

天顺风能 (002531.SZ)

多重因素短时影响交付，下半年有望迎来量利齐增

买入

核心观点

上半年业绩略符合预期，短暂交付低迷造成出货同比下降。2022上半年公司营收 20.42 亿元（-38%），归母净利润 2.54 亿元（-68%）；二季度实现营收 13.14 亿元（同比-31%。环比+80%），归母净利润 2.21 亿元（同比-26%，环比+570%）。上半年由于多点散发疫情影响开工、部分新项目手续尚在办理、大兆瓦机型设计未定型等多重因素造成陆上风电产品交付短时低迷，公司业绩短期承压。

塔筒出货增长+风场来风好转带动净利率修复。2022年上半年公司销售毛利率为 23.88%，同比-3.50pct，销售净利率 12.32%，同比-12.03pct。销售净利率大幅下降主要系 2021 年同期投资收益规模较大所致。公司第二季度销售毛利率为 24.23%（同比+0.40pct，环比+0.97pct），销售净利率 16.74%（同比+1.04pct，环比+12.41pct），销售净利率的环比大幅提高主要得益于塔筒出货量提升、发电量提升后大幅摊薄各项费用。

二季度塔筒单吨净利恢复至约 500 元/吨，下半年有望继续提升。公司第一、二季度塔筒出货量分别为 3 万吨和 9 万吨，出货量的环比大幅提升使得单吨净利从 33 元/吨大幅提升至 500 元/吨，预计随着下半年出货量的进一步增长公司塔筒单吨净利有望继续提升。此外，今年 5 月以来包括中厚板在内的大宗商品价格出现快速下行，对公司塔筒盈利短期有望形成支撑。

大兆瓦机型换代推升模具需求，叶片下半年将迎来量利齐增。公司上半年实现叶片类产品收入 5.03 亿元（同比-27.48%），毛利率 6.70%（同比-13.04pct），其中一季度叶片类销量 126 套（含 12 套模具），二季度叶片类销量 118 套（含 24 套模具）。随着陆风建设节奏的加快预计下半年叶片交付量将超过 700 套，此外玻纤树脂此轮价格下行将助力叶片毛利率修复。

风险提示：疫情反复影响生产与交付；原材料价格上涨；下游电站建设进度不达预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

鉴于上半年行业交付受到多种因素的影响有所滞后，2023 年公司可能开启风电场规模化转让，我们下调今年盈利预测并上调 2023 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 12.26/21.99/24.74 亿元（原预测 2022/2023 年为 14.04/19.08 亿元），同比增速分别为-6.3/79.3/12.5%，摊薄 EPS 分别为 0.68/1.22/1.37 元，当前股价对应 PE 分别为 25.7/14.3/12.8 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,100	8,172	9,571	14,011	17,737
(+/-%)	33.7%	0.9%	17.1%	46.4%	26.6%
净利润(百万元)	1050	1310	1226	2199	2474
(+/-%)	40.6%	24.8%	-6.3%	79.3%	12.5%
每股收益(元)	0.59	0.73	0.68	1.22	1.37
EBIT Margin	20.1%	17.4%	16.3%	20.2%	18.1%
净资产收益率 (ROE)	15.2%	16.7%	13.9%	20.4%	19.3%
市盈率 (PE)	29.7	24.1	25.7	14.3	12.8
EV/EBITDA	20.2	22.7	18.8	12.6	11.6
市净率 (PB)	4.52	4.02	3.58	2.93	2.46

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

公司研究 · 财报点评

电力设备 · 风电设备

证券分析师：王蔚祺 联系人：王晓声
 010-88005313 010-88005231
 wangweiqi2@guosen.com.cn wangxiaosheng@guosen.com.cn
 S0980520080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	17.50 元
总市值/流通市值	31553/30958 百万元
52 周最高价/最低价	23.67/8.81 元
近 3 个月日均成交额	941.22 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《天顺风能 (002531.SZ) - 四季度迎来塔筒集中交付，“制造+零碳”双轮驱动打开远期空间》——2022-04-18
- 《天顺风能-002531-2021 年半年报点评：拥抱海风机遇，双轮驱动发展》——2021-08-26
- 《天顺风能-002531-2020 年年报及 2021 一季报点评：产业链延伸进展顺利，业绩稳增》——2021-04-28
- 《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

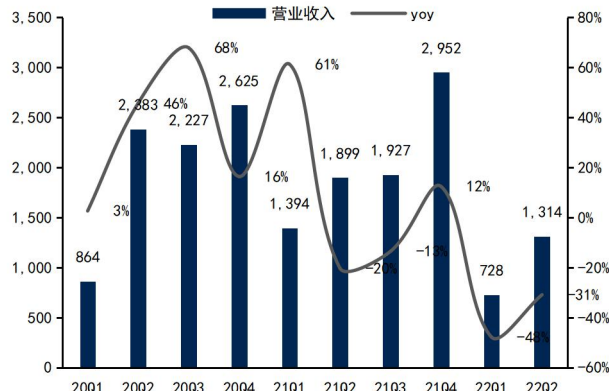
上半年业绩符合预期，行业交付短暂低迷造成业绩同比下滑。公司 2022 年上半年实现营业收入 20.42 亿元（-37.99%），实现归母净利润 2.54 亿元（-68.20%），实现扣非归母净利润 2.66 亿元（-52.50%）。上半年公允价值变动损失 0.3 亿元（来自科创新源股价变动），信用减值损失冲回 0.25 亿元。2022 年上半年业绩同比下降且销售净利率下降主要系 2021 上半年公司全资子公司苏州天利减持科创新源股票形成 3.08 亿投资收益造成的高基数所致。上半年由于多点散发疫情影响开工、部分新项目手续尚在办理、大兆瓦机型设计未定型等多重因素造成陆上风电产品交付短时低迷，公司业绩短期承压。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



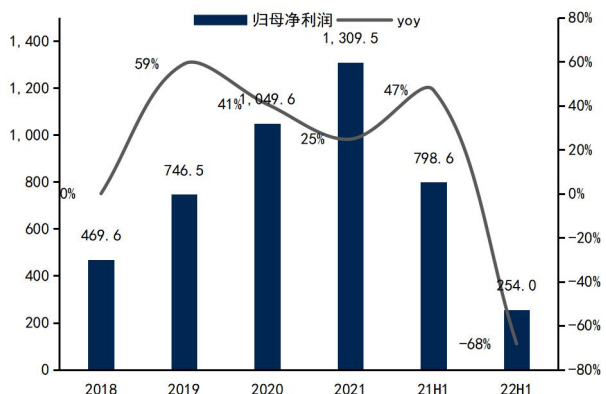
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司季度营业收入及增速（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3：公司年度归母净利润及增速（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4：公司季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



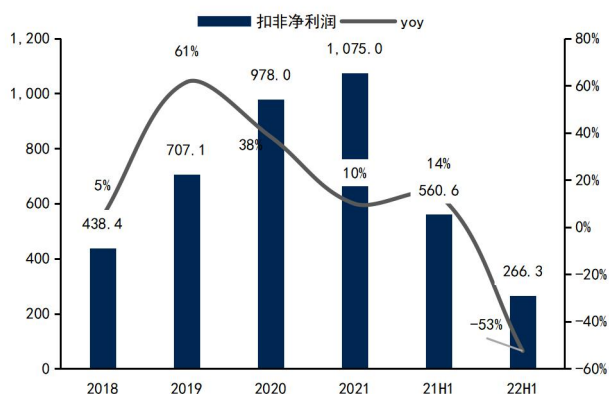
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

