

## 风塔出货放量，运营规模扩张 买入（维持）

2019 年 10 月 31 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 曹越

执业证号：S0600519020001

021-60199793

caoy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 3,238 | 4,956 | 6,129 | 7,140 |
| 同比（%）      | 40.3% | 53.0% | 23.7% | 16.5% |
| 归母净利润（百万元） | 470   | 763   | 1036  | 1247  |
| 同比（%）      | 15.5% | 62.4% | 35.9% | 20.3% |
| 每股收益（元/股）  | 0.26  | 0.43  | 0.58  | 0.70  |
| P/E（倍）     | 24.06 | 14.81 | 10.90 | 9.06  |

### 投资要点

- **Q3 盈利 2.1 亿元，符合预期：**2019Q1-3 公司实现营业收入 38.04 亿元，同比增长 51.55%；实现归属母公司净利润 5.46 亿元，同比增长 52.66%。对应 EPS 为 0.31 元。其中 2019Q3 实现营业收入 13.27 亿元，同比增长 48.46%，环比下降 20.09%；实现归属母公司净利润 2.12 亿元，同比增长 82.24%，环比下降 14.24%。2019Q3 对应 EPS 为 0.12 元。
- **风塔出货放量，运营规模扩张：**测算：1) Q3 风塔出货 12 万吨左右，同比增长近 50%，国内装机交付节奏加快。环比来看较 Q2 的 14 万吨略有下滑，主要是跟一季度部分订单延迟及行业交付季节性有关。测算风塔利润 1.1-1.2 亿。2) 叶片 Q3 出货 39 套，磨具 9 套，贡献利润 0.2-0.3 亿元。3) 公司上半年风电场新增并网 215MW，Q3 运营规模同比增加，测算发电量 3 亿 kWh，收入 1.5 亿元左右，贡献净利润 0.5-0.6 亿元。
- **风电抢装加速，风塔、叶片产能增加：**前三季度国内公开招标量已达到 49.9GW，同比增长 108.5%，超过以往年份的年度招标总量。抢招标行情加速，明年将迎来抢装的主升浪。公司太仓、包头、珠海的生产中心均完成了技改扩建，产能加速投放，18 年底公司风塔产能 45 万吨左右、20 年底风塔产能有望达到 60 万吨。18 年 11 月份以来上游原材料价格逐步回落，中游制造的零部件厂盈利能力回升，公司风塔的吨毛利有望继续稳步回升。19 年风塔业务将实现量利齐升。叶片方面，常熟天顺叶片生产基地一期工厂已经正式达产，叶片由代工模式，升级为自主销售模式。
- **Q3 费用率下降，预收大幅增长：**公司 2019Q3 期间费用同比下降 19.71%至 1.19 亿元，期间费用率下降 7.6 个百分点至 8.95%。其中，销售、管理+研发、财务费用率分别下降 1.39、下降 2.45、下降 3.76 个百分点。2019Q3 经营活动现金流量净流入 5.71 亿元，同比增长 26.94%。期末预收款项 5.96 亿元，较期初增长 250.06%。期末应收账款 20.82 亿元，较期初增长 17.53%。期末存货 12.97 亿元，较期初增长 37.72%。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 19-21 年业绩分别为 7.63、10.36、12.47 亿元；同比增长 62.4%、35.9%、20.3%，对应 EPS 为 0.43、0.58、0.70 元，目标价 10.44 元，对应明年 18 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

### 股价走势



### 市场数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元)        | 6.35      |
| 一年最低/最高价      | 3.26/7.86 |
| 市净率(倍)        | 2.00      |
| 流通 A 股市值(百万元) | 11233.19  |

### 基础数据

|             |         |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元)    | 3.18    |
| 资产负债率(%)    | 58.40   |
| 总股本(百万股)    | 1779.02 |
| 流通 A 股(百万股) | 1769.01 |

### 相关研究

- 1、《天顺风能（002531）：抢装强度高，业绩弹性大》2019-08-26
- 2、《天顺风能（002531）：吨毛利反弹，产能快速布局》2019-04-25
- 3、《天顺风能（002531）：吊装起量，盈利回升》2019-02-27

天顺风能三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)        |                |                |                |                | 利润表 (百万元)        |               |               |               |               |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                    | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |                  | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
| <b>流动资产</b>        | <b>4478.2</b>  | <b>6951.6</b>  | <b>8775.2</b>  | <b>9088.6</b>  | <b>营业收入</b>      | <b>3238.3</b> | <b>4956.0</b> | <b>6128.7</b> | <b>7139.9</b> |
| 现金                 | 770.5          | 900.0          | 1200.0         | 956.8          | 减: 营业成本          | 2301.8        | 3485.8        | 4079.3        | 4668.1        |
| 应收账款               | 1766.2         | 2579.8         | 3190.3         | 3716.7         | 营业税金及附加          | 16.8          | 24.8          | 30.6          | 35.7          |
| 存货                 | 850.1          | 955.0          | 1117.6         | 1278.9         | 营业费用             | 143.6         | 212.1         | 245.1         | 271.3         |
| 其他流动资产             | 1091.3         | 2516.8         | 3267.3         | 3136.1         | 管理费用             | 158.2         | 206.6         | 241.2         | 258.2         |
| <b>非流动资产</b>       | <b>5584.7</b>  | <b>8429.1</b>  | <b>10546.7</b> | <b>12548.7</b> | 财务费用             | 136.7         | 235.2         | 448.4         | 582.4         |
| 长期股权投资             | 280.7          | 414.1          | 547.4          | 680.8          | 资产减值损失           |               |               |               |               |
| 固定资产               | 3977.6         | 6696.9         | 8689.6         | 10566.5        | 加: 投资净收益         | 73.3          | 50.0          | 70.0          | 70.0          |
| 在建工程               |                |                |                |                | 其他收益             | -18.9         | -21.7         | -21.7         | -21.7         |
| 无形资产               | 249.6          | 241.3          | 232.9          | 224.6          | <b>营业利润</b>      | <b>535.7</b>  | <b>819.9</b>  | <b>1132.3</b> | <b>1372.5</b> |
| 其他非流动资产            | 1076.8         | 1076.8         | 1076.8         | 1076.8         | 加: 营业外净收支        | -0.4          | 50.0          | 50.0          | 50.0          |
| <b>资产总计</b>        | <b>10062.9</b> | <b>15380.7</b> | <b>19322.0</b> | <b>21637.2</b> | <b>利润总额</b>      | <b>535.3</b>  | <b>869.9</b>  | <b>1182.3</b> | <b>1422.5</b> |
| <b>流动负债</b>        | <b>3409.3</b>  | <b>8398.2</b>  | <b>11899.6</b> | <b>13189.7</b> | 减: 所得税费用         | 58.1          | 95.7          | 130.1         | 156.5         |
| 短期借款               | 1474.4         | 5624.3         | 8921.6         | 9771.2         | 少数股东损益           | 7.7           | 11.6          | 15.8          | 19.0          |
| 应付账款               | 1706.5         | 2005.5         | 2347.0         | 2685.8         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>469.5</b>  | <b>762.6</b>  | <b>1036.5</b> | <b>1247.1</b> |
| 其他流动负债             | 228.4          | 768.3          | 631.0          | 732.7          | EBIT             | 623.8         | 1035.1        | 1540.7        | 1914.9        |
| <b>非流动负债</b>       | <b>1691.6</b>  | <b>1711.6</b>  | <b>1731.6</b>  | <b>2251.6</b>  | EBITDA           | 773.9         | 1251.2        | 1898.6        | 2400.5        |
| 长期借款               | 230.0          | 230.0          | 230.0          | 230.0          |                  |               |               |               |               |
| 其他非流动负债            | 1461.6         | 1481.6         | 1501.6         | 2021.6         |                  |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>        | <b>5101.0</b>  | <b>10109.8</b> | <b>13631.2</b> | <b>15441.3</b> | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2018</b>   | <b>2019E</b>  | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>  |
| 少数股东权益             | 108.8          | 112.7          | 118.0          | 124.3          | 每股收益 (元)         | 0.26          | 0.43          | 0.58          | 0.70          |
|                    |                |                |                |                | 每股净资产 (元)        | 2.73          | 2.90          | 3.13          | 3.41          |
| 归属母公司股东权益          | 4853.1         | 5158.2         | 5572.8         | 6071.6         | 发行在外股份 (百万股)     | 1779.0        | 1779.0        | 1779.0        | 1779.0        |
| <b>负债和股东权益</b>     | <b>10062.9</b> | <b>15380.7</b> | <b>19322.0</b> | <b>21637.2</b> | ROIC (%)         | 9.1%          | 10.1%         | 10.5%         | 10.8%         |
|                    |                |                |                |                | ROE (%)          | 9.7%          | 14.8%         | 18.6%         | 20.5%         |
|                    |                |                |                |                | 毛利率 (%)          | 28.4%         | 29.2%         | 32.9%         | 34.1%         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2018</b>    | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>   | <b>2021E</b>   | 销售净利率 (%)        | 14.5%         | 15.4%         | 16.9%         | 17.5%         |
| 经营活动现金流            | -130.0         | -498.1         | 130.1          | 1673.0         | 资产负债率 (%)        | 50.7%         | 65.7%         | 70.5%         | 71.4%         |
| 投资活动现金流            | -1447.8        | -3064.8        | -2505.6        | -2517.5        | 收入增长率 (%)        | 40.3%         | 53.0%         | 23.7%         | 16.5%         |
| 筹资活动现金流            | 1205.7         | 3692.4         | 2675.4         | 601.4          | 净利润增长率 (%)       | 15.5%         | 62.4%         | 35.9%         | 20.3%         |
| 现金净增加额             | -398.1         | 129.5          | 300.0          | -243.2         | P/E              | 24.06         | 14.81         | 10.90         | 9.06          |
| 折旧和摊销              | 150.2          | 216.1          | 357.9          | 485.6          | P/B              | 2.33          | 2.19          | 2.03          | 1.86          |
| 资本开支               | -1238.6        | -2931.4        | -2372.2        | -2384.2        | EV/EBITDA        | 21.19         | 17.11         | 13.13         | 11.14         |
| 营运资本变动             | -765.9         | -1510.7        | -1299.5        | -96.0          |                  |               |               |               |               |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

