

## 盈利能力有望提升，海工产能持续扩张

## 天顺风能（002531.SZ）22 年报及 23Q1 季报点评

证券研究报告

2023 年 04 月 29 日

## 核心结论

**事件：**公司发布 22 年报及 23 年一季报，22 年全年实现营收 67.38 亿元，同比-17.55%；实现归母净利润 6.28 亿元，同比-52.03%。23Q1 实现营收 13.63 亿元，同比+87.17%；实现归母净利润 1.97 亿元，同比+506.88%，业绩超预期。

**22 年业绩短期承压，23 年业绩有望回暖。**22 年公司风塔、叶片、发电业务收入分别为 39.36/17.10/9.54 亿元，同比-23.98%/-4.01%/-9.15%。22 年公司毛利率、净利率分别为 18.98%/9.14%，23Q1 毛利率和净利率分别为 26.23%/14.63%，环比+7.25pct/+5.49pct，盈利能力回升。预计 23 年风电装机放量、海上塔筒需求大幅增长，公司业绩有望反弹。

**公司产能持续扩张，加速布局海上风电。**截至 2022 年底，公司塔筒产能合计约 100 万吨/年，并积极推进乾安、北海风塔工厂的建设。公司预计在 23 年 5 月完成江苏长风收购，增加射阳 20 万吨单管桩产能、通州湾 20 万吨导管架产能、汕尾 20 万吨导管架产能，海风产能提升。此外，公司德国 50 万吨、盐城 40 万吨海工产能在建，通州湾、揭阳和阳江产能拟建。23 年公司将进一步完善福建、广东产能布局，预计 2024 年底海上风电总产能将达 200 万吨。

**发展叶片与发电业务，助力业绩增长。**22 年公司叶片出货 1933 片、模具出货 85 套；折合单片价格约 72 万元，同比+8%，单片毛利约 10 万元，同比-14%。目前公司叶片产能达到 1500 套，叶片销量有望持续提升。截至 2022 年底，公司累计并网风电场 884MW，2023 年 1 月公司内蒙 500MW 风电项目顺利并网，风电站运营规模达 1.38GW，公司发电业务有望持续增长。

**投资建议：**预计 23-25 年公司归母净利润 18.48/25.74/32.55 亿元，同比+194.2%/+39.3%/+26.5%，EPS 为 1.03/1.43/1.81 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**海外疫情风险；原材料价格上涨风险；风电政策变动风险

## 核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,166	6,738	15,287	20,454	25,171
增长率	1.4%	-17.5%	126.9%	33.8%	23.1%
归母净利润（百万元）	1,310	628	1,848	2,574	3,255
增长率	24.8%	-52.0%	194.2%	39.3%	26.5%
每股收益（EPS）	0.73	0.35	1.03	1.43	1.81
市盈率（P/E）	19.0	39.5	13.4	9.6	7.6
市净率（P/B）	3.2	3.0	2.5	2.0	1.6

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

## 公司评级

买入

## 股票代码

002531.SZ

## 前次评级

买入

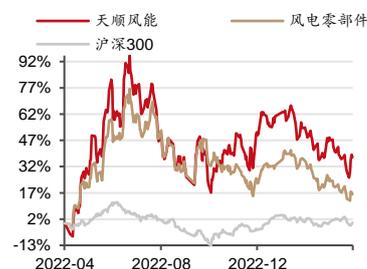
## 评级变动

维持

## 当前价格

13.78

## 近一年股价走势



## 分析师

杨敬梅 S0800518020002

021-38584220

yangjingmei@research.xbmail.com.cn

胡瑾心 S0800521100001

18311033802

hujinxin@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

天顺风能：业绩短期承压，期待“塔筒+电站”齐发力—天顺风能（002531.SZ）2022 年三季报点评 2022-10-30

天顺风能：22H1 业绩同比下滑，H2 塔筒及叶片销量有望环比增长—天顺风能（002531.SZ）22 年半年报点评 2022-08-19

天顺风能：宏观因素扰动业绩，塔筒、叶片产能稳步扩张—天顺风能（002531.SZ）2022 年一季报点评 2022-04-30

## 索引

### 内容目录

2022 年公司营收有所下滑，23 年业绩有望回暖 .....	3
加速海工产能布局，海外业务快速扩张 .....	4

### 图表目录

图 1：2022 年公司营业收入达到 67.38 亿元 .....	3
图 2：2022 年公司归母净利润达到 6.28 亿元 .....	3
图 3：2022 年公司毛利率和净利率分别为 18.98%/9.14% .....	3
图 4：22 年公司各项费率 .....	4

