

天顺风能 (002531)

公司研究/点评报告

风电抢装趋势明确，业绩有望快速增长

一天顺风能 2020 年三季报点评

点评报告/电力设备与新能源行业

2020 年 10 月 27 日

一、事件概述

10 月 26 日，公司发布三季报，2020 年前三季度实现营收 54.42 亿元，同比增长 43.07%，归母净利润 8.09 亿元，同比增长 48.20%。公司第三季度实现营收 22.19 亿元，同比增长 67.23%；归母净利润 2.66 亿元，同比增长 25.50%。

二、分析与判断

➤ 风电抢装趋势明确，公司在手订单饱满

2019 年国内风机招标规模巨大，今年下半年以来抢装趋势明确，预计今年新增装机有望达到 30GW 以上，明年风电装机有望持续快速增长。随着并网时点临近，风电下半年装机开始提速，其中 9 月新增并网容量 3.02GW，同比增加 52%，环比增加 104%。在行业抢装的大背景下，公司在手订单饱满。三季度末公司存货 15.03 亿元，较年初增长 67.34%，主要是为在手订单备货，预计随着四季度行业抢装在手订单逐步交付，业绩将快速增长。公司 Q3 毛利率 26.44%，同比下降 0.70pct，环比下降 3.70pct，我们预计主要是由于钢材价格上涨。

➤ 拟发行股份收购苏州天顺风能叶片少数股东股权，助力叶片业务发展

公司 8 月 31 日发布公告，拟通过向昆山新长征发行股份及支付现金的方式，购买其持有的苏州天顺风能叶片技术有限公司 20% 股权，收购完成后风电叶片子公司将成为公司 100% 控股子公司。风电叶片子公司 2019 年、2020 上半年归母净利润分别为 1.34、0.97 亿，业绩承诺为 2020-2022 年累计扣非后净利润不低于 5.7 亿元。昆山新长征为风电叶片子公司董事、高级管理人员及核心员工的持股平台，本次收购有利于增强对叶片子公司的董事、高管及核心技术人员激励作用，改善管理效能，进一步助力叶片业务发展。

➤ 在建工程大增，风电场业务明年有望快速增长

公司三季度末在建工程为 9.64 亿元，较年初增长 331.94%，主要在建项目为滨州沾化冯家镇 59.4MW 项目，宣城沈村 50MW 项目、东明武胜 50MW 项目以及李村镇 20MW 风电项目，预计 2021 年起可全年贡献业绩。目前公司累计并网容量达 680MW，年底有望增至 859.4MW，为公司提供丰厚的稳定收益。

➤ 期间费用显著下降盈利能力同比提升，经营性现金流同比下降

公司前三季度期间费用率为 11.17%，同比下降 0.37pct，其中销售/管理/研发/财务费用率为 4.08%/3.34%/0.33%/3.42%，同比-0.42/-0.04/-0.25/+0.35pct，盈利能力略有提升。前三季度经营活动产生的现金流量净额-4.39 亿元，同比下降 171.97%，主要是由于一季度公司有较大金额的银票到期兑付，采购支出增加。

三、投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.39、12.60、14.17 亿元，同比增长 39.1%、21.3%、12.4%，EPS 为 0.58、0.71、0.80 元，对应估值 13.9、11.5、10.2 倍 PE，公司市场份额持续提升，参考风电（中信）板块 TTM 市盈率为 27.61 倍，考虑到公司的长期成长空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

海外疫情持续时间超预期，行业装机增长低于预期，原材料价格波动超预期。

推荐

首次评级

当前价格： 8.13
交易数据 2020-10-26

近 12 个月最高/最低(元)	9.46/4.97
总股本(百万股)	1779.02
流通股本(百万股)	1769.01
流通股比例(%)	99%
总市值(亿元)	144.63
流通市值(亿元)	143.82

该股与沪深 300 走势比较


资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号： S0100520080001

电话： 021-60876734

邮箱： yuxiao@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,058	7,913	9,225	10,360
增长率（%）	58.0%	30.6%	16.6%	12.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	747	1,039	1,260	1,417
增长率（%）	59.0%	39.1%	21.3%	12.4%
每股收益（元）	0.42	0.58	0.71	0.80
PE（现价）	19.4	13.9	11.5	10.2
PB	2.5	2.2	1.9	1.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,058	7,913	9,225	10,360
营业成本	4,446	5,750	6,699	7,539
营业税金及附加	20	27	31	35
销售费用	281	364	424	477
管理费用	153	237	231	259
研发费用	32	44	51	57
EBIT	1,126	1,491	1,789	1,993
财务费用	184	238	261	282
资产减值损失	(96)	(43)	(46)	(44)
投资收益	68	70	60	60
营业利润	873	1,224	1,485	1,670
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	878	1,227	1,488	1,673
所得税	114	160	193	218
净利润	764	1,068	1,295	1,456
归属于母公司净利润	747	1,039	1,260	1,417
EBITDA	1,432	1,840	2,198	2,460
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1263	240	394	491
应收账款及票据	2361	3007	3505	3937
预付款项	391	489	569	641
存货	930	1352	1537	1715
其他流动资产	741	741	741	901
流动资产合计	5817	6030	7104	8079
长期股权投资	426	496	556	616
固定资产	5280	6636	7401	8676
无形资产	301	313	319	325
非流动资产合计	7249	8723	9359	10191
资产合计	13066	14753	16463	18270
短期借款	1740	1740	1740	1740
应付账款及票据	1960	2530	2947	3317
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	4892	5640	6183	6662
长期借款	1817	1867	1917	1967
其他长期负债	15	15	15	15
非流动负债合计	2226	2276	2326	2376
负债合计	7118	7915	8509	9037
股本	1779	1779	1779	1779
少数股东权益	138	167	202	241
股东权益合计	5948	6838	7954	9232
负债和股东权益合计	13066	14753	16463	18270

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	58.0%	30.6%	16.6%	12.3%
EBIT 增长率	64.0%	32.4%	20.0%	11.4%
净利润增长率	59.0%	39.1%	21.3%	12.4%
盈利能力				
毛利率	26.6%	27.3%	27.4%	27.2%
净利率	12.3%	13.1%	13.7%	13.7%
总资产收益率 ROA	5.7%	7.0%	7.7%	7.8%
净资产收益率 ROE	12.8%	15.6%	16.3%	15.8%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.2
速动比率	1.0	0.8	0.9	1.0
现金比率	0.3	0.0	0.1	0.1
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	122.8	123.0	130.0	135.0
存货周转天数	75.8	70.0	75.0	75.0
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.6	0.7	0.8
每股净资产	3.3	3.7	4.4	5.1
每股经营现金流	0.4	0.5	0.8	0.9
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	19.4	13.9	11.5	10.2
PB	2.5	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	11.9	9.8	8.2	7.3
股息收益率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	764	1,068	1,295	1,456
折旧和摊销	336	246	303	364
营运资金变动	(472)	(492)	(271)	(258)
经营活动现金流	718	928	1,447	1,685
资本开支	872	1,662	982	1,236
投资	(109)	20	0	0
投资活动现金流	(916)	(1,642)	(982)	(1,396)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(90)	50	50	13
筹资活动现金流	(424)	(308)	(311)	(352)
现金净流量	(622)	(1,022)	154	(63)

分析师简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。