

天顺风能 (002531.SZ)

风能行业

评级：买入 首次评级

公司研究

市场价格(人民币): 14.25 元
 目标价格(人民币): 18.00-18.00 元

整合优质风场资源，塔架龙头迎新增长

长期竞争力评级：高于行业均值

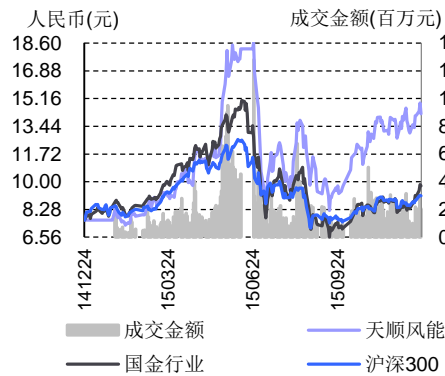
市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 821.22
 总市值(百万元) 11,703.06
 年内股价最高最低(元) 18.62/7.30
 沪深 300 指数 3866.38
 深证成指 13007.87

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.419	0.425	0.354	0.578	0.791
每股净资产(元)	4.59	4.87	5.37	6.32	7.70
每股经营性现金流(元)	0.23	0.40	0.58	0.92	1.16
市盈率(倍)	23.07	35.95	38.93	23.86	17.43
行业优化市盈率(倍)	13.70	24.90	35.38	35.38	35.38
净利润增长率(%)	0.85%	1.39%	66.71%	63.15%	36.87%
净资产收益率(%)	9.14%	8.73%	13.20%	18.28%	20.53%
总股本(百万股)	411.50	411.50	823.00	823.00	823.00

来源：公司年报、国金证券研究所



投资逻辑

- **公司是风电塔架巨头，公司净利有望实现年 60% 以上的增长：**公司是全球领先的风塔制造商，每年约 7 成收入来自于海外。受益于 2015 年国内风电抢装，2015 年前三季度公司共实现营业收入 15.34 亿元，同比增长 39.97%，归属上市公司股东净利润为 2.36 亿元，同比增长 68.48%，我们预计全年仍将维持快速增长趋势，有望实现 60% 以上的增长。
- **布局新能源设备、新能源开发、投融资三大板块，战略目标清晰：**公司以发展战略为导向，围绕新能源产业，整合内外部资源，建立完善了事业部制度，积极推进风塔及零部件、新能源开发和投融资三大板块的业务开拓。公司对新能源设备部做了“560”战略规划，即板块经过 5 年努力达到 2020 年销售收入 60 亿元，仅以此测算，公司未来 5 年收入复合增速约为 27%。
- **整合优质风场资源，运营规模有望高速增长：**2015 年 2 月，公司现金 2 亿元收购北京宣力持有的宣力控股 55% 股权，从而持有宣力控股 100% 股权。宣力控股具有很强的优质风场资源获取能力，随着公司 300MW 风电场年底并网，和未来风电场建设规模的不断扩大，公司将焕发新的活力。目前公司项目储备丰富，哈密 300MW 风电场预计给公司明年增厚业绩 1.44 亿元，公司核准在建与拟核准项目合计达 729.5MW，长期来看有望实现在 3-5 年内完成 2000MW 新能源权益装机规模的发展目标。
- **公司拟增发募集 20 亿元投资 330MW 风电场：**公司 12 月发布增发预案修订案，拟以 14.70 元/股的底价非公开发行不超过 1.36 亿股，募集资金不超过 20 亿元，其中 16 亿元投资 330MW 风电场，4 亿元补充流动资金，公司通过增发募集资金后，未来风电场开发资金优势明显。

张帅 分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
 (8621)60230213
 zhangshuai@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号：S1130512080001
 (8621)60230214
 yaoyao@gjzq.com.cn

吴行健 联系人
 (8621)61038200
 wuxingjian@gjzq.com.cn

投资建议

我们认为公司积极整合风场资源，有望中长期推动公司业绩的快速成长，同时公司的投融资业务也带来了新的想象空间。不考虑增发，我们预计 2015-2017 年的公司 EPS 为 0.35、0.58、0.79 元，对应 PE 41、25、18 倍，给予公司“买入”评级，目标价 18 元，对应 16 年 31 倍 PE。

内容目录

风塔龙头实现高增长.....	4
业绩稳定增长，盈利能力突出.....	4
布局三大板块，战略目标清晰.....	6
海外市场回暖，需求稳中有升.....	7
我国海上风电蓄势待发，公司海上风塔业务有望放量.....	10
风电运营进入建设加速期，打开新的利润增长点.....	15
收购宣力控股，成功整合优质风场资源.....	15
成立投融资事业部，带来长期想象空间.....	17
盈利预测与估值.....	17

图表目录

图表 1：国际化营销网络.....	4
图表 2：风塔公司毛利率对比.....	5
图表 3：收入、毛利占比.....	5
图表 4：分地区收入及毛利率（百万）.....	5
图表 5：总收入与增长率.....	6
图表 6：分地区收入及增长率（百万元）.....	6
图表 7：成本占比.....	6
图表 8：钢价.....	6
图表 9：产品展示.....	6
图表 10：战略布局.....	7
图表 11：风机结构.....	8
图表 12：风电产业链各个环节及相应设备.....	8
图表 13：全球风电累计装机容量.....	9
图表 14：全球风电新增装机容量.....	9
图表 15：中国风电装机容量.....	9
图表 16：2014 全球新增装机容量前十.....	9
图表 17：全球风电市场预测.....	9
图表 18：风电新增容量分区预测（GW）.....	10
图表 19：中国海上风电装机量.....	11
图表 20：海上风电成本结构.....	11
图表 21：各国海上风电电价补贴.....	12
图表 22：中国海上风电项目类型.....	12
图表 23：全球海上风电装机量（GW）.....	13
图表 24：全球海上风电分地区装机容量.....	13
图表 25：国内海上风电项目汇总.....	13

图表 26: 股权结构图	15
图表 27: 哈密 300MW 风场经济性测算.....	16
图表 28: 募投项目	16
图表 29: 风电储备项目	17
图表 30: 可比公司	18
图表 31: 分项收入预测.....	18

风塔龙头实现高增长

业绩稳定增长，盈利能力突出

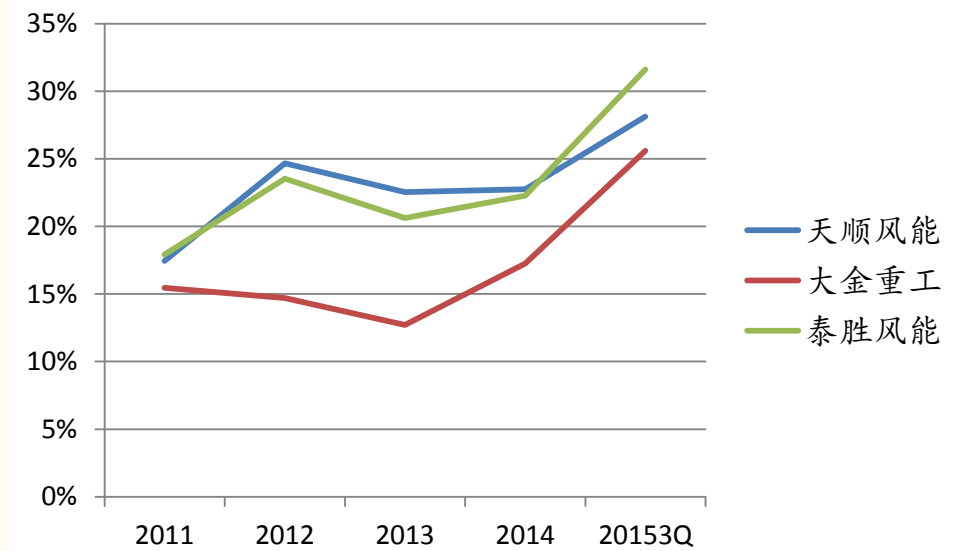
- 公司的主营业务是风电塔架的生产和销售，主要生产 1.5MW 以上的风塔，产品主要销售给 Vestas、GE、Siemens 等全球大型风电整机厂商和国内领先的风电投资商。公司已通过 ISO9001、ISO 14001、OSHAS18001 (GB/T 28001) 体系认证、欧盟 CE 认证、德国 DIN18800-7 E 级钢结构产品认证、ISO 3834 金属材料熔化焊认证、欧盟 EN1090-1/EN1090-2 (EXC3) 钢结构认证、加拿大 CWB 焊接认证、日本交通省大臣 H 等级钢结构认证等企业质量管理相关的认证，在风塔产品参与国际合作方面具有明显的认证优势。
- 公司以苏州太仓为总部，在美国和比利时设立办事处，建立了国际化营销网络。公司 2012 年收购 Vestas 欧洲唯一的风塔工厂 Varde，当年海外收入增长了 67.7%，借助此次收购，公司不仅推进了欧洲市场的开拓、取得了相关海上风塔的制造经验，还加大了对 Vestas 的供货量。公司以包头工厂为主面向国内市场，以太仓工厂为主面向海外市场，以丹麦工厂为主面向欧洲市场，专业从事兆瓦级大功率风塔及其相关的产品生产销售，是全球最具规模的风力发电塔架专业制造企业之一。
- 公司核心业务风塔销售占目前公司总收入的 98% 以上。对于风塔主业，天顺的定位是以海外高端市场为主，国内市场为辅。一般海外市场业务毛利率高于国内市场，因而相比于其他国内市场为主的风塔厂商，公司毛利相对较高。

