

**事件：**8月18日公司发布半年报，22H1实现营业收入20.42亿元，同比下降37.9%；实现归母净利润2.54亿元，同比下降68.2%；实现扣非归母净利润2.66亿元，同比下降52.50%。单季度来看，22Q2实现营业收入13.14亿元，同比下降30.8%、环比增长80.5%；归母净利润2.21亿元，同比下降26.6%、环比增长569.7%；扣非净利润2.03亿元，同比下降28.8%、环比增长222.2%。整体来看，上半年业绩符合业绩预告；随着开工率和出货量提升，单二季度业绩环比显著改善。盈利能力方面，2022H1公司毛利率为23.88%、同比下降3.5pcts，其中塔筒毛利率8.12%、同比下降7.90pcts，叶片类毛利率为8.87%、同比下降5.81pcts，主要受成本同比上升、出货减少以及新增产能爬坡等因素影响。

**主营业务环比显著改善，静待下半年起量。**分业务来看，1)塔筒，22H1收入约9.53亿元、对应出货约12万吨，二季度单吨净利环比显著改善；2)叶片及模具，上半年销量约244套，机型/叶型迅速更新迭代叠加装机需求有所放缓，导致公司叶片产销量同比下滑，而模具业务则得益于迭代加速，订单及产销量增长显著；3)公司在营风电场并网容量883.8MW，业绩贡献较为稳定，上半年约2亿。受季节、疫情、机型改换等因素影响，年内装机需求有望在三季度中后期开始集中释放；公司积极生产备货，截至22H1末存货同比增长67.2%、较一季度末增加2.22亿元，结合下游开工和需求情况看，公司有望从8月开始加速交付。

**利空逐渐释放，各主业稳步推进。**设备端，公司目前塔筒新产能基建项目进展顺利，上半年新增濮阳、通辽基地产能，同时荆门、乾安、北海风塔基地也在有序建设，目前塔筒产能合计约90万吨/年。同时公司积极布局海工，预计射阳和德国的基地将从22年底逐步投产，广东/广西及福建等地区的产能规划也有望在后续落地；新能源资产业务端，一方面今年公司积极在北方、华中、华东、华南等地区推动新能源资源开发，预计年底前实现开工1.1GW、并网500MW。另一方面，公司前瞻性地不断投入资源进行重点区域的资源开发及项目核准，目前已有一定规模的资源和项目储备。

**投资建议：**我们预计公司2022-2024年实现营收101.94/143.56/189.85亿元，归母净利润分别为13.42/20.28/26.98亿元，现价对应PE为24/16/12X，考虑到公司短期业绩修复逐步兑现、中长期发展逻辑有支撑，维持“推荐”评级。

**风险提示：**政策不及预期，需求不及预期等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8172	10194	14356	18985
增长率(%)	0.9	24.7	40.8	32.2
归属母公司股东净利润(百万元)	1310	1342	2028	2698
增长率(%)	24.8	2.5	51.1	33.0
每股收益(元)	0.73	0.74	1.13	1.50
PE	24	24	16	12
PB	4.1	3.5	2.9	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年08月19日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**17.50 元**

**分析师：邓永康**

执业证号：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

**研究助理：王一如**

执业证号：S01001211100008

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru@mszq.com

## 相关研究

天顺风能(002531.SZ)2022年半年度业绩预告点评：二季度业绩环比大幅改善，盈利修复开启

天顺风能(002531.SZ)：2021年年报点评，业绩稳健增长，“设备+零碳”蓝图渐展

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8172	10194	14356	18985
营业成本	6410	8019	11352	15093
营业税金及附加	42	51	72	95
销售费用	26	33	43	53
管理费用	244	296	388	475
研发费用	31	49	69	91
EBIT	1432	1767	2453	3198
财务费用	242	188	162	163
资产减值损失	3	-5	-5	-5
投资收益	286	102	215	285
<b>营业利润</b>	<b>1498</b>	<b>1634</b>	<b>2458</b>	<b>3271</b>
营业外收支	-9	-6	2	2
<b>利润总额</b>	<b>1489</b>	<b>1628</b>	<b>2460</b>	<b>3273</b>
所得税	186	244	369	491
净利润	1303	1384	2091	2782
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1310</b>	<b>1342</b>	<b>2028</b>	<b>2698</b>
EBITDA	1859	2478	3234	4049

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	739	1490	1377	3387
应收账款及票据	4268	5339	7781	9055
预付款项	92	160	227	302
存货	976	1692	1956	2730
其他流动资产	963	1091	1273	1510
<b>流动资产合计</b>	<b>7038</b>	<b>9773</b>	<b>12614</b>	<b>16984</b>
长期股权投资	300	300	300	300
固定资产	5352	5345	5267	5116
无形资产	373	350	375	400
<b>非流动资产合计</b>	<b>8663</b>	<b>8229</b>	<b>8172</b>	<b>8046</b>
<b>资产合计</b>	<b>15700</b>	<b>18002</b>	<b>20786</b>	<b>25030</b>
短期借款	2117	2117	2117	2117
应付账款及票据	1634	2598	3078	4301
其他流动负债	962	1060	1273	1512
<b>流动负债合计</b>	<b>4714</b>	<b>5775</b>	<b>6469</b>	<b>7930</b>
长期借款	2160	2160	2160	2160
其他长期负债	977	977	977	977
<b>非流动负债合计</b>	<b>3137</b>	<b>3137</b>	<b>3137</b>	<b>3137</b>
<b>负债合计</b>	<b>7850</b>	<b>8912</b>	<b>9605</b>	<b>11067</b>
股本	1803	1803	1803	1803
少数股东权益	74	115	178	261
<b>股东权益合计</b>	<b>7850</b>	<b>9090</b>	<b>11181</b>	<b>13963</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>15700</b>	<b>18002</b>	<b>20786</b>	<b>25030</b>

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	0.89	24.74	40.84	32.24
EBIT 增长率	-1.73	23.43	38.81	30.39
净利润增长率	24.76	2.50	51.11	33.05
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	21.57	21.34	20.92	20.50
净利率	16.04	13.17	14.13	14.21
总资产收益率 ROA	8.34	7.46	9.76	10.78
净资产收益率 ROE	16.84	14.96	18.43	19.69
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.49	1.69	1.95	2.14
速动比率	1.14	1.27	1.52	1.69
现金比率	0.16	0.26	0.21	0.43
资产负债率 (%)	50.00	49.50	46.21	44.21
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	159.49	155.00	150.00	145.00
存货周转天数	58.98	60.00	58.00	56.00
总资产周转率	0.54	0.60	0.74	0.83
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.73	0.74	1.13	1.50
每股净资产	4.31	4.98	6.10	7.60
每股经营现金流	0.43	0.71	0.33	1.47
每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	24	24	16	12
PB	4.1	3.5	2.9	2.3
EV/EBITDA	19.23	14.12	10.86	8.17
股息收益率 (%)	0.46	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1303	1384	2091	2782
折旧和摊销	428	711	781	851
营运资金变动	-923	-947	-2285	-924
<b>经营活动现金流</b>	<b>776</b>	<b>1278</b>	<b>598</b>	<b>2651</b>
资本开支	-959	-285	-726	-727
投资	240	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-442</b>	<b>-183</b>	<b>-511</b>	<b>-442</b>
股权募资	34	0	0	0
债务募资	343	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-90</b>	<b>-344</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>
<b>现金净流量</b>	<b>241</b>	<b>752</b>	<b>-113</b>	<b>2009</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001