

海外暖风吹，风塔出口订单翻番

增持 首次评级

目标价格：25 元

投资要点：

- 公司具有 Vestas 与 GE 风能两大国际风电巨头的供应商认证资格
- 公司 2012 年的订单数量及金额将会翻番，且确定性强，增长可持续
- 风电塔架的价格及行业的毛利率已经大幅下跌，目前已经处于底部

报告摘要：

- **海外风电确立复苏通道。** 国外风电市场经过 2010 年经济危机的影响后，2011 年开始了复苏的步伐。从国外大型风电企业的未结订单及新增订单预测，2012 年国外风电市场仍将维持稳步复苏，但是对降低风电装机成本也提出了新的要求。
- **海外风塔产能逐渐向国内转移。** 由于近两年来海外风机制造巨头也面临艰难的市场竞争局面与巨大的成本控制压力。在风机塔架供应商选择上，中国制造的优势尽显，不仅价格低廉、供货周期短而且质量有保证，成为这些领先风机整机企业大力扶持的合作伙伴。
- **公司在风塔行业内的优势及核心竞争力显著，难以复制超越。** 虽然风塔制造业属于传统机械加工制造行业，但是公司是国内唯一同时拥有 Vestas 与 GE 风能两家海外最大风机整机企业认证的风塔供应商。新供应商要获取认证资格，考核过程不仅十分严苛而且旷日持久。公司 4 个工厂布局合理，兼顾原料采购与成品销售，兼顾国内海外两个市场，运输费用低廉。公司很早就准确预测了风机大型化及海上风机迅速增长的发展趋势，专注 2.5MW 以上及海上风塔的研发生产，占领了高端市场，未来几年销售增速极高并且难以被赶超。
- **公司 2012 年的订单数量与金额翻番，提前锁定全年业绩，增长确定性很强。** 根据公司目前已经公告的大额订单测算，销售收入及净利润增长超过 100%。行业毛利率经历过大幅度下跌，在去年 3、4 季度已经企稳。我们判断风塔行业整体毛利率已经见底，无继续下跌空间。募投项目逐渐达产，为订单继续增长提供了产能保证。
- **预测 2011、12、13 年 EPS 分别为 0.52、1.07、1.65 元，对应的 PE 分别为 30、14、9 倍，维持公司“买入”评级。**

主要经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万)	462.45	508.53	941.79	2028.62	3090.38
同比增速	-8.34%	9.96%	85.20%	115.40%	52.34%
母公司净利润(百万)	97.37	87.24	106.94	220.26	338.73
同比增速	26.51%	-10.41%	22.59%	105.96%	53.79%
EPS	0.473	0.424	0.520	1.071	1.646
毛利率	29.21%	29.72%	18.55%	21.36%	21.39%

新能源与电力设备行业研究组

分析师：

王静

S1180207090092

赵曦

S1180511010008

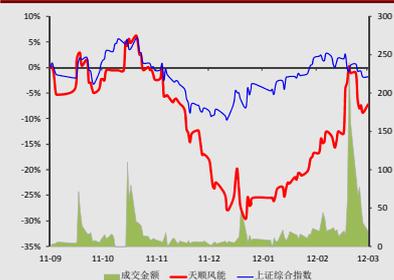
联系人：

徐伟

电话：010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (万股)	20,575
流通股 (万股)	6,175
控股股东	上海天神投资管理 有限公司
控股股东 持股比例	37.50%

数据来源：Wind 咨询

相关研究

目录

一、海外风电确立复苏通道.....	4
二、全球风塔生产向中国转移.....	5
1、成本优势.....	5
(1) 原材料成本优势.....	5
(2) 人力成本优势.....	5
2、质量保证.....	5
3、产业配套优势.....	5
4、运输优势.....	5
三、行业竞争格局分析.....	6
1、风塔的运输问题决定了供应商的地域性.....	6
2、国内从事风塔生产的企业众多，风塔市场是充分竞争的市场.....	7
3、风塔行业毛利率已经处于历史低点.....	7
4、上游钢铁行业也是充分竞争的行业.....	7
5、下游行业虽都属于寡头垄断，但国内国外情况迥异.....	7
四、公司简介与股权关系.....	8
1、公司简介.....	8
2、公司实际控制人控制的其他企业情况.....	9
五、公司主要竞争对手.....	9
1、公司在美国风塔市场的主要竞争对手.....	9
2、主要的国内竞争对手.....	10
六、公司的比较优势及核心竞争力.....	10
1、拥有国外龙头风机整机企业风塔供应商认证资格.....	10
2、生产基地布局合理，运输费用低廉.....	10
3、产品结构最合理，处于迅速发展期.....	12
4、下游销售客户与市场份额扩展工作十分突出.....	13
5、美元兑人民币汇率稳定，有利于出口企业.....	13
七、2012 年订单翻番，基本锁定全年业绩.....	13
1、屡次签大额订单，今年全年业绩已经基本锁定.....	13
2、2012 年订单翻番，销售收入及净利润增长将超过 100%.....	14
3、订单退回的可能性低，业绩确定性强.....	15
4、募投项目达产对公司接单能力提供有力支撑.....	15
5、毛利率见底，几乎没有下降空间.....	15
八、公司盈利预测及估值比较.....	16
1、2012 年公司业绩匡算.....	16
2、与同行业及业务近似可比上市公司估值比较.....	16
3、天顺风能财务报表预测.....	17

插图

图 1: 全球累计风机安装量 (MW)	4
图 2: 全球新增风机安装量 (MW) 及同比增长率	4
图 3: 分国家新增安装量 (MW) 及同比增长率	4
图 4: Vestas 公司未结订单量 (MW)	4
图 5: 2010 年-2025 年美国各州风机装机量预测	6
图 6: 美国国内风塔厂址布局	7
图 7: 国际领先风电设备公司市场占比	8
图 8: 公司实际控制人控制的其他企业情况	9
图 9: 公司苏州生产基地选址极佳	11
图 10: 风塔陆运用重型拖车	11
图 11: 公司风塔在太仓港装船海运	11
图 12: 海外市场风电设备单价走势 (€/W)	12
图 13: Vestas 公司的毛利及毛利率	12
图 14: 欧洲市场新增风机平均功率显著增长 (kW)	12
图 16: 全球海上风机市场保持高速增长 (GW)	13
图 17: Vestas 新增订单中 2.5MW 以上占比翻番	13
图 18: 风塔行业年度毛利走势图 (%)	15
图 19: 风塔行业分季度毛利走势图 (%)	15

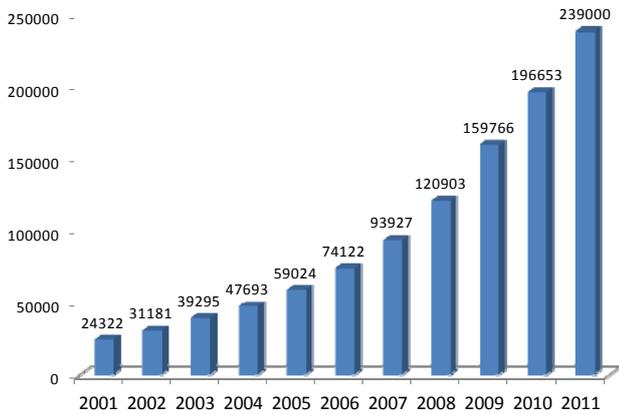
表格

表 1: 公司在美国市场的主要竞争对手	9
表 2: 公司在中国市场的主要竞争对手	10
表 3: 2012 年天顺风能获得 Vestas 公司与 GE Wind 公司的大额订单统计 (万元)	14
表 4: 2008 年至 2011 年 1-6 月获得 GE Wind 公司的订单统计 (万元)	14
表 5: 2008 年至 2011 年 1-6 月获得 Vestas 公司的订单统计 (万元)	14
表 6: 获得 Vestas 公司与 GE 风能公司的订单金额对比 (万元)	14
表 7: 公司获得风塔订单及盈利预测	16
表 8: 公司风塔零部件业务盈利预测	16
表 9: 天顺风能与同类及业务近似的上市公司的盈利预测及估值比较	16
表 10: 天顺风能财务报表预测	17

一、海外风电确立复苏通道

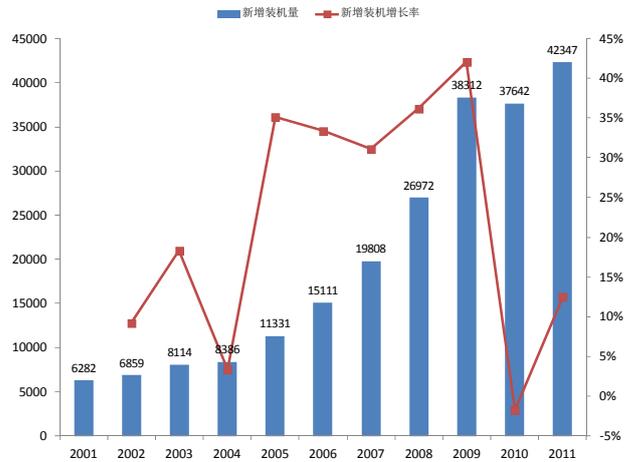
国内的风电市场由于近年来发展速度太快，国家政策有所收紧，需求增速下滑。加上新进入厂商很多，产能过剩比较严重，2011年的行业景气度不佳。但是国外风电市场经过2010年经济危机的影响后，2011年开始了复苏的步伐。据全球风能协会统计，2010年，全球风电新增装机容量同比下降2%，2011年全球风电新增装机容量同比增长12%，其中，美国同比增长22%，加拿大同比增长84%，印度大约同比增长115%。

图 1：全球累计风机安装量 (MW)



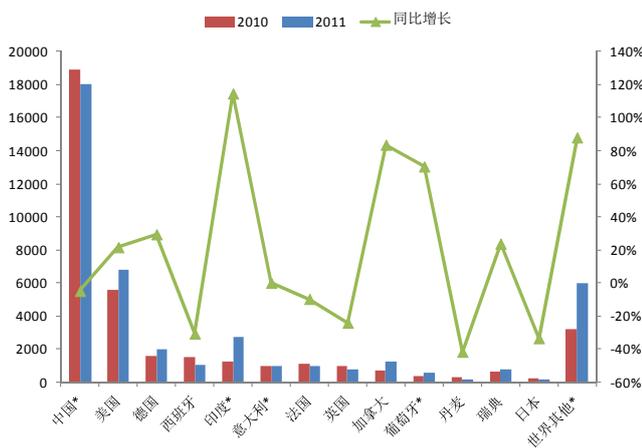
资料来源：世界风能协会 (WWEA)，2011 年数据为暂时初步统计

图 2：全球新增风机安装量 (MW) 及同比增长率



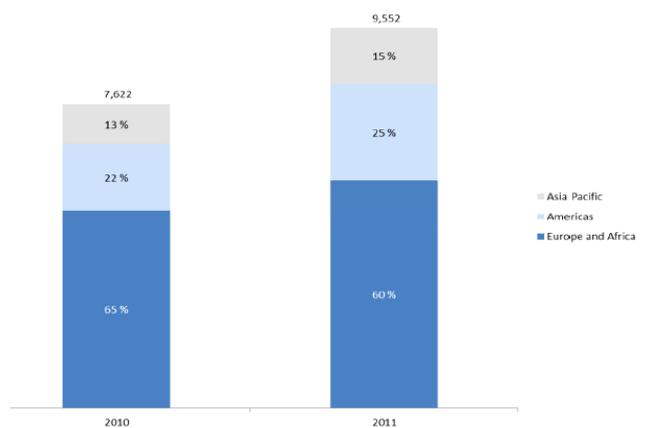
资料来源：世界风能协会 (WWEA)，2011 年数据为暂时初步统计

图 3：分国家新增安装量 (MW) 及同比增长率



资料来源：世界风能协会 (WWEA)，*2011 年为临时暂时初步统计数据

图 4：Vestas 公司未结订单量 (MW)



资料来源：Vestas 公司年报，宏源证券研究所

从国外大型风电企业的未结订单及新增订单预测，2012 年国外风电市场仍将维持稳步复苏，但是对降低风电装机成本也提出了新的要求。国际风电市场占有率第一的 Vestas 公司年报中统计的历史出货量及对 2012 年出货量的预测也支持我们的观点。

二、全球风塔生产向中国转移

由于近两年全球风电市场景气度下降严重，海外风机制造巨头也面临艰难的市场竞争局面，在保证产品质量的前提下，降低成本就成了这些企业的第一选择。在风塔供应商的选择方面，中国制造优势尽显，不仅价格低廉、供货周期短而且质量有保证，成为这些领先风机企业大力扶持的合作伙伴。在全球化加深的大背景下，国内从事风塔制造具有极大的比较竞争优势，是最适合在国内发展的行业之一，我们断定全球的风塔产能必将向中国转移。

