

## 公司研究

## 业绩符合预期，“双海”业务持续开拓助力公司成长

## ——天顺风能（002531.SZ）2020 年年报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2020 年年报，2020 年实现营业收入 80.51 亿元，同比增长 34.94%，实现归母净利润 10.50 亿元，同比增长 40.60%，符合市场预期；公司拟每 10 股派发现金 1.5 元（含税）。公司日前发布 2021Q1 业绩预告，2021Q1 预计实现归母净利润 3.2~4.2 亿元（同比+140%~215%），维持高增长态势。

**风塔及叶片销量持续增长，风电并网规模稳健上升。**2020 年全球及国内风电行业新增装机量创十年历史新高，行业高景气背景下公司各项业务均实现较好增长。风塔及相关产品销售维持稳健增长态势，2020 年风塔销量同比+16.52%至 59.03 万吨，单价小幅下降 4.54%至 8560 元/吨，营业收入同比+11.23%至 50.53 亿元；毛利率同比降低 1.86 个 pct 至 17.31%，主要系新收入准则下原计入销售费用的运费现计入营业成本。叶片类产品销售维持高增长态势，常熟二期建成投产后公司叶片产销高增，叶片销量同比高增 343.97%至 3201 片，模具销量维持在 40 套以上，带动板块营业收入同比+187.50%至 21.61 亿元。风电场运营则维持稳健增长态势，2020 年完成并网风电场 179.4MW，累计并网规模 859.4MW，带动板块营业收入同比+15.03%至 7.10 亿元。

**“双海”战略持续推进，保障公司未来业绩增长。**“抢装潮”过后 2021 年国内风电市场虽相较 2020 年将有所下降但整体仍将维持高景气度，叠加“碳中和”背景下全球风电装机需求仍将维持高速增长。在此背景下，公司坚持产能扩张战略，2021 年内蒙塔架生产基地、河南叶片生产基地投产后将有效保障公司出货量增长（我们预计 21 年公司塔筒出货有望超 65 万吨，叶片出货超 4000 片）；此外，公司一方面开拓全球化发展战略，德国基地（30 万吨/年）正稳步建设，另一方面加速风电海工业务开展，除德国基地外江苏射阳海工智造项目也正按计划积极推进，未来公司将持续发挥自身在风电设备制造领域的竞争优势，通过“双海”战略实现业绩的长远增长。

**维持“买入”评级：**根据公司塔筒和叶片产能建设计划和进度，我们上调 21/22 年盈利预测，引入 23 年盈利预测，预计公司 21-23 年归母净利润分别为 12.99/15.02/17.49 亿元（上调 20%/上调 29%/新增），对应 21-23 年 EPS 为 0.72/0.83/0.97 元，当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 12/10/9 倍。随着风电迈入平价时代，对风电设备的技术要求提升，价格和技术的多重压力加速行业出清，公司凭借交付质量和成本优势，市占率有望进一步提升，维持“买入”评级。

**风险提示：**风电装机不及预期，新能源产业政策变动的风险，风电行业“抢装潮”引起需求波动的风险，平价趋势带来的降价压力影响盈利能力。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,967	8,051	9,258	10,883	12,837
营业收入增长率	61.18%	34.94%	14.99%	17.55%	17.95%
净利润（百万元）	747	1,050	1,299	1,502	1,749
净利润增长率	58.95%	40.60%	23.76%	15.62%	16.42%
EPS（元）	0.42	0.59	0.72	0.83	0.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.85%	15.71%	16.79%	16.74%	16.80%
P/E	21	15	12	10	9
P/B	2.6	2.3	2.0	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-19

## 买入（维持）

当前价：8.61 元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

[yinzs@ebsec.com](mailto:yinzs@ebsec.com)

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

[haoqian@ebsec.com](mailto:haoqian@ebsec.com)

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

[mars@ebsec.com](mailto:mars@ebsec.com)

联系人：陈无忌

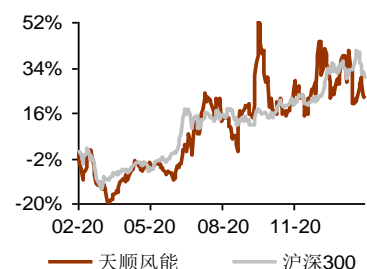
021-52523693

[chenwuji@ebsec.com](mailto:chenwuji@ebsec.com)

## 市场数据

总股本(亿股)	18.03
总市值(亿元):	155.20
一年最低/最高(元):	5.55/10.42
近 3 月换手率:	195.25%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.19	14.75	22.44
绝对	-12.59	8.30	54.45

资料来源：Wind

## 相关研报

设备制造与发电业绩亮眼，关注下半年风电抢装——天顺风能（002531.SZ）2020 年半年报点评（2020-08-20）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,967	8,051	9,258	10,883	12,837
营业成本	4,395	6,160	7,089	8,393	9,979
折旧和摊销	265	304	392	444	480
税金及附加	20	49	46	54	64
销售费用	281	15	19	22	26
管理费用	153	205	241	272	321
研发费用	32	43	46	54	64
财务费用	184	241	284	306	299
投资收益	68	101	100	100	100
营业利润	873	1,312	1,585	1,824	2,114
利润总额	878	1,314	1,587	1,826	2,116
所得税	114	210	238	274	317
净利润	764	1,105	1,349	1,552	1,799
少数股东损益	18	55	50	50	50
归属母公司净利润	747	1,050	1,299	1,502	1,749
EPS(按最新股本计)	0.42	0.59	0.72	0.83	0.97

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	849	238	976	1,558	1,708
净利润	747	1,050	1,299	1,502	1,749
折旧摊销	265	304	392	444	480
净营运资金增加	719	1,481	1,072	806	965
其他	-882	-2,596	-1,787	-1,193	-1,486
投资活动产生现金流	-916	-910	-909	-950	-450
净资本支出	-872	-1,140	-1,050	-1,050	-550
长期投资变化	426	411	0	0	0
其他资产变化	-470	-180	141	100	100
融资活动现金流	-424	276	148	-446	-1,062
股本变化	0	0	23	0	0
债务净变化	-55	810	673	130	-453
无息负债变化	-252	-70	-51	421	514
净现金流	-489	-396	215	163	195

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	26.3%	23.5%	23.4%	22.9%	22.3%
EBITDA 率	25.0%	24.4%	23.9%	23.3%	22.4%
EBIT 率	19.9%	19.9%	19.7%	19.2%	18.6%
税前净利润率	14.7%	16.3%	17.1%	16.8%	16.5%
归母净利润率	12.5%	13.0%	14.0%	13.8%	13.6%
ROA	5.9%	7.5%	8.2%	8.5%	9.1%
ROE (摊薄)	12.8%	15.7%	16.8%	16.7%	16.8%
经营性 ROIC	11.6%	11.7%	11.7%	12.2%	13.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	54%	53%	51%	49%	46%
流动比率	1.19	1.23	1.38	1.55	1.82
速动比率	1.01	1.02	1.13	1.27	1.48
归母权益/有息债务	1.39	1.34	1.37	1.55	1.95
有形资产/有息债务	3.01	2.86	2.82	3.06	3.61

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	13,066	14,748	16,478	18,311	19,860
货币资金	1,263	710	926	1,088	1,284
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	2,361	3,269	3,800	4,467	5,268
应收票据	0	430	463	544	642
其他应收款 (合计)	65	70	93	109	128
存货	898	1,123	1,389	1,649	1,967
其他流动资产	545	816	816	816	816
流动资产合计	5,817	6,634	7,747	8,974	10,453
其他权益工具	18	17	17	17	17
长期股权投资	426	411	411	411	411
固定资产	5,280	5,522	6,216	6,627	6,654
在建工程	223	1,194	1,120	1,278	1,285
无形资产	301	323	361	398	434
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	449	136	136	136	136
非流动资产合计	7,249	8,114	8,731	9,338	9,408
总负债	7,118	7,858	8,480	9,031	9,092
短期借款	1,740	2,405	2,647	2,377	1,824
应付账款	789	1,719	1,418	1,679	1,996
应付票据	1,171	482	709	839	998
预收账款	464	0	0	0	0
其他流动负债	0	17	17	17	17
流动负债合计	4,892	5,413	5,631	5,782	5,743
长期借款	1,817	2,203	2,603	3,003	3,103
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	2,226	2,446	2,849	3,249	3,349
股东权益	5,948	6,890	7,998	9,280	10,768
股本	1,779	1,779	1,803	1,803	1,803
公积金	1,827	2,006	2,112	2,263	2,437
未分配利润	2,307	3,002	3,904	4,986	6,249
归属母公司权益	5,810	6,680	7,738	8,971	10,409
少数股东权益	138	210	260	310	360

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.71%	0.19%	0.20%	0.20%	0.20%
管理费用率	2.56%	2.55%	2.60%	2.50%	2.50%
财务费用率	3.08%	3.00%	3.07%	2.82%	2.33%
研发费用率	0.53%	0.53%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税率	13%	16%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.15	0.15	0.17	0.20
每股经营现金流	0.48	0.13	0.54	0.86	0.95
每股净资产	3.27	3.75	4.29	4.98	5.77
每股销售收入	3.35	4.53	5.14	6.04	7.12

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	21	15	12	10	9
PB	2.6	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	12.9	10.7	9.6	8.5	7.4
股息率	1.2%	1.7%	1.7%	2.0%	2.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE