

天顺风能：23Q1 业绩修复，海工产品蓄势待发

核心观点

2022 年营收下降，毛利率略承压；23Q1 收入同比增长 87%，毛利率/净利率同比提升 2.97/10.31pct，盈利能力快速修复。23Q1 陆塔出货 10 万吨，排产较满，预计 Q2、Q3 将继续提升。随着产能加速扩张与落地，公司有望在风塔、叶片成熟业务的基础上，进一步发展海上风电与零碳业务第二成长曲线，实现业务协同，驱动业绩增长。

事件

公司发布 2022 年年度报告：报告期内公司实现营业收入 67.38 亿元，同比下降 17.49%；归母净利润 6.28 亿元，同比下降 52.03%。公司发布 2023 一季报：实现营业收入 13.63 亿元，同比增长 87.17%；归母净利润 1.97 亿元，同比增长 506.88%。

点评

22 年风电行业需求不足，盈利能力承压。分产品看，2022 年风塔、叶片及模具、发电营业收入分别为 39.36/17.10/9.54 亿元，同比-24%/-4%/-9%；毛利率 11.42%/10.33%/64.62%，同比-0.65/-6.65/-5.38pct；销量塔筒 49.88 万吨/叶片 1933 片，同比-20%/27.74%。

23Q1 塔筒出货满，业绩快速修复。23Q1 公司实现营收 13.63 亿元，同比增长 87%；我们预计陆风塔筒出货 9 万吨+，Q1 尚未进入施工期，预计 Q2、Q3 出货将继续提升。毛利率、净利率分别为 22.63%、14.63%，同比提升 2.97、10.31pct，环比提升 10.32、6.63pct，盈利能力显著改善。

陆风塔筒产能补充，海工产品蓄势待发，产能区位优势带来发展优势。

2022 年底，公司陆塔产能合计 100 万吨/年。海工方面，公司 2022 年公告全资收购江苏长风，预计于 2023 年 5 月完成收购，并形成 60 万吨/年海工产能。此外，在建及拟建德国海工（50 万吨）、盐城二期（40 万吨）、通州湾二期、揭阳和阳江等基地，预计 2024 年底达到 200 万吨。公司海工产品涵盖单管桩、导管架和升压站等，辐射国内沿海及海外市场，区位优势及产能优势显著，预计 2023 年可见盈利贡献。

发电业务盈利减少，运营规模同比增加。2022 年发电营业收入 9.54 亿元，同比-9%；毛利率 64.64%，同比-5pct；发电量 19.37 亿 kWh，同比-7.33%。截至 2023 年 1 月风电场运营规模 1.38GW，同比+57%，并有湖北新能源项目建设指标 60 万千瓦预计于 2023/2024 年开工建成/并网。

盈利预测与建议：公司陆塔产能布局完善，收购长风快速深入海工市场，未来几年将进入业绩快速增长期。我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 142.83、201.89、231.54 亿元，实现归母净利润 16.68、24.30、29.13 亿元，对应 PE 分别为 14.9、10.2、8.5 倍，维持“买入”评级。

天顺风能 (002531.SZ)

维持

买入

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

010-8513-0588

SAC 编号:s1440521100008

陈思同

chensitong@csc.com.cn

SAC 编号:s1440522080006

发布日期：2023 年 05 月 03 日

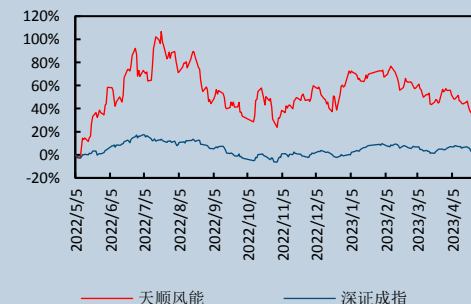
当前股价：13.78 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-7.33/-9.54	-14.41/-16.20	40.61/28.27
12 月最高/最低价 (元)			19.58/9.29
总股本 (万股)			180,250.91
流通 A 股 (万股)			178,054.63
总市值 (亿元)			248.39
流通市值 (亿元)			245.36
近 3 月日均成交量 (万)			2006.03
主要股东			
上海天神投资管理有限公司			29.42%

