

天顺风能（002531）

2022 年中报点评：出货低于预期，下半年需求向好

买入（维持）

2022 年 08 月 22 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

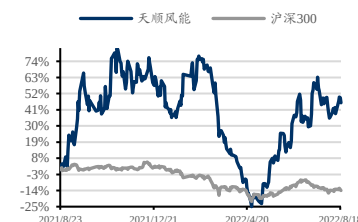
chenyao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	8,172	8,931	12,908	16,942
同比	1%	9%	45%	31%
归属母公司净利润（百万元）	1,310	1,092	1,937	2,452
同比	25%	-17%	77%	27%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.73	0.61	1.07	1.36
P/E（现价&最新股本摊薄）	24.09	28.88	16.28	12.86

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年中报、2022H1 业绩同比下滑 37.90%、2022Q2 环比增长 80.46%。公司 2022H1 实现营收 20.42 亿元，同降 37.90%；实现归母净利润 2.54 亿元，同降 68.20%。其中 2022Q2 实现营收 13.14 亿元，同降 30.76%，环增 80.46%；实现归母净利润 2.21 亿元，同降 26.48%，环增 580.90%。2022H1 毛利率为 23.88%，同降 3.50pct，2022Q2 毛利率 24.23%，同增 0.39pct，环增 0.97pct；2022H1 归母净利率为 12.44%，同降 11.85pct，2022Q2 归母净利率 16.86%，同升 0.98pct，环增 12.39pct。报告期业绩下降主要系需求不及预期叠加原材料价格处在高位，2022Q2 环比改善明显。
- **下游低开工率+原材料价格处在高位、塔筒出货同比-50%、毛利率同比-6pct、8 月出货量迎来拐点。**2022H1 风塔收入 9.53 亿元，同比减少 9.74 亿元，销量约 12 万吨，同比-50%，毛利率同比下滑 6pct 至 8.9%。上半年濮阳、通辽基地投产，年化产能达 90 万吨。8 月出货显著改善，全年出货预计 70-75 万吨。荆门、乾安、北海基地正在有序建设，预计年内投产，年底陆风理论产能达 120 万吨。海工方面，射阳基地预计年底投产，广东基地有望年内落实，德国基地 2023Q3 量产。
- **叶片产销销量同比下滑、模具实现翻倍增长、下半年大叶片出货增加有望增厚业绩。**2022H1 叶片和模具销量 244 套，收入 5 亿元，同比-27.5%，毛利率 6.7%，同比-13pct。一方面，在大机型和大叶片快速迭代的背景下，业主和整机厂选择观望等待以提高收益率，导致装机需求放缓，2022H1 全国陆上装机量不足 13GW，公司叶片出货量同比下滑 39%；一方面，原材料价格较 2021 年同期上涨、固定摊销费用增加导致成本上升。模具业务得益于迭代加速，订单增幅明显，产销量接近翻倍。下半年随着大叶型和模具交付，量价齐升。
- **风电场在手资源丰富、滚动开发带来发电收入提升且转让收益可观。**2022H1 在运营风电场并网容量 883.8MW，实现上网电量 10.6 亿千瓦时，同比减少 9%，主要系平均风速低于 2021 年同期，利用小时数同比减少 56 小时。内蒙古兴和县 500MW 风电项目预计年内实现全容并网，湖北 600MW 项目指标正在有序推进。十四五期间进一步探索电站滚动开发模式，每年 1GW 开发量，目标到 2025 年实现自持 2-3GW。陆风平价新周期，项目收益率高企，电站开发将为公司贡献显著业绩增量。
- **存货增加明显，费用率有所上升。**期末存货 16.31 亿元，较期初增长 6.55 亿元，增长比例 67%，主要受春节休假、疫情导致风电场开工建设时间推迟等因素影响。期间费用率上升 3.47pct 至 12.19%，主要系报告期内收入低基数以及研发投入增加，销售费用中售后服务费增加。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到上半年交货不及预期，我们小幅下调 22 年盈利预测，我们预计 22-24 年归母净利润为 10.92/19.37/24.52 亿元（前值为 13.89/19.37/24.52 亿元），同比-17%/77%/27%，对应 EPS 为 0.61/1.07/1.36 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**装机需求不及预期，竞争加剧，原材料价格上涨等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.50
一年最低/最高价	9.03/22.08
市净率(倍)	4.00
流通 A 股市值(百万元)	30,954.02
总市值(百万元)	31,543.91

