

证券研究报告—动态报告/公司快评

电气设备新能源

新能源

天顺风能 (002531)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年03月18日

制造+电站开发双轮驱动，增加产业链价值创造点

证券分析师：王蔚祺

wangweiqi2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520080003

事项：

2021年3月17日，公司发布公告与华能新能源股份有限公司签署《战略合作协议》，双方拟在新能源电站领域展开合作，由天顺风能提供新能源资产开发建设服务，包括陆上风电、海上风电，项目规模不少于2GW。借此契机公司正式转型为制造与风场滚动开发的双轮驱动发展模式。

国信电新观点：1) 如我们之前所预期的，由于风场开发单W价值量远超制造业务，行业制造龙头在十四五期间纷纷转型为风电零部件制造+风场滚动开发双轮驱动发展模式。2) 公司有序布局江苏射阳和德国安堡各30万吨海上制造产能，预计2022年底落地，把握2023年全球海风市场飞跃期。3) 公司以轻资产模式扩张长叶片产能至1500套以上，成功开拓一线主机厂商客户。4) 公司尝试与华能、三峡等下游客户合作开发风电场，有利于巩固央企市场份额，提升制造业盈利能力。5) 欧洲风塔反倾销有望在今年5月公布初裁结果，扫清市场疑云。6) 风险提示：风电行业消纳出现瓶颈问题，导致行业装机需求不达预期；全球贸易摩擦升级可能影响公司未来的出口业务；如果钢价暴涨可能侵蚀盈利能力。7) 投资建议：公司果断转型风场滚动开发模式+轻资产制造发展模式，盈利能力和市场份额有望进一步提升。考虑到2021年公司叶片产能快速提高，加上风场滚动开发模式可大幅提升业绩，上调2021/22年归母净利润，预计21-23年公司业绩为13.2/17.2/19.1亿元(原预测值为11.92/13.81/14.09亿元)；上调合理估值区间至9.02-11.26元/股(前值8.36-9.75元/股)，较当前股价溢价5%-31%，对应2021年业绩动态PE为12-15X，维持“买入”评级。

评论：

■ 公司转型风电场滚动开发模式，五年内预计开发量保守估计在3-5GW

公司与华能新能源达成合作意向，双方在未来5年内将合作不低于2GW的风场开发，包括陆上风电、海上风电，项目规模不少于2GW。根据协议华能新能源将优先采购公司产品包括风塔、叶片和风电运维服务。交易金额总规模力争完成金额人民币300亿元。

公司及时转型为制造与风场开发双轮驱动的战略发展方向，符合我们对十四五期间风电制造产业的趋势判断，可大幅提升公司整体盈利能力，我们预计公司在2021/2022/23/24年分别以0.5/0.8/1.4/1.6GW的规模与下游开发商进行合作，税后业绩贡献保守估计分别为0.45/3.9/5.1/5.8亿元。

■ 及时扩张海上风塔产能和大叶片产能，迎头赶上抢装盛宴及平价大发展

公司有序布局江苏射阳和德国安堡各30万吨海上制造产能，预计2022年底落地，把握2023年全球海风市场飞跃期。公司继续扩张叶片产能，加强具备产业链协同效应的轻资产制造业务，发挥客户资源优势快速提高产能和市场份额，未来三年业绩成长性可期。

表 1: 公司历史业绩和未来三年预测

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
风塔销售量 (万吨)	65	80	95	105	120
叶片销售量 (套)	1,075	1,500	2,000	2,000	2,300
模具销售量 (套)	43	50	40	30	40
风塔毛利率	24.7%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%
吨钢毛利 (元/吨)	1,893	1,800	1,800	1,800	1,800
吨钢净利 (元/吨)	723	557	685	705	727
叶片毛利率(不含模具)	18%	18%	15%	15%	15%
风塔业务净利润 (百万元)	470	445	651	740	872
叶片业务净利润 (百万元)	405	602	387	341	413
发电业务净利润 (百万元)	182	240	238	238	238
风场滚动开发净利润		45	390	512	585
总体业绩	1,082	1,350	1,734	1,922	2,212
总体业绩增速	45%	25%	28%	11%	15%

资料来源:2020 年归母净利润来自 Wind, 各业务板块业绩为国信证券经济研究所根据合理费用分摊方式估算, 2020-2024 年业务数据为国信证券经济研究所预测

■ 投资建议

投资建议: 公司果断转型风场滚动开发与轻资产制造双轮驱动模式, 盈利能力和市场份额有望进一步提升。考虑到 2021 年公司叶片产能快速提高, 加上风场滚动开发可大幅提升业绩, 上调 2021/22/23 年归母净利润预测, 预计 21-23 年业绩为 13.2/17.2/19.1 亿元 (原预测值为 11.92/13.81/14.09 亿元); 上调合理估值区间至 9.02-11.26 元/股 (前值 8.36-9.75 元/股), 较当前股价溢价 5%-31%, 对应 2021 年业绩动态 PE 为 12-15X, 维持“买入”评级。

