

增持

——维持

日期：2019年11月05日

行业：电气设备和新能源



分析师：洪麟翔
Tel: 021-53686178
E-mail: honglinxiang@shzq.com
SAC 证书编号：S0870518070001
研究助理：孙克遥
Tel: 021-53686135
E-mail: sunkeyao@shzq.com
SAC 证书编号：S0870118050004

基本数据（截至2019年10月30日）

报告日股价（元）	6.35
12mth A 股价格区间（元）	3.24-7.86
总股本（百万股）	1779.02
无限售 A 股/总股本	99.44%
流通市值（百万元）	11233.19
每股净资产（元）	3.18

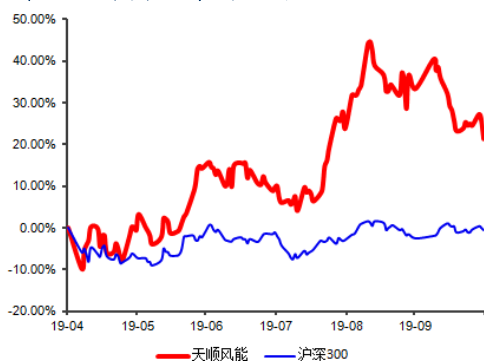
主要股东（2019Q3）

上海天神投资管理有限公司	29.81%
Real Fun Holdings	20.98%

收入结构（2019H1）

风塔	75.67%
发电	11.22%
叶片	10.21%

最近6个月股票与沪深300比较



报告编号：SKY19-TSFN02

首次报告日期：

天顺风能（002531）

证券研究报告/公司研究/公司动态

业绩高速增长，现金流持续向好

■ 公司动态事项

公司发布2019年三季报。2019年前三季度，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%；经营性现金净流量6.10亿元，同比大幅增长93.42%。

■ 事项点评

Q3 业绩符合预期，经营性现金流持续向好

2019年三季度公司实现营业收入13.27亿元，同比增长48.46%，环比下滑18.88%；实现归母净利润2.12亿元，同比增长82.23%，环比下滑14.24%。三季度公司整体业务毛利率17.14%，同比下滑2.64个百分点，环比下滑1.86个百分点。期间费用率10.15%，同比改善6.40个百分点，环比改善0.71个百分点。公司Q3净利率达15.97%，同比增2.96个百分点，环比增0.87个百分点。Q3公司经营性现金流5.71亿元，环比增150.44%，主要系公司运营资金管理效果明显，营业收入增长，销售款回笼及时所致。

风电行业回暖，风塔出货量、在手订单量大幅增长

公司主营产品风力发电塔架处于全球领航地位，主要客户为Vestas、GE、SGRE、金风科技、远景等全球领先风电整机厂商以及国内各大电力集团。2019年风电行业景气度回升，1-9月份，国内风电公开招标49.9GW，同比增长108.5%。受益于行业回暖，公司风塔等产品产销两旺。2019年上半年，公司风塔及相关产品生产量22.24万吨，同比增加43.39%；销售量20.38万吨，同比增加21.74%。截至2019年三季度末，公司账面预收款达5.96亿元，较年中增长116.73%，系公司新增风塔订单所收取的合同进度款。公司三季度末存货12.97亿元，较年中增长22.94%，主要系公司在手未交付订单形成的在产品、产成品库存较大所致。

风电叶片量利齐升，发电业务利润高速增长

2019年上半年，公司风电叶片业务实现营业收入2.53亿元，同比大幅增长341.28%；业务毛利率29.42%，同比增长3.35个百分点，主要由于行业需求回暖，叠加叶片大型化的长期趋势，国内大型风电叶片的供应出现了一定程度的紧缺，同时公司新建常熟叶片长产能利用率持续上升，摊薄了制造费用。公司在风电场开发领域取得较大进展。截至8月26日，公司2019年新增并网容量为215MW，累计并网容量680MW，在手已核准项目199.4MW，后续业绩增量可期。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2019、2020和2021年营业收入分别为55.21亿元、69.21亿元和82.38亿元，增速分别为43.99%、25.37%和19.01%；归属于母公司股东净利润分别为7.43亿元、10.41亿元和13.12亿元，增速分别为58.25%、40.14%和26.01%；全面摊薄每股EPS分别为0.42元、0.59元和0.74元，对应PE为15.20倍、10.85倍和8.61倍。三北解禁、下游抢装，风电行业复苏；公司产品量利齐升，风塔、叶片、发电三大业务齐头并进，我们看好公司未来成长性。未来六个月，维持公司“增持”评级。

■ 风险提示

风电需求复苏不达预期，上游钢材等原材料价格波动超预期，新增产能释放不及预期等，海外贸易不确定性。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3834.03	5520.62	6921.43	8237.50
增长率(%)	18.39%	43.99%	25.37%	19.01%
归属母公司股东净利润	469.64	743.19	1041.49	1312.39
增长率(%)	0.03%	58.25%	40.14%	26.01%
每股收益(元)	0.26	0.42	0.59	0.74
市盈率(X)	24.42	15.20	10.85	8.61

数据来源：Wind 上海证券研究所 (2019年10月30日收盘价)

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1209	552	692	1061
应收和预付款项	2289	3023	3099	3782
存货	942	1439	1342	1924
其他流动资产	950	950	950	950
长期股权投资	389	455	515	565
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	5150	5039	4798	4463
无形资产和开发支出	1397	304	273	242
其他非流动资产	87	755	701	701
资产总计	24042	12517	12370	13688
短期借款	1961	1285	668	0
应付和预收款项	2555	3718	4181	5083
长期借款	2089	852	0	0
其他负债	708	708	708	708
负债合计	13024	6563	5556	5792
股本	1779	1779	1779	1779
资本公积	1644	1644	1644	1644
留存收益	1797	2397	3237	4295
归属母公司股东权益	5221	5820	6660	7718
少数股东权益	120	134	153	178
股东权益合计	5341	5954	6814	7896
负债和股东权益合计	24042	12517	12370	13688

现金流量表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	1579	1458	2285	1650
投资活动产生现金流量	-930	-485	-405	-353
融资活动产生现金流量	997	-2213	-1739	-928
现金流量净额	-133	-1240	140	369

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3834	5521	6921	8237
营业成本	2738	3928	4866	5714
营业税金及附加	30	45	57	68
营业费用	182	274	343	412
管理费用	132	210	263	329
财务费用	178	167	82	23
资产减值损失	53	33	33	33
投资收益	49	66	60	50
其他收益	25	0	0	0
营业利润	529	930	1337	1708
营业外收支净额	-1	17	17	17
利润总额	528	984	1392	1763
所得税	47	227	331	426
净利润	481	757	1061	1337
少数股东损益	11	14	19	25
归属母公司股东净利润	470	743	1041	1312

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	26.05%	28.84%	29.69%	30.63%
EBIT/销售收入	17.90%	20.65%	21.09%	21.48%
销售净利率	12.43%	13.71%	15.33%	16.23%
ROE	8.59%	12.77%	15.64%	17.00%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.27	1.15	1.21	1.47
速动比率	0.87	0.69	0.76	0.92
总资产周转率	0.29	0.44	0.56	0.60
应收账款周转率	2.04	2.16	2.90	2.66
存货周转率	2.91	2.73	3.63	2.97

数据来源：Wind 上海证券研究所

分析师承诺

洪麟翔 孙克遥

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。