图表 1：国际化营销网络



来源：国金证券研究所，天顺风能招股书

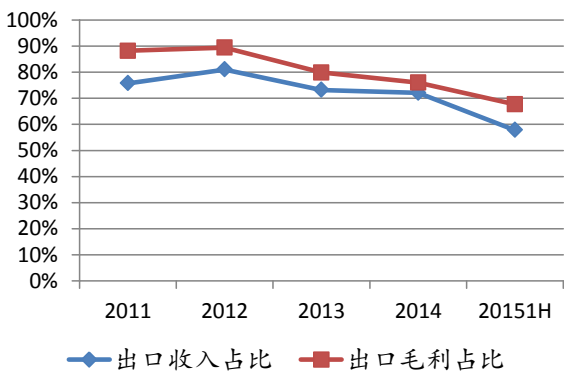
图表 2：风塔公司毛利率对比



来源：国金证券研究所，wind

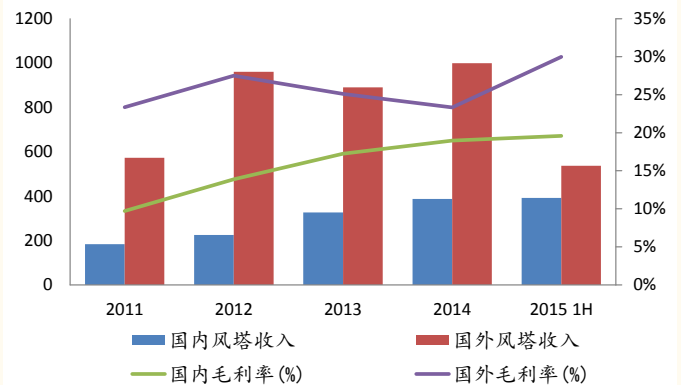
- 过去三年海外风塔销售收入占公司总收入的七成以上，海外毛利占比高于收入占比，且海外风电的销售费用（运费）低于国内业务，因而**海外市场情况对公司影响较大**。由于国内风电上网电价将于 2015 年底开始下调导致 2015 年国内风电抢装，国内的收入占比有所上升，但公司风塔的海外收入仍将占主导地位。海外订单大多以美元、欧元结算，人民币的贬值让公司净利润有向上增长的弹性空间。
- 在成本中，原材料成本（钢材成本）最高，一度超过风塔总成本的 85%，近几年随着钢材成本的不断下降，原材料成本占比也随之下滑，但仍维持在总成本的 75%以上。2014 年公司全年风塔出货 18.39 万吨，同比增长 25.24%。但受原材料价格下降，销售单价由 8138 元/吨降至 7405 元/吨，14 年公司收入同比增长为 8.65%。
- 受益于 2015 年国内风电抢装，2015 年前三季度公司共实现营业收入 15.34 亿元，同比增长 39.97%。同时原材料价格的下跌和**盈利水平较高的大型陆上风塔和海上风塔出货占比的提升带动了公司的毛利率**，前三季度公司综合毛利率为 28.13%，同比上升约 5%。前三季度归属上市公司股东净利润为 2.36 亿元，同比增长 68.48%，预计全年仍将维持快速增长趋势。公司预告 2015 年全年净利润增长区间为 60%-90%，净利润区间为 2.80 亿元至 3.32 亿元。

图表 3：收入、毛利占比



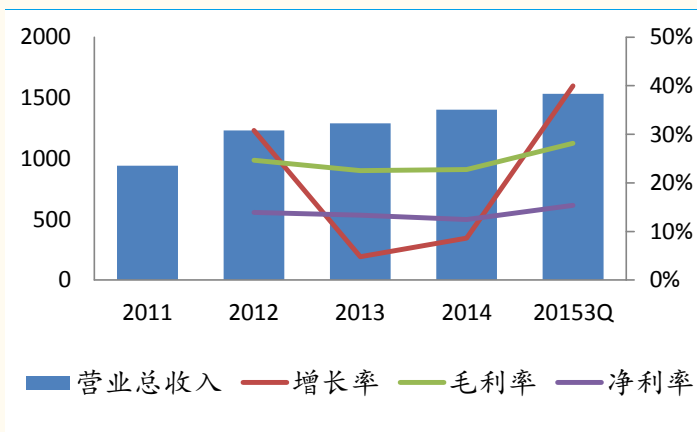
来源：国金证券研究所，wind

图表 4：分地区收入及毛利率（百万）



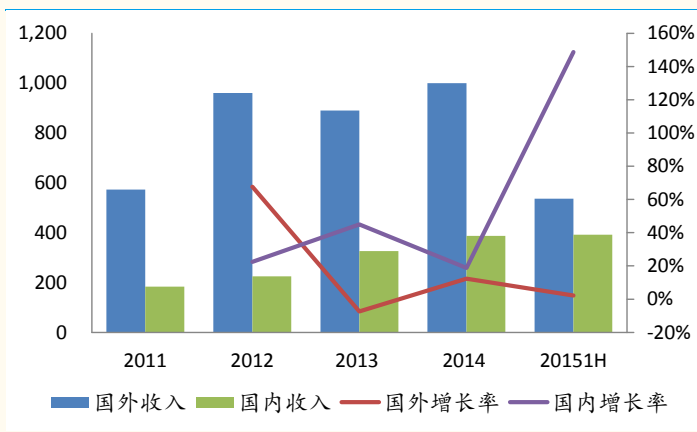
来源：国金证券研究所，wind

图表 5: 总收入与增长率



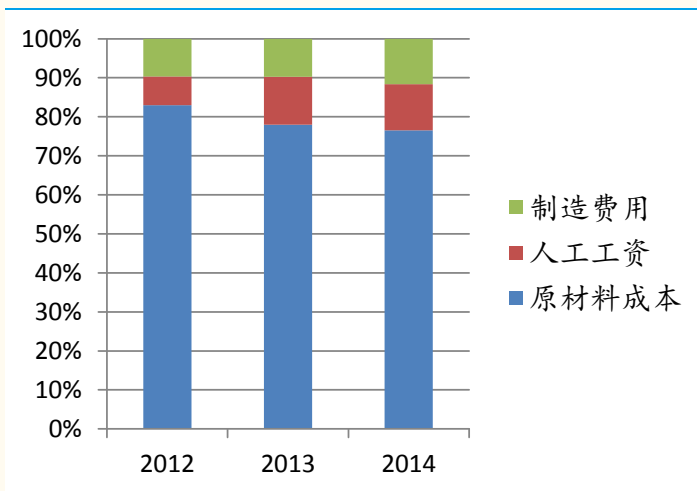
来源: 国金证券研究所, wind

图表 6: 分地区收入及增长率 (百万元)



来源: 国金证券研究所, wind

图表 7: 成本占比



来源: 国金证券研究所, wind

图表 8: 钢价



来源: 国金证券研究所, wind

图表 9: 产品展示



来源: 国金证券研究所, 天顺风能官网

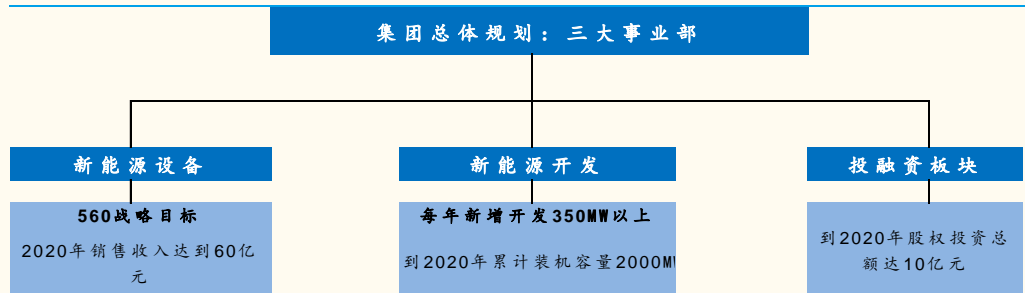
布局三大板块, 战略目标清晰

- 公司以发展战略为导向, 围绕新能源产业, 整合内外部资源, 积极推进风塔及零部件、新能源开发和投融资三大板块的业务开拓。
- 2014 年建立完善了事业部制度, 以新能源设备 (原有主营风塔制造与销

售)、新能源开发(集中对风电场的开发投资业务进行运行管理)和投融资(产业投资)三大板块为核心,并将新能源开发和投资业务作为公司未来的战略重点。

- 对于公司原有主业**新能源设备板块**:公司做出**560 战略目标**,即板块经过5年努力达到**2020年销售收入60亿元**,未来5年收入复合增速约为27%,其中原有风塔收入占新能源设备板块收入的**50%-60%**。除了原风塔主业之外,公司计划切入四大产业:智慧能源、风机结构件加工制造(如叶片等)、新能源核心部件系统(控制系统、储能系统)、智能制造(海洋平台、油气开采装备)。根据公司规划,预计**2016年**会有相关风机零部件新产品面世。
- 对于**新能源开发板块**,公司计划进行清洁能源、节能环保项目开发运营。**战略目标是每年新增开发350MW以上,到2020年累计装机容量2000MW**。目前公司项目储备丰富,除了**330MW**募投风电场项目之外,还有河南济源王屋长树岭**50MW**风电场项目与广西上思四方岭**49.5MW**风电场一期项目已列入“十二五”第五批核准计划,在建的哈密**300MW**的风电场大部分已完成吊装,有望在今年年底前获明年年初并网发电。公司依靠宣力控股的项目资源优势,积极推进风电场运营业务,公司核准在建与拟核准项目合计达**729.5MW**,若后续进展顺利应能实现在**3-5年内**完成**2000MW**新能源权益装机规模的发展目标。
- **投融资板块**:重点开展新兴产业投资、适度开展财务投资、稳步拓展新型金融服务,挖掘公司持续发展机遇。公司将以节能环保、新材料和金融服务等新兴产业为主要投资方向投资领域,计划到**2020年股权投资总额达10亿元**。

图表 10: 战略布局



来源: 国金证券研究所

海外市场回暖, 需求稳中有升

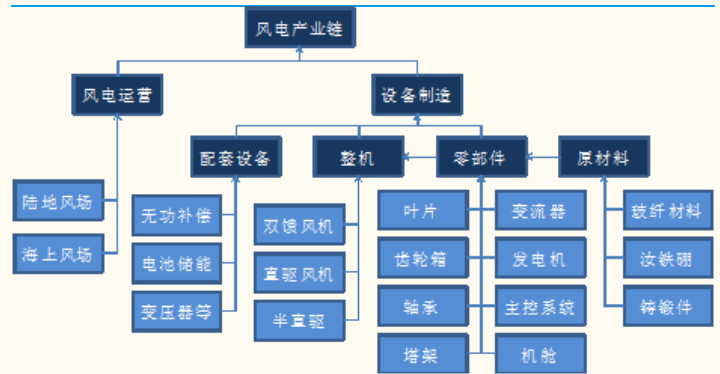
- 风电是无碳排的可再生能源, 目前技术较为成熟, 在所有可再生能源中具有可比的经济性优势。考虑到碳减排和降低化石能源消费的需求, 风电是气候变化、空气污染、能源安全的重要解决方案之一。
- 风力发电的原理是利用风力带动风机叶片旋转, 再透过增速装置提升转速, 驱动发电机发电, 将风能转化为机械能源, 然后再转变成电力。一套风电机组由叶片、齿轮箱、电机、轴承、风塔、机舱罩、控制系统等部件组成, 风塔是整套风机的支撑。经初步测算, 风塔成本约占风机总成本的**15%**左右, 该数据根据风机功率和风塔高度的不同而有所变动。风塔产品主要用于支撑风力发电机, 除塔体外, 其内部通常有爬梯、电缆、电缆梯、平台等结构。目前, 风机按照发电功率主要可分为**1MW、1.5MW、2MW、2.5MW、3MW**等不同机型, **2.5MW**及以上的大功率风机以及海上风机则是我国风电产业政策鼓励发展的机型, 也将是风电行业未来的主流机型。

图表 11：风机结构



来源：国金证券研究所，天顺风能招股书

图表 12：风电产业链各个环节及相应设备

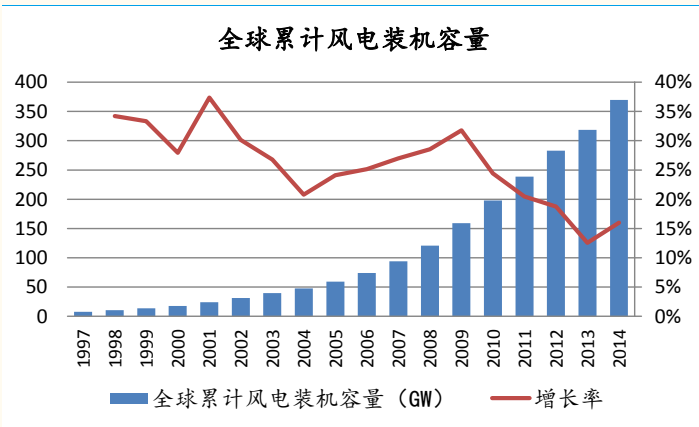


来源：国金证券研究所

- 风塔高达几十米甚至上百米，需要承载重达上百吨的整套主机系统，承受叶片旋转带来的振动。作为风电机组支撑的风塔使用寿命通常要求达到 15-20 年，需要长期经受温差、风沙、雨水等多种因素的考验，因此，风电机组对风塔产品的可靠性和稳定性要求较高。
- 对于风塔主业，天顺的定位是以海外高端市场为主，国内市场为辅。在海外市场风塔一般由整机厂商统一采购，全球风电整机市场集中度高，前十大风机厂商占了累计装机量的 70% 左右。国际风电巨头对风塔等零部件的采购基本都采用合格供应商认证制度，国内风塔生产企业与全球主要风电整机生产商建立稳定的合作关系通常需要经过 12-15 个月的考核认证，且 GE 和 Vestas 每年均需要对供应商进行复核。新进入的企业则很难通过认证，进入主要风电整机生产商的合格供应商名单。而目前公司是国内唯一一家同时取得 Vestas、GE、Siemens、Gamesa、Alstom、Hitachi、Areva 等多家业内领先风电整机制造商全球风塔合格供应商资格认证的公司。
- 而国内市场招标过程中，主要由风电运营商以招标形式对风电主机和风塔分别进行采购，一定程度上存在恶性竞争，价格战的问题。但在技术含量较高的大型陆上风塔和海上风电机组尤其是 3MW 级以上作为高端产品的风机塔架上，国内技术达标的企业较少，天顺具有较大的竞争优势，与泰胜风能成寡头垄断局面。
- 2014 年，全球风电产业回暖，发展形势良好，根据全球风能理事会 (GWEC) 统计数据显示，2014 年全球风电新增装机容量首次突破 50GW 大关，达到 51.47GW，同比上升 44%，全球累计装机容量达 369.60GW，同比增长 16.17%。其中中国新增装机达 23GW，位列第一。
- 据 GWEC 的最新报告预测全球风电市场未来五年有望继续保持稳步增长态势，累计装机容量将保持年均 12.7% 的增长，新增装机年均增长率约为 5.24%，风电市场仍具有较大的发展潜力。
- 根据我国《风电发展“十二五”规划》，到 2015 年，投入运行的风电装机容量到达 100GW，2017 年达到 150GW，到 2020 年风电总装机容量超过 200GW。根据国家能源局的统计，截至 2015 年 6 月底，全国风电新增并网容量 9.16GW，全国风电累计并网容量 105.53GW，累计并网容量同比增长 27.6%，2015 年的装机指标已提前完成。“十三五”的一个主要任务就是优化能源结构，积极发展核电和可再生能源等非化石、低碳能源。因而从国内风电市场发展形势来看，为了更好地实现 2020 年非化石能源占比达到 15% 的要求，“十三五”规划新能源目标上调的可能性较大，预计风

