

天顺风能 (002531)

天顺风能：Q2 收购长风海工实现 0-1，海陆双驱助量利增长

买入（维持）

2023 年 09 月 03 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

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

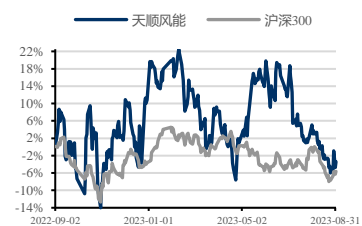
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	6,738	11,167	16,225	24,010
同比	-18%	66%	45%	48%
归属母公司净利润（百万元）	628	1,494	2,036	2,706
同比	-52%	138%	36%	33%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.35	0.83	1.13	1.51
P/E（现价&最新股本摊薄）	37.73	15.87	11.64	8.76

关键词：#产能扩张 #业绩符合预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年中报，2023H1 收入 43.1 亿，同比+111%；归母净利润 5.8 亿，同比+128%；扣非归母净利润 5.5 亿，同比+108%，其中 2023Q2 归母净利润 3.8 亿，同比/环比+72.7%/93.7%，扣非归母净利润 3.6 亿，同比/环比+78.9%/92.1%。2023Q2 销售毛/净利率 21.4%/13.2%，环比-4.8pct/-1.3pct。2023Q2 信用/资产减值 0.21/0.08 亿，业绩符合预期，位于预告中值偏上。
- **收购长风突破海工贡献利润、GDR 有序推进、完善全球布局。**2023 年 5 月公司完成对江苏长风收购，海工实现从 0 到 1，2023Q2 海工出货 8 万吨+，毛利率 13.6%。展望 2023H2，受限于 2023 年海风开工迟缓，公司并入长风后计划持续优化供应及生产体系，叠加 2023Q2 钢价下跌，盈利有望逐季优化。公司持续布局海工基地，2023 年底将形成 110 万吨海工产能（射阳 60 万吨单桩+通州湾 30 万吨和汕尾 20 万吨导管架），后续揭阳/阳江各 30 万吨导管架预计分别于 2024Q1/2024Q2 投产，8 月新签约漳州 50-80 万吨布局导管架+漂浮式预计 2025 年底前投产。2023 年 7 月 19 日公司发行 GDR 预案，拟募集不超 24.2 亿人民币用于建设德国 50 万吨海工基地，其中一期 30 万吨预计将于 2025 年投产，完善全球布局，预计 2025 年底海风总产能将超 250 万吨，业绩成长性凸显。
- **2023 年陆塔及叶片出货稳健增长。**2023H1 陆塔出货约 20 万吨，同增 67%，其中 2023Q2 出货约 11 万吨，环增 22%，毛利率环比略降，主要系中厚板价格上涨所致。2023H1 叶片及模具出货约 500 套，其中 2023Q2 出货约 300 套+，2023Q2 环氧树脂降价导致毛利率环比略增。后续乾安、北海塔筒基地有望建成投产，叶片基地布局也将完善，远期公司将具备 120 万吨塔筒、1500 套叶片产能。2023 年陆风装机恢复成长，2023Q2 受行业开工滞缓影响、目前 8-9 月逐步加速，公司出货有望逐步上行，同时大叶片占比提升，盈利能力进一步优化！
- **收购长风规模化显现、2023Q2 费用率优化、现金流改善。**公司并入长风后，规模化摊薄费用，2023Q2 期间费用率 6.3%，同比/环比-2.8/-4.6pct；经营活动现金流量净流入 7.1 亿元，同比/环比+257/6450%，主要系销售规模放大回款增多。期末存货 18.5 亿元，同比+13.6%，主要系在产品 and 库存商品分别同比+59%/73%所致。
- **盈利预测与投资建议：**基于海风开工不及预期，我们下调盈利预测，我们预计 23-25 年归母净利 15.0/20.4/27.1 亿（前值为 17.0/26.2/33.2 亿元），同增 138/36/33%，基于公司收购长风实现海工突破，23H2 产能陆续释放，给予 23 年 22 倍 PE，对应目标价 18.3 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.19
一年最低/最高价	11.56/17.15
市净率(倍)	2.74
流通 A 股市值(百万元)	23,566.13
总市值(百万元)	23,700.83

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.82
资产负债率(% ,LF)	65.80
总股本(百万股)	1,796.88
流通 A 股(百万股)	1,786.67

相关研究

《天顺风能(002531)：22 年报及 23 年一季报：业绩符合预期，23 年海陆双驱量利齐升》

2023-04-29

《天顺风能(002531)：22 年业绩预告点评：疫情和大型化迭代影响出货，23 年海工助力业绩高增》

2023-01-23

图表目录

图 1: 2023H1 营业收入 43.08 亿元, 同比+111.01% (亿元, %)	3
图 2: 2023H1 归母净利润 5.8 亿元, 同比+128.27% (亿元, %)	3
图 3: 2023Q2 营业收入 29.46 亿元, 同比+124.22% (亿元, %)	3
图 4: 2023Q2 归母净利润 3.82 亿元, 同比+72.66% (亿元, %)	3
图 5: 2023H1 毛利率、归母净利率分别为 22.9%、13.46% (%)	4
图 6: 2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 21.4%、12.98% (%)	4
图 7: 2023H1 期间费用 3.31 亿元, 同比+33.22% (亿元, %)	5
图 8: 2023Q2 期间费用 1.84 亿元, 同比+55.00% (亿元, %)	5
图 9: 2023H1 期间费用率 7.69%, 同比-4.49pct (%)	5
图 10: 2023Q2 期间费用率 6.25%, 同比-2.79pct (%)	5
图 11: 2023Q2 经营活动现金净流入 7.08 亿元 (亿元, %)	6
图 12: 2023Q2 期末应收账款 54.54 亿元 (亿元, %)	6
图 13: 2023Q2 期末存货 18.53 亿元, 同比+13.62% (亿元, %)	6
图 14: 2023Q2 期末合同负债 2.35 亿元 (亿元, %)	6
表 1: 2023H1 收入 43.08 亿元, 同比增长 111.01%; 归母净利润 5.8 亿元, 同比增长 128.27% (单位: 亿元)	3

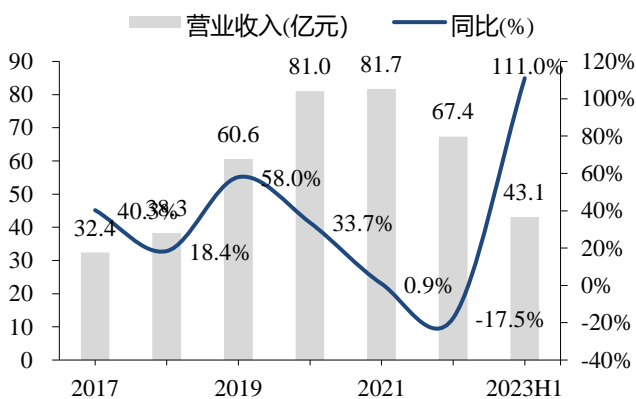
事件: 公司发布 2023 年中报, 2023H1 收入 43.1 亿, 同比+111%; 归母净利润 5.8 亿, 同比+128%; 扣非归母净利润 5.5 亿, 同比+108%, 其中 2023Q2 归母净利润 3.8 亿, 同比/环比+72.7%/93.7%, 扣非归母净利润 3.6 亿, 同比/环比+78.9%/92.1%。2023Q2 销售毛/净利率 21.4%/13.2%, 环比-4.8pct/-1.3pct。2023Q2 信用/资产减值 0.21/0.08 亿, 业绩符合预期, 位于预告中值偏上。

表1: 2023H1 收入 43.08 亿元, 同比增长 111.01%; 归母净利润 5.8 亿元, 同比增长 128.27% (单位: 亿元)