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.38
资产负债率(% ,LF)	52.59
总股本(百万股)	1,802.51
流通 A 股(百万股)	1,768.80

相关研究

《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》

2022-05-05

《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

图表目录

图 1:	2022H1 收入 20.42 亿元, 同比-37.90% (亿元, %)	3
图 2:	2022H1 归母净利润 2.54 亿元, 同比-68.20% (亿元, %)	3
图 3:	2022Q2 收入 13.14 亿元, 同比-30.76% (亿元, %)	4
图 4:	2022Q2 归母净利润 2.21 亿元, 同比-26.48% (亿元, %)	4
图 5:	2022H1 毛利率、净利率同比-3.5、-11.85pct (%)	4
图 6:	2022Q2 毛利率、净利率同比+0.39、+0.98pct (%)	4
图 7:	塔筒出货量及同比增速	4
图 8:	塔筒产能扩产计划	4
图 9:	叶片出货量和同比增速	5
图 10:	模具出货量和同比增速	5
图 11:	叶片、模具产能扩产计划	6
图 12:	并网风场容量	6
图 13:	2022H1 期间费用 2.49 亿元, 同比-13.14% (亿元, %)	7
图 14:	2022Q2 期间费用率 9.04%, 同比+1.87pct (%)	7
图 15:	2022Q2 现金净流入 1.98 亿元, 同比+150.36% (亿元)	8
图 16:	2022Q2 期末存货 16.31 亿元, 较 2022 年初增长 6.55 亿元 (亿元)	8

表 1:	2022H1 收入 20.42 亿元, 同比下降 37.90%; 盈利 2.54 亿元, 同比下降 68.20% (单位: 亿元)	3
------	---	---

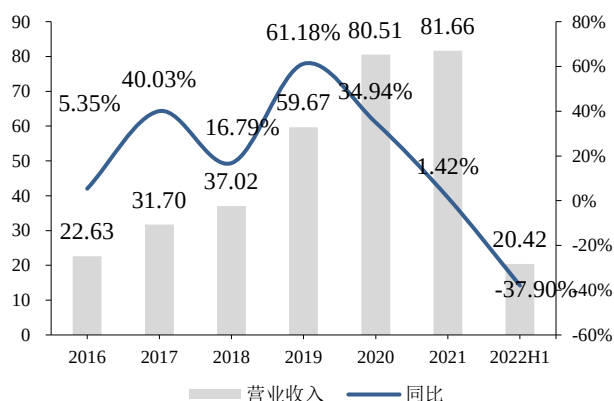
事件：公司发布 2022 年中报、2022H1 业绩同比下滑 37.90%、2022Q2 环比增长 80.46%。公司 2022H1 实现营收 20.42 亿元，同降 37.90%；实现归母净利润 2.54 亿元，同降 68.20%。其中 2022Q2 实现营收 13.14 亿元，同降 30.76%，环增 80.46%；实现归母净利润 2.21 亿元，同降 26.48%，环增 580.90%。2022H1 毛利率为 23.88%，同降 3.50pct，2022Q2 毛利率 24.23%，同增 0.39pct，环增 0.97pct；2022H1 归母净利率为 12.44%，同降 11.85pct，2022Q2 归母净利率 16.86%，同长 0.98pct，环增 12.39pct。报告期业绩下降主要系需求不及预期叠加原材料价格处在高位，2022Q2 环比改善明显。

表1：2022H1 收入 20.42 亿元，同比下降 37.90%；盈利 2.54 亿元，同比下降 68.20%（单位：亿元）

天顺风能	2022H1	2021H1	2022H1 同比	2022Q2	2021Q2	2022Q2 同比	2022Q1	2022Q2 环比
营业收入	20.42	32.88	-37.9%	13.14	18.98	-30.8%	7.28	80.5%
毛利率	23.9%	27.4%	-3.5pct	24.2%	23.8%	0.4pct	23.3%	1.0pct
营业利润	2.36	9.39	-74.8%	2.15	3.30	-35.1%	0.22	891.9%
利润总额	2.40	9.34	-74.4%	2.18	6.05	-64.0%	0.21	919.0%
归属母公司净利润	2.54	7.99	-68.2%	2.21	3.01	-26.5%	0.33	580.9%
扣非归母净利润	2.66	5.61	-52.5%	2.03	2.85	-28.7%	0.63	224.0%
归母净利率	12.4%	24.3%	-11.9pct	16.9%	15.9%	1.0pct	4.5%	12.4pct
股本	18.03	18.03	-	18.03	18.03	-	18.03	-
EPS	0.14	0.44	-68.2%	0.12	0.17	-26.5%	0.02	580.9%

