

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

天顺风能(002531)

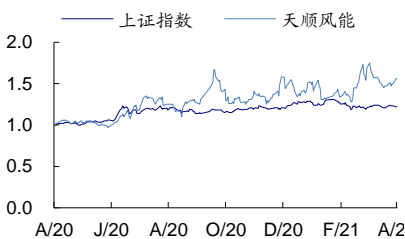
买入

2020 年年报及 2021 一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,803/1,769
总市值/流通(百万元)	16,024/15,726
上证综指/深圳成指	3,443/14,264
12 个月最高/最低(元)	10.26/5.57

相关研究报告:

《天顺风能-002531-重大事件快评: 制造+电站开发双轮驱动, 增加产业链价值创造点》——2021-03-18
 《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

证券分析师: 王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080003

独立性声明:

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。

财报点评

产业链延伸进展顺利 业绩稳增

● 2020 年营收符合预期, 盈利能力有效提升

2020 全年营收 80.51 亿元 (+34.94%), 归母净利润 10.50 亿元 (+40.60%), 扣非归母净利润 9.78 亿元 (+38.31%)。其中四季度单季营收 26.09 亿元 (+20.63%), 归母净利润 2.41 亿元 (+19.94%), 扣非归母净利润 2.53 亿元 (+40.39%)。2021 年 Q1 实现营收 13.90 亿元 (+63.46%), 归母净利润 4.97 亿元 (+273.78%); 毛利率 32.22% (+0.73pct), 扣非净利率为 19.73%。Q1 销售/管理/研发/财务费率分别为 0.10% (-5.03pct)、5.23% (+0.12pct)、0.34% (-1.63pct) 和 5.11% (-1.46pct)。

● 产业链延伸战略成效喜人, 叶片保持高速发展

2020 年风塔及相关产品销量达 59 万吨 (+16.52%); 叶片及相关产品销量达 1067 套 (+342.97%), 模具销售 41 套 (-2.38%); 21Q1 估计实现叶片销量 180 套, 公司在苏州的叶片二期工厂投产后叶片销量显著增长, 目前公司在手订单充足, 未来将继续扩张叶片产能, 加强具备产业链协同效应的轻资产业务, 预期 2021 年实现叶片销售 1500 套以上。

● 风电开发板块双轮驱动 Q1 发电毛利率高企

2020 年公司新投产自营风电场 180MW, 21Q1 全国风电发电量整体增长 30%, 估计公司 Q1 自营风场实现售电量 6 亿千瓦时左右, 毛利率 75%; 公司目前已经圈定 5GW 前期风电资源, 未来将实施分步开发并大部分转让的轻资产周转模式, 实现良好的经营业绩。

● 风险提示: 设备招标需求不达预期, 公司海外业务受到疫情影响。

● 投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。

公司积极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, 预计 21-23 归母净利润为 13.2/17.2/19.1 亿元; 维持合理估值区间 9.02-11.26 元/股, 对应 2021 年业绩动态 PE 为 12-15X, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,100	10,077	12,270	13,224	13,753
(+/-%)	33.7%	24.4%	21.8%	7.8%	4.0%
净利润(百万元)	1050	1319	1720	1905	1939
(+/-%)	20.1%	25.6%	30.4%	10.8%	1.8%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.73	0.95	1.06	1.08
EBIT Margin	20.6%	17.0%	18.4%	18.9%	18.9%
净资产收益率(ROE)	15.7%	17.3%	20.7%	22.0%	21.4%
市盈率(PE)	15.1	12.2	9.3	8.4	8.3
EV/EBITDA	12.0	11.4	9.4	8.5	8.3
市净率(PB)	2.37	2.11	1.93	1.85	1.77

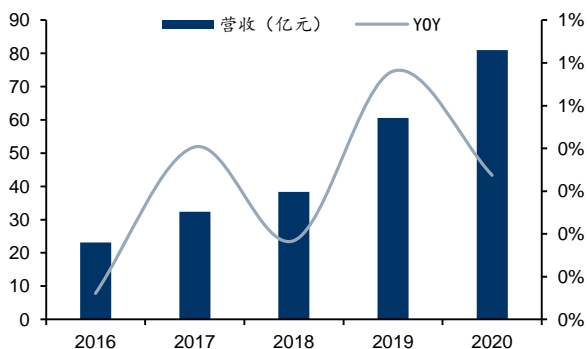
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