天顺风能	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	43.08	20.42	111.01%	29.46	13.14	124.22%	13.63	116.18%
营业成本	33.21	15.54	113.66%	23.16	9.96	132.60%	10.05	130.36%
毛利率	22.9%	23.9%	-0.96pct	21.4%	24.2%	-2.83pct	26.2%	-4.84pct
营业利润	6.47	2.36	173.74%	4.30	2.15	100.55%	2.16	98.99%
利润总额	6.46	2.40	169.54%	4.30	2.18	97.19%	2.16	99.59%
归属母公司净利润	5.80	2.54	128.27%	3.82	2.21	72.66%	1.97	93.72%
扣非归母净利润	5.53	2.66	107.83%	3.64	2.03	78.85%	1.89	92.05%
归母净利率	13.5%	12.4%	+1.02pct	13.0%	16.9%	-3.88pct	14.5%	-1.50pct
扣非归母净利率	12.8%	13.0%	-0.20pct	12.4%	15.5%	-3.13pct	13.9%	-1.55pct
股本	18.03	18.03	-	18.03	18.03	-	18.03	-

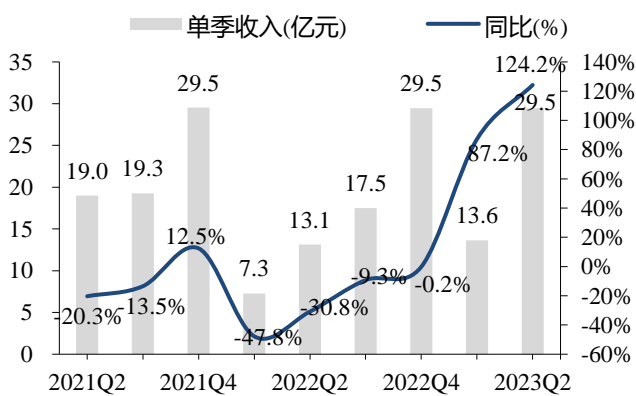
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2023H1 营业收入 43.08 亿元, 同比+111.01%(亿元, %)



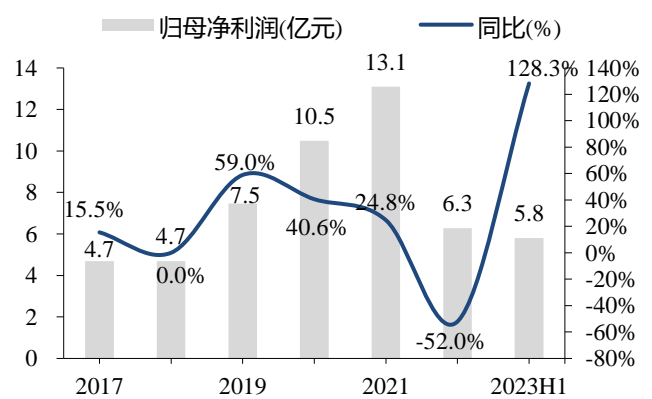
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 29.46 亿元, 同比+124.22%(亿元, %)



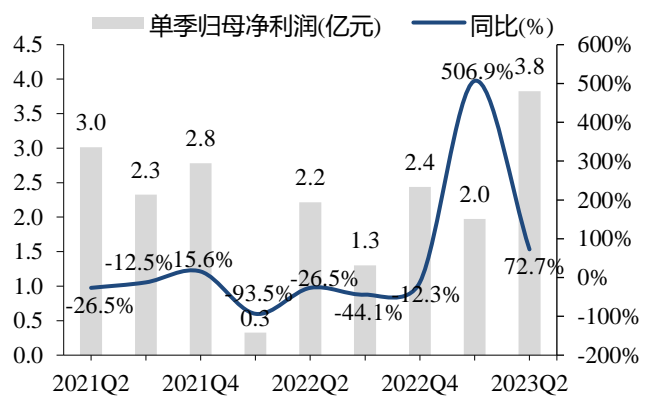
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023H1 归母净利润 5.8 亿元, 同比+128.27%(亿元, %)



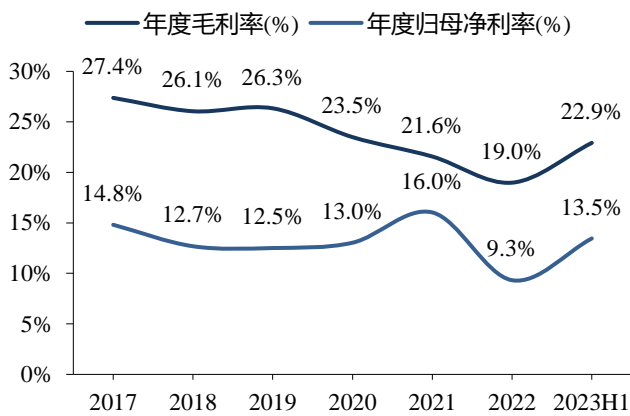
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 3.82 亿元, 同比+72.66%(亿元, %)



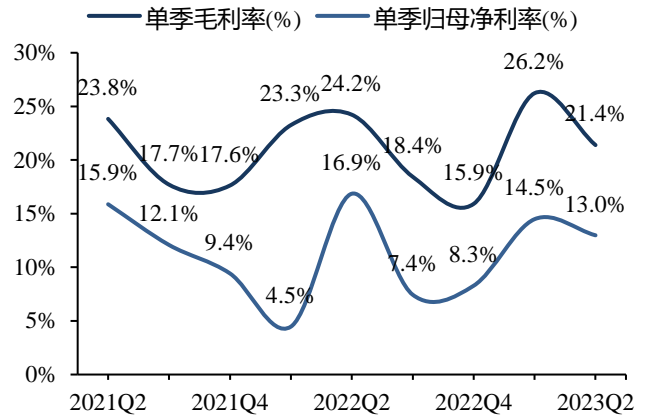
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5：2023H1 毛利率、归母净利率分别为 22.9%、13.46%(%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 21.4%、12.98%(%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

Q2 收购长风突破海工贡献利润、GDR 有序推进、完善全球布局。2023 年 5 月公司完成对江苏长风收购，海工实现从 0 到 1，2023Q2 海工出货 8 万吨+，毛利率 13.6%。展望 2023H2，受限于 2023 年海风开工迟缓，公司并入长风后计划持续优化供应及生产体系，叠加 2023Q2 钢价下跌，盈利有望逐季优化。公司持续布局海工基地，2023 年底将形成 110 万吨海工产能（射阳 60 万吨单桩+通州湾 30 万吨和汕尾 20 万吨导管架），后续揭阳/阳江各 30 万吨导管架预计分别于 2024Q1/2024Q2 投产，8 月新签约漳州 50-80 万吨布局导管架+漂浮式预计 2025 年底前投产。2023 年 7 月 19 日公司发行 GDR 预案，拟募集不超 24.2 亿人民币用于建设德国 50 万吨海工基地，其中一期 30 万吨预计将于 2025 年投产，完善全球布局，预计 2025 年底海风总产能将超 250 万吨，业绩成长性凸显。

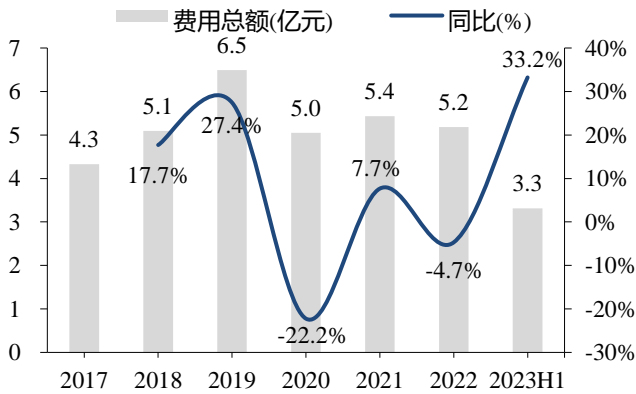
2023 年陆塔及叶片出货稳健增长。2023H1 陆塔出货约 20 万吨，同增 67%，其中 2023Q2 出货约 11 万吨，环增 22%，毛利率环比略降，主要系中厚板价格上涨所致。2023H1 叶片及模具出货约 500 套，其中 2023Q2 出货约 300 套+，2023Q2 环氧树脂降价导致毛利率环比略增。后续乾安、北海塔筒基地有望建成投产，叶片基地布局也将完善，远期公司将具备 120 万吨塔筒、1500 套叶片产能。2023 年陆风装机恢复成长，2023Q2 受行业开工滞缓影响、目前 8-9 月逐步加速，公司出货有望逐步上行，同时大叶片占比提升，盈利能力进一步优化！

收购长风规模化显现、2023Q2 费用率优化、现金流改善。公司并入长风后，规模化摊薄费用，2023Q2 期间费用率 6.3%，同比/环比-2.8/-4.6pct；经营活动现金流量净流入 7.1 亿元，同比/环比+257/6450%，主要系销售规模放大回款增多。期末存货 18.5 亿元，同比+13.6%，主要系在产品 and 库存商品分别同比+59%/73%所致。

加强预算管理，2023H1 费用率优化。公司 2023H1 期间费用合计 3.31 亿元，同比增长 33.22%；期间费用率为 7.69%，同比下降 4.49pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 18.98%、上升 51.71%、下降 12.78%、上升 29.43%至 0.18 亿元、1.31 亿元、0.17 亿元、1.66 亿元；费用率分别下降 0.32、下降 1.18、下降 0.56、下降 2.43 个百分点至 0.41%、3.03%、0.39%、3.86%。公司 2023Q2 期间费用合计 1.84 亿

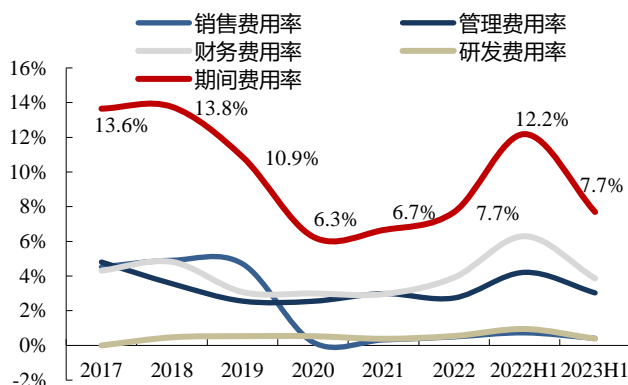
元，同比增长 55.00%，环比增长 24.88%；期间费用率为 6.25%，同比下降 2.79pct，环比下降 4.57pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 13.38%、上升 131.94%、下降 22.39%、上升 38.59%至 0.1 亿元、0.72 亿元、0.09 亿元、0.93 亿元；费用率分别同比下降 0.33、上升 0.08、下降 0.58、下降 1.96 个百分点至 0.34%、2.43%、0.31%、3.17%。

图7：2023H1 期间费用 3.31 亿元，同比+33.22%（亿元，%）



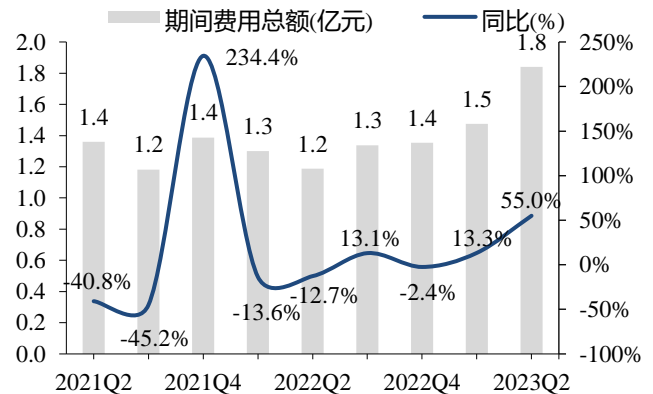
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2023H1 期间费用率 7.69%，同比-4.49pct（%）



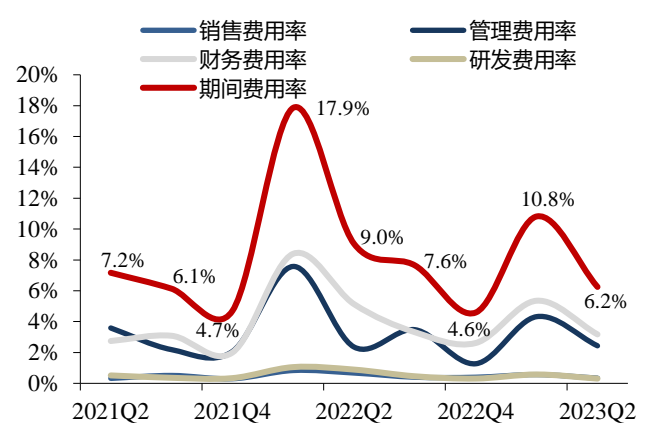
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2023Q2 期间费用 1.84 亿元，同比+55.00%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2023Q2 期间费用率 6.25%，同比-2.79pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

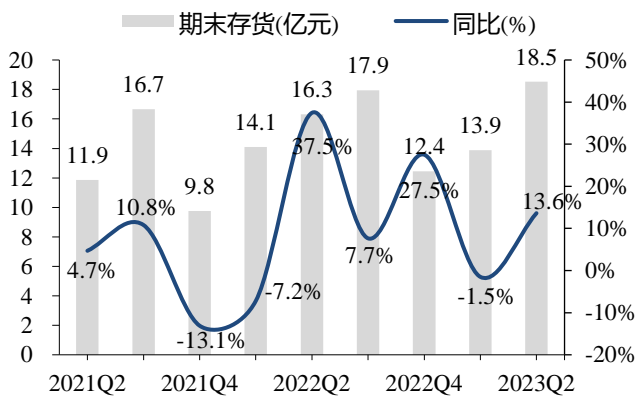
2023H1 现金流改善，应收账款周转天数、存货周转天数同比下降。2023H1 经营活动现金流量净流入 7.19 亿元，同比增长 325.70%。销售商品取得现金 28.29 亿元，同比增长 74.70%。期末合同负债 2.35 亿元，同比下降 40.18%。期末应收账款 54.54 亿元，同比增长 52.61%。应收账款周转天数同比下降 132.99 天至 199.36 天。期末存货 18.53 亿元，同比上升 13.62%。存货周转天数同比下降 67.01 天至 83.94 天。2023Q2 经营活动现金流量净流入 7.08 亿元，同比增长 257.20%，环比增长 6448.23%。销售商品取得现金 18.36 亿元，同比增长 85.22%，环比增长 85.01%。期末合同负债 2.35 亿元，同比下降 40.18%，环比下降 3.36%。期末应收账款 54.54 亿元，同比增长 52.61%，环比增长 25.46%。应收账款周转天数同比下降 132.99 天至 199.36 天。期末存货 18.53 亿元，同比上升 13.62%，环比增长 33.53%。存货周转天数同比下降 67.01 天至 83.94 天。

图11: 2023Q2 经营活动现金净流入 7.08 亿元 (亿元, %)



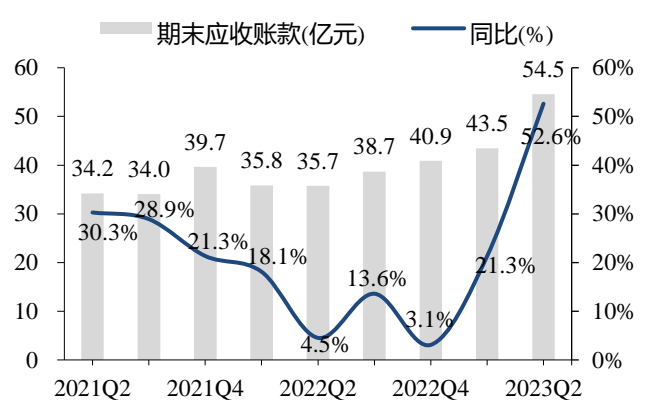
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023Q2 期末存货 18.53 亿元, 同比+13.62%(亿元, %)



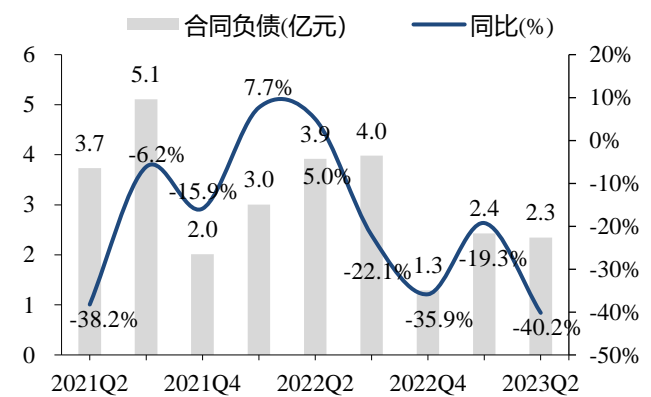
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q2 期末应收账款 54.54 亿元 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q2 期末合同负债 2.35 亿元 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于海风开工不及预期, 我们下调盈利预测, 我们预计 23-25 年归母净利 15.0/20.4/27.1 亿 (前值为 17.0/26.2/33.2 亿元), 同增 138/36/33%, 基于公司收购长风实现海工突破, 23H2 产能陆续释放, 给予 23 年 22 倍 PE, 对应目标价 18.3 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧。

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,193	11,736	15,115	20,683	营业总收入	6,738	11,167	16,225	24,010
货币资金及交易性金融资产	1,178	1,151	1,661	2,436	营业成本(含金融类)	5,460	8,811	13,063	19,359
经营性应收款项	4,935	6,289	8,699	12,546	税金及附加	37	45	65	96
存货	1,244	1,796	2,485	3,525	销售费用	33	39	65	84
合同资产	0	0	0	0	管理费用	184	291	454	624
其他流动资产	836	2,500	2,269	2,176	研发费用	36	41	65	84
非流动资产	11,690	13,469	15,773	18,374	财务费用	264	311	419	566
长期股权投资	284	284	284	284	加:其他收益	16	28	31	34
固定资产及使用权资产	7,178	9,622	11,859	14,170	投资净收益	7	6	178	7
在建工程	2,397	2,199	2,249	2,525	公允价值变动	(35)	16	10	5
无形资产	525	574	580	587	减值损失	(53)	(32)	(47)	(70)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	1	2	2
长期待摊费用	172	222	232	242	营业利润	659	1,648	2,268	3,175
其他非流动资产	1,134	570	569	568	营业外净收支	7	(1)	8	2
资产总计	19,883	25,205	30,888	39,058	利润总额	667	1,647	2,276	3,177
流动负债	6,760	8,203	10,318	15,397	减:所得税	51	165	250	477
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,719	3,842	4,914	8,185	净利润	616	1,483	2,026	2,701
经营性应付款项	2,693	2,897	3,865	5,304	减:少数股东损益	(13)	(11)	(10)	(5)
合同负债	129	264	392	581	归属母公司净利润	628	1,494	2,036	2,706
其他流动负债	219	1,200	1,147	1,327	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.35	0.83	1.13	1.51
非流动负债	4,808	7,541	9,541	10,541	EBIT	962	1,941	2,513	3,763
长期借款	3,925	6,425	8,225	9,025	EBITDA	1,419	3,212	4,242	5,993
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	18.97	21.10	19.49	19.37
租赁负债	60	260	460	660	归母净利率(%)	9.32	13.38	12.55	11.27
其他非流动负债	824	857	857	857	收入增长率(%)	(17.55)	65.73	45.29	47.98
负债合计	11,569	15,745	19,860	25,938	归母净利润增长率(%)	(52.03)	137.82	36.27	32.92
归属母公司股东权益	8,253	9,411	10,988	13,085					
少数股东权益	61	50	40	34					
所有者权益合计	8,314	9,460	11,028	13,120					
负债和股东权益	19,883	25,205	30,888	39,058					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	754	811	2,166	2,522	每股净资产(元)	4.58	5.22	6.10	7.26
投资活动现金流	(2,637)	(3,017)	(3,835)	(4,809)	最新发行在外股份(百万股)	1,797	1,797	1,797	1,797
筹资活动现金流	2,307	2,159	2,174	3,066	ROIC(%)	6.17	9.70	10.03	11.50
现金净增加额	424	(47)	506	779	ROE-摊薄(%)	7.61	15.87	18.53	20.68
折旧和摊销	457	1,271	1,728	2,230	资产负债率(%)	58.19	62.47	64.30	66.41
资本开支	(1,592)	(3,560)	(4,010)	(4,816)	P/E(现价&最新股本摊薄)	37.73	15.87	11.64	8.76
营运资本变动	(584)	(1,603)	(2,054)	(3,331)	P/B(现价)	2.88	2.53	2.16	1.82

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

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>