

天顺风能 (002531.SZ)

三大业务触底反弹，海工布局快速落地

买入

核心观点

全年业绩符合预期，2023年一季度业绩超预期。2022年公司实现营收67.38亿元(-17.55%)，归母净利润6.28亿元(-52.03%)；全年销售毛利率18.98%(-2.59pct.)，销售净利率9.14%(-6.82pct.)。第四季度公司收入利润环比大幅增长，年底集中交付提振业绩。2023年一季度公司实现营收13.63亿元(+87.17%)，归母净利润1.97亿元(+506.88%)，销售毛利率26.23%(同比+2.97pct.，环比+10.32pct.)，销售净利率14.63%(同比+10.30pct.，环比+6.62pct.)。一季度公司业绩超预期，盈利能力显著修复。

全年制造业务承压，2023年有望迎来量利齐增。2022年公司实现塔筒销售49.88万吨(-20.38%)，实现营收39.36亿元(-23.97%)，毛利率11.4%(-0.70pct.)，单吨毛利润901元(-9.72%)；全年实现叶片类产品销售729套(其中模具85套)，实现营收17.10亿元(-3.99%)，毛利率10.3%(-6.70pct.)。2023年风电行业需求显著复苏，主要原材料价格同比下降，公司有望迎来量利齐增。

一季度塔筒叶片出货量大幅增长，海工业务预计5月并表。2023年一季度公司实现塔筒销量约9万吨，同比增长约200%，叶片+模具销量约200套，同比增长约59%，盈利能力同比亦大幅提升。公司通过收购长风海工快速进入海上风电市场，预计2023年5月完成收购并表，目前海工产品排产饱满，二季度末预计迎来交付旺季。

海工产能快速扩张，风场开发稳步推进。通过收购长风海工公司已有海上风电产能60万吨，聚焦格局更好的管桩产品，2023年底海工产能有望达到100万吨，2024年底有望达到200万吨。2023年1月公司兴和500MW风电场顺利并网，目前持有电站容量1.38GW，湖北600MW电站资源预计2024年并网。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；电站建设进度不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

基于塔筒行业整体盈利水平和公司电站开发进度，我们下调23-24年盈利预测，预计23-25年公司实现归母净利润分别为17.35/22.74/31.29亿元(23-24年原预测值为21.99/24.74亿元)，同比增速分别为176.1%/31.1%/37.6%，摊薄EPS分别为0.96/1.26/1.74元，当前股价对应PE分别为14.5/11.1/8.1倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,172	6,738	13,665	16,340	19,428
(+/-%)	0.9%	-17.5%	102.8%	19.6%	18.9%
净利润(百万元)	1310	628	1735	2274	3129
(+/-%)	24.8%	-52.0%	176.1%	31.1%	37.6%
每股收益(元)	0.73	0.35	0.96	1.26	1.74
EBIT Margin	17.4%	14.7%	17.0%	19.1%	20.7%
净资产收益率(ROE)	16.7%	7.6%	17.5%	19.2%	21.5%
市盈率(PE)	19.3	40.1	14.5	11.1	8.1
EV/EBITDA	19.1	26.6	13.3	10.5	8.4
市净率(PB)	3.21	3.03	2.54	2.13	1.74

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

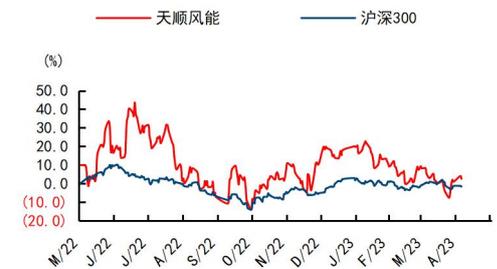
010-88005231

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	13.99元
总市值/流通市值	25217/24910百万元
52周最高价/最低价	20.10/9.12元
近3个月日均成交额	286.80百万元

