

天顺风能 (002531)

2023 年报及 2024 一季报点评: 完善海工国内外布局, 推进结构转型未来可期  
买入 (维持)

2024 年 04 月 30 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 郭亚男

执业证书: S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	6,738	7,727	10,308	12,809	16,060
同比 (%)	(17.55)	14.67	33.40	24.27	25.38
归母净利润 (百万元)	628.51	795.23	1,357.39	1,804.27	2,231.65
同比 (%)	(52.00)	26.53	70.69	32.92	23.69
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.35	0.44	0.76	1.00	1.24
P/E (现价 & 最新摊薄)	26.87	21.24	12.44	9.36	7.57

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报, 2023 年实现营收 77.27 亿元, 同增 15%; 归母净利润 7.95 亿元, 同增 27%。其中 2023Q4 营收 13.2 亿元, 同环降 55%/37%; 归母净利润 0.75 亿元, 同环降 69%/46%。2023 年毛利率为 22.8%, 同增 3.8pct, 归母净利率为 10.3%, 同增 1.0pct; 2023Q4 毛利率 26.5%, 同环增 10.6/6.2pct; 归母净利率 5.7%, 同环降 2.6/1.0pct。2024Q1 营收 10.54 亿元, 同降 23%; 归母净利润 1.48 亿元, 同降 25%; 毛利率 30.4%, 同环增 4.2/3.9pct。2023 年业绩不及预期, 主要系海风开工滞缓及部分项目确收延期, 同时风场投运转固折旧摊销增加。
- **23 年海工出货 12 万吨、毛利率 16%、24Q1 淡季未出货。** 2023 年海工出货 12.2 万吨, 毛利率 16.3%。2024Q1 公司海工未出货, 主要系行业淡季开工较少。公司 2023 年底形成 95 万吨海工产能 (射阳 20 万吨、通州湾 25 万吨、揭阳 30 万吨、汕尾 20 万吨), 我们预计 2024 年有望新增射阳二期 30 万吨, 阳江 30 万吨, 德国 50 万吨工厂融资受阻, 预计投产期延后至 25 年中旬。2024/1/30 公司公告中标华能临高管桩 1.45 亿元, 江苏龙源项目已获积极进展, 2024 年公司有望形成出货, 此外公司南部海工布局充分, 南部十四五末期海风规划量大, 有望充分受益其高质量增长。
- **陆塔业务收缩、叶片转型升级。** 2023 年陆塔出货 45 万吨, 同降 9%, 毛利率 13%, 同增 1.5pct; 叶片 2023 年出货约 534 套 (模具 47 套), 毛利率 12%, 同增 1.7pct。2024Q1 陆塔出货 4.5 万吨, 亏损系北方冬歇期, 产销量低导致。2024Q1 叶片出货 130 套 (模具 10 套), 测算毛利率 13% 左右。近年来, 随风机大型化推进, 陆塔及叶片竞争加剧, 盈利能力下降, 公司计划收缩陆塔业务规模, 并推动叶片业务转型。2024/4/29 公司公告与中国船舶科研中心签署无人地效翼船结构及总装合同, 金额 0.35 亿元, 此项标示着公司叶片业务转型升级迈出了重要的第一步!
- **发电收入亮眼、24 年预计新增 200MW。** 发电 2023 年收入 12.5 亿元, 同增 30%, 毛利率 65%, 同比微增, 2024Q1 收入 3.3 亿元, 毛利率 68%。2023 年底电站在手 1.38GW, 在建 800MW, 沙洋 200MW 风场预计 2024 年中并网, 另有 600MW 风电项目 2024 年计划开工建设, 可在远期贡献增量!
- **经营现金流持续改善、24Q1 合同负债大幅提升。** 2023 年期间费用率 9.3%, 同增 1.7pct; 23Q4/24Q1 费用率 14.3%/17.2%, 环增 4.6/3.0pct, 主要系收入规模下降。23Q4/24Q1 经营活动现金流分别 8.8/5 亿元, 同增 25%/4521%, 加强贷款管理, 回款改善明显。2023 年减值 1.64 亿元 (资产 0.36/信用 1.28 亿元), 主要来自海工应收账款计提 0.7 亿元, 24Q1 已冲回信用减值 0.41 亿元。24Q1 合同负债 7.9 亿元, 环比翻倍增长, 主要系 Q2 海工进入交付旺季, 交付期前预收款增加。
- **盈利预测与投资评级:** 基于海风开工不及预期, 我们下调公司 2024-2025 年盈利预测, 我们预计 2024-2026 年归母净利润 13.6/18.0/22.3 亿 (24/25 年前值 20.4/27.1 亿元), 同增 71%/33%/24%, 对应 PE 12x/9x/8x, 考虑公司收购长风实现海工 0-1 突破, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产能扩张不及预期, 原材料价格大幅上涨、行业竞争格局恶化。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.34
一年最低/最高价	7.90/17.15
市净率(倍)	2.06
流通 A 股市值(百万元)	18,476.20
总市值(百万元)	18,579.73

