

2020 年报点评: 塔筒+叶片增长迅猛, 产能加速扩张稳固龙头地位

2021 年 04 月 20 日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证号: S0600520070006
15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 黄钰豪

huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	8,100	10,710	13,127	16,762
同比 (%)	33.7%	32.2%	22.6%	27.7%
归母净利润 (百万元)	1050	1308	1481	1696
同比 (%)	40.6%	24.6%	13.2%	14.5%
每股收益 (元/股)	0.59	0.74	0.83	0.95
P/E (倍)	14.59	11.71	10.34	9.03

投资要点

- **20 年归母净利润 10.5 亿元, 同增 40.6%, 略超预期:** 公司发布 2020 年年报, 20 年内实现营业收入 81.00 亿元, 同比增长 33.7%; 实现归属母公司净利润 10.5 亿元, 同比增长 40.60%。其中 2020Q4, 实现营业收入 26.25 亿元, 同比增长 16.43%, 环比增长 17.87%; 实现归属母公司净利润 2.41 亿元, 同比增长 19.94%, 环比下降 9.46%。资产+信用共减值 1.47 亿影响公司业绩, 整体略超预期。
- **塔筒业务出货、盈利加速提升, 在手订单充沛支撑 21 年增长:** 20 年塔筒出货 59.03 万吨, 同增 16.52%, 单价为 0.86 万元/吨, 同比下降约 4.5%, 塔筒毛利率为 17.31%, 同比-1.86pct, 主要原因在于原计入销售费用的运费现计入营业成本, 扣除运费后毛利率 23.4%, 同比+4.23pct。21 年上半年在手订单大概 40 万吨, 21 年全年出货目标 80 万吨, 在手订单充沛+产能高增支撑 21 年增长。
- **叶片业务顺利拓展, 大客户背书拓张市场:** 20 年叶片出货 3201 片, 同增 343.97%, 叶片同比大增主要系苏州叶片二期工程完工投产, 且公司订单充足、交付量大幅提升所致。模具出货 41 套, 同减 2.38%, 叶片及模具毛利率为 21.29%, 同比-10.14pct, 主要原因在于高毛利率的模具出售占比下降, 同时运输费用计入成本所致, 叶片扣除运费后毛利率 21.9%。目前公司叶片业务客户主要为远景能源, 21 年将与龙一金风科技开展合作。
- **塔筒+叶片产能加速扩张, 龙头地位稳固:** 1) **塔筒方面**, 20 年底塔筒产能合计 66 万吨, 21 年初商都 12 万吨产能投产, 下半年濮阳工厂新建 12 万吨, 西北地区 22 年也将新增 20 万吨产能; 在建的 2 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, 我们预计 21 年和 22 年底塔筒产能将分别达到 90 和 170 万吨。2) **叶片方面**, 20 年底共有 12 条叶片生产线和 4 条模具生产线, 叶片产能合计 900 套。21 年初濮阳新投产 6 条叶片生产线, 下半年商都将新建 6 条生产线, 21 年末叶片产能达到 1800 套。2022 年太仓基地还会增加 2 条模具生产线。
- **风电场开发业务加速布局, 绑定央企未来可期:** 2020 年公司上网电量 14.19 亿千瓦时, 发电收入 7.10 亿元, 同比增长 15.09%。截至 2020 年底, 公司累计并网容量 860MW, 同比上升 26.5%, 其中 2020 年新增并网 180MW。公司目前储备优质风电资源大约 5GW, 已与华能新能源达成框架性战略合作协议合作开发风电场, 未来有望通过共同开发锁定华能未来零部件采购。
- **盈利预测与投资评级:** 基于公司扩产加速, 龙头地位提升, 上调盈利预测, 我们预计 21-23 年归母净利润为 13.08/14.81/16.96 亿元 (前值 21 年 12.47 亿), 同比增长 24.6%/13.2%/14.5%, 对应 EPS 为 0.74/0.83/0.95 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不达预期, 竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.55
一年最低/最高价	5.47/10.26
市净率(倍)	2.29
流通 A 股市值(百万元)	15125.01

