薄/元)	0.21	0.01	0.21	0.28	0.35
P/E(倍)	24.3	354.4	25.2	18.7	15.0
P/B(倍)	1.65	1.7	1.6	1.5	1.4

一、多重因素导致业绩下滑，亮点不容忽视

1、多重因素导致 2018 年业绩大幅下滑

公司发布 2018 年年报，实现营业收入 14.7 亿元，比上年同期减少 1.2 亿元，降幅 7.4%，归母净利润 1053.09 万元，比上年同期减少 14316.29 万元，降幅 93.1%。

图表1 公司近年的经营数据

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入（亿元）	10.8	14.4	16.0	15.1	15.9	14.7
归母净利润（万元）	7740	9707	16941	21911	15369	1053
毛利率（%）	20.61	22.27	32.51	33.98	25.51	16.94

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 公司主要业务的营收和毛利率情况

业务名称	2018		2017	
	营收（亿元）	毛利率	营收（亿元）	毛利率
陆上风电装备	11.1	20.63%	10.3	27.40%
海上风电装备	2.62	-3.52%	4.44	22.04%
海洋工程类装备	0.72	16.35%	0.88	7.03%

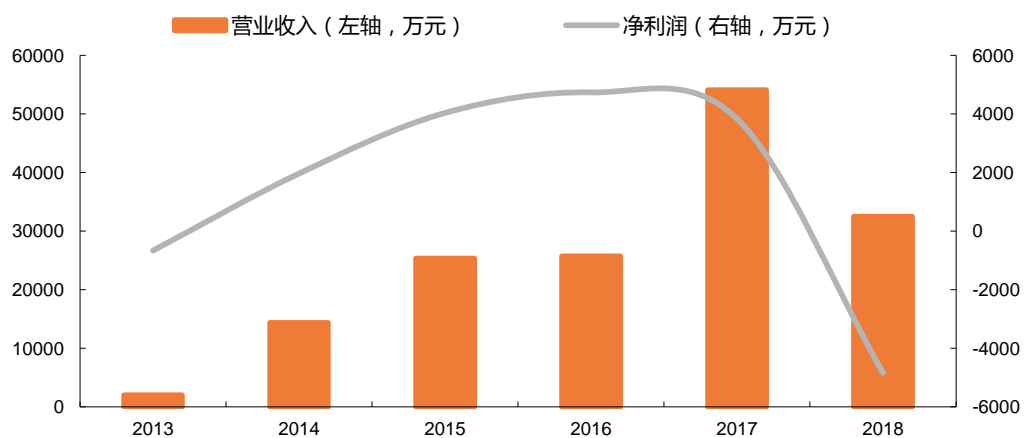
资料来源：WIND，平安证券研究所

2018 年业绩的下滑主要由三方面因素导致：

（1）蓝岛海工业绩拖累

蓝岛海工是公司主要的海上风电装备和海洋工程类装备的生产制造平台，2018 年，蓝岛海工实现营业收入 3.25 亿元，亏损 4839 万元；而 2017 年，蓝岛海工实现营收 5.41 亿元，净利润 3836 万元。

