

## 公司业绩持续高增, 叶片业务表现亮眼

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2021年一季度实现营业收入13.9亿元, 同比增长63.46%; 实现归母净利润4.97亿元, 同比增长273.78%; 实现扣非归母净利润2.75亿元, 同比增长179.57%, EPS 0.28元, 业绩略超预期。主要原因是公司本期有超2亿元的投资收益。
- **20年风塔业务稳健增长, 积极进行三北地区产能布局。** 受益于风电抢装带来的高景气度, 公司2020年风塔板块收入50.53亿元, 同比增长11.23%, 对应产量为62.08万吨, 同比增长22.80%, 销量为59.03万吨, 同比增长16.52%。风塔业务毛利率为17.31%, 比去年同期略有下降, 原因在于会计准则的调整导致运费计入营业成本。公司积极布局三北地区产能, 报告期内公司在内蒙古投资设立了新塔筒生产基地, 20年11月完工。
- **叶片产能放量业绩高增, 产营收创下新高。** 公司2020年常熟叶片二期工程建设完工并投产, 同时河南叶片生产基地也完成建设, 预计在21年正式投产。报告期内叶片板块实现营收21.61亿元, 同比增长187.50%; 受益于常熟二期工程的投产, 且在手订单充沛, 叶片交付量大幅提升, 公司实现销量3201片, 同比增长343.97%。叶片板块毛利率为21.29%, 比去年同期下降约10个百分点, 原因是其中毛利率较高的模具, 由于叶片销量的大幅提升, 在整个叶片板块收入占比的大幅下降。
- **风电场营收稳步增长。** 报告期公司风电场发电业务实现收入7.10亿元, 同比增长15.03%, 毛利率为66.53%, 同比下降2个百分点。20年内公司完成并网179.4MW, 累计并网容量859.4MW, 较上年同期增长26.38%, 全年实现发电量14.19亿度电, 同比增长13.78%。
- **盈利预测与投资建议。** 公司是国内风塔行业龙头公司, 产能扩张迅速, 近两年继续拓展叶片新业务板块, 寻找新的业绩增长点, 我们给予公司2021年13倍PE, 目标价10.50元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 风电订单需求下降明显、公司产能利用率下降的风险; 钢材价格大幅上涨, 侵蚀公司利润的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8099.86	10576.60	13129.40	15191.24
增长率	33.70%	30.58%	24.14%	15.70%
归属母公司净利润(百万元)	1049.61	1510.49	1648.11	1877.88
增长率	40.60%	43.91%	9.11%	13.94%
每股收益EPS(元)	0.58	0.84	0.91	1.04
净资产收益率ROE	16.04%	18.98%	17.73%	17.29%
PE	15	10	9	8
PB	2.30	1.92	1.64	1.41

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	18.03
流通A股(亿股)	17.69
52周内股价区间(元)	5.62-9.96
总市值(亿元)	153.75
总资产(亿元)	156.26
每股净资产(元)	4.06

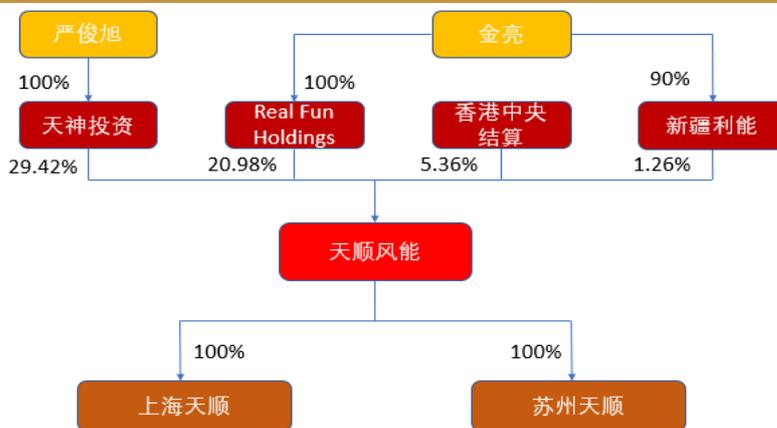
### 相关研究

## 1 公司业绩持续高增长，叶片营收三年复合增长率 136%

天顺风能(苏州)股份有限公司于 2005 年成立，主营风力发电塔架及相关产品的生产销售，2010 年底在深交所上市(股票代码：002531)。天顺风能经过多年在风力发电领域的深耕积累，已经在塔筒细分领域奠定了全球龙头的地位，同时围绕风电产业链进行相关多元化发展。

公司实际控制人为严俊旭董事长。公司最大股东为上海天神投资管理有限公司，持股比例为 29.42%，该公司由严俊旭董事长 100% 控股。此外严俊旭先生直接持有公司 0.75% 的股份，合计持有公司 30.17% 的股份。公司最主要的参控子公司有两家，分别为上海天顺风能清洁能源开发有限公司，和苏州天顺风能设备有限公司，均为全资子公司，分别对应风电场发电板块和风塔及叶片板块的布局。

图 1：公司股权结构及主要子公司



数据来源：Wind，西南证券整理

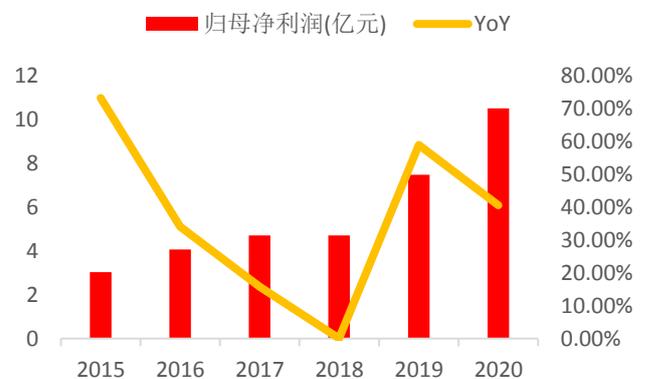
公司 2020 年全年实现营业收入 80.51 亿元，同比增长 34.94%；实现归母净利润 10.50 亿元，同比增长 40.60%；实现扣非归母净利润 9.78 亿元，同比增长 38.31%；综合毛利率为 23.49%，同比下降 2.85 个百分点。毛利率下降的原因在于会计准则调整导致的运输费用计入成本，以及叶片板块中模具收入占比的下降。公司连续第二年高速增长，近两年归母净利润复合增长率达到 49%。

图 2：公司历年营收及增速



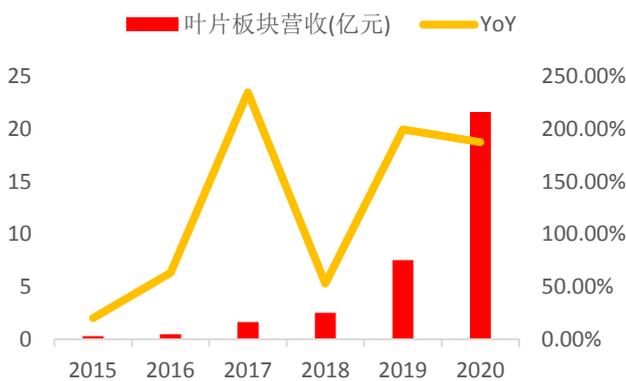
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司 2020 年归母净利润同比增长 41%

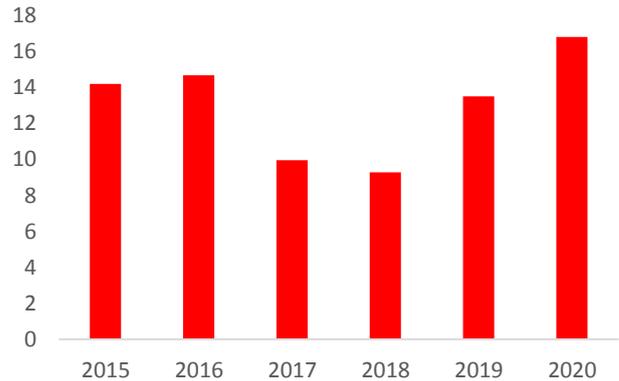


数据来源：Wind，西南证券整理

公司 2020 年业绩的持续高速增长较大比例来源于叶片产能的持续放量以及在手订单的充裕，2017-2020 年公司叶片业务分别实现营收 1.64 亿元、2.51 亿元、7.52 亿元和 21.61 亿元，三年复合增速为 136%。随着 21 年河南叶片生产基地的投产，公司产能将进一步扩大，叠加因国家补贴政策退出带来的海上风电抢装的行情，公司业绩在 21 年有望进一步提升，叶片业务的市场份额有望进一步扩大。2020 年公司资产周转率 0.58 次，同比增加 0.11 次，销售净利率为 13.72%，同比增长 0.91%。在这两者带动下，公司 20 年的 ROE 进一步回升，来到 16.80%，处于同业较好水平。

**图 4：公司叶片业务营收快速爬升，近三年复合增长率 136%**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 5：公司历年 ROE 变化(%)**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：公司风塔产能持续放量，2021-2023 年，销量分别达到 75 万吨、100 万吨、120 万吨。

假设 2：公司叶片产能持续放量，2021-2023 年，销量分别达到 4400 片、5000 片、5500 片。

假设 3：行业供需情况稳定，2021 年毛利率小幅下滑，之后几年毛利率保持平稳。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
风塔	收入	5052.73	6600	8800	10560
	增速	11.2%	30.6%	33.3%	20.0%
	毛利率	17.3%	16.0%	16.5%	16.5%
叶片	收入	2161.3	2900.8	3253.6	3555.44
	增速	187.5%	34.2%	12.2%	9.3%
	毛利率	21.3%	20.0%	21.0%	21.0%

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
发电	收入	710.09	975.801	975.801	975.801
	增速	15.0%	37.4%	0.0%	0.0%
	毛利率	66.5%	66.5%	66.5%	66.5%
合计	收入	8099.9	10576.6	13129.4	15191.2
	增速	33.7%	30.6%	24.1%	15.7%
	毛利率	23.9%	22.1%	21.6%	21.0%

数据来源：Wind，西南证券

## 2.2 相对估值

我们选取风电行业的四家主流公司，2020 年四家公司平均 PE 为 16 倍，2021 年平均 PE 为 14 倍。公司是国内风塔行业龙头公司，产能扩张迅速，近两年继续拓展叶片新业务板块，寻找新的业绩增长点，我们给予公司 2021 年 13 倍 PE，目标价 10.50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
300129.SZ	泰胜风能	6.78	0.21	0.49	0.59	31.74	13.98	11.50
300443.SZ	金雷股份	28.96	0.86	2.16	2.33	33.67	13.41	12.45
002487.SZ	大金重工	8.32	0.32	0.84	1.26	26.30	9.90	6.58
603218.SH	日月股份	34.55	0.97	1.26	1.36	35.62	27.42	25.48
平均值						31.83	16.18	14.04

数据来源：Wind，西南证券整理

## 3 风险提示

- 1) 风电订单需求下降明显、公司产能利用率下降的风险；
- 2) 钢材价格大幅上涨，侵蚀公司利润的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8099.86	10576.60	13129.40	15191.24	净利润	1104.93	1570.49	1718.11	1957.88
营业成本	6160.15	8241.53	10295.24	12003.29	折旧与摊销	357.09	445.09	445.09	445.09
营业税金及附加	48.84	57.75	69.60	83.18	财务费用	241.28	246.32	233.30	206.65
销售费用	15.30	105.77	131.29	151.91	资产减值损失	-19.10	0.00	0.00	0.00
管理费用	205.14	317.30	393.88	455.74	经营营运资本变动	-1490.89	-264.69	-1095.19	-727.09
财务费用	241.28	246.32	233.30	206.65	其他	44.42	-245.54	-43.85	-32.55
资产减值损失	-19.10	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>237.73</b>	<b>1751.67</b>	<b>1257.46</b>	<b>1849.97</b>
投资收益	100.75	250.00	30.00	30.00	资本支出	-1243.52	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	6.83	4.56	5.32	其他	333.72	305.51	34.56	35.32
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-909.80</b>	<b>305.51</b>	<b>34.56</b>	<b>35.32</b>
<b>营业利润</b>	<b>1311.73</b>	<b>1864.77</b>	<b>2040.65</b>	<b>2325.78</b>	短期借款	664.69	-910.58	-501.34	-993.07
其他非经营损益	2.72	3.52	3.25	3.34	长期借款	386.40	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1314.45</b>	<b>1868.28</b>	<b>2043.90</b>	<b>2329.12</b>	股权融资	0.46	0.00	0.00	0.00
所得税	209.51	297.79	325.78	371.25	支付股利	-175.77	-209.92	-302.10	-329.62
净利润	1104.93	1570.49	1718.11	1957.88	其他	-599.44	-589.48	-233.30	-206.65
少数股东损益	55.32	60.00	70.00	80.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>276.35</b>	<b>-1709.98</b>	<b>-1036.74</b>	<b>-1529.34</b>
归属母公司股东净利润	1049.61	1510.49	1648.11	1877.88	<b>现金流量净额</b>	<b>-395.85</b>	<b>347.20</b>	<b>255.28</b>	<b>355.94</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	710.46	1057.66	1312.94	1668.88	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3936.45	5453.61	6617.17	7710.73	销售收入增长率	33.70%	30.58%	24.14%	15.70%
存货	1122.86	1490.96	1874.60	2183.18	营业利润增长率	50.29%	42.16%	9.43%	13.97%
其他流动资产	864.53	660.22	819.57	948.27	净利润增长率	44.55%	42.13%	9.40%	13.95%
长期股权投资	411.00	411.00	411.00	411.00	EBITDA 增长率	40.30%	33.82%	6.37%	9.51%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	6715.92	6316.97	5918.02	5519.07	毛利率	23.95%	22.08%	21.59%	20.99%
无形资产和开发支出	322.96	287.95	252.94	217.94	三费率	5.70%	6.33%	5.78%	5.36%
其他非流动资产	664.08	652.95	641.83	630.70	净利率	13.64%	14.85%	13.09%	12.89%
<b>资产总计</b>	<b>14748.26</b>	<b>16331.32</b>	<b>17848.07</b>	<b>19289.77</b>	ROE	16.04%	18.98%	17.73%	17.29%
短期借款	2404.99	1494.41	993.07	0.00	ROA	7.49%	9.62%	9.63%	10.15%
应付和预收款项	2355.34	4056.17	4643.62	5437.97	ROIC	13.90%	16.15%	16.64%	17.46%
长期借款	2203.46	2203.46	2203.46	2203.46	EBITDA/销售收入	23.58%	24.17%	20.71%	19.60%
其他负债	894.69	300.82	315.44	327.61	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>7858.48</b>	<b>8054.86</b>	<b>8155.59</b>	<b>7969.04</b>	总资产周转率	0.58	0.68	0.77	0.82
股本	1779.02	1779.02	1779.02	1779.02	固定资产周转率	1.50	1.99	2.67	3.36
资本公积	1705.95	1705.95	1705.95	1705.95	应收账款周转率	2.88	2.76	2.69	2.62
留存收益	3301.71	4602.28	5948.30	7496.55	存货周转率	6.00	6.28	6.09	5.91
归属母公司股东权益	6680.12	8006.79	9352.80	10901.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	75.60%	—	—	—
少数股东权益	209.67	269.67	339.67	419.67	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6889.79</b>	<b>8276.46</b>	<b>9692.48</b>	<b>11320.73</b>	资产负债率	53.28%	49.32%	45.69%	41.31%
负债和股东权益合计	14748.26	16331.32	17848.07	19289.77	带息债务/总负债	58.64%	45.91%	39.19%	27.65%
					流动比率	1.23	1.54	1.86	2.27
					速动比率	1.02	1.28	1.53	1.87
					股利支付率	16.75%	13.90%	18.33%	17.55%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.58	0.84	0.91	1.04
					每股净资产	3.71	4.44	5.19	6.05
					每股经营现金	0.13	0.97	0.70	1.03
					每股股利	0.10	0.12	0.17	0.18
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1910.10	2556.17	2719.03	2977.52					
PE	14.65	10.18	9.33	8.19					
PB	2.30	1.92	1.64	1.41					
PS	1.90	1.45	1.17	1.01					
EV/EBITDA	9.89	6.75	6.07	5.09					
股息率	1.14%	1.37%	1.96%	2.14%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn