

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

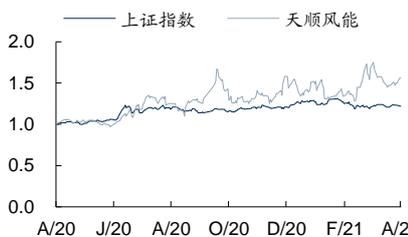
新能源

天顺风能(002531)
买入

2021年半年报点评

(维持评级)

2021年08月24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

拥抱海风机遇 双轮驱动发展

● 半年报符合预期,抢装后营收增速暂时放缓

公司上半年实现营业收入 32.93 亿元,同比增长 1.40%,实现归母净利润 7.99 亿元,同比增长 47.05%,实现归母扣非净利润 5.61 亿元,同比增长 13.76%。上半年处置持有的联营企业股权取得投资收益 3.1 亿元。由于 20Q2 高基数的缘故, Q2 实现营业收入 18.99 亿元,同比下降 12.5%。受到中厚板、玻纤、树脂等原材料价格上涨的影响, Q2 毛利率 23.83%,同比下降 6.32 个百分点,环比下降 8.39 个百分点,销售净利率 15.7%,同比下降 2.36 个百分点。

● 新客户开发顺利,叶片保持高速发展

21 年上半年公司实现叶片及模具销售近 400 套,全年有望销售 1200 套。除与远景能源在叶片业务上紧密合作以外,公司又成功开发陆风领先企业运达股份,并将在下半年开始批量供货。除常熟生产基地以外,21 年河南濮阳工厂顺利投产,目前商都叶片生产基地已开工,预计 2022 年正式投入生产,叶片总产能将达到 2000 套。通过塔筒和开发业务的协同,公司未来还将顺利开拓 3-4 家主流风机企业,成功实现制造与开发业务的双轮驱动战略。

● 加快两海风塔产能建设,主动拥抱全球海上风电浪潮

在有序推进陆上 50 万吨风塔新产能以外,公司加快海上风电生产基地建设,德国与江苏射阳海工基地稳步推进,23 年初步形成中欧两地各 30 万吨海工产能,提前布局 23 年美欧以及国内海上风电共振黄金发展期。

● 风险提示:风电需求不达预期,海外业务受到疫情影响。
● 投资建议:维持“买入”评级。

公司现有风塔产能 70 万吨,规划 2023 年全球布局超过 180 万吨产能,全面迎接海上风电爆发期。根据公司盈利情况和扩产规划,调整 21-23 归母净利润为 13.35/18.26/21.29 亿元(原预测 13.2/17.2/19.1 亿元;业绩增速 27.2/36.8/16.6%,每股收益 0.74/1.01/1.18 元,合理估值区间上调至 14.44-16.65 元/股(原区间 9.02-11.26),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	9,098	12,276	14,661	16,158
(+/-%)	33.7%	12.3%	34.9%	19.4%	10.2%
净利润(百万元)	1050	1335	1826	2129	2146
(+/-%)	40.6%	27.2%	36.8%	16.6%	0.8%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.74	1.01	1.18	1.19
EBIT Margin	20.0%	18.2%	18.1%	17.7%	17.7%
净资产收益率(ROE)	15.7%	17.5%	21.9%	24.3%	23.3%
市盈率(PE)	20.5	16.3	11.9	10.2	10.2
EV/EBITDA	15.3	13.8	11.5	10.5	9.8
市净率(PB)	3.22	2.86	2.61	2.48	2.37

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

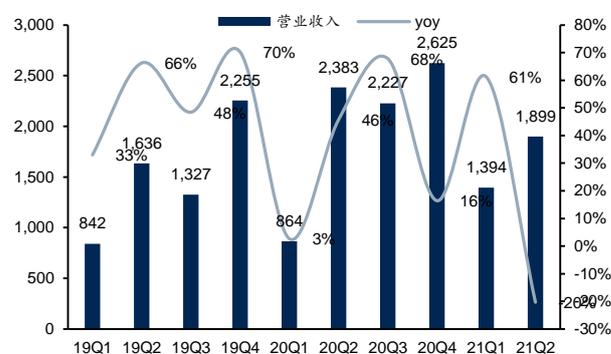
上半年业绩符合预期，盈利能力有所下降。公司上半年实现营业收入 32.93 亿元，同比增长 1.40%，实现归母净利润 7.99 亿元，同比增长 47.05%，实现归母扣非净利润 5.61 亿元，同比增长 13.76%。上半年处置持有的联营企业股权取得投资收益 3.07 亿元。分季度看，Q2 实现营业收入 18.99 亿元，同比下降 20.32%，环比增长 36.3%，实现归母净利润 3.01 亿元，同比下降 26.53%，环比下降 39.4%，实现归母扣非净利润 2.85 亿元，同比下降 27.62%，环比增长 3.8%。公司上半年销售毛利率 27.38%，同比下降 3.12 个百分点，销售净利率 24.35%，同比提高 6.75 个百分点。分季度看，Q2 公司销售毛利率 23.83%，同比下降 6.32 个百分点，环比下降 8.39 个百分点，销售净利率 15.70%，同比下降 2.36 个百分点，环比下降 20.47 个百分点。抢装潮后，风电零部件交货节奏有所放缓，受上游原材料涨价的影响，公司盈利能力受到一定影响，业绩整体符合预期。

图 1：年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



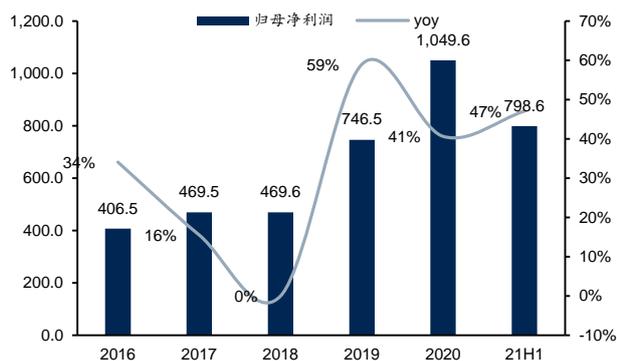
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

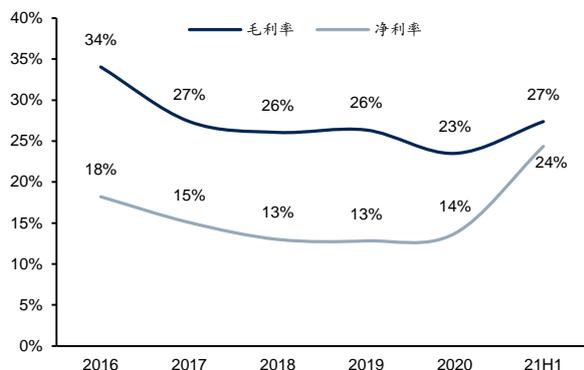


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风电零部件业务整体稳定，发电收入大幅增长。分板块看，公司上半年风塔及相关产品销售量达到 24 万吨，实现营收 19.27 亿元，同比减少 9.62%，毛利率 14.68%，同比下降 10.31 个百分点，主要系按照新会计准则原计入销售费用的运费现计入营业成本所致。报告期内公司叶片类产品销售量达到 397 套，同比增长 33.7%，实现营收 6.93 亿元，同比增加 8.20%，毛利率 19.74%，同比下降 4.88 个百分点，主要系叶片模具收入占比下降及市场价格回调引起。发电业务实现营收 5.96 亿元，同比大增 51.52%，毛利率 75.00%，同比提高 5.15 个百分点，公司发电收入和毛利率提高主要系并网规模增加和发电利用小时数提

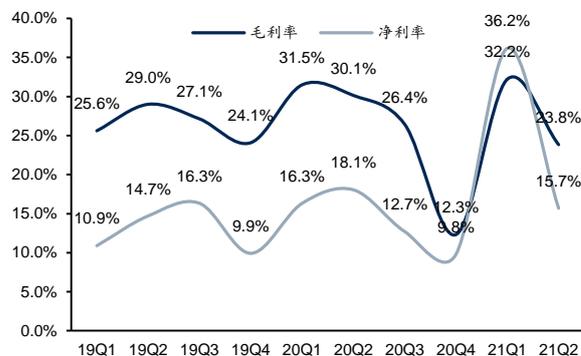
高引起。

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

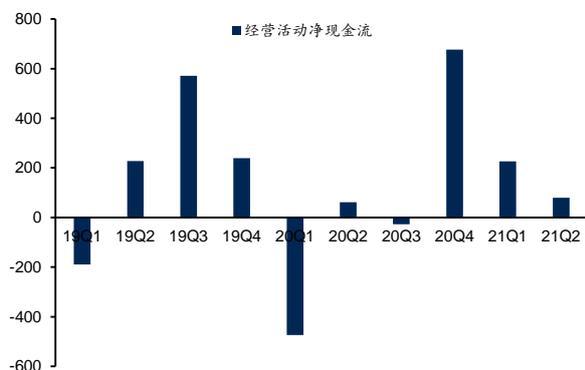
图 6：分季度毛利率/净利率变化情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

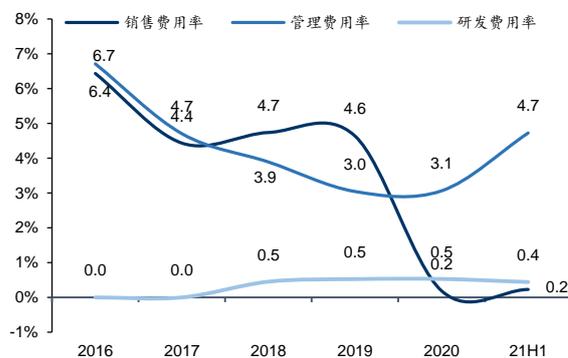
现金流稳健，期间费用率维持正常水平。公司上半年经营活动净现金流 3.05 亿元，同比增长 172.14%，主要是公司票据结算增加且到期兑付较上年同期减少引起，其中 Q1 净现金流 2.26 亿元，Q2 净现金流 0.79 亿元。报告期内公司销售费用率为 0.23%，剔除会计准则变更影响维持稳定，研发、管理和财务费用率保持稳定。

图 7：季度经营性现金流情况 (单位：百万元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

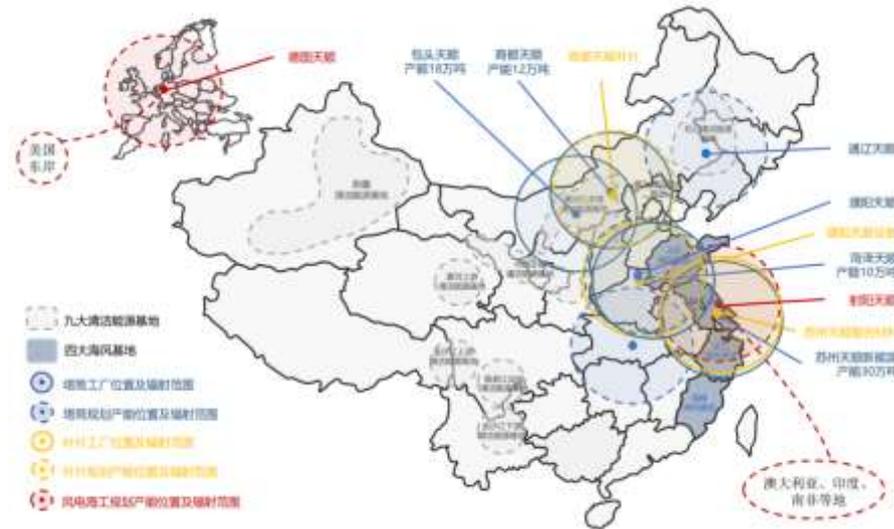
图 8：公司期间费用率情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产能科学布局，电站转让开启在即。公司目前拥有塔筒产能共 70 万吨 (包括苏州 30 万吨、包头 18 万吨、商都 12 万吨和菏泽 10 万吨)。公司在通辽、濮阳等地积极扩产，并且将配合零碳产业群在东北、西北、华东、华中、华南等地进行布局，进一步实现产业链联动，预计 2023 年底形成塔筒产能 120 万吨/年，同时公司看好海风的发展，在德国和射阳的海工基地建设也正在稳步推进，预计 2022 年底形成 60 万吨/年海工产能。其中，射阳海工基地未来将辐射供货澳大利亚、印度、南非等地，而德国海工基地将主要对接欧洲和美国东海岸的海上风电需求。叶片方面，除常熟生产基地以外，21 年河南濮阳工厂顺利投产，目前商都叶片生产基地已开工，预计 2022 年正式投入生产，叶片总产能将达到 2000 套。通过塔筒和开发业务的协同，公司未来还将顺利开拓 3-4 家主流风机企业，成功实现制造与开发业务的双轮驱动战略。

图 9：公司制造业务产能布局示意图



资料来源：天顺风能，国信证券经济研究所整理

表 1：公司未来主营业务预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
风塔制造					
销售量(万吨)	51	59	69	95	110
销售收入(百万元)	4,542	5053	5,724	8,170	9,680
毛利率	19.2%	24.7%	15.7%	17.4%	18.2%
单吨毛利(元/吨)	1,719	1,482	1,304	1,500	1,600
吨钢净利(元)	342	744	686	921	1,013
叶片制造					
毛利率					
销售量(套)	240	1067	1160	1500	2000
销售收入(百万元)	453	1,953	2,030	2,625	3,500
营业成本(百万元)	356	1,582	1,740	2,231	2,975
毛利率	21.5%	19.0%	14.3%	15.0%	15.0%
模具制造					
销售量(套)	42	41	40	40	40
销售收入(百万元)	299	209	240	240	240
毛利率	46.4%	43.0%	45.0%	45.0%	45.0%
发电业务					
售电量(亿度)	12.5	14.2	21.7	22.5	22.5
销售收入(百万元)	617	710	1104	1150	1150
毛利率	68.3%	66.5%	71.0%	71.0%	71.0%
在运容量(MW)	565	680	859	895	895

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所预测 注: 计算单吨风塔净利润涉及的费用归属为国信证券经济研究所主观判断, 结果为估计值。

投资建议：公司现有风塔产能 70 万吨，规划 2023 年全球布局超过 180 万吨风塔产能，全面迎接海上风电爆发期。根据公司盈利情况和扩产规划，调整 21-23 归母净利润为 13.35/18.26/21.29 亿元（原预测 13.2/17.2/19.1 亿元；业绩增速 27.2/36.8/16.6%，每股收益 0.74/1.01/1.18 元，合理估值区间上调至 14.44-16.65 元/股（原区间 9.02-11.26），维持“买入”评级。

表 2：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	12.09	218	0.58	0.74	1.01	20.8	16.3	11.9	买入
300129	泰胜风能	8.71	63	0.48	0.35	0.43	18.0	24.6	20.1	增持
603218	日月股份	37.01	358	1.01	0.88	1.23	36.6	42.2	30.1	买入
300569	天能重工	10.58	84	0.54	0.66	0.76	19.6	16.1	13.9	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	9098	12276	14661
应收款项	3769	4237	5718	6829	营业成本	6160	7015	9462	11380
存货净额	1123	2121	2908	3532	营业税金及附加	49	41	55	66
其他流动资产	983	1820	2455	2932	销售费用	15	14	18	29
流动资产合计	6634	9227	12129	14341	管理费用	257	390	529	599
固定资产	6716	6609	6537	6233	财务费用	241	261	291	329
无形资产及其他	323	310	297	284	投资收益	101	306	89	80
投资性房地产	664	664	664	664	资产减值及公允价值变动	19	0	100	150
长期股权投资	411	411	411	411	其他收入	(185)	13	13	13
资产总计	14748	17222	20038	21933	营业利润	1312	1696	2124	2501
短期借款及交易性金融负债	2774	3719	4352	4790	营业外净收支	3	0	0	0
应付款项	2202	2475	3392	4120	利润总额	1314	1696	2124	2501
其他流动负债	437	342	469	568	所得税费用	210	339	276	350
流动负债合计	5413	6536	8213	9478	少数股东损益	55	22	22	22
长期借款及应付债券	2203	2603	3003	3203	归属于母公司净利润	1050	1335	1826	2129
其他长期负债	242	242	242	242					
长期负债合计	2446	2846	3246	3446	现金流量表 (百万元)				
负债合计	7858	9382	11459	12924	净利润	1050	1335	1826	2129
少数股东权益	210	225	234	238	资产减值准备	(76)	3	0	(1)
股东权益	6680	7615	8345	8771	折旧摊销	304	616	686	717
负债和股东权益总计	14748	17222	20038	21933	公允价值变动损失	(19)	0	(100)	(150)
					财务费用	241	261	291	329
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1406)	(2122)	(1858)	(1386)
每股收益	0.59	0.74	1.01	1.18	其它	109	12	9	5
每股红利	0.25	0.22	0.61	0.94	经营活动现金流	(40)	(155)	562	1315
每股净资产	3.75	4.22	4.63	4.87	资本开支	(1449)	(500)	(500)	(250)
ROIC	13%	11%	13%	14%	其它投资现金流	245	0	0	0
ROE	16%	18%	22%	24%	投资活动现金流	(1190)	(500)	(500)	(250)
毛利率	24%	23%	23%	22%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	20%	18%	18%	18%	负债净变化	386	400	400	200
EBITDA Margin	24%	25%	24%	23%	支付股利、利息	(437)	(401)	(1096)	(1703)
收入增长	34%	12%	35%	19%	其它融资现金流	779	945	633	438
净利润增长率	41%	27%	37%	17%	融资活动现金流	677	944	(62)	(1065)
资产负债率	55%	56%	58%	60%	现金净变动	(552)	290	0	0
息率	2.0%	1.9%	5.1%	7.9%	货币资金的期初余额	1263	710	1000	1000
P/E	20.5	16.3	11.9	10.2	货币资金的期末余额	710	1000	1000	1000
P/B	3.2	2.9	2.6	2.5	企业自由现金流	(1192)	(684)	264	1317
EV/EBITDA	15.3	13.8	11.5	10.5	权益自由现金流	(26)	452	1044	1673

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。

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