

天顺风能 (002531)

2021 年报点评: 业绩符合预期, 拐点向上

买入 (维持)

2022 年 04 月 13 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006

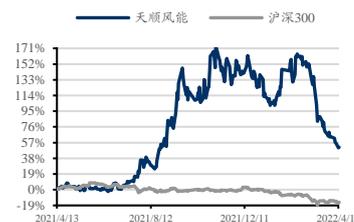
chenyao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	8,172	12,839	16,620	21,546
同比	1%	57%	29%	30%
归属母公司净利润 (百万元)	1,310	1,689	2,337	3,294
同比	25%	29%	38%	41%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.73	0.94	1.30	1.83
P/E (现价&最新股本摊薄)	16.88	13.08	9.46	6.71

投资要点

- **公司 2021 年实现归母净利润 13.1 亿元, 同比增长 24.76%, 基本符合预期:** 公司发布 2021 年年报, 报告期内实现营业总收入 81.72 亿元, 同比增长 0.89%; 实现归母净利润 13.1 亿元, 同比增长 24.76%。其中 2021Q4, 实现营业收入 29.52 亿元, 同比增长 13.13%, 环比增长 53.22%; 实现归属母公司净利润 2.78 亿元, 同比增长 15.56%, 环比增长 19.51%。2021 年毛利率为 21.57%, 同比下降 1.92pct, 2021Q4 毛利率 17.62%, 同比上升 5.30pct, 环比下降 0.08pct; 2021 年归母净利率为 16.04%, 同比上升 3.00pct, 2021Q4 归母净利率 9.42%, 同比上升 0.20pct, 环比下降 2.66pct。
- **受抢装高基数及原材料价格上涨影响, 公司塔筒出货量增速放缓, 毛利率下滑:** 2021 年塔筒出货 62.65 万吨, 同比+6.13%, 单价为 0.83 万元/吨, 同比-3.45%, 塔筒毛利率为 12.07%, 同比-5.24pct, 主要系 2020 年陆上风电抢装高基数影响, 2021 年装机量同比下滑, 公司塔筒出货量增速放缓。此外, 2021 年前三季度, 钢价大幅上涨, 导致盈利承压。我们预计 2022 年陆上风电需求修复, 叠加公司塔筒产能释放, 出货量会大幅提升。2022 年公司塔筒产能预计 100-120 万吨, 出货目标为 90-100 万吨。并且, 随着原材料价格回归合理水平, 2022 年塔筒毛利率有望改善, 量利齐升。
- **叶片业务收入出现下滑:** 2021 年公司叶片及模具收入合计 17.81 亿元, 同比-17.57%。毛利率 16.98%, 同比-4.31pct。其中, 叶片销量 2675 片, 同比-16.43%, 模具销量 61 套, 同比+48.78%。叶片业务收入下滑, 一方面系 2020 年高基数影响, 一方面系 2021 年风机招标价格下滑, 向上游传导, 公司叶片售价下降。
- **塔筒+叶片产能加速扩张, 龙头地位稳固, 布局海工产能把握海风机遇:** 1) **陆上塔筒方面**, 2021 年底产能达 90 万吨, 2022 年乾安、沙洋、合浦三个塔筒基地共计约 30 万吨产能有望释放, 合计产能达 120 万吨; 2) **海风方面**, 公司主要布局桩基及导管架产能, 德国 30 万吨及射阳 30 万吨产能分别将于 2022 年底和 2023Q1 投产, 2022、2023 年海工产能达 30、60 万吨。由于桩基及导管架价值量高于塔筒, 随着海上风电 2023 年需求爆发, 公司海工业务有望充分收益。3) **叶片方面**, 2021 年濮阳新投产 6 条叶片生产线贡献产能 450 片, 合计产能达到 1350 片。2022 年商都、乾安、沙洋三个生产基地建成投产, 新增 1050 片产能。随着塔筒+叶片产能加速扩张, 塔筒行业龙头地位持续强化, 叶片行业将跻身第一梯队。
- **发电收入提升明显:** 截至 2021 年底, 公司风电场累计并网规模达 884MW, 同比上升 2.79%。上网电量 20.91 亿千瓦时, 发电收入 10.51 亿元, 同比+48.03%。2021 年 10 月, 公司取得乌兰察布市 500MW 项目的开发权, 该项目将于 2022 年底完成全容量并网。十四五公司继续加快风电场开发建设速度, 探索轻资产服务业务, 打造新引擎。
- **盈利预测与投资评级:** 基于公司扩产加速, 龙头地位提升, 上调盈利预测, 我们预计 2022-2024 年归母净利润为 16.89/23.37/32.94 亿元 (前值 2022-2023 年 14.81/16.96 亿元), 同比+29%/38%/41%, 对应 EPS 为 0.94/1.30/1.83 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不达预期, 竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.26
一年最低/最高价	8.05/22.08
市净率(倍)	2.84
流通 A 股市值(百万元)	21,687.96
总市值(百万元)	22,098.76

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.31
资产负债率(% ,LF)	50.00
总股本(百万股)	1,802.51
流通 A 股(百万股)	1,769.00

相关研究

《天顺风能(002531): 塔筒+叶片增长迅猛, 产能加速扩张稳固龙头地位》

2021-04-20

《天顺风能(002531): 风塔出货量, 运营规模扩张》

2019-10-31

《天顺风能(002531): 抢装强度高, 业绩弹性大》

2019-08-26

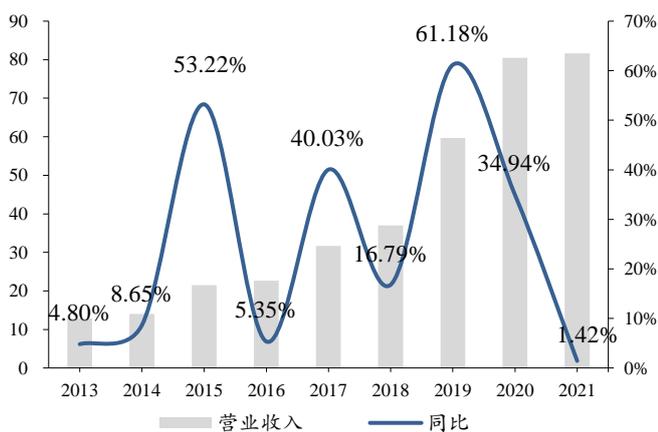
2021年公司归属母公司净利润13.1亿元，同比增长24.76%，基本符合预期：公司发布2021年年报，报告期内实现营业收入81.66亿元，同比增长1.42%；实现利润总额14.89亿元，同比增长13.26%；实现归母净利润13.1亿元，同比增长24.76%。其中2021Q4，实现营业收入29.52亿元，同比增长13.13%，环比增长53.22%；实现归属母公司净利润2.78亿元，同比增长15.56%，环比增长19.51%。2021年毛利率为21.57%，同比下降1.92pct，2021Q4毛利率17.62%，同比上升5.30pct，环比下降0.08pct；2021年归母净利率为16.04%，同比上升3.00pct，2021Q4归母净利率9.42%，同比上升0.20pct，环比下降2.66pct。

表 1: 2021 年收入 81.66 亿元，同比增长 1.42%；盈利 13.1 亿元，同比增长 24.76%

天顺风能	2021	2020	同比	2021Q4	2020Q4	同比	2021Q3	环比
营业收入	81.66	80.51	1.4%	29.52	26.09	13.1%	19.26	53.2%
毛利率	21.6%	23.5%	-1.9pct	17.6%	12.3%	5.3pct	17.7%	-0.1pct
营业利润	14.98	13.12	14.2%	3.09	3.18	-2.7%	2.49	24.1%
利润总额	14.89	13.14	13.3%	3.08	3.21	-4.1%	2.47	24.7%
归属母公司净利润	13.10	10.50	24.8%	2.78	2.41	15.6%	2.33	19.5%
扣非归母净利润	10.75	9.78	9.9%	2.87	2.53	13.3%	2.27	26.2%
归母净利率	16.0%	13.0%	3.0pct	9.4%	9.2%	0.2pct	12.1%	-2.7pct
股本	18.03	17.79	-	18.03	17.79	-	18.03	-
EPS	0.73	0.59	23.1%	0.15	0.14	14.1%	0.13	19.5%

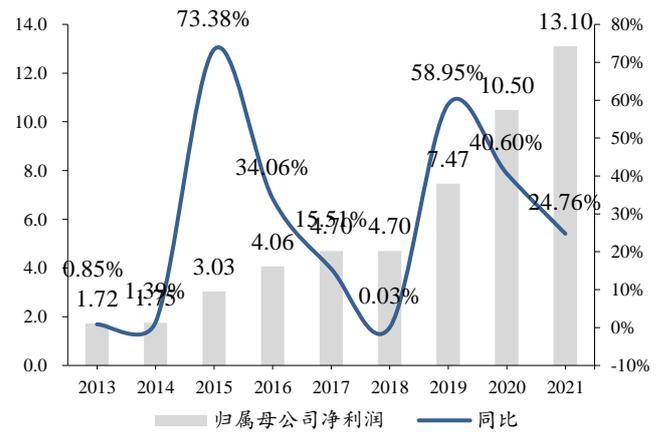
数据来源：WIND、东吴证券研究所

图 1: 2021 年收入 81.66 亿元，同比+1.42% (亿元，%)



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2: 2021 年归母净利润 13.1 亿元，同比+24.76% (亿元，%)



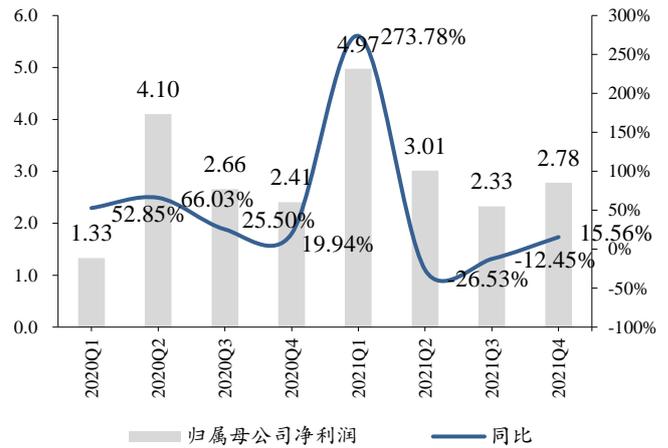
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3: 2021Q4 收入 29.52 亿元, 同比+13.13% (亿元, %)



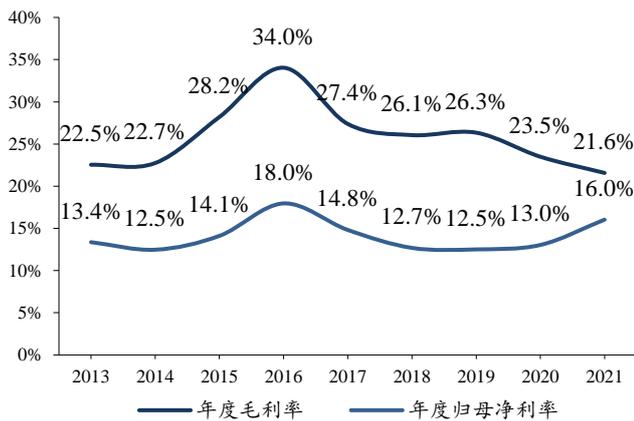
数据来源: WIND、东吴证券研究所

图 4: 2021Q4 归母净利润 2.78 亿元, 同比+15.56% (亿元, %)



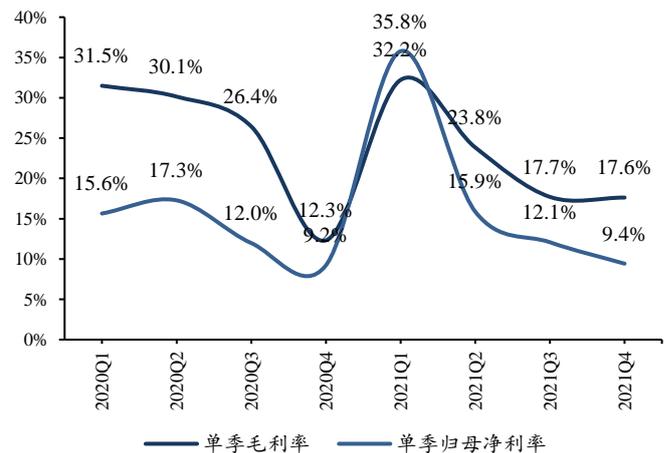
数据来源: WIND、东吴证券研究所

图 5: 2021 年毛利率、净利率同比-1.92pct、+3pct



数据来源: WIND、东吴证券研究所

图 6: 2021Q4 毛利率、净利率同比+5.3pct、+0.2pct



数据来源: WIND、东吴证券研究所

分业务来看:

- 1) 塔筒业务: 销售收入 51.77 亿元, 同比增长 2.47%, 毛利率 17.31%, 同比-5.24pct。
- 2) 叶片业务: 销售收入 17.81 亿元, 同比增长-17.58%, 毛利率 21.29%, 同比-4.31pct。
- 3) 风电场开发业务: 销售收入 10.51 亿元, 同比增长 47.94%, 毛利率 66.53%, 同比 3.47pct。
- 4) 其他业务: 销售收入 1.57 亿元, 同比增长 23.21%, 毛利率 65.90%, 同比-3.13pct。

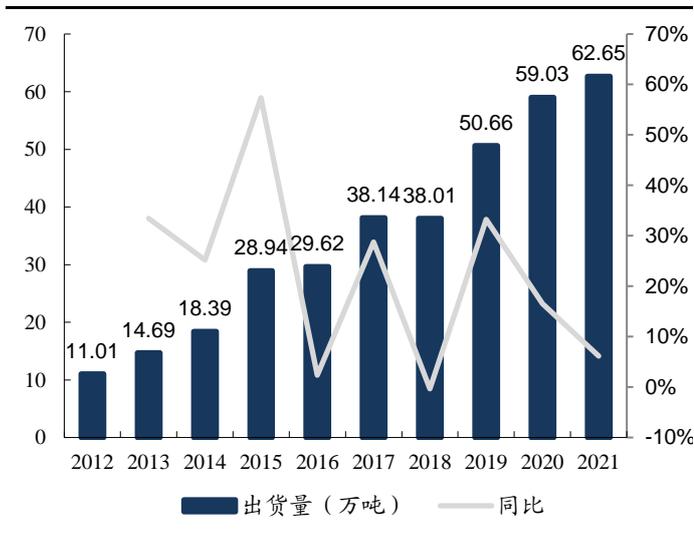
表 2: 2021 年天顺风能收入、毛利率情况

单位: 亿元	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营收同比 (%)	成本同比 (%)	毛利率比上年增减
分行业						
风电设备	69.59	60.31	13.33%	-3.54%	2.59%	-5.18pct
风力发电	10.50	3.15	66.53%	47.94%	32.60%	3.47pct
其他	1.57	0.58	65.90%	23.21%	34.55%	-3.13pct
分产品						
风塔及相关产品	51.77	45.52	17.31%	2.47%	8.96%	-5.24pct
叶片类产品	17.81	14.79	21.29%	-17.58%	-13.07%	-4.31pct
发电	10.51	3.15	66.53%	47.94%	32.60%	3.47pct
其他	1.57	0.58	65.90%	23.21%	34.55%	-3.13pct
分地区						
国外贸易	12.21	10.50	14.05%	28.53%	35.78%	-4.59%
国内贸易	69.45	53.55	22.89%	-2.20%	-0.60%	-1.25%
分销售模式						
直接销售	81.66	64.05	21.57%	1.42%	3.97%	-1.92%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

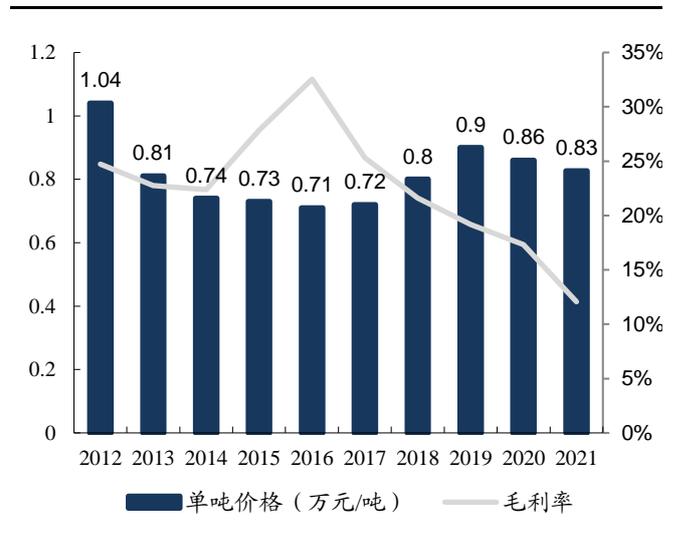
受抢装高基数及原材料价格上涨影响, 公司塔筒出货增速放缓, 毛利率下滑: 2021 年塔筒出货 62.65 万吨, 同比+6.13%, 单价为 0.83 万元/吨, 同比-3.45%, 塔筒毛利率为 12.07%, 同比-5.24pct, 主要系 2020 年陆上风电抢装高基数影响, 2021 年装机量同比下滑, 公司塔筒出货量增速放缓。此外, 2021 年前三季度, 钢价大幅上涨, 导致盈利能力承压。我们预计 2022 年陆上风电需求修复, 叠加公司塔筒产能释放, 出货量会大幅提升。2022 年公司塔筒产能预计 100-120 万吨, 出货目标为 90-100 万吨。并且, 随着原材料价格回归合理水平, 2022 年塔筒毛利率有望改善, 量利齐升。

图 7: 塔筒出货量和同比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

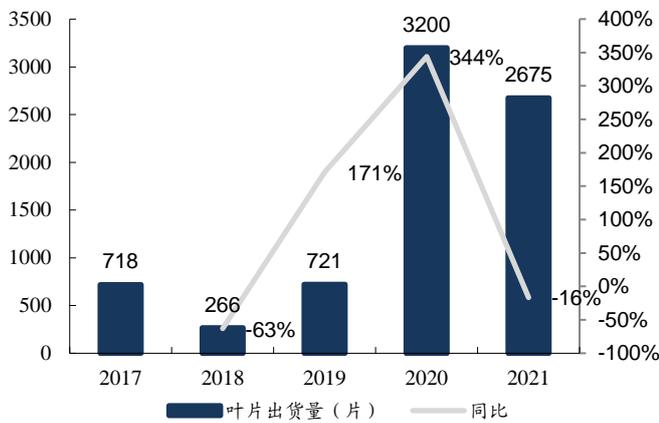
图 8: 塔筒单价及毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

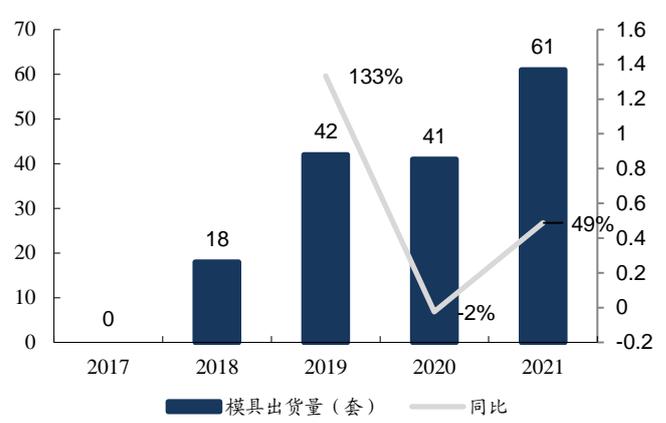
叶片业务收入出现下滑:2021年公司叶片及模具收入合计17.81亿元,同比-17.58%。毛利率21.29%,同比-4.31pct。其中,叶片销量2675片,同比-16.4%。模具销量61套,同比+48.78%。叶片业务收入下滑,一方面系2020年高基数影响,一方面系2021年风机招标价格下滑,向上游传导,公司叶片售价下降。

图 9: 叶片出货量和同比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 10: 模具出货量和同比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

塔筒+叶片产能加速扩张, 龙头地位稳固, 布局海工产能把握海风机遇: 1) **陆上塔筒方面**, 2021年底产能达90万吨, 2022年乾安、沙洋、合浦三个塔筒基地共计约30万吨产能有望释放, 合计产能达120万吨; 2) **海风方面**, 公司主要布局桩基及导管架产能, 德国30万吨及射阳30万吨产能分别将于2022年底和2023Q1投产, 2022、2023年海工产能达30、60万吨。由于桩基及导管架价值量高于塔筒, 随着海上风电2023年需求爆发, 公司海工业务有望充分收益; 3) **叶片方面**, 2021年濮阳新投产6条叶片生产线贡献产能450片, 合计产能达到1350片。2022年商都、乾安、沙洋三个生产基地建成投产, 新增1050片产能。随着塔筒+叶片产能加速扩张, 塔筒行业龙头地位持续强化, 叶片行业将跻身第一梯队。

表 3: 天顺塔筒产能扩产计划

生产基地	产能 (万吨)	陆风/海风	目前情况
江苏太仓	30	陆风	已投产
内蒙古包头	20	陆风	已投产
山东菏泽	10	陆风	已投产
内蒙古乌兰察布商都	10	陆风	已投产
内蒙古通辽	10	陆风	已投产
河南濮阳	10	陆风	已投产
湖北荆门沙洋	10	陆风	22年投产
广西北海合浦	10	陆风	22年投产
吉林乾安	10	陆风	22年投产
江苏射阳	30	海风	22年投产
德国	30	海风	23年投产

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

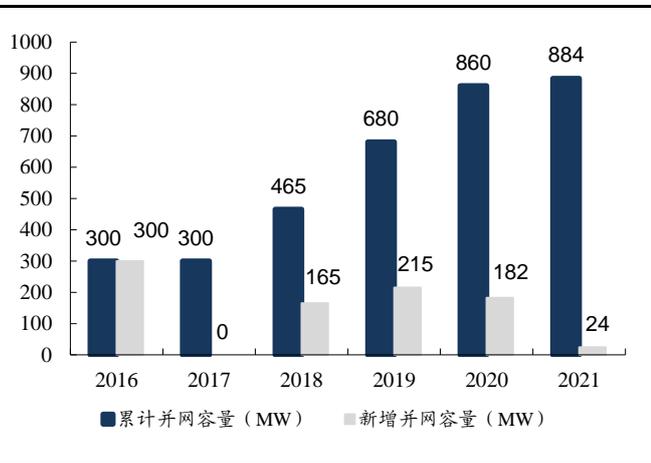
表 4: 天顺叶片产能扩产计划

项目	产品	产能	目前情况
常熟一期	叶片	300 片	已投产
	叶片模具	30 套	已投产
常熟二期	叶片	300 片	已投产
江苏启东	叶片	300 片	已投产
河南濮阳	叶片	450 片	已投产
内蒙古商都	叶片	450 片	22 年投产
吉林乾安	叶片	300 片	22 年投产
湖北荆门沙洋	叶片	300 片	22 年投产
江苏太仓	叶片模具	15 套	22 年投产

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

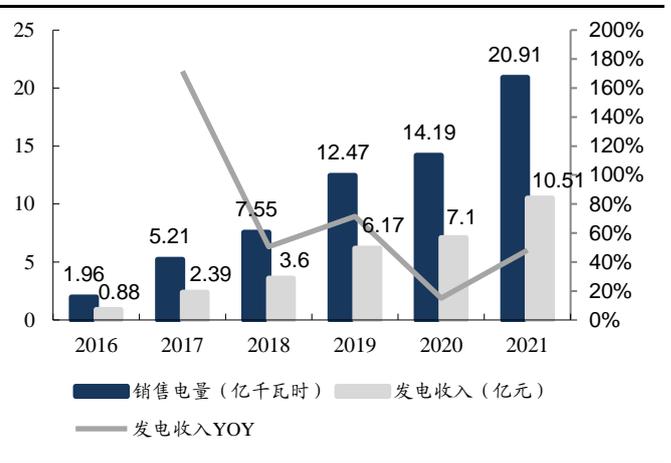
随着并网规模增加, 发电收入提升明显: 截至 2021 年底, 公司累计并网风电场规模达 884MW, 同比上升 2.79%。上网电量 20.91 亿千瓦时, 发电收入 10.51 亿元, 同比 +48.03%。2021 年 10 月, 公司取得乌兰察布市 500MW 项目开发权, 该项目将于 2022 年底全容并网。十四五加快风电场开发建设速度, 探索轻资产服务业务, 打造新引擎。

图 11: 公司并网风场容量持续增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 12: 公司销售电量与发电收入快速增长

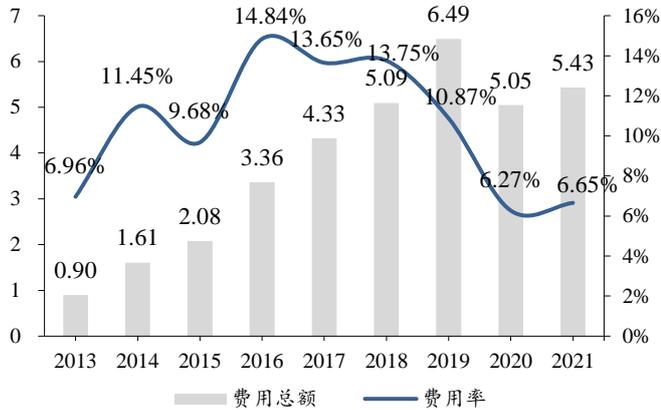


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

销售费用同比大幅上升, 期间费用率控制良好: 公司 2021 年费用同比增长 7.66% 至 5.43 亿元, 期间费用率上升 0.39 个百分点至 6.65%。其中, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比上升 71.21%、上升 11.04%、下降 26.82%、上升 0.16% 至 0.26 亿元、2.75 亿元、0.31 亿元、2.42 亿元; 费用率分别上升 0.13、上升 0.29、下降 0.15、下降 0.04 个百分点至 0.32%、3.37%、0.38%、2.96%。2021Q4, 销售、管理 (含研发)、

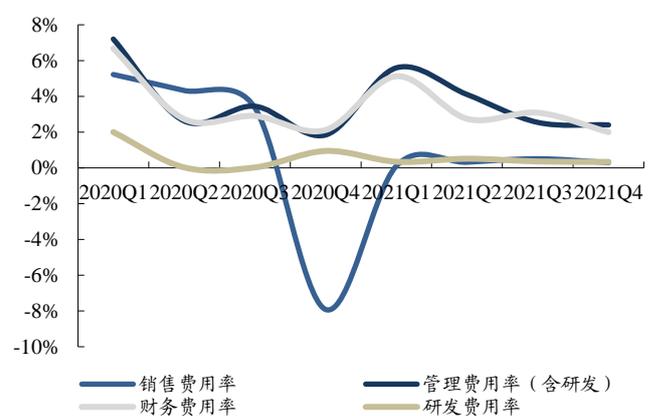
研发、财务费用分别同比-104.27%/+160.64%/-59.61%/+6.70%，费用率分别为0.30%/2.40%/0.34%/2.00%。销售费用上升主要系职工薪酬、售后服务费和业务招待费增加所致。

图 13: 2021 年期间费用 5.43 亿元, 同比+7.66% (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

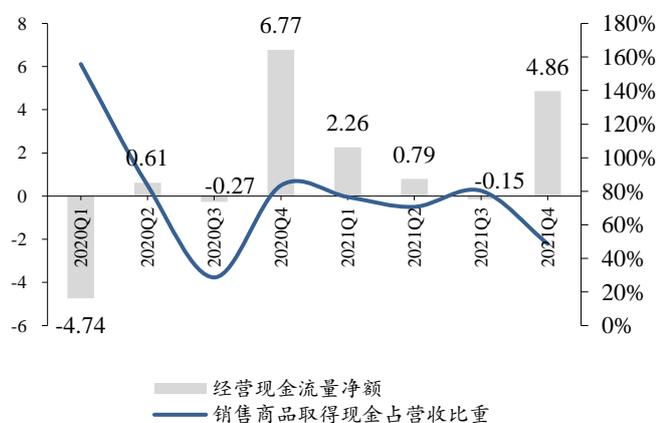
图 14: 2021Q4 期间费用率 4.70%, 同比+8.65pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

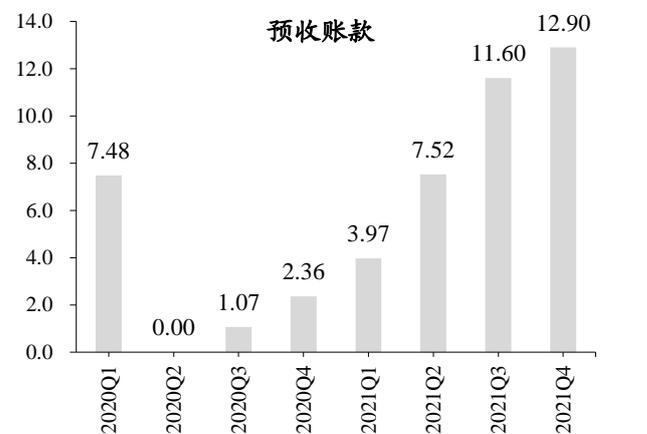
现金流增加, 预收账款大幅增加, 存货减少: 2021 年经营活动现金流量净流入 7.76 亿元, 同比增长 226.41%, 其中 2021Q4 经营活动现金流量净额 4.86 亿元; 销售商品取得现金 53.93 亿元, 同比下降 11.93%。2021 年末预收款项 12.9 亿元, 比 2021 年初增长 446.47%。2021 年末应收账款 39.67 亿元, 较 2021 年初增长 6.98 亿元, 应收账款周转天数上升 31.66 天至 159.5 天。2021Q4 存货 9.76 亿元, 较 2021Q1 下降 1.47 亿元; 存货周转天数下降 0.08 天至 58.98 天。

图 15: 2021Q4 经营活动现金净流入 4.86 亿元, 同比-28.20% (亿元)



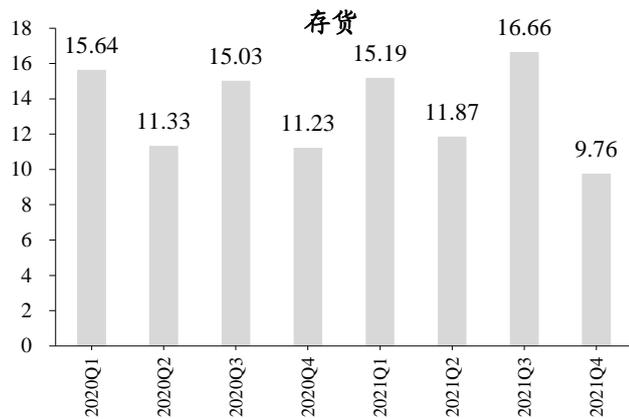
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 16: 2021 年末预收款项 12.90 亿元, 同比 446.47% (亿元)



