

立足国内开拓北美,持续增长可期

增持首次评级

目标价格: 7元

投资要点:

- 风塔产能极其分散,公司国内市场占有率仅7%,发展空间大
- 招标价格开始稳定,而原材料价格进入下降通道,今年毛利大幅回升
- 明年产能释放高峰,新疆、加拿大工厂填补市场真空,开始贡献业绩

报告摘要:

- 市场普遍认为风电有资源天花板,并网问题严重,未来发展前景不明。风塔的中、低端产品的进入门槛相对较低,价格竞争剧烈。
- 不同于大众,我们认为70米高度陆上风资源可装机容量10亿千瓦,足够开发65年。市场分散的实际情况,导致公司市场占有率低,小公司大行业,未来发展空间巨大。风塔厂商增加达到200家之多。公司作为国内风塔行业龙头,市场占有率也仅仅7%。但是在经过去年初以来的行业调整期后,大量小产能因为利润微薄、现金紧张相继退出。公司稳步推进产能布局,开拓三北市场,未来份额有望迅速提升。
- 市场竞争虽激烈,但公司盈利向上的拐点已经出现。今年国内风塔招标价格稳中略升,而原材料价格进入下降通道,公司毛利率大幅回升。由于风电业主越来越注重产品的质量与品牌,最低价中标的规则也有变化,同时部分产能退出,风塔价格维持稳定。钢材价格却出现较大幅度跌幅,并且我们预计仍将继续下跌。公司业绩出现向上拐点。
- 公司的出口业务占比持续扩大,提升毛利率,加拿大工厂明年投产,进一步增强盈利能力。今年海外风电需求旺盛,美国出现50%以上的增长,公司出口业务占比持续扩大。明年公司加拿大工厂投产,开始贡献利润,海外业务将取得跨越式进步。由于美国“双反”的实施,加拿大工厂将能够迅速占领市场真空,我们预计其毛利率也较高。
- 公司新建产能在明年集中释放,填补当地的市场真空。公司在新疆哈密,内蒙呼伦贝尔新建的工厂将从年底开始陆续投产。由于运输半径限制,只能当地生产,这两处产业基础较薄弱,市场竞争环境较好,风能资源十分丰富,市场需求旺盛。我们预计产能利用率将有保证。
- 我们预测公司12、13、14年的EPS分别为0.26、0.47、0.57元,对应的PE为23、14、12倍,首次给予“增持”评级。

电力设备与新能源研究组

分析师:

王静(S1180207090092)

赵曦(S1180511010008)

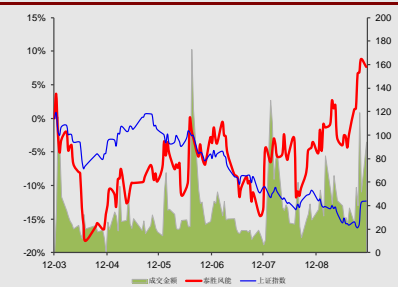
分析师助理:

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本(万股) 32,400

流通股(万股) 15,893

控股股东
柳志成, 黄京明, 夏权光, 朱守国, 张锦楠, 林寿桐, 张福林 (一致行动人)

控股股东
持股比例 41.55%

数据来源: Wind 咨询

相关研究

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	567.96	615.67	832.05	1335.15	1431.90
同比增速	12.76%	8.40%	35.15%	60.47%	7.25%
母公司净利润(百万)	109.22	53.29	82.82	152.42	183.94
同比增速	31.47%	-51.21%	55.41%	84.04%	20.68%
EPS	0.337	0.164	0.256	0.470	0.568
PE	19.37	39.70	25.55	13.88	11.50

目录

一、公司是国内最早的专业风塔企业之一.....	4
二、风机大型化趋势为公司带来结构性机会.....	5
1、公司产品结构契合风机大型化的发展趋势.....	5
2、海上风电的发展刚刚起步，未来前景广阔.....	5
三、产品价格触底，原材料进入下跌通道，毛利率提升.....	7
1、公司产品价格在去年触底之后基本保持平稳.....	7
2、主要原材料钢材价格下跌明显.....	7
3、公司毛利率回升明显，是今年上半年业绩高增速的主要原因.....	7
4、海外收入占比持续上升，提公司毛利率.....	8
四、大行业小公司，苦心布局，即将开花结果.....	9
1、风塔市场容量较大，公司目前所占份额很小，发展空间巨大.....	9
2、公司产能布局稳步推进，辐射主要风能资源丰富区域.....	10
3、风电设备行业剧烈调整，众多小产能关闭，市场份额提高可期.....	10
4、明年将是产能释放高峰.....	11
5、产成品库存下降，在产品库存升高，订单饱满.....	11
6、公司经营现金流量明显改善.....	12
7、新疆地区作为公司战略重点，填补市场真空，潜力巨大.....	12
8、加拿大工厂是神来之笔，明年盈利可能超预期.....	13
五、盈利预测与估值分析，增长迅速，估值便宜.....	15
1、公司分业务利润预测.....	15
2、可比同类上市公司估值.....	16
六、风险提示.....	16
1、宏观经济景气度下滑影响全社会用电量增速，进而影响风电投资.....	16
2、风电导致电网安全事故，影响风场核准速度与风塔招标进度.....	16
3、明年美国与加拿大新增装机量大幅度下滑，影响公司海外业务.....	16
七、财务报表预测.....	17

