

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

买入 (维持)

2023 年 11 月 01 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 陈瑶

执业证书: S0600520070006
chenyao@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	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	6,738	9,750	14,771	21,696
同比	-18%	45%	52%	47%
归属母公司净利润 (百万元)	628	1,168	1,769	2,410
同比	-52%	86%	51%	36%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.35	0.65	0.98	1.34
P/E (现价&最新股本摊薄)	38.16	20.52	13.55	9.95

关键词: #业绩不及预期

投资要点

- **事件:** 公司发布三季报, 23Q1-3 收入 64.1 亿元, 同增 69.0%; 归母净利润 7.2 亿元, 同增 87.4%。其中 Q3 收入 21.0 亿元, 同/环比 20.0%/-28.8%; 归母净利 1.4 亿元, 同/环比 7.8%/-63.4%。23Q3 公司整体销售毛利率 20.3%, 环比-1.1pct。业绩不及市场预期, 主要系: 1) 发电业务受偶发事件影响约 0.4 亿元利润, 2) 海工受行业装机节奏影响环比下滑, 出货不及预期。
- **Q3 海工出货不及预期、毛利率提升明显、加速发展海工产能。** 23Q3 海工出货 3.7 万吨, 环降 56%, 测算吨净利约 1350 元, 环增约 380 元, 公司并入长风后计划持续优化供应及生产体系, 盈利提升明显。展望 Q4, 我们预计公司龙源射阳、青洲 6 项目将陆续发货, 合计确认 8-10 万吨左右, 发货均为高盈利产品, 盈利有望继续优化。公司 23 年底将形成 140 万吨海工产能, 后续阳江 30 万吨导管架+德国工厂我们预计分别于 24Q3/24 年底投产, 漳州 50-80 万吨布局导管架+漂浮式我们预计 25 年底投产, 25 年底海风总产能将超 250 万吨, 业绩成长性凸显。
- **Q3 陆塔毛利率提升、叶片出货环增、发电收入不及预期。** 23Q3 陆塔出货约 11 万吨, 环比持平, 测算吨净利约 350 元, 环降约 190 元, 主要系减值约 0.2 亿元所致, 扣除此影响盈利基本持平; 叶片 23Q3 出货约 350 套 (其中模具 4 套), 毛利率 13.9%, 环增 0.7pct; 发电 23Q3 在手 1.38GW, 由于哈密电网检修、山东小风, 收入仅 2.4 亿元, 利润 0.63 亿元, Q4 恢复正常后我们预计发电复常, 我们预计 24Q1 并网濮阳 200MW 风场并网后将贡献增量! 整体来看, 23Q4 陆风装机加速, 我们预计全年陆塔出货 50 万吨, 叶片 1200 套, 分别同比持平/+63%。
- **Q3 费用率承压、经营性现金流流入环降。** Q3 期间费用率 9.6%, 环增 3.1pct, 主要系新产能管理用资产折旧、汇兑损失等所致; Q3 信用减值 0.37 亿元, 环减 76%, 经营活动现金流量净额 2.32 亿元, 环减 67%。
- **投资建议:** 基于公司 Q3 业绩不及预期, 陆风装机增长减速, 我们下调盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利 11.7/17.7/24.1 亿元 (2023-2025 年前值为 15.0/20.4/27.1 亿元), 同增 86.0%/51.0%/36.0%。基于公司海风产能持续扩张, 市占率有望持续提升, 给予 2024 年 20 倍 PE, 对应目标价 19.7 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 海风装机不及预期, 原材料涨价、竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.34
一年最低/最高价	11.70/17.15
市净率(倍)	2.71
流通 A 股市值(百万元)	23,834.13
总市值(百万元)	23,970.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.91
资产负债率(% ,LF)	63.24
总股本(百万股)	1,796.88
流通 A 股(百万股)	1,786.67

相关研究

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

2023-09-03

《天顺风能(002531): 22 年报及 23 年一季报: 业绩符合预期, 23 年海陆双驱量利齐升》

2023-04-29

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,193	9,646	14,906	21,206	营业总收入	6,738	9,750	14,771	21,696
货币资金及交易性金融资产	1,178	1,009	1,530	2,200	营业成本(含金融类)	5,460	7,642	11,803	17,418
经营性应收款项	4,935	6,340	9,799	14,255	税金及附加	37	42	59	87
存货	1,244	1,444	2,452	3,454	销售费用	33	46	59	87
合同资产	0	0	0	0	管理费用	184	296	414	564
其他流动资产	836	854	1,126	1,297	研发费用	36	42	59	87
非流动资产	11,690	13,660	16,035	18,600	财务费用	264	412	453	588
长期股权投资	284	284	284	284	加:其他收益	16	24	28	30
固定资产及使用权资产	7,178	9,813	12,121	14,395	投资净收益	7	5	7	7
在建工程	2,397	2,199	2,249	2,525	公允价值变动	(35)	16	25	(15)
无形资产	525	574	580	587	减值损失	(53)	(21)	(38)	(57)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	1	2
长期待摊费用	172	222	232	242	营业利润	659	1,294	1,948	2,833
其他非流动资产	1,134	570	569	568	营业外净收支	7	(1)	8	(4)
资产总计	19,883	23,306	30,941	39,806	利润总额	667	1,293	1,956	2,829
流动负债	6,760	6,554	9,627	12,929	减:所得税	51	133	196	424
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,719	2,460	3,150	3,457	净利润	616	1,159	1,760	2,405
经营性应付款项	2,693	3,664	5,740	8,411	减:少数股东损益	(13)	(9)	(9)	(5)
合同负债	129	229	317	495	归属母公司净利润	628	1,168	1,769	2,410
其他流动负债	219	201	420	567	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.35	0.65	0.98	1.34
非流动负债	4,808	7,541	10,741	14,441	EBIT	962	1,680	2,377	3,454
长期借款	3,925	6,425	9,425	12,925	EBITDA	1,419	2,961	4,134	5,720
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	18.97	21.62	20.09	19.72
租赁负债	60	260	460	660	归母净利率(%)	9.32	11.98	11.98	11.11
其他非流动负债	824	857	857	857	收入增长率(%)	(17.55)	44.69	51.51	46.88
负债合计	11,569	14,096	20,368	27,371	归母净利润增长率(%)	(52.03)	85.99	51.43	36.22
归属母公司股东权益	8,253	9,158	10,529	12,397					
少数股东权益	61	52	43	39					
所有者权益合计	8,314	9,210	10,573	12,435					
负债和股东权益	19,883	23,306	30,941	39,806					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	754	2,149	1,518	2,610	每股净资产(元)	4.58	5.08	5.84	6.88
投资活动现金流	(2,637)	(3,217)	(4,106)	(4,816)	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	2,307	880	3,090	2,899	ROIC(%)	6.17	8.77	10.20	11.06
现金净增加额	424	(188)	502	693	ROE-摊薄(%)	7.61	12.76	16.80	19.44
折旧和摊销	457	1,281	1,757	2,266	资产负债率(%)	58.19	60.48	65.83	68.76
资本开支	(1,592)	(3,761)	(4,111)	(4,822)	P/E(现价&最新股本摊薄)	38.16	20.52	13.55	9.95
营运资本变动	(584)	(559)	(2,344)	(2,669)	P/B(现价)	2.91	2.63	2.28	1.94

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)),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>