

证券研究报告—动态报告/公司快评
电气设备新能源
新能源
天顺风能 (002531)
重大事件快评
买入

(维持评级)

2019 年 09 月 09 日

果断布局德国产能 切入欧洲海风桩基赛道

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：

天顺风能 9 月 3 日公告拟出资 2,200 万欧元收购德国生产海上风电桩基的经营性资产，可借助约 10 万吨产能快速切入欧洲海上风电桩基市场，把握行业成长机遇，提升公司的营业规模和盈利能力，增加对 GE、Nordex、Siemens、Vestas 等国际一流风电整机厂商的客户黏性，提高对德国、丹麦、英国、荷兰、比利时等国家风电设备市场的渗透率。

国信电新观点：1) 通过资产收购快速切入欧洲海上风电桩基市场，填补业务空白，提高客户黏性。2) 适时把握欧洲海上风电成长机遇期，扩大营收规模，提高盈利能力。海上风电桩基产品比普通风塔产品的毛利率更高，单 MW 采购量和单吨售价也更高，可快速扩大营收规模和毛利率。3) 规避潜在的贸易摩擦风险，通过本地化提升国际化程度：面临潜在的欧盟针对中国风塔产品的反倾销调查，公司加快欧洲市场产能落地，桩基产品与风塔产品可共用厂房，规避潜在的贸易摩擦对业务的影响。4) 风险提示：公司整合欧洲生产技术团队，可能出现整合不利，业务拓展和产品质量短期不达预期的风险。5) 投资建议：天顺风能是全球风塔龙头企业，拥有强大的成本管控和体系管理能力，海上桩基产品与风塔产品从生产端协同效应明显，企业也可同时供货，生产整合难度较低；公司历史上曾布局过欧洲（波兰）当地产能，对国际业务整合具备一定管理经验。欧洲海上风电市场处于快速成长期，此次收购符合公司的战略规划，预期盈利和现金流情况较好。全球风塔龙头乘风而上，领先布局稀缺产能抢占市场。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 9.27-11.58 元/股（原区间 6.22-8.09 元/股，估值中枢上调 46%），较当前股价溢价 32-65%，对应 2019 年 PE 为 18.1-22.6 倍，维持“买入”评级。基于公司在德国的桩基新产能和江苏常熟、河南濮阳的叶片新产能规划，上调公司 19-21 年营业收入 61.7/71.0/79.5 亿元，较之前预期（52.1/59.4/66.6 亿元）提升 18/19/19%；上调归母净利润预期至 9.13/12.00/14.12 亿，较之前预期（7.9/9.0/9.9 亿元）提升 16/33/42%，对应 EPS 为 0.51/0.67/0.79 元，对应当前股价 PE 为 13.7/10.4/8.8X，合理估值区间 9.27-11.58 元/股，维持“买入”评级。

评论：

■ 收购德国桩基产能 切入欧洲海上风电桩基赛道

天顺风能拟出资 2200 万欧元，收购原属于 Ambau GmbH 用于生产海上风电桩基的经营性资产。由于转让方 Ambau 目前已经处于破产状态，本次收购将在天顺德国子公司公司与该资产的受托管理方 Dr. Gerrit Hölzle 之间进行。本次收购的标的为原属于 Ambau 的，位于德国北部库克斯港的生产海上风电桩基的经营性资产，天顺风能不负责与本次收购资产有关的任何债务。

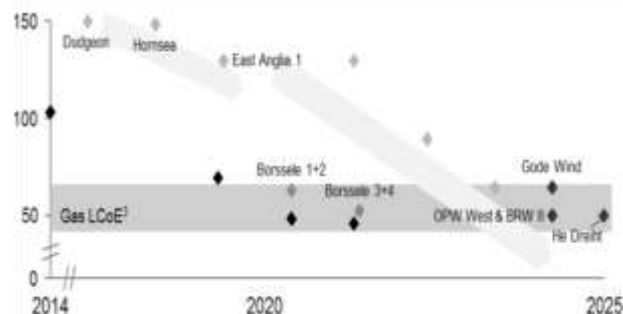
收购标的资产靠近北海海岸线，是北海海上风电桩基的重要供应商之一，理论最大年产能约为 10 万吨。可覆盖范围包括德国、丹麦、英国、荷兰、比利时等国家，主要给 GE、Nordex、Siemens、Vestas 等国际一流整机厂商提供海上风电桩基产品。本次收购将提升公司在全球风电设备市场的竞争力和行业地位，有助于公司深化全球战略，拓宽业务领域，完善产品布局。2019 年上半年欧洲海上风电新增装机容量同比增加了 72.1%，发展趋势良好，而北海

海域是欧洲海上风电发展的重点区域，公司把握时机快速切入欧洲海上风电桩机市场，可进一步丰富产品品类，完善全球布局。

近年来，海上风电的平均度电成本明显下降，特别是在海上风电发展的重点区域北欧。2017年在英格兰东北海岸的Hornsea One风电场中标电价为57.50英镑/MWh，为2015海上风电新增项目电价的一半。2018年德国也出现了零补贴的海上风电项目，全球风电度电成本的下降除了技术推动以外，与项目开发模式转为竞价上网的机制有很大的关系。在技术方面，单机容量的增加是关键，机组大型化快速降低了非风机部分的建设和运维成本。目前海外8MW机型已经投入商业运营并成为主流，最新机型已经从9.5-12MW方向发展。GE公司的12MW将于2019年进行吊装测试。2011年，由欧盟资助的一项研究表示，目前现有的材料可以支撑高达20MW容量的机组研发生产。未来仍有继续进步的空间。

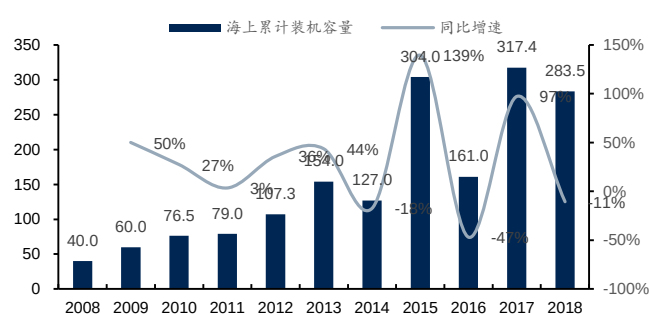
自从2016年墨西哥和西班牙首推风电竞价上网以来，海外新增风电项目全面转向竞价模式。这一趋势在短期内影响了部分市场的装机需求，并且在2017-2018年给风电机组价格带来显著下行压力，但同时也打开了风电的长期发展空间。竞价上网促进风电长期竞争力的提升，彭博新能源预测2025年以前海上风电的电价将降至4欧分/千瓦时。英国商业、能源和工业战略部（BEIS）计划到2030年英国30%的电力供应来自海上风电，届时英国海上风电装机将从目前的8GW提高到30GW，英国政府还将给予5.57亿英镑的补助促进产业发展。

图 1：西欧海上风电上网电价走势



资料来源：CWEA，国信证券经济研究所整理

图 2：2008-2018 全球海上风机累计装机及增长率

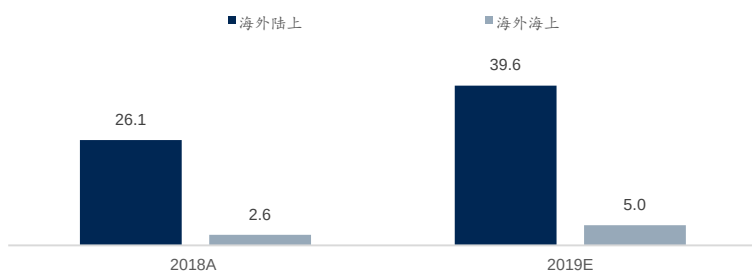


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

■ 海外产能布局正当时 全球扩张潜力可期

根据彭博新能源财经的预测，2019年海外陆上风电装机预计达到39.6GW，同比增长52%；海上风电装机同比增长92%达到5.0GW。公司从成立之初就坚持国际化发展道路，多年来产品远销全球各地，受到了客户的广泛好评。公司塔筒的主要产能现在都集中在国内，以出口的方式为海外市场提供产品。未来公司会进一步深化全球战略，拓展海外产能布局。公司表示目前正在东南亚一些国家进行调研选址，希望尽快找到最合适的项目，进行海外产能扩张。

图 3：BNEF2019 年海外市场陆上风电和海上风电装机预测（GW）



资料来源：BNEF，国信证券经济研究所整理，注：数据不包含中国大陆市场。

■ 风塔和叶片盈利能力提升，产能扩张描绘长期成长前景

2019 年半年报显示公司风塔吨钢毛利润和叶片/模具制造的毛利率均呈现同比和环比提升趋势，随着未来风塔和叶片出货量和有效产能的稳步扩张，公司将驶入业绩成长的快车道。从风塔产能来看，经过对山东鄄城和德国产能的投入，预计 2019/20/21 年底公司风塔/桩基全球有效产能将达到 65/75/85 万吨；叶片产能 300/300/600 套，公司在风塔行业作为总成本领先的头部企业，可以保持满产满销；公司拥有的长叶片市场未来 3 年处于供给偏紧的形势，也可保证产能利用率在 100%。预计未来公司在保证盈利能力稳定的前提下，业绩随着营收规模持续成长。

表 1：公司风塔业绩预测

风塔产品	2016	2017	2018	19H1	19H2 E	2019E	2020E	2021E
销售量(吨)	296,241	381,438	380,078	203,800	350,000	553,800	700,000	750,000
销售收入(万元)	210,815	273,883	305,662	187,461	287,000	474,461	560,000	592,500
销售单价(元/吨)	7,116	7,180	8,042	9,198	8,200	8,567	8,000	7,900
毛利率	33%	25%	22%	20%	26%	24%	26%	27%
吨钢毛利(元)	2,317	1,817	1,737	1,884	2,150	2,052	2,100	2,100
风塔毛利润(万元)	96,432	96,549	64,815	38,392	75,250	113,642	147,000	157,500
营业成本	142,191	204,558	239,648	149,068	211,750	360,818	413,000	435,000
单吨成本	4,800	5,363	6,305	7,314	6,050	6,515	5,900	5,800
中厚板价格(元/吨)	2,407	4,060	4,286	4,033	3,850	3,942	3,800	3,750
国内销售量(吨)					350,000		550,000	500,000
国内单吨运输费(元)					650	650	650	650

资料来源:WIND，国信证券经济研究所预测

表 2：公司叶片/模具业绩预测

叶片/模具	19H1	19H2 E	2019E	2020E	2021E
叶片销售量	89	151	250	250	530
模具销售量	13	17	30	30	30
叶片单价(万元/套)	180	180	180	180	180
模具单价(万元/套)	714	714	714	714	680
叶片收入(万元)	16,020	27,180	45,000	45,000	95,400
模具收入(万元)	9,282	12,138	21,420	21,420	20,400
收入合计(万元)	25,302	39,318	66,420	66,420	115,800
叶片毛利率	20%	20%	20%	20%	20%
模具毛利率	46%	46%	46%	46%	43%
合计毛利润			18,830	18,830	27,757

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。

全球风塔龙头乘势而上，领先布局稀缺产能抢占市场。上调公司盈利预测，因预期盈利增加和现金流改善，调高公司合理估值区间至 9.27-11.58 元/股（原区间 6.22-8.09 元/股，估值中枢上调 46%），较当前股价溢价 32-65%，对应 2019 年 PE 为 18.1-22.6 倍，维持“买入”评级。基于公司在德国的桩基新产能和江苏常熟、河南濮阳的叶片新产能规划，上调公司 19-21 年营业收入 61.7/71.0/79.5 亿元，较之前预期（52.1/59.4/66.6 亿元）提升 18/19/19%；上调归母净利润预期至 9.13/12.00/14.12 亿，较之前预期（7.9/9.0/9.9 亿元）提升 16/33/42%，对应 EPS 为 0.51/0.67/0.79 元，对应当前股价 PE 为 13.7/10.4/8.8X，合理估值区间 9.27-11.58 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	2.3	-1.14	买入
002531.SZ	天顺风能	7.02	125	0.26	0.51	0.67	26.6	13.7	10.4	2.4	0.28	买入
300569.SZ	天能重工	15.20	34	0.46	1.24	1.83	33.2	12.4	8.3	1.9	0.24	买入
603218.SH	日月股份	21.98	117	0.54	0.89	1.49	40.6	24.7	14.8	3.9	0.63	买入
300129.SZ	泰胜风能	4.17	30	0.02	0.25	0.33	272.6	16.9	12.5	1.4	0.18	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	1826	1500	1712	3185
应收款项	1862	2199	2528	2832
存货净额	942	1012	1062	1077
其他流动资产	910	926	710	398
流动资产合计	6013	6108	6484	7964
固定资产	5150	5612	6036	5437
无形资产及其他	278	314	300	286
投资性房地产	936	936	936	936
长期股权投资	389	389	389	289
资产总计	12767	13360	14147	14912
短期借款及交易性金融负债	2133	1622	1200	1200
应付款项	2311	2130	2124	2424
其他流动负债	355	313	345	387
流动负债合计	4800	4065	3669	4011
长期借款及应付债券	2089	2764	3088	2502
其他长期负债	537	537	537	537
长期负债合计	2626	3301	3625	3039
负债合计	7425	7366	7294	7050
少数股东权益	120	134	152	174
股东权益	5221	5860	6700	7689
负债和股东权益总计	12767	13360	14147	14912

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.26	0.51	0.67	0.79
每股红利	0.08	0.15	0.20	0.24
每股净资产	2.93	3.29	3.77	4.32
ROIC	9%	12%	14%	16%
ROE	9%	16%	18%	18%
毛利率	29%	30%	32%	31%
EBIT Margin	20%	20%	22%	23%
EBITDA Margin	24%	28%	31%	30%
收入增长	18%	61%	15%	12%
净利润增长率	0%	94%	31%	18%
资产负债率	59%	56%	53%	48%
息率	1.1%	2.2%	2.9%	3.4%
P/E	26.6	13.7	10.4	8.8
P/B	2.4	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	21.4	11.7	9.1	8.1

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	3834	6173	7099	7951
营业成本	2738	4321	4848	5486
营业税金及附加	30	26	30	33
销售费用	182	374	397	386
管理费用	132	226	242	249
财务费用	178	168	197	168
投资收益	49	20	20	20
资产减值及公允价值变动	(53)	0	0	0
其他收入	(40)	14	14	14
营业利润	529	1091	1419	1663
营业外净收支	(1)	0	0	0
利润总额	528	1091	1419	1663
所得税费用	47	155	189	214
少数股东损益	11	23	30	36
归属于母公司净利润	470	913	1200	1412

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	470	913	1200	1412
资产减值准备	28	3	5	(6)
折旧摊销	176	474	585	619
公允价值变动损失	53	0	0	0
财务费用	178	168	197	168
营运资本变动	524	(642)	(133)	329
其它	(20)	11	14	27
经营活动现金流	1231	760	1670	2382
资本开支	(1316)	(976)	(1000)	1
其它投资现金流	(234)	0	0	0
投资活动现金流	(1659)	(976)	(1000)	101
权益性融资	158	0	0	0
负债净变化	1007	675	750	(160)
支付股利、利息	(138)	(274)	(360)	(424)
其它融资现金流	(413)	(511)	(422)	0
融资活动现金流	1484	(110)	(458)	(1010)
现金净变动	1056	(326)	212	1473
货币资金的期初余额	771	1826	1500	1712
货币资金的期末余额	1826	1500	1712	3185
企业自由现金流	69	(80)	836	2526
权益自由现金流	663	(60)	993	2220

相关研究报告

《天顺风能-002531-2019 年度半年报业绩点评-销量大增盈利改善，产业链延伸发展潜力可期》——2019-08-27
 《天顺风能-002531-2018 年度业绩快报点评-季度营收大增超四成，持续扩产成长性可期》——2019-02-27
 《天顺风能-002531-首次覆盖：风塔龙头逆周期业绩强势回归》——2018-12-27
 《天顺风能-002531-2013 年年报点评：业绩符合预期，还看风场开拓》——2014-04-10
 《天顺风能-002531-海上风电助推风塔业务增长，切入风场运营打开成长空间》——2014-02-17

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