1、成本优势

(1) 原材料成本优势

从国内的生产厂家来看，风机塔架的成本 60%以上都是钢材成本。而我国是全球钢产量首位的国家，并且产能处于非常过剩的状态。虽然塔筒对钢材标号及质量要求很高，需要钢材满足高强度、高疲劳强度的要求，至少使用 Q345 号热轧厚钢板，属于特种钢材。但是国内各大钢铁企业目前基本都可以生产出合格产品，公司的原料供应无忧。并且由于国内成本的优势，钢板的售价低于国际市场及发达国家市场价格，公司可以方便的获得充足、廉价、优质的原材料供应，在与国际市场竞争对手竞争的时候处于不败之地。

(2) 人力成本优势

风塔的制造过程主要是机加工与焊接过程。虽然目前制造加工中已经使用大量的数控机床及自动焊接设备，工艺的自动化程度已经很高，但是机械加工还是需要大量的熟练技术工人来操作，部分焊接工序必须纯手工操作，需要精湛的技艺，人力成本在总成本中仍然占有相当大的比重。所以国内从事风塔生产的企业在成本上相对于国外企业具有极强的竞争力。最重要的是，中国的劳动者不但工资便宜，而且素质高，相比东南亚、南美、印度等劳动力丰富地区来说，具有不可替代的优势。

2、质量保证

风塔的制造加工流程并不复杂，主要加工工序基本属于普通机械制造的范畴。但是风塔一旦出现质量问题，出现倒塌断裂就是重大安全事故，因此国外整机企业对风塔产品质量的要求就极为严格。虽然国内机加工、焊接、材料热处理、表面处理等工艺的尖端技术水平与美、日、德、瑞典、瑞士等北欧少数几个国家尚有一些差距，但是在常规工艺上差距甚微。具体在风塔这样的产品制造加工层面，国内大型厂家无论从设备、材料方面来说，还是从工艺技术，生产管理，质量控制等方面来说，与国外厂家都没有明显区别。国内领先厂家生产的风塔在国际市场上是绝对的价廉物美，产能不断向国内转移是必然的趋势。

3、产业配套优势

中国的工业体系齐全，基础设施建设迅速推进，尤其在沿海发达地区上游产业配套十分完善，为大型机械设备的制造提供了优良的产业基础。而其它劳动力资源丰富的地区，如东南亚、印度等，是不具备这样优秀的工业基础条件的。

4、运输优势

随着西欧国家长期新能源开发的推进，风能资源的利用率已经相对比较大，西欧风机市场的增速预计会逐渐放缓。但是北美及新兴风机市场的开发仍然方兴未艾，我们预计北

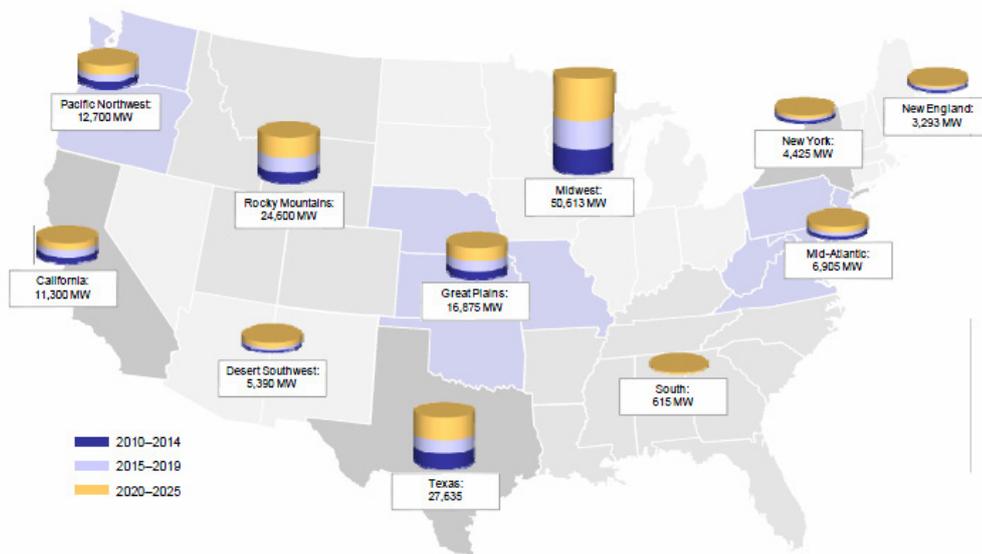
美（包括美国与加拿大）、印度将会是未来 5 年增量最大的市场。而这些市场都恰巧在中国东南沿海出发海运能够便捷到达的范围之内。未来西欧风电的发展重点将会从陆上风电转向海上风电，海运途径也显示出其相应的优势。

三、行业竞争格局分析

1、风塔的运输问题决定了供应商的地域性

风塔属于大型的机械设备零件，基本结构是空心的圆锥体，尺寸极大。底端最大直径超过 3.5 米，2.5MW 风机塔筒总高度 65-80m。虽然风塔是分段生产与运输，但每一段仍然是个庞然大物，运输起来十分困难，因为超出车厢界限不能进行铁路运输。目前塔筒的陆运主要是通过重卡公路运输，或者通过水运和海运。由于尺寸大，陆运的成本很高，因此通过陆运的方式，风塔生产基地选址一般距离风场不超过 500 公里。而海运对于单件货物的尺寸敏感性远远低于陆运，而且成本低廉，仅为陆运的 1/5 以下，所以风塔的海运半径要大得多。大体来说从我国东南沿海出发，运抵美国西岸、南岸、南美西海岸、澳大利亚、印度及中东地区都具有很好的经济性。目前美国的西海岸与南部海岸是公司产品的主要出口地。

图 5：2010 年-2025 年美国各州风机装机量预测

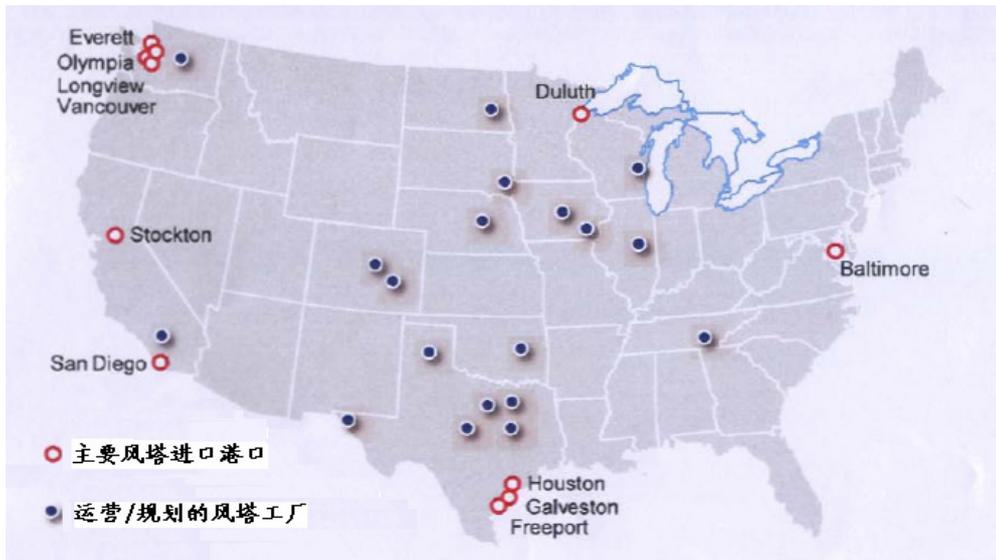


资料来源：公司招股说明书

由于亚太地区优势风塔厂商生产成本较低，其产品送到美国西部及南部市场后，与美国本土生产的产品相比仍具成本优势，因此，亚太地区厂商在美国西部及南部市场具有较强的竞争优势；由于亚太地区风塔产品运送至美国中部及东部的运输成本较高，因此，本土厂商在该地区具有较强竞争优势。

从图 6 中可以看到，美国大部分风塔进口港位于西部及南部，大部分本土风塔工厂位于中部及东部。

图 6: 美国国内风塔厂址布局



资料来源: 公司招股说明书

2、国内从事风塔生产的企业众多，风塔市场是充分竞争的市场

国内风塔生产企业已超过 100 家，因此风塔市场在国内是充分竞争的市场。但是各企业之间规模、技术水平相差较大。多数风塔企业都是从造船和压力容器企业转型而来，在风塔生产方面专业性不够，产品质量良莠不齐。在市场竞争中，风塔企业的优势主要表现在降低成本与质量控制管理方面。

3、风塔行业毛利率已经处于历史低点

2010 年海外风电设备市场滑入低谷，此后 2011 年国内的风电设备行业也进入产业整合期，市场容量萎缩，产能过剩严重，市场竞争加剧。风塔行业在这两年里盈利状况变差，毛利率下滑严重。

但是另一方面由于风塔行业竞争激烈，厂家数量众多，毛利率也维持在低位，潜在竞争对手不会轻易涉足。同时在国家产业政策的引导下，国内风电设备制造业将进入优胜劣汰的行业整合阶段，大型厂商能借此机会，做大做强，成长为行业龙头。国内风场运营商对风塔采购的关注重点也将逐渐从价格转向质量。基于以上原因，我们预计风塔行业的毛利率继续降低的可能性不大，未来两年内甚至能够看到企业盈利能力有所提升。

4、上游钢铁行业也是充分竞争的行业

风塔行业的上游行业主要是钢铁行业。国内的钢铁产能严重过剩，即使是风塔生产所需要的高质量高牌号的厚钢板供应也十分充足。目前看，钢板的价格波动较大，其主要原因是受到国际市场铁矿石价格与国内市场焦炭、煤炭价格的影响。随着我国基础设施建设投资增速的放缓，铁矿石、焦炭、能源价格可能会有小幅度的下跌，对行业的盈利状况将产生正面的影响。

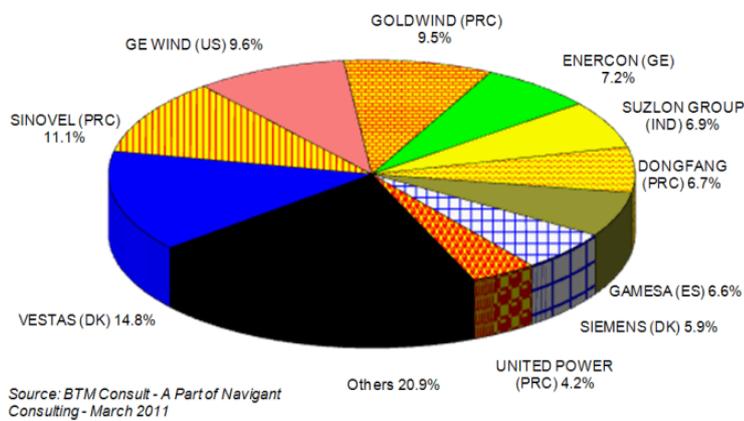
5、下游行业虽都属于寡头垄断，但国内国外情况迥异

国内风电设备行业，主要由各大风电运营商以招标方式对风电主机与风塔分别进行采购，主要运营商均隶属于五大发电集团与地方国有发电集团，属于寡头垄断的行业。迫于市场竞争压力加剧，部分风塔生产厂商不惜压低投标价格争取中标，产品价格不可避免地

出现下降，而产品质量则无法得到保障，导致目前国内风塔市场出现一定程度的低价格、低质量的无序竞争局面。

在国际市场上，与国内风场业主自行招标不同，风塔也由整机厂商统一采购。从图 7 看出，前十大风机生产商占据了 79.1% 的市场份额，居于绝对主导地位。对于海外整机巨头而言，保证产品安全及质量是第一位的，而降低采购成本是紧随其后第二位的。于是选择十个左右优质供应商建立自己的供应链体系是结合质量控制，采购管理成本两方面考虑最优化的选择。由质量信誉好、生产规模大的风塔生产商供应的产品是更加安全和经济的选择。而随着国内风电行业的逐步发展，产业集中度的提高，风塔产商也必将走出产业整合的一步，对于国内领先的厂家将是一次难得的整合市场的机会。