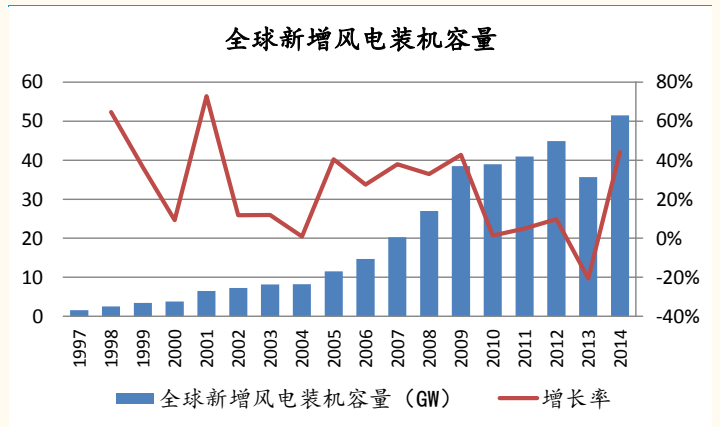
电装机容量将在《行动计划》的基础上上调，有望由 2 亿千瓦提高到 2.5 亿千瓦。由此综合考虑，我们认为未来 3 年我国新增风电装机量将保持相对稳定，年新增风电装机容量约为 25GW 左右。

图表 13: 全球风电累计装机容量



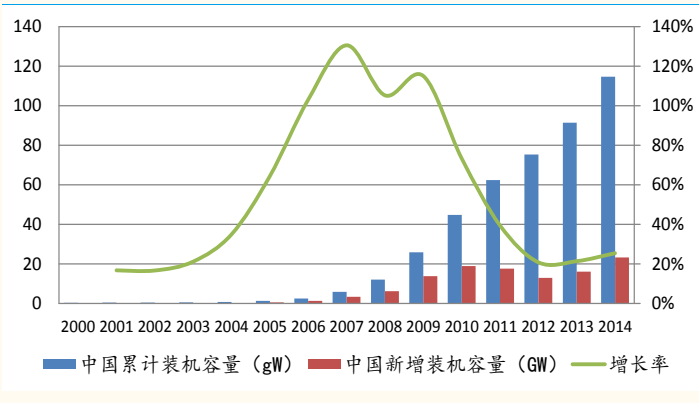
来源: 国金证券研究所, GEWC

图表 14: 全球风电新增装机容量



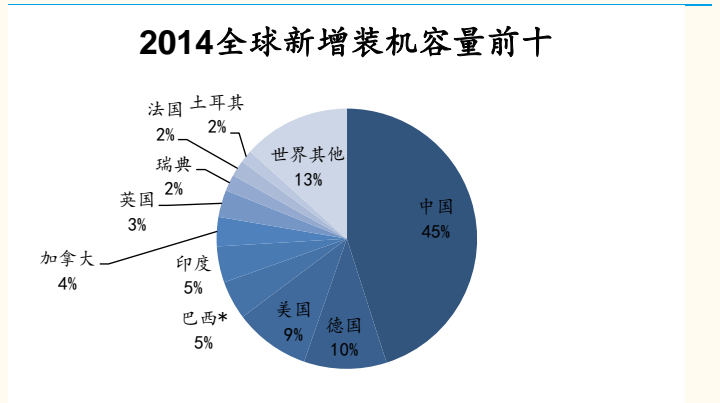
来源: 国金证券研究所, GEWC

图表 15: 中国风电装机容量



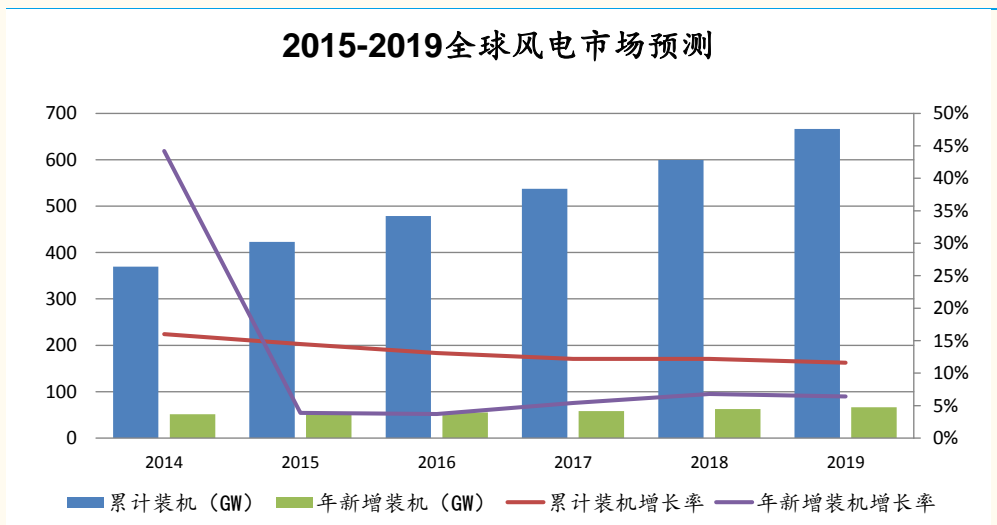
来源: 国金证券研究所, GEWC

图表 16: 2014 全球新增装机容量前十



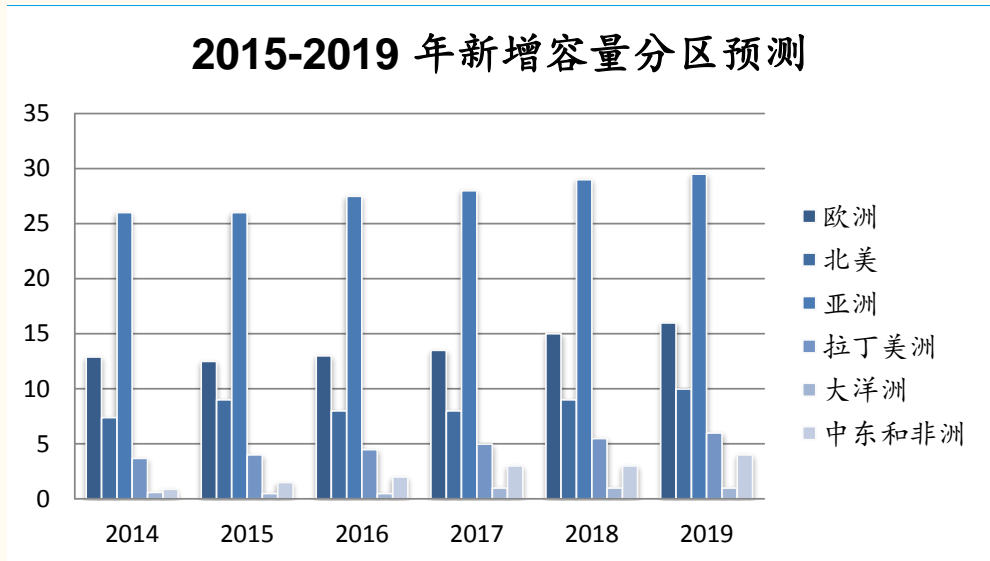
来源: 国金证券研究所, GEWC

图表 17: 全球风电市场预测



来源: 国金证券研究所, GEWC

图表 18：风电新增容量分区预测 (GW)



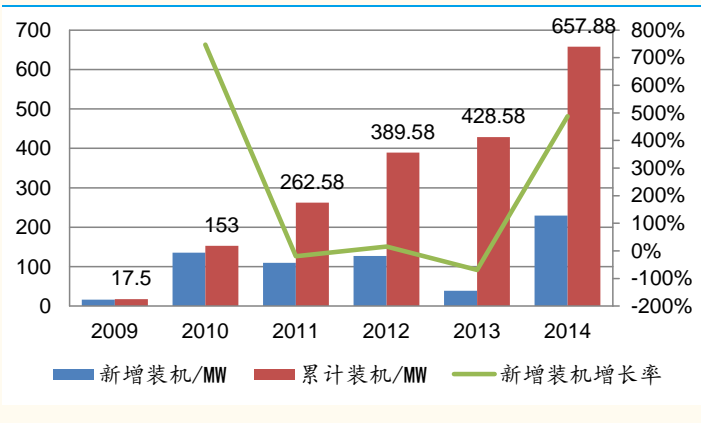
来源：国金证券研究所，GEWC

我国海上风电蓄势待发，公司海上风塔业务有望放量

- 一般而言，海上的风速较大，不占用土地资源，环境影响较小，具备广阔的开发利用前景。目前，欧洲已投入很大力量发展海上风电，将其作为未来风电发展的重要领域。我国海岸线长，海域面积辽阔，具备开发建设海上风电的良好条件。第三次风能资源普查数据表明，我国陆上风能资源技术可开发量约 2.5×10^8 KW，而近海离海面 10m 高的风能储量约为 7.5×10^8 KW，海上风能储量是陆上风能资源的 3 倍左右。据中国风能协会和世界自然基金会估算，在离海岸线 100km、中心高度 100m 范围内，7m/s 以上的风力给我国带来的潜在发电能力为年均 1.1×10^{14} KW，与欧洲北海的风电资源相当。我国东部沿海地区经济发达，而化石能源资源短缺，海上风能是当地重要的资源优势，开发利用海上风能资源对于增加这些地区的电力供应、促进经济社会发展意义重大。
- 海上风电的基础结构设计和建造是整个项目的一大难点：海上风电的主要结构包括塔头（风轮与机舱），塔架和基础（水下结构与地基）。基础结构是海上风电与场址条件密切相关的特定设计，对整机安全至关重要。海上基础结构也是和陆上风电的重要差异之一，其成本约占海上风机项目总投资的 11%。
- 根据欧洲的开发经验，海上风电场投资为陆上投资的 1.7 倍约 1250 欧元~1800 欧元/千瓦，发电成本在 7.1~9.6 欧分/千瓦时之间。故海上风电成本较陆上风电高，主要集中在基础结构（高 80%）、接入电网（高 128%）、设计开发（高 170%）、维护费用（高 5 倍）、运输安装费用（高 89%）。
- 海上风电运行过程中安装的难度高于陆上风电。海上风电场的建设条件受限于天气、不可避免的会遇到天气不理想不能开工的情况，一般安装周期为 6-10 个月。我国缺乏风电安装船，并且在风浪中施工船舶的控制、定位；特殊作业工况下的流体动力特性与工艺流程都为安装增加了技术难度。据欧洲风能协会统计，海上风电的平均安装成本较陆上风电高出 50% 左右。
- 海上风电的运营维护的难度、成本高于陆上风电。海上风机运转的时候如果出现机械故障，一般很难维修。同时海上风电的吊装船较专业，目前数量不多，专业储备人才十分缺乏。据 GARRAD HASSAN 风能咨询公司统计，海上风电维护成本将占每度电价的 20%-30%，而陆上电价仅占据 10%-15%，相当于岸上风电场修缮费用的两倍。

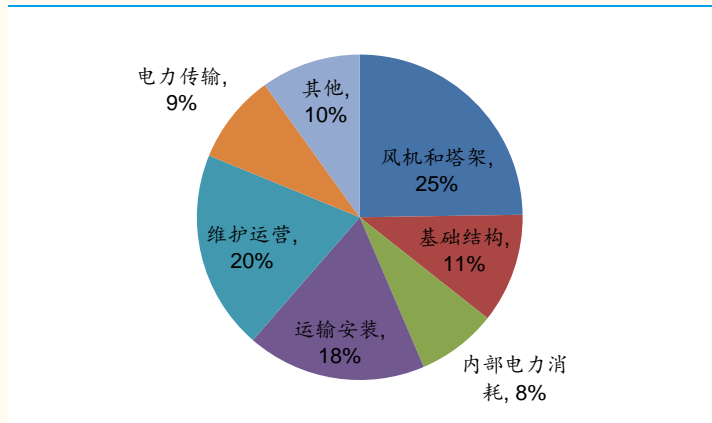
- 目前我国海上风电产业发展缓慢，远远低于我国“十二五”规划期间海上风电的装机目标 5GW。截至 2014 年底，我国海上风电装机总容量是 657.88MW，其中潮间带累计风电装机容量达到 434.48MW，占海上装机容量的 65.6%，近海风电装机容量占 34.4%，其中规模化项目有近海风电项目为东海大桥海上项目（102MW）及其二期项目，龙源如东海上（潮间带）示范风电场，还有江苏如东扩建项目，其余主要为各风电机组制造商安装的实验样机。

图表 19：中国海上风电装机量



来源：国金证券研究所，中国风电协会

图表 20：海上风电成本结构



来源：国金证券研究所

- 2014 年 6 月 5 日，国家发改委发布《关于海上风电上网电价政策的通知》，规定对非招标的海上风电项目，2017 年以前投运的潮间带风电项目含税上网电价为每千瓦时 0.75 元，近海风电项目含税上网电价为每千瓦时 0.85 元，2017 年及以后投运的海上风电项目，将根据海上风电技术进步和项目建设成本变化，结合特许权招投标情况另行研究制定上网电价政策。
- 从时间上看，海上风电的电价适用于 2017 年以前投运的海上风电项目，因而该电价将对 2014 年至 2016 年三年间的海上风电发展起到重要作用。如今我国还处于海上风电成本与电价水平的实际摸索阶段，2017 年可能会有一个更加客观合理的电价政策。
- 从价格方面来看，我国海上风电的上网电价与欧洲一些海上风电发展较好的国家相比，仍有一定的差距。例如，丹麦的海上风电上网电价约为每千瓦时 1.14 元，德国的上网电价约为每千瓦时 1.27 元到 1.6 元，英国约为每千瓦时 1.58 元，意大利约为每千瓦时 1.4 元到 1.5 元，荷兰则是在该国年度平均电价基础上，每千瓦时平均补贴约 0.94 元。综合考虑到国内风电运营公司海上风电开发经验严重不足，初期成本较高，缺乏相关风电安装设备和技术人员。海上风电还有安装周期长，难度大，运维费用高、不确定性大等特点，海上风电的上网电价和其开发经验不足一定程度上影响了开发商的积极性及海上风电的开发进度。
- 从欧洲各国的经验来看，海上风电电价是在不断调整的，可能根据需要调高，也会根据行业发展的进步、成本的下降做适当下调。除了上网电价之外，国家能源局也建议地方出台配套支持政策。鼓励省级能源主管部门向省（区、市）政府建议，并积极协调财政、价格等部门，结合本地区产业升级、能源需求、海上风电建设条件等具体情况，在国家价格主管部门确定的海上风电上网电价的基础上研究出台本地区的配套补贴政策。
- 这种地方性的海上风电上网电价补贴、奖励政策，将成为国家海上风电电价政策的重要补充。上海市此前已经出台了当地对于海上风电的奖励政策。该政策规定，根据海上风电上网电量对项目投资主体给予每千瓦时 0.2 元的奖励，奖励时间为连续 5 年，而单个项目的年度奖励金额不超过 5000 万元。这些配套补贴政策，将进一步提高海上风电项目的收益率。

图表 21: 各国海上风电电价补贴

国家	海上风电电价补贴
德国	企业可以选择两种不同模型。选择普通模型，在前12年内的上网电价为15欧分/千瓦时（约1.27元/千瓦时）；选择压缩模型，在前8年内的上网电价为19欧分/千瓦时（约1.6元/千瓦时）。投产12年或8年后根据场址条件决定是否可延长补贴，压缩模型在延长期内执行与普通模型相同的15欧分/千瓦时的电价。之后的电价按基础电价3.5欧分/千瓦时（约0.3元/千瓦时）计算。自2018年开始，每年开发的新项目电价在前一年基础上下降7%。
丹麦	前5万等效满负荷小时内，执行134欧元/兆瓦时（约1.14元/兆瓦时）的价格。
荷兰	在年度平均电价基础上，平均补贴110欧元/兆瓦时（约0.94元/兆瓦时），期限在15年以上。
意大利	5兆瓦及以下规模项目：176欧元/兆瓦时（约1.5元/兆瓦时）；5兆瓦以上：165欧元/兆瓦时（约1.4元/兆瓦时）。
英国	2014年至2016年：每兆瓦时155英镑（约1.58元/兆瓦时）；2016年至2017年：每兆瓦时150英镑（约1.53元/兆瓦时）；2017年至2018年：每兆瓦时140英镑（约1.43元/兆瓦时）。
中国	2017年以前（不含2017年）投运的近海风电项目上网电价为每千瓦时0.85元（含税，下同），潮间带风电项目上网电价为每千瓦时0.75元。特许权招标项目电价按照中标价格执行，但不得高于以上规定的同类项目上网电价水平。

来源：国金证券研究所，《风能》杂志

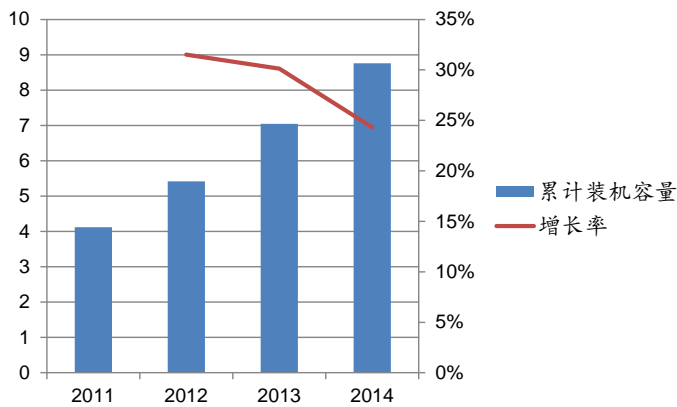
- 在国家能源局2015年9月份的国能新能〔2015〕343号文中，国家能源局关于海上风电项目进展有关情况作了通报中，其中显示到2015年7月底，海上风电开发建设方案的项目核准在建9个、装机容量170.2万千瓦，核准待建6个，装机容量154万千瓦，其余项目正在开展前期工作。为进一步做好海上风电开发建设工作，加快推动海上风电发展，文中也提出了若干建议和要求。从规划的装机量来看，海上风电的发展仍然是国家能源局重点的工作之一，随着开发经验的积累和行业水平的发展，海上风电的成本将会逐步下降，我们预计海上风电在“十三五”将迎来高速增长，推动对近海3~6MW的大型风机的需求。
- 由于海上作业的难度高，单机容量要求大，对塔架也提出了更高的要求。天顺的风塔生产加工能力世界领先，在全球市场上都有很强竞争力。天顺的海上风塔已经被国际知名厂商如Siemens、Vestas和GE的认证，并开始供货，为Vestas生产的8MW海上风电塔筒在10月已完成发货。15年上半年，公司持续推进海上风塔及大型陆上风塔市场拓展，上半年实现收入2.75亿元，占风塔收入的30.2%。由于海上风塔技术要求高，我们认为在国内海上风电的招标中，公司将能够迅速抢占较大的市场份额，公司未来海上风电业务存在超预期的可能性。
- 海上风电塔架项目是公司的募投项目之一。海上风塔完全达产的总产能接近10万吨，若国内海上风电高速发展，公司海上风塔业务完全达产，将推动风塔业务收入30%以上的增长。我们在对公司盈利预测部分并未考虑到海上风塔的超预期可能。

图表 22: 中国海上风电项目类型

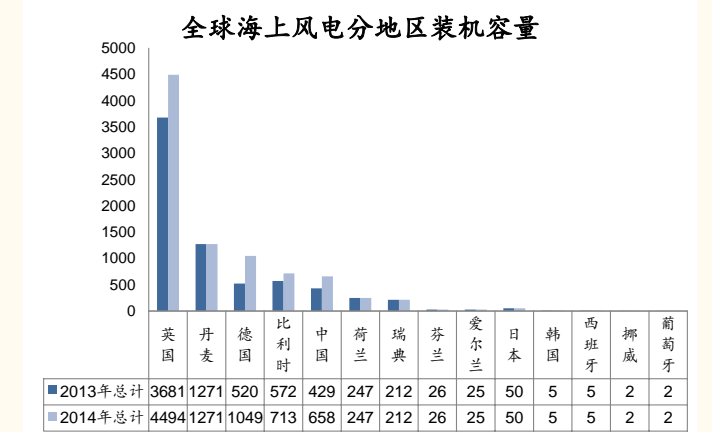
2014中国已建成的海上风电项目类型		
类型	装机数量/装机容量/MW	
潮间带	156	430.48
近海	70	227.4
总计	226	657.88

来源：国金证券研究所，中国风能协会

图表 23：全球海上风电装机量 (GW)



图表 24：全球海上风电分地区装机容量



来源：国金证券研究所，GEWC

来源：国金证券研究所，GEWC

图表 25：国内海上风电项目汇总

省份	项目名称	项目规模 (万千瓦)	开发企业	项目进展情况
天津	中水电新能源开发有限责任公司南港海上风电项目一期工程	9	中国水电建设集团新能源开发有限责任公司	已核准，待开工
	小计	9		
河北	唐山乐亭菩提岛海上风电场 300 兆瓦示范工程	30	乐亭建投风能有限公司	已核准，待开工
	国电唐山乐亭月坨岛海上风电场一期项目	30	国电电力河北新能源开发有限公司	已核准，待开工
	河北建投唐山海上风电场二期工程	20	河北建投新能源有限公司	正在开展前期工作
	华电唐山曹妃甸海上风电场	20	华电国际电力股份有限公司	正在开展前期工作
	唐山乐亭海域五场址 II 号区域 300 兆瓦海上风电项目	30	唐山建设投资有限公司、华能国际电力股份有限公司河北分公司	正在开展前期工作
小计	130			
辽宁	辽宁省大连市庄河近海 II 号风电场	30	大连市建设投资集团公司	正在开展前期工作
	辽宁省大连市庄河近海 III 号风电场	30	大连市建设投资集团公司	正在开展前期工作
小计	60			
江苏	江苏如东 10 万千瓦潮间带海上风电项目	10	中国水电建设集团新能源开发有限公司	已核准，正在建设 (首批机组已并网)
	中广核如东海上风电场项目	15.2	中广核如东海上风力发电有限公司	已核准，正在建设
	江苏响水近海风电场项目	20	响水长江风力发电有限公司	已核准，正在建设
	龙源如东试验风电场扩建项目	4.92	江苏海上龙源风力发电有限公司	已全部建成投产
	江苏大丰 200MW 海上风电项目	20	龙源大丰海上风力发电有限公司	已核准，正在建设
	东台 200MW 海上风电项目	20	江苏广恒新能源有限公司	已核准，正在建设

	江苏滨海 300MW 海上风电项目	30	大唐国信滨海海上风力发电有限公司	已核准, 正在建设
	响水 C1#	1.25	响水长江风力发电有限公司	已全部建成投产
	滨海北区 H1#	10	中电投江苏新能源有限公司	正在开展前期工作
	大丰 H7#	20	龙源大丰海上风力发电有限公司	正在开展前期工作
	东台 H2#	30	国华(江苏)风电有限公司	已核准, 待开工
	蒋家沙 H1#	30	江苏龙源海安海上风电项目筹建处	已核准, 待开工
	如东 C4#	20	龙源黄海如东海上风力发电有限公司	已核准, 正在建设 (首批机组已并网)
	如东 C1#	7.6	中国水电建设集团新能源开发有限公司	正在开展前期工作
	如东 H12#	30	华能江苏风电分公司	已核准, 正在建设
	大丰 H3#	30	上海电力股份有限公司	正在开展前期工作
	竹根沙 H1#	20	国华(江苏)风电有限公司	正在开展前期工作
	如东 H3#	30	盛东如东海上风力发电有限责任公司	正在开展前期工作
	小计	348.97		
浙江	国电舟山普陀 6#海上风电场 2 区工程	25	国电电力浙江舟山海上风电开发有限公司	已核准, 待开工
	国电象山 1#海上风电项目	15	国电电力浙江分公司	正在开展前期工作
	琥珀台州 2#海上风电项目	15	琥珀能源有限公司	正在开展前期工作
	温岭 1#海上风电项目	15	浙江龙源风力发电有限公司	正在开展前期工作
	舟山金塘大桥 2#海上风电项目	20	浙江龙源风力发电有限公司	正在开展前期工作
	小计	90		
福建	福建省莆田市南日岛一期 400MW 近海风电项目	40	福建龙源海上风力发电有限公司	正在开展前期工作
	福建省莆田市平海湾 50MW 近海风电项目	5	福建中闽海上风电有限公司	已核准, 正在建设
	福建省莆田市平海湾二期 250MW 近海风电项目	25	福建中闽海上风电有限公司	正在开展前期工作
	福建省莆田市平海湾 DE 区 600MW 近海风电项目	60	福建省能源集团有限责任公司	正在开展前期工作
	福建省福州市福清海坛海峡 300MW 近海/潮间带风电项目	30	华电集团公司	正在开展前期工作
	福建省平潭综合实验区大练 300MW 近海风电项目	30	中广核集团公司	正在开展前期工作
	福建省平潭综合实验区长江澳 200MW 近海风电项目	20	大唐集团公司	正在开展前期工作
	小计	210		
广东	珠海桂山海上风电项目	19.8	南方海上风电联合开发有限公司	正在开展前期工作
	湛江外罗海上风电项目	20	广东粤电徐闻风力发电有限公司	正在开展前期工作
	粤电阳江沙扒海上风电项目	30	广东省风力发电有限公司	正在开展前期工作

	华能阳江沙扒海上风电项目	60	华能明阳新能源投资有限公司	正在开展前期工作
	中广核阳江南鹏岛海上风电项目	40	中广核风电有限公司	正在开展前期工作
	小计	169.8		
海南	海南省东方市感城近海风电项目	35	国电海控新能源有限公司	正在开展前期工作
	小计	35		
	合计	1052.77		

