

公司研究/中报点评

2019年08月27日

电力设备与新能源/新能源 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 6.61  
合理价格区间(元): 8.40~9.24

**黄斌** 执业证书编号: S0570517060002  
研究员 billhuang@htsc.com

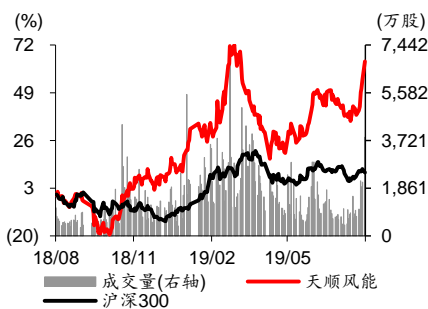
**孙纯鹏** 执业证书编号: S0570518080007  
研究员 sunchunpeng@htsc.com

**张志邦**  
联系人 zhangzhibang@htsc.com

相关研究

- 1 《天顺风能(002531,买入): 技改扩建迎抢装, 吨毛利触底回升》2019.04
- 2 《天顺风能(002531,买入): 业绩不及预期, 盈利质量改善明显》2018.10
- 3 《天顺风能(002531,买入): 主业平稳增长, 静候行业复苏》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 业绩超预期, 盈利能力稳步提升

### 天顺风能(002531)

#### 风塔单吨毛利稳步回升, 产能释放叠加行业抢装, 维持“买入”评级

公司 2019H1 实现营收 24.77 亿元 (同比+53.26%), 扣非净利润 3.16 亿元 (同比+41.7%), 业绩超预期。风塔产能顺利投产, 单吨毛利持续改善; 叶片和风场发电业务超市场预期。我们认为公司将直接受益于 19 年抢装行情, 考虑单吨毛利持续上升, 我们上调 19-21 年 EPS 到 0.42/0.54/0.66 元, 给予目标价 8.4-9.24 元, 维持“买入”评级。

#### 受益 19H1 钢价有所回落, 风塔单吨毛利拐点向上

根据公司中报披露, 2019H1 公司风塔及相关产品销售量 20.38 万吨 (同比+21.74%), 营业收入 18.75 亿元 (同比+42.72%)。从成本端看, 钢材中厚板价格低于去年同期, 带动单吨毛利持续回升。风塔 19H1 单吨毛利回升至 1884 元/吨, 较 18H2 增长 59 元/吨。随着行业持续抢装, 叠加外协产能, 我们预计 19 年出货量 56-58 万吨。我们预计, 在中厚板价格趋稳或略有下跌的假设下, 风塔单吨净利将会提升, 2019 年风塔单吨净利在 850-900 元/吨。常熟叶片产能基地于 18H2 完工, 带动叶片收入增长, 19H1 叶片收入 2.53 亿 (同比+341%), 大超预期。

#### 新建风电场相继投产, 带动毛利率同比提升

公司风电场加速并网, 据中报披露, 上半年公司新建风电场相继投产, 截至中报披露日, 公司新增并网容量为 215MW, 累计并网容量 680MW, 在手已核准项目 199.4MW。2019H1 公司发电业务板块上网电量 5.68 亿千瓦时, 实现销售收入 2.78 亿元 (同比+78.84%)。公司发电基地风资源状况较好, 风电板块毛利率 71.57%, 同比提升 4.55pct。我们预计 2019 年全年有效发电规模 650MW 以上, 同比增长 60% 左右。

#### 经营性现金流大幅好转, 销售费用有所提升

受益于行业抢装及公司龙头地位, 风塔等产品销售回款大幅改善, 叠加生产支出控制得当, 公司 19H1 经营性现金流 0.39 亿元, 相较 18H1 提升 1.73 亿元。19H1 公司国内运输费以及出口费用提升, 销售费用同比提升 148.6%, 达到 1.23 亿元, 销售费用率 4.97%, 同比增加 1.91pct。19H1 人民币有所贬值, 公司海外风塔销售采用锁价模式, 直接受益于汇率上涨, 公司 19H1 汇兑损益为 1688 万元, 较去年同期增加 2120 万元。

#### “双海战略”持续推进, 产能释放叠加行业抢装, 维持“买入”评级

公司坚持“双海战略”, 加强在风电叶片、模具、运维领域的布局, 从单一产品提供商向风电领域全生命周期产品及解决方案提供者转变。吨毛利稳步回升, 产能释放叠加行业抢装, 调整公司 2019-2021 年 EPS 到 0.42/0.54/0.66 元 (前值为 0.40/0.54/0.64 元), 可比公司 2019 年平均 PE17.79 倍, 基于风塔龙头地位, 给予公司 19 年 20-22 倍 PE, 目标价 8.4-9.24 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 风电行业抢装不及预期; 2) 风电在建项目并网时点延后; 3) 改扩建及叶片项目进度不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,779
流通 A 股 (百万股)	1,769
52 周内股价区间 (元)	3.28-7.00
总市值 (百万元)	11,759
总资产 (百万元)	13,606
每股净资产 (元)	3.06

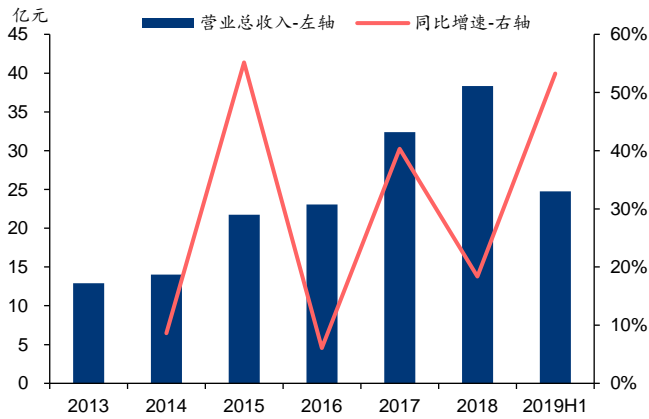
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,238	3,834	6,383	7,334	8,541
+/-%	40.31	18.39	66.48	14.91	16.46
归属母公司净利润 (百万元)	469.51	469.64	738.53	953.00	1,166
+/-%	15.51	0.03	57.25	29.04	22.35
EPS (元, 最新摊薄)	0.26	0.26	0.42	0.54	0.66
PE (倍)	25.05	25.04	15.92	12.34	10.09

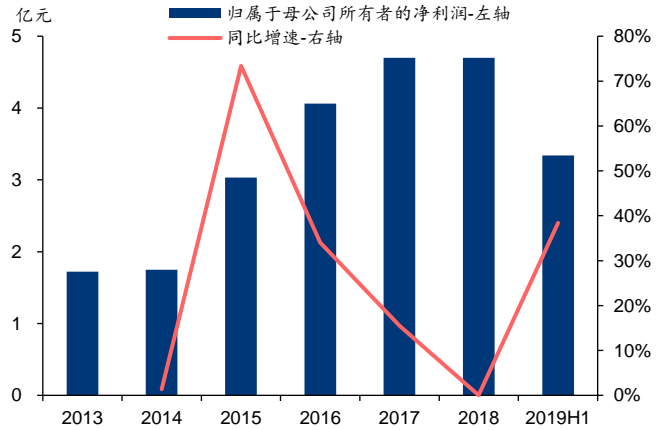
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

**图表1：2013年-2019H1 收入及同比增速**



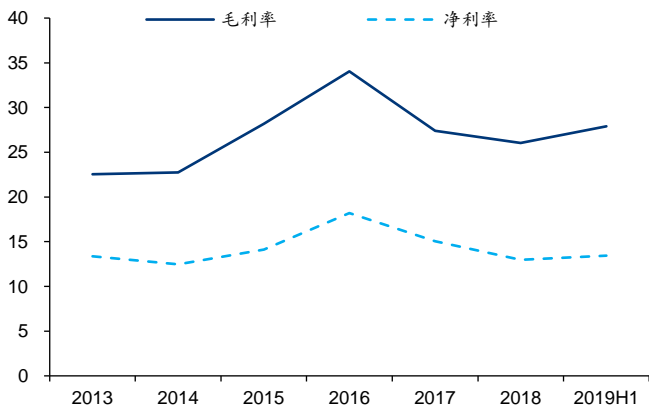
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表2：2013年-2019H1 归母净利润及同比增速**



