

# 天顺风能 (002531)

## 2022 年一季报点评：大机型迭代影响交付，订单充足业绩持续改善

买入 (维持)

2022 年 05 月 04 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

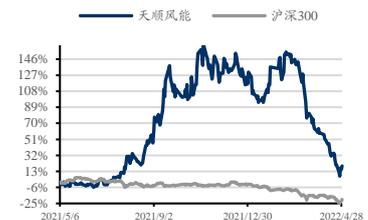
执业证书：S0600520070006  
chenyao@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值           | 2021A | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元)       | 8,172 | 11,547 | 14,131 | 18,931 |
| 同比                | 1%    | 41%    | 22%    | 34%    |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | 1,310 | 1,389  | 1,937  | 2,452  |
| 同比                | 25%   | 6%     | 39%    | 27%    |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.73  | 0.77   | 1.07   | 1.36   |
| P/E (现价&最新股本摊薄)   | 13.35 | 12.59  | 9.03   | 7.13   |

### 投资要点

- **2022Q1 扣非归母净利润 0.63 亿元，同比-77.2%，低于预期。**2022Q1 公司实现营业收入 7.28 亿元，同比-47.63%，环比-75.33%；实现归母净利润 0.33 亿元，同比-93.46%，环比-88.31%；实现扣非归母净利润 0.63 亿元，同比-77.17%，环比-78.11%。2022Q1 毛利率为 23.26%，同比-8.96pct，环比+5.63pct；归母净利率为 4.47%，同比-31.31pct，环比-4.96pct。受大兆瓦机型加速推进以及疫情影响生产和物流，2022Q1 公司产品交付下降，从而导致业绩大幅下降。
- **塔筒在手订单饱满，5 月起产能恢复。**2022Q1 公司太仓、郟城、濮阳工厂的生产、物流及客户需求均受疫情影响较大，导致塔筒交付同/环比均出现下降。产能预计 5 月恢复正常，北方包头工厂、商都工厂、通辽工厂通过弹性扩产弥补 1-4 月停摆的产能。公司目前在手订单 80 万吨，各工厂排产饱满，我们预计全年塔筒出货量约 80-90 万吨。
- **叶片产能快速扩张，客户拓展取得较大突破。**湖北沙洋、内蒙商都、吉林乾安工厂的叶片产能预计 2022 年建成投产，届时公司拥有合计 25 条以上超大型叶片 (90 米+) 产线，规划年产能达到 2000 套 (10GW 以上)。此外，机组大型化趋势下大长度叶片快速迭代，公司叶片模具在手订单再创历史新高，有望优化毛利率。2022Q1，公司积极开展与主机厂的合作并取得较大突破，成为远景出口市场的叶片首选供应商，以常熟工厂作为出口越南和印度的叶片基地，在手订单饱满；在中原地区加深了与运达股份的合作，同时积极开拓三北市场新客户。在叶片产能整体供大于求的背景下，通过加强与主机厂的合作，有望进一步带动公司叶片的销量，提升市占率。
- **风电场滚动开发，逐步开启轻资产模式。**2022Q1 受天气影响，全国风电利用小时数为 555 小时，同比减少 65 小时，导致公司风电场发电收入出现下滑，目前基本恢复正常。公司将利用小风季检修及维护、参与各类电量交易缓解限电等措施，提高发电利用小时数，确保发电业务板块稳定增长。2022 年 在建及获得指标共 1.1GW，其中内蒙古乌兰察布 500MW 项目预计年内完工并且全容量并网，年底并网风电容量达 1384MW；湖北 600MW 项目预计年内开工建设，有望于 2023 年完工。
- **费用率上升，存货环比大幅增加。**2022Q1 费用同比下降 13.55% 至 1.30 亿元，期间费用率上升 7.04pct 至 17.86%。其中，销售、管理 (含研发)、研发、财务费用率分别上升 0.73pct、3.04pct、0.71pct、3.28pct 至 0.83%、8.63%、1.05%、8.40%。2022Q1 期末存货 14.09 亿元，环比增加 4.33 亿元，主要系公司为二季度销售备货。我们预计 2022Q2 收入环比上升。
- **盈利预测与投资评级：**疫情、大机型迭代加速或影响交付，下调盈利预测，我们预计 2022-2024 年归母净利润为 13.89/19.37/24.52 亿元 (前值 2022-2024 年 16.89/23.37/32.94 亿元)，同比+6%/39%/27%，对应 EPS 为 0.77/1.07/1.36 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)        | 10.05      |
| 一年最低/最高价      | 8.05/22.08 |
| 市净率(倍)        | 2.32       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 17,778.46  |
| 总市值(百万元)      | 18,115.22  |

### 基础数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 4.34     |
| 资产负债率(% ,LF) | 50.32    |
| 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): 2021 年报点评: 业绩符合预期, 拐点向上》

2022-04-13

《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): 风塔出货放量, 运营规模扩张》

2019-10-31

2022Q1 公司实现营业收入 7.28 亿元，同比-47.63%，环比-75.33%；实现归母净利润 0.33 亿元，同比-93.46%，环比-88.31%；实现扣非归母净利润 0.63 亿元，同比-77.17%，环比-78.11%。2022Q1 毛利率为 23.26%，同比-8.96pct，环比+5.63pct；归母净利率为 4.47%，同比-31.31pct，环比-4.96pct。受大兆瓦机型加速推进以及疫情影响生产和物流，2022Q1 公司产品交付下降，从而导致业绩大幅下降。

表1: 2022 年 Q1 收入 7.28 亿元，同比下降 47.63%；实现归母净利润 0.33 亿元，同比下降 93.46%（单位：亿元）

| 天顺风能      | 2021  | 2020  | 同比      | 2022Q1 | 2021Q1 | 同比       | 2021Q4 | 2021Q1 环比 |
|-----------|-------|-------|---------|--------|--------|----------|--------|-----------|
| 营业收入      | 81.66 | 80.51 | 1.4%    | 7.28   | 13.90  | -47.6%   | 29.52  | -75.3%    |
| 毛利率       | 21.6% | 23.5% | -1.9pct | 23.3%  | 32.2%  | -9.0pct  | 17.6%  | 5.6pct    |
| 营业利润      | 14.98 | 13.12 | 14.2%   | 0.22   | 6.09   | -96.4%   | 3.09   | -93.0%    |
| 利润总额      | 14.89 | 13.14 | 13.3%   | 0.21   | 6.05   | -96.5%   | 3.08   | -93.0%    |
| 归属母公司净利润  | 13.10 | 10.50 | 24.8%   | 0.33   | 4.97   | -93.5%   | 2.78   | -88.3%    |
| 扣非归母净利润   | 10.75 | 9.78  | 9.9%    | 0.63   | 2.75   | -77.2%   | 2.87   | -78.1%    |
| 归母净利率     | 16.0% | 13.0% | 3.0pct  | 4.5%   | 35.8%  | -31.3pct | 9.4%   | -5.0pct   |
| 股本        | 18.03 | 17.79 | -       | 18.03  | 17.79  | -        | 18.03  | -         |
| EPS (元/股) | 0.73  | 0.59  | 23.1%   | 0.02   | 0.28   | -93.5%   | 0.15   | -88.3%    |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1: 2022Q1 收入 7.28 亿元，同比-47.63%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2: 2022Q1 归母净利润 0.33 亿元，同比-93.46%（亿元，%）



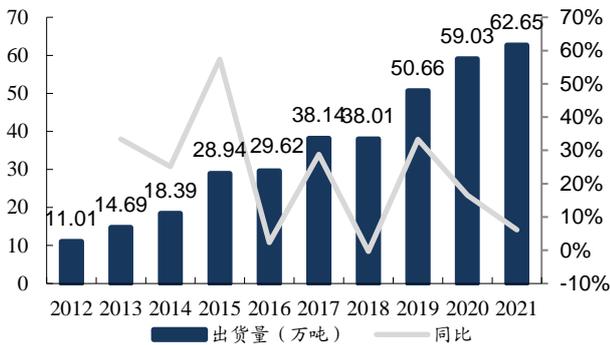
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**塔筒在手订单饱满，5 月起产能恢复。**2022Q1 公司太仓、郸城、濮阳工厂的生产、物流及客户需求均受疫情影响较大，导致塔筒交付同/环比均出现下降。产能预计 5 月恢复正常，北方包头工厂、商都工厂、通辽工厂通过弹性扩产弥补 1-4 月停摆的产能。公司目前在手订单 80 万吨，各工厂排产饱满，我们预计全年塔筒出货量约 80-90 万吨。

**叶片产能快速扩张，客户拓展取得较大突破。**湖北沙洋、内蒙商都、吉林乾安工厂

的叶片产能预计 2022 年建成投产，届时公司拥有合计 25 条以上超大型叶片（90 米+）产线，规划年产能达到 2000 套（10GW 以上）。此外，机组大型化趋势下大长度叶片快速迭代，公司叶片模具在手订单再创历史新高，有望优化毛利率。2022Q1，公司积极开展与主机厂的合作并取得较大突破，成为远景出口市场的叶片首选供应商，以常熟工厂作为出口越南和印度的叶片基地，在手订单饱满；在中原地区加深了与运达股份的合作，同时积极开拓三北市场新客户。在叶片产能整体供大于求的背景下，通过加强与主机厂的合作，有望进一步带动公司叶片的销量，提升市占率。

图 3: 历年公司塔筒出货量及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

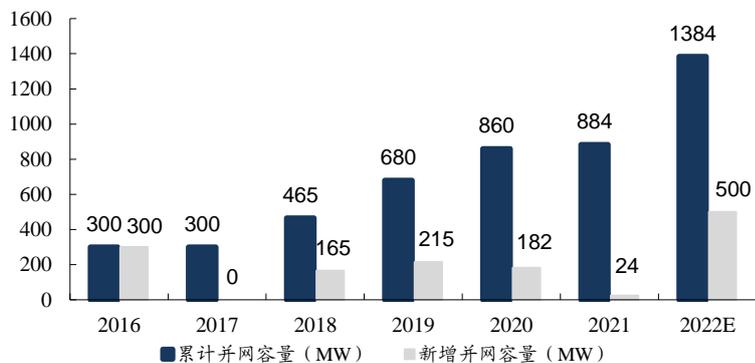
图 4: 2022 年公司超大型叶片产能合计

| 项目    | 产品 | 产能 (套) | 目前情况   |
|-------|----|--------|--------|
| 常熟二期  | 叶片 | 300    | 已投产    |
| 河南濮阳  | 叶片 | 600    | 已投产    |
| 内蒙古商都 | 叶片 | 450    | 22 年投产 |
| 吉林乾安  | 叶片 | 350    | 22 年投产 |
| 湖北沙洋  | 叶片 | 300    | 22 年投产 |
| 总计    |    | 2000   |        |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**风电场滚动开发，逐步开启轻资产模式。**2022Q1 受天气影响，全国风电利用小时数为 555 小时，同比减少 65 小时，导致公司风电场发电收入出现下滑，目前基本恢复正常。公司将利用小风季检修及维护、参与各类电量交易缓解限电等措施，提高发电利用小时数，确保发电业务板块稳定增长。2022 年在建及获得指标共 1.1GW，其中内蒙古乌兰察布 500MW 项目预计年内完工并且全容量并网，年底并网风场容量达 1384MW；湖北 600MW 项目预计年内开工建设，有望于 2023 年完工。

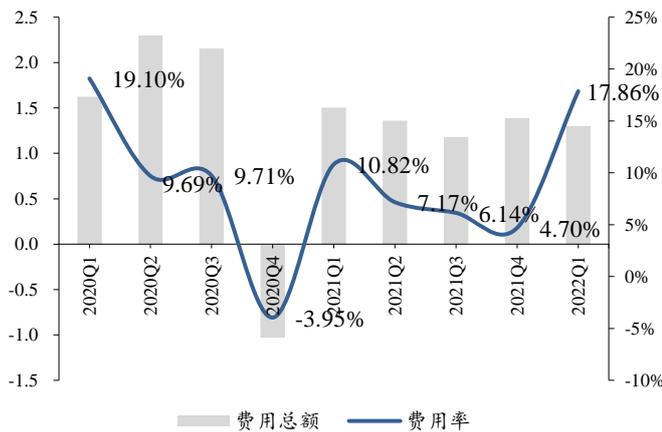
图 5: 公司并网风场容量持续增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

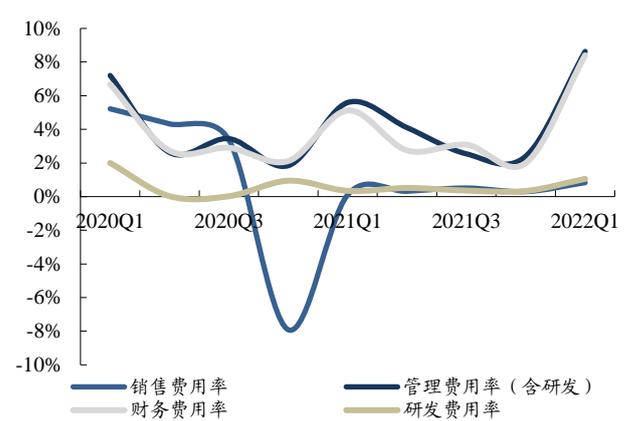
**期间费用下降，费用率上升：**公司 2022Q1 费用同比下降 13.55%至 1.30 亿元，期间费用率上升 7.04pct 至 17.86%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 316.09%、下降 19.19%、上升 60.60%、下降 14.14%至 0.06 亿元、0.63 亿元、0.08 亿元、0.61 亿元；费用率分别上升 0.73pct、上升 3.04pct、上升 0.71pct、上升 3.28pct 至 0.83%、8.63%、1.05%、8.40%。

图 6：2022Q1 期间费用 1.30 亿元，同比-13.55%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：2022Q1 期间费用率 17.86%，同比+7.04pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

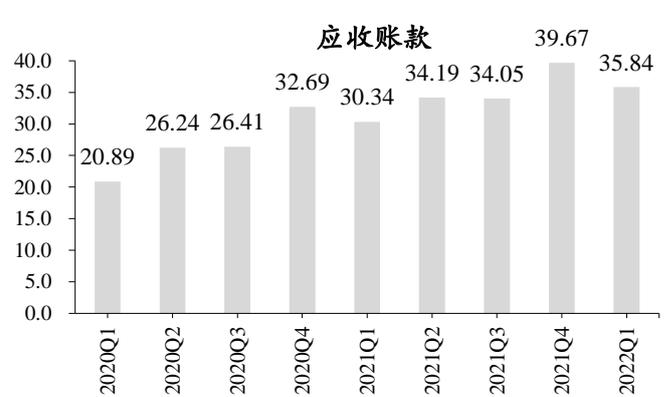
**经营活动现金流大幅减少，存货环增明显：**2022Q1 经营活动现金净流入-0.29 亿元，销售商品取得现金 6.28 亿元，同比下降 41.07%。2022Q1 期末应收账款 35.84 亿元，同比增加 5.50 亿元。2022Q1 期末存货 14.09 亿元，环比增加 4.33 亿元。2022Q1 存货较 2021Q4 增长 44.41%，主要系公司为二季度销售备货；2022Q1 经营活动产生的现金流量净流入额较 2021 年同期下降 112.99%，主要系与 2021Q1 相比，2022Q1 公司销售商品、提供劳务收到的现金减少所致，我们预计 2022Q2 收入环比上升。

图 8：2022Q1 经营活动现金净流入-0.29 亿元（亿元）



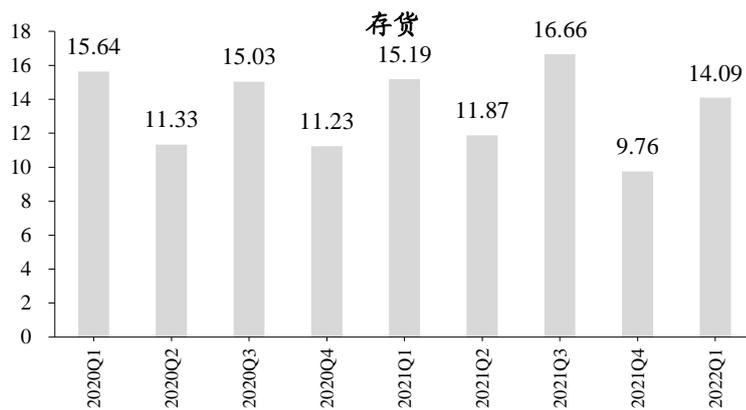
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：2022Q1 期末应收账款 35.84 亿元，同比+5.50 亿元（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10: 2022Q1 期末存货 14.09 亿元, 环增 4.33 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 疫情、大机型迭代加速或影响交付, 下调盈利预测, 我们预计 2022-2024 年归母净利润为 13.89/19.37/24.52 亿元(前值 2022-2024 年 16.89/23.37/32.94 亿元), 同比+6%/39%/27%, 对应 EPS 为 0.77/1.07/1.36 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         |
| <b>流动资产</b>      | <b>7,038</b>  | <b>10,064</b> | <b>12,710</b> | <b>16,405</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>8,172</b> | <b>11,547</b> | <b>14,131</b> | <b>18,931</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 739           | 1,964         | 3,942         | 5,536         | 营业成本(含金融类)      | 6,410        | 9,340         | 11,423        | 15,285        |
| 经营性应收款项          | 4,678         | 5,871         | 6,252         | 7,744         | 税金及附加           | 42           | 59            | 72            | 97            |
| 存货               | 976           | 1,638         | 1,920         | 2,525         | 销售费用            | 26           | 35            | 42            | 57            |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 244          | 344           | 421           | 564           |
| 其他流动资产           | 646           | 590           | 595           | 600           | 研发费用            | 31           | 46            | 57            | 78            |
| <b>非流动资产</b>     | <b>8,663</b>  | <b>10,044</b> | <b>10,509</b> | <b>11,194</b> | 财务费用            | 242          | 206           | 257           | 295           |
| 长期股权投资           | 300           | 200           | 300           | 400           | 加:其他收益          | 25           | 12            | 14            | 19            |
| 固定资产及使用权资产       | 6,635         | 8,309         | 8,732         | 9,287         | 投资净收益           | 286          | 135           | 423           | 316           |
| 在建工程             | 909           | 654           | 577           | 589           | 公允价值变动          | 23           | 0             | 0             | 0             |
| 无形资产             | 373           | 425           | 435           | 445           | 减值损失            | -12          | -55           | -55           | -55           |
| 商誉               | 0             | 0             | 0             | 0             | 资产处置收益          | -1           | -3            | -3            | -4            |
| 长期待摊费用           | 119           | 131           | 141           | 151           | <b>营业利润</b>     | <b>1,498</b> | <b>1,605</b>  | <b>2,238</b>  | <b>2,833</b>  |
| 其他非流动资产          | 327           | 325           | 324           | 323           | 营业外净收支          | -9           | -2            | -2            | -2            |
| <b>资产总计</b>      | <b>15,700</b> | <b>20,107</b> | <b>23,218</b> | <b>27,599</b> | <b>利润总额</b>     | <b>1,489</b> | <b>1,603</b>  | <b>2,236</b>  | <b>2,831</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>4,714</b>  | <b>7,442</b>  | <b>8,332</b>  | <b>9,988</b>  | 减:所得税           | 186          | 200           | 279           | 354           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 2,645         | 4,432         | 5,292         | 6,627         | <b>净利润</b>      | <b>1,303</b> | <b>1,403</b>  | <b>1,956</b>  | <b>2,477</b>  |
| 经营性应付款项          | 1,634         | 2,175         | 1,940         | 1,801         | 减:少数股东损益        | -6           | 14            | 20            | 25            |
| 合同负债             | 201           | 607           | 800           | 1,146         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,310</b> | <b>1,389</b>  | <b>1,937</b>  | <b>2,452</b>  |
| 其他流动负债           | 233           | 227           | 301           | 414           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.73         | 0.77          | 1.07          | 1.36          |
| 非流动负债            | 3,137         | 3,725         | 4,425         | 5,225         | EBIT            | 1,432        | 1,723         | 2,115         | 2,851         |
| 长期借款             | 2,160         | 2,610         | 3,110         | 3,610         | EBITDA          | 1,859        | 2,223         | 2,682         | 3,497         |
| 应付债券             | 0             | 0             | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 21.56        | 19.11         | 19.16         | 19.26         |
| 租赁负债             | 135           | 274           | 474           | 774           | 归母净利率(%)        | 16.02        | 12.03         | 13.71         | 12.95         |
| 其他非流动负债          | 842           | 842           | 842           | 842           | 收入增长率(%)        | 0.89         | 41.30         | 22.37         | 33.97         |
| <b>负债合计</b>      | <b>7,850</b>  | <b>11,167</b> | <b>12,758</b> | <b>15,213</b> | 归母净利润增长率(%)     | 24.76        | 6.06          | 39.45         | 26.62         |
| 归属母公司股东权益        | 7,776         | 8,853         | 10,354        | 12,254        |                 |              |               |               |               |
| 少数股东权益           | 74            | 88            | 107           | 132           |                 |              |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>7,850</b>  | <b>8,940</b>  | <b>10,461</b> | <b>12,386</b> |                 |              |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>15,700</b> | <b>20,107</b> | <b>23,218</b> | <b>27,599</b> |                 |              |               |               |               |

| 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   | 1,144  | 1,782 | 1,422  | 每股净资产(元)       | 4.31  | 4.85  | 5.67  | 6.71  |
| 投资活动现金流     | -442  | -1,746 | -611  | -1,019 | 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   | 1,828  | 806   | 1,191  | ROIC(%)        | 10.16 | 10.38 | 10.40 | 11.68 |
| 现金净增加额      | 241   | 1,226  | 1,978 | 1,594  | ROE-摊薄(%)      | 16.84 | 15.69 | 18.71 | 20.01 |
| 折旧和摊销       | 428   | 500    | 567   | 646    | 资产负债率(%)       | 50.00 | 55.54 | 54.95 | 55.12 |
| 资本开支        | -959  | -1,971 | -925  | -1,226 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 13.35 | 12.59 | 9.03  | 7.13  |
| 营运资本变动      | -968  | -969   | -764  | -1,946 | P/B(现价)        | 2.25  | 2.00  | 1.71  | 1.45  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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>