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

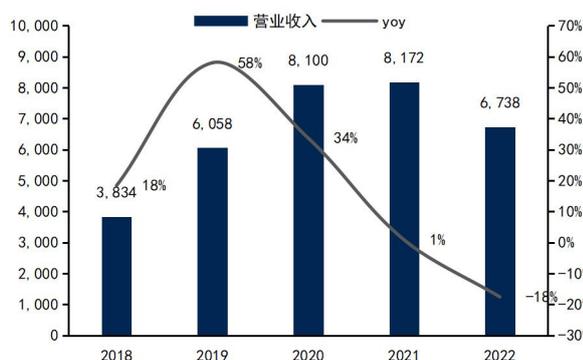
- 《天顺风能(002531.SZ)-多重因素短时影响交付,下半年有望迎来量利齐增》——2022-08-21
- 《天顺风能(002531.SZ)-四季度迎来塔筒集中交付,“制造+零碳”双轮驱动打开远期空间》——2022-04-18
- 《天顺风能-002531-2021年半年报点评:拥抱海风机遇,双轮驱动发展》——2021-08-26

全年业绩符合预期。2022 年公司实现营业收入 67.38 亿元（-17.55%），实现归母净利润 6.28 亿元（-52.03%），实现扣非净利润 6.35 亿元（-40.96%）。全年公司销售毛利率 18.98%（-2.59pct.），销售净利率 9.14%（-6.82pct.）；计提资产减值损失 0.14 亿元，信用减值损失 0.39 亿元，公允价值变动损失 0.35 亿元。

第四季度利润环比大增，公司业绩逐季度修复。2022 年第四季度公司实现营业收入 29.47 亿元（同比-0.16%，环比+68.50%），归母净利润 2.44 亿元（同比-12.27%，环比+87.69%），扣非净利润 2.24 亿元（同比-21.77%，环比+55.56%）；单季度销售毛利率 15.91%（同比-1.71pct.，环比-2.53pct.），销售净利率 8.01%（同比-1.09pct.，环比+0.69pct.）。单季度公司计提信用减值损失 0.44 亿元。

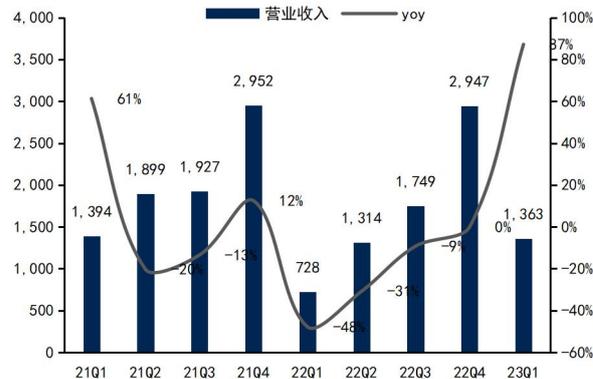
2023 年一季度业绩超预期，盈利能力显著修复。2023 年第一季度公司实现营业收入 13.63 亿元（+87.17%），归母净利润 1.97 亿元（+506.88%），扣非净利润 1.89 亿元（+201.73%），销售毛利率 26.23%（同比+2.97pct.，环比+10.32pct.），销售净利率 14.63%（同比+10.30pct.，环比+6.62pct.）。一季度公司盈利能力显著修复。

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：公司单季营业收入及增速（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：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）

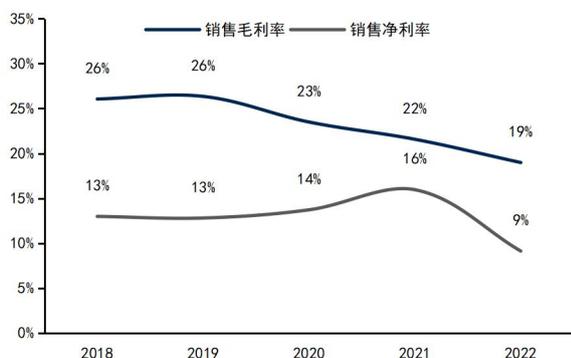


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

原材料价格下行助力制造业务盈利修复，一季度发电业务表现突出。2022 年受国内陆上风电需求低迷影响，陆塔行业加工费同比有所下降，叠加 2022 年中厚板价格维持高位，公司陆塔盈利能力承受较大压力。2022 年上半年公司叶片业务受产能利用率较低、玻纤树脂价格仍处于高位影响，毛利率较低，下半年随着原材料价格大幅下降和公司出货量的环比提升，毛利率显著复苏。2022 年下半年以来，

包括中厚板、玻纤、树脂在内的主要原材料价格出现大幅回调，2023 年制造业务毛利率有望同比提升。公司综合毛利率受发电业务影响较大，2022 年第二季度来风情况较好抬高公司整体毛利率水平，其余季度来风情况一般。2023 年一季度来风情况超预期，提振公司整体毛利率与净利率水平。

图5：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6：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

图7：塔筒业务收入与毛利率（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8：塔筒售价、毛利与销量（单位：元/吨，万吨）



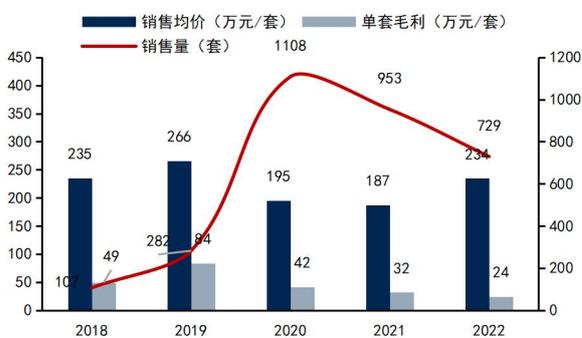
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：叶片业务收入与毛利率（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：叶片售价、毛利与销量（单位：元/吨，套）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2022 年塔筒销量毛利有所下滑，大型化后叶片单套售价显著提高。公司全年实现塔筒销售 49.88 万吨（-20.38%），实现营业收入 39.36 亿元（-23.97%），毛利

率 11.4% (-0.70pct.)。全年塔筒销售均价为 7890 元/吨 (-4.53%)，单吨毛利润为 901 元 (-9.72%)，塔筒业务单吨毛利润下滑至 2018 年以来最低值。公司全年实现叶片类产品销售 729 套 (其中模具 85 套)，实现营业收入 17.10 亿元 (-3.99%)，毛利率 10.3% (-6.70pct.)。全年叶片类产品销售均价为 234 万元/套 (+25.13%)，单套毛利润为 24 万元 (-25.00%)，机组大型化后叶片售价显著提升，但单套毛利受行业格局和原材料价格影响有所下滑。

一季度公司制造业务出货量大幅增长，全年行业景气度逐步兑现。2022 年一至四季度公司陆上塔筒出货量逐季度增长，叶片与模具整体呈现类似走势。2023 年一季度公司实现塔筒出货约 9 万吨，同比增长约 200%，叶片+模具出货量约 200 套，同比增长约 59%。截至目前，公司塔筒产能基本已达满产状态，全年交付需求旺盛。

表 1: 公司制造业务分季度销量 (单位: 万吨, 套)

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
陆上塔筒 (万吨)	3	9	15	23	9
叶片 (套)	114	94	142	294	183
模具 (套)	12	24	26	23	17

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理与预测 注: 季度销量为估计值

2022 年来风较差影响发电利润，2023 年一季度发电业务表现亮眼。公司 2022 年发电有效装机容量为 884MW，年内无新增装机，全年实现发电收入 9.54 亿元 (-9.2%)，受 2022 年来风较差影响全年上网电量 19.37 亿千瓦时 (-7.4%)，毛利率 64.6% (-5.4pct.)。2023 年一季度公司风场所在区域来风情况较好，发电利润实现同比大幅增长。