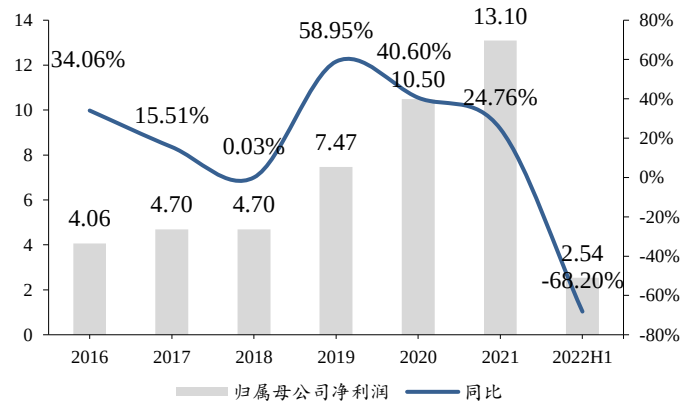
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：2022H1 收入 20.42 亿元，同比-37.90%（亿元，%）



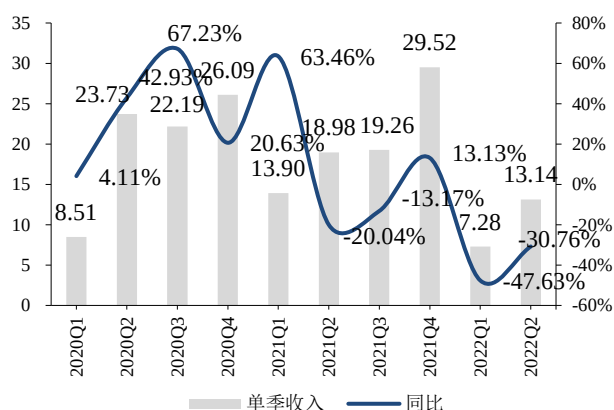
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022H1 归母净利润 2.54 亿元，同比-68.20%（亿元，%）



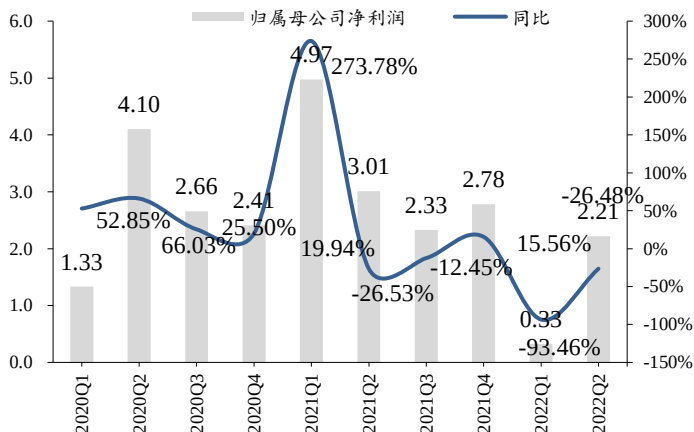
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2022Q2 收入 13.14 亿元, 同比-30.76% (亿元, %)



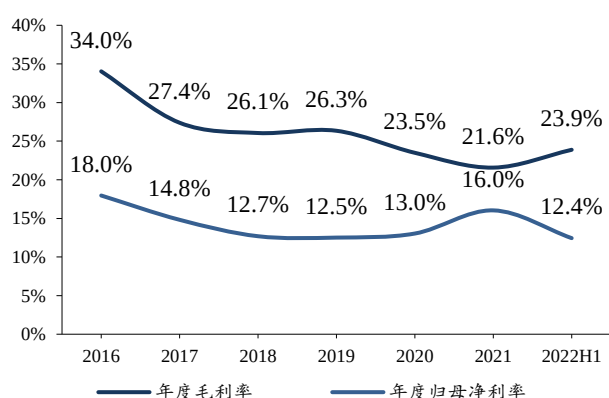
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q2 归母净利润 2.21 亿元, 同比-26.48% (亿元, %)



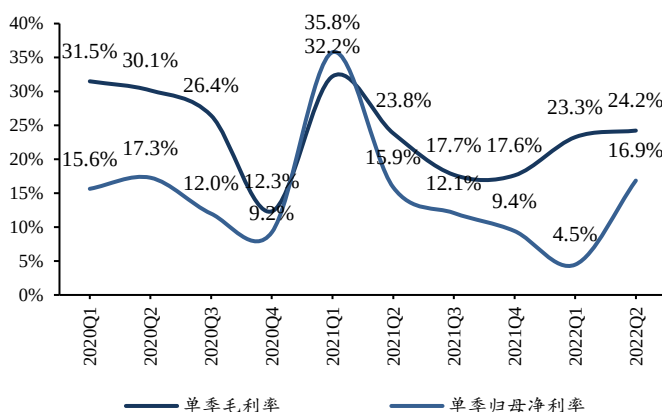
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022H1 毛利率、净利率同比-3.5、-11.85pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022Q2 毛利率、净利率同比+0.39、+0.98pct (%)

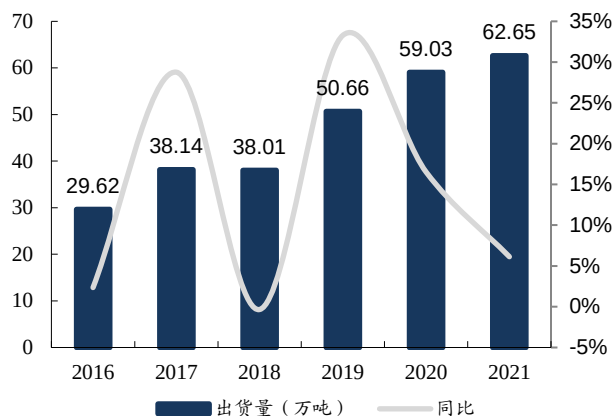


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

下游低开工率+原材料价格处在高位、塔筒出货同比-50%、毛利率同比-6pct、8月出货量迎来拐点。2022H1 风塔收入 9.53 亿元, 同比减少 9.74 亿元, 销量约 12 万吨, 同比-50%, 毛利率同比下滑 6pct 至 8.9%。上半年濮阳、通辽基地投产, 年化产能达 90 万吨。8 月出货显著改善, 全年出货预计 70-75 万吨。荆门、乾安、北海基地正在有序建设, 预计年内投产, 年底陆风理论产能达 120 万吨。海工方面, 射阳基地预计年底投产, 广东基地有望年内落实, 德国基地 2023Q3 量产。

图7: 塔筒出货量及同比增速

图8: 塔筒产能扩产计划



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

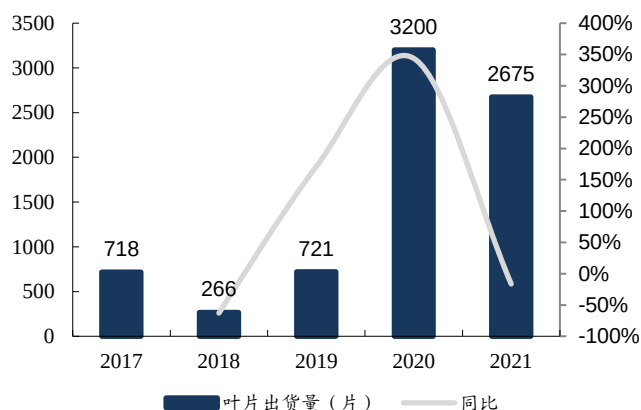
生产基地	产能 (万吨)	陆风/海风	目前情况
江苏太仓	30	陆风	已投产
内蒙古包头	18	陆风	已投产
山东菏泽	10	陆风	已投产
内蒙古乌兰察布商都	12	陆风	已投产
内蒙古通辽	12	陆风	已投产
河南濮阳	8	陆风	已投产
湖北荆门沙洋	12	陆风	22 年投产
广西北海合浦	10	陆风	22 年投产
吉林乾安	10	陆风	22 年投产
江苏射阳	30	海风	22 年投产
德国	30	海风	23 年投产

