

天顺风能(002531.SZ)

战略转型成效显著，海工和零碳业务有望持续成长

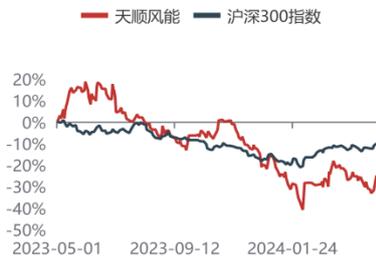
推荐（维持）

股价：10.38元

主要数据

行业	电力设备及新能源
公司网址	www.titanwind.com.cn
大股东/持股	上海天神投资管理有限公司/29.52%
实际控制人	严俊旭
总股本(百万股)	1,797
流通A股(百万股)	1,787
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	187
流通A股市值(亿元)	185
每股净资产(元)	5.03
资产负债率(%)	63.6

行情走势图



证券分析师

皮秀
投资咨询资格编号
S1060517070004
PIXIU809@pingan.com.cn



事项：

公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报，2023 年实现营收 77.27 亿元，同比（相对追溯调整后的 2022 年数据，下同）增长 14.67%，归母净利润 7.95 亿元，同比增长 26.53%，扣非后净利润 7.64 亿元，同比增长 20.39%；EPS 0.44 元，拟每 10 股派发现金红利 0.75 元（含税）；2024 年一季度实现营收 10.54 亿元，同比减少 22.67%，归母净利润 1.48 亿元，同比减少 24.83%。

平安观点：

■ **各业务板块分化，海工和发电业务推动 2023 年业绩增长。**2023 年公司各细分板块分化较为明显：1）传统的塔筒板块出货量约 45 万吨，对应收入 32.02 亿元（同比下降 19%），毛利率提升 1.48 个百分点至 12.9%；2）叶片板块收入 15.68 亿元（同比下降 8%），毛利率小幅提升至 12%；3）发电板块收入 12.46 亿元（同比增长 31%），主要因为内蒙兴和 500MW 风电场于 2023 年初并网并贡献收入增量，毛利率 64.81%，相对平稳；4）海工板块收入 15.11 亿元，毛利率 16.33%，海工是公司 2023 年完成对长风光收购后新打造的业务板块，2023 年贡献净利润约 1.2 亿元。整体来看，零碳业务和新布局的海工业务推动公司 2023 年收入和利润规模的成长，这两块业务也将是公司未来发展的重心且潜力较大。传统的塔筒业务和叶片业务在 2023 年有所下滑，未来大概率也不再以规模作为主要追求目标，而是更加关注精细化管理及良好的经营性现金流管理，我们预计 2024 年塔筒和叶片业务在 2023 年基础上平稳发展。

■ **着力强化海工业务，未来有望成为公司核心业绩增长点。**产能方面，目前公司风电海工业务已有四大基地陆续投产，包括江苏盐城射阳基地 20 万吨、江苏南通通州湾基地 25 万吨、广东揭阳惠来基地 30 万吨、广东汕尾基地 20 万吨的产能；同时，射阳二期 30 万吨、广东阳江基地 30 万吨和欧洲德国基地 50 万吨的产能处于建设之中，有望在 2024-2025 年陆续投产；另外福建漳州基地处于前期规划准备阶段。产品类型方面，公司兼具单桩和导管架的生产能力，公司在广东的多个生产基地主要生产导管架产品，未来广东等地海上风电项目离岸化、深水化特征明显，导管架的渗透

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,738	7,727	9,498	10,930	12,130
YOY(%)	-17.5	14.7	22.9	15.1	11.0
净利润(百万元)	628	795	1,264	1,642	2,126
YOY(%)	-52.0	26.6	58.9	29.9	29.5
毛利率(%)	19.0	22.8	23.6	24.8	26.8
净利率(%)	9.3	10.3	13.3	15.0	17.5
ROE(%)	7.6	8.9	12.5	14.0	15.5
EPS(摊薄/元)	0.35	0.44	0.70	0.91	1.18
P/E(倍)	29.7	23.5	14.8	11.4	8.8
P/B(倍)	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4

率有望提升，公司基于导管架产能的前瞻布局有望深度受益。海外拓展方面，欧洲等海外海风市场快速发展，未来管桩环节有望呈现长时间维度的供应紧缺，目前公司德国基地正处于建设之中，通州湾基地也具备出口潜力，未来出口业务的量利均值得期待。我们估算 2023 年公司海工业务出货量约 12 万吨，未来具有很大的成长空间。

- **零碳业务利润贡献有望进一步增长。**截至 2023 年底，公司在营风电场并网容量 1383.8MW，同比增加 500MW，实现营业收入 12.5 亿元，同比增长约 31%。目前，公司位于湖北省沙洋县的 200MW 风电项目正在建设中，有望于 2024 年内并网并贡献发电收益，另有 600MW 风电项目筹备开工。未来公司将集中投入资源进行重点区域的资源开发，为后续的风电项目建设、后市场运维等业务奠定基础。整体来看，随着新的风电场建设投运，零碳业务的业绩贡献将进一步成长。
- **投资建议。**考虑公司业务重心的调整以及海工业务推进情况，调整公司盈利预测，预计公司 2024-2025 年归母净利润分别为 12.64、16.42 亿元（原预测 18.52、24.15 亿元），新增 2026 年盈利预测 21.26 亿元，动态 PE 分别为 14.8、11.4、8.8 倍。公司目前处于核心业务的战略调整期，传统的塔筒和叶片业务受到一定影响，公司着力强化海工业务，产能布局完善，尤其在导管架方面优势较为突出，未来将受益于国内外海上风电大发展，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示。**(1)公司塔筒等业务的盈利水平受钢材等原材料价格影响较大，如果原材料价格单边上行，可能造成不利影响；(2)海外贸易政策以及汇率波动都可能对公司海外业务造成不利影响；(3)制造板块竞争加剧和盈利水平不及预期风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,591	9,597	10,711	11,493
现金	823	950	1,093	1,213
应收票据及应收账款	5,412	5,656	6,209	6,558
其他应收款	133	119	137	153
预付账款	213	147	169	188
存货	2,275	1,842	2,088	2,256
其他流动资产	736	883	1,015	1,126
非流动资产	14,719	14,558	14,307	14,006
长期投资	310	312	314	316
固定资产	9,926	9,993	9,988	9,849
无形资产	892	861	840	810
其他非流动资产	3,591	3,391	3,165	3,031
资产总计	24,311	24,154	25,018	25,499
流动负债	7,961	7,355	7,445	6,718
短期借款	1,815	2,071	1,452	229
应付票据及应付账款	3,952	3,413	3,868	4,179
其他流动负债	2,194	1,871	2,126	2,310
非流动负债	7,417	6,666	5,880	5,068
长期借款	6,600	5,850	5,063	4,252
其他非流动负债	816	816	816	816
负债合计	15,377	14,021	13,325	11,786
少数股东权益	48	30	7	-23
股本	1,797	1,797	1,797	1,797
资本公积	1,493	1,493	1,494	1,496
留存收益	5,596	6,814	8,395	10,444
归属母公司股东权益	8,886	10,103	11,686	13,736
负债和股东权益	24,311	24,154	25,018	25,499

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,808	1,828	2,731	3,182
净利润	782	1,246	1,619	2,097
折旧摊销	611	1,011	1,084	1,037
财务费用	360	330	291	219
投资损失	6	-7	-7	-7
营运资金变动	-109	-741	-261	-167
其他经营现金流	159	-11	5	4
投资活动现金流	-3,156	-830	-830	-731
资本支出	1,023	830	832	734
长期投资	-2,300	0	0	0
其他投资现金流	-1,879	-1,660	-1,662	-1,465
筹资活动现金流	949	-870	-1,758	-2,331
短期借款	-881	257	-620	-1,223
长期借款	2,616	-750	-786	-812
其他筹资现金流	-786	-377	-351	-297
现金净增加额	-398	127	143	120

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,727	9,498	10,930	12,130
营业成本	5,964	7,256	8,223	8,885
税金及附加	41	50	58	64
营业费用	43	53	61	68
管理费用	265	290	334	370
研发费用	53	59	68	75
财务费用	360	330	291	219
资产减值损失	-36	-20	-23	-26
信用减值损失	-128	-77	-88	-98
其他收益	46	46	46	46
公允价值变动收益	13	0	1	2
投资净收益	-6	7	7	7
资产处置收益	2	0	0	0
营业利润	891	1,416	1,838	2,380
营业外收入	1	8	8	8
营业外支出	5	10	10	10
利润总额	887	1,414	1,836	2,378
所得税	105	168	218	282
净利润	782	1,246	1,619	2,097
少数股东损益	-14	-18	-23	-30
归属母公司净利润	795	1,264	1,642	2,126
EBITDA	1,858	2,755	3,212	3,634
EPS (元)	0.44	0.70	0.91	1.18

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	14.7	22.9	15.1	11.0
营业利润(%)	35.2	58.9	29.8	29.5
归属于母公司净利润(%)	26.6	58.9	29.9	29.5
获利能力				
毛利率(%)	22.8	23.6	24.8	26.8
净利率(%)	10.3	13.3	15.0	17.5
ROE(%)	8.9	12.5	14.0	15.5
ROIC(%)	7.6	8.9	10.4	12.6
偿债能力				
资产负债率(%)	63.3	58.0	53.3	46.2
净负债比率(%)	85.0	68.8	46.4	23.8
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.7
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	1.5	1.7	1.8	1.9
应付账款周转率	1.7	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.70	0.91	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	1.02	1.52	1.77
每股净资产(最新摊薄)	4.94	5.62	6.50	7.64
估值比率				
P/E	23.5	14.8	11.4	8.8
P/B	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	15.7	9.6	7.8	6.3

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层