



天顺风能(002531.SZ)

【粤开电新公司点评】天顺风能：风电主业促利润快速增长，产能继续扩张保证未来成长性

2020年01月16日

事项：

买入(维持)

当前价：6.57元

目标价：8元

分析师：韩晨 CFA

执业编号：S0300518070003

电话：021-51759955

邮箱：hanchen@y kzq.com

相关研究

《【联讯电新公司点评】天顺风能：产能稳步增长，2019年业绩将有明显改善》2019-04-25

《【联讯电新公司点评】天顺风能：产能扩张效果明显，上半年业绩高速增长》2019-08-26

《【联讯电新公司点评】天顺风能：产能扩张带动前三季度实现高速增长，符合预期》2019-10-31

◇ 公司 2019 年净利润预计增长 50%-70%，符合预期

公司公告，2019 年公司归母净利润预计增长 50%-70%，达到 7.04 亿-7.98 亿元；单季度预计归母净利润达到 1.8 亿-2.72 亿，符合预期。

公司业绩实现快速增长主要原因为，2019 年风电设备行业需求显著上升，公司近两年适时进行产能扩张，新能源设备制造板块的塔筒、叶片及模具产销量较 2018 年增长较为显著。公司新能源开发板块风电场并网容量规模较 2018 年上升，且新疆地区风电场弃风率有所下降。

◇ 风塔产能稳步扩张，吨毛利反弹

公司产能提升主要因为太仓工厂、包头工厂、珠海工厂改扩建完成，公司产能达到 50 万吨以上。另外公司在山东鄄城新建风塔产能 10 万吨，顺利投产。此外公司海外完成收购新的基地，产能 10 万吨，用以扩张海外产能。近期，公司公布内蒙古乌兰察布地区建设 12 万吨陆上风塔产能，及规划在江苏射阳面向海上风电市场投资 16 亿元，建设 25 万吨海工装备产能计划。

公司 18 年风塔产能处于调整期，影响公司全年的产销量，目前产能调整完毕，19 年产量预计增长 25%以上，并且风塔吨毛利恢复正常水平，后续风塔业务吨毛利将会进一步提高。公司产能扩张继续，未来有望达到 80 万吨以上，公司风塔业绩将保持快速增长。

◇ 新增 215MW 运营风场，风场运营增长确定性高

公司新增风场 215MW，已建成并投入运营风电场共计 680MW，计划开工 199.4MW。公司菏泽李村二期风电场实现并网发电，南阳桐柏歇马岭风电场实现全部并网发电，山东鄄城 150MW 项目全部完成并网。近两年，公司风场运营容量持续增加，将给公司带来稳定的收入增长，公司新疆哈密项目未来弃风率下降也将给公司利润带来不小增量。

◇ 常熟一期达产，营收、毛利率显著增长，未来空间较大

2018 年，公司常熟天顺叶片生产基地一期工厂正式投产，产能爬坡基本完成。公司叶片毛利率达到 29.42%，同比增加 3.35 个百分点。2019 年上半年，由于行业需求有所回暖，叠加风电设备大型化的长期趋势，国内大型风电叶片的供应出现了一定程度的紧缺。公司将持续关注叶片市场的整体供求和区域发展状态，并结合自身的客户开拓情况，适时进行叶片板块的产能扩张。目前，公司叶片业务客户以国内客户为主，未来将会开拓海外市场，并伺机启动二期项目，叶片业务仍有较大上升空间。

◇ 投资建议

我们认为公司 18 年风塔业绩受产能及吨毛利影响未出现明显增长，2019 年明显改善，预计 2019-2021 年归母净利润为 7.57/10.6/13.72 亿元。EPS 为 0.43/0.60/0.77 元，维持目标价 8.00 元，给予“买入”评级。



◇ 风险提示

海外市场新增装机量下滑,影响公司海外风塔业务,公司海外订单不能保持正增长;弃风率没有得到改善,风电投资受到政策约束,国内新增装机没有增长,影响行业需求;钢价大幅上涨。



