

证券研究报告—深度报告

电气设备新能源

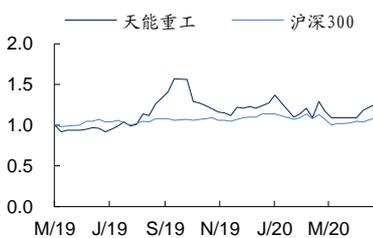
电气设备

天能重工(300569)
买入

合理估值: 20.77-25.10 元 昨收盘: 14.91 元

(维持评级)

2020年05月14日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	230/149
总市值/流通(百万元)	3,435/2,219
上证综指/深圳成指	2,898/11,075
12个月最高/最低(元)	20.59/10.35

相关研究报告:

《天能重工-300569-2019年度业绩快报点评: 2019业绩强势增长, 海工潜力可期》——2020-02-29

《天能重工-300569-2019年度业绩预告点评: 风塔销售Q4放量, 业绩增长强势提速》——2020-01-31

《天能重工-300569-重大事件快评: 预中标兴安盟9亿风塔大单, 强势回归三北战场》——2019-09-30

《天能重工-300569-重大事件快评: 成功收购陕西50MW风场, 三北海上产能蓄势待发》——2019-09-09

《天能重工-300569-2019年度半年报业绩点评-量价利齐升, 业绩爆发展现高成长性》——2019-08-27

证券分析师: 方重寅

 E-MAIL: fangchongyin@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518030002

联系人: 王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

风塔成长之星, 广泛布局平价市场

● 疫情难挡抢装潮, Q2业绩恢复高增速

今年国内风电行业进入全面抢装潮, 2021年和2022年陆上和海上风电分别进入平价/地补贴时代, 机组大型化将带动风塔格局集中, 供需关系利于制造商议价能力。Q1受复工延迟的影响, 公司出货量有所递延, 预计Q2营收和业绩将强劲反弹, 同比增速达到85%和90%以上。

● 成本管控和产能布局优势凸显, 市占率稳步提升

公司竞争优势为成本管控能力和产能布局。风塔采购以招标为主, 合格供方价低者得, 吨钢毛利可反映企业成本控制水平。公司近三年吨钢毛利领先同业均值, 2018年以来快速提升, 2020年Q1已提高到2200元以上。公司拥有遍布全国9大生产基地, 辐射三北、中东部平原和海上风电, 预计未来市占率将从10%以下稳步攀升至15%以上。

● 2020年新增240MW风电项目, 业绩增长确定性高

公司2020年将抢装240MW自营风电项目, 项目地点位于风资源较好的内蒙和消纳能力以及电价较高的山东地区, 新能源发电在运容量在2021年翻番, 保守估计贡献0.5亿元增量业绩, 利润增长确定性高。

● 风险提示

国内风电消纳出现瓶颈, 装机需求下滑; 新冠疫情等不可抗力影响生产交付进度; 公司产品质量问题引发成本上升或影响市场销售。

● 维持“买入”评级, 上调2021/22年盈利预测

公司吨钢毛利提升后竞争力加强, 20年新产能落地在手订单饱满; 自营发电项目2020年翻倍扩张, 因此上调公司21/22年盈利预测, 预计20-22年每股收益1.69/2.26/2.61元(前次预测1.83/2.04/0.51元, 2020年因疫情影响调低5%), 业绩同比增速分别为44.2%/34.2%/15.4%。目前市场对平价风电景气度悲观, 板块估值反映21年行业盈利断崖式下跌预期, 处于历史底部。我们认为陆上风电完全具备平价能力, 符合国家能源战略和新基建鼓励政策, 随着需求明朗化板块估值修复可期, 盈利预测上调后公司合理估值区间提高至20.8-25.1元, 相对目前股价有39%-68%溢价空间。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,464	3,188	3,932	4,360	4,447
(+/-%)	76.8%	29.4%	23.3%	10.9%	2.0%
净利润(百万元)	269	389	521	602	686
(+/-%)	163.3%	44.2%	34.2%	15.4%	14.0%
摊薄每股收益(元)	1.18	1.69	2.26	2.61	2.98
EBIT Margin	18.8%	18.7%	21.0%	20.7%	21.9%
净资产收益率(ROE)	13.1%	16.6%	19.0%	18.9%	19.4%
市盈率(PE)	12.59	8.84	6.59	5.71	5.01
EV/EBITDA	13.14	9.97	7.43	6.70	5.82
市净率(PB)	1.65	1.46	1.25	1.08	0.97

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司吨钢毛利提升后竞争力加强，20年新产能落地在手订单饱满；自营发电项目2020年翻倍扩张，因此上调公司21/22年盈利预测，预计20-22年每股收益1.69/2.26/2.61元(前次预测1.83/2.04/0.51元,2020年因疫情影响调低5%)，业绩同比增速分别为44.2%/34.2%/15.4%。目前市场对平价风电景气度悲观，板块估值反映21年行业盈利断崖式下跌预期，处于历史底部。我们认为陆上风电完全具备平价能力，符合国家能源战略和新基建鼓励政策，随着需求明朗化板块估值修复可期，盈利预测上调后公司合理估值区间提高至20.8-25.1元，相对目前股价有39%-68%溢价空间。维持“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，2020年抢装确定性强，风塔价格已经明显上涨，吨钢毛利快速提升。公司在手订单充裕，春节后钢铁价格有所调整，2020年主营业务有望量、价、利齐升，经营杠杆效应突出。

第二，2021年陆上平价风电接力发展，近期三北大基地在2020年进入密集招标期，2021年集中吊装，公司在陆上风塔市场占有率继续提升。

第三，风塔需求在十四五期间稳定在300万吨左右，风机大型化趋势提高风塔行业门槛，市场集中度提升，公司市场占有率和营收规模将稳定增长，盈利能力保持稳定。

与市场的差异之处

第一，市场认为风塔盈利能力无法保持稳定，抢装过后企业无法转嫁钢价上涨成本，业绩存在周期性。我们认为风电平价时代，风塔行业体系门槛和集中度提升将稳固当前的供需格局。市场价格和头部企业的盈利能力将保持稳定。

第二，市场认为2021年后陆上风电抢装后将经历较大幅度的下滑，届时所有风塔厂商都面临出货量下滑的局面。我们认为4MW以上风机配套塔架能力并不存在产能过剩，下游开发商更加关注风塔企业的生产资质和历史业绩，公司的营业收入和市场占有率将稳中有升。

股价变化的催化因素

第一，2020年平价项目申报总额公布；

第二，2020年行业针对三北特高压基地的招标将层出不穷，市场的投标价格和公司的占有率情况，对公司2021年以后的业绩预期有很强的指向性。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，国内风电消纳出现瓶颈，装机需求下滑；

第二，新冠疫情等不可抗力影响生产交付进度；

第三，公司产品质量问题引发成本上升或影响市场销售。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值: 20.8-25.1 元	6
绝对估值的敏感性分析	6
相对法估值: 18.6 -25.4 元	7
投资建议	7
中国风电即将告别补贴, 三北风电基地重启	8
2020 年是国内陆上风电(补贴电价)最后抢装期	8
限电改善促进北方平价风电增核开闸	9
国内海上风电进入密集抢装期	12
十四五期间风塔行业需求稳定 竞争格局集中	13
2019 年风塔盈利能力和市占率快速提升	15
得益于价格上涨和规模效应, 风塔吨钢毛利和净利大幅提高	15
兴安盟 6 万吨新产能投运在即, 辐射内蒙平价大基地	17
在手订单快速增长 市场占有率稳步攀升	18
成长分析: 产能广泛布局助力份额稳步提升	19
风塔业务成长性分析	19
新能源发电业务成长性分析	20
盈利预测	22
假设前提	22
未来 3 年盈利预测	23
盈利预测的敏感性分析	23
风险提示	23
附表: 财务预测与估值	25
国信证券投资评级	26
分析师承诺	26
风险提示	26
证券投资咨询业务的说明	26

图表目录

图 1: 国内风机招标市场历年容量统计 (GW)	9
图 2: 国内风机招标市场季度容量统计 (GW)	9
图 3: 我国历年核准/开工特高压数量及类型 (条)	10
图 4: 我国海上风电发展历史及未来新增装机规模 (万千瓦)	13
图 5: 国内风电并网装机展望 (GW)	14
图 6: 国内风塔市场需求 (万吨) 及行业前四名占有率	14
图 7: 公司年度收入和同比增速 (亿元、%)	15
图 8: 公司年度归母净利润和同比增速 (%)	15
图 9: 公司季度收入和同比增速 (亿元、%)	15
图 10: 公司季度归母净利润和同比增速 (%)	15
图 11: 公司利润率年度变化 (%)	16
图 12: 公司 2019 年收入构成比率 (%)	16
图 13: 公司主要流动资产年度周转率情况	16
图 14: 公司营收及利润现金质量 (%)	16
图 15: 公司在手订单、存货以及订单存货覆盖率 (单位: 亿元 %)	18
图 16: 公司与行业平均、行业最高吨钢毛利对比 (单位: 元/吨)	18
图 17: 中国风塔行业需求预测 (单位: 元/吨)	19
图 18: 公司销量、行业需求及公司市场占有率 (单位: 亿元 %)	20
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 4: 同类公司估值比较	7
表 5: 天能重工历年利润增速、PE 值 (TTM) 和涨幅表现	7
表 6: 中国风电电价政策历史回顾	8
表 7: 全国四类资源区风电上网电价 (元/kWh)	8
表 8: 2019 年风电开发投资预警结果及管理规定	9
表 9: 2020 年风电开发投资预警结果及管理规定	10
表 10: 锡盟特高压配套风电项目清单	11
表 11: 2020 年-2022 年待建特高压工程配套风电项目	11
表 12: 近期平价风电项目机组中标均价汇总	12
表 13: 全国四类风资源区风电风电新增核准项目上网电价及火电燃煤标杆电价对比 (元/千瓦时)	12
表 14: 国内海上风电招标市场订单转化情况 (单位: GW)	12
表 15: 2019 年新核准海上风电项目统计	12
表 16: 三峡新能源募集资金项目信息梳理	13
表 17: 公司历史主营业务盈利指标	16
表 18: 近期内蒙和东北地区启动建设的平价风电项目汇总	17
表 19: 兴安盟预中标项目投资收益估算	17
表 20: 公司历史有效产能变化 (万吨)	错误!未定义书签。

表 21: 公司 2020-2022 年风塔业绩预测	20
表 22: 公司新能源电站成长性预测	21
表 23: 公司风塔板块历史业绩估算和未来业绩预测	22
表 24: 公司新能源发电板块历史业绩估算和未来业绩预测	22
表 25: 未来 3 年盈利预测表	23
表 26: 2020 年 EPS 随营收增速和毛利率变化的敏感性分析 (元)	23

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：20.8-25.1 元

公司所处行业面临抢装潮，产品需求和价格均利于设备制造商，结合全球新冠疫情对供应链和销售端的影响，我们假定 2020 年和 2021 年行业装机容量持平，均为 30GW，随后 2022 年小幅回调 10% 到 27GW。

从公司角度考虑，公司作为风塔行业占有率稳步提升的领先企业，拥有广泛的陆上产能和海上风塔基地，成本管控水平较好，在手订单超过 40 亿元，产能 36 万吨，能够保证公司在未来三年营收规模稳定在 30 亿元以上。同时公司主要下游客户均处于新能源运营规模的迅速扩张期，随着平价切换对风塔质量的要求提高，公司的市场份额预计将稳中有升。公司在未来 2-3 年将继续加大在单桩等海上风电类产品的布局，未来将在三北和海上市场有所突破。公司自营风电场规模年底同比增加 240MW，新能源发电项目总容量达到 472MW，为 2021 年贡献增量业绩。我们预期公司综合毛利率未来两年分别提升 2% 和 1%，管理费用率、研发费用率和财务费用率稳中略有下降，鉴于公司业务正处于发展期，股利分配比率维持在 25% 左右。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	-23.19%	88.83%	76.83%	29.38%	23.35%	10.87%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	25.29%	23.41%	28.04%	29.80%	31.38%	30.89%	32.00%	32.00%	32.00%
管理费用/营业收入	8.25%	3.58%	3.71%	5.17%	4.79%	4.56%	4.50%	4.50%	4.50%
销售费用/销售收入	7.1%	6.1%	5.0%	5.04%	4.72%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%
营业税及附加/营业收入	0.93%	0.42%	0.37%	0.89%	0.87%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%
所得税税率	12.91%	10.60%	15.72%	14.67%	14.75%	15.09%	15.09%	15.09%	15.09%
股利分配比率	29.30%	41.03%	25.64%	25.00%	25.00%	25.00%	50.00%	80.00%	100.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.08	T	13.00%
无风险利率	3.60%	Ka	9.76%
股票风险溢价	5.70%	有杠杆 Beta	1.73
公司股价（元）	14.91	Ke	13.49%
发行在外股数（百万）	230	E/(D+E)	58.48%
股票市值(E, 百万元)	3435	D/(D+E)	41.52%
债务总额(D, 百万元)	2439	WACC	10.60%
Kd	7.50%	永续增长率（10年后）	1.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 20.8-25.1 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

22.80		WACC 变化				
		9.9%	10.2%	10.47%	10.8%	11.1%
永续 增长 率 变 化	1.9%	28.70	26.82	25.07	23.44	21.93
	1.6%	27.72	25.93	24.26	22.71	21.26
	1.3%	26.81	25.10	23.51	22.02	20.63
	1.0%	25.96	24.33	22.80	21.37	20.03
	0.7%	25.17	23.61	22.14	20.77	19.47
	0.4%	24.43	22.93	21.52	20.19	18.95
	0.1%	23.74	22.29	20.93	19.65	18.45

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 18.6 -25.4 元

选取与公司相近的国内风电零部件行业上市公司做比较, 采用 PE 法估值。需要说明的是天能重工 2021 年的业绩增速超过 34%, 远高于同行业均值 22%, 综合比较各公司的当前 PE 值以及业绩增速, 我们认为给予公司 11-15 倍 PE 是合理的, 2020 年的合理价格区间分别为 18.6 -25.4 元。

表 4: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (5月13日)	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (百万元)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E			
300569	天能重工	14.91	1.17	1.69	2.26	12.7	8.8	6.6	1.67	8.92	3,435
同类公司:											
002531	天顺风能	6.03	0.42	0.67	0.79	14.37	8.94	7.59	1.85	0.50	10,727
300129	泰胜风能	4.04	0.21	0.36	0.43	18.91	11.38	9.33	1.25	0.52	2,905
603218	日月股份	21.67	0.95	1.49	1.91	22.82	14.55	11.37	3.38	0.52	11,513
均值						18.70	11.62	9.43	2.16	0.52	

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

表 5: 天能重工历年利润增速、PE 值 (TTM) 和涨幅表现

	EPS (元)	最高 PE	最低 PE	利润增速	股价涨幅
2016 年	0.74	52.0	22.1	-1%	101%
2017 年	0.41	54.4	24.6	-44%	14%
2018 年	0.44	43.9	19.8	7%	26%
2019 年	1.17	33.5	15.9	163%	79%
2020 年 E	1.69	19.7	10.4	44%	12%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司风塔业务和发电业务均在 2020 年有产能规模的扩张, 且盈利能力提高, 在手订单饱满, 随着 21 和 22 年盈利预测上调, 考虑到市场目前对于风电制造的悲观预期即将被向上修正, 公司股票价值合理区间为 20.8-25.1 元之间, 2020 年动态市盈率分别为 12.3 倍和 14.9 倍, 相对于公司目前股价有 39%-69% 溢价空间。我们认为, 公司具有很好的行业竞争力和产能布局, 具有持续成长性, 维持“买入”评级, 建议现价买入, 布局 2020 年。

中国风电即将告别补贴，三北风电基地重启

2020 年是国内陆上风电（补贴电价）最后抢装期

2019 年 5 月 21 日，国家发改委下发《关于完善风电上网电价政策的通知》规定含国家补贴风电项目的并网期限为 2021 年 12 月 31 日，敦促风电上网电价快速平稳地坡退。由于我国陆上风电在 2016-2018 年受到并网消纳能力的瓶颈约束，行业积压了大量已核准但需要暂缓建设的享受补贴政策“路条”，因此自 2019 年起，各地地方本着平价项目优先接入的政策原则，鲜少新增含补贴的风电路条，积极消化 2017-2018 年间遗留的总量超过 45GW 的陆上风电路条，成为 2020 年产业最为迫切的工作；同时海上风电也需要在 2020-2021 年集中消化超过 10GW 的待建路条。

表 6：中国风电电价政策历史回顾

陆上风电电价政策演变		海上风电电价政策演变	
年份	电价阶段	年份	电价阶段
2002 年以前	一厂一价	2009 年以前	一厂一价
2003-2008	特许权招标电价	2010-2014	特许权招标电价
2009-2018	固定标杆电价	2014-2018	固定标杆电价
2019-2020	竞价上网	2019-2020	竞价上网
2021 年以后	平价（部分低价）上网	未定	平价上网

资料来源：中国可再生能源学会风能专业委员会（CWEA），国信证券经济研究所整理

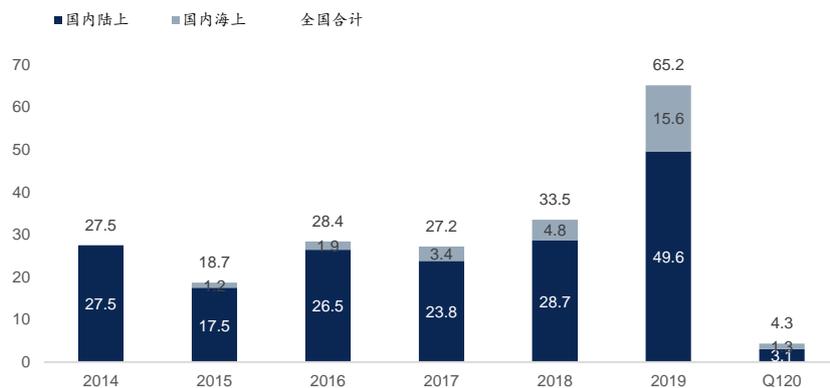
表 7：全国四类资源区风电上网电价（元/kWh）

资源区	标杆电价（元/kWh）				指导价（上限）
	2009 年	2015 年	2016 年	2018 年	
陆上 I	0.51	0.49	0.47	0.40	0.34
陆上 II	0.54	0.52	0.5	0.45	0.39
陆上 III	0.58	0.56	0.54	0.49	0.43
陆上 IV	0.61	0.61	0.6	0.57	0.52
海上 潮间带	特许权招标电价	0.75	0.75	0.75	0.52
海上 近海	特许权招标电价	0.85	0.85	0.85	0.80

资料来源：CWEA，国信证券经济研究所整理

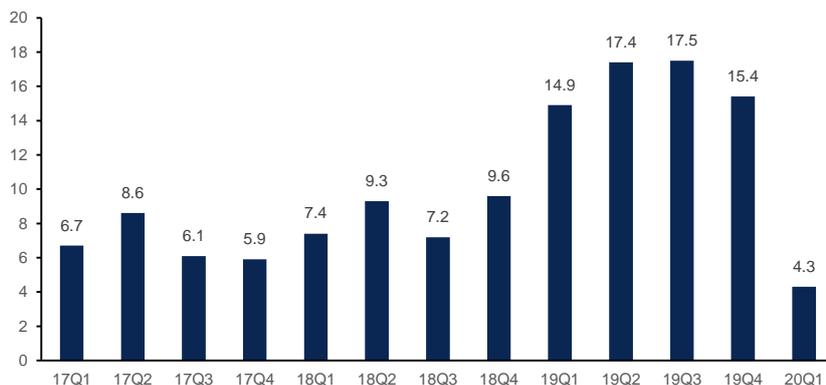
为了筹备抢装工期的设备需求，2019 年风电开发商进行了史无前例的风机招标活动。根据金风科技的数据，全年国内风机招标量达到 65.2GW，同比增长 95%，刷新历史记录。其中陆上市场招标 49.6GW，区域较为集中在华北地区，根据中国风能协会的数据，当年仅内蒙古地区就招标了 14GW；海上招标也新增招标 15.6GW。进入 2020 年，需要抢装的补贴项目招标工作进入尾声，一季度国内风电招标容量回归正常水平，从 2019 年第四季度的 15.4GW 下滑到 4.3GW，其中抢装项目为 3.6GW，其余为抢装项目。公司预测 2020 年行业招标总量将达到 30GW，其中 26GW 以上为平价需求，集中开工期在 2021 年开始。

图 1: 国内风机招标市场历年容量统计 (GW)



资料来源:金风科技, 国信证券经济研究所整理

图 2: 国内风机招标市场季度容量统计 (GW)



资料来源:金风科技, 国信证券经济研究所整理

限电改善促进北方平价风电增核开闸

国家能源局日前发布《2020 年度风电投资监测预警结果》，新疆（含兵团）、甘肃、蒙西为橙色区域；山西北部忻州市、朔州市、大同市，河北省张家口市和承德市、内蒙古赤峰市按照橙色预警管理；甘肃河东地区按照绿色区域管理；其他省（区、市）和地区为绿色区域。由此全国各地省市红色预警全面解除。

表 8: 2019 年风电开发投资预警结果及管理规定

预警类别	划分地区	风电相关建设规定
红色区域	新疆（含兵团）、甘肃	暂停风电开发建设； 已核准的风电项目暂缓建设； 已纳入规划且列入各年度实施方案未核准的风电项目暂停核准； 电网企业停止受理缓建和暂停核准项目的并网申请； 暂不安排新的本地消纳的平价上网项目和低价上网项目； 红色预警区域已投入运行或者在建输电通道优先消纳存量风电项目； 新疆准东、甘肃酒泉二期风电基地应在受端地区电网企业确认保障消纳的前提下有序建设。
橙色区域	内蒙古为橙色区域，山西北部忻州市、朔州市、大同市，陕西北部榆林市以及河北省张家口市和承德市按照橙色预警管理。	除符合规划且列入年度实施方案的风电项目和能源局组织的示范项目及市场化招标项目外，不再新增年度建设规模； 之前已纳入年度实施方案的项目可以继续核准建设。
绿色区域	其他地区	各类型项目按照国家规定有序开发

资料来源:国家能源局, 国信证券经济研究所整理。

表 9：2020 年风电开发投资预警结果及管理规定

预警类别	划分地区	风电相关建设规定
红色区域	无	
橙色区域	新疆（含兵团）、甘肃、蒙西内蒙古为橙色区域，山西北部忻州市、朔州市、大同市，河北省张家口市和承德市、内蒙古赤峰市按照橙色预警管理；甘肃河东地区按照绿色区域管理。	橙色区域暂停新增风电项目。除符合规划且列入以前年度实施方案的项目、利用跨省跨区输电通道外送项目以及落实本地消纳措施的平价项目外，2020 年度不再新增建设项目。
绿色区域	甘肃河东地区，全国其他地区	绿色区域规范有序建设。 对预警由红色、橙色转为绿色的甘肃河东地区、内蒙古东部地区、陕北榆林地区，要严格按照剩余容量空间以及电网企业公布的新增消纳能力，优先推进平价项目建设，避免出现新的限电问题。

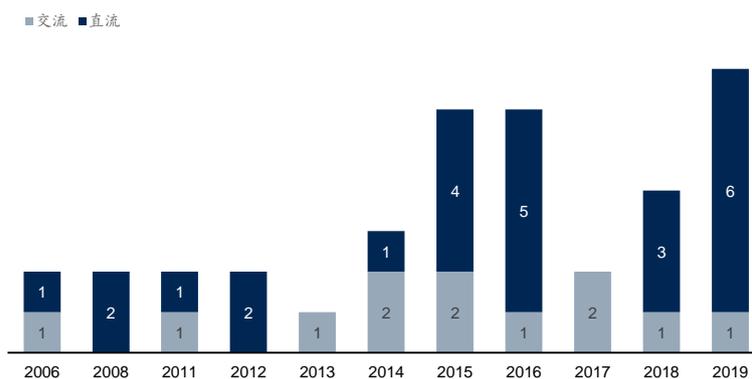
资料来源:国家能源局, 国信证券经济研究所整理。

特高压配套风电基地启动建设 率先带动平价需求

随着能源输送距离和规模越来越大，为满足大型可再生能源基地的集约化开发和利用，2020 年我国特高压及跨区、跨国电网输送容量将达到 4.1 亿千瓦。

“十三五”期间，我国重点优化西部（西北+川渝）、东部（“三华”+东北三省+内蒙古）两个特高压同步电网，形成送、受端结构清晰的“五横五纵”29 条特高压线路的格局，2016-2020 年我国新投运、在建和已规划的还有 20 条特高压线路，且有 13 条线路是在限电区域。

图 3：我国历年核准/开工特高压数量及类型（条）



资料来源:北极星电力网, 国信证券经济研究所整理

随着三北特高压输电外送通道持续建设投运，以及消纳情况的好转，近期超过 7 个三北风电大基地项目陆续启动前期工作，其中内蒙地区需求最为集中。国家规划的多条特高压输电通道也均以内蒙为起点，充分挖掘利空当地丰富的清洁能源资源；目前其他位于风电基地或新能源示范区例如青海(海南州)、陕西(榆林)、甘肃(陇东)、黑龙江(大庆)、吉林(白城)也在积极推进开发。随着三北地区限电率逐步改善后放开风电建设活动，常规平价风电、特高压配套风电基地乃至低价风电项目陆续得到核准。

2019 年 5 月，第一批风电平价上网示范项目得到公示，总装机容量达到 4.51GW。2020 年 3 月，辽宁省率先组织 2.4GW 低价风电项目的竞争性配置工作。甘肃省酒泉市近期表示将在 2020 年重点推动酒湖直流工程配套 1.5 万千瓦风光电项目顺利建成（含风电 1GW）。内蒙古自治区锡盟自然资源局 3 月公布锡林郭勒盟 36 个特高压外送风电项目全部获得自治区用地批复，总规模 7GW。

表 10: 锡盟特高压配套风电项目清单

地区	容量
锡林浩特市	1.30
阿巴嘎旗	1.30
苏尼特左旗	1.38
镶黄旗	0.80
正镶白旗	1.00
太仆寺旗	0.85
正蓝旗	0.20
多伦县	0.18
合计	7.00

资料来源:中国风电新闻网, 国信证券经济研究所整理

随着我国电网企业加快特高压输电工程投资, 加强区域性同步交流环网, 提高远距离西电东送、南北互通的电力互联互通能力, 新能源基地的建设迎来新一轮高潮。2020 年 3 月份锡盟-江苏特高压配套风电基地全部核准, 4 月份以来三北地区多个风电基地及时开工, 包括青海海南州和海西州两大风电基地(合计规划风电容量 5.6GW)、内蒙兴安盟扶贫基地(规划容量 3GW)等, 叠加 2020 年国内陆上风电的抢装需求, 预计二季度吊装容量将刷新最高纪录

表 11: 2020 年-2022 年待建特高压工程配套风电项目

项目名称	容量 (GW)	新能源基地最新进展	配套输电通道	配套输电通道建设进度
国电投乌兰察布	6.0	2020 年计划开工	自建外送通道(规划中)	在建, 2020 年投运
张家口百万三期	2.6	2020 年计划开工	张北柔性直流输电工程	在建, 2020 年投运
中广核兴安盟扶贫平价基地	3.0	2020 年计划开工	扎鲁特-青州特高压输电通道	已投运
阿拉善盟上海庙至山东	1.6	2019 年底具备开工条件	上海庙至山东特高压输电通道	已投运
兴安盟配套扎鲁特-青州	1.0	2019 年 4 月获得能源局批复	扎鲁特-青州特高压输电通道	已投运
通辽扎鲁特-青州	1.0	2019 年 4 月获得能源局批复	扎鲁特-青州特高压输电通道	已投运
吉林白城配套扎鲁特-青州	1.0	2019 年 4 月获得能源局批复	扎鲁特-青州特高压输电通道	已投运
青海海南州(风电)	2.0	计划 2020 年 9 月 30 日前全部并网	青海至河南直流特高压输电通道	在建
准东新能源基地(风电)	3.9	2020 年开工	准东-皖南 1000 千伏交流输电通道	已投运
哈郑直流(二期)	0.3	2020 年开工	哈密-郑州 800 千伏直流输电通道	已投运
锡盟特高压配套风电基地	7.0	2020 年项目已批复	锡盟-泰州 800 千伏直流输电通道	已投运
陕北新能源基地(风电)	5.0	前期规划中	陕北至湖北特高压直流工程(8GW)	2020 年开工
酒泉新能源基地	5.0	已确定开发业主	酒泉-湖南 800 千伏特高压直流工程	已投运
陇东新能源基地(风电)	5.5	前期规划中	陇东-山东特高压直流(规划)	前期规划
合计	44.8			

资料来源:各省发改委、西勘院, 国信证券经济研究所整理

平价风机价格依然坚挺 风塔格局强者恒强

根据当前平价项目的相关政策, 平价项目意味着更好的消纳保证和固定电价(火电燃煤标杆电价), 相较于补贴项目可能随时受当地电网调度指令降低出力(即弃风限电), 发电性能的边际效益更为显著。同时平价上网也意味着项目预期回报率的下降, 因此机组质量可靠性和发电效率变得更加重要。因此虽然平价项目的招标容量相较 2019 年抢装项目大幅减少, 但出于对设备质量和技术指标的重视, 开发商并没有选择低价竞争的小厂商, 从近期的开标信息来看, 平价项目机组中标价格依然坚挺在 3800 元以上。同理, 风机塔架为风机的支撑设备, 一旦发生质量问题, 将对风力发电设备及风电场的运行造成重大不利影响。特别是机组大型化以后, 单台风机的采购成本提升至原来的 3 倍以上, 因此作为风机基础环节的风塔质量成本大幅拔高, 行业格局也将快速集中。

表 12: 近期平价风电项目机组中标均价汇总

项目名称	规模 (MW)	投标均价 (元/千瓦)	中标候选人第一名	投标报价 (万元)
齐齐哈尔铁峰祥鹤 150MW 平价项目 (一标段)	100	3,852	上海电气	38,519
齐齐哈尔铁峰祥鹤 150MW 平价项目 (二标段)	50	3,800	山东中车	19,000
黑龙江明水 100MW 平价项目	100	3,852	上海电气	38,519
中广核河南商丘永城裴桥 80MW 项目	80	3,900	明阳智能	31,200

资料来源:中国风电新闻网, 国信证券经济研究所整理

国内海上风电进入密集抢装期

截至目前 2018 年底之前正式核准但尚未吊装的海上风电项目容量高达 16GW, 2019 年各地已经完成海上风电新增核准容量又高达 5.25GW, 上述超过 20GW 的核准待建项目如果没有在 2021 年底之前全部并网, 近海项目面临超过 12% 的电价降幅, 而潮间带项目则面临超过 40% 的电价降幅。因此开发商有动力积极建设, 力争尽可能赶在 2021 年底之前建成并网。

表 13: 全国四类风资源区风电新增核准项目上网电价及火电燃煤标杆电价对比 (元/千瓦时)

风资源区	2018 年新核准标杆电价	2019 年指导价	同比降幅	2020 年指导价	同比降幅	同区域火电标杆区间
海上风电 (近海)	0.85	0.80	-6%	0.75	-6%	0.358-0.444
海上风电 (潮间带)	0.75	0.52	-31%	0.47	-10%	0.358-0.444

资料来源:Wind, 国家能源局, 国信证券经济研究所整理。注: 指导电价为核准电价上限, 实际上网电价将低于指导价。

因此 2019 年我国海上项目招标量激增, 从 2018 年的 5GW 激增至 15.6GW。业主纷纷希望加快招标、微观选址和开工进程, 以锁定较高的补贴电价。

表 14: 国内海上风电招标市场订单转化情况 (单位: GW)

年份	海上项目机组年新增招标量	同比增速	已并网	已招标未吊装
2015	1.2		1.03	0.17
2016	1.9	58%	1.63	1.47
2017	3.4	79%	2.79	3.71
2018	4.8	47%	3.6	7.7
2019	15.6		4.9	18.5
合计	23.5		5.93	21.0

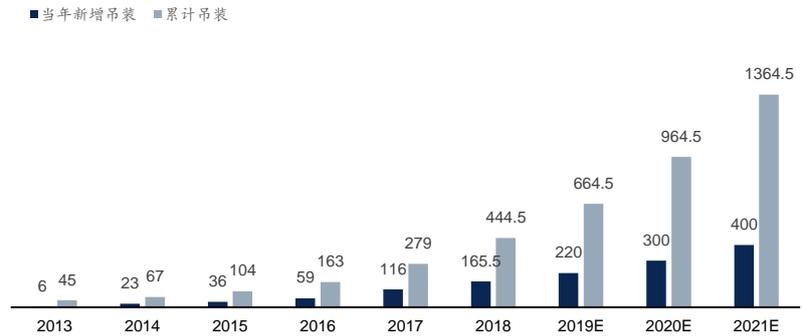
资料来源:国家能源局, 金风科技, 国信证券经济研究所整理

表 15: 2019 年新核准海上风电项目统计

2019 年海上新增核准	容量 (GW)	中标电价 (元/千瓦时)
山东	1.2	0.79
辽宁	1.3	
上海	0.2	0.7388
浙江	2.55	0.765
合计	5.25	

资料来源:各地发改为网站, 国信证券经济研究所整理

图 4: 我国海上风电发展历史及未来新增装机规模 (万千瓦)



资料来源: CWEA, 国信证券经济研究所预测

根据三峡新能源近期发布的招股说明书申报稿, 截至 2019 年 12 月 31 日, 公司海上风电项目在建规模 630MW, 核准待建规模 7.8GW, 公司预计 2020 年底投产和在建海上风电装机达到 6GW, 形成“投产一批、建设一批、核准一批、储备一批”的滚动开发格局。

表 16: 三峡新能源募集资金项目信息梳理

序号	项目名称	总投资 (亿元)	拟募集资金 (亿元)	建设容量	平均造价 (元/kW)	地区
1	三峡新能源阳西沙扒 300MW 海上风电场项目	54.2	38	300	18,067	广东
2	昌邑市海洋牧场与三峡 300MW 海上风电融合试验示范项目	51.28	48.5	300	17,093	山东
3	三峡新能源阳西沙扒二期 400MW 海上风电场项目	76.18	68.5	400	19,045	广东
4	漳浦六鳌海上风电场 D 区项目	92.64	15	402	23,045	福建
5	长乐外海海上风电场 A 区项目	70.52	11	300	23,507	福建
6	三峡新能源江苏如东 H6 (400MW) 海上风电场项目	70.99	9	400	17,748	江苏
7	三峡新能源江苏如东 H10 (400MW) 海上风电场项目	71.67	10	400	17,918	江苏
8	补充流动资金	-	50			
合计		487.48	250	2502	19,484	

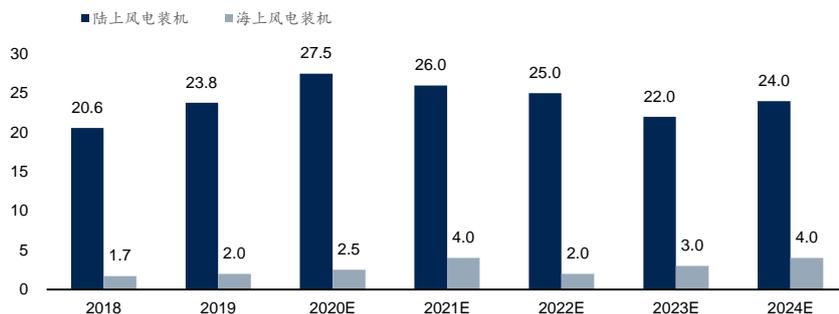
资料来源: 公司公告, 电力招标网, 国信证券经济研究所整理

十四五期间风塔行业需求稳定 竞争格局集中

考虑到陆上风电的抢装并网政策可能出现小幅调整 (递延湖北地区的并网节点), 预期 2020 年国内风电吊装容量为 30-33GW, 2021 年行业装机容量与 2020 年持平。

预计进入十四五期间, 在地方补贴接力海上风电补贴政策的前提下, 国内风电行业每年新增装机仍然维持在 25-30GW 左右。同时机组大型化趋势将显著提升设备产业集中度, 持续提升产业盈利能力, 降低风电度电成本。

图 5: 国内风电并网装机展望 (GW)



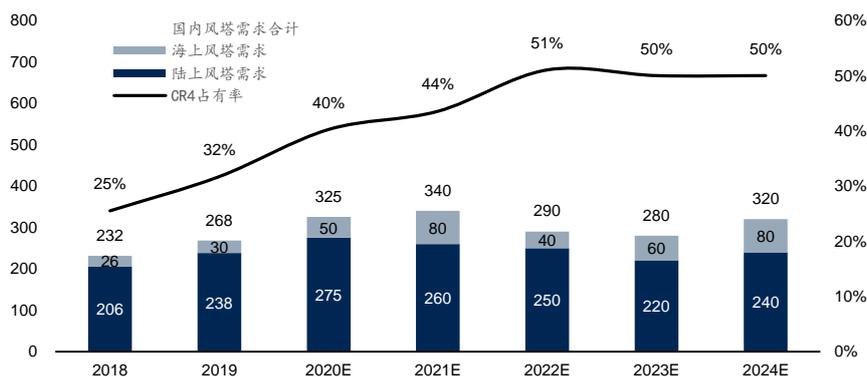
资料来源:国信证券经济研究所预测, 历史数据来自国家能源局。

未来风塔的单位容量用量将根据不同的应用场景主要分三种情况:

- 1、三北大基地的陆上风机单机功率预计在 4-5MW, 轮毂高度 100 米左右, 每 MW 风塔用量在 65-75 吨左右;
- 2、中东部陆上风机采用单机功率 2.5-3MW, 轮毂高度 140-160 米, 每 MW 风塔用量在 140-160 吨左右;
- 3、海上风机功率 6-10MW 左右, 考虑到单桩重量每台 1000-1500 吨, 加上单台风塔自重 300-400 吨, 预计每 MW 风塔重量 15-20 吨。

根据未来国内海上和陆上风电的装机容量预测未来五年国内风塔的需求将保持 300-350 万吨之间, 而 2018 和 2019 年我国行业前四名风塔企业 (天顺风能、泰胜风能、天能重工、大金重工) 的合计市场占有率 (CR4) 只有 25%和 32%, 合计出货量为 59 万吨和 85 万吨, 预计未来行业集中度将稳步提升, CR4 将逐步提高到 50%。

图 6: 国内风塔市场需求 (万吨) 及行业前四名占有率



资料来源:国信证券经济研究所估算, 历史数据来自公司公告 注: CR4 为天顺风能、泰胜风能、天能重工、大金重工国内出货量合计

2019 年风塔盈利能力和市占率快速提升

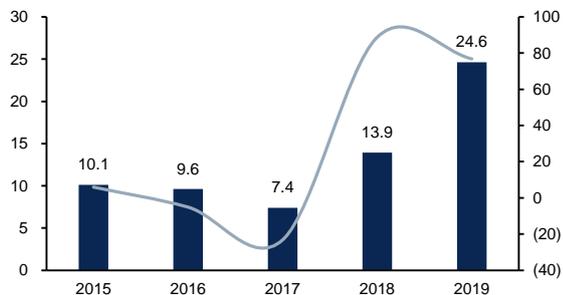
得益于价格上涨和规模效应，风塔吨钢毛利和净利大幅提高

2019 年公司实现营业收入 24.64 亿元，同比增速 77%，归母净利润 2.69 亿元，同比增速 163%；销售毛利率提升到 28% (+4.6 ppt.)，销售净利率达到 10.9% (+3.6 ppt.)。公司营业收入和盈利能力的大幅提升，主要源自风塔业务的快速发展。2019 年公司实现风塔销售收入 22.48 亿元，占总营业收入 91%，随着公司位于江苏响水 10 万吨海上风塔基地投入运营，公司有效产能从 20 万吨提升至 30 万吨，销售量从 2018 年的 17.6 万吨提升至 28.6 万吨；同时由于行业需求持续旺盛，风塔投标价格一路坚挺，公司 2019 年销售均价达到 7854 元/吨，同比增长 505 元，价格涨幅达到 6.9%。风塔业务毛利率从 20% 提升至 24.5%，单吨毛利从 1470 元大幅提升至 1921 元，同比增长 451 元。由于市场需求旺盛，下游客户的付款周期也有所加快，公司营业收入收现率与利润总额的现金量均有所修复。

由于公司风塔销售规模大幅扩张，对管理费用形成分摊，单吨净利从 2018 年的 580 元快速提升至 765 元。

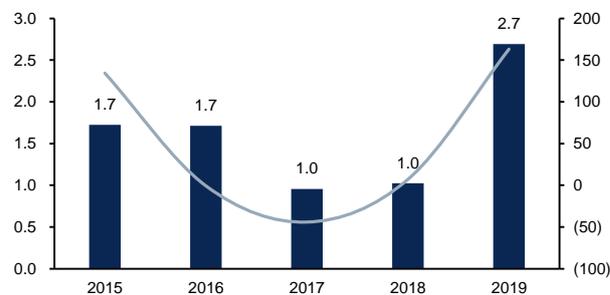
2020 年第一季度，新冠疫情导致风电产业出货量显著低于排产预期 40-50%，公司风塔出货量也略有下滑，为 3.12 万吨，但销售均价继续从 2019 年下半年的 8,047 元/吨提升至 8,489 元/吨，吨钢毛利也从 2019 年下半年的 2,172 元进一步提升至 2220 元。公司吨钢净利由于出货量较低，暂时下滑到 674 元，预计 2020 年 Q2 将快速恢复至 1,000 元附近。

图 7：公司年度收入和同比增速（亿元、%）



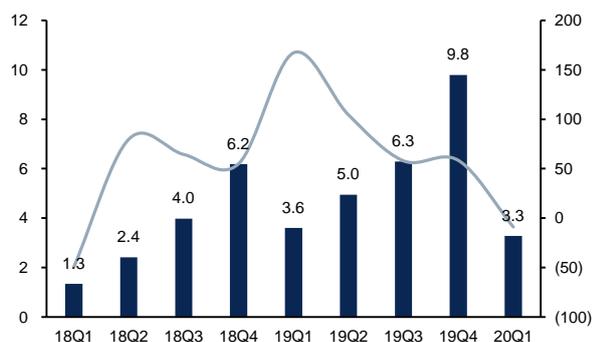
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：公司年度归母净利润和同比增速（%）



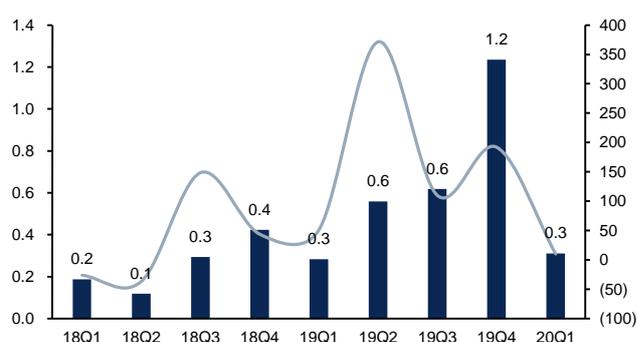
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：公司季度收入和同比增速（亿元、%）



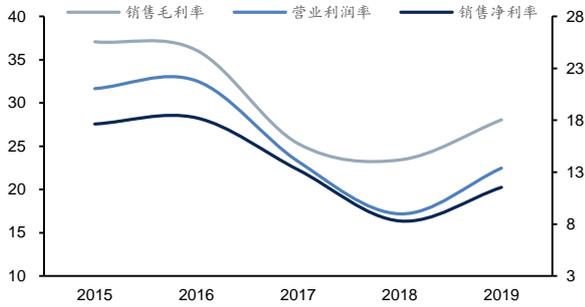
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10：公司季度归母净利润和同比增速（%）



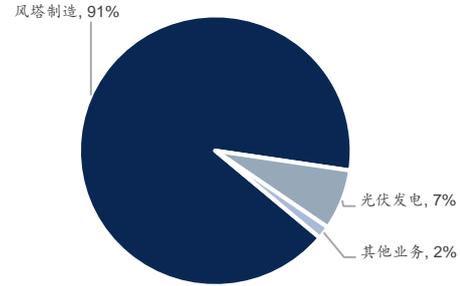
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司利润率年度变化 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司 2019 年收入构成比率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司主要流动资产年周转率情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司营收及利润现金质量 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 17: 公司历史主营业务盈利指标

	2016	2017	2018	2019	20Q1
风塔销售量 (万吨)	13.9	11.6	17.6	28.6	3.12
在运装机容量	0	0	89	124	124
风塔单价 (元/吨)	6867	6338	7349	7,854	8,489
风塔单位成本 (元/吨)	4414	4757	5880	5933	6,269
吨钢毛利 (元)	2453	1581	1470	1921	2,220
吨钢净利 (元)	1233	827	580	765	647
风塔毛利率	35.7%	24.9%	20.0%	24.5%	26%
发电毛利率			71%	69%	65%
新能源发电净利润 (百万元)			0	50	11
风塔制造净利润 (百万元)			102	219	20
公司业绩同比增速		-44.2%	7.1%	163%	10%

资料来源: 公司公告, 单吨净利和各板块净利润为国信证券经济研究所估算 (按财务费用和管理费用归属合理性判断)

兴安盟 6 万吨新产能投运在即，辐射内蒙平价大基地

公司在 2019 年成功中标中广核兴安盟平价风电基地 1.5GW 风机配套塔架项目，该项目分三年交付 351 台风塔，估算约 9 万吨。公司在 2019 年底投资 1 亿元建设兴安盟地区的风塔产能，拓展公司在内蒙古地区的业务范围，实施就近生产，降低运输成本，提高竞争优势。预计通过提高产能利用率，兴安盟新厂每年可交付 5-6 万吨风塔产量。

2020 年上海庙至山东直流特高压配套的内蒙阿拉善盟区域 1.6GW 风电基地也将开工，国电投乌兰察布 6GW 平价基地今年 3 月已经正式开工，仅上述 2 个项目就合计 7.6GW（折合 60-70 万吨风塔需求），预期 2020-2021 内蒙古地区将迎来大规模的风塔需求。

目前三北原有风塔产能无法满足大型风机的要求，加上大型基地对风塔产品质量和供应商要求极为严格，因此预计三北大基地的风塔订单将集中在国内少数几家行业领先企业手中。目前天能重工是国内拥有辐射三北市场的生产基地数量最多的企业，在吉林、新疆、山东、山西均设有生产基地。布局内蒙古地区的生产能力，搭配吉林省的原有产能，提升进一步参与其他大基地项目的竞争力。

表 18：近期内蒙和东北地区启动建设的平价风电项目汇总（GW）

项目简称	容量
国电投乌兰察布	6.0
中广核兴安盟	3.0
阿拉善盟上海庙至山东	1.6
兴安盟扎鲁特-青州	1.0
通辽扎鲁特-青州	1.0
吉林第一批风电平价示范项目	1.2
黑龙江第一批风电平价示范项目	1.0
中广核乌兰察布	2.0
合计	16.8

资料来源：发改委网站，招标网站，国信证券经济研究所整理。

公司 2020 年一季报表示，目前兴安盟项目合同正在执行，根据测算该项目吨钢毛利将达到 2000 元以上，吨钢净利为 1059 元，继续拉动公司风塔制造盈利能力。

表 19：兴安盟预中标项目投资收益估算

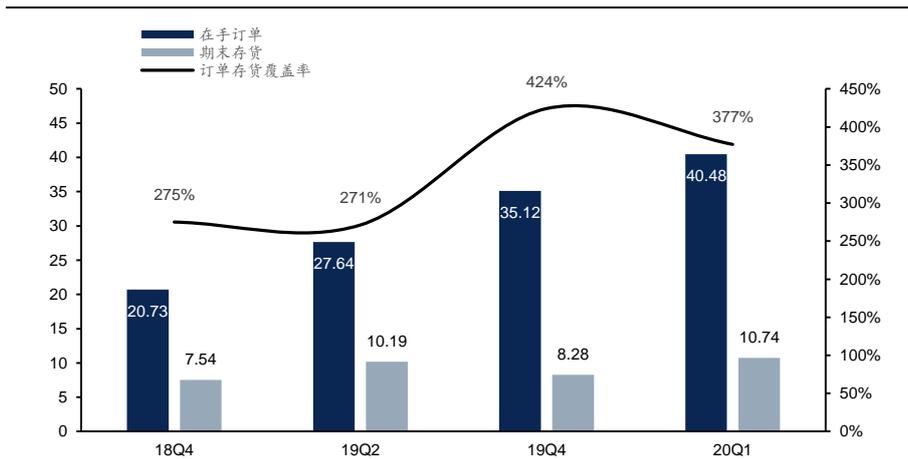
标段 2 项目基本情况及收益估算	
合同金额(亿元)	9.25
交付周期	2020-2022
税后年均营业收入(元)	2.73
增值税率	13%
拟新建固定资产(亿元)	0.50
采购台套数(台)	351
估算单台重量(万吨)	240.00
预计总体用钢量(万吨)	8.42
预计年用钢量(万吨)	2.8
销售单价(元/吨, 不含税)	9,719
吨钢毛利(元)	2,000
年度毛利润边际贡献(亿元)	0.56
新增销售费用(亿元)	0.08
新增管理费用(亿元)	0.1
新增财务费用(亿元)	0.08
年度税后利润(亿元)	0.30
吨钢净利(元)	1,059

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

在手订单快速增长 市场占有率稳步攀升

自从 2018 年以来，顺应行业需求转好的趋势，公司凭借分布广泛的产能布局，和有效地股权激励措施，在手订单快速增长，2018 年第一季度即实现在手订单同比增长 50%以上，而截至 2020 年第一季度末，公司在手订单同比增速依然保持在 70%以上。产品销量增速也超过行业增速，2019 年行业并网增速为 25%，公司风塔销售量同比增速高达 62%。按照 2018 和 2019 年国内风塔总需求为 232 万吨和 268 万吨估算，公司风塔市场占有率从 7%提升至 11%。

图 15: 公司在手订单、存货以及订单存货覆盖率 (单位: 亿元 %)



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

而公司的竞争优势主要体现在成本控制和产能布局两个方面。风塔产品分钢板采购、含法兰以及含塔筒内件等合同形式，单位售价和单位成本差异较大。因此分析风塔企业的成本控制，单纯分析单位成本或者毛利率，均无法客观衡量各家管理水平，而吨钢毛利则可以很好的反映企业真正的成本控制水平。我们分析 2017-2019 年国内四家上市风塔企业的吨钢毛利水平如下，可以看到公司的吨钢毛利始终领先同行业，并且在 2018 年以来呈现快速提升的趋势。

图 16: 公司与行业平均、行业最高吨钢毛利对比 (单位: 元/吨)



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理, 同行业指天顺风能、泰胜风能和天能重工, 一季度各家吨钢毛利为国信证券估计值。

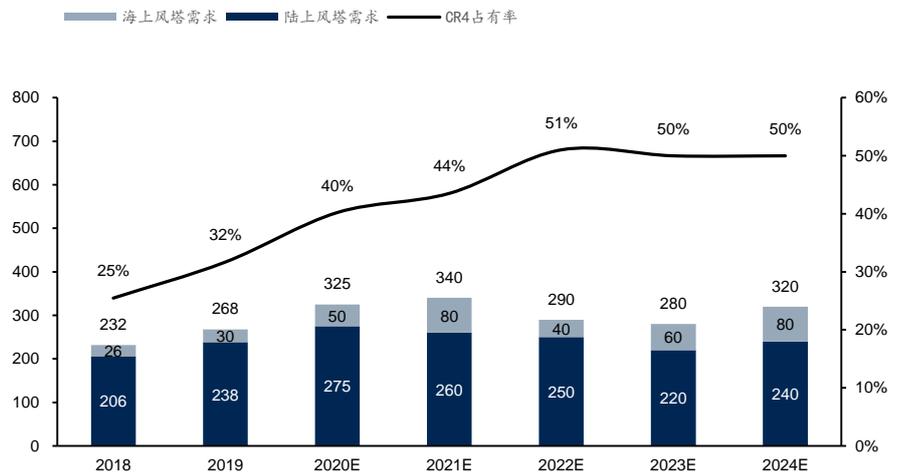
由上图可见，公司吨钢毛利始终高于行业平均水平，并且越来越接近各个阶段的行业最高水平，一方面体现公司的市场竞争力提升，另一方面反映了公司的销售规模提升后，成本得到控制后，市场竞争力进一步提高，形成良性正循环。

成长分析：产能广泛布局助力份额稳步提升

我们预期未来五年国内风电行业将经历抢装——平价大基地——海上崛起三轮变化趋势。2020-2021年，陆上风电和海上风电的补贴项目分别经历最后抢装年，行业装机容量稳定在30GW左右，风塔行业需求分别为325万吨和340万吨，随后2022-2023年国内陆上平价项目和大基地项目建设需求快速增长，海上风电经历国补退出后的调整期，年新增装机从4GW下滑到2GW，全国整体风电新增装机量下滑到27GW和25GW，风塔行业需求在280-290万吨，随后2024年平价海上风电开始崛起，装机容量恢复到4GW以上，行业装机恢复到28GW，风塔需求量恢复到320万吨。

与此同时随着塔架技术的不断创新迭代，国内风塔行业格局将逐步集中，CR4将逐步从2019年的32%稳步提升到50%以上。公司凭借有竞争力的成本控制优势，以及全国9大产地的广泛布局，市场份额将逐步攀升，从2019年的11%增长到16%以上。

图 17：中国风塔行业需求预测（单位：元/吨）



资料来源:公司公告, CR4 和 2020-2024 市场情况为国信证券经济研究所预测

风塔业务成长性分析

公司目前拥有辐射全国的9大生产基地，并在江苏响水拥有10万吨海上风塔产能，可积极参与海上风电市场。目前公司产能布局如下：

表 20：公司历史有效产能变化

产能-风塔(万吨)	2018	2019	2020
山东(德州+青岛)	5	5	5
吉林	1.7	1.7	1.7
云南	2.55	2.55	2.55
湖南-外协	3.4	3.4	3.4
新疆	3.4	3.4	3.4
江苏	2	10	10
山西-外协	3.4	4	4
兴安盟-2020年中投产			6
合计产能	29.	30	36

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所估计

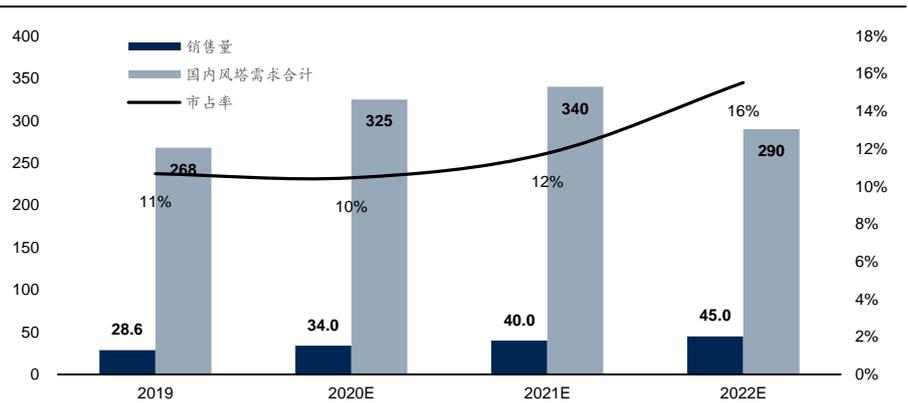
预期 2020-2022 年公司风塔销售量分别为 34/40/45 万吨,三北大基地重启建设为公司 2022 年带来显著业务成长性。同时山东、河南地区的 150 米以上高塔架机型的普及,也提高区域性风塔的装机需求和市场集中度。随着市场集中度的提高和钢价走势调整,预计风塔投标价格和销售成本保持在 2020 年的水平。公司吨钢净利稳定在 2220 元左右。

表 21: 公司 2020-2022 年风塔业绩预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
销售均价(不含税,元/吨)	7,854	8,489	8,489	8,489
单位成本(不含税,元/吨)	5,933	6,269	6,269	6,269
毛利率	24.5%	26.2%	26.2%	26.2%
销售量(吨)	28.6	34.0	40.0	45.0
销售收入(百万元)	2,248	2,886	3,396	3,820
营业成本(百万元)	1,698	2,131	2,508	2,821
毛利润	550	755	888	999
单吨毛利(元/吨)	1,921	2,220	2,220	2,220
吨钢净利(元)	1,000	967	1,001	1,026

资料来源:国信证券经济研究所预测

图 18: 公司销量、行业需求及公司市场占有率(单位:亿元%)



资料来源:历史销量为公司公告, 2020-2024 市场情况和业绩为国信证券经济研究所预测

新能源发电业务成长性分析

截至 2019 年底,公司持有运营的光伏电站装机容量为 108MW,风电装机容量 124MW。2020 年 6 月底,公司自建 50MW 德州一期风电项目预计并网运行,2020 年底,公司自建德州二期(50MW)、阳泉郊区景祐项目(40MW)和内蒙鑫昇阿巴嘎旗项目(100MW)预计完成并网,公司 2020 年底风电装机容量将从 124MW 提高到 364MW;公司在运光伏电站,预计稳定在 2019 年底 108W 的水平。

表 22: 公司新能源电站成长性预测

	2019	2020E	2021E	2022E
新能源在运容量 (MW)	232	257	472	472
光伏发电				
毛利率	65%	72%	72%	72%
在运装机容量	108	108	108	108
销售收入(百万元)	119	117	117	117
营业成本(百万元)		33	33	33
毛利润		84	84	84
风力发电				
毛利率	65%	62%	63%	63%
在运装机	124	149	364	364
销售收入(百万元)	60	169	404	404
营业成本(百万元)		65	149	149
毛利润		104	255	255