插图

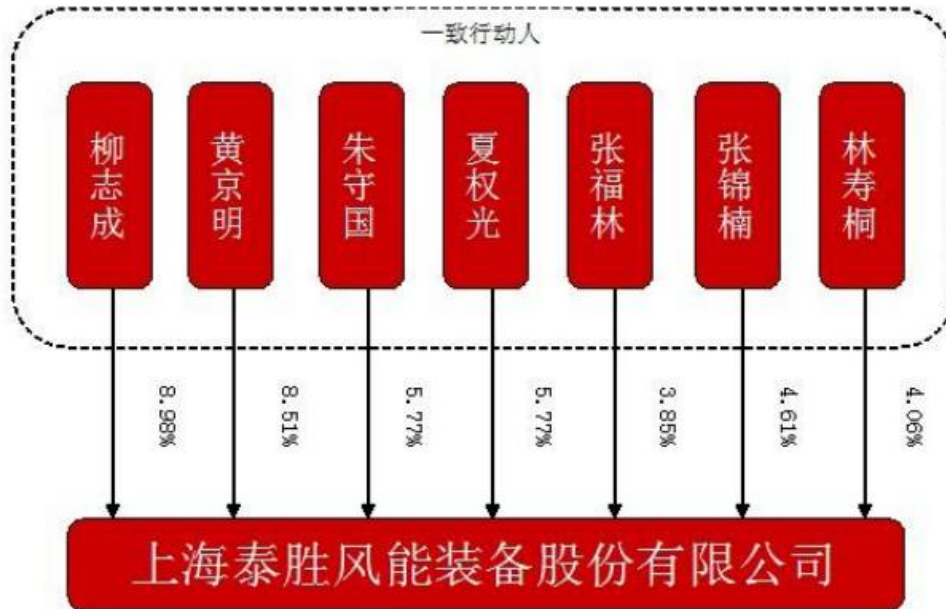
图 1: 实际控制人与公司的产权及控制关系	4
图 2: 公司的组织结构	4
图 3: 国内单机容量 3MW 以上风机在新增机组中比重不断增加	5
图 4: 未来海上风机发展路线图	6
图 5: 欧洲海上风电新增装机量加速增长 (MW)	6
图 6: 风塔的成本构成测算	7
图 7: 国内中厚板价格今年开始不断下跌	7
图 8: 行业内半年度毛利率同比回升 (%)	8
图 9: 行业内公司单季度毛利环比回升 (%)	8
图 10: 2011 年全球风电新增装机容量增长 4.7%	8
图 11: 2012~2016 年全球风电新增装机与累计装机将保持较高年均增长率	8
图 12: 今年海外销售收入占比提高 (亿元)	9
图 13: 海外业务毛利率较高 (%)	9
图 14: 公司苦心布局国内生产基地, 覆盖所有风能资源区	10
图 15: 公司在国内市场占有率较快提升	11
图 16: 公司在全球市场占有率较快提升	11
图 17: 产成品库存下降, 在产品库存增加 (百万元)	12
图 18: 公司分季度经营现金流量净额 (百万元)	12
图 19: 中国风电分地区累计装机容量 (MW)	12
图 20: 中国风电发展目标与布局 (万千瓦)	12
图 21: 今年美国风机新增装机量将大幅度增长 (MW)	13
图 22: 新兴市场加拿大增长非常迅速 (MW)	13
图 23: 加拿大子公司运作路线可以节约成本	14

表格

表 1: 泰胜风能市场占有率测算	9
表 2: 公司产能布局规划与达产时间表	11
表 3: 公司分业务盈利预测 (万元)	15
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	16
表 5: 泰胜风能财务报表预测	17

一、公司是国内最早的专业风塔企业之一

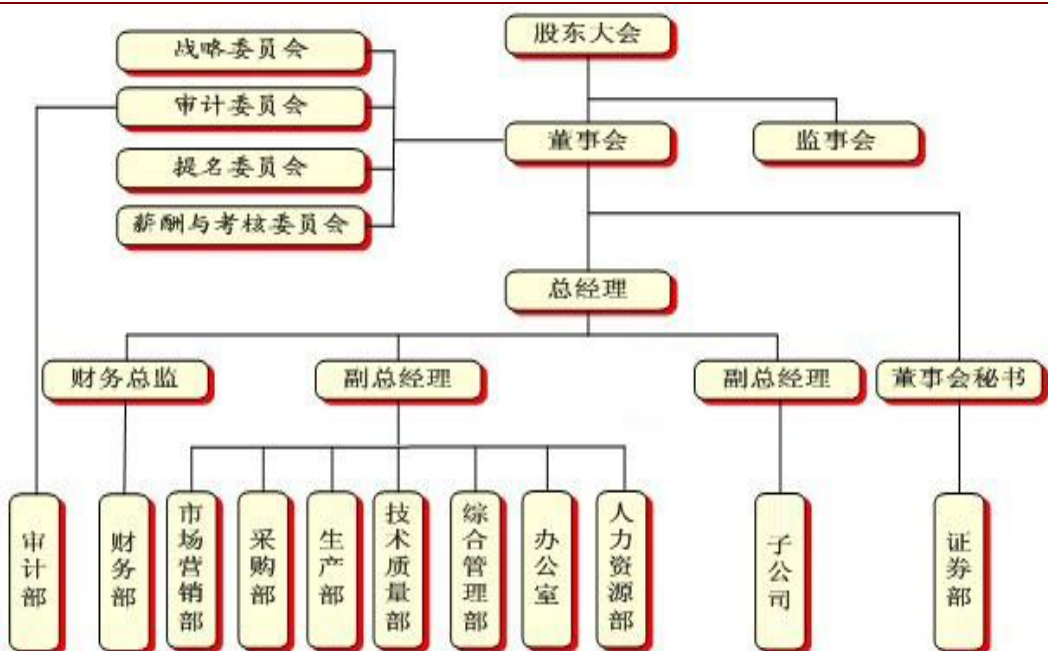
图 1: 实际控制人与公司的产权及控制关系



资料来源: 公司年报

公司从 1995 年就开始从事风塔生产, 公司是国内最早生产 2MW、3MW 风机塔架的厂家, 是国内首台 3.6MW 风机塔架和国内首台 6MW 风机塔架的生产者, 一直引领了国内风电塔架市场。基于良好的品牌形象、丰富的历史业绩和优质的产品服务, 在国内风电塔架行业占有着相对较大的、稳定的市场份额。

图 2: 公司的组织结构



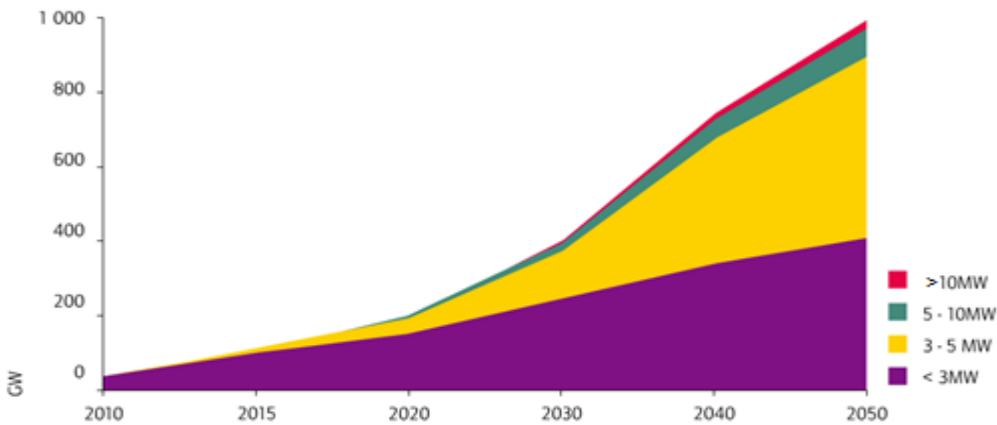
资料来源: 公司网站

从 2002 年起，公司开始为全球最大风机整机制造厂商 VESTAS 提供配套塔架。2009 年 8 月，公司获得 JSW 颁发的供应商认定书。2011 年，公司通过积极努力，获得了第二类、第三类中、低压压力容器制造许可认证，并且通过了高新技术企业认证。公司的产权关系与组织结构明晰合理，为公司高效率的运转提供了制度保证。