基础数据

每股净资产(元)	3.75
资产负债率(%)	53.28
总股本(百万股)	1802.51
流通 A 股(百万股)	1769.01

相关研究

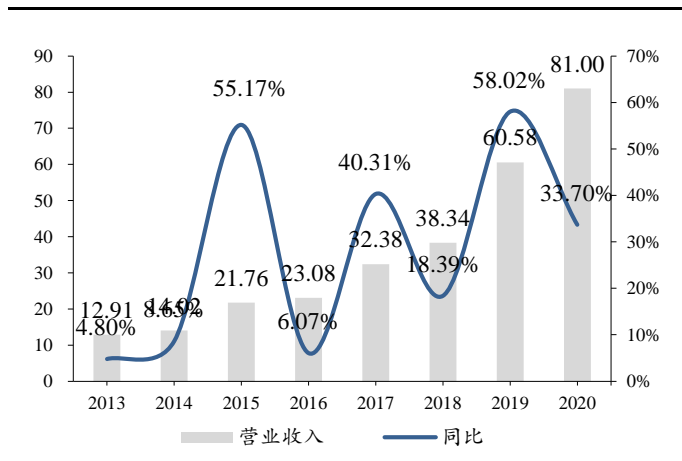
20 年归母净利润 10.5 亿元，同增 40.6%，略超预期：公司发布 2020 年年报，20 年内实现营业收入 81.00 亿元，同比增长 33.7%；实现归属母公司净利润 10.5 亿元，同比增长 40.60%。其中 2020Q4，实现营业收入 26.25 亿元，同比增长 16.43%，环比增长 17.87%；实现归属母公司净利润 2.41 亿元，同比增长 19.94%，环比下降 9.46%。资产+信用共减值 1.47 亿影响公司业绩，整体略超预期。

表 1: 2020 年收入 81 亿元，同比增长 33.70%；盈利 10.5 亿元，同比增长 40.60%

天顺风能	2020	2019	同比	2020Q4	2019Q4	同比	2020Q3	环比
营业收入	81.00	60.58	33.7%	26.25	22.55	16.4%	22.27	17.9%
毛利率	23.5%	26.3%	-2.9pct	12.3%	24.1%	-11.8%	26.4%	-14.1%
营业利润	13.12	8.73	50.3%	3.18	2.39	33.1%	3.48	-8.7%
利润总额	13.14	8.78	49.7%	3.21	2.41	33.4%	3.46	-7.4%
归属母公司净利润	10.50	7.47	40.6%	2.41	2.01	19.9%	2.66	-9.5%
扣非归母净利润	9.78	7.07	38.3%	2.53	1.80	40.4%	2.32	9.1%
归母净利率	13.0%	12.5%	0.5pct	9.2%	9.3%	-0.1%	12.0%	-2.8%
股本	17.79	17.79	-	17.79	17.79	-	17.79	-
EPS	0.59	0.42	40.6%	0.14	0.11	19.9%	0.15	-9.5%

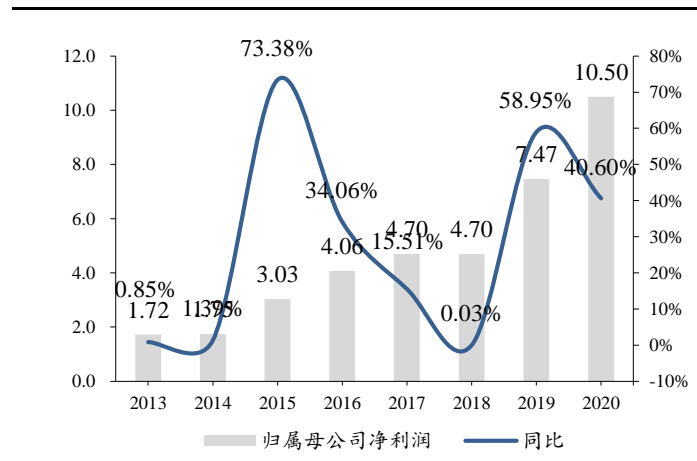
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1: 2020 年收入 81 亿元，同比+33.70% (亿元)



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2: 2020 年归母净利润 10.5 亿元，同比+40.60% (亿元)



数据来源：WIND，东吴证券研究所

分业务来看:

- 1) 塔筒业务: 销售收入 50.53 亿元, 同比增长 11.23%, 毛利率 17.31%, 同比-1.86pct。
- 2) 叶片业务: 销售收入 21.61 亿元, 同比增长 187.50%, 毛利率 21.29%, 同比-10.14pct。
- 3) 风电场开发业务: 销售收入 7.1 亿元, 同比增长 15.03%, 毛利率 66.53%, 同比-1.81pct。
- 4) 其他业务: 销售收入 1.1 亿元, 同比增长 98.63%, 毛利率 90%, 同比+12.3%。