资料来源:装机容量和 2019 年业绩为公司公告, 2020-2022 年业绩为国信证券经济研究所预测, 空白处为公司未披露数据。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

在行业需求稳定的前提下, CR4 和公司的市场占有率稳步提升, 公司占有率每年提升 2-4%, 销售量每年增加 4-6 万吨;

随着行业集中度的提升, 以及钢材成本的调整, 风塔投标价格和成本保持稳定, 吨钢毛利润稳定在 2200 元以上。

公司单吨运输费用在 420-430 元, 管理费用绝对额保持稳定, 随着营收规模的提高, 管理费用率逐年下降; 公司的研发费用率稳定在风塔销售收入的 3% 左右。

我们预测公司 2020 年 2-4 季度风塔出货量分别为 10/11/10 万吨, 未来三个季度和 2020-2022 年盈利预测如下:

表 23: 公司风塔板块历史业绩估算和未来业绩预测

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
风塔销量 (万吨)	28.6	34.0	40.0	45.0
吨钢毛利 (元/吨)	1921	2220	2220	2220
吨钢净利 (元/吨)	765	967	1001	1026
营业收入	2,286	2,902	3,411	3,839
营业成本	1,719	2,140	2,516	2,831
毛利润	567	762	895	1,007
综合毛利率	0	0	0	0
营业税金及附加	9	28	34	38
销售费用	124	161	186	207
管理费用	75	67	70	70
研发费用	68	78	85	96
息税前利润	291	428	520	596
财务费用	0	0	0	0
其他损益	-4	-2	0	0
税前利润	287	426	520	596
所得税	53	72	94	107
税后利润	234	353	426	489

资料来源: 国信证券经济研究所预测, 历史业绩费用分拆为国信证券根据业务合理性自行划分估算

表 24: 公司新能源发电板块历史业绩估算和未来业绩预测

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
在运容量 (MW)	232	149	472	472
售电量 (亿千瓦时)	0	0	0	0
利用小时数	0	0	0	0
营业收入	178	286	521	521
营业成本	54	98	182	182
毛利润	124	188	339	339
管理费用	20	20	33	33
财务费用	54	103	191	191
税前利润	50	65	115	115
所得税	0	0	0	0
税后利润	50	65	115	115

资料来源: 国信证券经济研究所预测, 历史业绩费用分拆为国信证券根据业务合理性自行划分估算

未来 3 年盈利预测

表 25: 未来 3 年盈利预测表

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2464	3188	3932	4360
营业成本	1773	2238	2698	3013
销售费用	124	161	186	207
管理费用	95	178	201	212
财务费用	54	118	194	169
营业利润	330	478	632	733
利润总额	337	476	632	733
归属于母公司净利润	269	389	521	602
EPS	1.18	1.69	2.26	2.61
ROE	13.1%	16.6%	19.0%	18.9%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

按上述假设条件, 我们得到公司 20-22 年收入分别为 31.88、39.32、43.60 亿元, 归属母公司净利润 3.89/5.21/6.02 亿元, 利润年增速分别为 44%/34%/15%。每股收益 20-22 年分别为 1.69/2.26/2.61 元。

盈利预测的敏感性分析

盈利随销售量 (营收增速) 及毛利率变化的敏感性分析

营收增速和毛利率对公司未来盈利影响较大:

表 26: 2020 年 EPS 随营收增速和毛利率变化的敏感性分析 (元)

EPS		营收增速				
		25%	27%	29%	31%	33%
毛 利 率	67%	1.96	2.00	2.04	2.08	2.12
	68%	1.85	1.89	1.92	1.96	2.00
	69%	1.73	1.77	1.80	1.84	1.88
	70%	1.62	1.65	1.69	1.72	1.75
	71%	1.50	1.54	1.57	1.60	1.63
	72%	1.39	1.42	1.45	1.48	1.51
	73%	1.27	1.30	1.33	1.36	1.39

资料来源: 国信证券经济研究所分析

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 11.82-13.49 元之间, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本 (WACC) 的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本 (WACC) 对公司估值影响非常大, 我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.6%、风险溢价 5.7%, 可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低, 从而导致公司估值高估的风险;

3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业在未来 10 年后存在发生较大的不利变化的微小可能性，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2020 年平均动态 PE 作为相对估值的参考，同时考虑公司利润结构的差异、公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 12-15 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值上移的风险。

盈利预测的风险

我们对公司 2020-2022 年的营业收入规模和利润规模是基于公司的在手订单、参考市场的招投标价格和需求、以及公司的在建工程假设得出的。这些假设前提可能存在不达预期的风险：

1、我们假设国内陆上风电在 2021 年同比增长，公司继续执行在手订单，且相关产品价格与 2020 年保持一致。如果 2021 行业需求明显下滑，公司可能无法按照预期数量或者价格执行销售，那么盈利水平有下行风险。

2、我们假设公司自营风电场的并网时间按预期进度并网，如果产生 3-6 个月甚至更长时间的拖延，会导致当期业绩不达预期，同时项目失去补贴资格，收益率大幅下行。

4、我们假设钢价保持稳定，如果未来钢价快速上行，短期内将侵蚀公司的盈利能力，导致成本和毛利率不达预期。

政策风险

公司所处行业是政策性非常强的行业，可能由于土地、环保导致行业政策变化，进而影响公司的销售，使公司未来 3 年销售收入/利润不及预期的风险。

经营风险

风塔属于单品价值量高、质量风险大、销售回款周期长的产品，如果公司产品出现批量质量问题，将导致公司相关销售费用激增，并引发坏账损失和后续销售延迟等一系列连锁反应的风险。若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

公司产品的主要原材料是钢材，如果钢价短期内大幅上涨，将影响公司的成本控制。

财务风险

2020 年公司投资新能源电站对短期需求较高，且融资成本较高，可能出现更大规模的负债应对短期流动性不足的困难，导致财务费用高于预期。

市场风险

风电新增装机如果受到并网消纳方面的阻碍，可能导致公司未来销售收入/利润不及预期的风险。公司所销售的风塔市场需求主要来自国内风电项目的建设，与新能源接入空间、消纳情况、建设所涉及的土地、林地、其他环评等外部环境密切相关。一旦受到上述因素的影响导致项目建设进度放缓，将影响风塔的市场需求。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	836	320	320	320	营业收入	2464	3188	3932	4360
应收款项	1185	1747	2370	2628	营业成本	1773	2238	2698	3013
存货净额	828	974	1164	1319	营业税金及附加	9	28	34	38
其他流动资产	357	223	236	262	销售费用	124	161	186	207
流动资产合计	3206	3264	4090	4529	管理费用	95	178	201	212
固定资产	2161	3798	3466	3134	财务费用	54	118	194	169
无形资产及其他	131	118	105	92	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	319	319	319	319	资产减值及公允价值变动	6	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(86)	13	13	13
资产总计	5817	7499	7981	8074	营业利润	330	478	632	733
短期借款及交易性金融负债	788	1121	1032	560	营业外净收支	7	(2)	0	0
应付款项	1329	1101	1315	1490	利润总额	337	476	632	733
其他流动负债	659	700	832	938	所得税费用	53	70	93	111
流动负债合计	2776	2922	3180	2988	少数股东损益	15	18	18	21
长期借款及应付债券	0	1318	1224	1130	归属于母公司净利润	269	389	521	602
其他长期负债	927	843	759	674					
长期负债合计	927	2161	1983	1804	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3703	5083	5163	4793	净利润	269	389	521	602
少数股东权益	59	70	80	93	资产减值准备	2	(12)	0	0
股东权益	2055	2346	2737	3189	折旧摊销	77	271	345	345
负债和股东权益总计	5817	7499	7981	8074	公允价值变动损失	(6)	0	0	0
					财务费用	54	118	194	169
					营运资本变动	1208	(858)	(563)	(242)
					其它	9	23	11	12
					经营活动现金流	1559	(187)	313	717
					资本开支	(1307)	(1883)	0	0
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(1307)	(1883)	0	0
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	1318	(94)	(94)
					支付股利、利息	(69)	(97)	(130)	(150)
					其它融资现金流	331	334	(89)	(472)
					融资活动现金流	193	1555	(313)	(717)
					现金净变动	446	(516)	0	0
					货币资金的期初余额	390	836	320	320
					货币资金的期末余额	836	320	320	320
					企业自由现金流	369	(1961)	486	869
					权益自由现金流	642	(410)	137	159

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032