

## 海风并表增厚盈利，海工产能布局优势明显

### 核心观点：

- 事件：**4月26日，公司发布23年年度报告和24Q1季度报告。公司2023年实现收入77.27亿，同比+14.67%，归母净利润7.95亿，同比+26.53%，扣非净利润7.64亿，同比+20.45%，EPS0.44元。24Q1单季实现营业收入10.54亿元，同比-22.67%，环比-20.18%，归母净利润1.48亿元，同比-24.83%，环比+97.06%；扣非归母净利1.5亿元，同比-21.07%，环比+124.70%。
- 海工产能持续扩张。**2023年海工业务实现营收15.11亿元，毛利率16.33%。公司已形成“1+7”的全球风电海工生产基地布局，覆盖渤海湾、长三角、珠三角、日韩、东南亚、中东、欧洲等全球主要市场。目前公司具备95万吨/年的海工产能，包括江苏盐城射阳基地20万吨（单桩为主）、江苏南通通州湾基地25万吨（导管架为主）、广东揭阳惠来基地30万吨（导管架为主）、广东汕尾基地20万吨（导管架为主）。在建产能有德国海工50万吨、射阳二期30万吨和阳江30万吨等海工基地，漳州基地也在前期规划准备中。公司预计2024/2025年底海风总产能将达到200/250万吨。我们预计2024年/2025年海风装机约10-12GW/16-18GW，公司有望进一步加强在海上风电水下基础（单管桩、导管架）及漂浮式平台等领域的区位优势 and 产能优势竞争地位，实现量利高增。
- 电站运营开发成为第二增长级。**2023年公司在营风电场并网容量1.38GW，销售电量31.94亿千瓦时，同比+64.92%，发电业务实现营收12.5亿元，同比+30.6%，上网电量和发电收入的大幅增长主要得益于内蒙古兴和县500MW风电项目顺利并网、2023年平均风速和利用时间高于同期。公司将继续聚焦于北方、华中、华东、华南等地区，推动新能源资源开发，目前湖北省沙洋县的200MW风电项目正在推进，另有600MW风电项目正在积极筹备开工，未来高毛利的下游风电投资开发业务有望成为第二增长级。
- 陆塔战略性收缩，塔桩叶片销量下滑。**2023年风塔实现营收32.01亿元，同比-18.65%，毛利率12.9%，同比+1.48Pcts；叶片及模具实现营收15.67亿元，同比-8.31%，毛利率12%，同比+1.67Pcts。公司销售塔筒45万吨，叶片1601片和模具47套，分别同比下降9.15%/17.18%/44.71%。根据公司战略方向，陆塔不再以规模作为主要目标，将更关注精细化管理以及良好的经营性现金流管理。此外，零碳复材板块在2023年实现了拉挤板大梁的批量生产，目前常熟基地一期已落地调试完成92条拉挤板生产线，并将持续拓展玻纤、碳纤维复合材料在船舶、航空领域的开发及应用。
- 盈利能力明显提升，经营性现金流改善。**2023年公司毛利率22.81%，同比+3.83pcts；净利率10.29%，同比+0.96pcts；经营性现金流18.29亿，同比+142.67%。24Q1毛利率30.39%，同比+4.16pcts，环比+3.89pcts；净利率14.12%，同比-0.51pcts，环比+9.60pcts。我们认为盈利提升来自于公司并入长风后，供应链采购优势明显，规模化摊薄费用，同时高毛利导管架产品占比提升。
- 投资建议：**作为风塔细分领域龙头，一方面，公司通过产能扩张不断巩固全球领先优势，开启新一轮“两海”布局，国内外业务齐发力，另一方面，在风电产业链内积极进行相关多元化业务布局，形成新能源从制造、发电、应用全产业链闭环生态。我们预计公司2024/2025年营收97.94亿元/130.77亿元，净利润13.68亿元/21.87亿元，EPS为0.76元/1.22元，对应当前股价的PE为12.35倍/7.72倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**海风政策变化带来的风险；风电招标量或装机量不达预期的风险；产能投产不及预期的风险；塔筒市场竞争格局恶化导致产品利润率大幅下滑的风险。

