



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)	13.87
总股本/流通股本(亿股)	17.97 / 17.87
总市值/流通市值(亿元)	249 / 248
52周内最高/最低价	16.73 / 11.96
资产负债率(%)	58.2%
市盈率	39.63
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)

短期盈利承压，静待海风需求复苏

● 投资要点

**事件：**公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营收 64.07 亿元 (+69%)，实现归母净利润 7.20 亿元 (+87%)，实现扣非归母净利润 6.98 亿元 (+70%)；其中 Q3 单季度实现收入 20.98 亿元 (+20%)，实现归母净利润 1.40 亿元(+8%)，实现扣非归母净利润 1.44 亿元(+0%)，受陆上塔筒产能调整以及海风建设节奏延后影响，公司 Q3 单季度出货表现不及预期，同时受 Q3 国内来风较差影响，拖累发电板块盈利能力。

**海风板块：**2021 年抢装潮后，国内海风市场迎来两年低谷，对应装机规模在 5-6GW/年。站在当下时点来看，此前受政策、军事、航道等非经济性因素影响的海风项目，有望陆续取得审批上的突破，预期 23Q4 开始，国内海风项目将迎来密集启动，海风相关厂商的交付和订单有望迎来修复。基于对海风行业乐观的预期，公司加速海风装备基地的建设，预计到 2025 年底在国内形成超过 200 万吨的水下基础产能（分布在江苏、广东、福建、广西等省份），此外，德国基地有望在 2024 年底投产，到 2025 年底，公司全球范围内水下基础产能将超 250 万吨，强化领先地位。

**发电板块：**截止 2023 年三季度末，公司已并网电厂容量为 1.38GW，在核准/在建项目合计 800MW，包括湖北 600MW 以及河南 200MW。三季度国内来风情况较差，根据国家能源局的统计，三季度国内风电厂利用小时数为 428h，环比 Q2 下降 31%，同比下降 7%，同时短期电网的升级、调整也对公司风电场出力造成影响，此类突发事件导致 Q3 发电业务不及预期，拖累公司短期业绩。

● 盈利预测

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 11.93/17.03/24.08 亿元，对应 2023-25 年公司 PE 分别为 20.89x/14.64x/10.35x，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	9924	14537	19040
增长率 (%)	-17.55	47.29	46.48	30.98
EBITDA (百万元)	1418.79	2419.14	3086.06	4011.55
归属母公司净利润 (百万元)	628.14	1193.20	1702.77	2408.18
增长率 (%)	-52.03	89.96	42.71	41.43
EPS (元/股)	0.35	0.66	0.95	1.34
市盈率 (P/E)	39.68	20.89	14.64	10.35
市净率 (P/B)	3.02	2.69	2.27	1.86
EV/EBITDA	23.83	13.20	10.52	8.05

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
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	6738	9924	14537	19040	营业收入	-17.5%	47.3%	46.5%	31.0%
营业成本	5460	7831	11930	15369	营业利润	-56.0%	106.2%	42.7%	41.4%
税金及附加	37	50	73	95	归属于母公司净利润	-52.0%	90.0%	42.7%	41.4%
销售费用	33	50	58	95	<b>获利能力</b>				
管理费用	184	268	349	457	毛利率	19.0%	21.1%	17.9%	19.3%
研发费用	36	50	73	95	净利率	9.3%	12.0%	11.7%	12.6%
财务费用	264	238	252	270	ROE	7.6%	12.9%	15.5%	18.0%
资产减值损失	-14	-20	0	0	ROIC	5.5%	7.3%	8.6%	10.5%
<b>营业利润</b>	<b>659</b>	<b>1359</b>	<b>1939</b>	<b>2742</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	11	0	0	0	资产负债率	58.2%	59.9%	60.8%	58.7%
营业外支出	3	0	0	0	流动比率	1.21	1.27	1.40	1.55
<b>利润总额</b>	<b>667</b>	<b>1359</b>	<b>1939</b>	<b>2742</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	51	163	233	329	应收账款周转率	1.67	2.35	2.70	2.57
<b>净利润</b>	<b>616</b>	<b>1196</b>	<b>1706</b>	<b>2413</b>	存货周转率	6.07	7.79	8.83	8.37
<b>归母净利润</b>	<b>628</b>	<b>1193</b>	<b>1703</b>	<b>2408</b>	总资产周转率	0.38	0.46	0.56	0.63
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.35</b>	<b>0.66</b>	<b>0.95</b>	<b>1.34</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.35	0.66	0.95	1.34
货币资金	1163	2819	3776	4470	每股净资产	4.59	5.16	6.11	7.45
交易性金融资产	14	14	14	14	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	4258	4599	6764	8878	PE	39.68	20.89	14.64	10.35
预付款项	51	78	119	154	PB	3.02	2.69	2.27	1.86
存货	1244	1305	1988	2561	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>8193</b>	<b>10336</b>	<b>14543</b>	<b>18312</b>	净利润	616	1196	1706	2413
固定资产	7109	9225	10181	10958	折旧和摊销	457	823	895	999
在建工程	2397	2238	1987	1811	营运资本变动	-593	-278	-1545	-1618
无形资产	525	525	525	525	其他	275	340	244	300
<b>非流动资产合计</b>	<b>11690</b>	<b>12955</b>	<b>13660</b>	<b>14260</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>754</b>	<b>2081</b>	<b>1301</b>	<b>2094</b>
<b>资产总计</b>	<b>19883</b>	<b>23291</b>	<b>28203</b>	<b>32572</b>	资本开支	-1592	-2800	-1571	-1600
短期借款	2695	2695	3195	3195	其他	-1045	728	35	46
应付票据及应付账款	2693	2828	4308	5550	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2637</b>	<b>-2072</b>	<b>-1536</b>	<b>-1554</b>
其他流动负债	1372	2631	2857	3071	股权融资	0	-175	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>6760</b>	<b>8155</b>	<b>10360</b>	<b>11816</b>	债务融资	2981	2076	1500	500
其他	4808	5796	6796	7296	其他	-674	-254	-308	-346
<b>非流动负债合计</b>	<b>4808</b>	<b>5796</b>	<b>6796</b>	<b>7296</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2307</b>	<b>1646</b>	<b>1192</b>	<b>154</b>
<b>负债合计</b>	<b>11569</b>	<b>13950</b>	<b>17156</b>	<b>19112</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>424</b>	<b>1656</b>	<b>956</b>	<b>694</b>
股本	1803	1797	1797	1797					
资本公积金	1674	1505	1505	1505					
未分配利润	4379	5393	6840	8887					
少数股东权益	61	63	67	72					
其他	397	583	838	1199					
<b>所有者权益合计</b>	<b>8314</b>	<b>9341</b>	<b>11047</b>	<b>13460</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>19883</b>	<b>23291</b>	<b>28203</b>	<b>32572</b>					

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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