

天顺风能（002531.SZ）

海工盈利能力行业领先，导管架产能优势突出

买入

核心观点

前三季度业绩符合预期，净利润大幅增长。公司前三季度实现营收 64.07 亿元（同比+68.99%），归母净利润 7.20 亿元（同比+87.42%）；销售毛利率 22.05%（同比+0.68pct.），扣非销售净利率 10.89%（同比+0.07pct.）。

受多重短期因素影响，三季度业绩低于预期。三季度公司实现营收 20.98 亿元（同比+19.95%，环比-28.78%），归母净利润 1.40 亿元（同比+7.69%，环比-63.35%）；销售毛利率 20.27%（同比+1.8pct.，环比-1.1pct.），销售净利率 6.53%（同比-0.8pct.，环比-6.6pct.）。受一次性信用/资产减值计提、发电业务利润因偶发因素下滑、陆塔业务主动控制规模等因素影响，公司三季度业绩短期承压。

陆风类产品销量环比持平，海工业务单吨净利引领行业。我们估计，三季度公司陆塔销量约 11 万吨，环比持平，叶片类产品销量约 350 套，环比增长 18%。今年以来陆风塔筒行业盈利与回款压力较大，公司主动控制陆塔业务规模，保证业务质量。三季度公司海工产品销量约 3.7 万吨，受长风海工与上市公司会计准则差异影响三季度计提信用减值约 2500 万元，冲回减值后我们估计单吨净利约 2000 元，盈利能力引领行业。

公司国内外海工布局顺利推进，导管架产能优势突出。公司收购长风海工后产能快速扩张，目前江苏射阳单管桩工厂、江苏通州湾导管架工厂、广东揭阳导管架工厂、广东汕尾导管架配套工厂均已投入使用，广东阳江导管架及漂浮式工厂预计 24 年下半年投产、德国库克斯港单桩及漂浮式工厂预计 24 年底投产、福建漳州导管架及漂浮式工厂预计 25 年底投产。分产品看，导管架市场格局良好，盈利水平优于单桩与塔筒；公司导管架产能优势突出，未来盈利能力有望保持领先。

风险提示：国内风电建设进度不及预期；公司产能落地进度不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到今年以来国内风电建设进度和公司三季度发电业务情况，下调盈利预测。预计 2023-2025 年实现归母净利润 10.63/17.60/24.12 亿元（原预测值为 15.37/19.57/27.92 亿元），当前股价对应 PE 分别为 23/14/10 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,172	6,738	9,089	12,412	14,265
(+/-%)	0.9%	-17.5%	34.9%	36.6%	14.9%
净利润(百万元)	1310	628	1063	1760	2412
(+/-%)	24.8%	-52.0%	69.3%	65.5%	37.1%
每股收益(元)	0.73	0.35	0.59	0.98	1.34
EBIT Margin	17.4%	14.7%	17.5%	19.1%	21.5%
净资产收益率 (ROE)	16.7%	7.6%	11.5%	16.3%	18.8%
市盈率 (PE)	18.4	38.3	22.5	13.6	9.9
EV/EBITDA	18.4	25.8	15.1	11.6	9.4
市净率 (PB)	3.06	2.89	2.59	2.22	1.86

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·风电设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王晓声

010-88005231

S0980523050002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	13.34 元
总市值/流通市值	23970/23834 百万元
52 周最高价/最低价	17.15/11.70 元
近 3 个月日均成交额	198.09 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《天顺风能（002531.SZ）-上半年业绩同比高增，海工业务实现并表》——2023-09-01

《天顺风能（002531.SZ）-三大业务触底反弹，海工布局快速落地》——2023-05-07

《天顺风能（002531.SZ）-多重因素短时影响交付，下半年有望迎来量利齐增》——2022-08-21

《天顺风能（002531.SZ）-四季度迎来塔筒集中交付，“制造+零碳”双轮驱动打开远期空间》——2022-04-18

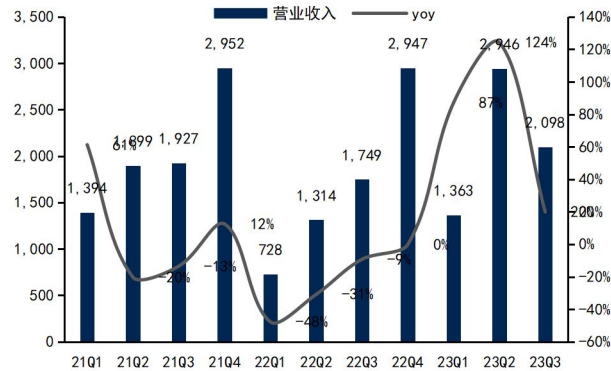
前三季度业绩符合预期，净利润大幅增长。公司前三季度实现营收 64.07 亿元（同比+68.99%），归母净利润 7.20 亿元（同比+87.42%），扣非净利润 6.98 亿元（同比+70.15%），销售毛利率 22.05%（同比+0.68pct.），扣非销售净利率 10.89%（同比+0.07pct.）。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



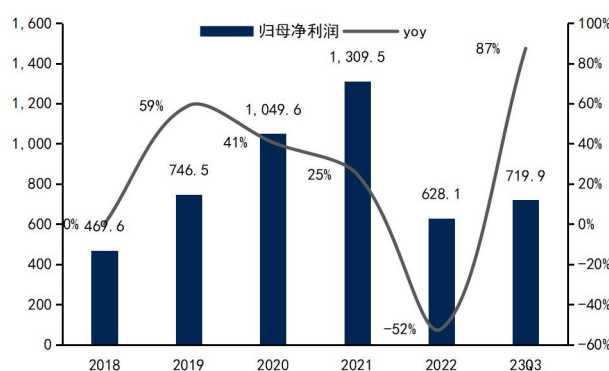
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



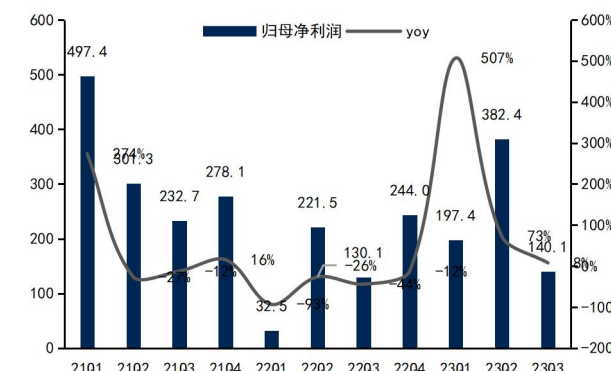
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



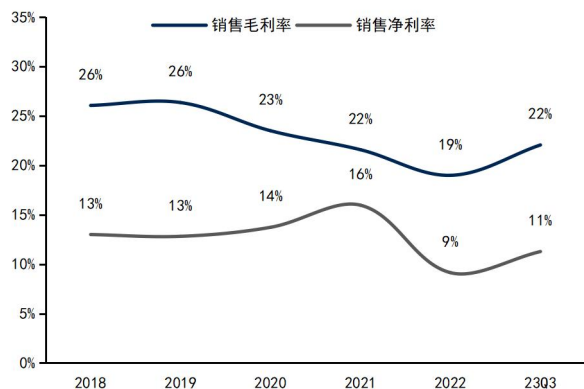
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



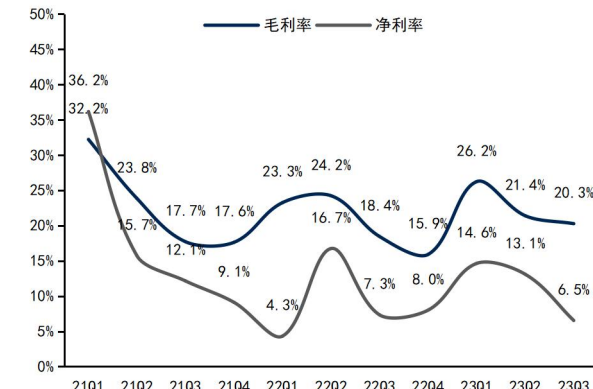
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

受多重短期因素影响，三季度业绩低于预期。三季度公司实现营收 20.98 亿元（同比+19.95%，环比-28.78%），归母净利润 1.40 亿元（同比+7.69%，环比-63.35%），扣非净利润 1.44 亿元（同比+0.41%，环比-60.31%），销售毛利率 20.27%（同比+1.83pct.，环比-1.12pct.），销售净利率 6.53%（同比-0.79pct.，环比-6.56pct.）。受一次性信用/资产减值计提、发电业务利润因偶发因素下滑、陆塔业务主动控制规模等因素影响，公司三季度业绩短期承压。

陆风类产品销量环比持平，海工业务单吨净利引领行业。我们估计，三季度公司陆塔销量约 11 万吨，环比持平，叶片类产品销量约 350 套，环比增长 18%。今年以来陆风塔筒行业盈利与回款压力较大，公司主动控制陆塔订单与销售规模，保证业务质量。三季度公司海工产品销量约 3.7 万吨，受长风海工与上市公司会计准则差异影响三季度计提信用减值约 2500 万元，冲回减值后我们估计单吨净利约 2000 元，盈利能力引领行业。

海风开发拐点在即，公司有望充分受益。今年以来受多重因素影响，江苏、广东等海上风电开发重点区域开工建设进度滞后；三季度以来，制约海风开发的痛点逐步解决，我们认为 2024 年海上风电有望迎来开工、招标景气共振。公司在江苏、广东均有成熟海工产能布局，相关项目开工有望带动公司出货量大幅提升。

公司国内外海工布局顺利推进，导管架产能优势显著。公司收购长风海工后产能快速扩张，目前国内江苏射阳单管桩工厂、江苏通州湾导管架工厂、广东揭阳导管架工厂、广东汕尾导管架配套工厂均已投入使用，另外广东阳江导管架及漂浮式工厂预计 2024 年下半年投产、德国库克斯港单桩及漂浮式工厂预计 2024 年底投产、福建漳州导管架及漂浮式工厂预计 2025 年底投产。分产品看，导管架市场格局良好，盈利水平优于单桩与塔筒；公司导管架产能优势突出，未来盈利能力有望保持领先。

主营业务假设变动情况说明：

1、陆塔业务

受今年以来陆上风电建设节奏略有滞后和公司主动控制业务规模控制风险影响，23 年陆塔销量预测从 60 万吨下调至 48 万吨，并下调 24-25 年陆塔销量。

2、海工业务

受江苏、广东重点海上风电项目开工进度延后影响，23 年海工销量预测从 25 万吨下调至 17 万吨。

3、叶片业务

受年中公司主要客户将采购模式从成品采购变更为来料加工影响，同时考虑年内玻纤、树脂等叶片主要原材料大幅降价，23 年叶片板块单套毛利有所下降。考虑到采购模式的变化具有持续性，下调 24-25 年叶片单套售价和毛利。

4、发电业务

受三季度山东地区来风情况较差和哈密地区部分风场所在区域电网扩容检修影响，将 23 年风电场平均利用小时数从 2350 小时下调至 2150 小时，因此发电收入和毛利率有所下降。考虑到公司河南濮阳、湖北沙洋风电场开发进度有所延后，小幅下调 24-25 年风电场运营规模。

表1: 主营业务收入及毛利预测 (单位: 百万元)

		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
陆上风电塔筒	营业收入	5,053	5,177	3,936	3,168	3,630	3,960
	yoy	11.2%	2.5%	-24.0%	-19.5%	14.6%	9.1%
	毛利润	875	625	449	456	523	570
	毛利率	24.7%	12.1%	11.4%	14.4%	14.4%	14.4%
	销量 (万吨)	59	63	50	48	55	60
海工业务	营业收入	-	-	-	1,428	4,200	4,980
	yoy	-	-	-	-	194.1%	18.6%
	毛利润	-	-	-	281	825	990
	毛利率	-	-	-	19.6%	19.6%	19.9%
	销量 (万吨)	-	-	-	17	50	60
叶片业务	营业收入	1,953	1,462	1,220	2,736	2,500	2,700
	yoy	331.2%	-25.1%	-16.6%	124.3%	-8.6%	8.0%
	毛利润	370	169	73	274	250	270
	毛利率	19.0%	11.6%	6.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	销量 (万吨)	10	10	10	10	10	10
发电业务	营业收入	710	1,051	954	1,339	1,503	1,993
	yoy	15.0%	47.9%	-9.1%	40.3%	12.2%	32.6%
	毛利润	472	735	617	914	1,058	1,480
	毛利率	66.5%	70.0%	64.6%	68.3%	70.4%	74.3%
	销量 (万吨)	10	10	10	10	10	10
合计	营业收入	8,100	8,172	6,738	9,089	12,412	14,265
	yoy	33.7%	0.9%	-17.5%	34.9%	36.6%	14.9%
	毛利润	1,940	1,768	1,279	2,022	2,874	3,609
	毛利率	23.5%	21.6%	19.0%	22.3%	23.2%	25.3%
	销量 (万吨)	10	10	10	10	10	10

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上, 2023-2025 年, 预计公司实现营业收入分别为 90.89/124.12/142.65 亿元
 (原预测值为 112.78/143.22/180.23 亿元), 毛利率分别为 22.3%/23.2%/25.3%。

投资建议: 下调盈利预测, 维持“买入”评级。考虑到今年以来国内风电建设进度和公司三季度发电业务情况, 下调盈利预测。预计 2023-2025 年实现归母净利润 10.63/17.60/24.12 亿元 (原预测值为 15.37/19.57/27.92 亿元), 当前股价对应 PE 分别为 23/14/10 倍, 维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (22A)	投资评级
				22A	23E	24E	22A	23E	24E		
002531.SZ	天顺风能	13.34	240	0.35	0.59	0.98	38.3	22.5	13.6	7.6	买入
002487.SZ	大金重工	27.69	177	0.81	1.38	2.16	34.2	20.1	12.8	6.9	
300129.SZ	泰胜风能	10.02	94	0.29	0.51	0.73	34.6	19.6	13.7	6.8	-
301155.SZ	海力风电	64.78	141	0.94	1.86	4.28	68.9	34.8	15.1	3.8	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 可比公司均采用 Wind 一致预测

财务预测与估值

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	1163	900	1200	1673	营业收入	8172	6738	9089	12412	14265
应收款项	4268	4258	4358	5951	6839	营业成本	6405	5459	7067	9538	10656
存货净额	976	1244	2490	2720	3127	营业税金及附加	42	37	55	67	74
其他流动资产	963	1461	1060	1431	1598	销售费用	26	33	50	60	72
流动资产合计	7038	8193	8917	11448	13400	管理费用	244	184	289	325	345
固定资产	6261	9506	8913	8314	7709	研发费用	31	36	60	70	70
无形资产及其他	373	525	504	483	462	财务费用	242	264	318	356	345
投资性房地产	1728	1375	1818	2482	2853	投资收益	286	7	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	300	284	284	284	284	资产减值及公允价值变动	(12)	(53)	(90)	(40)	(40)
资产总计	15700	19883	20436	23012	24709	其他收入	53	34	121	71	71
短期借款及交易性金融负债	2645	3719	3752	3154	2000	营业利润	1498	659	1181	1978	2684
应付款项	1634	2693	1214	1687	1901	营业外净收支	(9)	7	0	0	0
其他流动负债	233	219	233	321	361	利润总额	1489	667	1181	1978	2684
流动负债合计	4714	6760	5381	5410	4547	所得税费用	186	51	118	218	272
长期借款及应付债券	2160	3925	4925	5925	6425	少数股东损益	(6)	(13)	0	0	0
其他长期负债	977	884	884	884	884	归属于母公司净利润	1310	628	1063	1760	2412
长期负债合计	3137	4808	5808	6808	7308	现金流量表（百万元）					
负债合计	7850	11569	11190	12218	11855	净利润	1310	628	1063	1760	2412
少数股东权益	74	61	61	61	61	资产减值准备	(17)	(25)	(50)	(20)	(20)
股东权益	7776	8253	9185	10732	12793	折旧摊销	309	393	734	740	746
负债和股东权益总计	15700	19883	20436	23012	24709	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	242	264	318	356	345
每股收益	0.73	0.35	0.59	0.98	1.34	营运资本变动	(945)	257	(2400)	(1604)	(1189)
每股红利	0.08	0.07	0.12	0.20	0.27	其它	120	(498)	378	386	375
每股净资产	4.36	4.61	5.15	6.01	7.15	经营活动现金流	776	754	(275)	1261	2324
ROIC	11%	7%	9%	12%	14%	资本开支	(959)	(1592)	(120)	(120)	(120)
ROE	17%	8%	12%	16%	19%	其它投资现金流	517	(1045)	(453)	(675)	(381)
毛利率	22%	19%	22%	23%	25%	投资活动现金流	(442)	(2637)	(573)	(795)	(501)
EBIT Margin	17%	15%	17%	19%	22%	权益性融资	81	(8)	(6)	0	0
EBITDA Margin	21%	20%	26%	25%	27%	负债净变化	340	2722	1033	402	(654)
收入增长	1%	-18%	35%	37%	15%	支付股利、利息	(270)	(144)	(126)	(213)	(352)
净利润增长率	25%	-52%	69%	65%	37%	其它融资现金流	384	957	33	(598)	(1154)
资产负债率	50%	58%	55%	53%	48%	融资活动现金流	(90)	2307	585	(167)	(1351)
股息率	1.1%	0.6%	0.5%	0.9%	1.5%	现金净变动	244	424	(263)	300	473
P/E	18.36	38.28	22.54	13.62	9.94	货币资金的期初余额	710	739	1163	900	1200
P/B	3.06	2.89	2.59	2.22	1.86	货币资金的期末余额	739	1163	900	1200	1673
EV/EBITDA	18.40	25.79	15.14	11.63	9.39	企业自由现金流	(348)	(30)	(356)	1128	2196
						权益自由现金流	(219)	2449	392	1213	1231

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032