图表3 近年蓝岛海工的营收和净利润情况



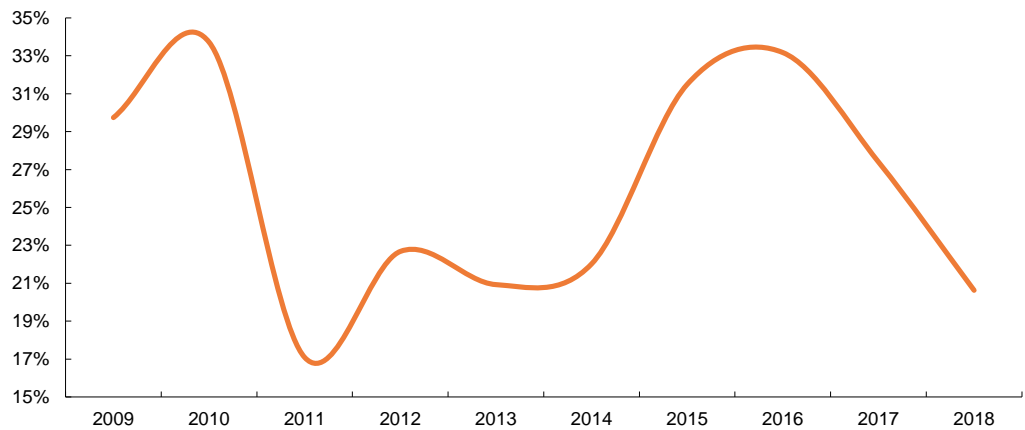
资料来源：WIND，平安证券研究所

蓝岛海工 2018 年经营业绩的下滑主要受海上风电业务量利齐跌的影响，2018 年海上风电装备收入 2.62 亿元，同比下降 40.96%，毛利率为-3.52%，同比下降 25.56 个百分点。按照公司的分析，一方面，为维护重点客户关系和稳定市场份额，公司在部分海上风电项目竞标中让利较大；另一方面，南通蓝岛海工“重型装备产业协同技改项目”完成后，产能处于爬坡过程中，未得到有效释放。

（2）陆上塔筒业务毛利率下滑

2018 年，公司陆上塔筒销量 14.5 万吨，与 2017 年基本持平，实现营收 11.1 亿元，小幅增长 7.7%，从销量和收入来看，陆上塔筒业务基本稳定。但是毛利率明显下滑，2018 年陆上塔筒业务毛利率 20.63%，同比下降了 6.77 个百分点，是 2012 年以来的最低水平。

图表4 公司陆上塔筒业务的毛利率走势



资料来源:WIND, 平安证券研究所

塔筒业务毛利率的下滑主要受原材料价格因素影响，钢材等主要原材料价格在 2018 年相当长的一部分时间内涨幅较大，塔筒制造企业成本端面临较大压力，天能重工等同行亦面临类似的毛利率大幅下滑的情况。

（3）资产减值等因素

2018 年资产减值计提约 0.37 亿元，同比增加 0.16 亿元，主要由于坏账损失有所增加。

2、在手订单饱满，海外拓展成效显著

尽管 2018 年业绩下滑明显，不应忽视公司业务拓展方面的亮点：

（1）公司在订单获取方面表现不俗，在手订单饱满

2018 年，公司陆上风电新增订单 16.86 亿元，完成 11.94 亿元，截至 2018 年底在执行及待执行订单 12.5 亿元；海上风电方面，2018 年新增订单 6.12 亿元，完成 2.61 亿元，截至 2018 年底在执行及待执行 4.29 亿元。

简单推算可知，截至 2017 年底在手的陆上风电订单 7.58 亿元，在手的海上风电订单 0.78 亿元。

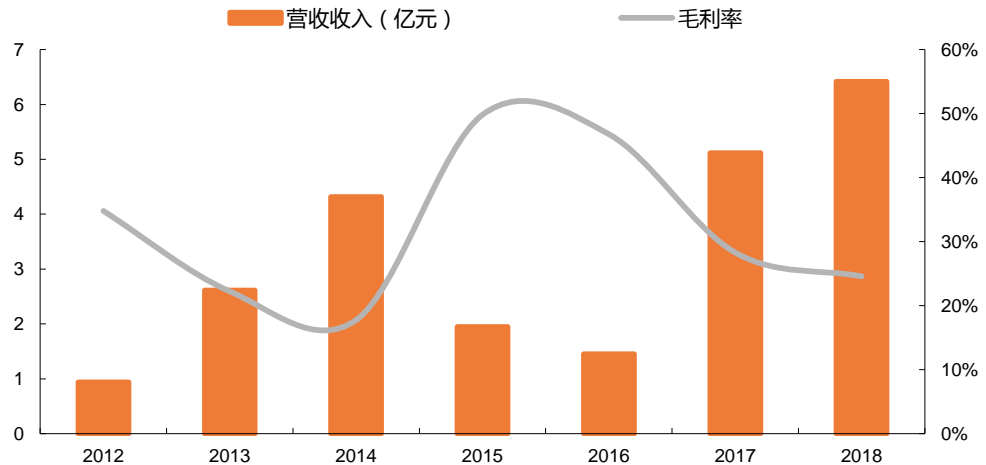
显然，2018 年底的订单基础明显好于 2017 年，为 2019 年公司经营业绩的恢复性增长奠定基础。

（2）海外业务拓展成效明显，收入规模创新高

2018年，公司外销规模达6.42亿元，同比增长25.45%，创历史新高。2018年新增海外订单6.36亿元，在手待执行订单3.7亿元。

公司海外业务主要的客户包括维斯塔斯、金风科技、西门子-歌美飒等，海外客户的回款一般较好，毛利率也相对较高，且能对冲国内市场波动的风险。2018年，公司陆上风电业务的海外收入占比已经达到50%左右，未来仍具增长潜力。

图表5 公司近年的海外业务情况



资料来源:WIND, 平安证券研究所

二、行业景气度明显提升，业绩有望改善

我们认为风电行业正在发生积极的变化，有望推动公司业绩拐点显现。

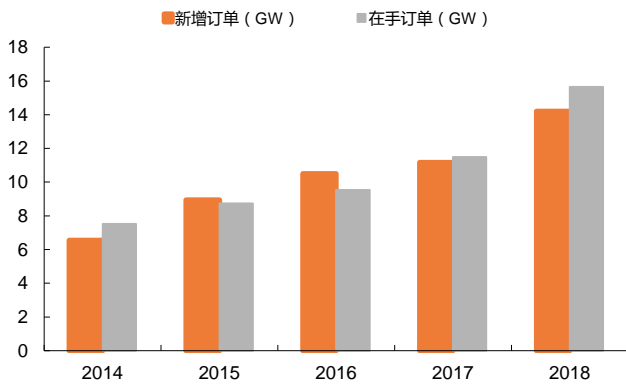
1、去补贴背景下陆上风电抢装有望呈现，推动需求增加

随着弃风问题大幅改善，宁夏、内蒙、黑龙江、吉林相继摆脱红色预警约束，三北地区风电开发有望大规模重启，分散式风电、海上风电也有望成为行业增长动能。同时，在去补贴和竞价趋势之下，运营商将加速开发建设在手的储备项目，以规避可能存在的项目核准电价难以保障的风险，从而可能导致抢装行情的出现。目前已有开发商披露2019年风电资本开支计划相对2018年大幅增长，同时风机零部件供应商普遍反映2019年订单相对2018年更为饱满，预计2019年国内风电市场需求有望快速增长。

2、海外风电需求正盛，海外业务有望持续向好

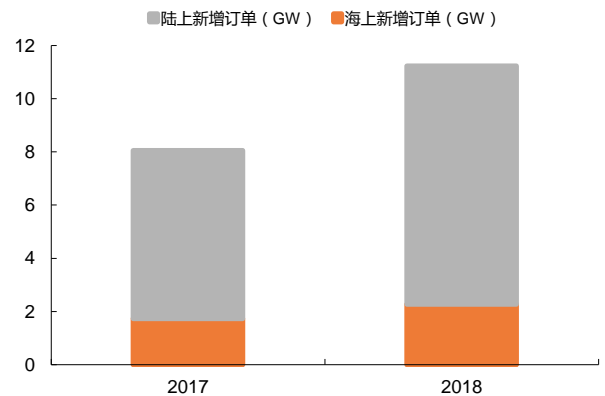
公司海外业务主要的客户包括维斯塔斯、金风科技、西门子-歌美飒等。维斯塔斯在2018年的新增订单达14.2GW，同比增长27.2%，截至2018年底的在手订单15.6GW，同比增长35.7%，为2019年出货量增长奠定了基础。西门子-歌美飒2018财年新增订单也大幅增长，其中陆上新增订单约9GW，同比增长41.8%。

图表6 维斯塔斯 2018 年新增订单和在手订单创新高



资料来源:维斯塔斯, 平安证券研究所

图表7 西门子-歌美飒 2018 财年风机订单大幅增长



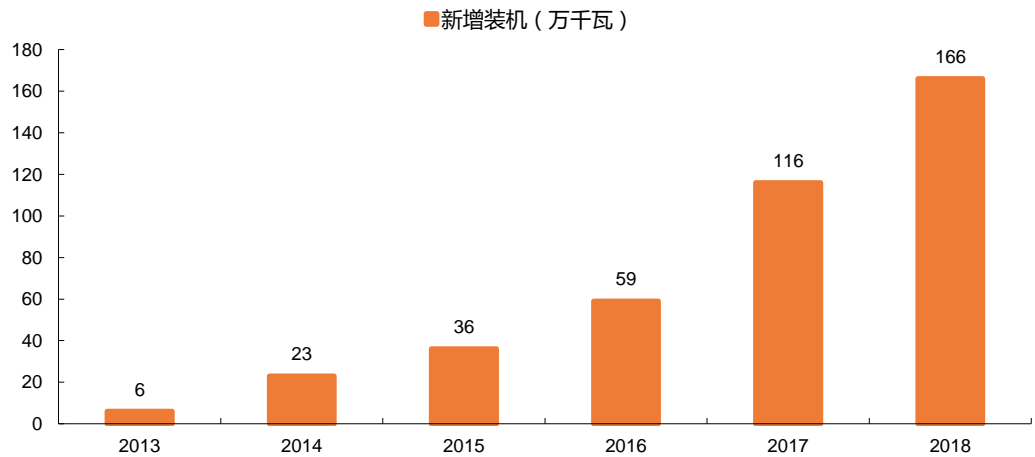
资料来源:西门子-歌美飒, 平安证券研究所

维斯塔斯等海风风机企业 2018 年订单的大幅增长有望在 2019 年出货量上体现, 带动公司海外业务规模的持续增长。

3、海上风电加速发展, 蓝岛海工极具潜力

2018 年国内海上风电新增装机规模约 1.7GW, 已经步入规模化发展的初步阶段。2018 年是海上风电的核准大年, 据不完全统计, 截至 2018 年底, 在建、已核准待建和处于核准前公示阶段的海上风电项目总规模达到 49.3GW, 对应的投资计划 9300 亿元, 其中在建和已核准待建项目约 28.7GW, 国内海上风电有望大规模发展。

图表8 近年国内海上风电新增装机快速增长



资料来源:CWEA, 平安证券研究所

海上风电基础的价值量较大, 据水规总院的统计, 4 兆瓦单桩基础造价大约为 900 到 1300 万元, 导管架基础造价大约为 1000 到 1400 万元, 广东和福建由于地质条件复杂, 单台基础的造价在 2000 万元左右。按照 3100 元/kW 左右的价格估算, 目前在建和已核准项目对应的钢管桩市场规模约 889 亿元。

图表9 不同型号风电机组基础的大致造价

		4MW 机组 (万元/台)	造价 (元/kW)	6MW 机组 (万元/台)	造价 (元/kW)
非嵌岩	单桩	950~1350	2375~3375		
	导管架	1000~1400	2500~3500	1800~2400	3000~4000
	高桩承台	1200~1500	3000~3750		
嵌岩	单桩			2100~2600	3500~4330
	导管架			2200~3000	3660~5000

资料来源：水规总院，平安证券研究所

江苏海上风电市场的率先规模化发展培育了一批当地的风机基础制造商，但整体看格局不是很明朗。目前，蓝岛海工已参与到相关海上风电项目的风机基础设备供应，且具备千吨级的钢管桩生产制造能力，未来有望分享千亿级的海上风电钢管桩大蛋糕。

图表10 中交系统、国华、中广核招标的风机基础情况

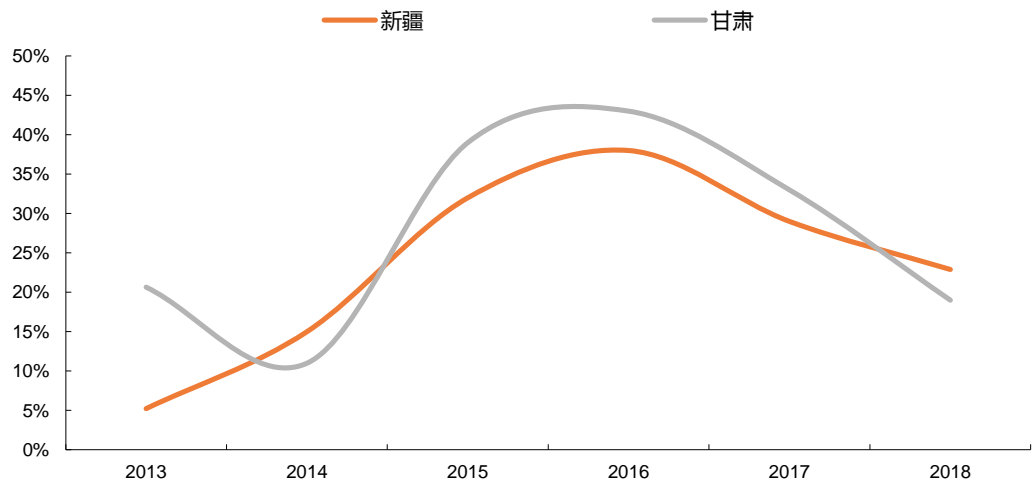
项目	中标单位	明细
中交一航局华能江苏大丰海上风电项目	江苏海力风电设备公司	28127 吨
中交三航局滨海风电项目	江苏巨鑫石油钢管有限公司	32226 吨
中交三航局上海临港海上风电一期项目	宁波三鼎钢管工程有限公司	1839.4 吨
中交一航局福建三川海上风电风机基础	江苏巨鑫石油钢管有限公司	5398 吨
中交三航局三峡大连庄河项目	江苏华滋海洋工程有限公司	52974 吨
中交三航局国电舟山普陀 6 号海上风电场 2 区项目工程 III 标段	宁波三鼎钢管工程有限公司	24749 吨
中交三航局大丰海上风电项目	江苏华滋海洋工程有限公司	23469.8 吨
中交三航局临港海上风电一期工程	宁波三合钢管有限公司	17724 吨
国华东台四期一标段	南通蓝岛海洋工程有限公司	40 套单桩基础和 1 套 海上升压站基础
中广核阳江南鹏岛海上风电项目	振华重工、江苏长风、广州文船重工等	30 套单桩和 12 套导 管架

资料来源：中国交建、中广核等，平安证券研究所

4、新疆、甘肃弃风率正在大幅下降，市场有望重启

根据能源局披露的数据，2018 年，新疆和甘肃的弃风率分别为 22.9%和 19%，同比下降了约 7 个百分点和 14 个百分点，是 2019 年仅有的两个风电红色预警省份。随着准东到皖南特高压的投运，新疆等地 2019 年的弃风率有望进一步下降，预计到 2020 年，新疆和甘肃两省都将脱离红色预警，两省的风电建设有望重启。

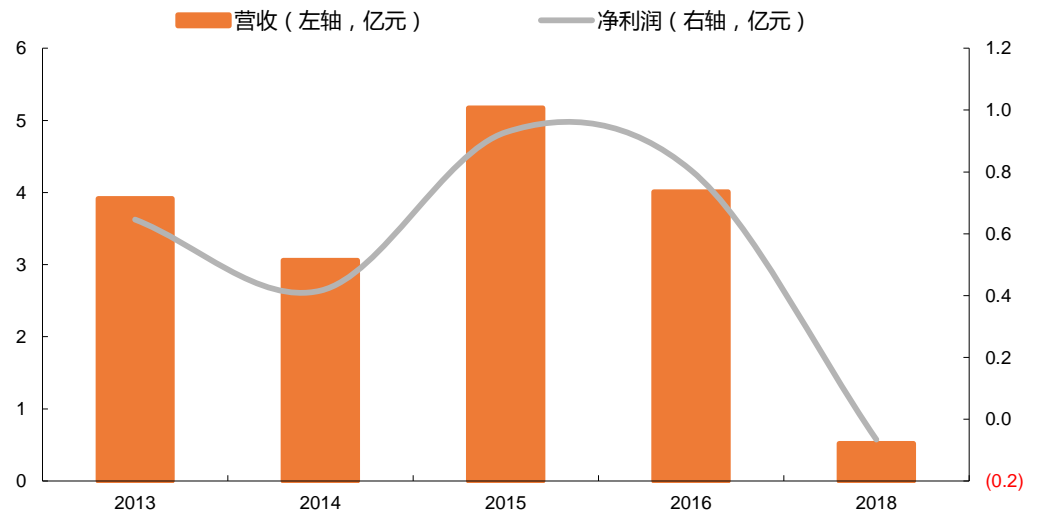
图表11 近年新疆和甘肃的弃风率走势



资料来源:国家能源局, 平安证券研究所

新疆等地风电重启对于公司具有重大意义。公司在新疆设有全资子公司新疆泰胜, 新疆泰胜是 2016 年及以前公司重要的利润来源; 2018 年, 新疆泰胜实现营收 0.52 亿元, 净利润-662 万元, 成为公司业绩的拖累因素。新疆市场重启后, 新疆泰胜业绩贡献有望复苏。

图表12 新疆泰胜近年的营收的利润情况



资料来源:WIND, 平安证券研究所

三、 盈利预测

综上，2019 年国内陆上风电需求、海外市场需求以及国内海上风电需求都有望提振，带动公司产品销量的提升和盈利水平的回暖，公司业绩拐点有望显现。公司预告一季度归母净利润 1833.95-2186.63 万元，同比增长 30%-55%，已经呈现复苏的迹象。

预计 2019-2020 年收入规模 20.7、24.6 亿元，考虑 2018 年毛利率大幅低于预期，下调未来两年盈利预测，预计 2019-2020 年归母净利润 1.48、2.0 亿元（原值 2.53、3.04 亿元），对应 EPS 0.21、0.28 元，动态 PE 25.2、18.7 倍。公司下游市场景气度高企，蓝岛海工受益国内海上风电发展具有较大发展潜力，维持公司“推荐”评级。

四、 风险提示

- 1、公司成本受钢材价格波动影响较大，未来如果钢材价格重现单边上涨情形，公司盈利水平可能受到影响。
- 2、公司下游的陆上风电和海上风电均受政策影响较大，政策的不确定性将导致市场需求的不确定性。
- 3、资产减值计提规模扩大风险。按照相关会计准则，3 年以上的应收账款全部计提坏账准备，如果后续回款不力，可能存在坏账计提规模扩大的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2318	2467	2663	2765
现金	481	414	491	611
应收账款	667	713	776	784
其他应收款	0	14	3	17
预付账款	14	38	44	36
存货	779	803	844	811
其他流动资产	377	485	505	506
非流动资产	1143	1180	1198	1197
长期投资	0	0	0	0
固定资产	631	666	690	703
无形资产	234	227	222	212
其他非流动资产	278	288	286	282
资产总计	3461	3647	3861	3962
流动负债	1214	1310	1373	1278
短期借款	3	151	174	3
应付账款	271	318	346	371
其他流动负债	940	840	853	904
非流动负债	37	37	37	37
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	37	37	37	37
负债合计	1251	1347	1410	1315
少数股东权益	2	2	2	2
股本	719	719	719	719
资本公积	713	713	713	713
留存收益	792	896	1035	1209
归属母公司股东权益	2208	2299	2449	2645
负债和股东权益	3461	3647	3861	3962

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	209	-76	179	399
净利润	9	148	200	249
折旧摊销	63	60	67	73
财务费用	-7	-3	4	-3
投资损失	-13	-13	-13	-13
营运资金变动	122	-268	-78	93
其他经营现金流	35	0	-0	0
投资活动现金流	100	-84	-72	-59
资本支出	76	37	18	-2
长期投资	-10	0	0	0
其他投资现金流	165	-47	-53	-60
筹资活动现金流	-118	-55	-53	-50
短期借款	-62	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	-8	0	0	0
资本公积增加	8	0	0	0
其他筹资现金流	-56	-55	-53	-50
现金净增加额	196	-214	54	291

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1473	2071	2457	2808
营业成本	1223	1622	1894	2152
营业税金及附加	11	15	18	21
营业费用	57	72	84	93
管理费用	99	166	189	211
财务费用	-7	-3	4	-3
资产减值损失	37	41	49	56
公允价值变动收益	-3	-0	0	-0
投资净收益	13	13	13	13
营业利润	16	169	232	291
营业外收入	0	12	12	12
营业外支出	2	3	3	4
利润总额	15	179	241	300
所得税	6	30	41	51
净利润	9	148	200	249
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	11	148	200	249
EBITDA	64	229	304	362
EPS(元)	0.01	0.21	0.28	0.35

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	-7.4	40.6	18.6	14.3
营业利润(%)	-90.6	936.6	37.1	25.6
归属于母公司净利润(%)	-93.1	1307.1	34.8	24.4
获利能力				
毛利率(%)	16.9	21.7	22.9	23.4
净利率(%)	0.7	7.2	8.1	8.9
ROE(%)	0.4	6.4	8.2	9.4
ROIC(%)	0.0	5.7	7.4	8.9
偿债能力				
资产负债率(%)	36.1	36.9	36.5	33.2
净负债比率(%)	-21.6	-11.4	-12.9	-23.0
流动比率	1.9	1.9	1.9	2.2
速动比率	1.3	1.3	1.3	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	2.2	3.0	3.3	3.6
应付账款周转率	4.9	5.5	5.7	6.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.21	0.28	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	-0.11	0.25	0.56
每股净资产(最新摊薄)	3.07	3.20	3.41	3.68
估值比率				
P/E	354.42	25.19	18.68	15.01
P/B	1.69	1.62	1.52	1.41
EV/EBITDA	51.4	15.3	11.3	8.7

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033