



2020-04-24

公司点评报告

买入/维持

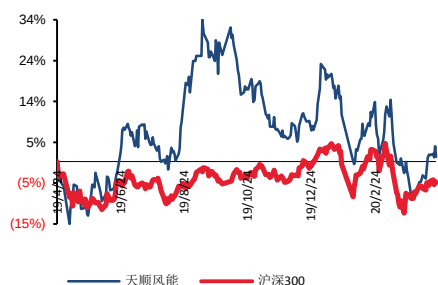
天顺风能(002531)

昨收盘: 5.62

工业 资本货物

业绩高增，积极推进多元化布局

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,779/1,769
总市值/流通(百万元)	9,998/9,942
12 个月最高/最低(元)	7.45/4.77

相关研究报告:

天顺风能(002531)《天顺风能(002531)中报点评—盈利能力有所提升,中报业绩超预期》
--2019/08/27

证券分析师: 张文臣

电话: 010-88321731

E-MAIL: zhangwc@tpyzq.com

执业资格证书编码:

证券分析师: 周涛

电话: 010-88321940

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120001

证券分析师: 刘晶敏

电话: 010-88321616

事件: 公司公布 2019 年年报, 报告期内实现营业收入 59.67 亿元, 同比增长 61.18%; 归属于上市公司股东的净利润 7.47 亿元, 同比增长 58.95%; 基本每股收益 0.42 元。拟向全体股东每 10 股派 1 元(含税)。

塔筒产能销量双升, 龙头地位稳固。报告期内, 公司塔筒板块产能显著提升, 公司风塔及相关产品生产量 50.55 万吨, 同比+33.6%; 销售量 50.65 万吨, 同比+33.3%, 毛利率 19.17%, 保持平稳。2019 年 4 月投资建设的郓城塔筒厂于 12 月正式投产, 提高公司在本轮抢装潮内的产品供应能力, 有助于更好地参与山东、河南等周边地区风电产业的发展。根据 2020Q1 业绩预告, 公司一季度预计净利润约 1.31 亿元~1.39 亿元, 同比增长 50.0%~60.0%, 新能源设备板块在新冠疫情的环境下, 交付量基本持平。疫情对风电项目开工、物流运输产生一定影响, 但整体可控, 全年抢装趋势不改, 在平价大基地及海上风电高景气的带动下, 行业景气仍有望维持。公司今年 1 月表示将在内蒙古乌兰察布、江苏射阳投资扩产, 预计新增总计 37 万吨风塔及海工装备产能, 进一步夯实龙头地位。

大叶片产能扩张加速。2019 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一定程度的紧缺。公司全年叶片生产 713 套, 同比+159.3%; 销售 721 套, 同比+171.1%; 模具生产 36 套, 同比+38.5%; 销售 42 套, 同比+133.3%。叶片类产品毛利率 31.34%, 同比提升 10.45pct, 公司常熟叶片基地 2018 年上半年投产后, 经营业绩良好, 积累了丰富的制造经验。2019 年 8 月, 公司与濮阳县人民政府签订投资协议, 拟投资建设天顺风能(濮阳)风电叶片项目, 有望进一步提高公司在国内叶片市场的份额。

发电业务收入稳步增长, 在手核准项目充足。报告期内, 公司完成并网风电场规模 215MW, 截至年底, 公司累计并网风电场规模 680MW, 同比+46%; 在建风电场规模为 179.4MW。公司将在开发建设的基础上, 探索轻资产服务业务, 逐步拓展至开发建设服务、能源资产管理服务和综合能源服务领域。

公司期间费用控制良好, 研发费用保持在合理水平。报告期内, 公司期间费用率 10.87% (同比下降 2.88pct), 销售/管理/财务费用率均有

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516050001

所下降,其中销售费用约 28 亿,同比增加 54.65%,主要因业务增长运费增加所致;研发投入 2.38 亿,同比提升约 75.35%,研发投入占营收比例提升至 3.98%。我们认为,公司各项费用保持了合理的规模,期间费用控制良好,看好研发投入持续转化为产品和业绩的潜力。

盈利预测: 公司塔筒优势明显,叶片加速产能扩张,风电场运营稳步推进,不断拓宽业务领域。预计随着风电行业景气度的进一步回升,业绩有望进一步提升。预计公司 2019-2021 年净利润分别为 9.98、11.5 和 12.24 亿元,对应 EPS0.56、0.65 和 0.69 元/股,对应 PE10、9 和 8 倍,给予“买入”评级。

风险提示: 叶片、塔筒价格下降风险,规模扩张带来的管理风险,风电行业政策风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6058	6868	7538	7817
(+/-%)	58%	13%	10%	4%
净利润(百万元)	747	998	1150	1224
(+/-%)	59%	34%	15%	6%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.56	0.65	0.69
市盈率(PE)	13	10	9	8

