

# 天顺风能 (002531)

证券研究报告

2021年03月14日

## 碳中和助力新能源行业，公司盈利能力持续向好

### 营收持续增长，利润增速迅猛

根据业绩预告，公司第一季度预计实现归母净利润 3.2-4.2 亿元，同比增长 140%-215%；扣非后净利润 2.4-3.15 亿元，同比提升 143%-220%。根据业绩快报，2020 年公司实现营业总收入 82.85 亿元，同比上升 36.75%；实现归母净利润 10.82 亿元，同比提升 44.99%。主要系公司新建扩充产能，新能源设备板块的风电塔筒、叶片及叶片模具的销售量同比增长。

### 塔筒产能稳步扩张，公司在手订单饱满

今年塔筒产能约 60 万吨，商都工厂已于 2020 年末投产 12 万吨，濮阳工厂将于 2021 年底新建 12 万吨，另外在三北地区觅点进一步布局产能；在建的两个海上风电工厂，德国 30 万吨及射阳 30 万吨产能，将于 2022 年投产。通过积极布局，我们预期公司国内市占率有望进一步提升。中标方面，公司中标华能新能源秦皇岛抚宁风电场塔筒采购项目，中标金额为 3219 万元；1 月 22 日，公司中标金发天润的唐河上城 10MW、唐河桐店 40MW 和唐河龙山西 40MW 的采购项目，中标金额为 8049 万元。

### 加码风电叶片，收购苏州天顺股权获核准

公司抓住全球新能源发展机遇，继续加码风电叶片。产能方面，2020 年底共有 14 条叶片生产线和 4 条模具生产线；2021 年初濮阳将新投产 6 条叶片生产线，明年商都新建 6 条生产线，同时太仓基地还会增加 2 条模具生产线。此外，公司斥资 3.03 亿元收购苏州天顺剩余 20% 股权，近日获批。我们预计叶片产销量将会继续提升，助力营收稳步增长。

### 碳中和目标明确，风电发展迎来强确定性

风电场运营方面，2019 年并网 680WM，2020 年并网 180WM，总并网容量约 860WM，今年将开发 35.35WM 分布式风电项目，目前储备资源接近 3GW。我们预计，风电发电量有望申请 CCER，公司未来有望获得 CCER 带来的收入。

### 盈利预测

原来我们预期 2020-2022 年营业收入为 76.52、91.92、108.09 亿元，归母净利润为 10.28、12.22、14.10 亿元，现因公司产能扩张、销量规模扩大，营收调整为 82.85、99.48、111.44 亿元，同比增长 36.75%、20.08%和 12.02%；归母净利润调整为 10.82、14.01、14.73 亿元，同比增长 44.99%、29.42%和 5.16%。对应 EPS 分别为 0.61、0.79、0.83 元，对应 PE 分别为 13.59、10.50、9.99 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**行业发展不及预期；需求波动风险；原材料价格上涨带来成本压力；快报及预告为初步核算结果，请以年报及一季报数据为准

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,834.03	6,058.45	8,284.92	9,948.22	11,144.20
增长率(%)	18.39	58.02	36.75	20.08	12.02
EBITDA(百万元)	916.76	1,658.85	1,735.39	2,142.13	2,261.20
净利润(百万元)	469.64	746.50	1,082.35	1,400.79	1,473.09
增长率(%)	0.03	58.95	44.99	29.42	5.16
EPS(元/股)	0.26	0.42	0.61	0.79	0.83
市盈率(P/E)	31.33	19.71	13.59	10.50	9.99
市净率(P/B)	2.82	2.53	2.15	1.83	1.59
市销率(P/S)	3.84	2.43	1.78	1.48	1.32
EV/EBITDA	9.91	7.82	9.27	7.37	5.83

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电气设备/电源设备
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	8.27 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,779.02
流通 A 股股本(百万股)	1,769.01
A 股总市值(百万元)	14,712.49
流通 A 股市值(百万元)	14,629.68
每股净资产(元)	3.62
资产负债率(%)	54.26
一年内最高/最低(元)	9.80/4.99

### 作者

马妍 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519100002  
may@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《天顺风能-季报点评:产销规模稳步提升，盈利能力持续向好》2020-11-06
- 《天顺风能-半年报点评:业绩表现抢眼，有望持续增长》2020-08-24
- 《天顺风能-年报点评报告:塔筒叶片产能稳步扩张，盈利能力持续向好》2020-05-14

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,826.34	1,262.69	3,313.97	5,173.08	8,915.36	营业收入	3,834.03	6,058.45	8,284.92	9,948.22	11,144.20
应收票据及应收账款	1,810.23	2,361.39	3,161.89	3,746.60	4,301.99	营业成本	2,737.53	4,395.07	6,018.17	7,271.45	8,306.88
预付账款	426.27	390.67	946.70	669.17	1,176.80	营业税金及附加	30.46	20.38	65.45	54.72	61.29
存货	941.69	898.36	2,779.41	2,674.18	3,325.24	营业费用	181.68	280.97	397.68	462.59	495.92
其他	536.40	610.39	757.70	684.91	809.56	管理费用	131.83	152.51	240.26	253.68	278.60
<b>流动资产合计</b>	<b>5,540.92</b>	<b>5,523.49</b>	<b>10,959.67</b>	<b>12,947.94</b>	<b>18,528.95</b>	研发费用	17.35	31.88	53.85	59.69	61.29
长期股权投资	389.15	425.60	471.30	534.50	567.60	财务费用	178.33	183.52	195.00	213.00	235.00
固定资产	3,785.58	5,280.33	5,786.48	5,611.34	5,408.28	资产减值损失	53.43	(95.56)	69.00	32.00	36.00
在建工程	1,364.47	223.26	184.65	122.79	85.67	公允价值变动收益	0.00	20.50	0.00	0.00	0.00
无形资产	278.09	301.26	293.24	617.27	1,044.71	投资净收益	48.72	68.34	34.00	53.07	66.06
其他	936.33	1,018.46	220.91	117.74	58.00	其他	(74.49)	128.03	(68.00)	(106.14)	(132.12)
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,753.61</b>	<b>7,248.91</b>	<b>6,956.58</b>	<b>7,003.64</b>	<b>7,164.27</b>	<b>营业利润</b>	<b>529.18</b>	<b>872.79</b>	<b>1,279.51</b>	<b>1,654.16</b>	<b>1,735.26</b>
<b>资产总计</b>	<b>12,766.54</b>	<b>13,066.19</b>	<b>18,250.72</b>	<b>20,318.32</b>	<b>26,024.88</b>	营业外收入	1.36	6.33	1.71	0.05	0.05
短期借款	1,960.79	1,740.29	2,281.46	3,833.53	4,847.46	营业外支出	2.15	1.21	1.32	1.56	1.36
应付票据及应付账款	2,311.00	1,960.35	4,726.51	4,362.81	7,174.53	<b>利润总额</b>	<b>528.39</b>	<b>877.91</b>	<b>1,279.90</b>	<b>1,652.65</b>	<b>1,733.95</b>
其他	527.86	1,191.78	1,087.76	772.10	1,351.46	所得税	47.43	113.52	171.51	218.15	225.41
<b>流动负债合计</b>	<b>4,799.65</b>	<b>4,892.42</b>	<b>8,095.73</b>	<b>8,968.45</b>	<b>13,373.45</b>	<b>净利润</b>	<b>480.96</b>	<b>764.40</b>	<b>1,108.40</b>	<b>1,434.50</b>	<b>1,508.54</b>
长期借款	1,237.36	1,817.06	1,958.52	2,178.41	2,292.80	少数股东损益	11.32	17.89	26.05	33.71	35.45
应付债券	851.84	0.00	800.00	550.61	450.20	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>469.64</b>	<b>746.50</b>	<b>1,082.35</b>	<b>1,400.79</b>	<b>1,473.09</b>
其他	536.64	408.78	400.00	400.00	400.00	每股收益(元)	0.26	0.42	0.61	0.79	0.83
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,625.84</b>	<b>2,225.83</b>	<b>3,158.52</b>	<b>3,129.03</b>	<b>3,143.01</b>						
<b>负债合计</b>	<b>7,425.49</b>	<b>7,118.25</b>	<b>11,254.25</b>	<b>12,097.47</b>	<b>16,516.45</b>						
少数股东权益	120.15	138.05	164.09	197.80	233.25	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
股本	1,779.02	1,779.02	1,779.02	1,779.02	1,779.02	<b>成长能力</b>					
资本公积	1,694.42	1,705.49	1,705.49	1,705.49	1,705.49	营业收入	18.39%	58.02%	36.75%	20.08%	12.02%
留存收益	3,481.78	4,133.36	5,053.36	6,244.03	7,496.15	营业利润	-1.21%	64.93%	46.60%	29.28%	4.90%
其他	(1,734.31)	(1,807.98)	(1,705.49)	(1,705.49)	(1,705.49)	归属于母公司净利润	0.03%	58.95%	44.99%	29.42%	5.16%
<b>股东权益合计</b>	<b>5,341.06</b>	<b>5,947.93</b>	<b>6,996.47</b>	<b>8,220.85</b>	<b>9,508.43</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,766.54</b>	<b>13,066.19</b>	<b>18,250.72</b>	<b>20,318.32</b>	<b>26,024.88</b>	毛利率	28.60%	27.46%	27.36%	26.91%	25.46%
						净利率	12.25%	12.32%	13.06%	14.08%	13.22%
						ROE	9.00%	12.85%	15.84%	17.46%	15.88%
						ROIC	11.84%	14.40%	16.93%	19.74%	18.82%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	58.16%	54.48%	61.66%	59.54%	63.46%
						净负债率	44.87%	48.84%	25.96%	18.00%	-12.99%
						流动比率	1.25	1.19	1.40	1.48	1.41
						速动比率	1.06	1.01	1.05	1.19	1.16
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	2.19	2.90	3.00	2.88	2.77
						存货周转率	4.28	6.59	4.51	3.65	3.72
						总资产周转率	0.34	0.47	0.53	0.52	0.48
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.26	0.42	0.61	0.79	0.83
						每股经营现金流	0.35	0.48	1.16	0.62	1.99
						每股净资产	2.93	3.27	3.84	4.51	5.21
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	31.33	19.71	13.59	10.50	9.99
						市净率	2.82	2.53	2.15	1.83	1.59
						EV/EBITDA	9.91	7.82	9.27	7.37	5.83
						EV/EBIT	12.26	9.31	10.91	8.46	6.69

  

现金流量表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	480.96	764.40	1,082.35	1,400.79	1,473.09
折旧摊销	202.72	305.10	260.88	274.97	290.93
财务费用	94.31	185.93	195.00	213.00	235.00
投资损失	(48.72)	(68.34)	(34.00)	(53.07)	(66.06)
营运资金变动	134.33	(919.91)	540.77	(768.53)	1,578.98
其它	(243.70)	581.37	26.05	33.71	35.45
<b>经营活动现金流</b>	<b>619.90</b>	<b>848.54</b>	<b>2,071.04</b>	<b>1,100.87</b>	<b>3,547.39</b>
资本支出	1,608.88	749.49	729.18	362.00	478.20
长期投资	108.42	36.46	45.70	63.20	33.10
其他	(2,647.24)	(1,702.01)	(1,501.95)	(766.42)	(888.35)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(929.94)</b>	<b>(916.07)</b>	<b>(727.07)</b>	<b>(341.22)</b>	<b>(377.05)</b>
债权融资	4,222.60	4,167.81	5,129.98	6,652.56	7,680.47
股权融资	(221.49)	(235.05)	(92.50)	(213.00)	(235.00)
其他	(3,004.19)	(4,356.93)	(4,330.16)	(5,340.10)	(6,873.52)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>996.92</b>	<b>(424.18)</b>	<b>707.32</b>	<b>1,099.46</b>	<b>571.94</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>686.88</b>	<b>(491.71)</b>	<b>2,051.28</b>	<b>1,859.11</b>	<b>3,742.28</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com