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

叶片产销量同比下滑、模具实现翻倍增长、下半年大叶片出货增加有望增厚业绩。

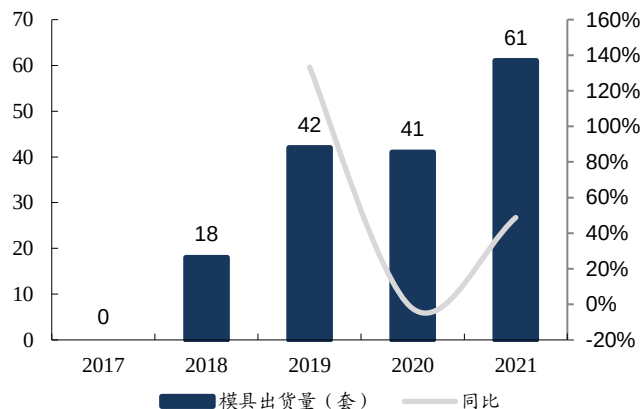
2022H1 叶片和模具销量 244 套，收入 5 亿元，同比-27.5%，毛利率 6.7%，同比-13pct。一方面，在大机型和大叶片快速迭代的背景下，业主和整机厂选择观望等待以提高收益率，导致装机需求放缓，2022H1 全国陆上装机量不足 13GW，公司叶片出货量同比下滑 39%；一方面，原材料价格较 2021 年同期上涨、固定摊销费用增加导致成本上升。模具业务得益于迭代加速，订单增幅明显，产销量接近翻倍。下半年随着大叶型和模具交付，量价齐升。

图9: 叶片出货量和同比增速



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图10: 模具出货量和同比增速



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

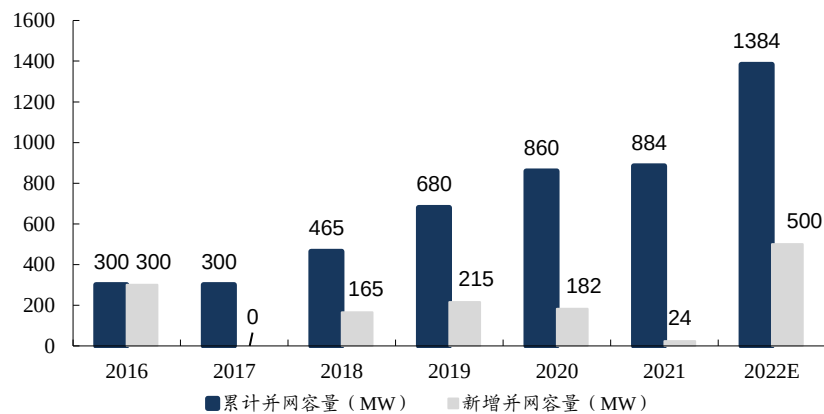
图11: 叶片、模具产能扩产计划

基地	产品	产能(套)	目前情况
常熟一期	叶片	300	已投产
	叶片模具	30	已投产
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
湖北荆门沙洋	叶片	300	22 年投产
江苏太仓	叶片模具	15	22 年投产

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

风电场在手资源丰富、滚动开发带来发电收入提升且转让收益可观。2022H1 在运营风电场并网容量 883.8MW, 实现上网电量 10.6 亿千瓦时, 同比减少 9%, 主要系平均风速低于 2021 年同期, 利用小时数同比减少 56 小时。内蒙古兴和县 500MW 风电项目预计年内实现全容并网, 湖北 600MW 项目指标正在有序推进。十四五期间进一步探索电站滚动开发模式, 每年 1GW 开发量, 目标到 2025 年实现自持 2-3GW。陆风平价新周期, 项目收益率高企, 电站开发将为公司贡献显著业绩增量。

图12: 并网风场容量

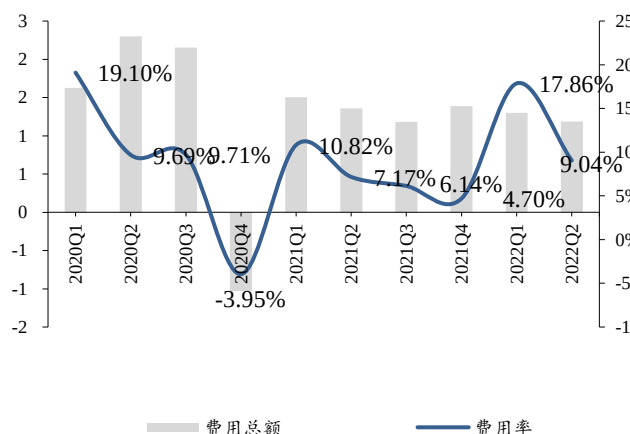


数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

期间费用率有所上升, 研发费用增加: 公司 2022H1 期间费用同比下降 13.14%至 2.49 亿元, 期间费用率上升 3.47 个百分点至 12.19%。其中, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 96.88%、下降 32.26%、上升 33.29%、上升 4.25%至 0.15 亿元、1.05 亿元、0.19 亿元、1.29 亿元; 费用率分别上升 0.5、上升 0.43、上升 0.51、上升 2.55 个百分点至 0.73%、5.16%、0.95%、6.30%。公司 2022Q2 期间费用同比下降 12.68%

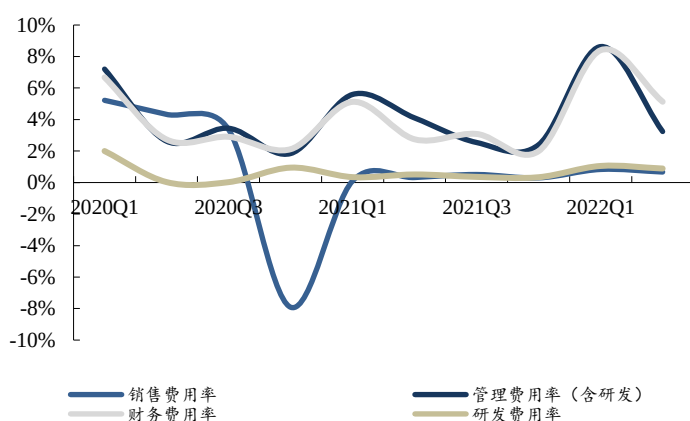
至 1.19 亿元，期间费用率上升 1.87pct 至 9.04%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 44.42%、下降 45.31%、上升 19.91%、上升 29.41% 至 0.09 亿元、0.43 亿元、0.12 亿元、0.67 亿元；费用率分别上升 0.35、下降 0.86、上升 0.38、上升 2.39 个百分点至 0.67%、3.24%、0.89%、5.13%。2022H1 期间费用率上升主要系报告期内收入低基数以及研发投入增加，销售费用中售后服务费增加。

图 13：2022H1 期间费用 2.49 亿元，同比-13.14% (亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

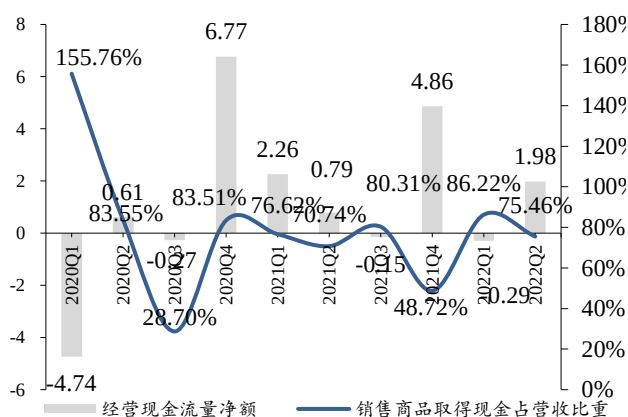
图 14：2022Q2 期间费用率 9.04%，同比+1.87pct (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

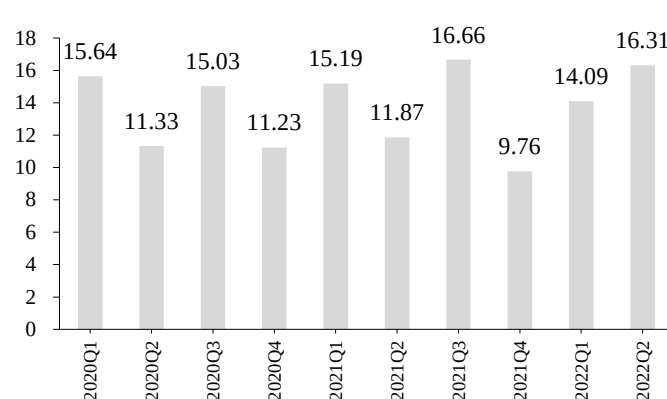
2022Q2 现金流改善：2022H1 经营活动现金流量净流入 1.69 亿元，同比下降 44.67%，主要系主要系本报告期公司销售商品、提供劳务收到的现金减少；销售商品取得现金 16.19 亿元，同比下降 32.75%。2022Q2 经营活动现金净流入 1.98 亿元，同比增长 150.36%，大幅改善；销售商品取得现金 9.91 亿元，同比降低 26.15%；期末存货 16.31 亿元，较期初增长 6.55 亿元，增长比例 67%，主要受春节休假、疫情导致风电场开工建设时间推迟等因素影响，风电场对风电装备类产品需求集中在三四季度，公司为三四季度销售备货。

