

证券研究报告—动态报告/公司快评

电气设备新能源

电气设备

天能重工 (300569)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2019年09月09日

成功收购陕西 50MW 风场 三北海上产能蓄势待发

证券分析师: 方重寅
 联系人: 王蔚祺

fangchongyin@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518030002
 wangweiqi2@guosen.com.cn

事项:

天能重工 9 月 7 日公告第五次临时股东大会决议, 审议通过收购陕西靖边 50MW 风场的议案, 预计每年可贡献增量业绩 1100 万元以上。同时近期内蒙、黑龙江、吉林等地平价风电基地陆续启动前期工作, 国内三北和海上风电设备继续放量招标, 预期公司产能利用率将提前达到 100%, 吨钢利润也将长期稳定扩张。

国信电新观点: 1) 公司新收购陕西 50MW 风电运营资产, 每年贡献 1100 万以上业绩。2) 公司自建 100MW 风场将于 2019 年四季度和 2020 年上半年并网, 预计将贡献每年 4000 万增量业绩。3) 2019 年 9 月 6 日上海庙至山东直流特高压配套风电基地 1.6GW 项目公布业主评优结果, 预计 2020 年将开始风塔采购和吊装, 提升区域市场需求。4) 我国海上风电进入紧张的抢工期招标阶段, 上半年海上风机招标量和计划开工量激增, 预计公司产能在 2019 年提前满产。5) 风险提示: 公司产品质量出现问题, 影响订单交付; 钢价快速上涨侵蚀公司盈利能力。6) 投资建议: 天能重工是国内领先的风塔企业, 在三北、黄河流域和江苏沿海拥有广泛的产能布局, 在运输经济性方面领先同业, 同时与大型电力企业客户保持良好的合作关系。天能重工作为国内领先风塔企业, 前瞻性布局三北和海上风电市场, 近期产能利用率快速提升, 业绩多点开花。上调公司盈利预测, 因预期盈利增加和现金流改善, 上调公司合理估值区间 17.36-23.03 元/股 (原区间 14.97-19.27 元/股, 估值中枢上调 18%), 较当前股价溢价 14-52%, 对应 2019 年 PE 为 14.0-18.6 倍, 维持“买入”评级。

评论:

■ 股东大会审议通过陕西 50MW 风场收购议案, 预期每年增加业绩 1100 万以上

靖边天润项目采用国内风电整机龙头金风科技的机组, 产品质量和发电效率得到有力保障。项目于 2019 年 6 月底并网, 目前仍在与验收阶段, 尚未通过电网“240”测试。保守估计运行期年满发小时数可达到 2300 以上, 根据项目运行第一年的负债水平、运维费用和税率计算, 估计当年可实现税后净利润 1140 万元, 按照当年 8000 万的净资产计算, 净资产收益率达到 14.3%。

表 1: 靖边天润项目业绩预估 (单位: 元)

项目基本情况	
上网电价 (元/千瓦时)	0.61
年利用小时数	2,300
装机容量 (MW)	49
增值税率	13%
固定资产	448,724,108.98
应收账款	13,394,943.42
负债总额	368,030,848.11
预期贷款利率	8%
运行第一年业绩预估	
营业收入(元)	64,551,173.71
营业成本(元)	21,766,458.28
管理费用(元)	1,936,535.21
财务费用(元)	29,442,467.85
税后利润(元)	11,405,712.37
净资产收益率	14.3%

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所预测

公司在山东自建的 100MW 风电场 (德州新天能赵虎镇风电场项目和德州新天能赵虎镇二期 50MW 风电场项目) 预计分别在 2019 年 4 季度和 2020 年上半年并网运行, 初步估算每年将为公司贡献合计 4000 万左右的税后利润, 加上目前公司已经并网运行的约 100MW 光伏项目, 公司 2019-2021 年新能源运营业务的业绩预测如下:

表 2: 公司新能源运营业务业绩预测 (单位: 元)

	3Q19 E	4Q19 E	19H2 E	1Q20 E	2Q 10 E	2020 E	2021 E
光伏发电容量 (MW)	100	100	100	100	100	100	100
风电发电容量 (MW)	124	174	174	224	224	224	224
营业收入	49,409,984	70,986,432	141,227,324	84,091,518	100,288,701	384,957,621	401,154,804
营业成本	18,862,529	27,790,318	46,652,846	27,790,318	32,978,739	126,726,534	131,914,956
管理费用	8,093,499	3,549,322	11,642,821	4,204,576	5,014,435	24,870,881	25,680,740
财务费用	18,485,278	27,234,511	45,719,790	27,234,511	32,319,164	124,192,004	129,276,656
利润总额	3,968,678	12,412,281	16,380,959	24,862,113	29,976,363	109,168,202	114,282,452
所得税费用	0	0	0	0	0	0	0
归母净利润	3,968,678	12,412,281	16,380,959	24,862,113	29,976,363	109,168,202	114,282,452

资料来源:Wind,国信证券经济研究所预测。注:假设公司所有财务费用由运营业务承担,装机容量为期末数

■ 多个三北大基地项目启动前期工作, 公司多处生产基地将提前满产

2019 年 9 月 6 日, 上海庙至山东直流特高压配套的内蒙阿拉善盟区域 1.6GW 风电基地投资企业评优结果公示, 山东能源集团、华能新能源、国电投、大唐集团名列前四。根据内蒙古发改委的相关通知 (内发改能源字 [2018] 477 号), 改基地计划在 2019 年 12 月底前具备开工条件。目前评优结果已经公示, 根据规定投资企业在签订开发协议后 6 个月内必须开工建设。今年上半年中广核内蒙古兴安盟 3GW 平价风电项目和国电投乌兰察布 6GW 平价项目也完成风机招标工作, 仅上述三个项目就合计 10GW (折合 100 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。

目前三北地方企业的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的控制极为严格, 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。目前天能重工是国内拥有辐射三北市场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。

表 3: 近期启动前期工作的平价风电项目汇总

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

表 4: 公司全国产能布局

产能所在地	理论产能
(1) 山东青岛:	42500
(2) 吉林:	17000
(3) 云南:	25500
(4) 湖南:	34000
(5) 新疆:	34000
(6) 山东德州:	8500
(7) 江苏:	100000
(8) 山西:	34000
合计产能	295500

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

■ 海上风电密集抢开工, 公司将获益江苏市场发展

截至目前,我国在 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,如果能够在 2021 年底之前并网,这些项目将保住每千瓦时 0.85/0.75 元的标杆电价,考虑到未来几年每年新增海上标杆电价的降幅可能维持 6%的年均下降速度,如果未及时并网,将执行并网年份的指导电价(低于 0.75/0.47 元)。因此,是否在 2021 年完成并网,对于 2018 年底前已核准的海上风电项目而言至关重要,一旦未及时在 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 5: 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)

风资源区	2018 年新核准标杆电价	2019 年指导电价	同比降幅	2020 年指导电价	同比降幅	同区域火电标杆区间
I 类	0.40	0.34	-15%	0.29	-15%	0.224-0.295
II 类	0.45	0.39	-13%	0.34	-13%	0.263-0.363
III 类	0.49	0.43	-12%	0.38	-12%	0.255-0.368
IV 类	0.57	0.52	-9%	0.47	-10%	0.316-0.451
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电价。

截至 2019 年 6 月底，我国已招标未吊装的海上风电项目容量合计 10.9GW，尚有已核准未招标 5GW 预计已经无法及时在 2021 年底全部并网。因此目前已招标未吊装的 10.9GW 是 2019-2021 年我国海上风电抢装项目的主要来源。而江苏地区是我国目前地质条件和装机规模效应最具优势的海上风电市场。天能重工在江苏响水新投产的 10 万吨海上风塔基地，预计将在未来几年产能利用率饱和，贡献良好业绩。

表 6: 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 H1	4.4		4.9	10.9

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 7: 公司风塔业绩预测

	1H19	2H19E	2019E	2020E	2021E
销售量(吨)	99,110	200,000	299,110	320,000	330,000
销售收入	780,007,785	1,574,000,000	2,354,007,785	2,518,400,000	2,574,000,000
营业成本	598,769,976	1,203,600,000	1,802,369,976	1,872,000,000	1,897,500,000
销售单价 (元/吨)	7,870	7,870	7,870	7,870	7,800
销售成本 (元/吨)	6,041	6,018	6,026	5,850	5,750
毛利率	23.2%	23.5%	23.4%	25.7%	26.3%
吨钢毛利	1,829	1,852	1,844	2,020	2,050
风塔毛利润	181,237,810	370,400,000	551,637,810	646,400,000	676,500,000

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

■ **投资建议: 上调公司盈利预测, 合理估值区间 9.27-11.58 元/股, 维持买入评级。**

国内领先风塔企业前瞻性布局三北和海上风电市场, 近期产能利用率快速提升, 业绩多点开花。上调公司盈利预测, 因预期盈利增加和现金流改善, 上调公司合理估值区间 **17.36-23.03 元/股**(原区间 **14.97-19.27 元/股**, 估值中枢上调 **18%**), 较当前股价溢价 **22-61%**, 对应 **2019 年 PE 为 14.1-18.6 倍**, 维持“买入”评级。上调公司 2019/20/21 年归母净利润预期至 2.79/4.11/4.58 亿, 较之前预期 (2.43/3.21/3.07 亿元) 提升 15/28/49%, 对应 EPS 为 1.24/1.83/2.04 元, 对应当前股价 PE 为 12.3/8.3/7.5X, 合理估值区间 **17.36-23.03 元/股**, 维持“买入”评级。

表 3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190906	总市值 亿元	EPS			PE			PB (18A)	PEG (18A)	投资 评级
				18A	19E	20E	18A	19E	20E			
002202.SZ	金风科技	13.57	573	0.76	0.64	0.92	17.8	21.1	14.7	13.57	573	买入
002531.SZ	天顺风能	7.02	125	0.26	0.51	0.67	26.6	13.7	10.4	7.02	125	买入
300569.SZ	天能重工	15.20	34	0.46	1.24	1.83	33.2	12.4	8.3	15.20	34	买入
603218.SH	日月股份	21.98	117	0.54	0.89	1.49	40.6	24.7	14.8	21.98	117	买入
300129.SZ	泰胜风能	4.17	30	0.02	0.25	0.33	272.6	16.9	12.5	4.17	30	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	390	320	398	930
应收款项	659	1118	1274	1306
存货净额	754	714	743	651
其他流动资产	204	179	174	179
流动资产合计	2007	2331	2590	3066
固定资产	936	2389	2426	2204
无形资产及其他	128	124	119	115
投资性房地产	194	194	194	194
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	3265	5038	5330	5580
短期借款及交易性金融负债	602	525	50	50
应付款项	480	571	594	601
其他流动负债	351	596	630	633
流动负债合计	1433	1692	1274	1284
长期借款及应付债券	0	1280	1775	1775
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	1280	1775	1775
负债合计	1433	2972	3049	3059
少数股东权益	73	83	93	104
股东权益	1759	1982	2187	2417
负债和股东权益总计	3265	5038	5330	5580

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.68	1.24	1.83	2.04
每股红利	0.28	0.25	0.91	1.02
每股净资产	11.72	8.81	9.72	10.74
ROIC	8%	11%	13%	15%
ROE	6%	14%	19%	19%
毛利率	23%	27%	31%	32%
EBIT Margin	13%	16%	21%	22%
EBITDA Margin	16%	22%	28%	29%
收入增长	89%	83%	14%	3%
净利润增长率	7%	173%	47%	11%
资产负债率	46%	61%	59%	57%
息率	1.8%	2.4%	9.0%	10.0%
P/E	22.3	12.3	8.3	7.5
P/B	1.3	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	16.7	11.3	8.0	7.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1394	2550	2907	2980
营业成本	1067	1872	2003	2032
营业税金及附加	6	11	13	13
销售费用	85	141	169	155
管理费用	53	111	126	129
财务费用	11	63	112	110
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(10)	(12)	(5)	(5)
其他收入	(37)	4	4	4
营业利润	125	343	483	539
营业外净收支	4	(1)	0	0
利润总额	129	343	483	539
所得税费用	14	47	56	63
少数股东损益	13	16	16	18
归属于母公司净利润	102	279	411	458

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	102	279	411	458
资产减值准备	13	(10)	0	0
折旧摊销	39	150	213	221
公允价值变动损失	10	12	5	5
财务费用	11	63	112	110
营运资本变动	(155)	(67)	(125)	65
其它	(5)	20	10	11
经营活动现金流	4	383	514	760
资本开支	(412)	(1601)	(250)	0
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(412)	(1601)	(250)	0
权益性融资	14	0	0	0
负债净变化	0	1280	495	0
支付股利、利息	(42)	(56)	(206)	(229)
其它融资现金流	644	(77)	(475)	0
融资活动现金流	574	1147	(186)	(229)
现金净变动	166	(70)	78	531
货币资金的期初余额	225	390	320	398
货币资金的期末余额	390	320	398	930
企业自由现金流	(365)	(1158)	369	865
权益自由现金流	279	(9)	290	767

相关研究报告

- 《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
- 《天能重工-300569-重大事件快评：再下一城，拟收购陕西靖边 49MW 风场》 ——2019-08-20
- 《天能重工-300569-2019 年半年报预告点评：营收翻番，利润率显著提升》 ——2019-07-16
- 《天能重工-300569-公司快评-锐意进取，收购风电项目加速战略转型》 ——2019-05-31
- 《天能重工-300569-2019 年一季度业绩快报点评：销售收入大幅提升，验证业务景气度》 ——2019-04-12

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