■ 风险提示

风电行业消纳出现瓶颈问题, 导致行业装机需求不达预期; 全球贸易摩擦升级可能影响公司未来的出口业务。

表 2: 可比公司估值表

代码	简称	评级	股价	EPS			总市值 (亿元)	PE			PB (2019)	PEG (2020)
				2019	2020E	2021E		2019	2020E	2021E		
002531	天顺风能	买入	8.59	0.42	0.61	0.74	153	20.5	14.1	11.6	2.6	0.5
300129	泰胜风能	增持	7.10	0.21	0.36	0.43	51	33.2	20.0	16.4	2.2	(5.1)
603218	日月股份	买入	32.62	0.95	0.99	1.25	316	62.6	32.8	26.2	9.3	1.2
300569	天能重工	买入	14.26	0.69	0.99	1.33	56	20.7	14.4	10.7	2.7	0.9

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1263	1099	1000	1000
应收款项	2427	3405	4627	5590
存货净额	898	1974	2621	3180
其他流动资产	936	1243	1583	1913
流动资产合计	5817	8015	9981	11832
固定资产	5504	5835	5473	4948
无形资产及其他	301	289	277	265
投资性房地产	1018	1018	1018	1018
长期股权投资	426	426	426	426
资产总计	13066	15583	17175	18489
短期借款及交易性金融负债	2351	2000	2369	2321
应付款项	1960	3037	3226	3914
其他流动负债	581	950	1242	1483
流动负债合计	4892	5988	6836	7718
长期借款及应付债券	1817	2545	2745	2825
其他长期负债	409	309	309	309
长期负债合计	2226	2854	3054	3134
负债合计	7118	8842	9890	10852
少数股东权益	138	174	190	198
股东权益	5810	6567	7095	7439
负债和股东权益总计	13066	15583	17175	18489

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.42	0.61	0.74	0.97
每股红利	0.21	0.18	0.45	0.77
每股净资产	3.27	3.69	3.99	4.18
ROIC	12%	11%	13%	16%
ROE	13%	16%	19%	23%
毛利率	27%	27%	25%	26%
EBIT Margin	20%	16%	16%	17%
EBITDA Margin	24%	24%	22%	22%
收入增长	58%	37%	27%	21%
净利润增长率	59%	45%	22%	31%
资产负债率	56%	58%	59%	60%
息率	2.4%	2.1%	5.2%	9.0%
P/E	20.5	14.1	11.6	8.9
P/B	2.6	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	15.2	12.4	11.1	9.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6058	8285	10554	12752
营业成本	4395	6029	7881	9446
营业税金及附加	20	85	95	116
销售费用	281	372	475	446
管理费用	153	434	455	522
财务费用	184	177	207	222
投资收益	68	123	139	50
资产减值及公允价值变动	116	0	0	0
其他收入	(338)	0	0	0
营业利润	873	1311	1581	2050
营业外净收支	5	55	0	0
利润总额	878	1366	1581	2050
所得税费用	114	232	221	287
少数股东损益	18	52	40	40
归属于母公司净利润	747	1082	1319	1723

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	747	1082	1319	1723
资产减值准备	42	8	(5)	(8)
折旧摊销	265	583	628	646
公允价值变动损失	(116)	0	0	0
财务费用	184	177	207	222
营运资本变动	(839)	(1007)	(1734)	(931)
其它	(33)	29	21	16
经营活动现金流	66	694	230	1445
资本开支	(769)	(910)	(250)	(100)
其它投资现金流	178	0	144	0
投资活动现金流	(627)	(910)	(106)	(100)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	580	728	200	80
支付股利、利息	(368)	(324)	(792)	(1378)
其它融资现金流	(426)	(351)	369	(47)
融资活动现金流	(3)	53	(223)	(1345)
现金净变动	(564)	(163)	(99)	0
货币资金的期初余额	1826	1263	1099	1000
货币资金的期末余额	1263	1099	1000	1000
企业自由现金流	(289)	(201)	62	1525
权益自由现金流	(135)	29	453	1367

相关研究报告

- 《天顺风能-002531-重大事件快评：叶片扩产正当时，轻资产转型专注风电制造》 ——2020-05-20
- 《天顺风能-002531-重大事件快评：加码四成产能，布局三北和海上风电市场》 ——2020-01-10
- 《天顺风能-002531-重大事件快评：果断布局德国产能，切入欧洲海风桩基赛道》 ——2019-09-09
- 《天顺风能-002531-2019 年度半年报业绩点评-销量大增盈利改善，产业链延伸发展潜力可期》 ——2019-08-27
- 《天顺风能-002531-2018 年度业绩快报点评-季度营收大增超四成，持续扩产成长性可期》 ——2019-02-27

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032