

# 天顺风能 (002531): 业绩增长快, 结构更优化

## ——中报点评

2019年08月29日

强烈推荐/上调

天顺风能 公司报告

### 报告摘要:

#### 财报关键数据

2019上半年,公司营业收入同比增长53.26%至24.77亿元,归母净利润同比增长38.42%至3.34亿元,实现EPS 0.19元。

#### 投资要点

**受益风电行业建设加快和产能释放,风电设备销量增加。**2019上半年,公司的风塔及相关产品销量同比增长21.74%至20.38万吨,收入同比增长42.72%至18.75亿元;叶片、模具实现销量89套、13套,共实现收入2.53亿元,同比增长3.41倍。我们认为,主要原因在于:行业建设加快;新增产能得以释放。我们预计,2019、2020年我国风电(含海上风电)行业将新增并网28GW、32GW,较2016~2018年(19.3GW、15.0GW、20.6GW,能源局统计口径)实现较快增长。随着山东鄄城的新产线(10万吨/年)建设推进,公司的风塔业务有望持续分享行业增长红利;位于常熟的风电叶片产能自2018年下半年投产以来经营良好,成为重要的业绩增长点。

**风电运营新项目建设顺利。**2019上半年,发电业务实现收入2.78亿元,同比增长78.84%。公司截至8月底持有680MW并网项目,其中215MW为2019年4~8月新增并网项目;另有199.4MW已核准项目在手。

**业务结构趋于优化。**2019上半年,风塔及相关产品业务的收入占比为75.7%,较2018全年水平下降6.89个百分点。风电运营、叶片(含模具)业务快速成长,有助公司优化业务结构,降低对传统风塔业务的依赖。

**盈利预测:**我们预计,公司2019-2021年归母净利润分别为6.74亿元、8.35亿元和9.40亿元,对应当期股本下EPS 0.38元、0.47元和0.53元,对应2019.8.28收盘价17.4倍、14.0倍和12.5倍P/E。鉴于公司业务结构趋于优化,上调评级至“强烈推荐”。

**风险提示:**风电建设或不达预期;公司成本费用管控或不达预期。

### 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	3,238.35	3,834.03	5,415.27	6,389.00	7,224.31
增长率(%)	40.31%	18.39%	41.24%	17.98%	13.07%
归母净利润(百万元)	469.51	469.64	673.54	835.24	939.67
增长率(%)	15.51%	0.03%	43.42%	24.01%	12.50%
净资产收益率(%)	9.67%	9.00%	11.78%	13.32%	13.64%
每股收益(元)	0.26	0.26	0.38	0.47	0.53
P/E	24.93	24.93	17.38	14.02	12.46
P/B	2.41	2.24	2.05	1.87	1.70

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

### 公司简介:

公司主营风电塔筒、叶片等。

### 未来3-6个月重大事项提示:

2019年10月披露三季报。

### 交易数据

52周股价区间(元)	6.58-4.01
总市值(亿元)	117.06
流通市值(亿元)	81.51
总股本/流通A股(万股)	177902/123865
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.16

### 52周股价走势图



资料来源:wind、东兴证券研究所

### 分析师: 郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519070001

### 分析师: 李远山

010-66554024

liysh@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519040001

### 研究助理: 张阳

010-66554016

zhangyang\_yjs@dxzq.net.cn

## 1. 业务结构持续优化，盈利水平稳定

天顺风能（苏州）股份有限公司（002531.SZ，以下简称“公司”），成立于 2005 年，2010 年 12 月在 A 股上市。截至 2019 年 6 月底，公司的控股股东为上海天神投资管理有限公司，持股 29.81%，实际控制人为严俊旭先生，重要的下属企业如图 1 所示。

图 1：天顺风能主要（非全部）下属企业概览（截至 2019 年 8 月 28 日）



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

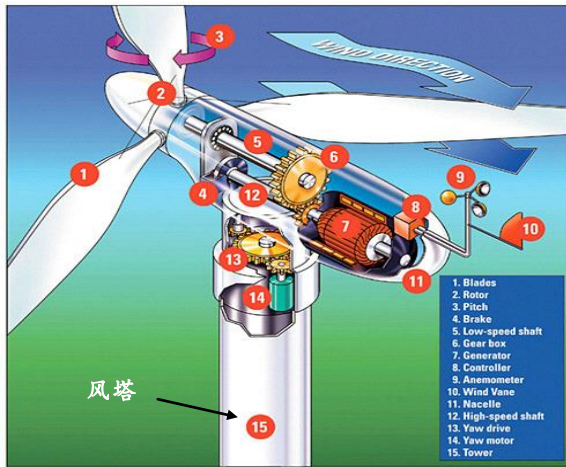
公司主营三大业务板块：新能源设备制造、新能源开发、智慧能源。

新能源设备制造板块的主要产品是风电塔筒和风电叶片。风塔在风力发电机组中的位置，如图 2 所示；其内部构造，如图 3 所示。公司的风塔产能分布于太仓、包头、珠海等地，山东鄆城的新产线（10 万吨/年）预计将于 2019 年底投产。2019 上半年，公司的风塔及相关产品实现销量 20.38 万吨，同比增长 21.74%；叶片、模具分别实现销量 89 套、13 套。

新能源开发板块的主要业务是风电场开发运营。截至 2019 年 6 月底，公司投入运营的风电项目容量达到 680MW，其中 2019 上半年新增并网 215MW，另有在手已核准项目 199.4MW。2019 上半年，公司风力发电实现上网电量 5.68 亿 kWh，销售收入同比增长 78.84%至 2.78 亿元。

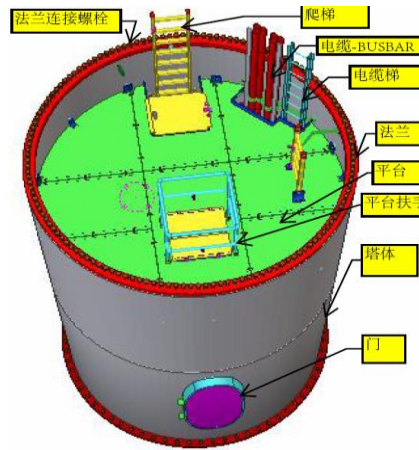
智慧能源板块于 2019 上半年重点推进公司太仓工厂微电网示范项目，并为项目引进第三方投资，目前已完成相关协议的签署和项目前期准备等工作。

图 2: 风塔在风电机组中的位置



资料来源: 公司《招股说明书》, 东兴证券研究所

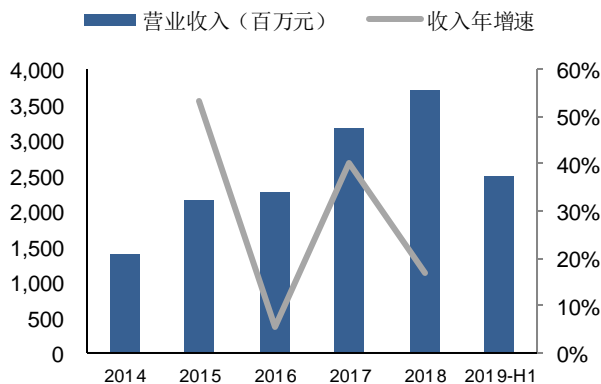
图 3: 风塔内部结构



资料来源: 公司《招股说明书》, 东兴证券研究所

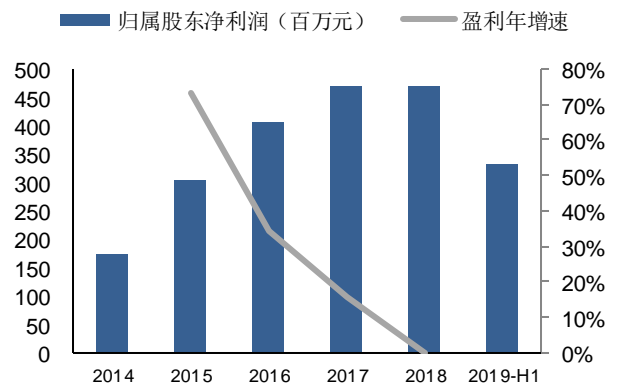
公司上市以来, 业务发展良好。2019 上半年, 公司营业收入同比增长 53.26%至 24.77 亿元, 归母净利润同比增长 38.42%至 3.34 亿元。公司自 2014 年以来的收入与盈利统计, 如图 4、图 5 所示。由此可见, 过去 5 年半, 公司的收入与盈利一直保持增长, 在业务规划和成本费用管控等方面取得良好收效。

图 4: 公司 2014 年以来营业收入统计



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

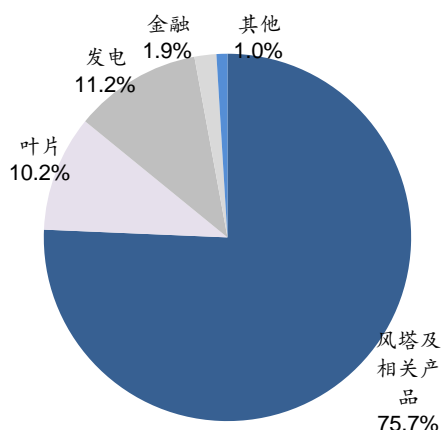
图 5: 公司 2014 年以来盈利统计



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

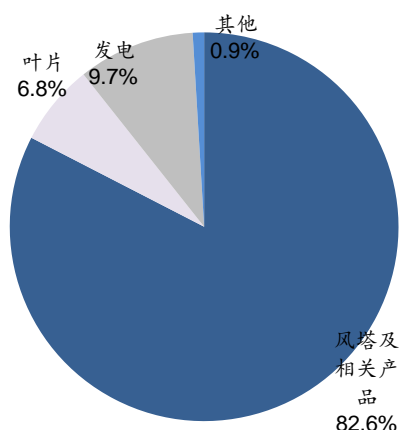
在收入保持增长的同时, 公司的业务结构不断优化。2019 上半年, 传统优势业务风塔及相关产品业务的收入占比为 75.7%, 较 2018 全年水平下降 6.89 个百分点, 如图 6、图 7 所示。与此同时, 叶片 (含模具) 和发电的收入占比分别较 2018 全年水平提高 3.44、1.51 个百分点, 至 10.2%、11.2%。

图 6：公司 2019 上半年营业收入结构



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

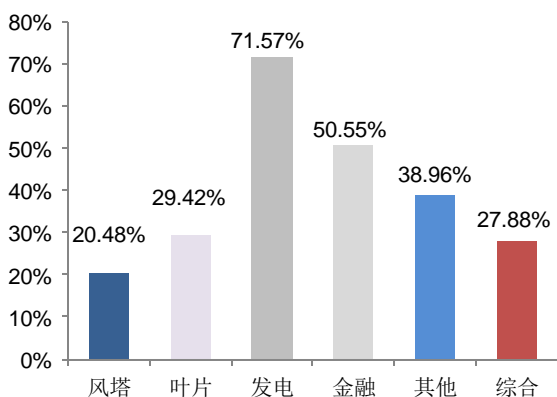
图 7：公司 2018 年营业收入结构



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

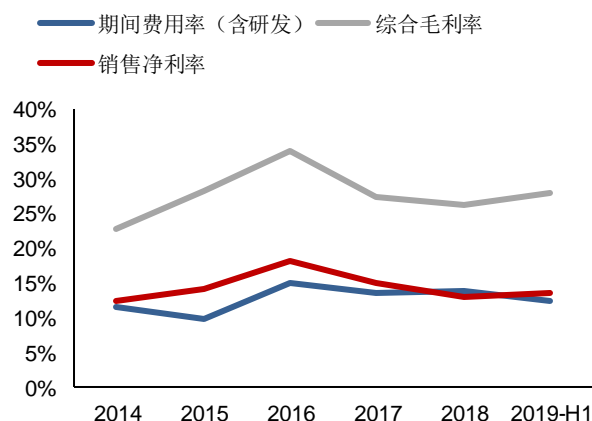
2019 上半年各分项业务中，发电、叶片（含模具）的毛利率分别为 71.57%、29.42%，高于风塔及相关产品（20.48%），如图 8 所示。因此，这两项业务较快成长，一定程度上有助公司优化业务结构，保持较好的盈利水平。2019 上半年，公司的综合毛利率和销售净利率分别为 27.88%和 13.45%，对比过去两年，基本保持稳定，如图 9 所示。

图 8：公司 2019 上半年各分项业务毛利率统计及测算



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 9：公司 2014 年以来盈利水平统计



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

## 2. 收入与成本预测

公司 2018-2021 年的收入与毛利率统计与预测如表 1 所示。

**表 1：公司分项业务收入与成本预测（至 2021 年）**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入（百万元）</b>	<b>3,701.90</b>	<b>5,415.27</b>	<b>6,389.00</b>	<b>7,224.31</b>
年增速		46.28%	17.98%	13.07%
综合毛利率	26.05%	27.41%	27.67%	27.62%
<b>风塔及相关产品</b>				
营业收入（百万元）	3,056.62	4,139.22	4,875.08	5,518.96
年增速	11.60%	35.42%	17.78%	13.21%
毛利率	21.60%	20.42%	20.42%	20.42%
<b>叶片（含模具）</b>				
营业收入（百万元）	250.62	541.41	628.09	714.77
年增速	52.64%	116.02%	16.01%	13.80%
毛利率	20.97%	29.38%	30.23%	29.98%
<b>发电</b>				
营业收入（百万元）	359.70	597.70	742.59	843.48
年增速	50.69%	66.17%	24.24%	13.59%
毛利率	64.14%	68.50%	68.50%	68.50%
<b>融资租赁</b>				
营业收入（百万元）		95.00	95.00	95.00
毛利率		50.00%	50.00%	50.00%
<b>其他</b>				
营业收入（百万元）	34.96	41.95	48.24	52.10
年增速	25.34%	20.00%	15.00%	8.00%
毛利率	59.91%	55.00%	55.00%	55.00%

注：2017 年、2018 年的“营业总收入”不同于表中的“营业收入”，另包含利息收入和手续费及佣金收入。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所预测

### 3. 风险提示

风电的去补贴化进程或不达预期；供应链瓶颈或致风电装机并网不达预期；公司的相关业务拓展和成本费用管控收效或低于预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	4,478.20	6,012.93	7,063.06	8,659.97	9,662.79	<b>营业收入</b>	3,238.35	3,834.03	5,415.27	6,389.00	7,224.31
货币资金	770.54	1,826.34	1,934.04	2,662.60	2,795.42	<b>营业成本</b>	2,301.85	2,737.53	3,930.97	4,620.95	5,229.11
应收账款	1,621.28	1,771.39	2,448.00	2,920.01	3,283.78	营业税金及附加	16.78	30.46	35.54	46.35	49.91
其他应收款	74.37	52.26	73.81	87.08	98.47	营业费用	143.60	181.68	248.37	297.89	334.09
预付款项	181.54	426.27	605.34	917.14	1,212.67	管理费用	152.37	131.83	220.49	239.91	282.71
存货	850.09	941.69	1,401.98	1,618.81	1,848.41	财务费用	136.65	178.33	184.84	203.12	207.69
其他流动资产	665.58	477.87	513.45	370.98	319.27	研发费用	19.52	17.35	24.50	28.91	32.68
<b>非流动资产合计</b>	5,584.73	6,753.61	6,120.80	5,794.50	5,470.30	资产减值损失	25.65	53.43	75.46	89.03	100.67
长期股权投资	280.73	389.15	389.15	389.15	389.15	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,602.52	3,785.58	3,482.73	3,179.89	2,877.04	投资净收益	73.29	48.72	65.00	58.00	62.00
无形资产	249.57	278.09	261.40	245.72	230.97	加:其他收益	30.84	25.26	35.68	42.09	47.60
其他非流动资产	391.27	181.17	0.00	0.00	0.00	<b>营业利润</b>	535.67	529.18	795.92	962.94	1,097.04
<b>资产总计</b>	10,062.92	12,766.54	13,183.86	14,454.47	15,133.09	营业外收入	1.96	1.36	2.50	1.93	2.22
<b>流动负债合计</b>	3,409.32	4,799.65	6,095.45	6,792.90	6,829.60	营业外支出	2.33	2.15	1.00	1.20	1.10
短期借款	1,160.71	1,960.79	2,381.42	2,258.29	1,705.33	<b>利润总额</b>	535.30	528.39	797.42	963.67	1,098.15
应付账款	538.30	642.44	908.28	1,068.65	1,208.76	所得税	58.11	47.43	107.65	108.30	135.83
预收款项	58.08	169.89	278.19	435.24	596.28	<b>净利润</b>	477.20	480.96	689.77	855.37	962.32
一年内到期非流动负债	313.64	172.61	172.61	172.61	172.61	少数股东损益	7.68	11.32	16.23	20.13	22.65
<b>非流动负债合计</b>	1,691.63	2,625.84	1,236.51	1,236.24	1,235.90	归母净利润	469.51	469.64	673.54	835.24	939.67
长期借款	230.00	1,237.36	1,237.36	1,237.36	1,237.36	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	794.10	851.84	0.00	0.00	0.00		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	5,100.95	7,425.49	7,331.95	8,029.15	8,065.51	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	108.83	120.15	136.39	156.52	179.17	营业收入增长	40.31%	18.39%	41.24%	17.98%	13.07%
实收资本(或股本)	1,779.02	1,779.02	1,779.02	1,779.02	1,779.02	营业利润增长	24.17%	-1.21%	50.41%	20.98%	13.93%
资本公积	1,694.42	1,694.42	1,694.42	1,694.42	1,694.42	归母净利润增长	15.51%	0.03%	43.42%	24.01%	12.50%
未分配利润	1,257.43	1,668.36	2,099.56	2,641.94	3,247.82	<b>获利能力</b>					
归母股东权益合计	4,853.14	5,220.90	5,715.52	6,268.81	6,888.42	毛利率(%)	28.92%	28.60%	27.41%	27.67%	27.62%
<b>负债和所有者权益</b>	10,062.92	12,766.54	13,183.86	14,454.47	15,133.09	净利率(%)	14.74%	12.54%	12.74%	13.39%	13.32%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润	4.67%	3.68%	5.11%	5.78%	6.21%
						ROE(%)	9.67%	9.00%	11.78%	13.32%	13.64%
<b>经营活动现金流</b>	-129.98	619.90	699.99	1,375.06	1,259.53	<b>偿债能力</b>					
净利润	477.20	480.96	689.77	855.37	962.32	资产负债率(%)	50.69%	58.16%	55.61%	55.55%	53.30%
折旧摊销	393.89	447.80	0.00	302.85	302.85	流动比率	1.31	1.25	1.16	1.27	1.41
财务费用	136.65	178.33	184.84	203.12	207.69	速动比率	1.06	1.06	0.93	1.04	1.14
应付账款的变化	-680.97	-150.11	-676.61	-472.01	-363.77	<b>营运能力</b>					
预收账款的变化	37.98	111.81	108.31	157.05	161.03	总资产周转率	0.36	0.34	0.42	0.46	0.49
<b>投资活动现金流</b>	-1,447.75	-929.94	771.78	-31.20	-38.84	应收账款周转率	2.53	2.26	2.57	2.38	2.33
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	6.46	6.49	6.98	6.46	6.34
长期股权投资减少	-721.40	-328.68	594.97	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	73.29	48.72	65.00	58.00	62.00	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.26	0.38	0.47	0.53
<b>筹资活动现金流</b>	1,205.73	996.92	-1,364.07	-615.30	-1,087.87	每股净现金流(最新摊薄)	-0.21	0.39	0.06	0.41	0.07
应付债券增加	397.46	57.74	-851.84	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	2.73	2.93	3.21	3.52	3.87
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	24.93	24.93	17.38	14.02	12.46
资本公积增加	0.28	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	2.41	2.24	2.05	1.87	1.70
<b>现金净增加额</b>	-372.00	686.88	107.71	728.56	132.82	EV/EBITDA	12.60	12.21	10.43	8.56	7.41

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：郑丹丹

郑丹丹，华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015 “慧眼识券商” 分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018 “天眼” 中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版与 2017 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

### 分析师：李远山

李远山，西安交通大学学士，清华大学核能科学与工程硕士，曾就职于环保部核与辐射安全中心从事核安全审评研究工作，2016 年加入新时代证券研究所，2019 年加入东兴证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。

## 研究助理简介

### 研究助理：张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事电力设备新能源行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。