二、风机大型化趋势为公司带来结构性机会

1、公司产品结构契合风机大型化的发展趋势

图 3：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

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。

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。

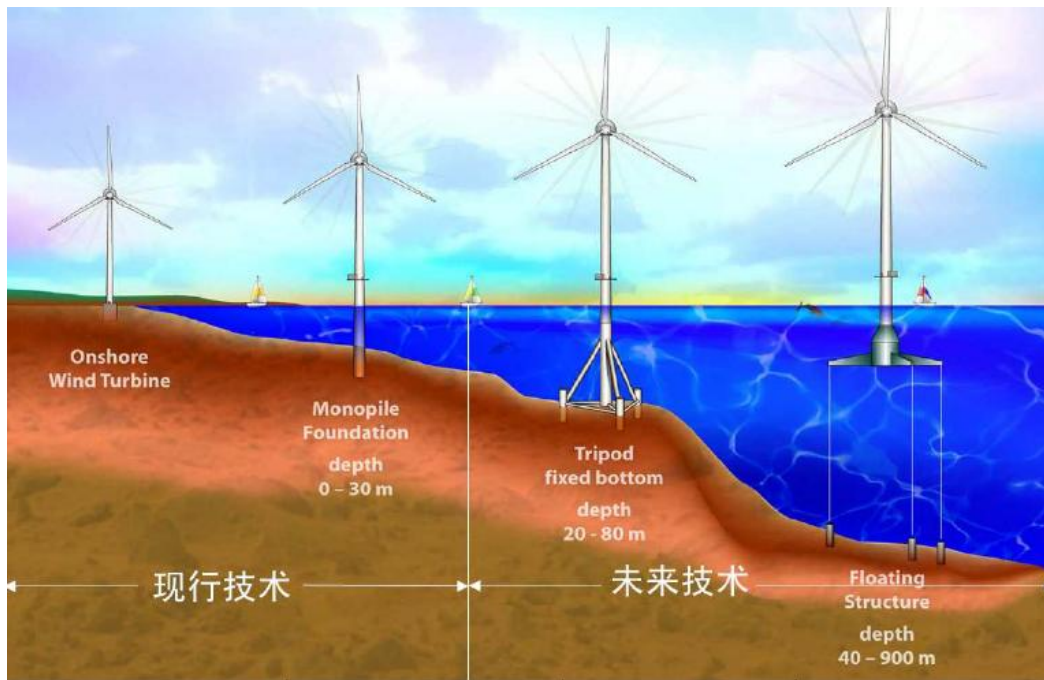
从发改委能源研究所 2011 年发布的《中国风电发展线路图 2050》中可以看出，能源研究所预测从 2010 年开始新增装机容量在不断增长，其中 3MW 以上风机在总装机量中的占比还在不断提高，从 2010 年占比不足 2% 到 2020 年将会占到 20% 左右。3MW 以上大型风机的新增安装量在未来将会高速增长，为公司的募投项目提供强劲的市场需求，公司现在进行募投项目的建设也正当其时。

2、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，陆上风力资源丰富的地区和国家，都在进行风电场建设与开发。但是，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不多，未来的发展方向

主要是海上风电。

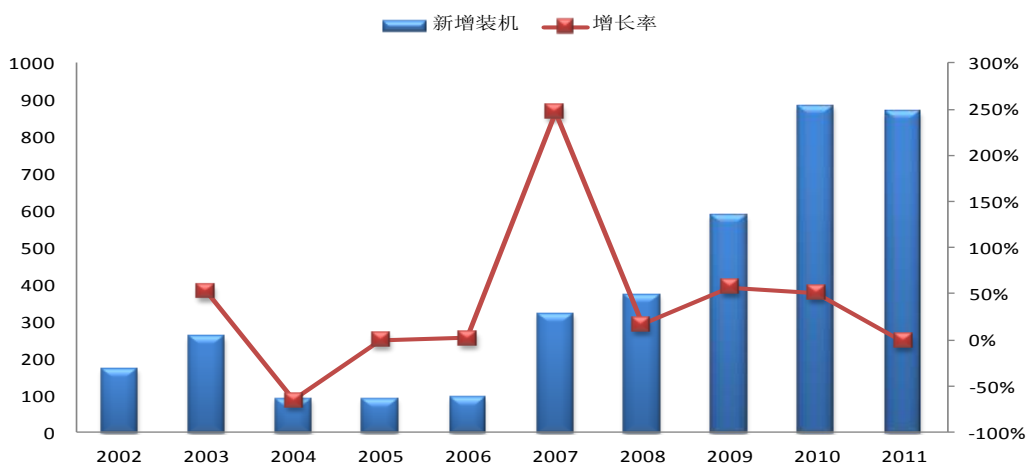
图 4：未来海上风机发展路线图



资料来源：NREL, 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，加工能力强，为其将来进军海上风塔领域做准备。

图 5：欧洲海上风电新增装机量加速增长（MW）



资料来源：GWEC, 宏源证券研究所

三、产品价格触底，原材料进入下跌通道，毛利率提升

1、公司产品价格在去年触底之后基本保持平稳

风塔的招标价格自 2010 年下半年开始出现了较大幅度的下跌。主要原因是国内新增风机装机量不仅没有增长反而出现了下滑，由于风电并网出现瓶颈，弃风现象严重，国家发改委降低了风电场的审批速度，业主资金紧张推迟风电场的开发进度。需求疲软导致风机及风塔企业在招标中竞相压价市场竞争格外激烈，招标采用最低价中标的制度，给风电设备价格带来了非常大的压力。

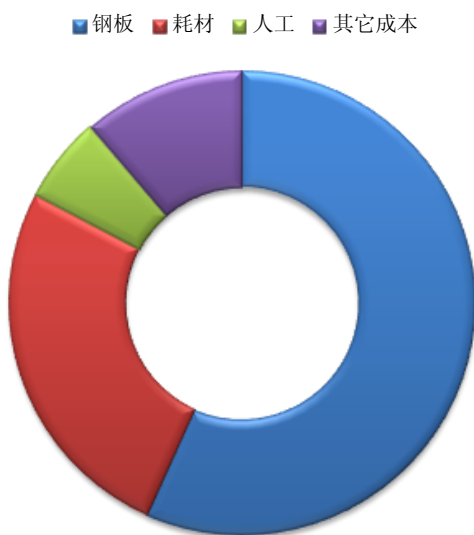
今年年初以来，市场环境正在悄然发生改变，由于近年来风机故障发生较为频繁，维护修理费用较高，业主积累了多年运营风电场的经验后，质量意识与品牌意识提高，最低价中标开始向中间价中标的模式转变，风电设备市场价格年初开始企稳，到现在略有回升。

2、主要原材料钢材价格下跌明显

风塔的成本主要是由钢板，辅助耗材，人工成本以及水电、固定资产折旧等其它成本构成的。其中的主要原料是 Q-345 牌号的中厚板材，具体尺寸根据风场的环境条件与风机工作条件的不同而定。其中，钢板占到全部生产成本的 60% 左右，其它成本占比相对较小。中厚板的价格对风塔的生产成本有至关重要的决定性影响。

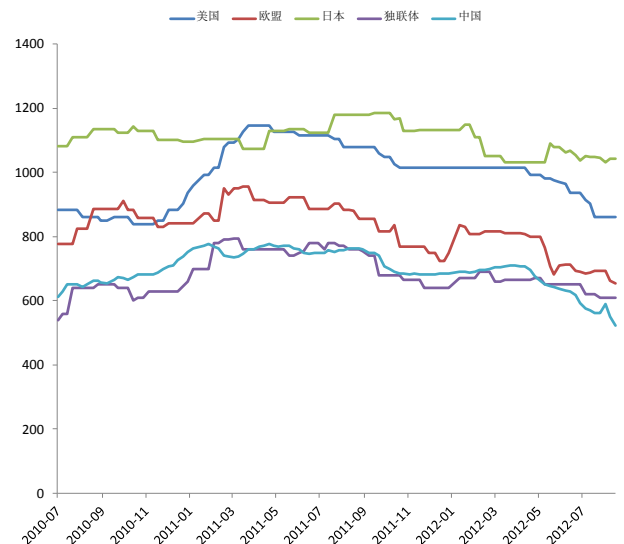
2012 年，由于受到宏观经济景气度不佳的影响，钢材需求疲软，同时国内钢厂由于重复建设，产能过剩严重，造成了上半年钢材价格持续下跌，其中也包括了风塔的主要原材料。

图 6：风塔的成本构成测算



资料来源：宏源证券研究所

图 7：国内中厚板价格今年开始不断下跌



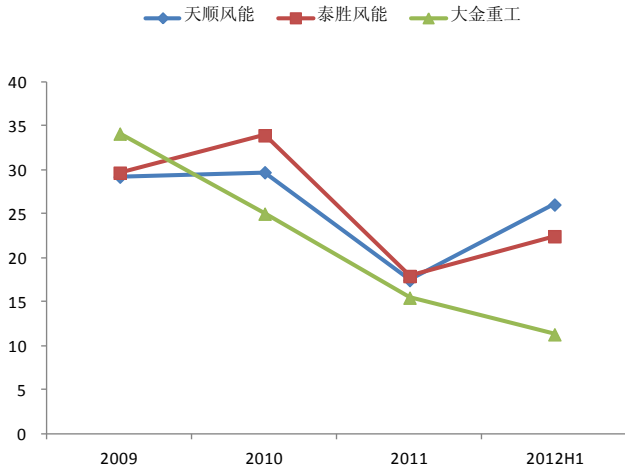
资料来源：Wind。宏源证券研究所

3、公司毛利率回升明显，是今年上半年业绩高增速的主要原因

公司今年上半年毛利率明显回升，是公司上半年业绩大幅度增长的主要原因。分产品来看，公司主要产品风塔的毛利率从 2011 年上半年的 12.07% 上升到 2012 年上半年的 21.42%。从单季度的毛利率来看，公司综合毛利率从 2011 年一、二季度的 13% 左右，提高到 2011 年三、四季度的 21.12%、22.80%。虽然由于季节原因，今年第一季度下降到

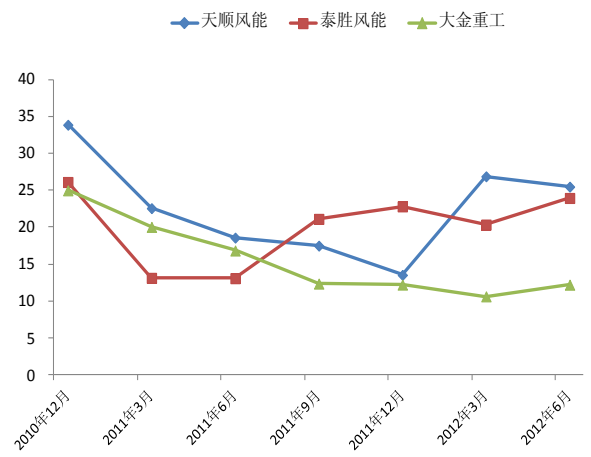
20.35%，第二季度又回升到 23.95%。我们预测，公司未来两年的毛利率将会稳定在 20% 左右的水平。

图 8：行业内半年度毛利率同比回升(%)



资料来源：Wind，宏源证券研究所

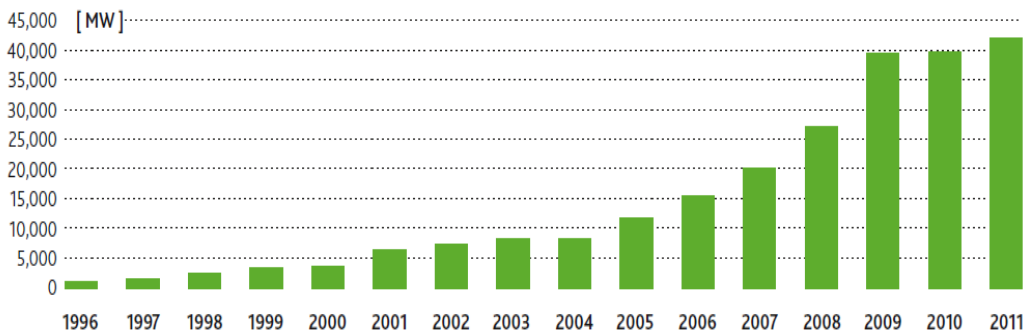
图 9：行业内公司单季度毛利环比回升 (%)



资料来源：Wind，宏源证券研究所

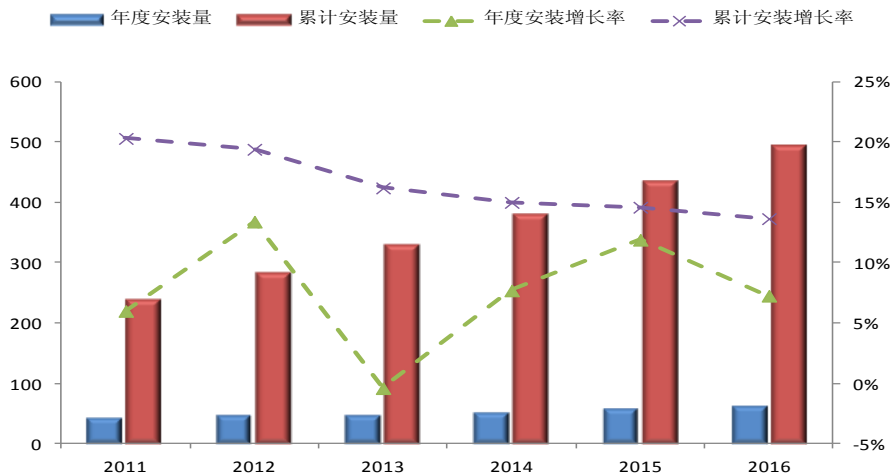
4、海外收入占比持续上升，提公司毛利率

图 10：2011 年全球风电新增装机容量增长 4.7%



资料来源：GWEC

图 11：2012~2016 年全球风电新增装机与累计装机将保持较高年均增长率



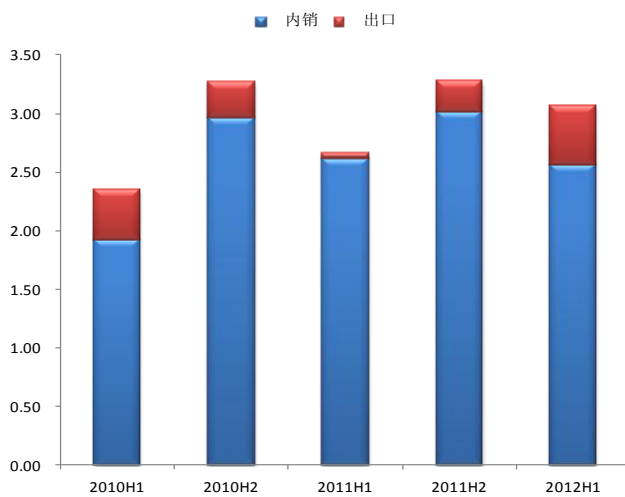
料来源：GWEC，宏源证券研究所

2010 年受金融危机后续影响,美国风电装机容量不断下滑,全球风电市场不断萎缩,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。

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。

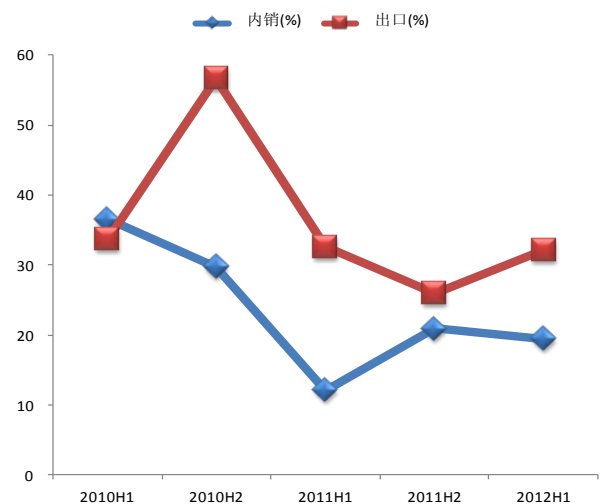
公司今年上半年海外收入的上升也是毛利率提高的重要原因。由于出口产品的价格相对较高,所以毛利率一直都比内销产品高,因此海外销售收入占比的提升将有助于公司实现毛利率的稳定。而今年上半年公司出口收入的占比同比去年上半年、环比去年下半年均有大幅度的提升。我们预测这种趋势将会持续,主要原因是海外需求增长较平稳,公司在加拿大投资的新工厂将在今年年底投产,成为公司海外业务增长的强劲推动力。

图 12: 今年海外销售收入占比提高 (亿元)



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 13: 海外业务毛利率较高 (%)



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

四、大行业小公司, 苦心布局, 即将开花结果

1、风塔市场容量较大, 公司目前所占份额很小, 发展空间巨大

表 1: 泰胜风能市场占有率测算

	2010A	2011A	2012E	2013E
国内风电新增装机量(MW)	18928	17630.9	16000	16000
全球风电新增装机量 (MW)	38828	40564	46000	45800
泰胜风能产能 (套)	550	700	850	1300
泰胜风能实际产销量 (套) (1.5MW)	500	410	480	750
泰胜风能实际产销量 (套) (2.5MW)	100	250	310	500
泰胜风能实际产销量 (MW)	1000	1240	1495	2375
泰胜风能国内市场占有率 (%)	5.28%	7.03%	9.34%	14.84%
泰胜风能全球市场占有率 (%)	2.58%	3.06%	3.25%	5.19%

资料来源: 宏源证券研究所测算

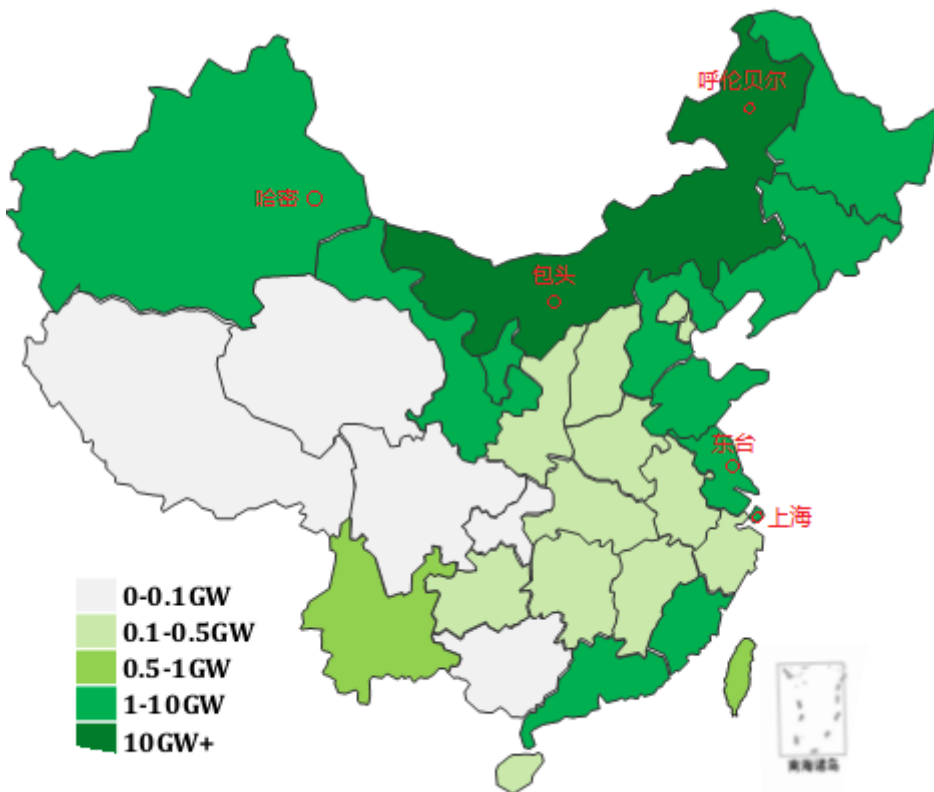
我们估算国内每年风塔行业的需求量为 10000 台左右,泰胜风能是国内市场占有率最

大的公司。公司目前国内总产能 800 台，去年的产销量 660 台左右，市场占有率仅有 5%。国际每年的需求量约为 20000 台，泰胜风能的全球市场占有率仅 2.5%。

2、公司产能布局稳步推进，辐射主要风能资源丰富区域

由于风塔陆上运输半径很短，一般不能超过 500 公里，最大不能超过 1000 公里，要占领市场就必须在风资源丰富地区合理布置产能，这也是目前风塔市场十分分散的重要原因。公司在国内的产能布局非常合理。最早在上海市金山区建立工厂，在上市前继续兴建了江苏东台工厂，内蒙古包头工厂。公司上市后新投资的内蒙古呼伦贝尔、新疆哈密两处生产基地陆续投产，产品销售面向蒙东、东北、新疆、甘肃等风能资源丰富地区。公司规划的海上风塔募投项目的择址工作已经完成，厂址选择主要考虑直接海运的便利性，产品是 3MW 以上海上风塔，契合了未来海上风塔高速发展的趋势。

图 14：公司苦心布局国内生产基地，覆盖所有风能资源区



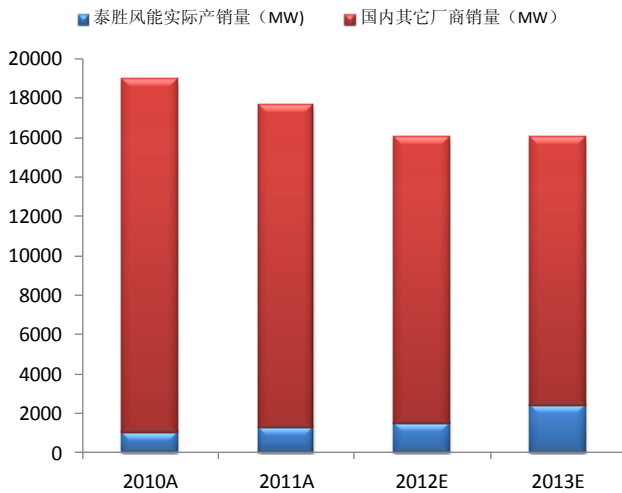
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

3、风电设备行业剧烈调整，众多小产能关闭，市场份额提高可期

风塔的产能十分分散，市场集中度很低，有大量的产能存在。另外，由于风塔有非常严格的运输半径的限制，风塔生产工厂必须在风场 500 公里范围内建立，而一处风场资源点的需求量有限，决定了每一处风塔产能规模都不可能很大，以 150~400 套/年为宜。这样的产业特点决定了目前的风塔产能十分分散。2011 年，国内的风塔厂家总数曾超过了 200 家。在国内，公司的主要竞争对手是青岛武晓、中船澄西修造、青岛平成、南通虹波、大金重工、大庆凯明大丰、济南轨道等企业。在海外市场，公司的竞争对手主要是天顺风能、重山风力，这些企业的市场占有率也相对较小。但随着龙头厂商布点的逐渐完成，市场份额会逐渐开始集中。

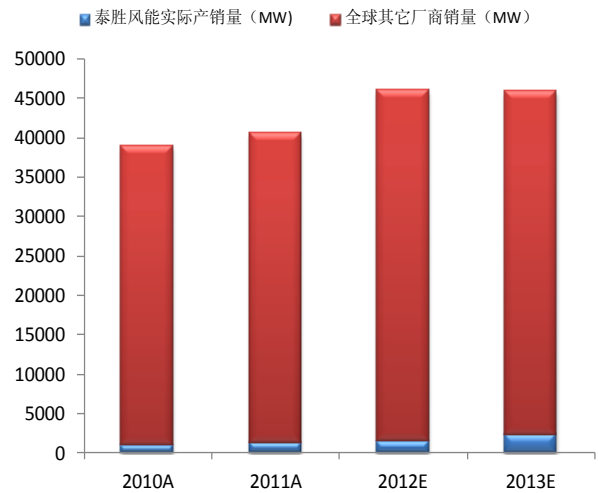
但是从去年以来,随着国内风电产业进入调整期,风塔行业回款速度大幅度降低,全产业链现金流都非常紧张,大量的小产能由于现金流断裂而停产,据公司测算,目前的风塔厂家已经下降到 100 家左右。同时,风场业主经过多年的运营,积累了更多的经验,越来越重视供应商的质量、过往业绩与品牌,国内的领先厂家在此变化中受益。

图 15: 公司在国内市场占有率较快提升



资料来源: 宏源证券研究所

图 16: 公司在全球市场占有率较快提升



资料来源: 宏源证券研究所

4、明年将是产能释放高峰

公司在上市后适时扩大产能,完善工厂布局,新建工厂将于明年相继投产,满足华北、西北风场建设的需求,从而形成可以覆盖全国主要风电基地的生产基地。由于经济增速放缓,流动性紧张导致的中小产能破产,留下的市场真空将被以公司为首的领先企业填补。明后年大量释放产能适逢其会,为公司在风电产业调整期争夺市场份额打下了坚实的基础。

明年公司多个新投资的工厂将会陆续投产,进入产能高速扩张期。加拿大工厂的基础最好,相比当地厂商具有成本优势,而国内厂商又受制于双反,预期盈利能力较强,公司将大力推进项目建设,预计将在今年年底基本达产。哈密工厂具有区位优势,目前风场建设进度较快,风塔需求量较大,但是当地风塔的厂商还较少,有利于公司在当地项目的竞争中胜出,所以哈密的产能将会尽快释放。呼伦贝尔工厂由于当地的基础设施建设较薄弱,工厂施工进度相对较慢,工厂的设计也兼顾了其它产品,所以达产速度有所滞后,预计明年年底能够基本达产。

表 2: 公司产能布局规划与达产时间表

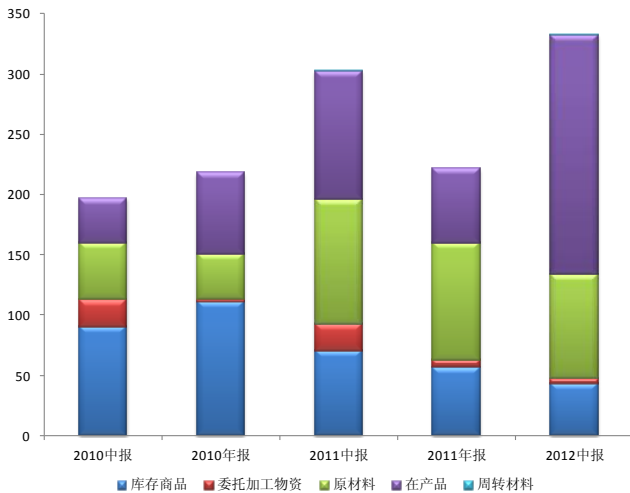
公司生产工厂	设计产能(套)	2012 产能	2013 产能	2014 产能
上海本部	400	400	400	400
江苏东台	200	200	200	200
内蒙包头	200	200	200	200
新疆哈密	200	50	200	200
呼伦贝尔	200	0	100	200
加拿大	200	0~50	200	200
总计	1400	850	1300	1400

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

5、产成品库存下降,在产品库存升高,订单饱满

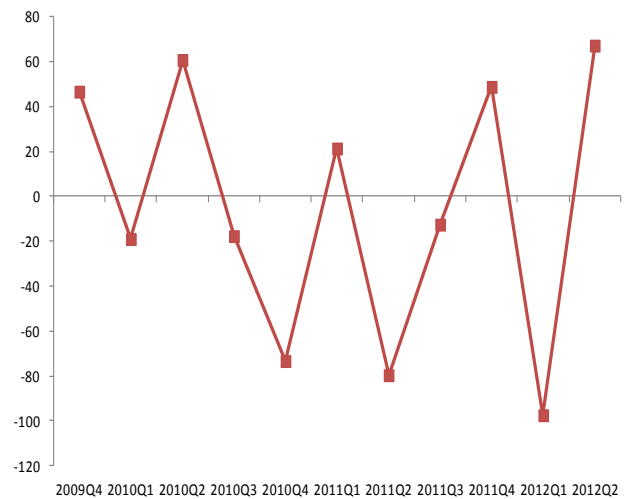
从今年以来，由于订单非常饱满，公司的产成品库存下降幅度很大。在第二季度末，在产品库存同时出现了大幅度的上升。排除公司产品生产周期变长的因素后，虽然库存反映的是一个时间点的状态，有所波动是正常现象，但是如此大幅度的增加，我们仍然可以认为这是公司订单增长的表现，未来一年的产能利用率预期会有充足保证。

图 17: 产成品库存下降，在产品库存增加 (百万元)



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 18: 公司分季度经营现金流量净额 (百万元)



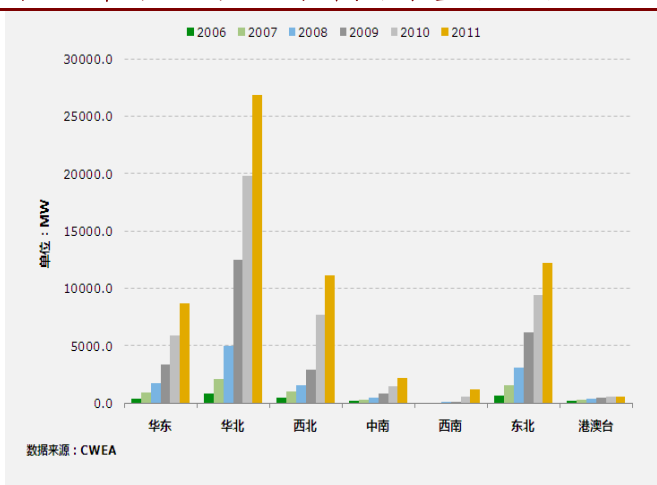
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

6、公司经营现金流量明显改善

公司第二季度预收与应付账款增长加快，而应收和预付账款增长相对较慢，营业收入稳步增加，使得公司二季度产生的经营现金流量净额明显改善。这说明了公司的市场竞争环境与竞争地位出现了有利于公司的变化。我们预计公司未来经营现金流的状况将会继续改善，原因是下游发电企业的现金流自第二季度以来也出现了大幅度改善，公司应收账款账期缩短，回款速度将会显著加快。现金流的改善可以为公司节约大量财务费用，并且也为再投资奠定了基础。

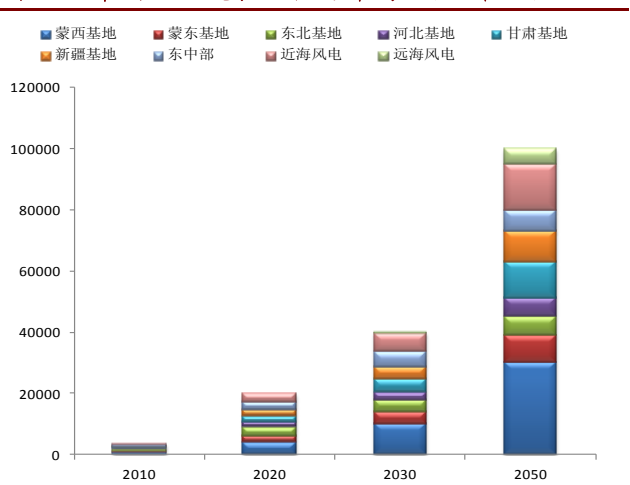
7、新疆地区作为公司战略重点，填补市场真空，潜力巨大

图 19: 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 20: 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

新疆地区作为我国风能资源最丰富的地区之一，仅哈密地区就有千万 KW 级的大型

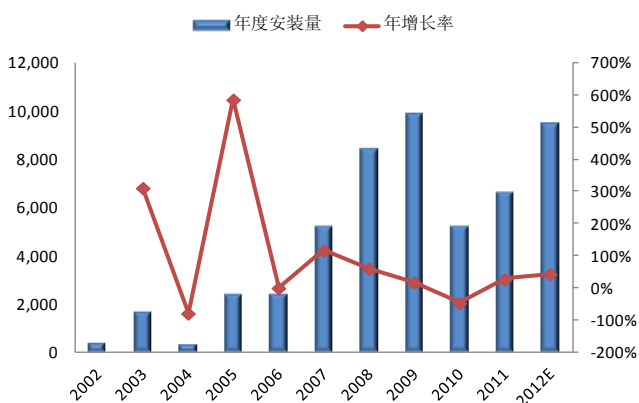
风电基地规划，而当地的风场建设才刚刚起步，未来市场容量十分巨大。8月26日，国家发改委核准了哈密东南部地区合计200万千瓦共10个风电场项目，总投资161.82亿元。我们初步测算，其中风塔约占20亿元，公司总共可能中标约9亿元，如果分3年建设，则增厚每年销售收入约3亿元，约占公司2011年总收入的48.7%。其中由三峡新能源公司负责建设的项目一期工程100MW，共计40套2.5MW风塔由公司中标，并已签订合同。

8、加拿大工厂是神来之笔，明年盈利可能超预期

美国与加拿大可能成为风电未来增长最快的市场。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%。加拿大的可再生能源政策比较确定，推动了该国风电装机容量的迅速发展。GWEC认为加拿大在未来数年内将延续这种良好的发展趋势。

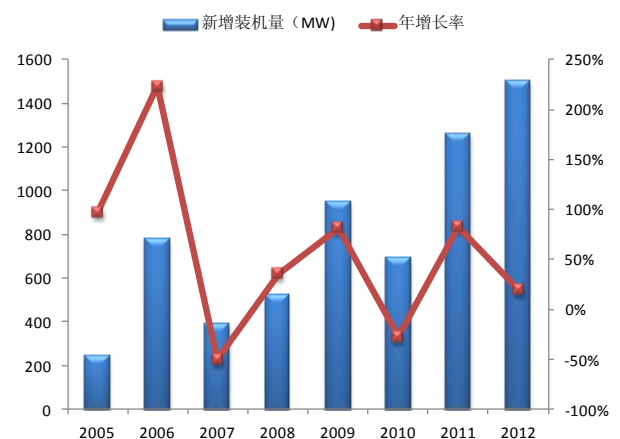
公司在加拿大扩张的意图由来已久，试图在北美布局产能的努力从未间断过。但是由于生产成本较高，管理思想、文化背景等方面的差异，加拿大项目的推进速度相对较慢。但在目前宏观经济下滑趋势持续，中美贸易战升级的背景下，这个几年前布局的“闲子”却开始发挥重要的作用了。

图 21: 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 22: 新兴市场加拿大增长非常迅速 (MW)



资料来源: GWEC, 宏源证券研究所

公司在加拿大的项目最初是收购了一处废弃多年的厂房，虽然该厂原来的产品不是生产风塔，但是地理位置优越，基础配套设施建设成熟，公司经过慎重考察，认为可以用低成本改造成风塔生产工厂。于是，公司收购了这块厂房，并开始从国内购置生产设备，改造厂房，组建本地生产管理团队。截止今年，项目前期运作基本完成，年底将会形成生产能力。美国对中国、越南出口的应用级风塔征收“双反”关税，公司在加拿大的产能明年可以形成供货能力，恰好填补“双反”实施后，美国国内厂商供货能力不足的真实真空。同时基于公司的生产、经营、管理经验的的优势，初始固定资产投资成本较小，原材料从中国进口，价格较低，将使其在北美本土市场的竞争中处于非常有利的地位。我们推断加拿大工厂的盈利能力比较强，是公司明年重要的盈利增长点之一。

图 23: 加拿大子公司运作路线可以节约成本



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

五、盈利预测与估值分析，增长迅速，估值便宜

1、公司分业务利润预测

表 3: 公司分业务盈利预测 (万元)

	2011A	2012E	2013E	2014E
国内销售				
1.5MW 风塔销量 (台)	390	600	800	950
1.5MW 风塔平均单价 (万元)	70	90	85	80
1.5MW 风塔收入	27300	54000	68000	76000
收入增长率		97.80%	25.9%	11.8%
毛利率	17.09%	21.00%	20.00%	20.00%
1.5MW 以上风塔销量 (台)	240	120	300	300
1.5MW 以上风塔平均单价 (万元)	130	170	160	150
1.5MW 以上风塔收入	31200	20400	48000	45000
收入增长率		-34.6%	135.3%	-6.3%
毛利率	17.09%	21.00%	20.00%	20.00%
国外销售				
1.5MW 风塔销量 (台)	20	50	100	130
1.5MW 风塔平均单价 (万元)	75	100	90	90
1.5MW 风塔收入	1500	5000	9000	11700
收入增长率		233.33%	80.00%	30.00%
毛利率	23.02%	30%	27%	25%
1.5MW 以上风塔销量 (台)	10	20	50	70
1.5MW 以上风塔平均单价 (万元)	150	200	170	150
1.5MW 以上风塔收入	1500	4000	8500	10500
收入增长率		166.67%	112.50%	23.53%
毛利率	23.02%	30%	27%	25%
总计				
收入	61500	83400	133500	143200
成本	50811.75	65076	105575	113450
毛利	10688.25	18324	27925	29750
毛利率	17.38%	21.97%	20.92%	20.78%
净利	5319.75	8316.00	15242.50	18294.00
净利率	8.65%	9.97%	11.42%	12.78%
净利增长率		56.32%	83.29%	20.02%

资料来源: 宏源证券研究所

2、可比同类上市公司估值

与同类上市公司相比，公司 2013 年的估值具有优势，并且能够保持 2012 年、2013 年两年的高增长。今明两年的增长率有较大的确定性，明年的估值较低，PEG 也相对较低。我们认为跟随市场波动，公司对应的合理估值是 2013 年 15~20 × PE，对应股价 7.05~9.40 元。

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)	13EPS (元)	11PE	12PE	13PE	同比增长 (%)	PEG
天顺风能	0.52	0.93	1.008	29.42	16.45	15.18	93.85	0.31
泰胜风能	0.16	0.28	0.47	40.37	23.07	13.74	193.75	0.21
大金重工	0.44	0.37	0.41	22.39	26.62	24.02	(6.82)	(3.28)
东方铁塔	1.02	0.72	0.93	13.19	18.68	14.46	(8.82)	(1.49)
齐星铁塔	0.16	0.24	0.3	53.56	35.71	28.57	87.50	0.61

资料来源：宏源证券研究所

六、风险提示

- 1、宏观经济景气度下滑影响全社会用电量增速，进而影响风电投资
- 2、风电导致电网安全事故，影响风场核准速度与风塔招标进度
- 3、明年美国与加拿大新增装机量大幅度下滑，影响公司海外业务

七、财务报表预测

表 5：泰胜风能财务报表预测

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	1,338	1,381	1,661	1,801	营业收入	616	832	1,335	1,432
货币资金	742	682	487	1,072	营业成本	505	651	1,056	1,134
应收与预付款项	295	349	606	390	营业税金及附加	1	2	3	4
存货	301	350	568	339	销售费用	30	42	57	51
非流动资产	266	375	421	437	管理费用	34	59	67	58
固定资产在建工程	198	279	318	329	财务费用	-16	-10	-13	-21
无形资产待摊费用	68	96	103	108	资产减值损失	6	5	5	5
资产总计	1,604	1,756	2,082	2,238	投资收益	0	0	0	0
流动负债	259	328	501	473	利润总额	70	98	180	217
短期借款	10	10	11	14	所得税	17	15	27	33
应付与预收账款	249	318	490	459	净利润	53	83	153	184
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利	53	83	152	184
负债合计	259	328	501	473	EPS (元)	0.164	0.256	0.470	0.568
股本	216	216	216	216	主要财务比率				
资本公积	896	896	896	896	成长能力				
留存收益	223	306	458	642	营业收入	8.40%	35.15%	60.47%	7.25%
少数股东权益	10	10	10	11	净利润	-51.26%	55.74%	84.14%	20.74%
归属于母公司权益	1,336	1,418	1,571	1,755	获利能力				
负债股东权益合计	1,604	1,756	2,082	2,238	毛利率	17.91%	21.71%	20.92%	20.78%
现金流量表					净利率	8.65%	9.96%	11.43%	12.87%
单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE	3.99%	5.84%	9.70%	10.48%
经营活动现金流	-21	54	-133	623	偿债能力				
税后经营利润	53	70	136	172	资产负债率	16.13%	18.68%	24.06%	21.14%
折旧摊销	18	36	49	59	流动比率	5.17	4.21	3.32	3.81
资产减值损失	6	5	5	5	速动比率	4.01	3.14	2.18	3.09
利息费用	1	-24	-20	-26	营运能力				
投资活动现金流	-91	-137	-83	-67	总资产周转率	0.38	0.47	0.64	0.64
融资活动现金流	-5	24	21	29	应收账款周转率	2.85	3.21	3.01	5.25
现金流量净额	-117	-59	-195	585	存货周转率	1.68	1.86	1.86	3.34

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

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