股价表现



相关研究报告

目录

1、2022 年毛利率全线下滑，海工产品蓄势待发	1
2、全年费用总额下降，销售、财务费用大幅增长.....	3
3、经营活动产生的现金流量净额全年同比减少，Q4 转负为正.....	3
4、投资建议	4
风险分析	5

1、2022 年毛利率全线下滑，海工产品蓄势待发

公司发布 2022 年年度报告：报告期内公司实现营业收入 67.38 亿元，同比下降 17.49%；归母净利润 6.28 亿元，同比下降 52.03%。公司发布 2023 一季报：实现营业收入 13.63 亿元，同比增长 87.17%；归母净利润 1.97 亿元，同比增长 506.88%。

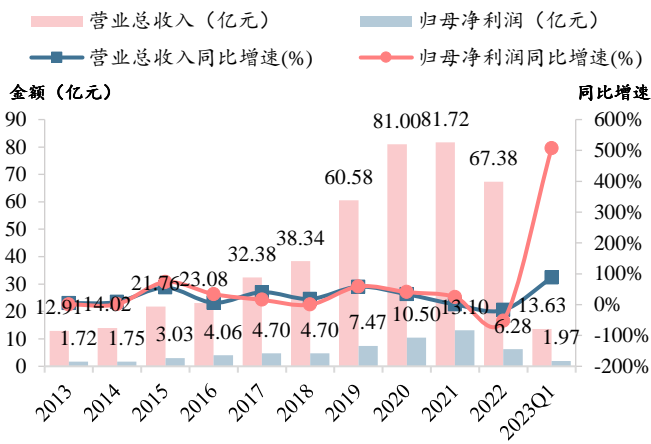
分产品来看：

- **陆上风塔及相关产品：**2022 年实现营业收入 39.36 亿元，同比下降 23.98%；毛利率 11.42%，同比减少 0.65pct；占营业收入比重 58.41%，同比减少 5pct。2022 年风塔生产 51.07 万吨，同比下降 20.05%；销售 49.88 万吨，同比下降 20.38%，主要受国内风电装机规模下滑、机组大型化加速等影响。截至 2022 年底，塔筒产能合计约 100 万吨/年，包括通辽、濮阳、菏泽、商都等地，并有乾安、北海工厂在建，产能辐射区域与九大清洁能源基地布局高度契合。
- **叶片：**2022 年实现营业收入 17.10 亿元，同比下降 4.01%；毛利率 10.33%，同比下降 6.65pct；占营业收入比重 25.38%，同比增加 3.57pct。2022 年叶片生产和销售均为 1933 片，同比下降 27.74%。模具生产 85 套，同比增长 51.79%；销售 85 套，同比增长 39.34%，得益于模具订单充足、交付量有所提升，较早实现了 90m 以上超大型叶片的量产。截至 2022 年底叶片产能约 1500 套/年，覆盖商都、乾安、濮阳、常熟、荆门多地。
- **发电：**2022 年实现营业收入 9.54 亿元，同比下降 9.15%；毛利率 64.62%，同比下降 5.38pct；占营业收入比重 14.16%，同比增加 1.3pct。2022 年度实现发电量 19.37 亿 kWh，同比下降 7.33%。截至 2022 年底，公司累计并网风电场 884MW；2023 年 1 月份内蒙古兴和县 500MW 风电项目并网。截至 2023 年 1 月风电站运营规模达 1.38GW，同比增加 57%，覆盖新疆、内蒙古、河南、湖北、山东、安徽多地。并有 2022 年所获湖北省新能源项目建设指标 60 万千瓦预计于 2023/2024 年开工建成/并网。
- **海工产品：**公司 2022 年公司公告全资收购江苏长风，预计于 2023 年 5 月完成收购，并形成 60 万吨/年的海工产能，其中 20 万吨单管桩产能、40 万吨导管架产能。此外，在建及拟建德国海工（50 万吨）、盐城二期（40 万吨）、通州湾二期、揭阳和阳江等海工基地，预计 2024 年底海上风电总产能达到 200 万吨。公司海工产品涵盖单管桩、导管架和升压站等多类别，并考虑适用深远海产品，立足国内市场、辐射周边海外市场，区位优势及产能优势显著，预计 2023 年可见盈利贡献。

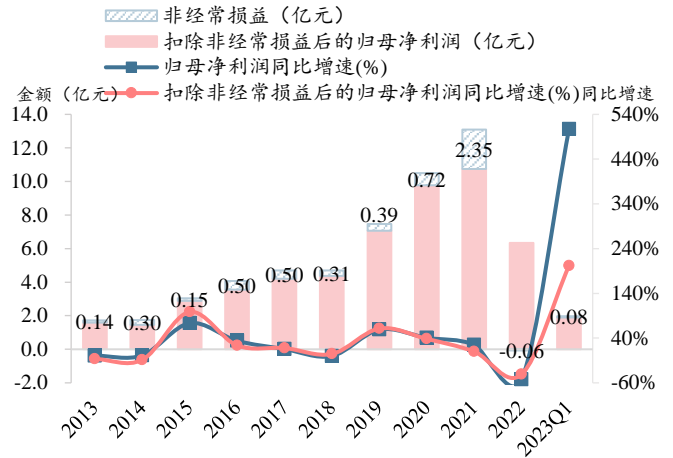
分地区来看：2020 年公司实现内销营业收入 64.01 亿元，同比下降 7.83%，毛利率 19.69%，同比下降 3.20pct；实现外销营业收入 3.37 亿元，同比下降 72.41%，毛利率 5.44%，同比下降 8.61pct。

分季度来看：公司 2022 年单季度营业总收入呈上行趋势，但同比均有所下降。Q4 单季度营业收入 29.47 亿元，同比下降 0.16%，环比增长 68.49%；归母净利润 2.44 亿元，同比下降 12.27%，环比增长 87.51%。

图表1：2022 年公司营业收入同比下降 17.49%



图表2：2022 年公司扣非归母净利润同比下降 40.96%

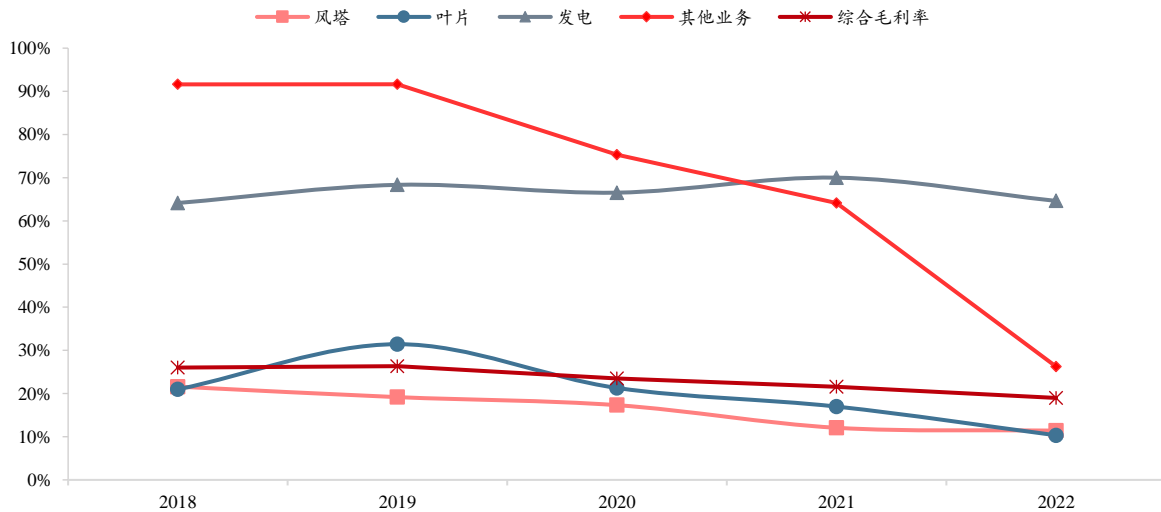


资料来源：公司公告，中信建投

资料来源：公司公告，中信建投

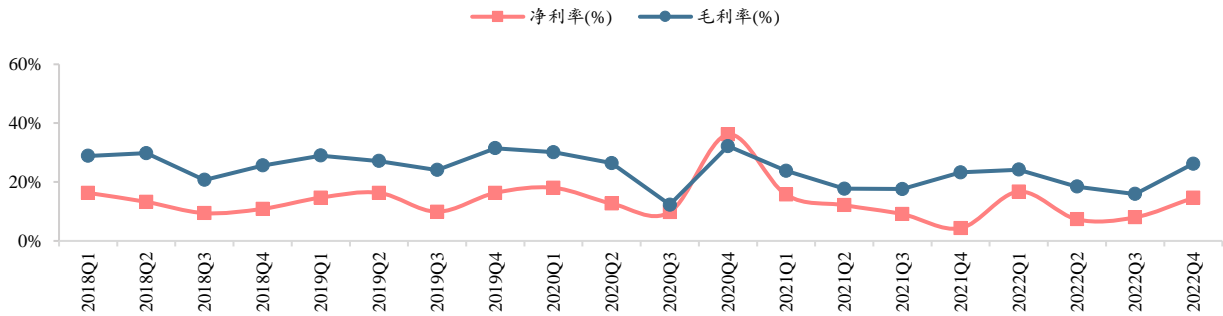
从公司总体毛利率来看，2022 年公司毛利率为 18.98%，同比下降 2.59pct，净利率 9.14%，同比下降 6.82pct，各项业务毛利率均同比下降。2023Q1 公司毛利率、净利率分别为 22.63%、14.63%，同比提升 2.97、10.31pct，环比提升 10.32、6.63pct，盈利能力显著改善。

图表3：2022 年全年公司毛利率为 18.98%，同比下降 2.59pct



资料来源：公司公告，中信建投

图表4： 公司 2022 年 Q4 单季度毛利率为 15.91%，环比下降 2.53pct

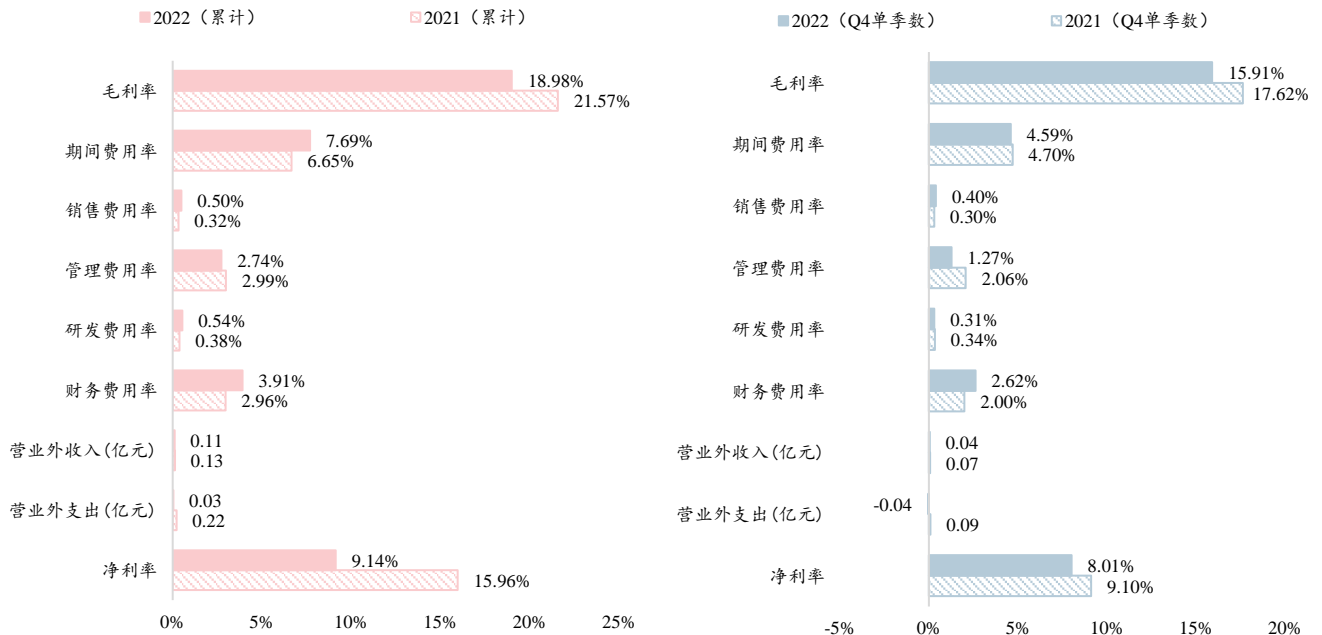


资料来源：公司公告，中信建投

2、全年费用总额下降，销售、财务费用大幅增长

2022 年公司期间费用总额为 5.18 亿元，同比下降 4.70%，期间费用率 7.69%，同比增长 1.03pct，其中销售费用同比增长 27.70%，管理费用同比下降 24.48%，研发费用同比增长 9.07%，财务费用同比增长 16.10%。

图表5： 2022 年公司期间费用率同比提升 1.03pct，Q4 单季度与全年毛利率均同比下降

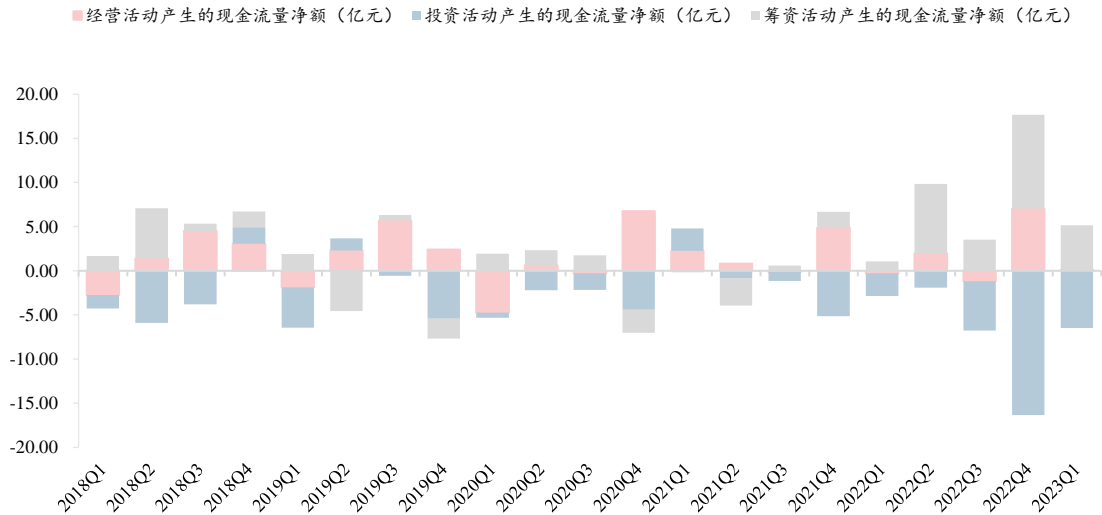


资料来源：公司公告，wind 数据库，中信建投

3、经营活动产生的现金流量净额全年同比减少，Q4 转负为正

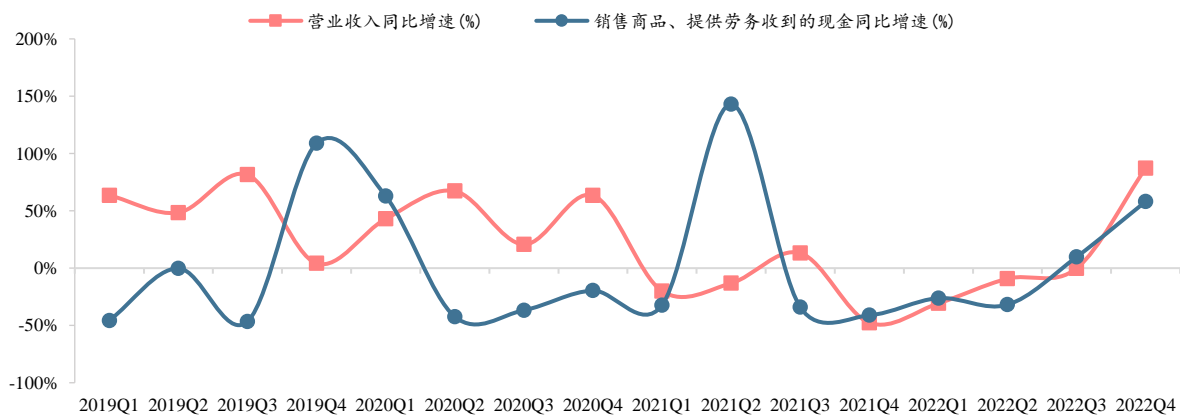
2022 年公司经营活动产生的现金流量净额为 7.54 亿元，同比减少 2.87%；投资活动产生的现金流量净额为 -26.37 亿元，同比减少 496.37%，主要由于公司购建固定资产、投资及取得子公司支付的现金增加导致流出显著同比增长，流入基本持平；筹资活动产生的现金流量净额 23.07 亿元，同比增长 2665.59%，主要由于公司项目贷款净流入增加。

图表6： 2022Q4 经营活动产生的现金流量净额转为正，筹资活动与投资活动产生现金流量净额发生显著变化



资料来源：公司公告，中信建投

图表7： 2022 年公司经营活动产生的现金流量净额同比减少 2.87%，Q4 销售收入、提供劳务收到的现金同比增加 9.72%



资料来源：公司公告，中信建投

4、投资建议

公司陆塔产能布局完善，收购长风快速深入海工市场，未来几年将进入业绩快速增长期。我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 142.83、201.89、231.54 亿元，实现归母净利润 16.68、24.30、29.13 亿元，对应 PE 分别为 14.9、10.2、8.5 倍，维持“买入”评级。

风险分析

- 1、宏观经济波动及下游行业影响的风险：受宏观经济及风电行业政策、景气度等经营环境的影响，若经营环境出现波动，公司将面临严峻的形势和挑战；
- 2、政策波动风险：若我国出口退税等政策发生变化，主要海外客户政府相关进口政策发生不利变化等，将会对公司经营带来不确定影响；
- 3、国家外汇政策变动及外汇汇率波动风险：汇率的波动将直接影响到公司出口产品的销售定价和外币资产的折算金额，从而影响到公司的盈利水平，给公司经营带来一定风险；
- 4、原材料价格波动风险：原材料价格若发生大幅波动，仍会导致公司经营业绩的波动。

分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

陈思同

中信建投证券电力设备及新能源分析师，西南财经大学金融学硕士，研究方向为光伏、风电。

2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，金麒麟电池行业第三名，金麒麟新能源汽车第三名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话: (8610) 8513-0588
联系人: 李祉瑶
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话: (8621) 6882-1600
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇电金融中心 35 楼
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 曹莹
邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk