

全球视野跨国公司雏形日渐清晰

买入维持

目标价格：25 元

投资要点:

- 订单持续增长, 预计中报业绩同比大幅度增长, 全年业绩确定性强
- 预计美国、印度市场今年迅速增长, 海外风电需求较乐观
- 全球化产能布局, 产品结构合理, 产业链适度延伸, 未来增长可期

报告摘要:

- 2012 年全球风电市场加速增长, 海外需求前景乐观。根据 GWEC 统计 2011 年全球风电新增装机容量同比增长 4.7%, 预计 2012 年新增风电装机容量同比增长 13% 左右, 增速相比 2011 年有较大幅度的提高。
- 美国与印度风电需求增长很快, 对风塔产生强劲的需求。由于目前的风电投资抵税法将于年底到期, 由于抢装效应我们预计美国今年的装机量将超过 9.5GW, 同比增长 43.48%。印度政府支持风电发展, 本土 Suzlon 是世界前十大风电整机企业, 会推动市场需求的增长, 预计今年新增装机 5GW, 同比增长 65.62%。
- 预收账款大幅度增长, 订单情况良好, 全年业绩增长确定性强。第一季度公司的预收账款大幅度增加, 说明订单情况良好, 预示今年公司的销售收入将会出现很大幅度的增长。
- 成本优势明显, 国内整机与发电企业出海带动风塔出口等因素将导致公司市场份额进一步上升。风塔主要生产成本钢板与人工, 中国的价格都大幅度低于美国价格, 国内企业具有显著价格优势。
- 公司全球产能布局成功, 产品结构合理, 适当延伸上下游产业链, 夯实未来增长潜力。公司产品以大功率、高端风塔为主, 代表了风电发展的趋势。公司投资建立印度工厂, 可以满足当地高涨的需求, 还可以规避美国“双反”。收购丹麦工厂, 占领了进入欧洲市场桥头堡。在国内适当投资风电场业务, 增强公司的盈利能力。
- 我们预测 2012、13、14 年 EPS 分别为 1.03、1.49、1.95 元, 对应 PE 为 16、11、8 倍, 维持公司“买入”评级。
- 风险提示: 美国风塔“双反”对订单的影响超预期, 美国市场明年增长率有下滑风险, 丹麦工厂成本下降受阻。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	508.53	941.79	2028.62	3090.38	4064.47
同比增速	9.96%	85.20%	115.40%	52.34%	31.52%
母公司净利润	87.24	105.13	212.00	307.01	401.34
同比增速	-10.41%	20.51%	101.65%	44.82%	30.72%
EPS	0.424	0.511	1.030	1.492	1.951
毛利率	29.72%	17.45%	19.53%	19.67%	19.08%

电力设备与新能源研究组

分析师:

王静 (S1180207090092)

赵曦 (S1180511010008)

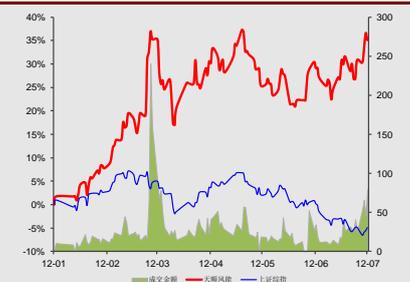
联系人:

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

- 抄底欧洲, 全球产业链初具雏形
2012.6.13
- 财务数据优秀, 全年翻番可期
2012.4.19
- 订单增长加速, 市场份额提升
2012.4.11
- 海外暖风吹, 出口订单翻番
2012.3.29

目录

一、海外风电市场乐观	4
1、2012 年全球风电市场加速增长，海外需求前景乐观	4
2、美国与印度风电需求增长很快	4
3、前十大风机厂商市场份额大，有利于风塔龙头扩展市场份额	5
二、公司订单保持快速增长	6
1、公司预收款大幅度增加，全年业绩大幅增长确定性很强	6
2、国内整机与发电企业走出去，带动风塔出口	7
3、原材料与劳动力成本优势使公司市场份额扩大	7
4、公司产品结构契合风机大型化的发展趋势	8
5、海上风电的发展刚刚起步，未来前景广阔	9
三、全球产业链布局完成，提升未来成长性	10
1、抄底欧洲，占领欧洲海上风塔市场桥头堡	10
2、全球产业链布局，合理产能扩张，保证全球供应	10
3、规避“双反”，抢占全球市场	12
4、毛利率会维持平稳	12
5、产业链适当延伸提高公司盈利能力	12
四、业绩大幅增长确定性很强	12
1、GE 与 Veatas 的订单占比较高，对业绩影响较大	12
2、2012 年订单翻番，销售收入及净利润增长将超过 100%	13
3、2012 年分类业绩预测	14
4、与同行业及业务近似可比上市公司估值比较	14
5、天顺风能财务报表预测	15
五、风险提示	16
1、美国风塔“双反”对公司订单的影响超预期	16
2、美国 PTC 法案如未能获得延期，明年美国风电市场增长率有下滑风险	16
3、丹麦工厂成本下降受阻	16

插图

图 1: 2011 年全球风电新增装机容量增长 4.7%	4
图 2: 2012~2016 年全球风电新增装机与累计装机将保持较高年均增长率	4
图 3: 今年美国风机新增装机量将大幅度增长 (MW)	5
图 4: 新兴市场印度新增装机量增长非常迅速(MW).....	5
图 5: 预计 2013~2016 年欧洲、亚洲、中东与非洲新增装机容量增长较快	5
图 6: 2011 年前十大风机厂商占据 80% 累计装机量	6
图 7: 2011 年前十大风机厂商占据 70% 新增装机量	6
图 8: 公司预收账款高速增长	6
图 9: 主营业务收入稳定快速增长	6
图 10: 2011 年风电整机企业出口量大幅度增长 (MW)	7
图 11: 国内比美国中厚板钢材价格低廉的多(\$/吨)	7
图 12: 国内制造业平均工资比美国平均工资低很多	7
图 13: 欧洲国家新增风机平均功率显著增长 (kW)	8
图 14: 国内单机容量 3MW 以上风机在新增机组中比重不断增加	8
图 15: 未来海上风机发展路线图	9
图 16: 欧洲海上风电新增装机量加速增长 (MW)	10
图 17: 中国风电分地区累计装机容量 (MW)	11
图 18: 中国风电发展目标与布局 (万千瓦)	11
图 19: 公司国内生产基地布局合理, 兼顾国内国际市场, 运输半径小	11
图 20: 同行业公司年度毛利率下滑趋势改变	12
图 21: 同行业公司单季度毛利率环比改善	12
图 22: 2010 年公司 GE 与 Vestas 订单占比	13
图 23: 2011 年公司 GE 与 Vestas 订单占比	13

表格

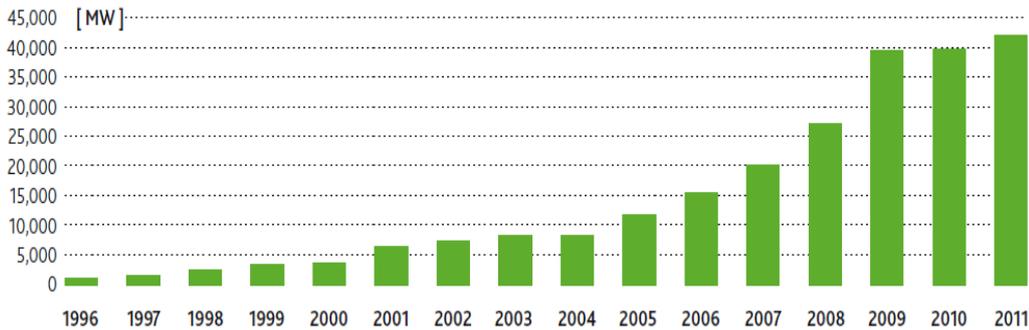
表 1: 获得 Vestas 公司与 GE 风能公司的订单金额大幅增长 (万元)	13
表 2: 公司获得风塔订单及盈利预测	14
表 3: 公司风塔零部件业务盈利预测	14
表 4: 天顺风能与同类及业务近似的上市公司的盈利预测及估值比较	14
表 5: 天顺风能财务报表预测	15

一、海外风电市场乐观

1、2012 年全球风电市场加速增长，海外需求前景乐观

2010 年受金融危机后续影响，美国风电装机下滑导致全球风电市场萎缩，但 2011 年美国市场增长强劲，在中国市场负增长的情况下，全球市场仍然获得 4.70% 的增长。

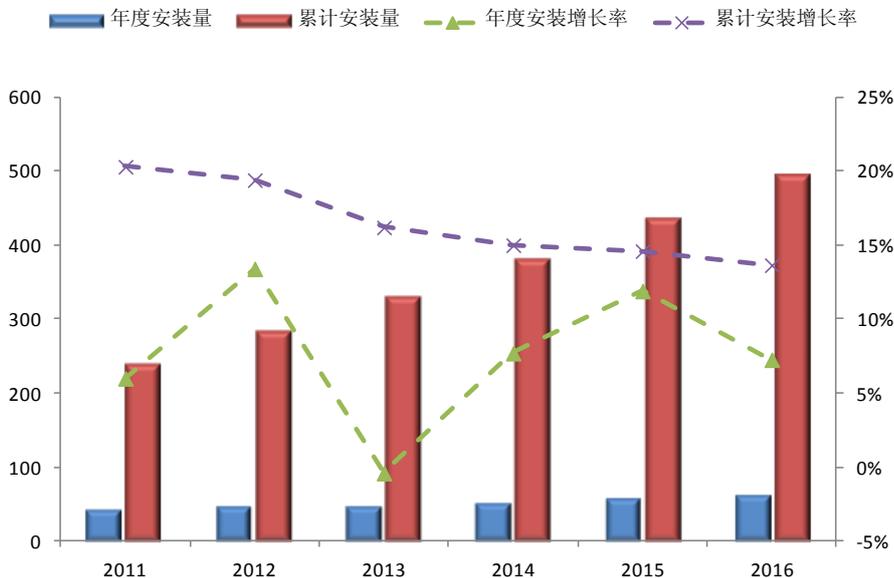
图 1：2011 年全球风电新增装机容量增长 4.7%



资料来源：GWEC

今年全球风电新增装机容量增速仍然会比去年高，全球风能协会预计 2012 年新增装机增速 13%，并且在未来 5 年内增长率将维持在较高的水平。

图 2：2012~2016 年全球风电新增装机与累计装机将保持较高年均增长率



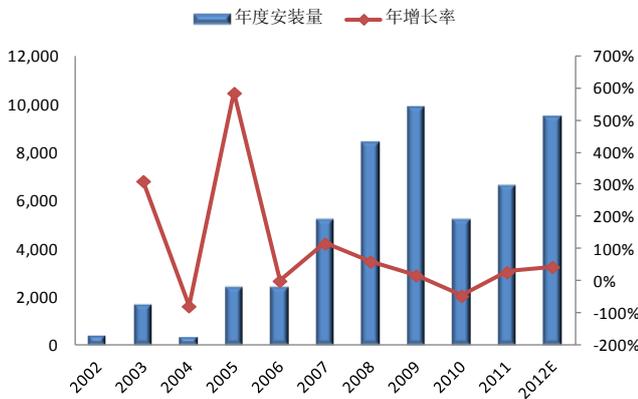
料来源：GWEC，宏源证券研究所

2、美国与印度风电需求增长很快

分国家来看，美国与印度将是今年增长率最高的市场。美国风电投资抵税法(PTC)将于 2012 年底到期，由于抢装效应，今年美国风电新增装机容量迅速增长，我们预计美国今年的新增装机量将超过 9.5GW，同比增长 43.48%。

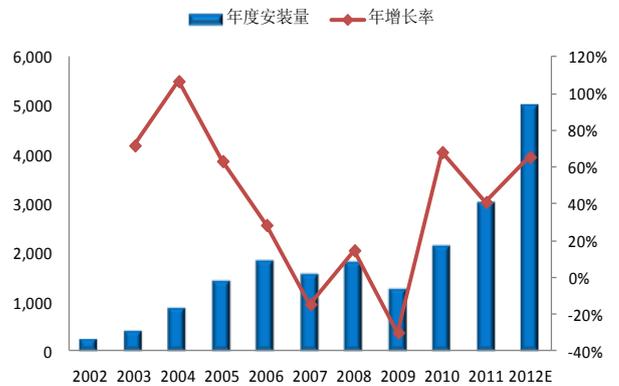
印度的电力价格较高，而风力资源也比较丰富，因此风电成本与火电成本相差不大。本土还有 Suzlon 这样的世界前十大风电整机企业，风电的新增装机容量在 2009 年之后一直保持很高的增速，GWEC 预计印度市场今年的新增装机容量达到 5GW，同比增长 65.62%。印度将会成为继欧洲、美国与中国之后最重要的新兴风电市场。

图 3: 今年美国风机新增装机量将大幅度增长 (MW)



资料来源: GWEC, 宏源证券研究所

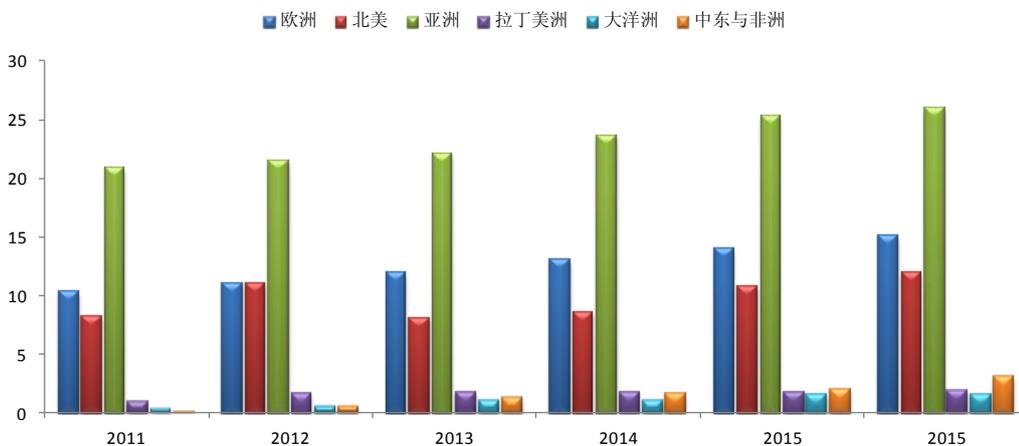
图 4: 新兴市场印度新增装机量增长非常迅速 (MW)



资料来源: GWEC, 宏源证券研究所

我们预计欧洲与中国的风电市场明年将会有恢复性增长。GWEC 预测在 2013 年后，欧洲、亚洲、中东与非洲将会成为增长的主力。

图 5: 预计 2013~2016 年欧洲、亚洲、中东与非洲新增装机容量增长较快

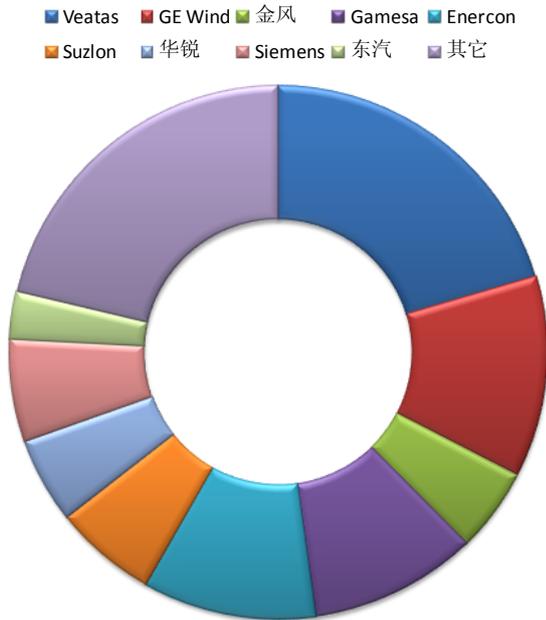


资料来源: GWEC, 宏源证券研究所

3、前十大风机厂商市场份额大，有利于风塔龙头扩展市场份额

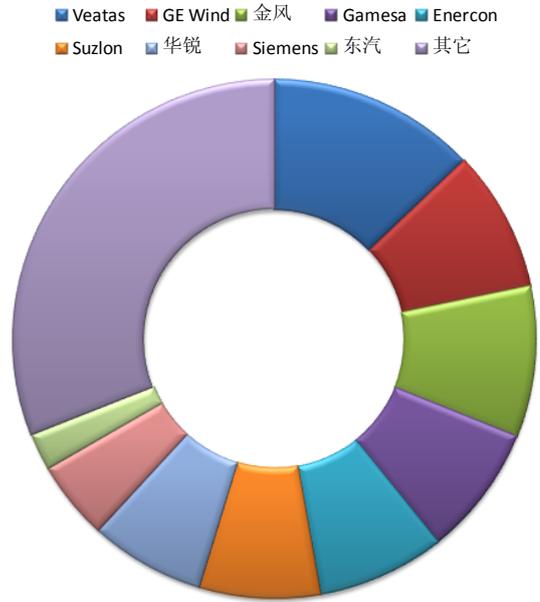
全球风电整机市场的集中度很高，前十大整机企业占据了累计装机量的 80% 以上，去年新增装机量的 70% 以上。海外市场，风电场建设一般采取总包方式招标，风机整机厂商同时也负责塔架采购。对于这样的大型跨国企业来说，供应链的质量稳定、供货及时性是非常重要的。国内的风塔龙头在这两方面都做的很好，并且还有成本与价格优势，可以不断扩大在此供应链中的市场份额。

图 6: 2011 年前十大风机厂商占据 80% 累计装机量



资料来源: BTM, 宏源证券研究所整理

图 7: 2011 年前十大风机厂商占据 70% 新增装机量



资料来源: BTM, 宏源证券研究所整理

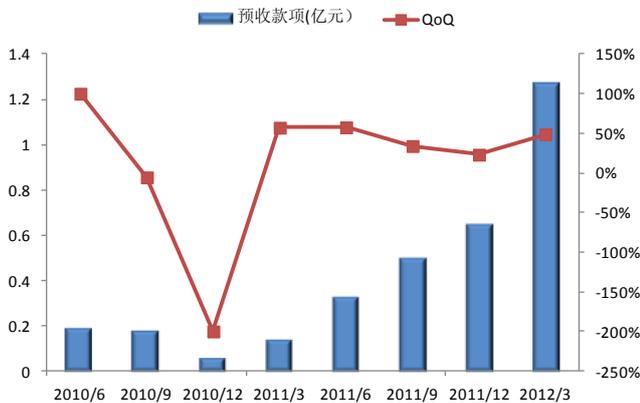
在国内, 风塔一般是由风电场业主招标采购, 下游的集中度也较高, 并且一般是价低者中标。这种采购方式, 产生的结果是价格的激烈竞争。但是经过数年的运营之后, 尤其在出现几次事故之后, 大多数业主也开始重视风塔的质量, 这就为国内风塔龙头企业提供了行业整合的机会。我们认为在今后国内风塔企业无序竞争的情况将会不断改善, 龙头企业获得更多的市场份额。

二、公司订单保持快速增长

1、公司预收款大幅度增加, 全年业绩大幅增长确定性强

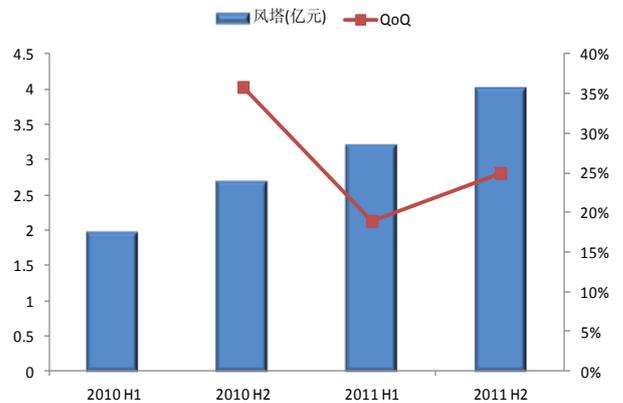
公司的主营业务是风塔产品, 从 2010 年以来, 主营业务收入一直保持稳定快速的的增长。虽然 2011 年上半年, 主营业务收入的环比增速有所下滑, 但是下半年收入环比增速开始逐渐恢复, 我们预计 2012 年上半年收入环比增速将会达到 40% 以上的水平。

图 8: 公司预收账款高速增长



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 9: 主营业务收入稳定快速增长



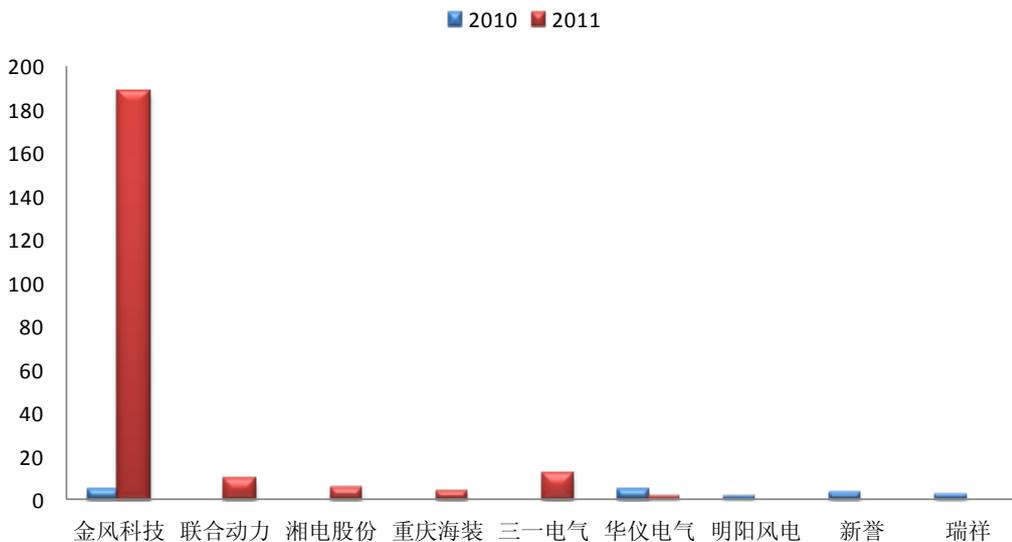
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

同时，在 2012 年第一季度公司的预收账款大幅度增加，说明公司新接订单很多，经营形势非常好，预示今年公司的销售收入将会出现很大幅度的增长。

2、国内整机与发电企业走出去，带动风塔出口

随着国内风电设备行业竞争的激化，产品价格大幅度下降，盈利情况迅速恶化。于是很多国内风机整机厂商寻求在海外市场的突破。在 2011 年，国内整机出口出现了大幅度增长。另外很多国内的风场投资主体，如龙源电力也开始在海外投资风电场项目。国内整机与发电企业出海，必然会带动相关配套产品的出口，例如风塔。

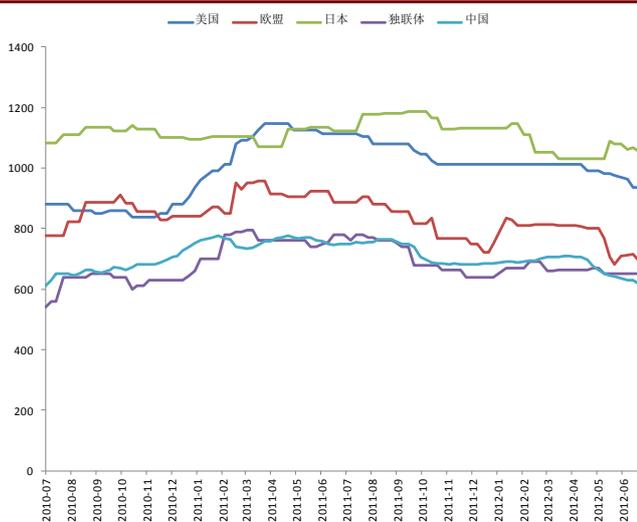
图 10: 2011 年风电整机企业出口量大幅度增长 (MW)



资料来源: CWEA, 宏源证券研究所

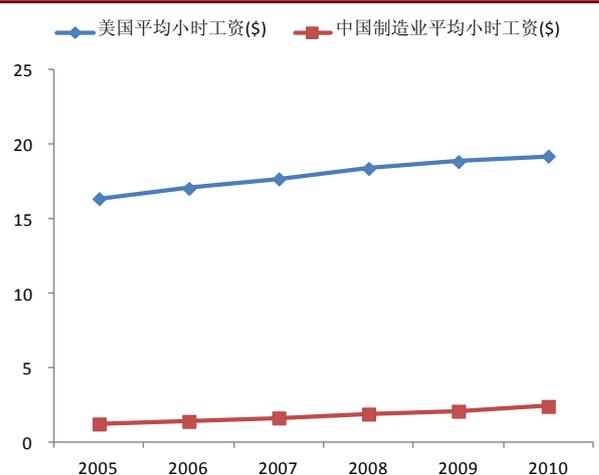
3、原材料与劳动力成本优势使公司市场份额扩大

图 11: 国内比美国中厚板钢材价格低廉的多(\$/吨)



资料来源: WIND, 宏源证券研究所整理

图 12: 国内制造业平均工资比美国平均工资低很多



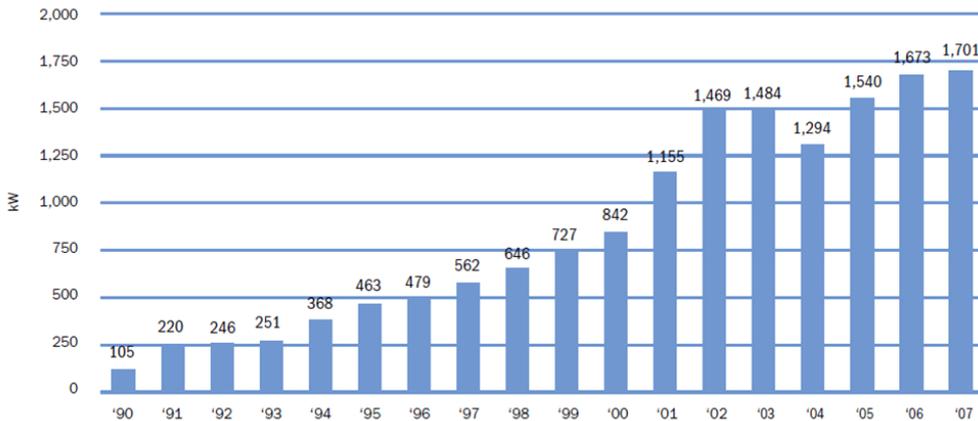
资料来源: WIND, 宏源证券研究所整理

在风塔的制造成本中，原材料所占成本的比重最大，其次为人工成本，另外还需要加上必要的其它费用。原材料主要是中厚板钢材，中国的市场价比美国的市场价低很多。风塔加工需要较多的熟练技术工人，中国制造业平均工资也要比美国平均工资低廉很多。所

以在中国生产的风塔运抵美国,加上运费后的抵岸价仍然比美国本土生产成本低 25%左右,在美国西海岸附近地区非常有竞争力。

4、公司产品结构契合风机大型化的发展趋势

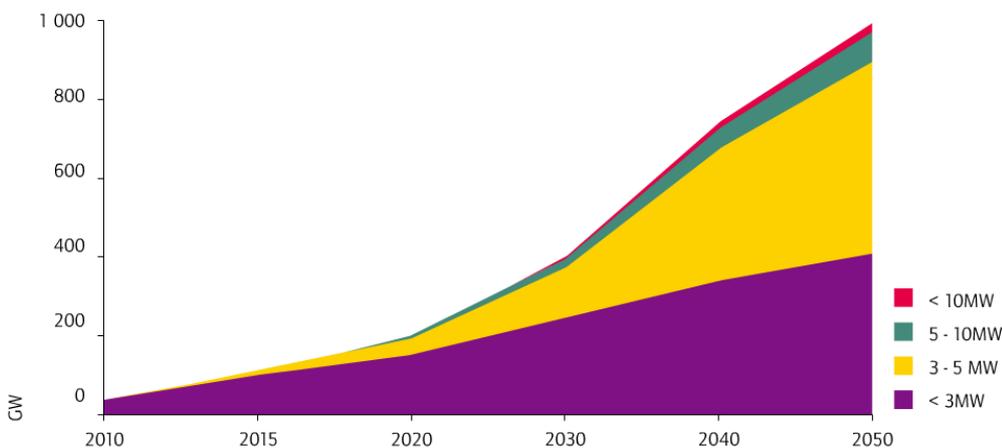
图 13: 欧洲国家新增风机平均功率显著增长 (kW)



资料来源: 宏源证券研究所, 招股说明书

公司最初就定位为国内高端风塔产品供应商,一直专注于单机大功率风机配套塔架的研发与生产。目前公司的主要产品是 1.5MW 以上风塔,并且将未来的战略主攻方向定位在 3MW 以上大功率及海上风塔。这是契合风电产业发展大趋势的,未来随着陆上优质风场资源的陆续开发,低风速风场比例迅速增加,低风速大功率风机的占比也会越来越高。而且单机容量大的风电机组单位发电成本更低。海上风电的迅速发展对风机单机容量提出了更高的要求,一般都是 6MW 以上,大型风塔的制造与运输都是一个富有挑战性的课题。

图 14: 国内单机容量 3MW 以上风机在新增机组中比重不断增加



资料来源: 中国风电发展线路图 2050, 宏源证券研究所

从欧洲国家的风电发展历史来看,平均单机功率不断提高,从 2000 年的 842kW 提高

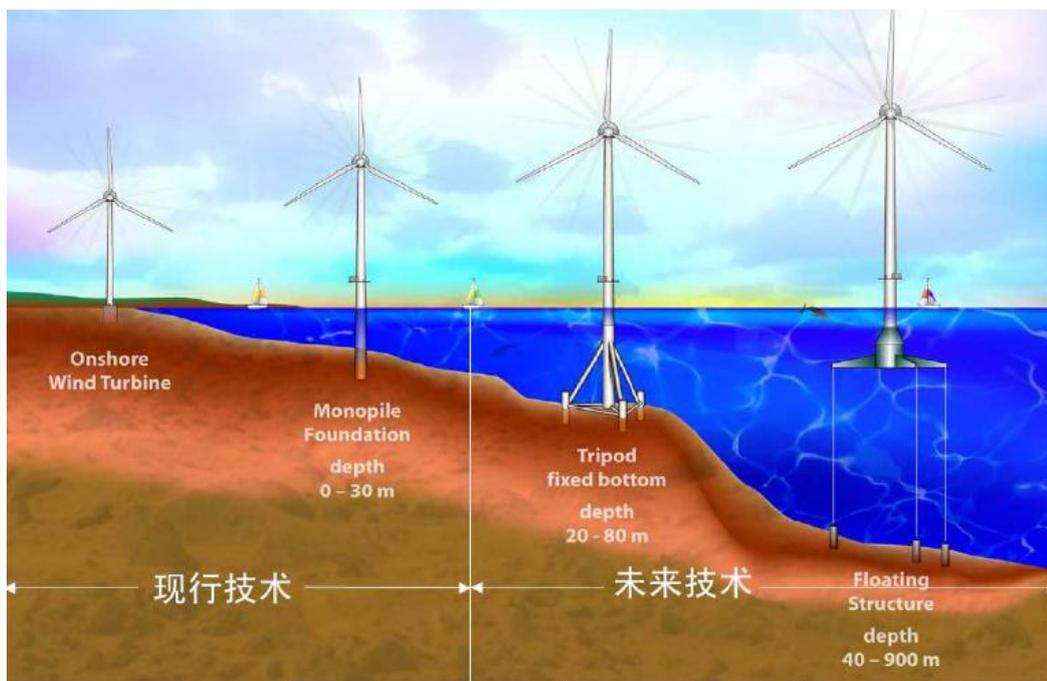
到 2007 年的 1701kW。从中可以看出，新增装机中单机容量迅速提高，大容量机组的占比也不断提高。

从发改委能源研究所 2011 年发布的《中国风电发展线路图 2050》中可以看出，能源研究所预测从 2010 年开始新增装机容量在不断增长，其中 3MW 以上风机在总装机量中的占比还在不断提高，从 2010 年占比不足 2% 到 2020 年将会占到 20% 左右。3MW 以上大型风机的新增安装量在未来将会高速增长，为公司的募投项目提供强劲的市场需求，公司现在进行募投项目的建设也正当其时。

5、海上风电的发展刚刚起步，未来前景广阔

随着风电的快速发展，风电大国陆上风力资源丰富的地区，都在进行风电场建设与开发。陆上风力资源毕竟是有限的，海上的风力资源更加丰富，相同装机容量的情况下，发电小时数更多，而且风力平稳性更好，所发电能质量更好。尤其在西欧地区，风电发展时间长，风电在总发电量中占比已经比较高，陆上可开发风场已经较少，未来的发展方向主要是海上风电。

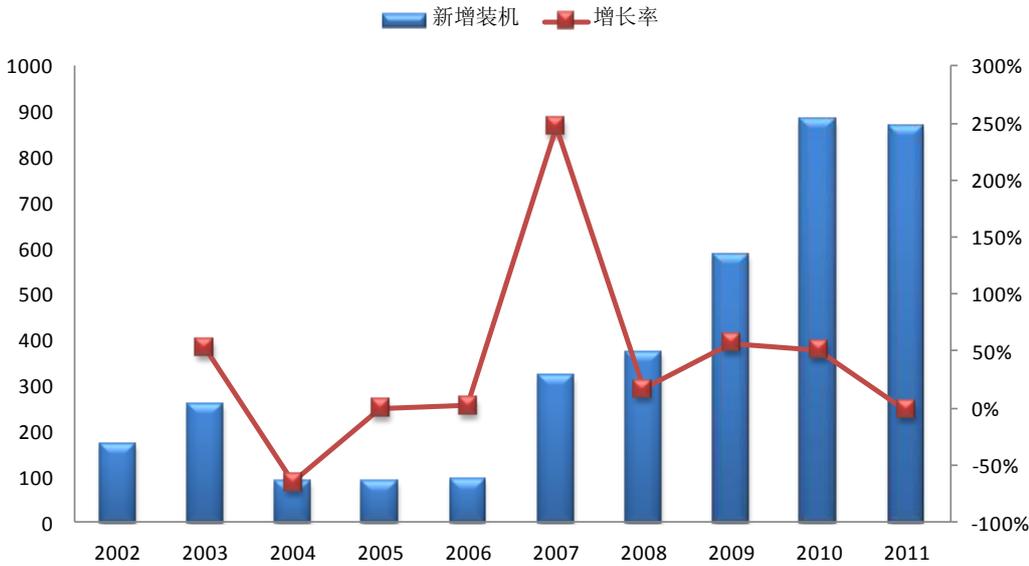
图 15：未来海上风机发展路线图



资料来源：宏源证券研究所

海上风电的建设也是最近 5 年开始启动的，海上风电场分为近海风电与远海风电。随着水深的不同，建设技术也有很大的不同，其中又以海上风机基础与风塔区别最大。目前的海上风机技术，水深一般在 30m 以内，未来还会继续向水深更大的远海发展。由于基础建设的成本比陆上高很多，为了降低成本，海上风机的单机容量要求很大，一般在 6MW 以上。海上作业的难度高，单机容量大的情况对塔架提出了更高的要求。天顺风能公司在建的太仓港区工厂，专门从事生产海上风机塔架生产，加工能力强，为公司将来进军海上风塔领域做准备。

图 16: 欧洲海上风电新增装机量加速增长 (MW)



资料来源: GWEC

三、全球产业链布局完成，提升未来成长性

1、抄底欧洲，占领欧洲海上风塔市场桥头堡

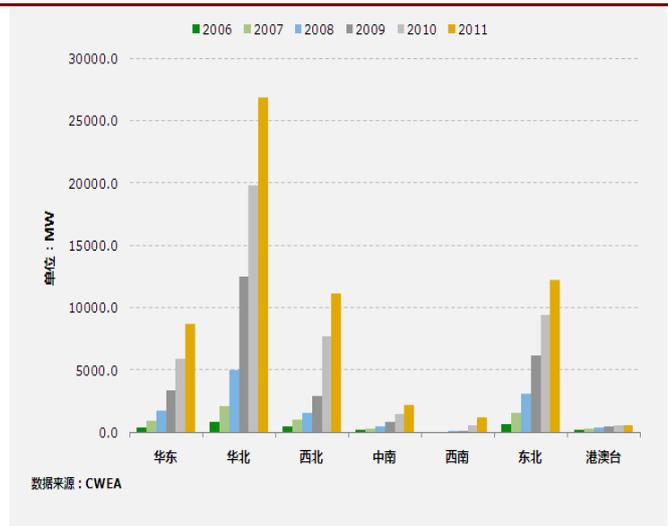
公司收购了 Vestas 在丹麦的风塔资产，成为打开欧洲市场的敲门砖。欧洲的海上风电发展方兴未艾，中国国内厂商生产的风塔产品由于技术、贸易壁垒等原因，在欧洲市场销售往往难度比较大。但在欧洲收购工厂以后，进入欧洲市场的所有壁垒都销于无形。

我们认为丹麦工厂具有较高的风塔设计能力与整机配套能力，而天顺风能本部具有强大的工艺研究与制造能力。此次收购以后，两者的长处互相结合，极大的提升了公司在海外市场的竞争力。

2、全球产业链布局，合理产能扩张，保证全球供应

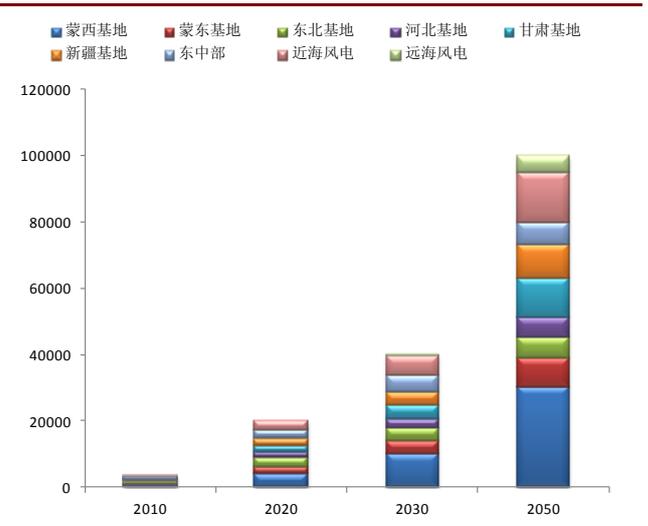
从第一节第 2 条，我们可以看出，美国、印度的风电市场需求在 2012 年将会非常强劲，我们预计欧洲也会保持平稳的发展。天顺风能超前一步布局了印度工厂，收购了丹麦工厂。印度工厂可以就近供应印度本地新建风场，满足高速增长的市场需求，也可以大规模出口美国、欧洲、澳大利亚市场。丹麦的工程师团队可以承担风塔设计任务，工厂产品能够大量销往欧洲。我们估计，丹麦工厂在 9 月份可以出货，Vestas 在运营风塔工厂时，有成本较高的问题，公司收购以后，需要调整生产流程与供应链，降低生产成本，提高产品的竞争力。

图 17: 中国风电分地区累计装机容量 (MW)



资料来源: CWEA, 宏源证券研究所

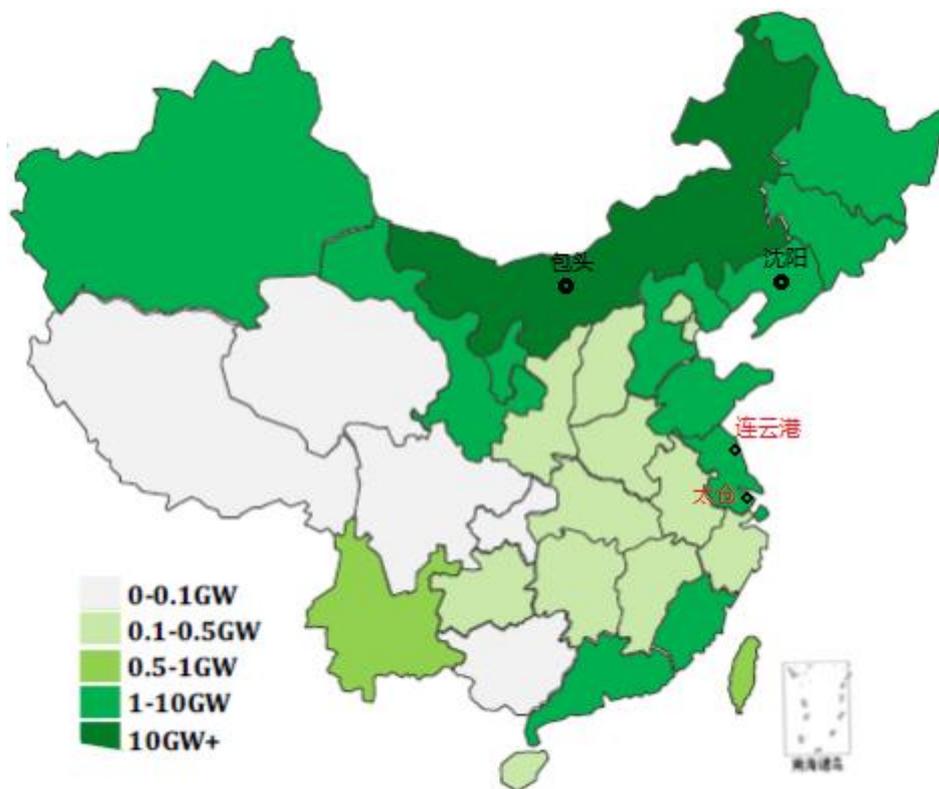
图 18: 中国风电发展目标与布局 (万千瓦)



资料来源: 中国风电发展线路图 2050, 宏源证券研究所

公司在国内的产能布局也非常合理。最早的工厂在太仓开发区, 在上市前后又兴建了连云港工厂, 产品主要用于出口。新投资的包头、沈阳工厂今年陆续投产, 产品销售面向东北、西北、华北三北风能资源丰富地区。公司在太仓港区实施的募投项目, 主要产品是 3MW 以上海上风塔, 海运便利, 契合了未来海上风塔高速发展的趋势。

图 19: 公司国内生产基地布局合理, 兼顾国内国际市场, 运输半径小



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

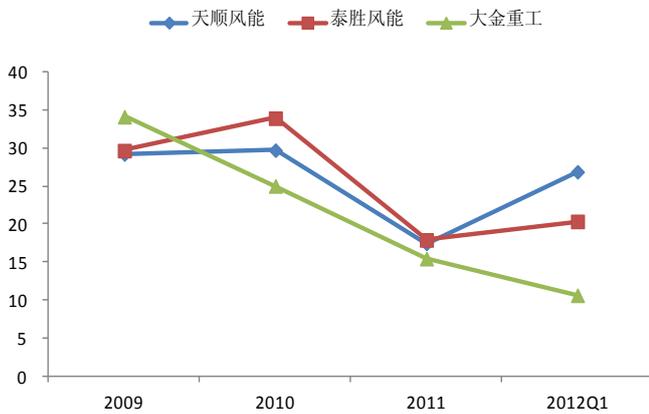
3、规避“双反”，抢占全球市场

美国对中国和越南生产的风塔实行“双反”，国内厂商出口美国面临 13.74%~26% 的关税，将对风塔出口形成很大的冲击。公司提早一步实施全球化战略，在印度投资建立工厂。公司既可以利用当地廉价的劳动力降低生产成本，又能够规避美国实行的对于中国风塔产品的“双反”税率，还可以借助当地蓬勃发展的风电产业扩大销售。我们认为公司的提前布局将会产生非常良好的效果，为公司未来业绩的高速增长打下了基础。

4、毛利率会维持平稳

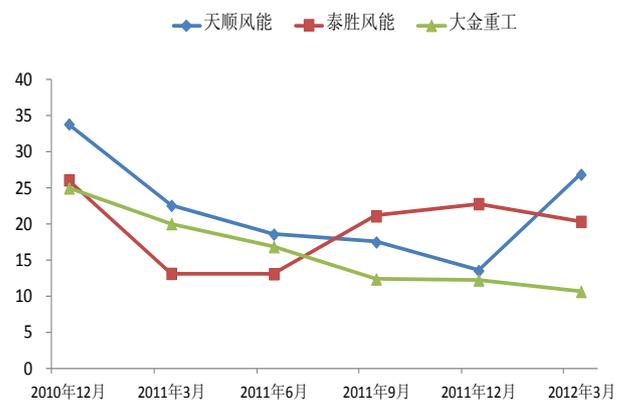
风塔行业的竞争激烈，下游客户较为集中，导致产品售价在 2011 年有较大幅度的下降。而主要原材料中厚板价格却有上升，整个行业的毛利率在去年年底降到低点。但是进入今年以来，行业毛利率止跌企稳。一方面原因是钢材价格下跌较多，另一方面是风塔行业经过激烈的竞争后，下游客户逐渐认识到产品质量的重要性，龙头公司的售价得到了稳定。我们预计今年毛利率下降的趋势将会改变，毛利率会趋于稳定，并会略有上升。

图 20：同行业公司年度毛利率下滑趋势改变



资料来源：WIND，宏源证券研究所

图 21：同行业公司单季度毛利率环比改善



资料来源：WIND，宏源证券研究所

5、产业链适当延伸提高公司盈利能力

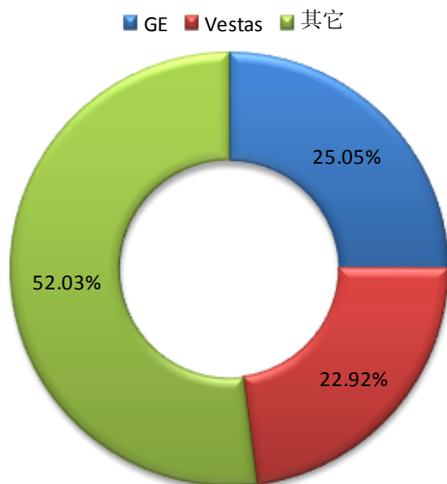
公司一方面收购欧洲工厂，拓展自身设计与配套能力。另一方面积极洽谈风电场项目，目前已经设立子公司投资总规模 150MW，第一期 49.5 MW 的吉林白城风电场项目，近期开始广西上思风电场项目前期工作。类比目前 A 股具有风电场业务的上市公司，银星能源风电场业务毛利率 50.64%，我们看好公司风电场业务的盈利能力。但是由于这部分利润在何时释放具有不确定性，所以我们暂时不列入盈利预测。

四、业绩大幅增长确定性很强

1、GE 与 Veatas 的订单占比较高，对业绩影响较大

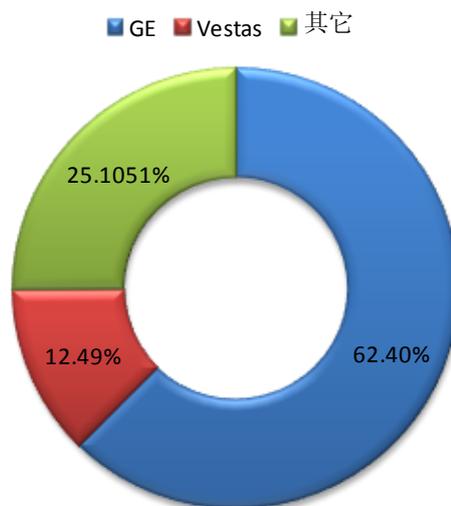
从第 1 节第 3 条的统计数据与分析，我们可以看到，无论是累计装机还是新增装机 Veatas 与 GE 都是全球最大的两个风电整机企业。因此也是全球最大的两个风塔产品采购者。天顺风能同时具有这两家大型企业的认证供应商资格，为其业绩的稳定增长提供了保证。在天顺风能的订单中，也是这两个公司订单的占比最多，对公司的业绩具有决定性的影响。因此我们在预测公司业绩的时候，首先要考虑的就是这两个客户的订单情况。

图 22: 2010 年公司 GE 与 Vestas 订单占比



资料来源: WIND, 宏源证券研究所

图 23: 2011 年公司 GE 与 Vestas 订单占比



资料来源: WIND, 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%

我们预计公司今年上半年营业收入增长将超过 117%。同时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, 未来采购量占比还能够继续上升。

表 1: 获得 Vestas 公司与 GE 风能公司的订单金额大幅增长 (万元)

会计年度	向公司采购金额(万元)	占当期主营业务收入比重
2008	35,259.47	69.88%
2009	39,943.61	86.37%
2010	24,391.74	47.97%
2011 年	56,668.41	74.90%
2011 年主营业务收入	75659.45	
预测 2012 年 1-6 月	67,764.88	预计约 80%
预计 2012 年 1-6 月主营业务收入	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、2012 年分类业绩预测

根据订单情况，我们按照客户，对公司 2012 年的销售收入及净利润进行了预测：

表 2: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 3: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

4、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，天顺风能具有明显的估值与成长优势。

表 4: 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	30.54	14.84	105.77	0.29
泰胜风能	0.25	0.37	20.84	14.08	48.00	0.43
大金重工	0.44	0.57	22.05	17.02	29.55	0.75
东方铁塔	1.02	1.37	14.41	10.73	34.31	0.42
齐星铁塔	0.16	0.24	54.69	36.46	50.00	1.09

资料来源：宏源证券研究所

5、天顺风能财务报表预测

表 5：天顺风能财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,985	2,137	2,781	3,640	营业收入	942	2,029	3,090	4,064
货币资金	1,183	877	1,236	1,626	营业成本	777	1,632	2,482	3,289
应收与预付款项	387	587	800	1,029	营业税金及附加	1	1	2	3
存货	415	673	745	986	销售费用	23	57	87	102
非流动资产	417	461	511	576	管理费用	31	67	102	122
固定资产在建工程	352	396	446	511	财务费用	-15	22	58	80
无形资产待摊费用	65	65	65	65	资产减值损失	8	6	5	4
资产总计	2,403	2,598	3,293	4,216	投资收益	0	0	0	0
流动负债	736	760	1,143	1,657	利润总额	119	245	356	468
短期借款	234	0	270	591	所得税	15	31	45	59
应付与预收账款	502	760	873	1,067	净利润	104	214	312	410
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-1	2	5	8
非流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利	105	212	307	401
负债合计	736	760	1,143	1,657	EPS (元)	0.511	1.030	1.492	1.951
股本	206	206	206	206					
资本公积	1,290	1,290	1,290	1,290	主要财务比率				
留存收益	154	323	630	1,032	成长能力				
少数股东权益	17	19	24	32	营业收入	85.20%	115.40%	52.34%	31.52%
归属于母公司权益	1,649	1,819	2,126	2,527	净利润	19.69%	106.32%	45.56%	31.39%
负债股东权益合计	2,403	2,598	3,293	4,216	获利能力				
					毛利率	17.45%	19.53%	19.67%	19.08%
现金流量表					净利率	11.02%	10.56%	10.09%	10.08%
单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE	6.37%	11.65%	14.44%	15.88%
经营活动现金流	-160	-10	119	125	偿债能力				
税后经营利润	104	212	310	407	资产负债率	30.65%	29.27%	34.71%	39.30%
折旧摊销	18	0	5	11	流动比率	2.70	2.81	2.43	2.20
资产减值损失	8	6	5	4	速动比率	2.13	1.93	1.78	1.60
利息费用	-24	-28	-28	-22	营运能力				
投资活动现金流	-41	-48	-58	-78	总资产周转率	0.39	0.78	0.94	0.96
融资活动现金流	-62	-248	298	343	应收账款周转率	3.76	5.43	6.07	6.23
现金流量净额	-262	-306	359	390	存货周转率	1.87	2.43	3.33	3.34

资料来源：宏源证券研究所

五、风险提示

- 1、美国风塔“双反”对公司订单的影响超预期
- 2、美国 PTC 法案如未能获得延期，明年美国风电市场增长率有下滑风险
- 3、丹麦工厂成本下降受阻

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

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18930809316 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	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。