图 15: 2022Q2 现金净流入 1.98 亿元, 同比+150.36% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 16: 2022Q2 期末存货 16.31 亿元, 较 2022 年初增长 6.55 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: 考虑到上半年交货不及预期, 我们小幅下调 22 年盈利预测, 我们预计 22-24 年归母净利润为 10.92/19.37/24.52 亿元(前值为 13.89/19.37/24.52 亿元), 同比-17%/77%/27%, 对应 EPS 为 0.61/1.07/1.36 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 装机需求不及预期, 竞争加剧, 原材料价格上涨等。

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	10,096	11,863	14,491	营业总收入	8,172	8,931	12,908	16,942
货币资金及交易性金融资产	739	2,899	3,315	4,958	营业成本(含金融类)	6,410	7,042	10,265	13,593
经营性应收款项	4,678	5,379	6,230	6,691	税金及附加	42	45	65	85
存货	976	1,227	1,723	2,242	销售费用	26	27	35	42
合同资产	0	0	0	0	管理费用	244	268	387	508
其他流动资产	646	590	595	600	研发费用	31	36	52	69
非流动资产	8,663	9,423	10,058	10,608	财务费用	242	203	240	244
长期股权投资	300	300	300	300	加:其他收益	25	9	13	17
固定资产及使用权资产	6,635	7,289	7,881	8,401	投资净收益	286	0	420	480
在建工程	909	954	977	989	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	-2	-3	-3
长期待摊费用	119	131	141	151	营业利润	1,498	1,263	2,239	2,840
其他非流动资产	327	325	324	323	营业外净收支	-9	-2	-2	-6
资产总计	15,700	19,519	21,921	25,100	利润总额	1,489	1,261	2,237	2,834
流动负债	4,714	6,475	6,556	7,107	减:所得税	186	158	280	354
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,645	4,094	3,812	3,916	净利润	1,303	1,103	1,957	2,479
经营性应付款项	1,634	1,736	1,744	1,788	减:少数股东损益	-6	11	20	27
合同负债	201	458	719	1,019	归属母公司净利润	1,310	1,092	1,937	2,452
其他流动负债	233	187	281	384	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.73	0.61	1.07	1.36
非流动负债	3,137	4,337	5,137	5,837	EBIT	1,432	1,514	2,104	2,646
长期借款	2,160	3,160	3,760	4,260	EBITDA	1,859	2,028	2,701	3,326
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.56	21.15	20.47	19.77
租赁负债	135	335	535	735	归母净利率(%)	16.02	12.23	15.01	14.47
其他非流动负债	842	842	842	842	收入增长率(%)	0.89	9.29	44.53	31.26
负债合计	7,850	10,812	11,692	12,943	归母净利润增长率(%)	24.76	-16.59	77.38	26.57
归属母公司股东权益	7,776	8,623	10,124	12,025					
少数股东权益	74	85	104	132					
所有者权益合计	7,850	8,708	10,229	12,156					
负债和股东权益	15,700	19,519	21,921	25,100					

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	1,271	1,449	2,474	每股净资产(元)	4.31	4.78	5.62	6.67
投资活动现金流	-442	-1,274	-814	-758	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	2,164	-219	-73	ROIC(%)	10.16	9.11	10.63	11.75
现金净增加额	241	2,161	416	1,643	ROE-摊薄(%)	16.84	12.67	19.14	20.39
折旧和摊销	428	514	597	681	资产负债率(%)	50.00	55.39	53.34	51.57
资本开支	-959	-1,264	-1,225	-1,229	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.09	28.88	16.28	12.86
营运资本变动	-968	-654	-1,136	-693	P/B (现价)	4.06	3.66	3.12	2.62

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>