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.03
资产负债率(%LF)	63.61
总股本(百万股)	1,796.88
流通 A 股(百万股)	1,786.87

相关研究

《天顺风能(002531): 2023 年三季报点评: Q3 业绩不及市场预期, 海工毛利率提升明显》

2023-11-01

《天顺风能(002531): 天顺风能: Q2 收购长风海工实现 0-1, 海陆双驱动量利增长》

2023-09-03

## 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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>9,591</b>	<b>11,268</b>	<b>13,652</b>	<b>17,141</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,727</b>	<b>10,308</b>	<b>12,809</b>	<b>16,060</b>
货币资金及交易性金融资产	828	1,049	1,303	1,629	营业成本(含金融类)	5,964	7,951	9,658	12,150
经营性应收款项	5,625	6,950	8,214	10,309	税金及附加	41	55	51	64
存货	2,275	2,425	3,025	3,970	销售费用	43	45	51	64
合同资产	0	0	0	0	管理费用	265	330	448	530
其他流动资产	864	844	1,111	1,232	研发费用	53	57	51	64
<b>非流动资产</b>	<b>14,719</b>	<b>15,990</b>	<b>15,656</b>	<b>18,560</b>	财务费用	360	437	476	614
长期股权投资	310	310	310	310	加:其他收益	46	30	29	33
固定资产及使用权资产	9,926	10,667	10,736	12,759	投资净收益	(6)	20	19	24
在建工程	1,148	1,324	912	1,706	公允价值变动	13	10	10	10
无形资产	892	932	931	1,009	减值损失	(164)	26	(20)	(29)
商誉	1,905	1,905	1,905	1,905	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	233	283	293	303	<b>营业利润</b>	<b>891</b>	<b>1,518</b>	<b>2,112</b>	<b>2,612</b>
其他非流动资产	305	570	569	568	营业外净收支	(4)	(1)	(1)	(1)
<b>资产总计</b>	<b>24,311</b>	<b>27,258</b>	<b>29,308</b>	<b>35,701</b>	<b>利润总额</b>	<b>887</b>	<b>1,517</b>	<b>2,111</b>	<b>2,611</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,961</b>	<b>7,582</b>	<b>8,543</b>	<b>10,518</b>	减:所得税	105	167	317	392
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,417	3,269	2,220	3,211	<b>净利润</b>	<b>782</b>	<b>1,350</b>	<b>1,794</b>	<b>2,219</b>
经营性应付款项	3,952	3,812	5,515	6,381	减:少数股东损益	(14)	(7)	(10)	(12)
合同负债	390	239	461	472	<b>归属母公司净利润</b>	<b>795</b>	<b>1,357</b>	<b>1,804</b>	<b>2,232</b>
其他流动负债	202	262	347	454	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.44	0.76	1.00	1.24
非流动负债	7,417	9,699	9,399	12,099	EBIT	1,259	1,870	2,549	3,188
长期借款	6,509	8,509	8,009	10,509	EBITDA	1,891	3,478	4,417	5,396
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.81	22.86	24.60	24.35
租赁负债	91	391	591	791	归母净利率(%)	10.29	13.17	14.09	13.90
其他非流动负债	816	799	799	799	收入增长率(%)	14.67	33.40	24.27	25.38
<b>负债合计</b>	<b>15,377</b>	<b>17,280</b>	<b>17,942</b>	<b>22,617</b>	归母净利润增长率(%)	26.53	70.69	32.92	23.69
归属母公司股东权益	8,886	9,938	11,336	13,065					
少数股东权益	48	40	31	18					
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,933</b>	<b>9,978</b>	<b>11,366</b>	<b>13,084</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>24,311</b>	<b>27,258</b>	<b>29,308</b>	<b>35,701</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,829	1,645	3,927	2,679	每股净资产(元)	4.94	5.53	6.31	7.27
投资活动现金流	(3,156)	(2,887)	(1,505)	(5,078)	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	949	1,449	(2,173)	2,723	ROIC(%)	6.35	8.10	9.77	10.89
现金净增加额	(378)	208	249	324	ROE-摊薄(%)	8.95	13.66	15.92	17.08
折旧和摊销	632	1,608	1,869	2,208	资产负债率(%)	63.25	63.40	61.22	63.35
资本开支	(1,006)	(2,561)	(1,521)	(5,101)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.24	12.44	9.36	7.57
营运资本变动	(109)	(1,665)	(146)	(2,209)	P/B(现价)	1.90	1.70	1.49	1.29

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>