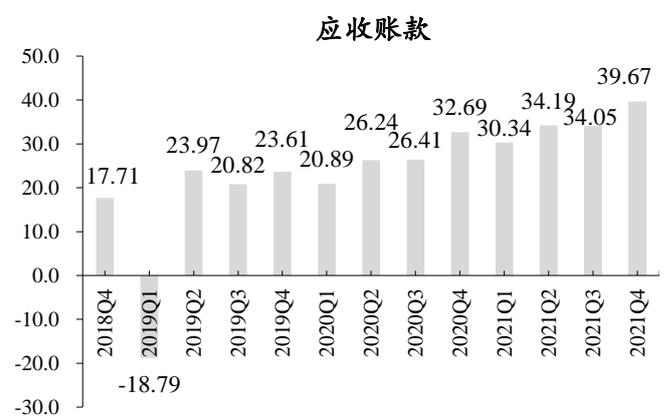
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 17: 2021 年末存货 9.76 亿元, 较 2021 年初-1.47 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 18: 2021 年末应收账款 39.67 亿元, 较 2021 年初+6.98 亿 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于公司扩产加速, 龙头地位提升, 上调盈利预测, 我们预计 2022-2024 年归母净利润为 16.89/23.37/32.94 亿元 (前值 2022-2023 年 14.81/16.96 亿元), 同比+29%/38%/41%, 对应 EPS 为 0.94/1.30/1.83 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不达预期, 竞争加剧等

天顺风能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,038	20,158	16,781	34,615	营业总收入	8,172	12,839	16,620	21,546
货币资金及交易性金融资产	739	11,237	6,615	22,422	营业成本(含金融类)	6,995	10,256	13,167	16,898
经营性应收款项	4,678	6,526	7,347	8,793	税金及附加	42	66	85	110
存货	976	1,805	2,224	2,800	销售费用	26	39	50	65
合同资产	0	0	0	0	管理费用	244	385	499	646
其他流动资产	646	590	595	600	研发费用	31	51	66	86
非流动资产	8,663	9,650	10,030	10,447	财务费用	242	314	377	464
长期股权投资	300	400	500	600	加:其他收益	25	13	17	22
固定资产及使用权资产	6,635	8,188	8,494	8,801	投资净收益	286	231	332	539
在建工程	909	182	136	127	公允价值变动	23	0	0	0
无形资产	373	425	435	445	减值损失	-12	-8	-8	-8
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-1	-4	-3	-4
长期待摊费用	119	131	141	151	营业利润	1,498	1,961	2,714	3,824
其他非流动资产	327	325	324	323	营业外净收支	-9	0	0	0
资产总计	15,700	29,807	26,811	45,062	利润总额	1,489	1,961	2,714	3,824
流动负债	4,714	16,573	10,463	24,234	减:所得税	186	255	353	497
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,645	13,273	6,969	20,527	净利润	1,303	1,706	2,361	3,327
经营性应付款项	1,634	2,388	2,237	1,991	减:少数股东损益	-6	17	24	33
合同负债	201	667	922	1,267	归属母公司净利润	1,310	1,689	2,337	3,294
其他流动负债	233	246	336	449	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.73	0.94	1.30	1.83
非流动负债	3,137	3,725	4,525	5,725	EBIT	1,432	2,043	2,753	3,740
长期借款	2,160	2,610	3,210	4,110	EBITDA	1,859	2,537	3,305	4,355
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.57	20.12	20.78	21.57
租赁负债	135	274	474	774	归母净利率(%)	16.04	13.16	14.06	15.29
其他非流动负债	842	842	842	842	收入增长率(%)	1.42	57.23	29.45	29.64
负债合计	7,850	20,298	14,988	29,959	归母净利润增长率(%)	24.76	28.98	38.37	40.93
归属母公司股东权益	7,776	9,465	11,803	15,096					
少数股东权益	74	91	114	148					
所有者权益合计	7,850	9,509	11,823	15,103					
负债和股东权益	15,700	29,807	26,811	45,062					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	776	965	2,038	2,299	每股净资产(元)	4.31	5.18	6.46	8.27
投资活动现金流	-442	-1,249	-600	-495	最新发行在外股份(百万股)	1,803	1,803	1,803	1,803
筹资活动现金流	-90	10,782	-6,060	14,004	ROIC(%)	10.16	9.23	9.92	10.29
现金净增加额	241	10,498	-4,622	15,808	ROE-摊薄(%)	16.84	17.84	19.80	21.82
折旧和摊销	428	494	552	614	资产负债率(%)	50.00	68.10	55.90	66.48
资本开支	-959	-1,370	-823	-924	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.88	13.08	9.46	6.71
营运资本变动	-968	-1,517	-1,195	-1,979	P/B(现价)	2.84	2.37	1.90	1.48

数据来源:Wind,东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