图 11: 发电业务收入与毛利率 (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: 上网电价、成本与上网电量 (单位: 元/kWh, 百万 kWh)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

陆塔产能达到 100 万吨，超大叶片实现量产。2022 年公司濮阳、通辽和沙洋塔筒厂相继投产，截至 2022 年底，公司塔筒产能合计约 100 万吨/年。公司叶片及模具业务虽然起步较晚，但已进入了良性发展期，目前已成长为行业主流供应商。伴随去年沙洋和商都叶片工厂的相继投产，叶片产能进一步扩大。在主机大型化加速的背景下，公司紧抓机遇，较早实现了 90 米以上超大型叶片的量产，并且与塔筒业务形成良好协作，获得客户高度认可。

收购长风快速进入海工领域，2024 年底海工产能有望达到 200 万吨。2022 年 12 月公司公告全资收购江苏长风，江苏长风下辖三个工厂，分别是江苏盐城射阳 20

万吨单管桩产能、江苏通州湾 20 万吨导管架产能、广东汕尾 20 万吨导管架产能。2023 年一季度，公司与揭阳惠来县和阳江高新区分别达成关于重型海工装备的合作意向，进一步加强海工布局。预计公司在 2023 年 5 月完成江苏长风的收购，并将形成 60 万吨/年的海工产能。另外，公司在建及拟新建产能有德国海工、盐城二期、揭阳和阳江等海工基地，预计海上风电总产能到 2024 年底将达到 200 万吨。

图 13: 公司陆上塔筒与叶片产能布局图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 14: 公司海上风电产能与电站布局图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

兴和 500MW 风电场顺利并网，湖北 600MW 电站项目预计 2024 年并网。截至 2022 年底，公司累计并网风电场 884MW，2023 年 1 月内蒙古兴和县 500MW 风电项目顺利并网，公司风电场运营规模达到 1.38GW，同比增加 57%。为更好把握国家双碳目标带来的发展机遇，公司积极推进零碳实业业务发展，加快新能源的开发及建设工作中，继续加大在华东、华南、华中等区域的资源开发力度，参与当地的新能源建设及发展中。2022 年 3 月，公司获得湖北省新能源项目建设指标 60 万千瓦，预计该批项目分别于 2023/2024 年开工建成/并网。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

公司是陆上风电塔筒龙头企业，风电叶片产能行业领先，公司制造业务盈利能力走出低谷；公司新能源电站开发资源储备充足，未来有望形成“开发-建设-转让”模式，同时带动风电设备销售。公司通过收购长风海工快速进入海上风电市场，在江苏、广东等地快速形成产业布局，专注于产能较为稀缺的单桩和导管架产品。公司布局德国多年，2023 年底一期 30 万吨产能有望投产，拥抱欧洲海上风电市场。基于塔筒行业整体盈利水平和公司电站开发进度，我们下调 23-24 年盈利预测，预计 23-25 年公司实现归母净利润分别为 17.35/22.74/31.29 亿元（23-24 年原预测值为 21.99/24.74 亿元），同比增速分别为 176.1%/31.1%/37.6%，摊薄 EPS 分别为 0.96/1.26/1.74 元，当前股价对应 PE 分别为 14.5/11.1/8.1 倍，维持“买入”评级。

表2：可比公司估值表（2023 年 5 月 5 日）

代码	公司简称	股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资 评级
				21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E	
002487	大金重工	29.02	185	1.04	0.81	2.16	3.61	37.3	58.6	13.5	8.1	-
300129	泰胜风能	9.29	87	0.36	0.29	0.56	0.77	25.7	24.4	16.7	12.1	-
301155	海力风电	73.00	159	5.12	0.94	3.51	5.75	24.1	92.6	20.8	12.7	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与预测 注：均采用 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)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	739	1163	900	1200	900	营业收入	8172	6738	13665	16340	19428
应收款项	4268	4258	6552	7834	9315	营业成本	6405	5459	10911	12717	14841
存货净额	976	1244	3744	3581	4258	营业税金及附加	42	37	55	67	74
其他流动资产	963	1461	1637	1908	2226	销售费用	26	33	50	60	72
流动资产合计	7038	8193	12999	14717	16925	管理费用	244	184	282	331	363
固定资产	6261	9506	8913	8314	7709	研发费用	31	36	60	70	70
无形资产及其他	373	525	504	483	462	财务费用	242	264	357	515	487
投资性房地产	1728	1375	2733	3268	3886	投资收益	286	7	0	0	0
长期股权投资	300	284	284	284	284	资产减值及公允价值变动	(12)	(53)	(20)	(40)	(40)
资产总计	15700	19883	25433	27066	29266	其他收入	53	34	51	71	71
短期借款及交易性金融负债	2645	3719	7110	5852	4334	营业利润	1498	659	1961	2570	3512
应付款项	1634	2693	1952	2297	2703	营业外净收支	(9)	7	0	0	0
其他流动负债	233	219	367	432	508	利润总额	1489	667	1961	2570	3512
流动负债合计	4714	6760	9702	8908	7934	所得税费用	186	51	226	296	383
长期借款及应付债券	2160	3925	4925	5425	5925	少数股东损益	(6)	(13)	0	0	0
其他长期负债	977	884	884	884	884	归属于母公司净利润	1310	628	1735	2274	3129
长期负债合计	3137	4808	5808	6308	6808	现金流量表 (百万元)					
负债合计	7850	11569	15510	15216	14742	净利润	1310	628	1735	2274	3129
少数股东权益	74	61	61	61	61	资产减值准备	(17)	(25)	(20)	0	0
股东权益	7776	8253	9862	11789	14463	折旧摊销	309	393	734	740	746
负债和股东权益总计	15700	19883	25433	27066	29266	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	242	264	357	515	487
每股收益	0.73	0.35	0.96	1.26	1.74	营运资本变动	(945)	257	(5519)	(954)	(1964)
每股红利	0.08	0.07	0.19	0.25	0.35	其它	120	(498)	377	515	487
每股净资产	4.36	4.61	5.51	6.57	8.06	经营活动现金流	776	754	(2693)	2575	2397
ROIC	11%	7%	11%	13%	16%	资本开支	(959)	(1592)	(120)	(120)	(120)
ROE	17%	8%	17%	19%	22%	其它投资现金流	517	(1045)	(1358)	(535)	(618)
毛利率	22%	19%	20%	22%	24%	投资活动现金流	(442)	(2637)	(1478)	(655)	(738)
EBIT Margin	17%	15%	17%	19%	21%	权益性融资	81	(8)	0	0	0
EBITDA Margin	21%	20%	22%	24%	25%	负债净变化	340	2722	4391	(758)	(1018)
收入增长	1%	-18%	103%	20%	19%	支付股利、利息	(270)	(144)	(126)	(347)	(455)
净利润增长率	25%	-52%	176%	31%	38%	其它融资现金流	384	957	3391	(1258)	(1518)
资产负债率	50%	58%	61%	56%	50%	融资活动现金流	(90)	2307	3908	(1620)	(1959)
股息率	1.1%	0.6%	0.5%	1.4%	1.8%	现金净变动	244	424	(263)	300	(300)
P/E	19.26	40.15	14.54	11.09	8.06	货币资金的期初余额	710	739	1163	900	1200
P/B	3.21	3.03	2.54	2.13	1.74	货币资金的期末余额	739	1163	900	1200	900
EV/EBITDA	19.08	26.64	13.30	10.49	8.37	企业自由现金流	(348)	(30)	(2846)	2422	2251
						权益自由现金流	(219)	2449	1229	1208	799

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