塔筒交付量提升+风电场来风好转带动业绩环比大增。公司 2022 年第二季度实现营业收入 13.14 亿元（同比-30.82%，环比+80.49%），实现归母净利润 2.21 亿元（同比-26.48%，环比+569.70%），实现扣非净利润 2.03 亿元（同比-28.72%，环比+222.22%）。二季度虽然陆上风电交付景气度尚未完全恢复但环比已有显著改善，公司塔筒出货量的显著提升带动业绩环比大幅增长；此外二季度风电场来风情况明显好于一季度，发电利润成为二季度利润的重要来源。

出货量环比大幅提升，盈利能力迎来拐点。2022 年上半年公司销售毛利率为 23.88%，同比-3.50pct，销售净利率 12.32%，同比-12.03pct。销售毛利率下降主要系 2021 年同期原材料价格较低且存在部分抢装订单滞后期所致，净利率大

幅下降主要系 2021 年同期投资收益规模较大所致。公司 2022 年第二季度销售毛利率为 24.23%（同比+0.40pct，环比+0.97pct），销售净利率 16.74%（同比+1.04pct，环比+12.41pct），销售净利率的环比大幅提高主要得益于出货量提升、发电量提升后大幅摊薄各项费用引起。

图5：公司年度扣非净利润及增速（单位：百万元、%）



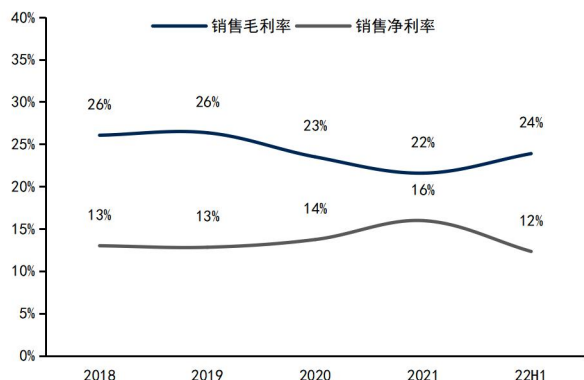
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司季度扣非净利润及增速（单位：百万元、%）



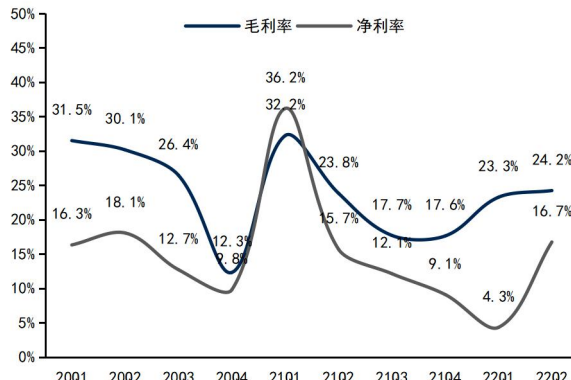
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司年度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

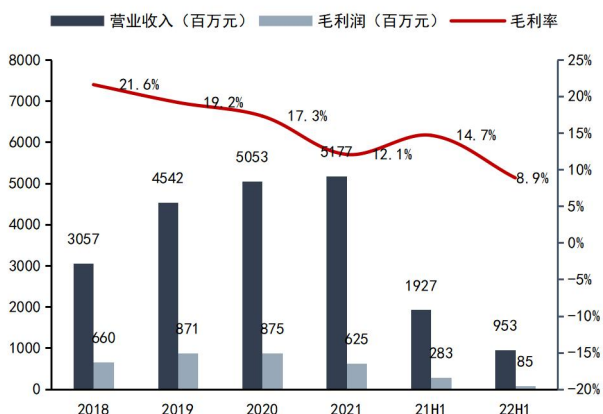
图8：公司季度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

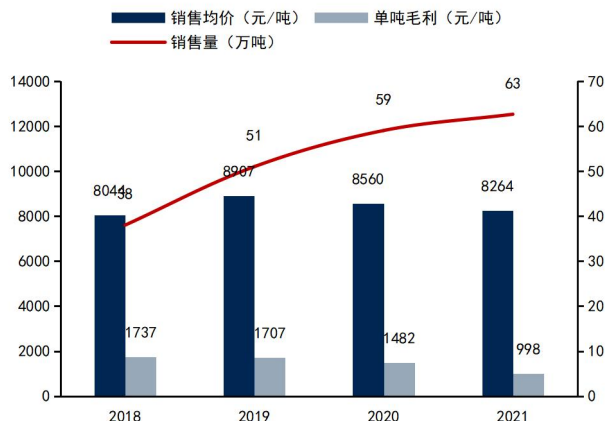
二季度塔筒出货量环比大增，单吨净利恢复至 500 元/吨。我们估计公司 2022 年一、二季度分别实现陆上风塔销量约 3 万吨和 9 万吨，上半年合计销量约 12 万吨。上半年风塔销售收入 9.53 亿元（同比-50.54%），风塔收入同比减少主要系交付量下降所致（估计 2021 年一、二季度公司陆上风塔销量分别为 10 万吨和 14 万吨）。我们估计塔筒业务板块上半年合计贡献利润 0.46 亿元，其中一季度贡献 0.01 亿元，二季度贡献 0.45 亿元。公司一、二季度塔简单吨净利估计分别为 33 元/吨和 500 元/吨，二季度出货量的环比大增使得单吨净利大幅提升，我们预计随着下半年行业交付景气度的进一步提升风塔单吨净利将环比继续上行。

图9：塔筒业务收入与盈利情况（单位：百万元，%）



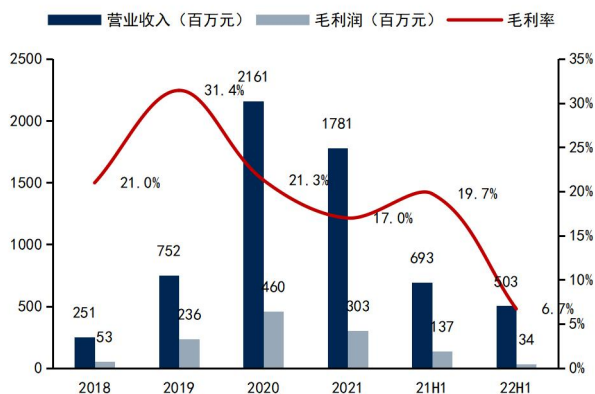
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：塔筒销售量、价格与毛利情况（单位：万吨，元/吨）



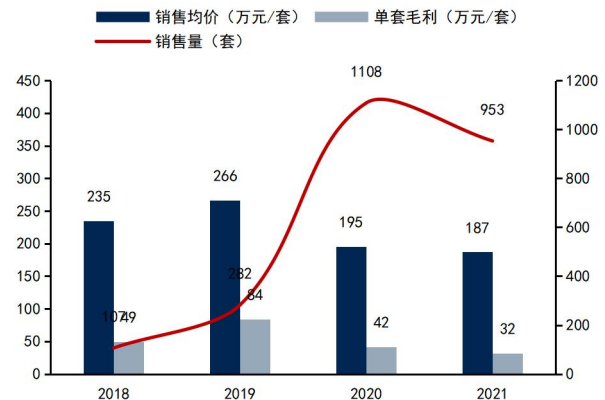
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 注：2018-2019 运费统一计入销售费用

图11：叶片业务收入与盈利情况（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12：叶片销售量、价格与毛利情况（单位：套，万元/套）



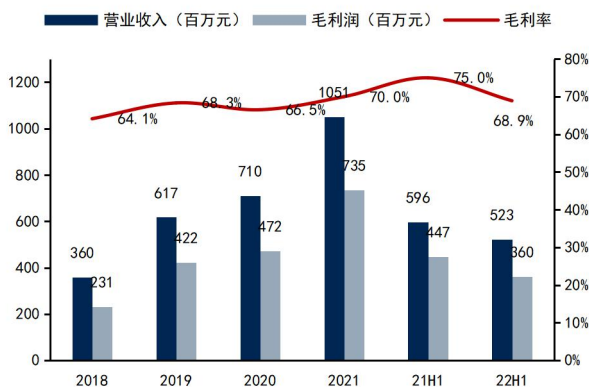
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 注：2018-2019 运费统一计入销售费用

模具业务受益于机组大型化产销两旺，叶片下半年有望量利齐增。公司2022年上半年实现叶片类产品销售收入5.03亿元（同比-27.48%），毛利率6.70%（同比-13.04pct），实现叶片+模具销售244套，其中一季度叶片类销量约126套（其中模具12套），二季度叶片类销量约118套（其中模具24套）。叶片类产品毛利率较去年同期下降，主要系上半年树脂价格较去年同期上涨，以及因疫情影响部分新建产能未达产导致固定类分摊费用增加以及市场竞争加剧所致。公司叶片的产销量同比出现下滑，而模具业务则得益于迭代加速，订单增幅明显，产销量同比接近翻番。随着6月以来大部分大兆瓦风机的设计定型以及下半年交付景气度的显著提升公司叶片类产品产销两旺，我们预计全年叶片类产品销售约为1000套，其中模具销量约为80套。此外，5月以来玻纤、树脂等叶片主要原材料价格发生大幅下行，我们预计下半年叶片毛利率环比将有显著改善。

电站运营贡献利润增量，项目建设进度显著加快。公司2022年上半年实现发电收入5.23亿元（同比-12.26%），毛利率68.92%（同比-6.08pct）。我们估计一季

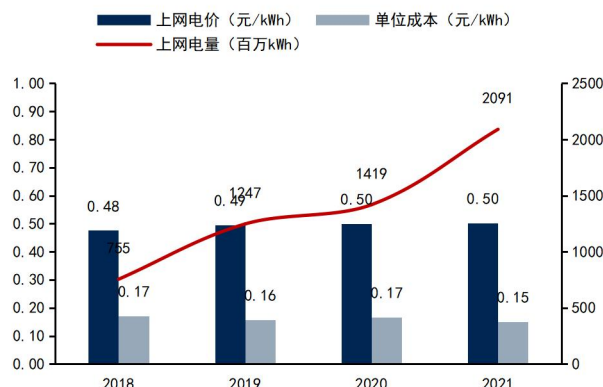
度公司发电收入约 2.1 亿元，净利润约 0.65 亿元，二季度发电收入约 3.1 亿元，净利润约 1.45 亿元。截至 2022 年二季度末，公司在营风电场并网容量 883.8MW，累计实现上网电量 10.6 亿千瓦时，同比减少 9%。2022 年一季度全国来风情况远低于 2021 年一季度，二季度来风情况环比显著改善。目前公司在建乌兰察布 500MW 风电场预计将于 2022 年底全容量并网，此外湖北 600MW 风电场正在顺利推进中。

图 13: 发电业务收入与盈利情况 (单位: 百万元, %)



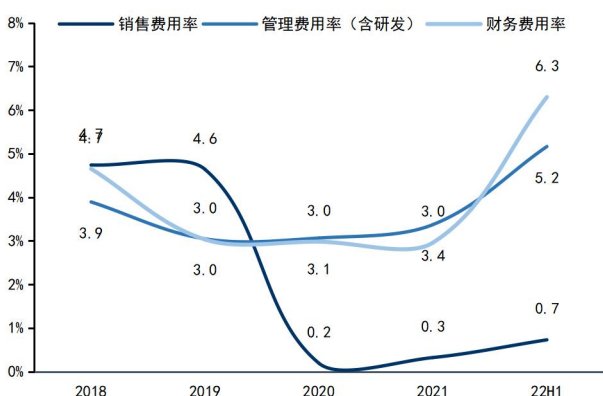
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 14: 发电销售量、价格与毛利情况 (单位: 百万 kWh, 元/kWh)



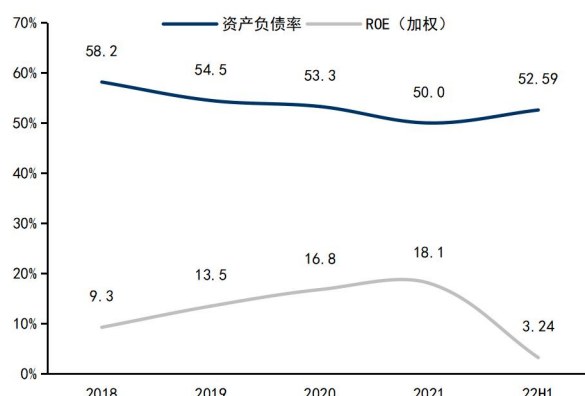
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 15: 公司三项费用率变化情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注: 2020 年起运费从销售费用调整至营业成本中, 因此销售费用率显著下降

图 16: 公司资产负债率、ROE 变化情况 (单位: %)

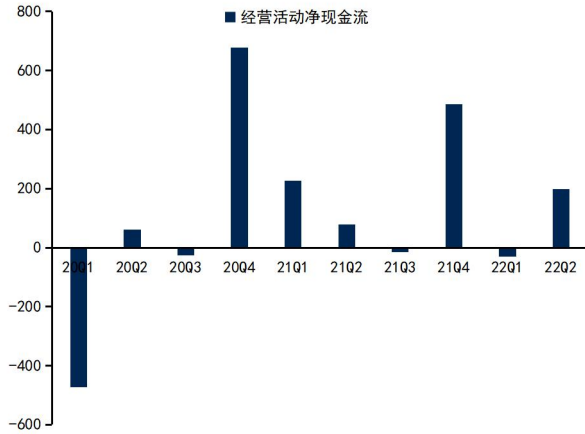


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

收入规模下降抬升费用率，周转效率有所下降。2022 年上半年公司销售规模的下降造成费用率有所提高，销售费用率为 5.2%，管理费用率（含研发）为 6.3%，财务费用率为 0.7%。2022 年上半年公司应收账款周转天数为 332 天，存货周转天数为 151 天，周转效率有所下降，报告期末公司应收账款规模为 30.77 亿元，存货规模为 14.55 亿元。

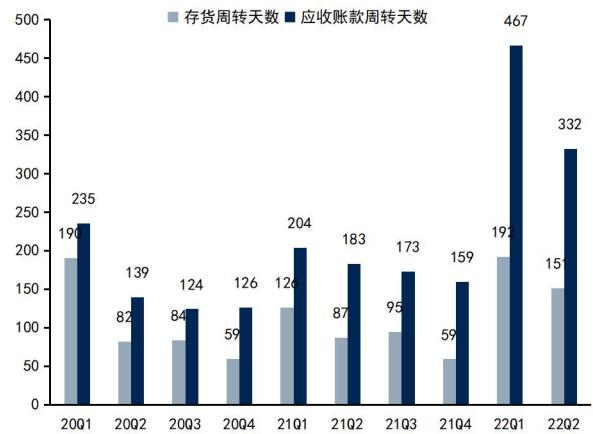
陆上海上产能进展顺利。2022 年上半年公司产能建设进展顺利，新增濮阳、通辽塔筒产能，目前塔筒合计产能 90 万吨。此外公司在建荆门、乾安、北海塔筒产能，预计 2022 年底塔筒产能将达到 120 万吨。基于对海上风电的长期看好，公司将风电海工业务视为未来发展的新锚点。2022 年公司继续加快海上风电生产基地建设，其中因欧洲疫情影响，德国海工基地建设仍在稳步推进中；江苏射阳海工智造基地继续按照计划稳步推进。同时，公司正在开展新的风电海工布局。

图 17: 公司经营性现金流情况 (单位: 百万元)



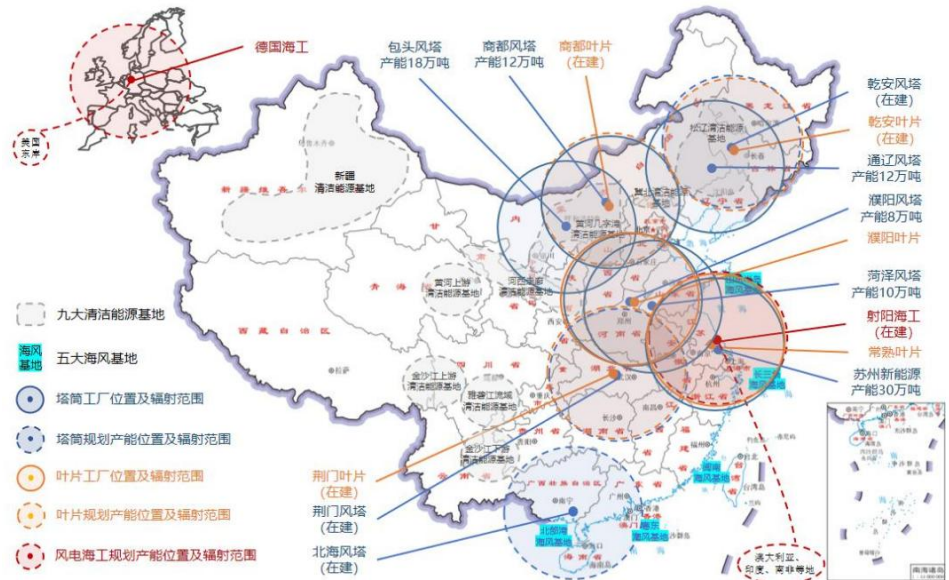
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 公司主要流动资产周转情况 (单位: 天)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 公司现有产能及未来规划



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

全年塔筒交付量受行业因素影响有所下调, 风电需求长期景气远期成长性无虞。2022 年以来受部分大基地项目前期开发进度略低于预期, 长三角区域疫情反复等因素的影响, 公司生产与交付短期受到一定程度影响; 目前陆上风电下游开工建设基本全面恢复, 我们预计 8-9 月行业交付量将保持环比上行态势, 10-11 月维持高景气度。考虑到上半年交付低迷可能使得部分装机需求递延到 2023 年完成, 因此我们适度下调公司全年出货目标, 预计 2022 年公司实现塔筒销售 72 万吨, 叶片销售 1000 套, 叶片模具销售 80 套。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

公司在陆上风电塔筒领域具有行业龙头地位，通过“资源换订单”模式拓展市场占有率，叶片业务新客户开拓不断取得新进展，机组大型化趋势下模具业务迎来放量，零碳实业业务为公司提供稳定增长的利润与现金流，公司具有良好的长期成长性。鉴于上半年行业交付受到多种因素的影响有所滞后，2023年公司可能开启风电场规模化转让，我们下调今年盈利预测并上调2023年盈利预测，预计2022-2024年归母净利润12.26/21.99/24.74亿元（原预测2022/2023年为14.04/19.08亿元），同比增速分别为-6.3/79.3/12.5%，摊薄EPS分别为0.68/1.22/1.37元，当前股价对应PE分别为25.7/14.3/12.8倍，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表（2022年8月20日）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E	(21A)	(22E)	
603218	日月股份	27.80	269	1.01	0.69	0.65	1.05	29.9	47.8	42.7	26.5	7.7%	1.0	-
603606	东方电缆	80.91	556	1.36	1.73	1.76	2.84	59.5	46.8	46.0	28.5	24.3%	1.2	买入
002531	天顺风能	17.50	315	0.59	0.73	0.68	1.22	29.7	24.1	25.7	14.3	16.7%	0.6	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：日月股份采用wind一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	710	739	900	1200	900	营业收入	8100	8172	9571	14011	17737
应收款项	3699	4268	4589	6717	8504	营业成本	6160	6405	7666	10731	13978
存货净额	1123	976	1573	3071	3888	营业税金及附加	49	42	33	50	65
其他流动资产	935	963	1150	1610	2097	销售费用	15	26	31	38	45
流动资产合计	6634	7038	8426	12903	15791	管理费用	205	244	269	331	413
固定资产	6716	6261	5843	5420	4991	研发费用	43	31	30	45	45
无形资产及其他	323	373	358	344	329	财务费用	241	242	241	346	397
投资性房地产	664	1728	1914	2802	3547	投资收益	101	286	50	0	0
长期股权投资	411	300	300	300	300	资产减值及公允价值变动	(147)	(12)	0	0	0
资产总计	14748	15700	16841	21769	24958	其他收入	119	53	35	35	35
短期借款及交易性金融负债	2774	2645	2576	2764	2307	营业利润	1312	1498	1385	2505	2830
应付款项	2202	1634	1364	1951	2572	营业外净收支	3	(9)	0	0	0
其他流动负债	197	233	259	368	485	利润总额	1314	1489	1385	2505	2830
流动负债合计	5413	4714	4390	5364	5719	所得税费用	210	186	159	306	356
长期借款及应付债券	2203	2160	2660	4660	5460	少数股东损益	55	(6)	0	0	0
其他长期负债	242	977	977	977	977	归属于母公司净利润	1050	1310	1226	2199	2474
长期负债合计	2446	3137	3637	5637	6437	现金流量表 (百万元)					
负债合计	7858	7850	8027	11001	12156	净利润	1050	1310	1226	2199	2474
少数股东权益	210	74	74	74	74	资产减值准备	(109)	(17)	0	0	0
股东权益	6680	7776	8741	10695	12728	折旧摊销	304	309	553	558	564
负债和股东权益总计	14748	15700	16841	21769	24958	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	241	242	241	346	397
每股收益	0.59	0.73	0.68	1.22	1.37	营运资本变动	(1272)	(945)	(1481)	(3392)	(2375)
每股红利	0.15	0.15	0.14	0.24	0.27	其它	266	120	191	346	397
每股净资产	3.87	4.36	4.89	5.97	7.10	经营活动现金流	238	776	490	(290)	1060
ROIC	14%	11%	11%	16%	15%	资本开支	(1140)	(959)	(120)	(120)	(120)
ROE	15%	17%	14%	20%	19%	其它投资现金流	231	517	(136)	(888)	(745)
毛利率	24%	22%	20%	23%	21%	投资活动现金流	(910)	(442)	(256)	(1008)	(865)
EBIT Margin	20%	17%	16%	20%	18%	权益性融资	(4)	81	0	0	0
EBITDA Margin	24%	21%	22%	24%	21%	负债净变化	697	340	431	2189	343
收入增长	34%	1%	17%	46%	27%	支付股利、利息	(176)	(270)	(262)	(245)	(440)
净利润增长率	41%	25%	-6%	79%	12%	其它融资现金流	311	384	(69)	189	(457)
资产负债率	53%	50%	48%	51%	49%	融资活动现金流	276	(90)	(72)	1598	(494)
股息率	0.6%	0.9%	0.8%	0.8%	1.4%	现金净变动	(396)	244	161	300	(300)
P/E	29.66	24.09	25.72	14.34	12.75	货币资金的期初余额	1263	710	739	900	1200
P/B	4.52	4.02	3.58	2.93	2.46	货币资金的期末余额	710	739	900	1200	900
EV/EBITDA	20.19	22.73	18.76	12.56	11.59	企业自由现金流	(741)	(348)	330	(470)	872
						权益自由现金流	(247)	(219)	547	1416	868

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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