表 2: 2020 年天顺风能收入、毛利率情况

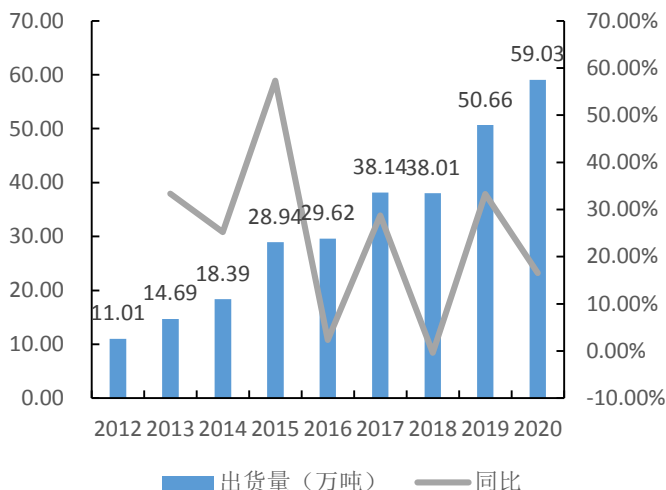
单位: 亿元	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营收同比 (%)	成本同比 (%)	毛利率比上年增减
分行业						
风电设备	72.14	58.79	18.51%	36.26%	40.40%	-2.40pct
风力发电	7.1	2.38	66.53%	15.03%	21.60%	-1.81pct
其他	1.27	0.43	65.90%	129.83%	251.36%	-11.80pct
分产品						
风塔及相关产品	50.53	41.78	17.31%	11.23%	13.79%	-1.86pct
叶片类产品	21.61	17.01	21.29%	187.50%	230.00%	-10.14pct
发电	7.1	2.38	66.53%	15.03%	21.60%	-1.81pct
其他	1.27	0.43	65.90%	129.83%	251.36%	-11.80pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

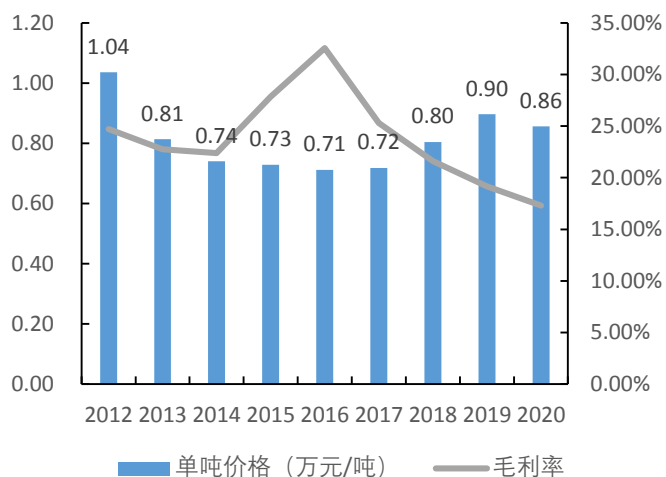
塔筒业务出货、盈利加速提升, 在手订单充沛支撑 21 年增长: 20 年塔筒出货 59.03 万吨, 同增 16.52%, 单价为 0.86 万元/吨, 同比下降约 4.5%, 塔筒毛利率为 17.31%, 同比-1.86pct, 主要原因在于原计入销售费用的运费现计入营业成本, 扣除运费后毛利率 23.4%, 同比+4.23pct。21 年上半年在手订单大概 40 万吨, 21 年全年出货目标 80 万吨, 在手订单充沛+产能高增支撑 21 年增长。

图 3: 塔筒出货量和同比

图 4: 塔筒单价及毛利率



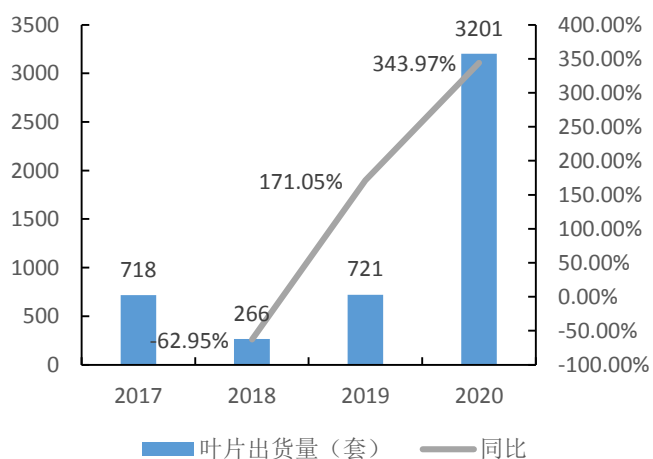
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

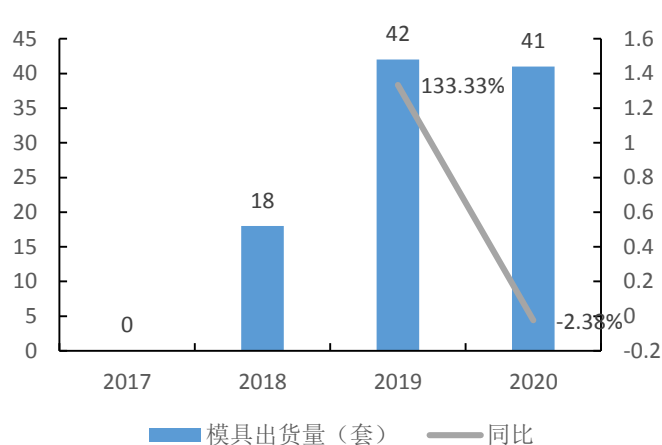
叶片业务顺利拓展，大客户背书拓张市场：20年叶片出货3201片，同增343.97%，叶片同比大增主要系苏州叶片二期工程完工投产，且公司订单充足、交付量大幅提升所致。模具出货41套，同减2.38%，叶片及模具毛利率为21.29%，同比-10.14pct，主要原因在于高毛利率的模具出售占比下降，同时运输费用计入成本所致，叶片扣除运费后毛利率21.9%。目前公司叶片业务客户主要为远景能源（20年国内龙二），21年将与龙一金风科技开展合作，龙头更优的质量把控体系有望使公司产品在工艺、品质、口碑等方面得到持续积累和提升，为后续进一步开拓市场奠定基础。

图 5：叶片出货量和同比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：模具出货量和同比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

塔筒+叶片产能加速扩张，龙头地位稳固：1) 塔筒方面，20年底塔筒产能合计66

万吨，21年初商都12万吨产能投产，下半年濮阳工厂新建12万吨，西北地区22年也将新增20万吨产能；在建的2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，我们预计21年和22年底塔筒产能将分别达到90和170万吨。2) 叶片方面，20年底共有12条叶片生产线和4条模具生产线，叶片产能合计900套。21年初濮阳新投产6条叶片生产线，下半年商都将新建6条生产线，21年末叶片产能达到1800套。2022年太仓基地还会增加2条模具生产线。公司塔筒+叶片产能加速扩张，塔筒行业龙头地位持续强化，叶片行业将跻身第一梯队。

表3: 天顺塔筒产能扩产计划

生产基地	产能 (万吨)	陆风/海风	目前情况
江苏太仓	30	陆风、海风	已投产
内蒙古包头	15	陆风	已投产
广东珠海	11	陆风	已投产
山东鄄城	10	陆风	已投产
20年底产能	66		
内蒙古乌兰察布商都	12	陆风	已投产 (21年初)
河南濮阳	12	陆风	21年投产
预计21年底产能	90		
西北地区	20	陆风	22年投产
德国	30	海风	22年投产
江苏射阳	30	海风	22年投产
预计22年底产能	170		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表4: 天顺叶片产能扩产计划

生产基地	产能 (万吨)	陆风/海风	目前情况
------	---------	-------	------

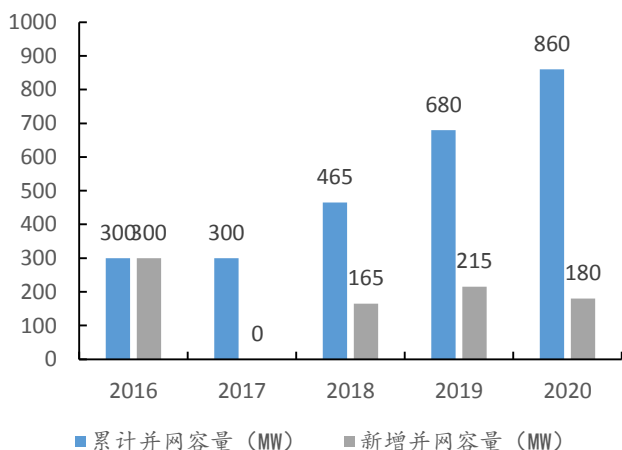
项目	产品	生产线	产能 (套)	目前情况
常熟一期	叶片	4	300	已投产
	叶片模具	4	30	已投产
常熟二期	叶片	8	600	已投产
河南濮阳	叶片	6	450	已投产 (21 年初)
内蒙古商都	叶片	6	450	21 年底新建
江苏太仓	叶片模具	2	15	22 年新建

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

定向增发 0.23 亿股，全资控股苏州天顺： 公司 4 月 12 日发布《关于发行股份及支付现金购买资产暨关联交易实施情况暨新增股份上市公告书》，宣布以现金支付 1.5 亿元以及向重组交易对方发行 2349 万股，收购苏州天顺 20% 股权。本次交易完成后，公司将持有苏州天顺 100% 股权。交易对方承诺标的公司 2020 年、2021 年及 2022 年累计实现的扣除非经常性损益后归属于母公司普通股股东的净利润不低于 5.7 亿元。

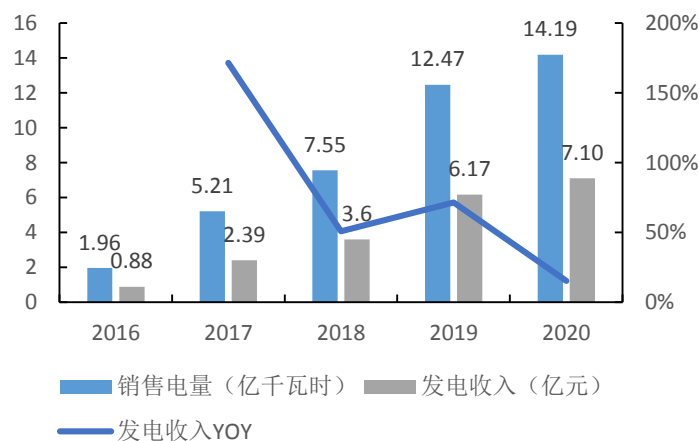
风电场开发业务加速布局，绑定央企未来可期： 公司销售电量与发电收入快速提升，2020 年公司上网电量 14.19 亿千瓦时，发电收入 7.10 亿元，同比增长 15.09%。截至 2020 年底，公司累计并网容量 860MW，同比上升 26.5%，其中 2020 年新增并网 180MW。公司目前储备优质风电资源大约 5GW，已与华能新能源达成框架性战略合作协议合作开发风电站，未来有望通过共同开发锁定华能未来零部件采购，有助于公司的塔筒、叶片销售业务，形成协同效应。

图 7：公司并网风场容量持续增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

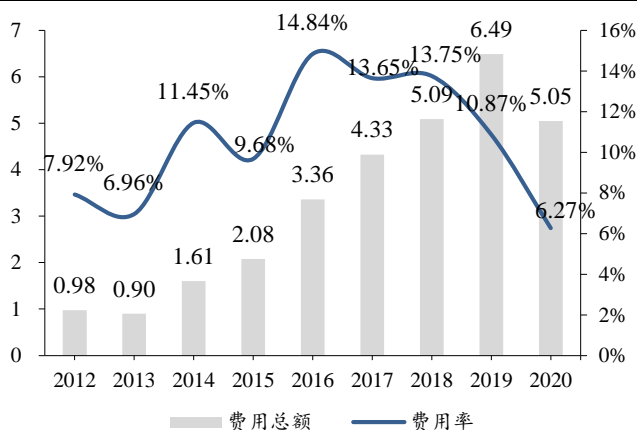
图 8：公司销售电量与发电收入快速增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

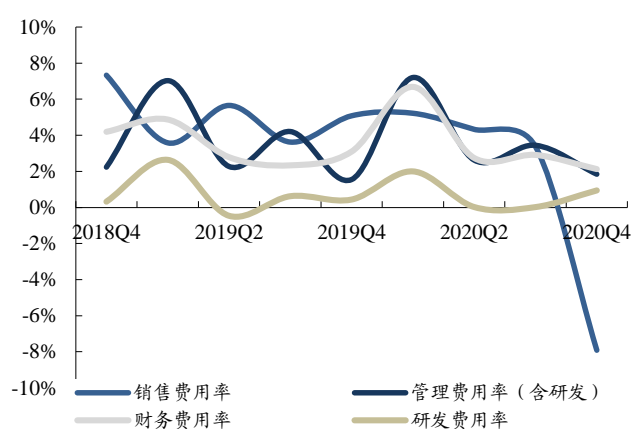
三费控制能力稳定： 公司 2020 年费用同比下降 22.23%至 5.05 亿元，期间费用率下降 4.61 个百分点至 6.27%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比下降 94.55%、上升 34.54%、上升 34.70%、上升 31.47%至 0.15 亿元、2.48 亿元、0.43 亿元、2.41 亿元；费用率分别下降 4.52、下降 0.01、下降 0、下降 0.08 个百分点至 0.19%、3.08%、0.53%、3.00%。Q4，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比-288.00%/+43.68%/+158.16%/-17.28%，费用率分别为-7.91%/1.84%/0.95%/2.12%。销售费用率的大幅下降主要是会计准则变更，运输费用计入成本；财务费用的增长主要是汇兑损失增加所致。

图 9：2020 年期间费用 5.05 亿元，同比-22.23%（亿元）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 10：Q4 期间费用率-3.95%，同比-13.67pct

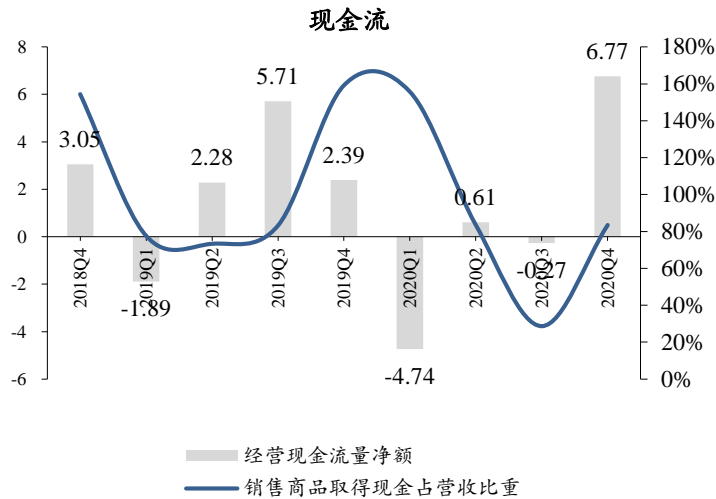


数据来源：WIND，东吴证券研究所

现金流下降，计提减值作风谨慎： 2020 年经营活动现金流量净流入 2.38 亿元，同比下降 71.98%，其中 Q4 经营活动现金流量净额 6.77 亿元；销售商品取得现金 61.23 亿元，同比下降 4.32%。期末预收款项 2.39 亿元，比年初下降 48.52%。期末应收账款 32.69 亿元，较期初增长 9.08 亿元，应收账款周转天数上升 1.21 天至 125.88 天。期末存货 11.23 亿元，较期初上升 2.25 亿元；存货周转天数下降 16.3 天至 59.06 天。公司计提减值损失约 1.47 亿元。

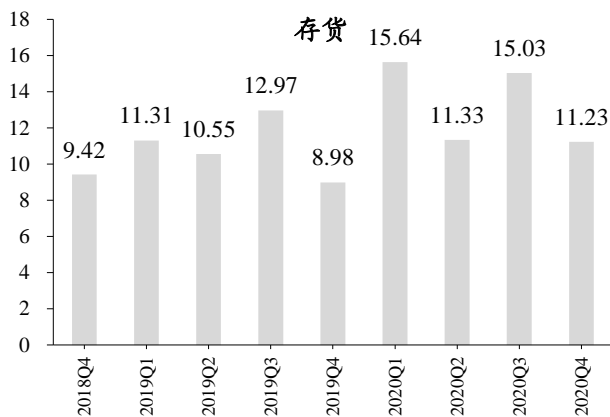
图 11：Q4 现金净流入 6.77 亿元，同比+183.48%（亿元）

图 12：Q4 期末预收款项 2.39 亿元，同比-48.52%（亿元）



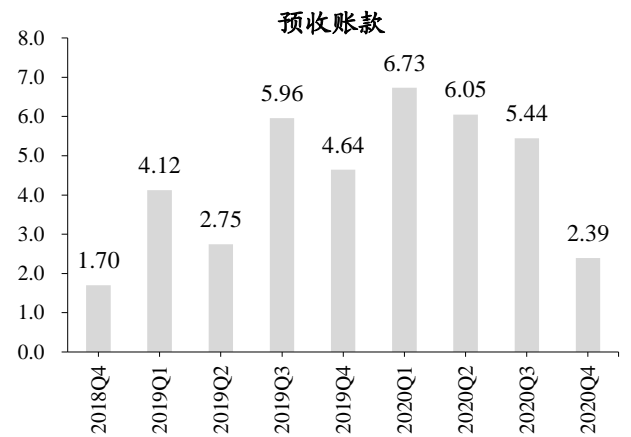
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 13: Q4 期末存货 11.23 亿元, 较期初+2.25 亿元 (亿元)



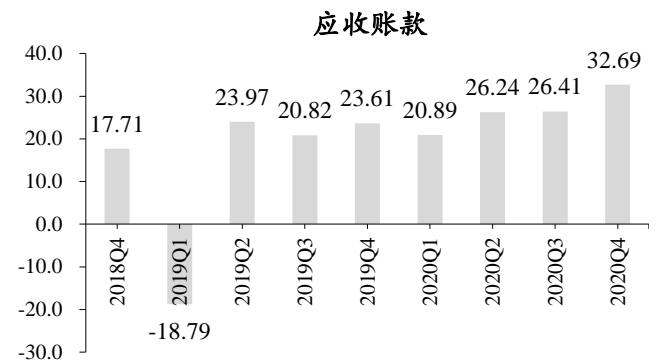
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 15: 公司 20 年计提约 1.47 亿减值损失 (亿元)

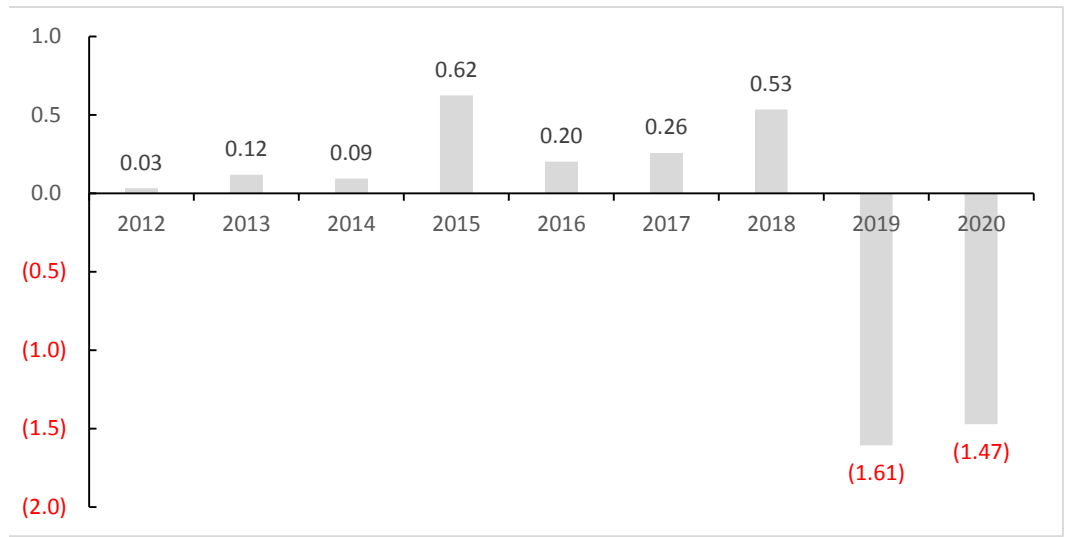


数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 14: Q4 期末应收账款 32.69 亿元, 较期初+9.08 亿 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级： 基于公司扩产加速，龙头地位提升，上调盈利预测，我们预计 21-23 年归母净利润为 13.08/14.81/16.96 亿元（前值 21 年 12.47 亿），同比增长 24.6%/13.2%/14.5%，对应 EPS 为 0.74/0.83/0.95 元，维持“买入”评级。

风险提示： 政策不达预期，竞争加剧等

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

