

天顺风能 (002531)

塔筒量利齐升，叶片快速崛起

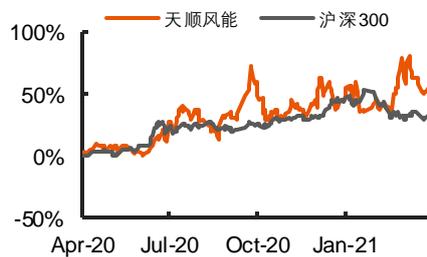
推荐 (维持)

现价: 8.61 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.titanwind.com.cn
大股东/持股	上海天神投资管理有限公司 /29.81%
实际控制人	严俊旭
总股本(百万股)	1,803
流通 A 股(百万股)	1,769
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	155.20
流通 A 股市值(亿元)	152.31
每股净资产(元)	3.71
资产负债率(%)	53.3

行情走势图



证券分析师

- 皮秀** 投资咨询资格编号: S1060517070004, 010-56800184, pixiu809@pingan.com.cn
- 朱栋** 投资咨询资格编号: S1060516080002, 021-20661645, zhudong615@pingan.com.cn
- 王霖** 投资咨询资格编号: S1060520120002, wanglin272@pingan.com.cn

研究助理

- 王子越** 一般从业资格编号: S1060120090038, wangziyue395@pingan.com.cn



投资要点

事项:

公司发布2020年报, 实现营收81.00亿元, 同比增长33.7%, 归母净利润10.50亿元, 同比增长40.6%, 扣非后净利润9.78亿元, 同比增长38.31%, 拟每10股派发现金红利1.5元(含税)。

平安观点:

- **塔筒及叶片制造业务驱动公司业绩高增, Q4 业绩略低预期。**2020 年公司归母净利润 10.50 亿元, 同比增长 40.6%, 业绩增长的主要驱动力来自塔筒和叶片制造业务。受益于国内陆上风电抢装, 塔筒和叶片等部件的需求旺盛, 其中塔筒业务实现量利齐升, 而叶片相关业务则实现收入规模的爆发式增长; 2020 年苏州天顺风能叶片公司净利润约 2.96 亿元, 同比增长 121%。公司 2020Q4 单季营收 26.2 亿元, 同比增长 16.43%, 归母净利润 2.41 亿元, 同比增长 19.94%, 业绩略低于预期, 估计主要因为四季度塔筒交付不及预期, 截至 2020 年底公司仍有较大的塔筒库存。根据公司预告, 2021Q1 归母净利润 3.2-4.2 亿元, 同比增 260%-380%。
- **塔筒业务量利齐升, 未来产能规模有望大幅度扩张。**2020 年公司风塔及相关产品产量 62.1 万吨, 同比增加 22.8%, 销量 59 万吨, 同比增加 16.5%, 实现销售收入 50.5 亿元, 同比增长 11.23%, 风塔业务毛利率 17.31%, 同比减少 1.86 个百分点。风塔业务毛利率的下降主要受运费计入成本的影响, 如果将 3.08 亿元的风塔运费归入销售费用, 则风塔毛利率为 23.4%, 同比提升约 4.2 个百分点, 在此情景下单吨毛利约 2000 元, 同比增加约 280 元。产能方面, 目前公司拥有太仓、包头、珠海、甄城四大生产基地, 内蒙商都生产基地 2021 年一季度正式投产并有望贡献增量, 估计 2021 年公司国内风塔产量有望达到 70-80 万吨。根据公司规划, 未来还计划打造德国以及江苏射阳两个大型的海工基地, 扩张路径清晰。
- **叶片业务爆发式增长, 完成叶子公司少数股权收购。**2020 年公司叶片销量 3201 片, 同比增长 344%, 磨具销量 41 套, 基本持平, 叶片相关

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,967	8,051	9,869	10,654	13,537
YoY (%)	61.2	34.9	22.6	7.9	27.1
净利润(百万元)	747	1,050	1,306	1,440	1,738
YoY (%)	59.0	40.6	24.4	10.3	20.7
毛利率(%)	26.3	23.5	22.7	22.7	21.4
净利率(%)	12.5	13.0	13.2	13.5	12.8
ROE(%)	12.9	16.0	16.1	15.2	15.6
EPS(摊薄/元)	0.41	0.58	0.72	0.80	0.96
P/E(倍)	20.8	14.8	11.9	10.8	8.9
P/B(倍)	2.7	2.3	1.9	1.7	1.4

业务实现营收 21.6 亿元，同比增长 187.5%，毛利率 21.29%，同比下降 10.14 个百分点，毛利率相对较低的叶片营收占比提升是导致毛利率下降的主因。2020 年，公司常熟叶片二期工程建设完成并投产，河南叶片生产基地也完成建设并将于 2021 年正式投产，预计公司未来叶片、磨具的产能规模和销量仍将进一步增长。2021 年 4 月，公司收购苏州天顺风电叶片技术有限公司剩余的 20% 股权，实现全资控股，也有望增厚叶片板块的利润；根据业绩承诺，苏州天顺风电叶片技术有限公司 2020-2022 年合计的扣非后归母净利润不低于 5.7 亿元。

- **风电场装机规模平稳增长。**2020 年公司新增风电场并网规模 179.4MW，截至 2020 年底累计并网规模 859.4MW，同比上升 26%，在建风电场规模 35.7MW。2020 年公司实现发电收入 7.1 亿元，同比增长 15.03%，毛利率 66.53%，同比下降 1.81 个百分点；主营新能源发电的上海天顺 2020 年净利润 3.03 亿元，同比增长约 16%。
- **投资建议。**考虑塔筒业务略低于预期，下调公司盈利预测，预计公司 2021-2022 年归母净利润 13.06、14.40 亿元（原预测值 13.45、15.48 亿元），EPS 0.72、0.80 元，动态 PE 11.9、10.8 倍。公司在风电塔筒和叶片领域具有较好的布局和竞争力，未来持续成长可期，维持“推荐”评级。
- **风险提示。**（1）公司塔筒等业务的盈利水平受钢材等原材料价格影响较大，如果原材料价格单边上行，可能造成不利影响；（2）公司塔筒业务出口比重较大，海外贸易政策以及汇率波动都可能对公司海外业务造成不利影响；（3）公司塔筒业务面临较激烈的行业竞争，如果应对不力可能导致未来发展不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6634	6730	7049	8038
现金	710	987	1065	1354
应收票据及应收账款	3699	3351	3523	3998
其他应收款	70	81	82	98
预付账款	167	326	282	362
存货	1123	1120	1232	1362
其他流动资产	865	865	865	865
非流动资产	8114	8816	9465	10111
长期投资	411	397	384	371
固定资产	5522	6266	6961	7606
无形资产	323	336	349	361
其他非流动资产	1858	1816	1771	1773
资产总计	14748	15546	16515	18149
流动负债	5413	5177	5107	5439
短期借款	2405	1579	1128	980
应付票据及应付账款	2202	2419	2725	3024
其他流动负债	806	1178	1254	1435
非流动负债	2446	2160	1832	1473
长期借款	2203	1918	1590	1231
其他非流动负债	242	242	242	242
负债合计	7858	7337	6939	6912
少数股东权益	210	223	237	255
股本	1779	1803	1803	1803
资本公积	1706	1682	1682	1682
留存收益	3302	4426	5657	7176
归属母公司股东权益	6680	7986	9339	10983
负债和股东权益	14748	15546	16515	18149

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	238	2465	2087	2041
净利润	1105	1319	1454	1756
折旧摊销	357	351	404	408
财务费用	241	232	205	196
投资损失	-101	-101	-81	-62
营运资金变动	-1492	661	102	-260
其他经营现金流	127	3	3	3
投资活动现金流	-910	-955	-975	-995
资本支出	1140	716	663	659
长期投资	61	14	12	13
其他投资现金流	292	-226	-300	-324
筹资活动现金流	276	-1813	-1082	-1110
短期借款	665	-1405	-500	-500
长期借款	386	-286	-328	-359
普通股增加	0	24	0	0
资本公积增加	0	-24	0	0
其他筹资现金流	-775	-122	-254	-250
现金净增加额	-396	-303	30	-64

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8051	9869	10654	13537
营业成本	6160	7625	8232	10636
营业税金及附加	49	60	65	82
营业费用	15	19	20	26
管理费用	205	251	271	311
研发费用	43	53	57	72
财务费用	241	232	205	196
资产减值损失	19	168	181	217
其他收益	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	101	101	81	62
资产处置收益	-3	-3	-3	-3
营业利润	1312	1564	1706	2061
营业外收入	8	7	8	8
营业外支出	6	3	3	3
利润总额	1314	1569	1711	2066
所得税	210	250	257	310
净利润	1105	1319	1454	1756
少数股东损益	55	13	15	18
归属母公司净利润	1050	1306	1440	1738
EBITDA	1941	2083	2224	2547
EPS(元)	0.58	0.72	0.80	0.96

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	34.9	22.6	7.9	27.1
营业利润(%)	50.3	19.3	9.1	20.8
归属于母公司净利润(%)	40.6	24.4	10.3	20.7
获利能力				
毛利率(%)	23.5	22.7	22.7	21.4
净利率(%)	13.0	13.2	13.5	12.8
ROE(%)	16.0	16.1	15.2	15.6
ROIC(%)	11.2	11.9	12.1	13.0
偿债能力				
资产负债率(%)	53.3	47.2	42.0	38.1
净负债比率(%)	65.4	39.3	25.1	14.7
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.9	0.9	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	2.7	2.8	3.1	3.6
应付账款周转率	3.0	3.3	3.2	3.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.72	0.80	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	1.37	1.16	1.13
每股净资产(最新摊薄)	3.71	4.43	5.18	6.09
估值比率				
P/E	14.8	11.9	10.8	8.9
P/B	2.3	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	10.4	9.1	8.2	6.8

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033