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3834	6058	6868	7538	7817	成长性					
减: 营业成本	2738	4395	5033	5469	5639	营业收入增长率	18%	58%	13%	10%	4%
营业税费	30	20	23	25	26	营业利润增长率	-1%	65%	28%	15%	7%
销售费用	182	281	316	351	362	净利润增长率	0%	59%	34%	15%	6%
管理费用	132	153	190	209	216	EBITDA增长率	12%	80%	-9%	12%	5%
财务费用	178	184	166	176	175	EBIT增长率	11%	86%	-8%	14%	6%
资产减值损失	53	96	86	77	70	NOPLAT增长率	7%	43%	24%	14%	5%
加: 公允价值变动收益	0	21	0	0	0	投资资本增长率	17%	18%	-9%	8%	-13%
投资和汇兑收益	49	68	62	55	50	净资产增长率	8%	11%	19%	16%	15%
营业利润	529	873	1116	1285	1378	利润率					
加: 营业外净收支	(1)	5	5	6	7	毛利率	29%	27%	27%	27%	28%
利润总额	528	878	1121	1291	1384	营业利润率	14%	14%	16%	17%	18%
减: 所得税	47	114	122	141	161	净利率	12%	12%	15%	15%	16%
净利润	470	747	998	1150	1224	EBITDA/营业收入	24%	27%	22%	22%	23%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	20%	23%	19%	19%	20%
货币资金	1826	1263	2060	3392	3908	运营效率					
交易性金融资产	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	300	269	274	244	227
应收账款	1824	2427	3225	2912	3182	流动营业资本周转天数	121	82	83	86	84
应收票据	39	0	143	70	49	流动资产周转天数	493	351	380	421	442
预付账款	426	391	555	531	545	应收帐款周转天数	165	126	148	147	140
存货	942	898	1808	1129	1678	存货周转天数	84	55	71	70	65
其他流动资产	956	839	902	899	880	总资产周转天数	1,072	768	750	742	740
可供出售金融资产	123	0	0	0	0	投资资本周转天数	555	414	378	343	322
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	389	426	426	426	426	ROE	9.0%	12.9%	14.2%	14.0%	13.0%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROA	3.8%	5.9%	6.4%	7.4%	7.4%
固定资产	3786	5280	5171	5035	4830	ROIC	11.8%	14.4%	15.1%	18.9%	18.4%
在建工程	1364	223	112	22	0	费用率					
无形资产	278	301	293	284	276	销售费用率	4.7%	4.6%	4.6%	4.7%	4.6%
其他非流动资产						管理费用率	3.4%	2.5%	2.8%	2.8%	2.8%
资产总额	12767	13066	15568	15516	16610	财务费用率	4.7%	3.0%	2.4%	2.3%	2.2%
短期债务	1961	1740	1500	1741	1375	三费/营业收入	12.8%	10.2%	9.8%	9.8%	9.6%
应付账款	717	812	1461	1011	1296	偿债能力					
应付票据	1669	1171	3087	1523	2866	资产负债率	58.2%	54.5%	54.7%	47.2%	43.3%
其他流动负债						负债权益比	139.0%	119.7%	120.9%	89.2%	76.3%
长期借款	1237	1817	702	1242	0	流动比率	1.25	1.19	1.29	1.75	1.61
其他非流动负债						速动比率	1.06	1.01	1.02	1.53	1.34
负债总额	7425	7118	8520	7317	7188	利息保障倍数	4.19	7.60	7.71	8.30	8.86
少数股东权益	120	138	138	138	138	分红指标					
股本	1779	1779	1779	1779	1779	DPS(元)	0.06	-	-	-	-
留存收益	3482	4133	5132	6282	7505	分红比率	22.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	5341	5948	7049	8199	9422	股息收益率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	481	764	998	1150	1224	EPS(元)	0.26	0.42	0.56	0.65	0.69
加: 折旧和摊销	203	305	229	234	236	BVPS(元)	2.93	3.27	3.88	4.53	5.22
资产减值准备	53	96	0	0	0	PE(X)	21	13	10	9	8
公允价值变动损失	0	(21)	0	0	0	PB(X)	2	2	1	1	1
财务费用	94	186	166	176	175	P/FCF	8	(22)	17	8	20
投资收益	(49)	(68)	(62)	(55)	(50)	P/S	3	2	1	1	1
少数股东损益	11	18	0	0	0	EV/EBITDA	10	8	7	6	4
营运资金的变动	139	(940)	560	(736)	687	CAGR(%)	33.7%	17.0%	27.9%	33.7%	17.0%
经营活动产生现金	620	849	1892	769	2272	PEG	0.6	0.8	0.4	0.3	0.5
投资活动产生现金	(930)	(916)	21	23	85	ROIC/WACC	1.1	1.3	1.4	1.7	1.6
融资活动产生现金	997	(424)	(1115)	540	(1841)	REP	1.3	1.3	1.1	0.7	0.7

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。