

# 天顺风能（002531）

## 收购江苏长风，全面进军海风市场

买入（维持）

2022年12月08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 | 6,611 | 13,911 | 18,648 |
| 同比               | 1%    | -19%  | 110%   | 34%    |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 1,310 | 646   | 1,793  | 2,350  |
| 同比               | 25%   | -51%  | 178%   | 31%    |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 0.73  | 0.36  | 0.99   | 1.30   |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 20.70 | 41.96 | 15.12  | 11.53  |

关键词：#产能扩张 #市占率上升

### 投资要点

- **事件：**2022年12月6日，公司公告拟以现金30亿元收购江苏长风海洋装备制造有限公司（江苏长风）100%股权，收购完成后，江苏长风成为公司全资子公司，纳入公司合并报表。公司拟以自有资金和自筹资金等作为本次收购股权的资金来源。
- **本次收购涉及江苏长风的射阳、南通2个海风基地，合计40-50万吨产能，预计2023年初完成收购。**此前，公司已于2022年11月收购其汕尾工厂。具体来看，1）射阳基地20-30万吨单桩，在公司规划的20-30万吨基地隔壁，收购完成后自有产能将启动建设，预计2023年底投产，届时满产达60万吨；2）南通基地20万吨导管架和升压站，自有码头，面向江苏及日韩市场；3）汕尾工厂一期20万吨导管架已投产，二期2023年上半年投产，届时合计产能40-50万吨。综上，2023年底公司海风产能约120万吨（单桩、导管架）。
- **国内海风产能持续扩张，目标占据国内50%海风市场份额。**除了射阳（60万吨）、南通（20万吨）、汕尾（40-50万吨）三个基地，2024-2025年公司将继续布局阳江、北部湾、福建海风规划较大的市场，在国内形成约200万吨海风产能，目标占据国内50%海风市场份额。
- **海外德国基地2023年投产，产能30-50万吨，2024年开始贡献收入。**2019年公司收购德国Ambau库克斯港生产中心，其为海外头部整机厂Vestas、Siemens Gamesa、GE、Nordex等提供海上风电桩基，位置靠近欧洲海风资源最丰富的地区北海，具有区位优势。德国工厂预计2023年投产，30-50万吨产能，客户验证需要半年时间，预计2024年开始贡献收入。
- **盈利预测与投资评级：**公司收购江苏长风扩充海风产能，迎接2023年旺盛需求，并且拟发行GDR继续布局国内外海风产能，业绩和估值双升，此外明年陆上出货量弹性较大，我们预计2022-2024年公司归母净利润6.5/17.9/23.5亿元（前值为10.9/19.4/24.5亿元），对应PE42/15/12X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产能释放不及预期、原材料涨价、竞争加剧等。

### 股价走势



### 市场数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 收盘价(元)      | 15.04      |
| 一年最低/最高价    | 8.81/22.44 |
| 市净率(倍)      | 3.38       |
| 流通A股市值(百万元) | 26,782.42  |
| 总市值(百万元)    | 27,109.74  |

### 基础数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 4.45     |
| 资产负债率(%，LF) | 53.78    |
| 总股本(百万股)    | 1,802.51 |
| 流通A股(百万股)   | 1,780.75 |

### 相关研究

《天顺风能(002531)：2022年中报点评：出货低于预期，下半年需求向好》

2022-08-22

《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         |
| <b>流动资产</b>      | <b>7,038</b>  | <b>12,324</b> | <b>21,475</b> | <b>20,965</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>8,172</b> | <b>6,611</b> | <b>13,911</b> | <b>18,648</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 739           | 6,736         | 12,181        | 10,420        | 营业成本(含金融类)      | 6,410        | 5,349        | 11,365        | 15,226        |
| 经营性应收款项          | 4,678         | 4,043         | 6,761         | 7,402         | 税金及附加           | 42           | 32           | 71            | 95            |
| 存货               | 976           | 955           | 1,937         | 2,543         | 销售费用            | 26           | 36           | 56            | 75            |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 244          | 189          | 278           | 373           |
| 其他流动资产           | 646           | 590           | 595           | 600           | 研发费用            | 31           | 42           | 56            | 75            |
| <b>非流动资产</b>     | <b>8,663</b>  | <b>9,423</b>  | <b>10,058</b> | <b>10,608</b> | 财务费用            | 242          | 270          | 457           | 582           |
| 长期股权投资           | 300           | 300           | 300           | 300           | 加:其他收益          | 25           | 22           | 11            | 0             |
| 固定资产及使用权资产       | 6,635         | 7,289         | 7,881         | 8,401         | 投资净收益           | 286          | 5            | 401           | 480           |
| 在建工程             | 909           | 954           | 977           | 989           | 公允价值变动          | 23           | -55          | 0             | -30           |
| 无形资产             | 373           | 425           | 435           | 445           | 减值损失            | -12          | 35           | 0             | -6            |
| 商誉               | 0             | 0             | 0             | 0             | 资产处置收益          | -1           | -3           | -10           | -7            |
| 长期待摊费用           | 119           | 131           | 141           | 151           | <b>营业利润</b>     | <b>1,498</b> | <b>699</b>   | <b>2,030</b>  | <b>2,660</b>  |
| 其他非流动资产          | 327           | 325           | 324           | 323           | 营业外净收支          | -9           | -4           | -2            | -2            |
| <b>资产总计</b>      | <b>15,700</b> | <b>21,748</b> | <b>31,533</b> | <b>31,574</b> | <b>利润总额</b>     | <b>1,489</b> | <b>695</b>   | <b>2,028</b>  | <b>2,658</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>4,714</b>  | <b>7,565</b>  | <b>13,969</b> | <b>11,200</b> | 减:所得税           | 186          | 53           | 243           | 319           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 2,645         | 5,745         | 10,945        | 7,645         | <b>净利润</b>      | <b>1,303</b> | <b>641</b>   | <b>1,785</b>  | <b>2,339</b>  |
| 经营性应付款项          | 1,634         | 1,319         | 1,931         | 2,002         | 减:少数股东损益        | -6           | -5           | -9            | -12           |
| 合同负债             | 201           | 348           | 796           | 1,142         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,310</b> | <b>646</b>   | <b>1,793</b>  | <b>2,350</b>  |
| 其他流动负债           | 233           | 154           | 299           | 411           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.73         | 0.36         | 0.99          | 1.30          |
| 非流动负债            | 3,137         | 5,837         | 7,837         | 8,837         | EBIT            | 1,432        | 965          | 2,085         | 2,805         |
| 长期借款             | 2,160         | 4,660         | 6,460         | 7,260         | EBITDA          | 1,859        | 1,479        | 2,682         | 3,485         |
| 应付债券             | 0             | 0             | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 21.56        | 19.10        | 18.30         | 18.35         |
| 租赁负债             | 135           | 335           | 535           | 735           | 归母净利率(%)        | 16.02        | 9.77         | 12.89         | 12.60         |
| 其他非流动负债          | 842           | 842           | 842           | 842           | 收入增长率(%)        | 0.89         | -19.10       | 110.40        | 34.06         |
| <b>负债合计</b>      | <b>7,850</b>  | <b>13,402</b> | <b>21,806</b> | <b>20,037</b> | 归母净利润增长率(%)     | 24.76        | -50.66       | 177.57        | 31.05         |
| 归属母公司股东权益        | 7,776         | 8,277         | 9,667         | 11,489        |                 |              |              |               |               |
| 少数股东权益           | 74            | 69            | 60            | 48            |                 |              |              |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>7,850</b>  | <b>8,346</b>  | <b>9,727</b>  | <b>11,537</b> |                 |              |              |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>15,700</b> | <b>21,748</b> | <b>31,533</b> | <b>31,574</b> |                 |              |              |               |               |

  

| 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   | 1,977  | 73     | 2,538  | 每股净资产(元)       | 4.31  | 4.59  | 5.36  | 6.37  |
| 投资活动现金流    | -442  | -1,272 | -840   | -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   | 5,348  | 6,213  | -3,512 | ROIC(%)        | 10.16 | 5.59  | 7.85  | 9.00  |
| 现金净增加额     | 241   | 6,053  | 5,445  | -1,732 | ROE-摊薄(%)      | 16.84 | 7.81  | 18.55 | 20.46 |
| 折旧和摊销      | 428   | 514    | 597    | 681    | 资产负债率(%)       | 50.00 | 61.62 | 69.15 | 63.46 |
| 资本开支       | -959  | -1,267 | -1,232 | -1,229 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 20.70 | 41.96 | 15.12 | 11.53 |
| 营运资本变动     | -968  | 517    | -2,644 | -837   | P/B(现价)        | 3.49  | 3.28  | 2.80  | 2.36  |

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>