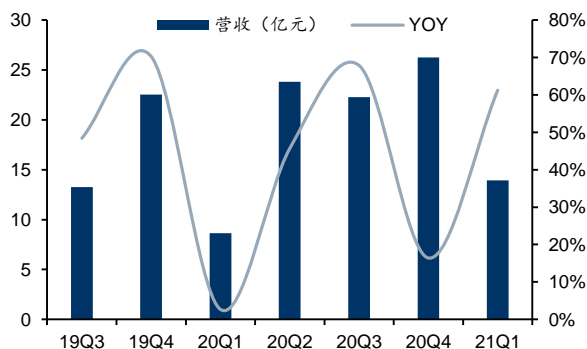
2020 年营收增符合预期，盈利能力有效提升。2020 全年营收 80.51 亿元 (+34.94%)，归母净利润 10.50 亿元 (+40.60%)，扣非归母净利润 9.78 亿元 (+38.31%)。其中四季度单季营收 26.09 亿元 (+20.63%)，归母净利润 2.41 亿元 (+19.94%)，扣非归母净利润 2.53 亿元 (+40.39%)。2021 年 Q1 实现营收 13.90 亿元 (+63.46%)，归母净利润 4.97 亿元 (+273.78%)；毛利率 32.22% (+0.73pct)，扣非净利率为 19.73%。

公司 2020 年毛利率为 23.49% (-2.85pct.)，毛利率相对降低主要由于新收入准则将运费计入风塔产品成本。净利率为 13.72% (+0.91pct.)，拟每 10 股派发现金红利 1.5 元 (含税)。2021 年 Q1 毛利率为 32.22% (环比+19.90pct.)，净利率为 36.17% (环比+26.37pct.)。

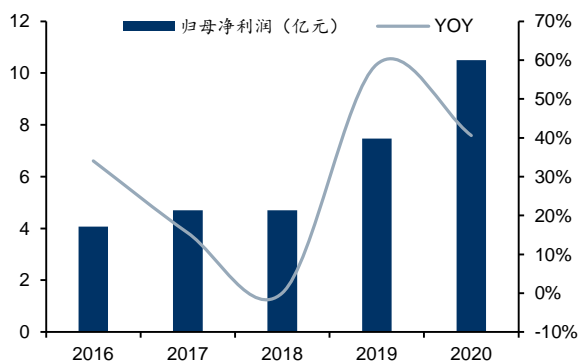
费用率稳中有降，2020 年销售费用率 0.19% (-4.45pct.)，由于原计入销售费用的运费转入营业成本造成大幅下降，管理费用率 2.53% (+0.02pct.)，研发费用率 0.53% (+0.04pct.)，财务费用率 2.98% (-0.05pct.)，四项费用率合计 6.23% (-4.48pct.)。21 年 Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 0.10% (-5.03pct.)、5.23% (+0.12pct.)、0.34% (-1.63pct.) 和 5.11% (-1.46pct.)。

图 1：年度营业收入及增速 (单位：亿元、%)


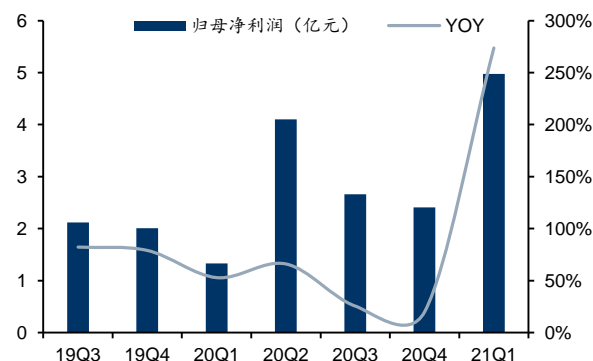
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：单季营业收入及增速 (单位：亿元、%)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

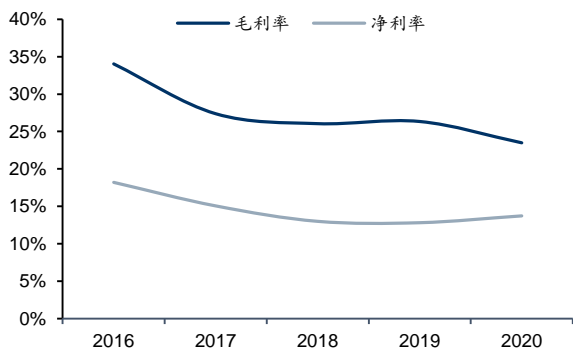
图 3：年度归母净利润及增速 (单位：亿元、%)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：单季归母净利润及增速 (单位：亿元、%)


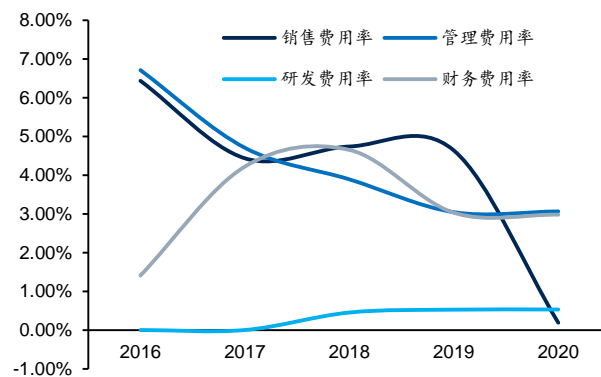
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 毛利率、净利率变动情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

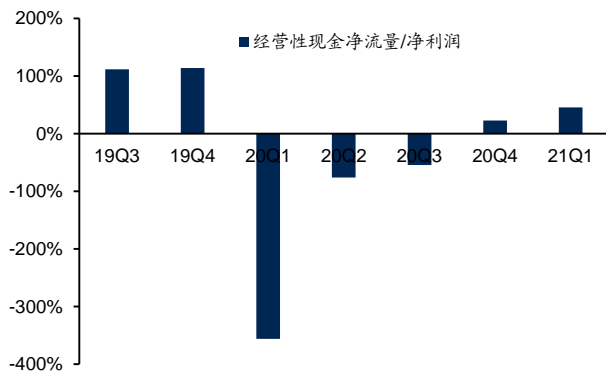
图 6: 费用率变化情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

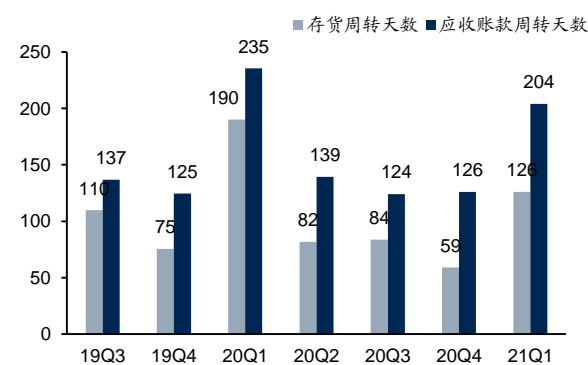
现金流稳健, 存货和应收账款周转加快。2020 年经营活动现金流量净流入 2.38 亿元 (-71.98%), 主要因为公司应付票据到期兑付所致。其中 20Q4 经营活动现金流量净额 6.77 亿元。公司 2021 年 Q1 经营活动产生的现金流量净额 2.26 亿, 同比由负转正。公司 2020 年存货和应收账款周转逐季加快, 运营能力提升显著, 2020 年存货周转天数为 59 天(同比减少 16 天); 应收账款周转天数为 126 天(基本持平)。公司 21 年 Q1 存货和应收账款周转同比显著加快, 存货周转天数为 126 天(同比减少 64 天); 应收账款周转天数为 204 天(同比减少 31 天)。

图 7: 季度经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 存货周转天数及应收账款周转天数情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产业链延伸战略成效喜人, 叶片保持高速发展。2020 年风塔及相关产品销量达 59 万吨 (+16.52%); 叶片及相关产品销量达 1067 套 (+342.97%), 模具销售 41 套 (-2.38%); 21Q1 估计实现叶片销量 180 套, 公司在苏州的叶片二期工厂投产后叶片销量显著增长, 目前公司在手订单充足, 未来将继续扩张叶片产能, 加强具备产业链协同效应的轻资产业务, 预期 2021 年实现叶片销售 1500 套以上。

表 1: 公司 2019-2020 年主营业绩

销售量	2019	2020
风塔 (万吨)	50.66	59.03
叶片 (套)	240	1,067
模具 (套)	42	41
电力 (亿千瓦时)	12.5	14.2
销售均价		
风塔 (元/吨)	8967	8560
叶片 (百万元/套)	1.88	1.83
模具 (百万元/套)	7.12	5.09
电力 (元/千瓦时)	0.49	0.50
销售成本		
风塔(元/吨)	7248	7078
叶片 (百万元/套)	1.48	1.48
模具 (百万元/套)	3.81	2.9
电力 (元/千瓦时)	0.16	0.17
单位毛利		
风塔(元/吨)	1719	1482
叶片 (百万元/套)	0.40	0.35
模具 (百万元/套)	3.31	2.19
电力 (元/千瓦时)	0.34	0.33

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 2: 公司风塔成本分析 (元/吨)

成本拆分	2019	2020
合计(元/吨)	7248	7078
原材料	6489	5800
人工工资	483	420
制造费用	276	336
运费	0	521

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司积极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, 维持盈利预测, 预计 21-23 归母净利润为 13.2/17.2/19.1 亿元; 维持合理估值区间 9.02-11.26 元/股, 维持“买入”评级。

表 3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			投资评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
002531	天顺风能	8.90	160	0.59	0.73	0.95	15.1	12.2	9.3	买入
300129	泰胜风能	6.79	49	0.48	0.43	0.42	14.0	15.7	16.3	增持
603218	日月股份	34.83	337	1.01	1.25	1.58	34.4	27.9	22.1	买入
300569	天能重工	13.41	54	1.07	1.30	1.51	12.5	10.3	8.9	买入

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)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	710	1000	1000	1000	营业收入	8100	10077	12270	13224
应收款项	3769	4693	5715	6159	营业成本	6160	7850	9374	10050
存货净额	1123	2579	3088	3313	营业税金及附加	49	13	16	19
其他流动资产	983	1512	1840	1984	销售费用	15	90	113	122
流动资产合计	6634	9833	11692	12504	管理费用	248	425	528	542
固定资产	6716	7202	7390	6873	财务费用	241	270	295	322
无形资产及其他	323	310	297	284	投资收益	101	300	89	80
投资性房地产	664	664	664	664	资产减值及公允价值变动	19	(28)	0	0
长期股权投资	411	411	411	411	其他收入	(194)	13	13	13
资产总计	14748	18420	20454	20736	营业利润	1312	1713	2046	2262
短期借款及交易性金融负债	2774	2857	3550	2933	营业外净收支	3	0	0	0
应付款项	2202	3968	3800	4077	利润总额	1314	1713	2046	2262
其他流动负债	437	387	465	498	所得税费用	210	343	286	317
流动负债合计	5413	7213	7815	7508	少数股东损益	55	52	40	40
长期借款及应付债券	2203	3116	3844	4044	归属于母公司净利润	1050	1319	1720	1905
其他长期负债	242	242	242	242					
长期负债合计	2446	3358	4086	4286	现金流量表 (百万元)				
负债合计	7858	10571	11901	11794	净利润	1050	1319	1720	1905
少数股东权益	210	246	262	270	资产减值准备	(76)	5	1	(1)
股东权益	6680	7603	8291	8672	折旧摊销	304	635	734	781
负债和股东权益总计	14748	18420	20454	20736	公允价值变动损失	(19)	28	0	0
					财务费用	241	270	295	322
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1406)	(1188)	(1948)	(504)
每股收益	0.59	0.73	0.95	1.06	其它	109	32	15	9
每股红利	0.25	0.22	0.57	0.85	经营活动现金流	(40)	830	522	2191
每股净资产	3.75	4.22	4.60	4.81	资本开支	(1449)	(1140)	(910)	(250)
ROIC	13%	11%	13%	14%	其它投资现金流	245	0	0	0
ROE	16%	17%	21%	22%	投资活动现金流	(1190)	(1140)	(910)	(250)
毛利率	24%	22%	24%	24%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	20%	17%	18%	19%	负债净变化	386	912	728	200
EBITDA Margin	24%	23%	24%	25%	支付股利、利息	(437)	(396)	(1032)	(1524)
收入增长	34%	24%	22%	8%	其它融资现金流	779	83	692	(617)
净利润增长率	41%	26%	30%	11%	融资活动现金流	677	600	388	(1941)
资产负债率	55%	59%	59%	58%	现金净变动	(552)	290	0	0
息率	2.8%	2.5%	6.5%	9.6%	货币资金的期初余额	1263	710	1000	1000
P/E	15.1	12.2	9.3	8.4	货币资金的期末余额	710	1000	1000	1000
P/B	2.4	2.1	1.9	1.8	企业自由现金流	(1184)	(324)	(188)	2181
EV/EBITDA	12.3	11.4	9.4	8.5	权益自由现金流	(18)	455	979	1487

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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，并向客户发布的行为。

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