

天顺风能(002531.SZ)

海工业务突飞猛进，强劲复苏可期

推荐（维持）

股价：13.78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/29.42%
实际控制人	严俊旭
总股本(百万股)	1,803
流通A股(百万股)	1,781
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	248
流通A股市值(亿元)	245
每股净资产(元)	4.58
资产负债率(%)	59.5

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 2022 年年报，实现营业收入 67.38 亿元，同比减少 17.55%，归母净利润 6.28 亿元，同比减少 52.03%，扣非后净利润 6.35 亿元，同比减少 40.96%，EPS 0.35 元，不派发红利、不送红股。公司同时发布 2023 年一季报，实现营收 13.63 亿元，同比增长 87.17%，归母净利润 1.97 亿元，同比增长 506.88%。

平安观点：

■ **2022 年主要业务量利齐跌，2023Q1 强劲复苏。**2022 年公司营收和净利润明显下滑，风电塔筒、叶片类产品、风电场运营三大主业均呈现量利齐跌，主要受疫情、塔筒行业竞争加剧、风机降价及产业链盈利水平收缩等因素影响；具体来看，主营风电制造的子公司苏州天顺风能设备有限公司 2022 年净利润 3.02 亿元，同比下降 2.88 亿元；主营风电场运营的子公司上海天顺零碳实业发展有限公司 2022 年净利润 3.58 亿元，同比下降 1.93 亿元。2023Q1，受益于制造类产品交付规模大幅增加以及内蒙兴和 500MW 风电项目的投运，公司收入和毛利率均同比大幅增长，呈现强劲复苏态势。

■ **塔筒和叶片类业务短期承压，盈利水平有所下滑。**2022 年，公司塔筒销量 49.88 万吨，同比下降 20.38%，单吨毛利约 900 元，同比下降约 100 元，处于历史低位；整体来看，2022 年国内及海外陆上塔筒需求疲软，公司出口业务的下滑幅度相对较大。2022 年濮阳、通辽和荆门塔筒厂相继投产，产能规模进一步扩大，截至 2022 年底，公司塔筒产能合计约 100 万吨/年，分布在内蒙包头、商都、通辽、河南濮阳、山东菏泽、江苏苏州、湖北荆门等地，在 2023 年国内陆上风电需求回暖的背景下，公司陆上塔筒出货量有望明显回升。叶片类业务方面，2022 年风电叶片行业毛利率整体大幅下降，尽管公司模具销量同比增长 39%，公司叶片类产品整体销售收入下滑 4.01%，毛利率则下滑 6.65 个百分点至 10.33%。

■ **收购江苏长风&布局新生产基地，海工业务突飞猛进。**2022 年 12 月，公司公告全资收购江苏长风，预计在 2023 年 5 月完成对江苏长风的收购；

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,166	6,738	10,241	13,645	16,311
YOY(%)	1.4	-17.5	52.0	33.2	19.5
净利润(百万元)	1,310	628	1,304	1,833	2,347
YOY(%)	24.8	-52.0	107.6	40.5	28.1
毛利率(%)	21.6	19.0	21.2	21.0	21.2
净利率(%)	16.0	9.3	12.7	13.4	14.4
ROE(%)	16.8	7.6	13.9	16.7	18.0
EPS(摊薄/元)	0.73	0.35	0.72	1.02	1.30
P/E(倍)	19.0	39.5	19.0	13.6	10.6
P/B(倍)	3.2	3.0	2.6	2.3	1.9

江苏长风下辖三个工厂，分别是江苏盐城射阳 20 万吨单管桩产能、江苏通州湾 20 万吨导管架产能、广东汕尾 20 万吨导管架产能，合计产能 60 万吨。2023 年一季度公司与广东揭阳和阳江达成合作建设海工产能基地，目前公司在建及拟新建产能有德国海工、盐城二期、揭阳和阳江等海工基地，到 2024 年底，公司海上风电总产能有望达到 200 万吨。

- **加快推进零碳业务，风电场运营规模快速增长。**2022 年公司风电场运营发电量 19.37 亿千瓦时，同比减少 7.33%，可能受 2022 年来风相对偏小影响，在此背景下，2022 年公司风电运营收入 9.54 亿元，同比减少 9.15%，毛利率下滑 5.38 个百分点至 64.62%。截至 2022 年底，公司累计并网风电场 884MW，同比持平；2023 年 1 月内蒙古兴和县 500MW 风电项目顺利并网，公司风电场的运营规模达到 1.38GW，同比增加 57%。2022 年 3 月，公司获得湖北省新能源项目建设指标 60 万千瓦，预计该批项目分别于 2023/2024 年开工建成/并网。整体来看，公司零碳业务与制造业务良性协同，制造业务产能扩张为公司获取风电场资源提供竞争优势。
- **投资建议。**考虑当前塔筒及叶片业务的竞争形势，调整公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 13.04（原预测值 15.45）、18.33（原预测值 19.94）、23.47（新增）亿元，动态 PE 19.0、13.6、10.6 倍。风电行业景气向上，公司主要业务蓄势待发，未来持续成长可期，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）塔筒和叶片业务可能因竞争加剧而盈利水平不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,193	9,045	10,997	12,066
现金	1,163	1,024	1,364	1,631
应收票据及应收账款	4,884	5,587	6,697	7,112
其他应收款	89	100	123	143
预付账款	51	135	180	215
存货	1,244	1,327	1,476	1,585
其他流动资产	762	871	1,156	1,379
非流动资产	11,690	11,931	11,936	11,898
长期投资	284	291	298	305
固定资产	7,178	7,721	8,538	9,231
无形资产	525	547	613	674
其他非流动资产	3,703	3,373	2,487	1,688
资产总计	19,883	20,976	22,933	23,964
流动负债	6,760	7,474	8,628	8,417
短期借款	2,695	3,072	2,753	1,410
应付票据及应付账款	2,693	2,976	3,972	4,739
其他流动负债	1,372	1,426	1,903	2,268
非流动负债	4,808	4,043	3,238	2,419
长期借款	3,984	3,219	2,414	1,595
其他非流动负债	824	824	824	824
负债合计	11,569	11,517	11,866	10,836
少数股东权益	61	61	61	61
股本	1,803	1,803	1,803	1,803
资本公积	1,674	1,674	1,674	1,674
留存收益	4,776	5,921	7,530	9,590
归属母公司股东权益	8,253	9,398	11,006	13,067
负债和股东权益	19,883	20,976	22,933	23,964

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	712	1,609	2,851	3,802
净利润	616	1,304	1,833	2,347
折旧摊销	415	771	901	945
财务费用	264	296	259	183
投资损失	-7	-7	-7	-7
营运资金变动	-584	-655	-139	330
其他经营现金流	9	-101	4	4
投资活动现金流	-2,637	-904	-904	-904
资本支出	1,610	900	900	900
长期投资	-889	0	0	0
其他投资现金流	-3,357	-1,804	-1,804	-1,804
筹资活动现金流	2,307	-844	-1,607	-2,631
短期借款	578	377	-319	-1,343
长期借款	1,690	-765	-805	-819
其他筹资现金流	40	-456	-483	-469
现金净增加额	382	-139	340	267

利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,738	10,241	13,645	16,311
营业成本	5,459	8,072	10,775	12,854
税金及附加	37	53	71	85
营业费用	33	34	46	52
管理费用	184	246	327	375
研发费用	36	46	61	65
财务费用	264	296	259	183
资产减值损失	-14	-14	-19	-22
信用减值损失	-39	-41	-55	-65
其他收益	16	15	15	15
公允价值变动收益	-35	0	0	0
投资净收益	7	7	7	7
资产处置收益	0	-1	-1	-1
营业利润	659	1,465	2,059	2,637
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	3	10	10	10
利润总额	667	1,465	2,059	2,637
所得税	51	161	227	290
净利润	616	1,304	1,833	2,347
少数股东损益	-13	0	0	0
归属母公司净利润	628	1,304	1,833	2,347
EBITDA	1,345	2,533	3,220	3,765
EPS(元)	0.35	0.72	1.02	1.30

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入(%)	-17.5	52.0	33.2	19.5
营业利润(%)	-56.0	122.3	40.5	28.1
归属于母公司净利润(%)	-52.0	107.6	40.5	28.1
获利能力				
毛利率(%)	19.0	21.2	21.0	21.2
净利率(%)	9.3	12.7	13.4	14.4
ROE(%)	7.6	13.9	16.7	18.0
ROIC(%)	7.3	10.9	13.2	15.6
偿债能力				
资产负债率(%)	58.2	54.9	51.7	45.2
净负债比率(%)	66.4	55.7	34.4	10.5
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	1.4	1.9	2.1	2.4
应付账款周转率	2.5	3.4	3.4	3.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.72	1.02	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.89	1.58	2.11
每股净资产(最新摊薄)	4.58	5.21	6.11	7.25
估值比率				
P/E	39.5	19.0	13.6	10.6
P/B	3.0	2.6	2.3	1.9
EV/EBITDA	24.9	12.3	9.3	7.4

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

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。

免责声明：

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 2023 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