附录：公司财务预测表（百万元）

合并利润表					资产负债表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,702	5,085	6,556	7,872	货币资金	1,792	1,271	1,639	2,002
营业成本	2,738	3,567	4,594	5,467	银行存款	0	0	0	0
营业毛利	964	1,519	1,961	2,405	应收款项	1,810	2,594	3,084	3,733
营业税金及附加	30	36	46	55	存货	942	993	1,499	1,466
营业费用	182	271	350	420	其他流动资产	1,428	1,336	1,678	1,551
管理费用	132	188	243	291	流动资产	5,972	6,193	7,900	8,752
财务费用	178	187	149	118	长期投资	389	389	389	389
资产减值损失	53	33	33	33	固定资产	3,786	4,981	4,811	4,642
联营公司收益	0	0	0	0	其他长期资产	2,508	1,090	1,036	1,036
其他投资收益	115	50	50	50	总资产	12,655	12,672	14,154	14,837
营业外收入	(1)	0	0	0	短期借款	1,961	1,103	444	-0
EBITDA	865	1,231	1,530	1,792	应付款项	2,311	2,692	3,753	3,917
税前净利	528	854	1,191	1,537	预收帐款	189	41	255	101
所得税	47	85	119	154	其他流动负债	228	247	247	247
税后净利	481	769	1,072	1,384	流动负债	4,689	4,083	4,700	4,265
归属母公司股东净利	470	757	1,060	1,372	长期借款	2,089	2,089	2,089	2,089
基本 EPS (RMB)	0.26	0.43	0.60	0.77	其他长期负债	535	535	535	535
完全稀释 EPS (RMB)	0.26	0.43	0.60	0.77	总负债	7,313	6,708	7,324	6,889
现金股利 (RMB)	0.00	0.08	0.12	0.15	普通股股本	1,779	1,779	1,779	1,779
年成长率(%)					公积	1,644	1,644	1,644	1,644
营业收入	16.8	37.4	28.9	20.1	股东权益	5,341	5,963	6,830	7,948
营业毛利	11.1	57.5	29.1	22.6	负债加股东权益	12,655	12,672	14,154	14,837
税前净利	(1.3)	61.7	39.4	29.1					
税后净利	0.0	61.2	40.0	29.4	现金流量表				
基本 EPS	0.0	63.6	40.0	29.4	税后净利	481	769	1,072	1,384
获利能力(%)					折旧与摊提	203	190	190	136
毛利率	26.1	29.9	29.9	30.5	营运资金增减	(136)	(508)	(64)	(481)
税前净利率	14.3	16.8	18.2	19.5	其他	91	220	183	151
税后净利率	12.7	14.9	16.2	17.4	来自营运之现金流量	639	671	1,381	1,191
EBITDA 率	23.4	24.2	23.3	22.8	资本支出	(1,079)	0	0	0
					投资收益	23	0	0	0
					其他	126	0	0	0
比率分析					来自投资之现金流量	(930)	0	0	0
ROE (%)	8.6	13.0	15.8	17.6	自由现金流量	(441)	671	1,381	1,191
ROA (%)	5.2	8.2	9.5	11.2	借款增(减)	0	(858)	(658)	(444)
ROIC (%)	8.8	11.2	13.4	16.1	现金股利与利息支出	0	(333)	(355)	(384)
P/E (x)	22.2	13.2	9.4	7.3	现金增资	0	0	0	0
P/S (x)	2.7	2.0	1.5	1.3	其他	997	0	0	0
P/B (x)	1.9	1.7	1.5	1.3	来自融资之现金流量	997	(1,191)	(1,013)	(828)
EV/EBITDA (x)	15.2	10.7	8.2	6.7	汇率调整	1	0	0	0
股息率 (%)	0.0	1.5	2.1	2.7	本期产生之现金流量	707	(520)	368	363

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



分析师简介

韩晨，同济大学工学硕士，2018年5月加入粤开证券，现任电力设备与新能源行业首席分析师，证书编号：S0300518070003。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.ykzq.com