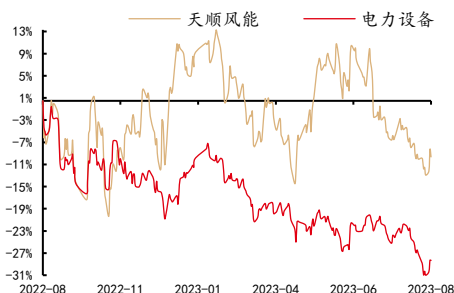


股票投资评级

增持|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	13.33
总股本/流通股本(亿股)	17.97 / 17.87
总市值/流通市值(亿元)	240 / 238
52 周内最高/最低价	16.73 / 11.74
资产负债率(%)	58.2%
市盈率	38.09
第一大股东	上海天神投资管理有限 公司

研究所

分析师:王磊
SAC 登记编号:S1340523010001
Email:wanglei03@cnpsec.com
分析师:贾佳宇
SAC 登记编号:S1340523070002
Email:jiajiayu@cnpsec.com

天顺风能(002531)

23H1 业绩高增，海风扩产加速

● 投资要点

事件：公司发布 2023 年半年报，上半年实现营收 43.08 亿元(+111%)，实现归母净利润 5.80 亿元(+128%)，其中 Q2 单季度实现收入 29.46 亿元(+124%)，实现归母净利润 3.82 亿元(+73%)。

分板块来看：公司上半年风塔实现营收 13.45 亿元，同比增长 41%，毛利率为 12.49%，同比增长 3.62pcts，8 月以来国内陆风装机提速，预计下半年将实现更快增长；叶片业务实现营收 12.26 亿元，同比增长 144%，毛利率为 12.60%，同比提升 5.90pcts；海工业务实现营收 9.52 亿元，为长风 5 月并表后贡献，毛利率为 13.55%；风电业务实现营收 6.88 亿元，同比增长 31%，一方面源于在运营电场规模提升后带来发电量提升，另一方面受益来风情况良好，利用小时数同比提升。

加速海风桩基产能扩产，实现行业领先。2023 年 5 月公司正式完成江苏长风的收购，并在 Q2 贡献业绩，长风下辖三个工厂（目前合计 60 万吨），其中射阳 20 万吨（单桩）、通州湾 20 万吨（导管架）、汕尾 20 万吨（导管架配套，尚未完全投产），此外针对射阳与通州湾基地公司已开始扩建；新建基地方面，公司已在德国、揭阳、阳江、漳州等地布局，预计海上风电总产能到 2025 年底将超 250 万吨，实现行业领先。

● 盈利预测

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 15.39/21.59/24.22 亿元，对应 2023-25 年公司 PE 分别为 15.56x/11.10x/9.89x，维持“增持”评级。

● 风险提示：

海风降本进度不及预期；装机需求不及预期；海外产能运营风险加大。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6738	13276	18989	22759
增长率(%)	-17.55	97.03	43.03	19.85
EBITDA(百万元)	1418.79	2812.78	3633.28	4054.45
归属母公司净利润(百万元)	628.14	1538.90	2158.71	2421.62
增长率(%)	-52.03	144.99	40.28	12.18
EPS(元/股)	0.35	0.86	1.20	1.35
市盈率(P/E)	38.13	15.56	11.10	9.89
市净率(P/B)	2.90	2.48	2.03	1.68
EV/EBITDA	23.83	11.34	8.92	7.86

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	6738	13276	18989	22759	营业收入	-17.5%	97.0%	43.0%	19.9%
营业成本	5460	10787	15537	18848	营业利润	-56.0%	165.9%	40.3%	12.2%
税金及附加	37	66	95	114	归属于母公司净利润	-52.0%	145.0%	40.3%	12.2%
销售费用	33	66	95	114	获利能力				
管理费用	184	358	513	614	毛利率	19.0%	18.7%	18.2%	17.2%
研发费用	36	66	95	114	净利率	9.3%	11.6%	11.4%	10.6%
财务费用	264	238	280	298	ROE	7.6%	16.0%	18.3%	17.0%
资产减值损失	-14	0	0	0	ROIC	5.5%	9.2%	10.6%	10.5%
营业利润	659	1752	2458	2757	偿债能力				
营业外收入	11	0	0	0	资产负债率	58.2%	60.3%	60.6%	58.4%
营业外支出	3	0	0	0	流动比率	1.21	1.27	1.43	1.56
利润总额	667	1752	2458	2757	营运能力				
所得税	51	210	295	331	应收账款周转率	1.67	2.66	2.65	2.45
净利润	616	1542	2163	2426	存货周转率	6.07	8.73	8.66	7.94
归母净利润	628	1539	2159	2422	总资产周转率	0.38	0.60	0.70	0.71
每股收益(元)	0.35	0.86	1.20	1.35	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.35	0.86	1.20	1.35
货币资金	1163	1415	2396	3451	每股净资产	4.59	5.37	6.57	7.92
交易性金融资产	14	14	14	14	估值比率				
应收票据及应收账款	4258	6232	8914	10684	PE	38.13	15.56	11.10	9.89
预付款项	51	108	155	188	PB	2.90	2.48	2.03	1.68
存货	1244	1798	2590	3141	现金流量表				
流动资产合计	8193	11350	16300	20005	净利润	616	1542	2163	2426
固定资产	7109	9245	10201	10978	折旧和摊销	457	823	895	999
在建工程	2397	2238	1987	1811	营运资本变动	-593	-1405	-1977	-1271
无形资产	525	525	525	525	其他	275	229	263	291
非流动资产合计	11690	13094	13798	14399	经营活动现金流净额	754	1189	1344	2446
资产总计	19883	24444	30098	34404	资本开支	-1592	-2800	-1600	-1600
短期借款	2695	2695	3195	3195	其他	-1045	640	46	55
应付票据及应付账款	2693	3895	5611	6806	投资活动现金流净额	-2637	-2160	-1554	-1545
其他流动负债	1372	2337	2613	2797	股权融资	0	-153	0	0
流动负债合计	6760	8928	11419	12799	债务融资	2981	1632	1500	500
其他	4808	5809	6809	7309	其他	-674	-257	-308	-346
非流动负债合计	4808	5809	6809	7309	筹资活动现金流净额	2307	1223	1192	154
负债合计	11569	14737	18229	20108	现金及现金等价物净增加额	424	252	981	1055
股本	1803	1803	1803	1803					
资本公积金	1674	1522	1522	1522					
未分配利润	4379	5687	7522	9580					
少数股东权益	61	64	68	73					
其他	397	632	955	1319					
所有者权益合计	8314	9707	11870	14296					
负债和所有者权益总计	19883	24444	30098	34404					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048