

天顺风能(002531) 2019年三季度报点评

三费管控优秀，单吨盈利创新高

事项:

- 10月30日公司发布三季报，报告期内公司实现营业收入38.04亿元，同比增长51.55%；实现归母净利润5.46亿元，同比增长52.66%，对应EPS为0.31元；扣非后归母净利润5.27亿元，同比增长56.24%；公司业绩符合预期。

评论:

- 三季度盈利2.11亿元，同比增长82.24%。**第三季度公司实现营收13.27亿元，同比增长48.46%，环比下滑18.88%；实现盈利2.12亿元，同比增长82.24%，环比下滑14.24%；扣非后归母净利润2.11亿元，同比增长84.34%，环比下滑8.68%；公司业绩符合预期。三季度销售额环比下滑和三季度为传统风电出货淡季有关。
- 预收款大增，三费管控优秀。**截至3季度末公司预收款5.96亿元，相较于年初大增250.60%，相较于二季度末大增116.81%，预计主要和公司手订单大量增加，客户预付锁定产能所致。三费方面，三季度公司三费10.15%，环比二季度下降0.71个百分点。分项看销售费用率3.62%，环比二季度下降2.12个百分点；管理费用率3.58%，环比提升0.81个百分点；财务费用率2.32%，环比下降0.5个百分点。在二季度销售额下滑的背景下，公司实现了三费比例的下降，验证了公司优秀的成本管控能力。
- 塔筒出货约12万吨，单吨利润创新高。**预计公司三季度实现风电塔筒出货12万吨左右，同比增加28%，环比下滑18%。预计塔筒板块贡献盈利1.1-1.3亿元，塔筒单吨利润再创新高。我们预计一方面与公司出口比例提升同时也与钢材价格有部分下滑有关。预计随着四季度公司出货同比及环比均有望实现高增长，在风电抢装的大背景下，公司制造业务利润有望创历史新高。
- 风电业务平稳，叶片盈利能力提速。**截至2019年三季度公司已投运风电场680MW，三季度国内整体来风情况较差，公司风场预计平均实现发电小时数约450小时，贡献发电量约3亿kWh，预计贡献发电利润0.6-0.7亿元。2018年公司常熟叶片工厂已形成8条产线约600套叶片总产能，其中4条用于叶片生产，4条用于模具生产；三季度公司实现叶片销售56套，模具销售9套，预计贡献利润0.2-0.3亿元，今年以来随着整机出货量的持续提升，叶片、模具供需持续紧张，盈利能力持续提速。
- 上调盈利预测，维持公司“强推”评级。**得益于公司较好的成本管理能力和大宗原材料价格的下降，公司单吨盈利能力今年以来持续提升。同时公司在手风场持续增加，发电利润持续增长。我们上调公司盈利预测，预计2019-2021年有望实现归母净利润7.61亿/10亿/12.27亿(原值7.23亿/9.72亿/11.93亿)，对应EPS分别为0.43元/0.56元/0.69元，参考公司历史估值中枢水平，我们给予公司2020年15倍目标市盈率，对应目标价8.4元/股，维持“强推”评级。
- 风险提示:**出货量不及预期，原料价格上涨超预期。

主要财务指标

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万) | 3,702 | 5,565 | 6,824 | 7,863 |
| 同比增速(%) | 16.8% | 50.3% | 22.6% | 15.2% |
| 净利润(百万) | 470 | 761 | 1,000 | 1,227 |
| 同比增速(%) | 0.0% | 62.0% | 31.4% | 22.7% |
| 每股盈利(元) | 0.26 | 0.43 | 0.56 | 0.69 |
| 市盈率(倍) | 24 | 15 | 11 | 9 |
| 市净率(倍) | 2 | 2 | 2 | 1 |

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为2019年10月31日收盘价

强推(维持)

目标价:8.4元

当前价:6.38元

华创证券研究所

证券分析师:胡毅

电话:0755-82027731

邮箱:huyi@hcyjs.com

执业编号:S0360517060005

联系人:杨达伟

电话:021-20572572

邮箱:yangdawei@hcyjs.com

公司基本数据

| | |
|-------------|-----------|
| 总股本(万股) | 177,902 |
| 已上市流通股(万股) | 176,901 |
| 总市值(亿元) | 113.5 |
| 流通市值(亿元) | 112.86 |
| 资产负债率(%) | 58.4 |
| 每股净资产(元) | 3.2 |
| 12个月内最高/最低价 | 7.86/3.37 |

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《天顺风能(002531)2018年三季度报点评:风塔出货稳定增长,叶片、风场渐入兑现期》

2018-10-23

《天顺风能(002531)2018年报点评:经营现金流大幅好转,塔筒龙头迎接行业复苏大周期》

2019-04-25

《天顺风能(002531)2019年中报点评:中游加速复苏,业绩超预期》

2019-08-26

附录：财务预测表
资产负债表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 1,826 | 1,623 | 2,606 | 3,884 |
| 应收票据 | 39 | 58 | 72 | 82 |
| 应收账款 | 1,771 | 2,663 | 3,265 | 3,763 |
| 预付账款 | 426 | 600 | 730 | 826 |
| 存货 | 942 | 1,325 | 1,613 | 1,826 |
| 其他流动资产 | 1,009 | 1,512 | 1,857 | 2,143 |
| 流动资产合计 | 6,013 | 7,781 | 10,143 | 12,524 |
| 其他长期投资 | 520 | 720 | 855 | 966 |
| 长期股权投资 | 389 | 389 | 389 | 389 |
| 固定资产 | 3,786 | 3,924 | 4,056 | 4,180 |
| 在建工程 | 1,364 | 1,414 | 1,464 | 1,514 |
| 无形资产 | 278 | 250 | 225 | 203 |
| 其他非流动资产 | 417 | 396 | 378 | 364 |
| 非流动资产合计 | 6,754 | 7,093 | 7,367 | 7,616 |
| 资产合计 | 12,767 | 14,874 | 17,510 | 20,140 |
| 短期借款 | 1,961 | 2,561 | 3,161 | 3,761 |
| 应付票据 | 1,645 | 2,315 | 2,818 | 3,189 |
| 应付账款 | 666 | 937 | 1,141 | 1,291 |
| 预收款项 | 170 | 255 | 313 | 361 |
| 其他应付款 | 74 | 74 | 74 | 74 |
| 一年内到期的非流动负债 | 173 | 173 | 173 | 173 |
| 其他流动负债 | 111 | 217 | 322 | 428 |
| 流动负债合计 | 4,800 | 6,532 | 8,002 | 9,277 |
| 长期借款 | 1,237.00 | 1,437.00 | 1,637.00 | 1,837.00 |
| 应付债券 | 852.00 | 852.00 | 852.00 | 852.00 |
| 其他非流动负债 | 537 | 1 | 1 | 1 |
| 非流动负债合计 | 2,626 | 2,290 | 2,490 | 2,690 |
| 负债合计 | 7,426 | 8,822 | 10,492 | 11,967 |
| 归属母公司所有者权益 | 5,221 | 5,913 | 6,854 | 7,979 |
| 少数股东权益 | 120 | 139 | 164 | 194 |
| 所有者权益合计 | 5,341 | 6,052 | 7,018 | 8,173 |
| 负债和股东权益 | 12,767 | 14,874 | 17,510 | 20,140 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 989 | 449 | 981 | 1,300 |
| 现金收益 | 796 | 1,174 | 1,456 | 1,720 |
| 存货影响 | -92 | -384 | -288 | -213 |
| 经营性应收影响 | -417 | -1,179 | -840 | -708 |
| 经营性应付影响 | 723 | 1,027 | 764 | 569 |
| 其他影响 | -22 | -189 | -111 | -69 |
| 投资活动现金流 | -930 | -390 | -390 | -390 |
| 资本支出 | -1,404 | -411 | -407 | -404 |
| 股权投资 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | 461 | 21 | 17 | 14 |
| 融资活动现金流 | 997 | -262 | 392 | 368 |
| 借款增加 | 1,724 | 800 | 800 | 800 |
| 财务费用 | -138 | -213 | -104 | -127 |
| 股东融资 | 158 | 150 | 245 | 158 |
| 其他长期负债变化 | -747 | -999 | -549 | -463 |

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 3,702 | 5,565 | 6,824 | 7,863 |
| 营业成本 | 2,738 | 3,853 | 4,690 | 5,308 |
| 税金及附加 | 30 | 46 | 56 | 65 |
| 销售费用 | 182 | 306 | 341 | 393 |
| 管理费用 | 132 | 250 | 307 | 354 |
| 财务费用 | 95 | 144 | 181 | 212 |
| 资产减值损失 | 53 | 94 | 94 | 103 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 5 | 5 |
| 投资收益 | 49 | 20 | 20 | 20 |
| 其他收益 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 营业利润 | 547 | 918 | 1,206 | 1,479 |
| 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 营业外支出 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 546 | 917 | 1,205 | 1,479 |
| 所得税 | 48 | 137 | 181 | 222 |
| 净利润 | 498 | 780 | 1,024 | 1,257 |
| 少数股东损益 | 28 | 19 | 24 | 30 |
| 归属母公司净利润 | 470 | 761 | 1,000 | 1,227 |
| NOPLAT | 585 | 902 | 1,178 | 1,437 |
| EPS(摊薄)(元) | 0.26 | 0.43 | 0.56 | 0.69 |

主要财务比率

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 16.8% | 50.3% | 22.6% | 15.2% |
| EBIT 增长率 | 1.1% | 65.6% | 30.6% | 22.0% |
| 归母净利润增长率 | 0.0% | 62.0% | 31.4% | 22.7% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 26.1% | 30.8% | 31.3% | 32.5% |
| 净利率 | 13.5% | 14.0% | 15.0% | 16.0% |
| ROE | 9.1% | 12.6% | 14.2% | 15.0% |
| ROIC | 7.5% | 11.5% | 12.8% | 13.4% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 58.2% | 59.4% | 60.0% | 59.5% |
| 债务权益比 | 89.1% | 83.0% | 83.0% | 81.0% |
| 流动比率 | 125.3% | 119.1% | 126.8% | 135.0% |
| 速动比率 | 105.6% | 98.8% | 106.6% | 115.3% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 应收帐款周转天数 | 165 | 143 | 156 | 161 |
| 应付帐款周转天数 | 79 | 75 | 80 | 82 |
| 存货周转天数 | 118 | 106 | 113 | 117 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.26 | 0.43 | 0.56 | 0.69 |
| 每股经营现金流 | 0.56 | 0.25 | 0.55 | 0.73 |
| 每股净资产 | 2.93 | 3.32 | 3.85 | 4.49 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 24 | 15 | 11 | 9 |
| P/B | 2 | 2 | 2 | 1 |
| EV/EBITDA | 22 | 14 | 11 | 10 |

电力设备与新能源组团队介绍

首席分析师：胡毅

北京化工大学硕士。曾任职于天津力神、普华永道、中银国际证券、招商证券。2017 年加入华创证券研究所。2015、2016 年新财富上榜团队核心成员。

分析师：于潇

北京大学管理学硕士。曾任职于通用电气、中泰证券、东吴证券。2017 年加入华创证券研究所。2015、2016 年新财富团队成员。

分析师：邱迪

中国矿业大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

研究员：杨达伟

上海交通大学硕士。曾任职于协鑫集成、华元恒道（上海）投资管理有限公司。2017 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---------|-----|---------------|---------------|-----------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 北京机构销售总监 | 010-66500809 | zhangyujie@hcyjs.com |
| | 杜博雅 | 高级销售经理 | 010-66500827 | duboya@hcyjs.com |
| | 张菲菲 | 高级销售经理 | 010-66500817 | zhangfeifei@hcyjs.com |
| | 侯春钰 | 销售经理 | 010-63214670 | houchunyu@hcyjs.com |
| | 侯斌 | 销售经理 | 010-63214683 | houbin@hcyjs.com |
| | 过云龙 | 销售经理 | 010-63214683 | guoyunlong@hcyjs.com |
| | 刘懿 | 销售经理 | 010-66500867 | liuyi@hcyjs.com |
| | 达娜 | 销售助理 | 010-63214683 | dana@hcyjs.com |
| 广深机构销售部 | 张娟 | 所长助理、广深机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 高级销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| | 罗颖茵 | 高级销售经理 | 0755-83479862 | luoyingyin@hcyjs.com |
| | 段佳音 | 销售经理 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| | 朱研 | 销售经理 | 0755-83024576 | zhuyan@hcyjs.com |
| | 花洁 | 销售经理 | 0755-82871425 | huajie@hcyjs.com |
| | 包青青 | 销售助理 | 0755-82756805 | baqingqing@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 石露 | 华东区域销售总监 | 021-20572588 | shilu@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 高级销售经理 | 021-20572585 | zhangjiani@hcyjs.com |
| | 潘亚琪 | 高级销售经理 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 沈颖 | 销售经理 | 021-20572581 | shenyin@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 销售经理 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |
| | 柯任 | 销售经理 | 021-20572590 | keren@hcyjs.com |
| | 何逸云 | 销售经理 | 021-20572591 | heyiyun@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 施嘉玮 | 销售助理 | 021-20572548 | shijiawei@hcyjs.com |
| | 吴俊 | 销售经理 | 021-20572506 | wujun1@hcyjs.com |
| | 董昕竹 | 销售经理 | 021-20572582 | dongxinzhu@hcyjs.com |

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
|---|--|--|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900 | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562 | 地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500 |