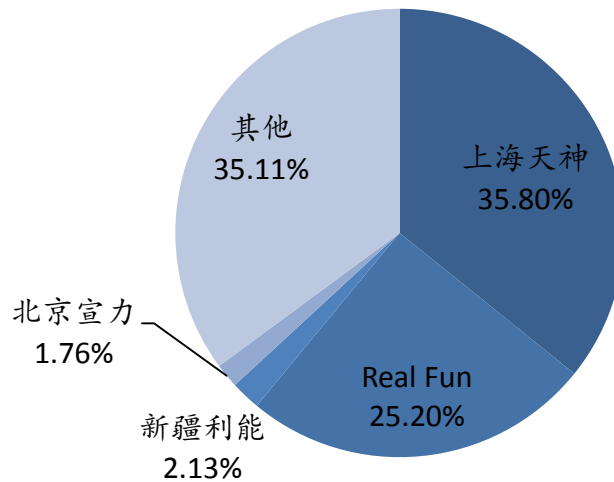
来源：国金证券研究所，国家能源局

风电运营进入建设加速期，打开新的利润增长点

收购宣力控股，成功整合优质风场资源

- 公司 2014 年建立完善了事业部制度，成立了新能源开发部，集中对风电场的开发进行运行管理，并将新能源开发作为公司未来的战略重点。公司计划风场年均开发规模超过 350MW，未来 3-5 年目标装机 2GW，建成后预计可贡献净利润 8-10 亿元/年，利润规模将远超现有风塔主业。
- 2015 年 2 月，公司以自有资金 2 亿元收购北京宣力持有的宣力控股 55% 股权，从而持有宣力控股 100% 股权。同时，公司控股股东上海天神通过大宗交易系统将其持有的 1.7% 的公司股份转让给北京宣力；北京宣力承诺自受让之日起一年内不减持本次交易所受让的公司股份。2015 年 4 月，公司公告二股东乐顺控股拟以大宗交易或其他方式将其持有的 2.43% 的公司股份转让给北京宣力并锁定一年，未来北京宣力仍有可能通过其他方式继续增持公司更多股份，彰显了将来长期合作的决心。

图表 26：股权结构图



来源：国金证券研究所，公司公告

- 宣力控股是一家致力于清洁能源产业和节能环保产业投资、开发及运营管理的公司。宣力控股旗下的多家项目公司在全国各地全面推进清洁能源项目的开发工作，目前已取得了总计 680MW 风电项目的核准并具备正式开工建设条件，还有多个新能源项目处于项目前期阶段。天顺风能通过本次

收购获得了宣力控股，加快了新能源产业的投资进度，提升了公司在新能源领域、尤其是风电领域的行业地位和影响力，对于公司实现在 3-5 年内完成至少 2000MW 新能源权益装机规模的发展目标起到了关键作用。

- 公司预计新疆哈密 300MW 风电场项目 2015 年底完工，2015 年底或者 2016 年初实现并网发电，上网电价 0.58 元/千瓦时。2014 年新疆地区风电场的平均利用小时数为 2094 个小时，我们以此作参考，假设哈密风场 2016 年利用小时数为 2100，按全年发电测算，明年可贡献约为 1.44 亿元净利润。

图表 27：哈密 300MW 风场经济性测算

假设条件：

- | | |
|---------------------|-----------------------|
| 1. 装机容量=300MW | 7. 固定资产所含增值税=272百万元 |
| 2. 发电小时数=2100小时 | 8. 负债率=70% |
| 3. 电价=0.58元/度（含增值税） | 9. 银行贷款利率=6% |
| 4. 核证减排=0 | 10. 贷款期限=15年 |
| 5. 总投资=23.4亿元 | 11. 项目周期=20年 |
| 6. 固定资产投资=18.72亿元 | 13. 固定资产投资增值税额抵扣售电销项税 |

售电收入（含增值税）	365.4	百万
可抵扣进项税	272	百万
增值税	8.5%	（17%即征即退50%）
总收入	358.6	百万
折旧年限	20	年
维护成本	0.045	元/瓦
运营管理成本	0.03	元/瓦
净利	1.44	亿元

来源：国金证券研究所

- 2015 年 6 月，公司公布非公开发行预案：拟以 14.7 元/股底价非公开发行 1.36 亿股，募集资金总额不超过 20 亿元，其中 16 亿元将用于 330MW 风电场的开发、4 亿元用于补充流动资金。募投项目 330MW 风电场均已通过核准，上网电价为 0.61 元/千瓦时，公司通过增发募集资金后，未来风电场开发资金优势明显。
- 公司项目储备丰富，除了 330MW 募投风电场项目之外，还有河南济源王屋长树岭 50MW 风电场项目与广西上思四方岭 49.5MW 风电场一期项目已列入“十二五”第五批核准计划，核准在建与拟核准项目合计达 729.5MW，有望实现在 3-5 年内完成 2000MW 新能源权益装机规模的发展目标。

图表 28：募投项目

项目类型	项目	省份	规模(MW)	核准时间	总投资(亿元)	募集投资	计划投产时间	单位	上网电价
风力发电项目	宣力新能源菏泽鄄城左营风电场项目	山东	2MW*75	2015.11	12.19	7	2017.6		0.61
	宣力新能源菏泽牡丹李村风电场项目	山东	2MW*40	2015.11	7.34	4	2017.6	北京宣力新能源	0.61
	宣力新能源南阳桐柏歌马岭风电场项目	河南	2MW*50	2015.10	8.41	5	2017.6		0.61
补充流动资金						4			
总计						20			

来源：国金证券研究所，公司公告

图表 29：风电储备项目

省份	项目	规模(MW)	计划核准时间	计划投产时间	单位	上网电价
山东	鄄城广顺新能源左营风电场项目	2MW*75	2015.11	2017.6		0.61
山东	菏泽广顺新能源牡丹李村风电场项目	2MW*40	2015.11	2017.6	北京宣力新能源	0.61
河南	南阳广顺新能源桐柏歌马岭风电场项目	2MW*50	2015.10	2017.6		0.61
河南	济源王屋长树岭	50	2015年底前	2016年底前		0.61
广西	防城港上思四方岭	49.5	2015.1	2016Q1	广西上思广顺新能源	0.61
新疆	哈密	300		2015年底前	北京宣力新能源	0.58
总计		729.5				

来源：国金证券研究所

成立投融资事业部，带来长期想象空间

- 公司成立投融资事业部重点开展产业投资、适度开展财务投资、稳步拓展新型金融服务，挖掘公司持续发展机遇。公司将以节能环保、新材料和金融服务等新兴产业为主要投资方向投资领域，计划到 2020 年股权投资总额达 10 亿元。
- 公司投融资业务以天利投资为平台，主要负责股权投资和产业投资，以节能环保、新材料和金融服务等新兴产业为主要投资方向，一方面公司投资凭借一级市场投资项目持续增厚公司业绩（14 年带来 2145 万元净利润），另一方面和天顺高度相关的业务也有望将来放入上市公司带动公司进一步成长。
- 2015 年上半年公司投融资事业部完成了 5 项对外投资项目，投资总额 1.96 亿元，其中公司子公司天利投资现金出资 1.5 亿元与常怡合资在上海自贸区设立了中联利拓，公司持有其 75% 股权，主要从事融资租赁、保理等新型金融服务业务，其他主要为高端制造和进口替代型项目。
- 公司 11 月公告全资子公司天利投资拟出资 2.5 亿元认购中机国能清洁能源有限公司 1.20 亿元的增资，增资完成后将持有中机清能 23% 的股份，中机清能 2015-2017 年累计业绩承诺 3 个亿，截止至 2015 年 6 月，中机清能尚未有营业收入。
- 中机清能主营是节能环保产业末端包括热电联产、垃圾发电、光伏发电、工业节能发电等领域的投资运营。公司大股东中机国能电力投资集团有限公司是由中国机械工业集团有限公司旗下的中国能源工程集团有限公司和中机国能资产管理有限公司于 2013 年 8 月共同出资组建，专职负责国机集团的能源项目投资、建设及运营管理，并致力于新能源和清洁能源的开发利用，与国内众多的企业集团、电力建设集团、大型能源建设工程公司、高等院校和科研单位建立了广泛的战略合作。依托公司在能源项目投资领域的丰富经验和实力，中机电投在辽宁、重庆、四川、贵州、山东、江苏、浙江等多个省份参与能源项目投资、建设及运营管理，项目总装机已超过 2000MW，管理的资产超过 100 亿元。我们预计中机清能 2015 年难以实现营收，2016、2017 年分别给公司带来 2300 万、4600 万的投资收益。公司后续借助天利投资在股权投资、和产业投资的布局将为公司的长期发展打开更多的想象空间。

盈利预测与估值

- 受益于 2015 年国内风电抢装，公司国内风电业务放量，2015 年前三季度公司共实现营业收入 15.34 亿元，同比增长 39.97%，前三季度归属上市

公司股东净利润为 2.36 亿元，同比增长 68.48%，预计全年仍将维持 60% 以上的增长趋势。2015 年抢装潮之后，国内风电新增装机量将趋于稳定，但由于公司一般海外市场的收入占比较高超过 7 成，且利润占比超过收入占比，在国内风电行业景气拐点来临时，天顺受到的影响较小。

- 公司积极整合了风场资源，哈密 300MW 风电场 2015 年底或 2016 年年初有望实现并网发电，同时每年超过 350MW 的风电场开发目标有望中长期推动公司业绩的快速成长。公司的投融资业务也带来了新的想象空间，我们预计中机清能 2015 年难以实现营收，2016、2017 年分别给公司带来 2300 万、4600 万的投资收益。
- 不考虑增发，我们预计 2015-2017 年的公司 EPS 为 0.35、0.58、0.79 元，对应 PE 41、25、18 倍，给予公司“买入”评级，目标价 18 元，对应 16 年 31 倍 PE。

图表 30：可比公司

股票名称	股价	总市值 (亿)	EPS			PE		
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
泰胜风能	9.28	60	0.19	0.23	0.32	48.84	40.35	29.00
大金重工	14.99	81	0.15	0.20	0.26	101.22	74.24	58.24
湘电股份	19.72	147	0.32	0.57	0.90	61.24	34.76	21.99
金风科技	23.51	643	1.14	1.36	1.67	20.56	17.32	14.09
吉鑫科技	7.06	70	0.12	0.14	0.18	58.35	50.75	38.68
平均						58.04	43.48	32.40
天顺风能	14.25	117	0.35	0.58	0.79	40.71	24.57	18.04

来源：国金证券研究所，Wind

图表 31：分项收入预测

项 目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
风塔					
销售收入 (百万元)	1,195.05	1,361.86	2,015.55	2,055.86	2,323.13
增长率 (YOY)	4.75%	13.96%	48.00%	2.00%	13.00%
毛利率	22.76%	22.38%	25.00%	25.00%	24.00%
销售成本 (百万元)	923.06	1,057.08	1,511.66	1,541.90	1,765.58
增长率 (YOY)	7.48%	14.52%	43.00%	2.00%	14.51%
毛利 (百万元)	271.99	304.78	503.89	513.97	557.55
增长率 (YOY)	-3.56%	12.06%	65.33%	2.00%	8.48%
风塔零部件					
销售收入 (百万元)	21.04	25.02	75.06	90.07	162.13
增长率 (YOY)	-52.77%	18.92%	200.00%	20.00%	80.00%
毛利率	36.75%	8.28%	30.25%	26.00%	26.00%
销售成本 (百万元)	13.31	22.95	52.35	66.65	119.98
增长率 (YOY)	-57.26%	72.44%	128.14%	27.31%	80.00%
毛利 (百万元)	7.73	2.07	22.71	23.42	42.15
增长率 (YOY)	-42.36%	-73.21%	996.01%	3.14%	80.00%
风电场运营					
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	358.60	650.69
增长率 (YOY)				0.00%	81.45%
毛利率				60.00%	60.00%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	0.00	143.44	260.28
增长率 (YOY)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	81.45%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	0.00	215.16	390.41
增长率 (YOY)					81.45%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,232	1,291	1,402	2,091	2,505	3,136	货币资金	912	498	367	560	680	700
增长率	4.8%	8.6%	49.1%	19.8%	25.2%		应收款项	261	485	500	778	932	1,167
主营业务成本	-928	-1,000	-1,083	-1,564	-1,752	-2,146	存货	319	245	352	428	480	588
%销售收入	75.3%	77.5%	77.3%	74.8%	70.0%	68.4%	其他流动资产	99	595	582	733	766	837
毛利	304	291	319	527	753	990	流动资产	1,592	1,823	1,802	2,499	2,859	3,292
%销售收入	24.7%	22.5%	22.7%	25.2%	30.0%	31.6%	%总资产	68.3%	62.3%	60.6%	66.0%	64.1%	64.1%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-6	-8	-9	长期投资	80	174	217	268	362	362
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	525	794	810	891	1,104	1,339
营业费用	-43	-35	-43	-63	-75	-94	%总资产	22.5%	27.1%	27.3%	23.5%	24.8%	26.1%
%销售收入	3.5%	2.7%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	120	119	116	125	133	141
管理费用	-64	-74	-84	-121	-150	-182	非流动资产	741	1,105	1,171	1,285	1,601	1,845
%销售收入	5.2%	5.7%	6.0%	5.8%	6.0%	5.8%	%总资产	31.7%	37.7%	39.4%	34.0%	35.9%	35.9%
息税前利润 (EBIT)	193	180	188	336	520	705	资产总计	2,333	2,928	2,972	3,785	4,460	5,137
%销售收入	15.7%	13.9%	13.4%	16.1%	20.7%	22.5%	短期借款	198	667	473	615	780	661
财务费用	10	19	-33	-22	-27	-27	应付款项	349	390	456	832	942	1,157
%销售收入	-0.8%	-1.5%	2.4%	1.0%	1.1%	0.9%	其他流动负债	9	-17	20	114	119	128
资产减值损失	-3	-12	-9	-7	-1	-2	流动负债	556	1,040	949	1,560	1,840	1,946
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	11	49	35	68	90	其他长期负债	0	0	6	0	0	0
%税前利润	0.0%	5.5%	24.4%	10.1%	12.1%	11.7%	负债	556	1,040	955	1,560	1,840	1,947
营业利润	200	198	194	342	559	765	普通股股东权益	1,777	1,888	2,004	2,208	2,602	3,171
营业利润率	16.2%	15.3%	13.9%	16.4%	22.3%	24.4%	少数股东权益	0	0	14	16	18	20
营业外收支	1	5	8	3	3	3	负债股东权益合计	2,333	2,928	2,972	3,785	4,460	5,137
税前利润	201	203	202	345	562	768	比率分析						
利润率	16.3%	15.8%	14.4%	16.5%	22.4%	24.5%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-30	-31	-27	-52	-84	-115	每股指标						
所得税率	15.0%	15.2%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.831	0.419	0.425	0.354	0.578	0.791
净利润	171	172	175	294	478	653	每股净资产	8.638	4.588	4.869	5.367	6.323	7.705
少数股东损益	0	0	0	2	2	2	每股经营现金净流	1.375	0.231	0.402	0.576	0.920	1.158
归属于母公司的净利润	171	172	175	292	476	651	每股股利	0.300	0.150	0.100	0.200	0.200	0.200
净利率	13.9%	13.4%	12.5%	13.9%	19.0%	20.8%	回报率						
							净资产收益率	9.62%	9.14%	8.73%	13.20%	18.28%	20.53%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.33%	5.89%	5.88%	7.70%	10.67%	12.67%
							投入资本收益率	8.32%	5.97%	6.52%	10.07%	12.99%	15.55%
净利润	171	172	175	294	478	653	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	30.77%	4.80%	8.65%	49.08%	19.80%	25.21%
非现金支出	27	48	61	59	60	69	EBIT 增长率	76.09%	-6.97%	4.36%	79.26%	54.49%	35.63%
非经营收益	-3	-6	-13	8	-33	-53	净利润增长率	62.68%	0.85%	1.39%	66.71%	63.15%	36.87%
营运资金变动	87	-119	-57	-124	-126	-192	总资产增长率	-0.60%	25.51%	1.51%	27.34%	17.84%	15.19%
经营活动现金净流	283	95	166	237	379	477	资产管理能力						
资本开支	-293	-285	-81	-130	-276	-307	应收账款周转天数	70.4	101.2	123.5	130.0	130.0	130.0
投资	0	699	1,746	-51	-95	0	存货周转天数	144.5	103.0	100.5	100.0	100.0	100.0
其他	3	6	28	35	68	90	应付账款周转天数	30.7	42.4	44.5	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-290	420	1,694	-146	-303	-217	固定资产周转天数	139.3	223.3	208.9	145.3	130.5	114.2
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-35	477	-195	136	165	-118	净负债/股东权益	-40.16%	8.94%	5.22%	2.45%	3.80%	-1.20%
其他	-45	-77	-95	-34	-121	-122	EBIT 利息保障倍数	-19.8	-9.6	5.7	15.6	19.1	25.9
筹资活动现金净流	-80	400	-289	102	44	-240	资产负债率	23.82%	35.51%	32.12%	41.23%	41.26%	37.90%
现金净流量	-87	915	1,570	193	120	20							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周	一月	二月	三月	六月
	内	内	内	内	内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7BD