

2020年04月27日

天能重工 (300569.SZ)

塔筒盈利大幅提升，业绩逐季高增

■事件：天能重工发布 2019 年年报，报告期内公司实现营收 24.64 亿元 (+yoy76.83%)；实现归母净利润 2.69 亿元 (+yoy163.33%)；加权平均净资产收益率 14.17%，同比提升 8.21pcts。其中，2019Q4 实现营收 9.79 亿元，同增 58.42%，环增 55.54%；实现归母净利润 1.24 亿元，同增 192.04%，环增 99.97%。

■受益风电行业复苏，塔筒收入及盈利能力大幅提升：2019 年公司业绩大幅增长，主要原因在于：1) 国内风电行业整体复苏带动订单和销量大幅增长，截至 2019 年底，公司塔筒在手订单合计约 35.12 亿元，同比增长 69.42%；实现风机塔架销售 28.62 万吨，同比增长 62.34%，销售收入 22.48 亿元，同比大幅增长 73.50%，毛利率提升 4.46pcts 至 24.46%；单吨毛利达到 1921 元/吨，同比大幅提升超过 30%；2) 截至 2019 年底，公司合计持有并网光伏电站约 108MW，实现营业收入约 11,875 万元，利润约 4970 万元；合计持有并网风电场约 123.8MW，实现营收约 5835.75 万元，利润约 2396.77 万元。目前公司塔筒生产基地布局扩大至 8 个，合计产能约 29.55 万吨，2019 年新增在内蒙古兴安盟设立工厂，预计 2020 年形成产能。

■海上风电与大功率塔筒快速推进，积极向下游运营端拓展：2019 年，随着广东、江苏等地区海上风电项目的增加，海上装机迎来快速增长。公司依托江苏天能，积极提高在中高端塔筒制造领域的地位和市场竞争能力。2019 年，公司海工基地-江苏天能海洋重工有限公司产能逐步释放，贡献净利润 2802 万元。展望 2020 年，公司将继续加大海上风电市场开发力度，拓展海上风机塔架、单桩等业务，并逐步培养拓展海外市场业务的能力。另外，2018 年以来公司积极发展新能源业务，建设、运营风电场和光伏电站已成为公司重要的利润来源。2019 年，公司收购江阴远景汇力能源有限公司和靖边县风润风电有限公司，合计持有并网风电场约 123.8MW。此外，公司全资子公司德州新天能新能源有限公司一期 50MW 风电场项目已于 2019 年 12 月完成风机主机吊装，预计于 2020 年 6 月底前并网。同时，德州二期 (50MW)、全资子公司 (50MW)、全资孙公司 (40MW)、控股孙公司 (100MW) 预计于 2020 年 12 月底前并网。我们认为，公司延伸布局下游风电场的建设运营，将以此加强与主机厂的合作，有望形成良好的协同效应。

■投资建议：我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 3.49 亿、4.37 亿、5.01 亿，净利润增速分别为 29.36%、25.31%、14.66%；维持

公司快报

证券研究报告

其他发电

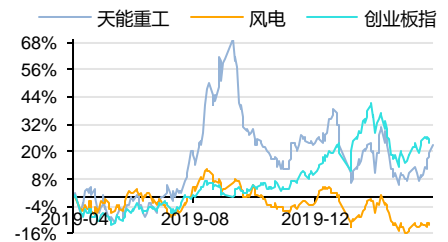
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**18.12 元**
股价 (2020-04-27) **14.65 元**

交易数据

总市值 (百万元)	3,375.48
流通市值 (百万元)	2,180.05
总股本 (百万股)	230.41
流通股本 (百万股)	148.81
12 个月价格区间	10.52/20.10 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.21	-3.46	1.45
绝对收益	12.17	0.48	22.32

邓永康 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

吴用 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518070003
wuyong1@essence.com.cn

彭广春 报告联系人
penggc@essence.com.cn

相关报告

天能重工：Q3 业绩符合预期，风塔将延续量利齐升/邓永康	2019-10-28
天能重工：塔筒盈利复苏，业绩大增 175%/邓永康	2019-08-23
天能重工：受益行业高景气，塔筒实现大幅增长/邓永康	2019-07-15
天能重工：双线推进，塔筒与发电业务持续开拓/邓永康	2019-04-15

买入-A 的投资评级，目标价为 18.12 元。

■风险提示：风电装机不及预期、钢材价格单边上涨等。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,393.6	2,464.2	3,125.3	3,735.4	4,315.9
净利润	102.3	269.5	348.6	436.8	500.9
每股收益(元)	0.44	1.17	1.51	1.90	2.17
每股净资产(元)	7.63	8.92	10.44	12.34	14.51

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	32.0	12.1	9.4	7.5	6.5
市净率(倍)	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0
净利润率	7.3%	10.9%	11.2%	11.7%	11.6%
净资产收益率	5.8%	13.1%	14.5%	15.4%	15.0%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	9.0%	17.5%	24.6%	17.5%	25.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,393.6	2,464.2	3,125.3	3,735.4	4,315.9	成长性					
减:营业成本	1,067.4	1,773.2	2,236.6	2,630.3	3,018.6	营业收入增长率	88.8%	76.8%	26.8%	19.5%	15.5%
营业税费	5.9	9.1	18.0	17.0	20.2	营业利润增长率	20.9%	163.7%	29.9%	24.9%	14.5%
销售费用	84.8	123.6	189.2	232.3	289.9	净利润增长率	7.1%	163.3%	29.4%	25.3%	14.7%
管理费用	52.9	94.8	168.7	194.2	215.8	EBITDA 增长率	111.9%	157.3%	2.6%	26.2%	15.2%
财务费用	10.6	53.6	80.0	120.0	150.0	EBIT 增长率	108.5%	171.6%	8.3%	28.8%	16.4%
资产减值损失	9.7	-6.2	4.0	6.0	8.0	NOPLAT 增长率	64.8%	166.4%	32.6%	28.8%	16.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	36.9%	-5.6%	80.6%	-19.4%	5.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	7.1%	15.4%	17.5%	18.6%	17.9%
营业利润	125.2	330.1	428.8	535.5	613.4	利润率					
加:营业外净收支	4.3	7.3	7.7	11.4	13.8	毛利率	23.4%	28.0%	28.4%	29.6%	30.1%
利润总额	129.5	337.5	436.5	547.0	627.2	营业利润率	9.0%	13.4%	13.7%	14.3%	14.2%
减:所得税	13.7	53.1	68.6	86.0	98.6	净利润率	7.3%	10.9%	11.2%	11.7%	11.6%
净利润	102.3	269.5	348.6	436.8	500.9	EBITDA/营业收入	15.2%	22.2%	17.9%	18.9%	18.9%
						EBIT/营业收入	12.4%	19.1%	16.3%	17.5%	17.7%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	176	199	208	169	143
货币资金	390.3	835.8	250.0	298.8	618.4	流动营业资本周转天数	189	85	92	96	78
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	474	381	384	335	328
应收账款	601.0	1,184.8	1,446.5	1,458.8	1,674.1	应收帐款周转天数	136	130	152	140	131
应收票据	58.5	-	86.8	79.2	112.6	存货周转天数	149	116	122	123	118
预付帐款	36.6	170.7	101.8	183.8	165.7	总资产周转天数	741	663	676	571	529
存货	753.8	828.2	1,284.2	1,270.9	1,554.5	投资资本周转天数	413	263	282	274	218
其他流动资产	167.1	186.2	287.4	213.6	229.1						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	5.8%	13.1%	14.5%	15.4%	15.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	3.5%	4.9%	6.2%	7.8%	7.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	9.0%	17.5%	24.6%	17.5%	25.3%
固定资产	895.9	1,828.6	1,780.6	1,732.5	1,684.5	费用率					
在建工程	40.0	332.3	332.3	332.3	332.3	销售费用率	6.1%	5.0%	6.1%	6.2%	6.7%
无形资产	127.9	131.0	127.5	123.9	120.4	管理费用率	3.8%	3.8%	5.4%	5.2%	5.0%
其他非流动资产	194.2	319.5	214.5	241.5	257.9	财务费用率	0.8%	2.2%	2.6%	3.2%	3.5%
资产总额	3,265.2	5,817.1	5,911.6	5,935.5	6,749.5	三费/营业收入	10.6%	11.0%	14.0%	14.6%	15.2%
短期债务	602.0	640.0	950.0	71.6	-	偿债能力					
应付帐款	316.1	438.7	974.7	605.0	1,063.5	资产负债率	43.9%	63.7%	58.0%	50.4%	48.5%
应付票据	177.2	943.6	254.0	1,110.6	586.2	负债权益比	78.2%	175.2%	137.9%	101.5%	94.3%
其他流动负债	337.7	753.4	804.9	790.4	1,076.0	流动比率	1.40	1.15	1.16	1.36	1.60
长期借款	-	-	134.3	-	-	速动比率	0.87	0.86	0.73	0.87	1.03
其他非流动负债	-	927.4	309.1	412.2	549.6	利息保障倍数	16.34	8.77	6.36	5.46	5.09
负债总额	1,433.0	3,703.1	3,426.9	2,989.8	3,275.3	分红指标					
少数股东权益	73.4	59.0	78.3	102.4	130.2	DPS(元)	0.09	-	-	-	-
股本	150.0	227.6	230.4	230.4	230.4	分红比率	21.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,608.7	1,827.4	2,176.0	2,612.8	3,113.7	股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,832.1	2,114.1	2,484.7	2,945.7	3,474.3						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	115.8	284.4	348.6	436.8	500.9	EPS(元)	0.44	1.17	1.51	1.90	2.17
加:折旧和摊销	40.7	78.6	51.6	51.6	51.6	BVPS(元)	7.63	8.92	10.44	12.34	14.51
资产减值准备	9.7	11.9	-	-	-	PE(X)	32.0	12.1	9.4	7.5	6.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0
财务费用	19.7	68.4	80.0	120.0	150.0	P/FCF	15.9	5.9	-4.6	63.4	10.6
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	2.3	1.3	1.0	0.9	0.8
少数股东损益	13.4	14.9	19.3	24.2	27.7	EV/EBITDA	9.5	5.7	7.2	4.2	3.2
营运资金的变动	-189.6	178.5	-1,353.8	532.4	-210.8	CAGR(%)	58.5%	22.9%	55.6%	58.5%	22.9%
经营活动产生现金流量	-293.5	-165.9	-854.4	1,165.0	519.3	PEG	0.5	0.5	0.2	0.1	0.3
投资活动产生现金流量	-111.8	-134.0	-	-	-	ROIC/WACC	0.9	1.7	2.4	1.7	2.5
融资活动产生现金流量	576.3	383.1	268.5	-1,116.2	-199.7	REP	1.2	1.0	0.5	0.7	0.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邓永康、吴用声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034