

谋定后动，立足长远

2022 年 10 月 29 日

► **事件：**2022 年 10 月 27 日，公司发布 2022 年三季度报。2022 年前三季度，公司实现营收 37.91 亿元，同比下降 27.30%；归母净利润为 3.84 亿元，同比下降 62.75%；扣非归母净利润为 4.10 亿元，同比下降 47.95%。单季度来看，公司 22Q3 实现营收 17.49 亿元，同比下降 9.21%，但环比提升 33.11%，预计主要原因在于主业塔筒出货量环比增长；归母净利润 1.30 亿元，同比下降 44.08%；扣非归母净利润 1.44 亿元，同比下降 36.74%。盈利能力方面，公司 2022Q3 毛利率 18.44%，同比提升 0.74Pcts；净利率为 7.32%，同比下降 4.82Pcts。

► **设备主业：陆塔年内量利磨底，海风布局日渐清晰。**受大型化提速、大兆瓦产能供应偏紧、疫情反复等多重因素影响，年初至今公司位于各地的生产基地的出货量和交付节奏低于预期。预计四季度各地项目进展加快，塔架供应将逐步恢复；此外 2022 年市场总体招标量可观，公司在手订单相对充裕，生产饱满，这为年底实现交付目标、2023 年产能冲刺提供了有力保障。海风方面，公司积极布局，2022 年 9 月已发布公告拟境外发行 GDR，用于建设德国海工生产基地及中国东南沿海的生产基地，我们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。叶片及模具业务方面，今年将实现三个生产基地的建成/投产，至此叶片板块将拥有总计 25 条线以上超大型叶片（90 米+）供应能力，规划年产能达到 2000 套（10GW 以上）。

► **零碳：稳步推进，立足长远。**今年一季度受天气影响，风资源下降明显，二、三季度已经恢复正常，公司积极提升电站资产运营能力，通过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，提升电站资产收益能力，确保发电板块同比保持稳定。目前在建及获得指标共 1.1GW，其中有内蒙古乌兰察布地区 500MW 预计在年内完工和并网。随着电站开发业务的“轻资产+高速滚动”模式的推进和落地，“零碳+制造”的双轮驱动效应将更加显现，确保公司在行业的领先地位。

► **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年实现营收 70.70/149.15/203.43 亿元，归母净利润分别为 8.33/19.45/26.64 亿元，现价对应 PE 为 26/11/8X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**政策不及预期，需求不及预期等。

推荐

维持评级

当前价格：

12.20 元


分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 王一如

执业证书：S0100121110008

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru@mszq.com

相关研究

- 1.天顺风能 (002531.SZ) 2022 半年报业绩点评：符合预期，静待起量-2022/08/20
- 2.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-2022/07/13
- 3.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-2022/04/13
- 4.天顺风能 (002531) 事件点评：双轮驱动，决胜千里-2022/03/16

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	7070	14915	20343
增长率 (%)	0.9	-13.5	111.0	36.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	1310	833	1945	2664
增长率 (%)	24.8	-36.4	133.4	37.0
每股收益 (元)	0.73	0.46	1.08	1.48
PE	17	26	11	8
PB	2.8	2.6	2.1	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价）

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	7070	14915	20343
营业成本	6410	5620	11979	16457
营业税金及附加	42	35	75	102
销售费用	26	23	45	57
管理费用	244	205	418	529
研发费用	31	34	72	98
EBIT	1432	1180	2363	3140
财务费用	242	188	182	168
资产减值损失	3	-5	-5	-5
投资收益	286	71	224	305
营业利润	1498	1017	2357	3229
营业外收支	-9	-6	2	2
利润总额	1489	1011	2359	3231
所得税	186	152	354	485
净利润	1303	859	2005	2746
归属于母公司净利润	1310	833	1945	2664
EBITDA	1859	2110	3403	4252

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	739	304	1087	6176
应收账款及票据	4268	2193	7297	3400
预付款项	92	101	192	247
存货	976	2142	1176	1557
其他流动资产	963	918	1356	1524
流动资产合计	7038	5657	11107	12904
长期股权投资	300	300	300	300
固定资产	5352	7427	7390	6979
无形资产	373	483	508	533
非流动资产合计	8663	10543	10528	10142
资产合计	15700	16200	21635	23046
短期借款	2117	2117	2117	2117
应付账款及票据	1634	1332	4657	3388
其他流动负债	962	905	1310	1594
流动负债合计	4714	4354	8085	7100
长期借款	2160	2160	2160	2160
其他长期负债	977	977	977	977
非流动负债合计	3137	3137	3137	3137
负债合计	7850	7491	11221	10236
股本	1803	1803	1803	1803
少数股东权益	74	99	160	242
股东权益合计	7850	8709	10414	12810
负债和股东权益合计	15700	16200	21635	23046

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.89	-13.49	110.96	36.39
EBIT 增长率	-1.73	-17.55	100.21	32.90
净利润增长率	24.76	-36.37	133.41	36.95
盈利能力 (%)				
毛利率	21.57	20.51	19.69	19.10
净利率	16.04	11.79	13.04	13.09
总资产收益率 ROA	8.34	5.14	8.99	11.56
净资产收益率 ROE	16.84	9.68	18.97	21.19
偿债能力				
流动比率	1.49	1.30	1.37	1.82
速动比率	1.14	0.65	1.13	1.48
现金比率	0.16	0.07	0.13	0.87
资产负债率 (%)	50.00	46.24	51.87	44.42
经营效率				
应收账款周转天数	159.49	150.00	100.00	80.00
存货周转天数	58.98	100.00	50.00	30.00
总资产周转率	0.54	0.44	0.79	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	0.73	0.46	1.08	1.48
每股净资产	4.31	4.78	5.69	6.97
每股经营现金流	0.43	1.39	1.16	3.36
每股股利	0.08	0.08	0.08	0.08
估值分析				
PE	17	26	11	8
PB	2.8	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	14.09	12.62	7.60	4.88
股息收益率 (%)	0.66	0.66	0.66	0.66

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1303	859	2005	2746
折旧和摊销	428	929	1040	1111
营运资金变动	-923	562	-962	2282
经营活动现金流	776	2512	2086	6061
资本开支	-959	-2817	-1026	-727
投资	240	0	0	0
投资活动现金流	-442	-2747	-802	-422
股权募资	34	0	0	0
债务募资	343	0	0	0
筹资活动现金流	-90	-200	-500	-550
现金净流量	241	-435	783	5089

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026