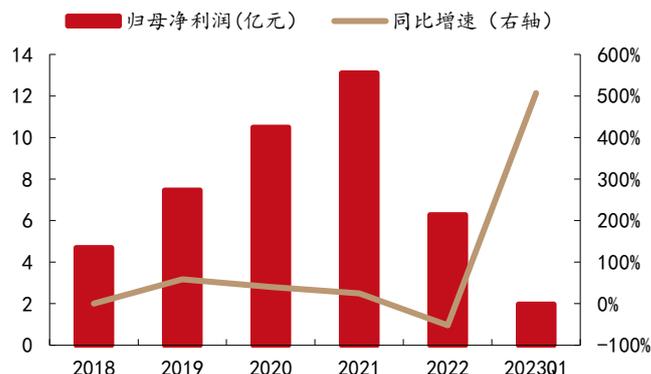
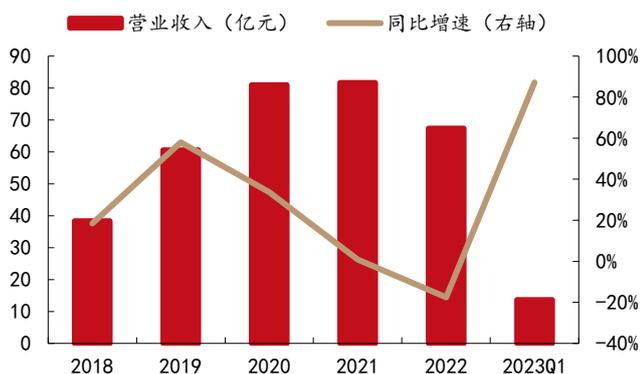
## 2022年公司营收有所下滑，23年业绩有望回暖

**22年公司营收小幅下滑，23年业绩有望回暖。**2022年公司实现营业收入67.38亿元，同比下降17.55%。其中来自风塔及相关产品收入39.36亿元，同比下降23.98%；叶片收入17.10亿元，同比下降4.01%；发电业务收入9.54亿元，同比下降9.15%。塔筒、叶片等主要产品收入下滑，主要原因系其销量受供应链、机组大型化加速等影响下滑。2022年公司实现归母净利润6.28亿元，同比下降52.03%。2022年行业供应链面临挑战，大宗商品价格大幅波动、单机大型化趋势加速等因素影响和制约了各地的项目装机，预计2022年装机量处于短暂低谷后2023年又将迎来高峰，公司业绩有望大幅回弹。2023Q1实现营收13.63亿元，同比+87.17%，环比-53.76%；实现归母净利润1.97亿元，同比+506.88%，环比-19.10%。

**23年以来公司盈利能力有所修复。**2022年公司毛利率和净利率分别为18.98%/9.14%，分别同比-2.59pct/-6.82pct。23Q1公司毛利率和净利率分别为26.23%/14.63%，同比+2.97pct/+10.3pct，环比+7.25pct/+5.49pct，公司盈利能力有所修复。

图1：2022年公司营业收入达到67.38亿元

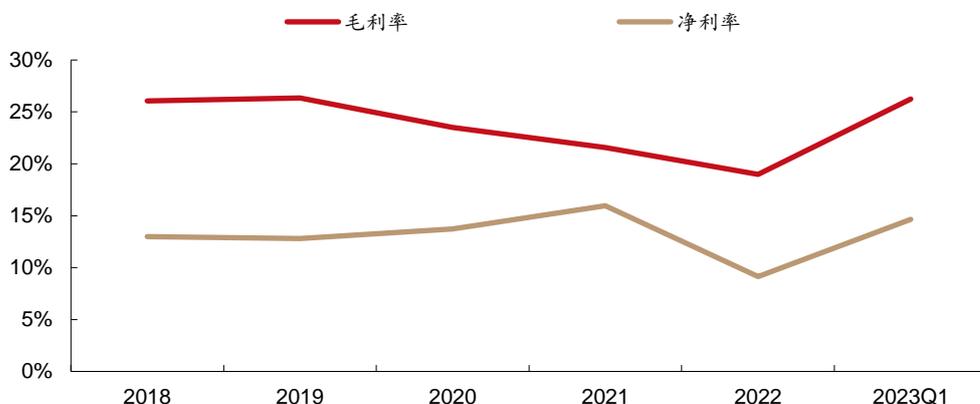
图2：2022年公司归母净利润达到6.28亿元



资料来源：公司年报，西部证券研发中心

资料来源：公司年报，西部证券研发中心

图3：2022年公司毛利率和净利率分别为18.98%/9.14%

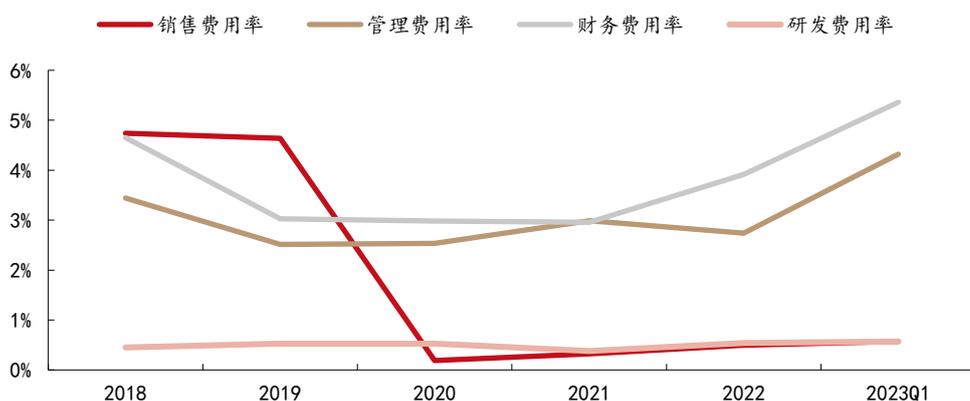


资料来源：公司年报，西部证券研发中心

**2022年公司除管理费用外各项费率小幅上升。**2022年公司销售费用率为0.50%，同比

+0.18pct，主要系职工薪酬、售后服务费、投标费增加所致；管理费用率为 2.74%，同比-0.25pct；财务费用率为 3.91%，同比+0.95pct；研发费用率为 0.54%，同比+0.16pct，研发费用增加的主要原因是公司加强了技术化人才引进、培养和激励，职工薪酬增加。2023Q1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 0.57%/4.32%/5.36%/0.57%。

图 4：22 年公司各项费率



资料来源：公司年报，西部证券研发中心

## 加速海工产能布局，海外业务快速扩张

**塔筒龙头拟收购江苏长风，海工产能快速扩张。**公司深耕风电领域十余年，是我国的塔筒龙头企业。公司目前塔筒产能合计约 100 万吨/年，并加速布局新增产能，在乾安、北海积极扩产。预计公司在 2023 年 5 月完成江苏长风的收购，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。此外，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。预计公司海上风电总产能到 2024 年底将达到 200 万吨。

**筹划瑞士发行 GDR，稳步推进德国海工基地建设。**公司 2019 年收购欧洲重要海上风电管桩供应商 Ambau 公司，管桩生产能力成熟，主要给 GE、Nordex、Siemens、Vestas 等国际一流整机厂商提供海上风电桩基产品。同时，公司筹划发行全球存托凭证并在瑞士证券交易所上市，所募集的资金将主要用于建设德国海工生产基地及中国东南沿海的生产基地，快速实现海外市场布局，提高全球竞争力。

**发展叶片与发电业务，完善风电产业链布局。**伴随去年沙洋和商都叶片工厂的相继投产，公司叶片产能进一步扩大，叶型进一步多样化，战略客户不断增加，为后续叶片业务把握平价市场的高速发展机遇奠定了基础。风电场开发运营方面，截止 2023 年 1 月 20 日，公司在全国共运营 12 个风电项目，主要分布在新疆、河南、山东、安徽、内蒙古等风力资源丰富区域，装机容量合计为 1383.8MW，有望提升公司未来经营业绩，为公司贡献稳定现金流。

## 财务报表预测和估值数据汇总

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	1,163	871	924	1,193	营业收入	8,166	6,738	15,287	20,454	25,171
应收款项	4,421	4,398	8,143	11,257	14,025	营业成本	6,405	5,459	11,879	15,799	19,248
存货净额	976	1,244	2,227	2,990	3,880	营业税金及附加	42	37	85	143	252
其他流动资产	903	1,387	1,047	1,107	1,176	销售费用	26	33	138	266	327
<b>流动资产合计</b>	<b>7,038</b>	<b>8,193</b>	<b>12,288</b>	<b>16,278</b>	<b>20,273</b>	管理费用	275	221	627	941	1,208
固定资产及在建工程	6,261	9,506	9,637	9,825	10,241	财务费用	242	264	442	465	436
长期股权投资	300	284	284	284	284	其他费用/(-收入)	(321)	66	(0)	(27)	101
无形资产	373	525	589	670	765	<b>营业利润</b>	<b>1,498</b>	<b>659</b>	<b>2,117</b>	<b>2,867</b>	<b>3,598</b>
其他非流动资产	1,728	1,375	1,260	1,422	1,295	营业外净收支	(9)	7	0	(0)	3
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,663</b>	<b>11,690</b>	<b>11,770</b>	<b>12,202</b>	<b>12,584</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,489</b>	<b>667</b>	<b>2,118</b>	<b>2,866</b>	<b>3,601</b>
<b>资产总计</b>	<b>15,700</b>	<b>19,883</b>	<b>24,058</b>	<b>28,480</b>	<b>32,857</b>	所得税费用	186	51	255	307	365
短期借款	2,117	2,695	3,560	3,541	2,502	<b>净利润</b>	<b>1,303</b>	<b>616</b>	<b>1,863</b>	<b>2,559</b>	<b>3,236</b>
应付款项	2,579	4,053	5,653	7,382	9,604	少数股东损益	(6)	(13)	15	(15)	(19)
其他流动负债	18	12	16	15	14	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,310</b>	<b>628</b>	<b>1,848</b>	<b>2,574</b>	<b>3,255</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4,714</b>	<b>6,760</b>	<b>9,229</b>	<b>10,938</b>	<b>12,121</b>	<b>财务指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款及应付债券	2,967	4,722	4,538	4,664	4,641	<b>盈利能力</b>					
其他长期负债	169	86	87	114	96	ROE	18.1%	7.8%	20.1%	22.6%	22.7%
<b>长期负债合计</b>	<b>3,137</b>	<b>4,808</b>	<b>4,626</b>	<b>4,778</b>	<b>4,737</b>	毛利率	21.6%	19.0%	22.3%	22.8%	23.5%
<b>负债合计</b>	<b>7,850</b>	<b>11,569</b>	<b>13,854</b>	<b>15,717</b>	<b>16,858</b>	营业利润率	18.3%	9.8%	13.8%	14.0%	14.3%
股本	1,803	1,803	1,803	1,803	1,803	销售净利率	16.0%	9.1%	12.2%	12.5%	12.9%
股东权益	7,850	8,314	10,204	12,763	15,999	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15,700</b>	<b>19,883</b>	<b>24,058</b>	<b>28,480</b>	<b>32,857</b>	营业收入增长率	1.4%	-17.5%	126.9%	33.8%	23.1%
						营业利润增长率	14.2%	-56.0%	221.2%	35.4%	25.5%
						归母净利润增长率	24.8%	-52.0%	194.2%	39.3%	26.5%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	50.0%	58.2%	57.6%	55.2%	51.3%
						流动比	1.49	1.21	1.33	1.49	1.67
						速动比	1.29	1.03	1.09	1.21	1.35
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.73	0.35	1.03	1.43	1.81
						BVPS	4.31	4.58	5.62	7.05	8.85
						<b>估值</b>					
						P/E	19.0	39.5	13.4	9.6	7.6
						P/B	3.2	3.0	2.5	2.0	1.6
						P/S	3.0	3.7	1.6	1.2	1.0

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

## 西部证券—投资评级说明

行业评级	<b>超配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	<b>中配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	<b>低配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	<b>买入:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	<b>增持:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	<b>中性:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	<b>卖出:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。