图 7：国际领先风电设备公司市场占比



资料来源：UTM 咨询

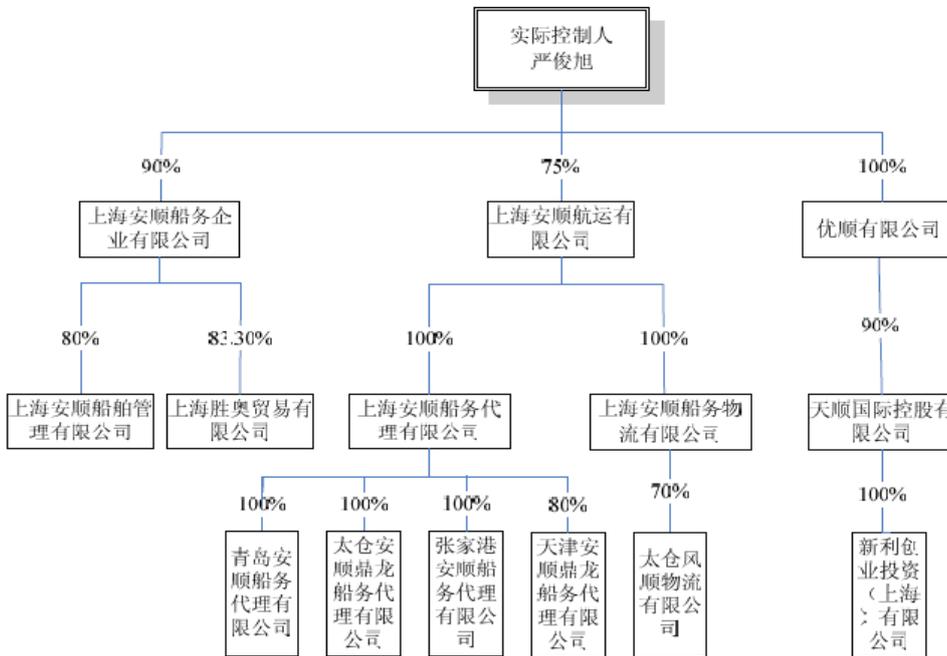
四、公司简介与股权关系

1、公司简介

公司主营业务为风塔及风塔零部件的生产和销售，主要产品是用于 2MW 及以上功率风机的风塔。公司为国内领先的风塔专业生产商，产品主要销售给 Vestas、GE 等全球大型风电整机厂商和国内领先的风电投资商，是国内同时获得 Vestas 和 GE 全球风塔供应商资格的唯一一家风塔公司，生产规模和产品质量在行业内均位居同行业前列。

2、公司实际控制人控制的其他企业情况

图 8：公司实际控制人控制的其他企业情况



资料来源：招股说明书

五、公司主要竞争对手

1、公司在美国风塔市场的主要竞争对手

在美国风塔市场，与本公司构成直接竞争的对手是目标市场包括美国西部及南部市场的风塔厂商，其中主要厂商的简要情况如下表：

表 1：公司在美国市场的主要竞争对手

企业名称	基本情况
DMI Industries	(1) 主要客户包括 GE、三菱、西门子、Vestas、Gamesa (2) 每年可生产 3GW 风机配套风塔 (3) 主要目标市场为北美地区中部、东北部等市场
Trinity Structural Towers	(1) 在美国、墨西哥设有风塔工厂，与母公司下属的运输公司一起为客户提供物流和运输服务； (2) 主要客户包括 GE、Vestas、Suzlon 等；
Dongkuk S&C	(1) 亚太地区领先的风塔厂商之一 (2) 主要客户包括 GE、三菱、Gamesa 等
CS Wind	(1) 亚太地区领先的风塔厂商之一； (2) 总部位于韩国，在越南、中国连云港设有两个风塔工厂，越南工厂专注于美国和欧洲市场，连云港工厂主要服务中国市场，年产能 1800 套 (3) 主要客户包括 Vestas、GE、三菱、西门子等

资料来源：招股说明书

2、主要的国内竞争对手

在国内风塔市场竞争中，其中主要厂商的简要情况如下表：

表 2：公司在中国市场的主要竞争对手

企业名称	基本情况
泰胜风能	(1) Vestas 在中国的两家全球风塔合格供应商之一 (2) 年产能约 800 套 (3) 主要用于国内市场
大金重工	(1) 年产能约 700 套 (2) 主要用于国内市场
中船澄西船舶修造	(1) 中国船舶子公司 (2) GE 在国内的两家全球风塔合格供应商之一

资料来源：宏源证券研究所

公司生产的风塔质量可靠性和稳定性已得到国际风电巨头的认可，且凭借较强的综合管理能力，公司产品具有较大的成本优势，国际风电巨头对公司的采购量逐渐增加，使公司在国际市场能够保持持续快速的增长。而与国内厂商相比，公司作为专业化的风塔生产商，生产技术、产品质量均位居国内前列。

六、公司的比较优势及核心竞争力

1、拥有国外龙头风机整机企业风塔供应商认证资格

Vestas 和 GE 对其风塔供应商采用严格的供应商认证制度，对风塔供应商的质量保证、产能、供货速度、研发能力以及供应商相关人员的国际化程度要求很高。供应商认证制度在很大程度上制约着风电巨头公司发展供应商的数量，为公司的生产与销售提供了良好的商务环境。Vestas 和 GE 在全球各约有 10 家风塔供应商，发展新供应商需要经过长时间的认证过程和复杂的认证程序。获得上述两家公司的认证至少需要经历他们历时 12-15 个月的苛刻考察。

目前，公司是国内唯一一家同时获得 Vestas 和 GE 风能全球风塔合格供应商资格认证的公司，经过多年的合作，公司已与 Vestas 和 GE 等销售客户形成了较为稳定的合作关系。新进入的竞争对手要进入世界风电巨头公司的供应商序列需要花巨大的时间及精力来改造制造工场与工艺程序，自己的主要供应商也必须得到风电公司的认可，认证过程繁琐而且苛刻，耗时长久，为公司设置了足够的销售渠道方面的门槛。

2、生产基地布局合理，运输费用低廉

公司目前在国内布局了四处生产基地，其中苏州太仓、连云港、沈阳三个生产基地已经投产，包头工厂也将在近期建成。在运输交付环节，苏州太仓、连云港两个工厂靠近港口，产品可以直接装船海运，主要面向国外市场；沈阳、包头工厂靠近风能资源丰富的东北和内蒙古地区，产品主要面向国内市场。

图 9: 公司苏州生产基地选址极佳



资料来源: 公司网站, 宏源证券研究所

在原材料采购环节, 公司与主要供应商南京钢铁股份有限公司建立了稳定的合作关系, 太仓生产基地与连云港生产基地距南京较近, 采购物流成本较低, 且公司可通过集中采购有效控制主要原材料采购成本。沈阳生产基地及包头生产基地附近也有大型钢厂, 例如鞍钢、包钢。

图 10: 风塔陆运用重型拖车



资料来源: 公司网站, 宏源证券研究所

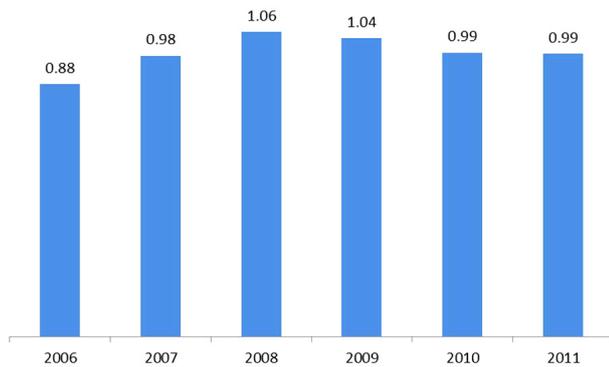
图 11: 公司风塔在太仓港装船海运



资料来源: 公司网站, 宏源证券研究所

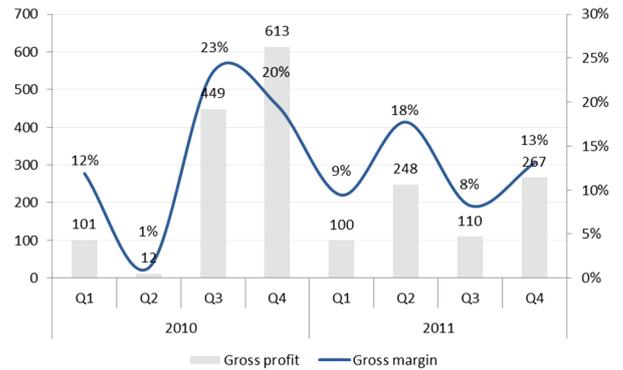
公司建立了兼顾国内外市场的合理工厂布局, 整合国内外原材料采购和销售链条, 能有效保证承接订单的适应性, 灵活安排生产并及时交货, 有利于公司降低产品物流成本。

图 12: 海外市场风电设备单价走势 (€/W)



资料来源: 宏源证券研究所, Vestas 公司报告

图 13: Vestas 公司的毛利及毛利率



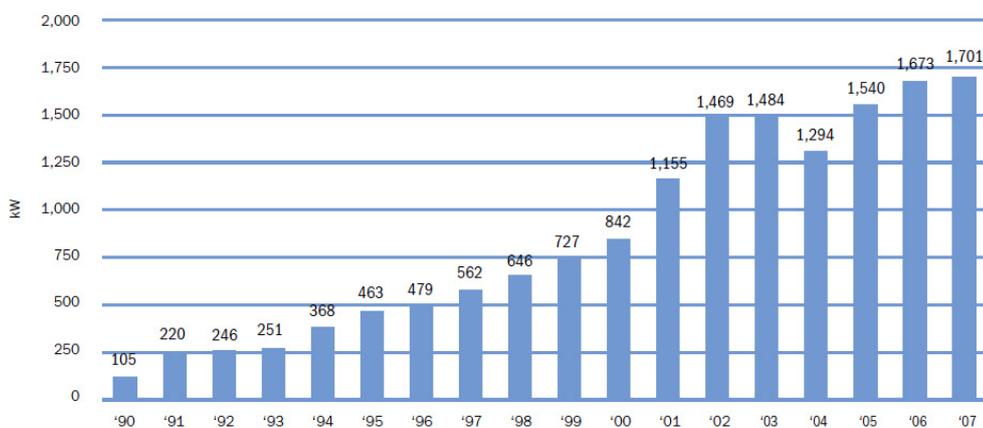
资料来源: 宏源证券研究所, Vestas 公司报告

从风电设备巨头 Vestas 公司 2011 年度报告中的毛利率及风电设备单价的走势来看, 即使是技术最领先、市场份额最大的 Vestas 公司也面临着巨大的成本压力。对于风塔采购环节来说, 中国的性价比是最高的, 同时天顺风能公司又能够在中国公司中把运输成本降到最低, 相信公司可以在 GE, Vestas 等跨国风电设备制造巨头的供应链中脱颖而出, 不断扩大他们在公司采购的比例。

3、产品结构最合理, 处于迅速发展期

首先, 风电场和风机的大型化可有效降低风力发电成本, 风机大型化成为风电发展的必然趋势。公司在风塔市场中, 集中精力发展高端市场 (指风机超过 2MW 以上功率的风塔, 而风机功率低于 1.5MW 的市场是低端市场)。而且目前的风电开发进入低速风场的阶段, 风机的单机容量要求越来越大, 我们断定未来 2-3MW 的风机将会成为主流产品, 市场占比将会不断增长。虽然风塔的低端市场竞争激烈, 但是在高端市场, 竞争程度有限。根据泰胜风能的招股说明书, 国内的高端市场 9 成以上被天顺风能与泰胜风能瓜分。这样的市场结构的改变, 有利于天顺风能扩大全球市场份额, 提高盈利能力。

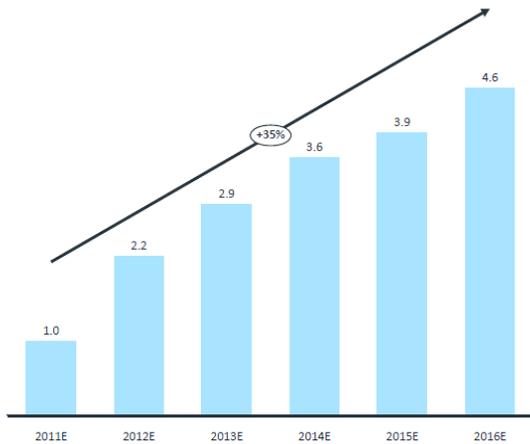
图 14: 欧洲市场新增风机平均功率显著增长 (kW)



资料来源: 宏源证券研究所, 招股说明书

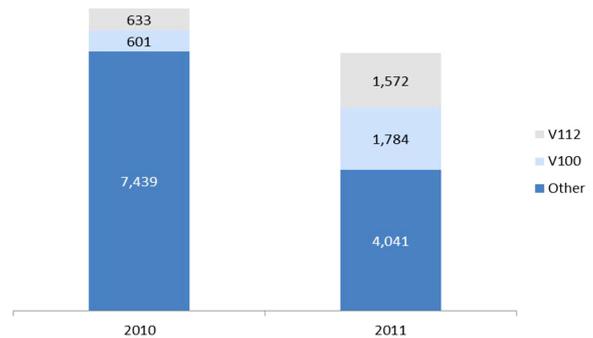
其次，虽然目前陆上风电装机的增速不很乐观，但是海上风电仍然方兴未艾，未来三年内西欧海上风电将会迅速发展。由于海上风力发电具有风力资源更为稳定、风电机组年利用小时数更高、不占用宝贵的土地资源、基本不受地形地貌影响等优势，在风力发电技术快速发展、海上风力发电成本逐步降低的背景下，未来海上风电将迎来快速发展机遇。海上风机的单机容量更大，甚至开始向 6MW 以上开始发展。海上风机的工作环境更加恶劣，对风机塔架的基础、强度、防腐蚀、精度等性能都提出了更高的要求。

图 16: 全球海上风机市场保持高速增长 (GW)



资料来源: 宏源证券研究所, IHS EER

图 17: Vestas 新增订单中 2.5MW 以上占比翻番



资料来源: 宏源证券研究所, Vestas 公司年报

天顺风能公司早在一年前上市时就已经准确判断出了未来风塔市场结构性变化的方向。募投项目除了解决公司的产能瓶颈以外，非常明显的侧重于为大功率风机及海上风机配套的风塔项目。其中连云港的生产基地就是专门生产海上风机的项目。

4、下游销售客户与市场份额扩展工作十分突出

公司生产的风塔质量可靠性和稳定性已得到国际风电巨头的认可，且凭借较强的综合管理能力，公司产品具有较大的成本优势，国际风电巨头对公司的采购量逐渐增加，使公司在国际市场能够保持快速的增长。

5、美元兑人民币汇率稳定，有利于出口企业

美国经济开始进入复苏过程，美元将在较长时间内保持坚挺。人民币相对美元升值的压力减小，目前已经从单边升值变为双向波动。美元的相对坚挺，有利于公司这样以出口为主的企业控制汇率风险。如果未来美元开启升值通道，更加有利于公司扩大市场份额，增加销量。

七、2012 年订单翻番，基本锁定全年业绩

1、屡次签大额订单，今年全年业绩已经基本锁定

从 2011 年 10 月份以来，公司陆续与 GE Wind、Vestas 两家风电设备巨头签订了大额供货合同。大额合同已经覆盖了公司上半年的产能，还有部分延续到第三季度交货。我们将公司自去年 10 月份公告的已签订大额订单情况统计如下：

表 3: 2012 年天顺风能获得 Vestas 公司与 GE Wind 公司的大额订单统计 (万元)

客户名称	签订时间	交货时间	订单金额	订单数量(台)	订单单价
GE Wind	2011 年 10 月	2011 年 1-7 月	40439.91	—	—
Vestas	2012 年 1 月	4-6 月	11351.60	65	174.64
	2012 年 2 月	7-9 月	15973.37	70	228.191
总计			67764.88		

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

2、2012 年订单翻番, 销售收入及净利润增长将超过 100%

我们统计了天顺风能公司在 2008 年至 2011 年 1-6 月份得到的 GE Wind 与 Vestas 两家主要客户的订单情况。我们根据公司的产能与 Vestas、GE 风能公司的出货量估算, 2012 年公司在 GE 和 Vestas 风塔采购量中占比约为 14%, 仅仅处于平均水平, 未来采购量占有率还能够大幅度增长。

表 4: 2008 年至 2011 年 1-6 月获得 GE Wind 公司的订单统计 (万元)

会计年度	向公司采购金额(万元)	占公司当年营业收入比重
2008	10692.20	21.19%
2009	26797.64	57.94%
2010	12738.56	25.05%
2011 年 1-6 月	20,846.14	62.32%

资料来源: 公司报告, 宏源证券研究所整理

表 5: 2008 年至 2011 年 1-6 月获得 Vestas 公司的订单统计 (万元)

会计年度	向公司采购金额(万元)	占公司当年营业收入比重
2008	24,567.27	48.69%
2009	13,145.97	28.43%
2010	11,653.18	22.92%
2011 年 1-6 月	2,621.55	7.84%

资料来源: 公司报告, 宏源证券研究所整理

我们将今年上半年的订单情况与截止 2011 年半年报为止做了对比, 结合 2011 年 1-6 月份的销售额, 我们估算公司今年上半年营业收入增长将超过 117%。

表 6: 获得 Vestas 公司与 GE 风能公司的订单金额对比 (万元)

会计年度	向公司采购金额(万元)	占公司当年营业收入比重
2008	35,259.47	69.88%
2009	39,943.61	86.37%
2010	24,391.74	47.97%
2011 年 1-6 月	33,514.83	70.16%
2011 年 1-6 月总收入	39,042.40	
预测 2012 年 1-6 月	67,764.88	预计约 80%
预计 2012 年 1-6 月总收入	84706.10	同比 2011 年增长 117%

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所整理

3、订单退回的可能性低，业绩确定性强

虽然已经签订的合同，客户会有违约的风险，但是首先 Vestas 公司与 GE 公司都是世界著名的风电设备生产巨头，信誉及经营状况良好，在做出采购行为之前必经过严格的审核流程，出现违约的风险极低。其次，Vestas 与 GE 两家大客户都与公司签订了长期的供货协议，Vestas 甚至还与公司签订了时间长达 3 年，内容极为具体，约束性非常强的采购与产能双向保障协议，如果客户违约必须支付巨大的违约成本，得不偿失。最后，如风塔这类大型的机械设备，公司在接订单后，一定会要求客户先付 20% 左右的定金，因此即使出现客户违约情况，公司也将得到数额不菲的定金收入。综上所述，公司已经努力把经营风险降低到了最低程度，所以今年公司实现业绩翻番的确定性非常强。

4、募投项目达产对公司接单能力提供有力支撑

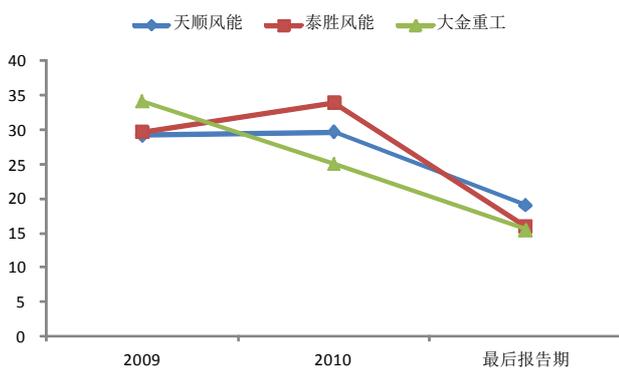
而与国内厂商相比，公司作为专业化的风塔生产商，生产技术、产品质量均位居国内前列。虽然以前由于产能限制原因，公司在国内市场所占份额偏小，未能在国内风电盛宴中尝到太大的甜头。但是现在，随着募投项目的逐渐达产，公司的产能不仅能够保证国际市场供货，而且还有余力在国内市场分一杯羹。

虽然公司已经占领了风塔行业的蓝海市场——国际出口市场，但是在产能有富余的情况下，只要有利润可赚，也不妨碍公司在国内的红海市场中拼杀。公司在沈阳及包头的工厂布局就是为此做准备的。此外，国内的海上风电项目也将逐渐启动，那么公司在高端大容量大型号风塔及海上风塔方面的优势将会逐渐的展露出来。

5、毛利率见底，几乎没有下降空间

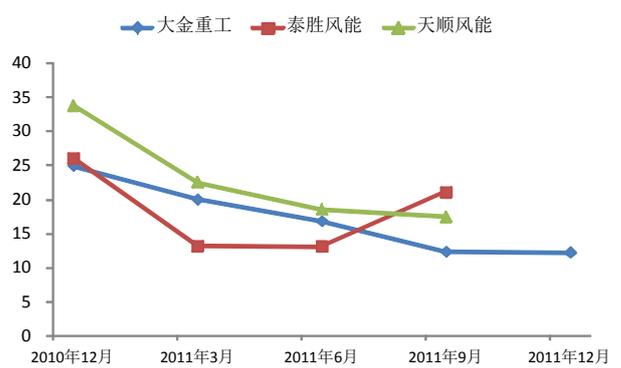
公司的毛利率虽然较国内的其他风塔企业高，例如泰胜风能、大金重工等，但是毛利率的绝对值也下跌到了 15% 附近，而且在 2011 年第三、第四季度已经趋于平稳。我们可以判断风塔行业整体毛利率已经见底，没有再下跌的空间了。未来随着客户对风塔产品质量的重视程度不断提升，毛利率还有一些上涨的空间。

图 18：风塔行业年度毛利走势图（%）



资料来源：宏源证券研究所，Wind

图 19：风塔行业分季度毛利走势图（%）



资料来源：宏源证券研究所，Wind

八、公司盈利预测及估值比较

1、2012 年公司业绩匡算

基于公司公告获得订单的情况，我们按照客户的类型，对公司 2012 年的销售收入及净利润进行了预测，具体见表 7。

公司还有为风塔配套的法兰及其他零部件销售，这部分在营业收入中占比较少，但是毛利率与净利率较高。因为这些配套业务的销售与风塔的订单是紧密相关的，所以我们对这部分业务的盈利预测如表 8。

表 7:公司获得风塔订单及盈利预测

客户名称	GE 风能	Vestas	其他海外客户及国内客户
订单数量 (台)	400	350	120
销售收入 (万元)	90878.00	69452.00	25781.8
毛利率 (万元)	21%	21%	18%
销售毛利 (万元)	19084.38	14584.92	4640.724
销售净利率 (万元)	14%	14%	12%
销售净利 (万元)	12722.92	9723.28	3093.816
所得税率 (万元)	15%	15%	15%
税后净利润 (万元)	10814.48	8264.79	2629.74
税后利润合计 (万元)			21709.01

资料来源：宏源证券研究所

表 8:公司风塔零部件业务盈利预测

风塔零部件	
销售收入 (万元)	16,750.06
毛利率 (万元)	30%
销售毛利 (万元)	5,025.02
销售净利率 (万元)	23%
销售净利 (万元)	3,852.51
所得税率 (万元)	15%
税后净利润 (万元)	3,274.64

资料来源：宏源证券研究所

2、与同行业及业务近似可比上市公司估值比较

我们将天顺风能与同类及业务近似的上市公司的盈利预测及估值做如下比较：

表 9：天顺风能与同类及业务近似的上市公司的盈利预测及估值比较

公司名称	11EPS (元)	12EPS (元)	11PE	12PE	同比增长 (%)	PEG
天顺风能	0.52	1.07	30.15	14.65	105.77	0.29
泰胜风能	0.25	0.37	33.28	22.49	48.00	0.69
大金重工	0.44	0.57	41.86	32.32	29.55	1.42
东方铁塔	1.02	1.37	16.79	12.50	34.31	0.49
齐星铁塔	0.16	0.24	63.44	42.29	50.00	1.27

资料来源：宏源证券研究所

天顺风能在同行业公司中动态估值优势很显著,在宏观经济比较疲软的情况下能够保持稳定的高增速,2011年PEG只有0.29。我们认为公司的估值偏低,2012年给予公司25倍的市盈率比较合理,对应股价25元,仍然有较大的空间。

3、天顺风能财务报表预测

表 10: 天顺风能财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,174	2,454	3,333	4,348	营业收入	975	2,366	3,089	4,220
货币资金	422	1,302	1,646	2,201	营业成本	745	1,597	2,128	2,875
应收与预付款项	324	609	808	1,106	营业税金及附加	3	5	6	8
存货	426	541	877	1,039	销售费用	32	59	62	84
非流动资产	544	541	714	850	管理费用	74	83	93	127
固定资产在建工程	486	490	669	812	财务费用	30	13	10	18
无形资产待摊费用	57	51	44	38	资产减值损失	4	21	15	22
资产总计	1,718	2,995	4,047	5,198	投资收益	19	0	0	0
流动负债	1,244	1,621	2,015	2,244	利润总额	108	587	775	1,086
短期借款	430	480	530	580	所得税	12	88	116	163
应付与预收账款	814	1,142	1,486	1,664	净利润	97	499	659	923
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	5	80	112	157
非流动负债	66	21	21	21	归属母公司净利	91	419	547	766
负债合计	1,310	1,643	2,037	2,265	EPS (元)	0.300	1.380	1.801	2.524
股本	144	152	152	152					
资本公积	128	566	566	566	主要财务比率				
留存收益	129	548	1,095	1,861	成长能力				
少数股东权益	6	86	198	355	营业收入	52.21%	142.71%	30.57%	36.62%
归属于母公司权益	401	1,266	1,812	2,578	净利润	1283.91%	416.50%	32.07%	40.14%
负债股东权益合计	1,718	2,995	4,047	5,198	获利能力				
					毛利率	23.54%	32.50%	31.10%	31.87%
现金流量表					净利率	9.91%	21.08%	21.32%	21.87%
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	ROE	22.72%	33.09%	30.16%	29.71%
经营活动现金流	226	485	574	773	偿债能力				
税后经营利润	1	5	7	9	资产负债率	76.27%	54.86%	50.33%	43.57%
折旧摊销	0	1	1	1	流动比率	0.91	1.51	1.65	1.94
资产减值损失	0	0	0	0	速动比率	0.58	1.18	1.22	1.47
利息费用	0	0	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-69	-102	-300	-300	总资产周转率	0.57	0.79	0.76	0.81
融资活动现金流	-174	497	70	82	应收账款周转率	3.63	4.43	4.40	4.58
现金流量净额	-17	880	344	556	存货周转率	1.75	2.95	2.43	2.77

资料来源: 宏源证券研究所

分析师简介:

王静：宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师，2007 年加盟宏源证券研究所，证券执业资格证书编号 S1180207090092。

赵曦：宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师，2008 年加盟宏源证券研究所，证券执业资格证书编号 S1180511010008。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。