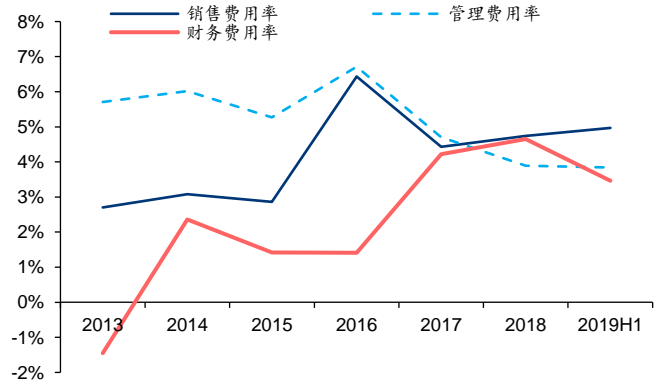
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表3：2013年-2019H1 毛利率、净利率变化情况**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

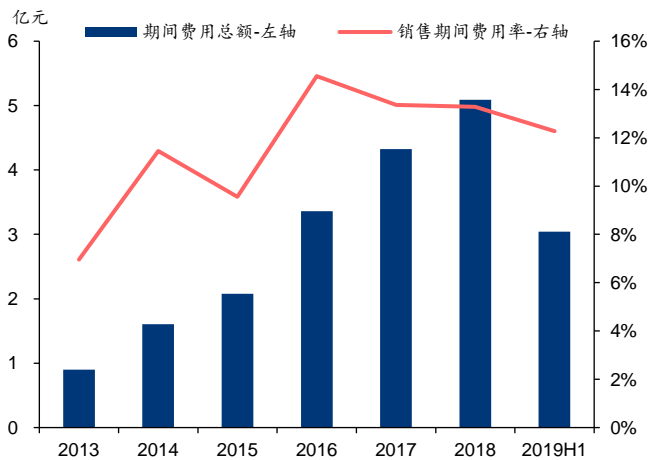
**图表4：2013年-2019H1 三费变化情况**



注：为保持数据可比，管理费用为包含研发费用口径。

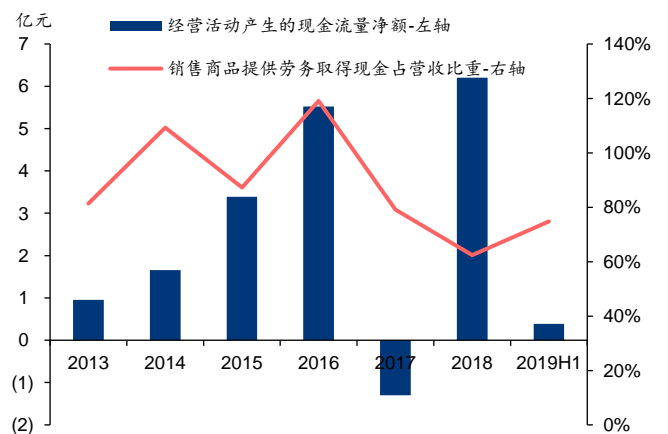
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表5：2013年-2019H1 期间费用情况**



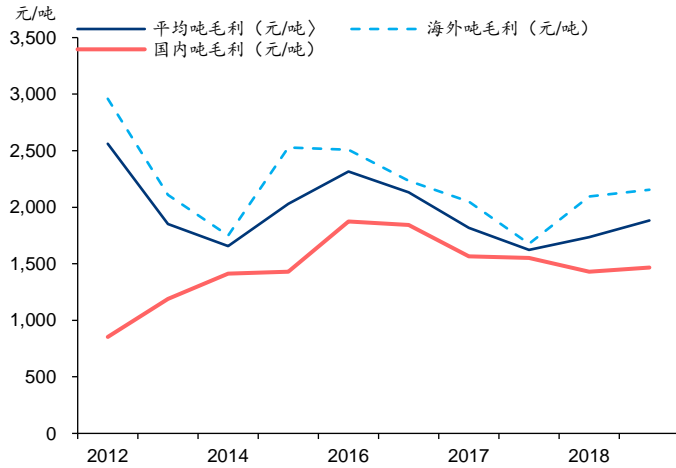
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表6：2013年-2019H1 经营性现金流情况**



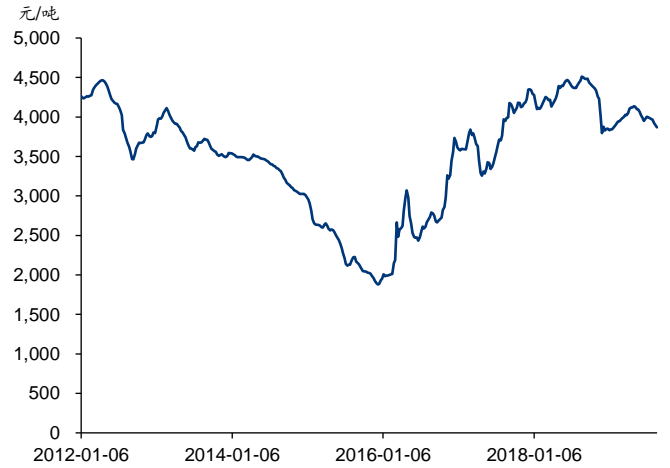
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7: 2012-2019H1 天顺风能吨毛利情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 2012-2019H1 中厚板含税价格情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 可比公司估值水平对比表 (以2019年8月26日收盘价计)

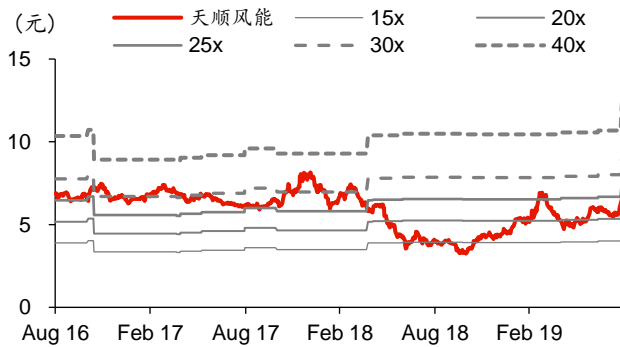
代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002202.SZ	金风科技	13.30	0.90	0.83	1.07	1.32	14.78	16.10	12.44	0.68
300129.SZ	泰胜风能	3.90	0.01	0.23	0.33	0.41	390.00	17.06	11.93	0.02
300443.SZ	金雷股份	16.85	0.49	0.83	1.30	1.66	34.39	20.20	12.96	0.30
	平均值		0.47	0.63	0.90	1.13	146.39	17.79	12.44	0.33
002531.SZ	天顺风能	6.61	0.26	0.42	0.54	0.66	25.04	15.92	12.34	10.09

注: 除天顺风能外, 其他标的的盈利预测数据均采用Wind一致预期。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

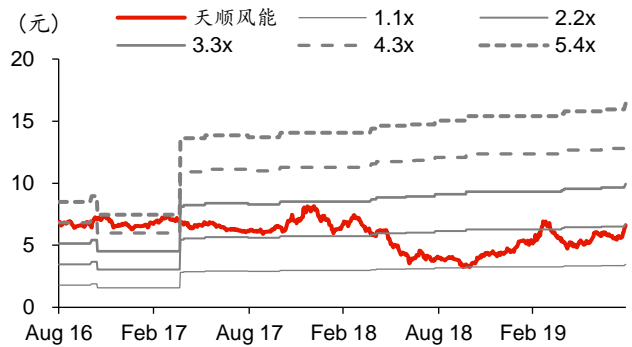
### PE/PB - Bands

图表10: 天顺风能历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 天顺风能历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,478	6,013	7,830	8,470	9,585
现金	770.54	1,826	1,238	1,278	1,447
应收账款	1,621	1,771	3,156	3,496	3,982
其他应收账款	81.00	58.53	152.71	155.38	180.33
预付账款	181.54	426.27	544.46	618.36	800.93
存货	850.09	941.69	1,608	1,570	1,833
其他流动资产	973.74	988.71	1,131	1,352	1,341
非流动资产	5,585	6,754	7,578	8,147	8,673
长期投资	280.73	389.15	226.23	260.87	289.24
固定投资	2,603	3,786	4,926	5,574	6,024
无形资产	249.57	278.09	278.09	278.09	278.09
其他非流动资产	2,452	2,301	2,147	2,034	2,082
资产总计	10,063	12,767	15,408	16,617	18,258
流动负债	3,409	4,800	6,424	7,679	8,869
短期借款	1,161	1,961	2,573	3,031	3,525
应付账款	1,707	2,311	3,331	4,029	4,693
其他流动负债	542.07	527.86	519.78	618.23	651.03
非流动负债	1,692	2,626	2,953	2,465	2,256
长期借款	230.00	1,237	1,648	1,088	888.36
其他非流动负债	1,462	1,388	1,305	1,377	1,367
负债合计	5,101	7,425	9,377	10,144	11,124
少数股东权益	108.83	120.15	138.14	161.23	189.56
股本	1,779	1,779	1,779	1,779	1,779
资本公积	1,694	1,694	1,694	1,694	1,694
留存公积	1,376	1,787	2,419	2,838	3,471
归属母公司股东权益	4,853	5,221	5,892	6,312	6,944
负债和股东权益	10,063	12,767	15,408	16,617	18,258

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(129.98)	619.90	(650.03)	1,493	1,258
净利润	477.20	480.96	756.52	976.09	1,194
折旧摊销	156.97	202.72	214.31	268.15	308.25
财务费用	136.65	178.33	287.39	302.89	264.35
投资损失	(73.29)	(48.72)	(48.82)	(56.94)	(51.49)
营运资金变动	(842.98)	(136.45)	(1,764)	193.95	(302.27)
其他经营现金	15.47	(56.93)	(95.67)	(190.65)	(154.93)
投资活动现金	(1,448)	(929.94)	(472.47)	(632.17)	(550.54)
资本支出	2,768	948.55	800.00	600.00	600.00
长期投资	(1,188)	95.39	(165.23)	32.53	30.55
其他投资现金	131.79	114.00	162.30	0.36	80.01
筹资活动现金	1,206	996.92	533.89	(820.83)	(538.48)
短期借款	963.14	800.08	611.89	458.65	493.36
长期借款	(2.87)	1,007	411.00	(560.00)	(200.00)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.28	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	245.18	(810.52)	(489.00)	(719.49)	(831.84)
现金净增加额	(398.11)	688.29	(588.61)	40.47	169.22

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,238	3,834	6,383	7,334	8,541
营业成本	2,302	2,738	4,620	5,264	6,145
营业税金及附加	16.78	30.46	50.72	58.28	67.87
营业费用	143.60	181.68	332.07	351.45	419.47
管理费用	132.85	131.83	240.66	276.53	312.58
财务费用	136.65	178.33	287.39	302.89	264.35
资产减值损失	25.65	53.43	53.43	53.43	53.43
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	73.29	48.72	48.82	56.94	51.49
营业利润	535.86	529.18	840.44	1,078	1,323
营业外收入	1.77	1.36	2.00	2.00	2.00
营业外支出	2.33	2.15	2.65	2.38	2.39
利润总额	535.30	528.39	839.79	1,078	1,322
所得税	58.11	47.43	83.27	101.82	128.02
净利润	477.20	480.96	756.52	976.09	1,194
少数股东损益	7.68	11.32	17.99	23.09	28.33
归属母公司净利润	469.51	469.64	738.53	953.00	1,166
EBITDA	829.48	910.23	1,342	1,649	1,895
EPS (元, 基本)	0.26	0.26	0.42	0.54	0.66

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	40.31	18.39	66.48	14.91	16.46
营业利润	24.32	(1.25)	58.82	28.30	22.67
归属母公司净利润	15.51	0.03	57.25	29.04	22.35
获利能力 (%)					
毛利率	28.92	28.60	27.62	28.23	28.06
净利率	14.50	12.25	11.57	12.99	13.65
ROE	9.67	9.00	12.53	15.10	16.79
ROIC	10.60	9.75	11.41	13.87	14.98
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.69	58.16	60.86	61.05	60.93
净负债比率 (%)	33.41	45.39	47.27	42.90	41.52
流动比率	1.31	1.25	1.22	1.10	1.08
速动比率	1.06	1.06	0.97	0.90	0.87
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.34	0.45	0.46	0.49
应收账款周转率	2.37	2.11	2.41	2.06	2.13
应付账款周转率	2.12	1.36	1.64	1.43	1.41
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.26	0.42	0.54	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.07)	0.35	(0.37)	0.84	0.71
每股净资产(最新摊薄)	2.73	2.93	3.31	3.55	3.90
估值比率					
PE (倍)	25.05	25.04	15.92	12.34	10.09
PB (倍)	2.42	2.25	2.00	1.86	1.69
EV_EBITDA (倍)	16.37	14.92	10.12	8.24	7.17

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com