## 天顺风能（002531.SZ）

### 推荐（维持评级）

#### 分析师

周然

☎：(8610) 8092 7636

✉：zhouan@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130514020001

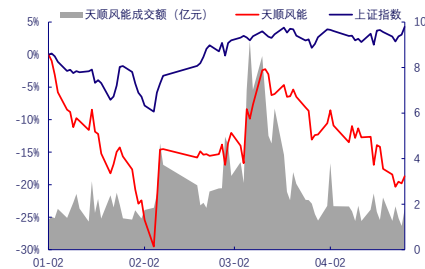
研究助理

黄林

☎：(8610) 8092 7687

✉：huanglin\_yj@chinastock.com.cn

#### 公司股价表现



资料来源：wind，中国银河证券研究院

市场数据	2024-4-26
收盘价	9.40
一年内最高价	16.36
一年内最低价	8.15
上证指数	3,088.64
总股本（亿股）	17.97
实际流通股（亿股）	17.87
流通股市值（亿元）	167.97

资料来源：wind，中国银河证券研究院

#### 相关研究

1、【银河电新周然团队】公司点评-天顺风能（002531）-风电行业回暖，公司步入收获期\_230828

2、【银河电新周然团队】公司点评-天顺风能（002531）-公司总体经营较平稳，改善现金流意图明显\_181024

表：财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>9591.11</b>	<b>10189.81</b>	<b>13182.05</b>	<b>18048.76</b>	<b>营业收入</b>	<b>7726.62</b>	<b>9793.71</b>	<b>13077.14</b>	<b>17728.68</b>
现金	822.64	454.19	510.21	1257.70	营业成本	5964.01	7466.98	9629.20	12522.03
应收账款	5076.69	5944.23	7937.09	10760.31	营业税金及附加	41.15	53.19	71.02	96.28
其它应收款	132.52	129.31	172.66	234.08	营业费用	43.47	52.54	72.77	98.66
预付账款	213.05	69.89	90.13	117.20	管理费用	265.03	352.57	483.85	655.96
存货	2275.07	1701.77	2194.55	2853.84	财务费用	360.22	357.66	391.09	412.63
其他	1071.14	1890.43	2277.41	2825.64	资产减值损失	-35.93	-3.00	-4.00	-2.54
<b>非流动资产</b>	<b>14719.45</b>	<b>15707.91</b>	<b>16662.08</b>	<b>17492.74</b>	公允价值变动收益	13.15	0.00	0.00	0.00
长期投资	310.48	252.19	211.53	162.76	投资净收益	-5.59	15.72	21.58	0.00
固定资产	9718.37	10001.73	10325.02	10451.21	<b>营业利润</b>	<b>890.96</b>	<b>1464.81</b>	<b>2368.44</b>	<b>3833.95</b>
无形资产	891.61	984.02	1090.42	1181.61	营业外收入	1.00	0.00	0.00	0.00
其他	3799.00	4469.96	5035.10	5697.16	营业外支出	5.14	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>24310.56</b>	<b>25897.72</b>	<b>29844.13</b>	<b>35541.50</b>	<b>利润总额</b>	<b>886.82</b>	<b>1464.81</b>	<b>2368.44</b>	<b>3833.95</b>
<b>流动负债</b>	<b>7960.67</b>	<b>8229.24</b>	<b>10032.21</b>	<b>12259.87</b>	所得税	105.08	124.51	225.00	364.22
短期借款	1814.66	2392.47	2970.27	3548.08	净利润	781.73	1340.30	2143.44	3469.72
应付账款	3601.51	3042.35	3923.32	5101.98	少数股东损益	-13.50	-27.45	-43.90	-71.07
其他	2544.50	2794.42	3138.61	3609.81	<b>归属母公司净利润</b>	<b>795.23</b>	<b>1367.76</b>	<b>2187.34</b>	<b>3540.79</b>
<b>非流动负债</b>	<b>7416.55</b>	<b>7394.24</b>	<b>7394.24</b>	<b>7394.24</b>	EBITDA	1891.17	2665.68	3865.45	5296.73
长期借款	6509.48	6509.48	6509.48	6509.48	EPS（元）	0.44	0.76	1.22	1.97
其他	907.07	884.77	884.77	884.77	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>15377.21</b>	<b>15623.48</b>	<b>17426.45</b>	<b>19654.11</b>	营业收入	14.67%	26.75%	33.53%	35.57%
少数股东权益	47.80	20.35	-23.55	-94.62	营业利润	35.19%	64.41%	61.69%	61.88%
归属母公司股东权益	8885.55	10253.88	12441.22	15982.01	归属母公司净利润	26.53%	71.99%	59.92%	61.88%
<b>负债和股东权益</b>	<b>24310.56</b>	<b>25897.72</b>	<b>29844.13</b>	<b>35541.50</b>	毛利率	22.81%	23.76%	26.37%	29.37%
<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	净利率	10.29%	13.97%	16.73%	19.97%
<b>经营活动现金流</b>	<b>1829.05</b>	<b>1238.85</b>	<b>1924.23</b>	<b>2479.96</b>	ROE	8.95%	13.34%	17.58%	22.15%
净利润	781.73	1340.30	2143.44	3469.72	ROIC	5.86%	7.98%	10.57%	13.89%
折旧摊销	631.70	843.21	1105.91	1050.15	资产负债率	63.25%	60.33%	58.39%	55.30%
财务费用	372.36	380.69	403.81	426.92	净负债比率	102.92%	98.95%	86.07%	66.21%
投资损失	5.59	-15.72	-21.58	0.00	流动比率	1.20	1.24	1.31	1.47
营运资金变动	-108.82	-1302.17	-1711.05	-2469.38	速动比率	0.80	0.93	1.01	1.17
其它	146.49	-7.46	3.69	2.54	总资产周转率	0.35	0.39	0.47	0.54
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3156.35</b>	<b>-1815.54</b>	<b>-2042.20</b>	<b>-1883.36</b>	应收账款周转率	1.69	1.78	1.88	1.90
资本支出	-1005.80	-1895.16	-2104.43	-1932.13	应付账款周转率	2.05	2.25	2.76	2.77
长期投资	-2298.66	58.29	40.65	48.77	每股收益	0.44	0.76	1.22	1.97
其他	148.11	21.34	21.58	0.00	每股经营现金	1.02	0.69	1.07	1.38
<b>筹资活动现金流</b>	<b>949.36</b>	<b>209.09</b>	<b>174.00</b>	<b>150.88</b>	每股净资产	4.94	5.71	6.92	8.89
短期借款	-880.59	577.80	577.80	577.80	P/E	21.24	12.35	7.72	4.77
<b>现金净增加额</b>	<b>-377.70</b>	<b>-368.45</b>	<b>56.02</b>	<b>747.48</b>	P/B	1.90	1.65	1.36	1.06

资料来源：wind，中国银河证券研究院

### 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

周然，工商管理学硕士。2010年11月加盟银河证券研究部，先后从事电力、环保、燃气、电力设备及新能源行业分析师工作，目前担任电新团队负责人。2020年、2019年获金融界量化评选最佳分析师第2名；2019年、2016年新财富最佳分析师第9名；2014年卖方分析师水晶球奖第4名；2013年团队获新财富第5名，水晶球奖第5名；2012年新财富第6名。曾任职于美国汇思讯（Christensen）的亚利桑纳州总部及北京分部，从事金融咨询（IR）和市场营销的客户主任工作。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐曼玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn