

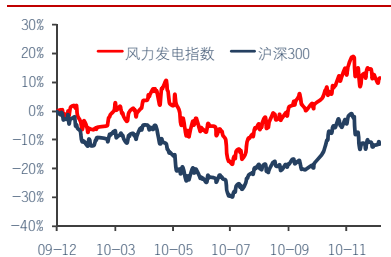
合理价格区间

21.42-24.48 元

发行基本情况

发行前总股本	15373 万股
发行价	24.9 元
发行价/2009 年摊薄后 EPS	52.62 倍
发行数量	5200 万股
网下发行	1035 万股
网上发行	4165 万股
第一大股东	上海天神
发行后持股比例	37.5%

行业走势图



研发部

邵明慧¹
 SAC 执业证书编号：S1340210090001
 联系电话：010-68858137
 Email: chenpeng@cnpsec.com

塔架出口巨擘，谋求国内突破

——天顺风能（002528）新股分析报告

摘要：

- **风电快速发展大势不变：**在可再生能源中风电在环境、地质、生态环境的影响上远低于水电，而且在成本上也明显低于太阳能。根据 GWEC 预测，至 2015 年全球风电装机容量乐观估计将达到 53323.3 万千瓦，5 年内将增长 37472.8 万千瓦。
- **风机大型化和海上风电是未来风机发展主要方向：**从欧洲风电评级单机容量来看，7 年时间平均单机容量翻了一番，大容量化是未来风电技术发展的主流方向。我国海上风电可开发储量丰富，目前我国海上风电以规划装机容量 1710 万千瓦，而目前所有已建和在上的海上风电装机容量仅有 17 万千瓦，仅相当于规划容量的 1%。
- **质量过硬是公司产品的显著特征：**风机塔架是风力发电设备的基础，其质量好坏直接关系到风力发电设备的使用寿命，公司在向维斯塔斯和 GE 的供货过程中通过双方相互经验沟通，使得公司在风塔加工技术和风塔质量上处于国内同行业的领先地位。
- **大容量、海上塔架方面公司具备技术、经验双优势：**从公司 2010 年订单情况来看，公司 V90 大容量风机用风塔已获得较多的订单，这也从一个侧面反映出公司在大容量风机塔架上的生产能力。在海上风机方面，公司目前已经有产品在海岛风机上使用，其运行环境与海上风机非常类似，公司在风塔防腐方面具备一定的生产经验。
- **生产基地布局彰显公司布局国内塔架市场意图：**公司辽宁沈阳生产基地接近东北风区和河北北部风区，内蒙古包头生产基地地处西北风区，而且两个生产基地距出海口均有一定距离，所以上述两个生产基地显示出公司布局国内陆上风电塔架市场的意图。
- **募投项目助推公司产品升级：**公司募集资金主要投向大容量和海上风电用塔架产能扩张以及相关配套技术支持升级工作，募投项目实施后将有力的增加公司在大容量、海上风电用塔架方面的生产能力和技术水平。
- **盈利预测与估值：**预计公司 2010-2012 年的摊薄每股收益为 0.435 元、0.612 元和 0.863 元，对应公司 24.9 元的网下发行价市盈率分别为 57.24 倍、40.71 倍和 28.86 倍。参考相关公司估值，我们认为公司的合理估值区间是 2011 年 35 到 45 倍 PE，对应的价格 21.42 元至 24.48 元。
- **风险提示：**1、国家风电政策变化；2、公司客户集中度过高；3、原材料价格波动

单位:百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	462.45	501.32	723.82	1044.18	174.67
yoy (%)	-8.34%	8.41%	44.38%	44.26%	-83.27%
归属母公司股东净利润	76.96	97.37	89.51	125.85	177.51
yoy (%)	62.23%	26.51%	-8.07%	40.60%	41.06%
每股收益 (EPS)	0.3741	0.4732	0.4350	0.6116	0.8628
市盈率 (P/E)	66.57	52.62	57.24	40.71	28.86

¹ 报告贡献人 陈鹏

目 录

一、风机塔架出口排头兵	4
(一) 公司基本情况及股权结构介绍	4
(二) 公司主要业务及产品	5
(三) 公司经营状况	5
二、风电装机增长趋于平稳，大容量海上风电是主流	8
(一) 风能是世界可再生能源发展的主流方向	8
(二) 美国、中国和欧盟是风电设备主要消纳市场	8
(三) 国内风电发展基调不变，行业集中度提高利好龙头	10
(四) 大容量风电是未来风电发展主流方向	11
(五) 海上风电助力风电新发展	12
三、出口业务确保公司产品质量，公司着力国内市场拓展	13
(一) 公司前期注重出口业务，公司产品质量过硬	13
(二) 大容量风机和海上风电塔架是公司产品主要特点	13
(三) 新建生产基地，谋求国内发展	15
四、募投项目集中于大容量和海上风机塔架	17
五、预测与估值	18
六、风险提示	20

图表目录

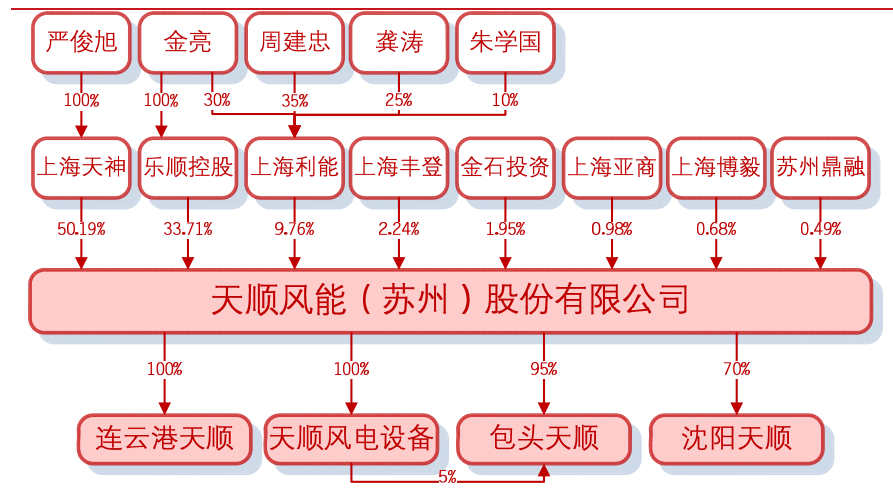
图表 1: 公司上市前股权结构.....	4
图表 2: 公司公开发行前后股东及比例.....	5
图表 3: 公司主要产品.....	5
图表 4: 近年公司营业情况.....	6
图表 5: 主要产品在营业收入中占比.....	6
图表 6: 公司各主营业务毛利率.....	6
图表 7: 公司主要财务数据.....	7
图表 8: 全球风电装机容量预测.....	8
图表 9: 全球风电发电量预测.....	8
图表 10: 截至 2009 年世界主要风电装机国家占比.....	9
图表 11: 欧洲风电设备市场主要企业.....	9
图表 12: 美国风电设备市场主要企业.....	9
图表 13: 印度风电设备市场主要企业.....	9
图表 14: 我国风电装机容量及预测.....	10
图表 15: 我国风电设备市场主要企业及其市场占比.....	10
图表 16: 欧洲风电平均单机容量.....	11
图表 17: 国内主要风电设备生产厂家大容量风机研发计划.....	11
图表 18: 欧洲海上风电投资计划.....	12
图表 19: 我国首次海上风电招标中标情况.....	12
图表 20: 我国海上风电发展规划.....	12
图表 21: 近年 GE 和维斯塔斯在公司营业收入中占比.....	13
图表 22: 公司营业收入地区构成.....	13
图表 23: 公司主要产品.....	14
图表 24: 公司今年 300 万以上订单分布情况.....	14
图表 20: 我国海上风电发展规划.....	14
图表 25: 公司产能预测.....	15
图表 26: 公司生产基地分布.....	15
图表 27: 我国大型风电基地分布.....	15
图表 28: 公司今年 300 万以上订单分布情况.....	16
图表 29: 公司募投项目.....	17
图表 30: 3MW 及以上海上风电塔架建设项目.....	17
图表 32: 公司产能预测.....	18
图表 33: 公司盈利预测明细.....	18
图表 34: 公司盈利预测.....	19
图表 35: 类似公司相关信息.....	19

一、风机塔架出口排头兵

（一）公司基本情况及股权结构介绍

公司全称天顺风能（苏州）股份有限公司，是国内风力发电设备中风机塔架的主要生产厂家之一，公司总部位于江苏太仓，在连云港、沈阳和包头建设有生产基地。公司是目前国内唯一同时具备向国际风电巨头 GE 和维斯塔斯供货资格的国内风机塔架生产厂家。公司目前产品除常规陆上风电用风机塔架外，还有海上风电用风机塔架。

图表 1：公司上市前股权结构



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

公司控股股东为上海天神公司，而天顺风能董事长兼总经理严俊旭先生是上海天神公司的 100% 股权控制人，所以公司实际控制人为严俊旭先生。

公司目前拥有四家子公司，分别位于江苏太仓，江苏连云港、辽宁沈阳和内蒙古包头，其中除公司位于江苏太仓的公司总部及生产基地外，其余三处子公司生产基地均在建设阶段。

公司此次公开发行前总股本为 15373 万股，本次计划发行 5200 万股，占发行后总股本的 25.27%，发行后第一股东仍为公司董事长严俊旭先生全资公司上海天神，持股比例为 37.50%。

图表 2：公司公开发行前后股东及比例

股东	发行前		发行后	
	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
上海天神	7716	50.19%	7716	37.5%
乐顺控股	5184	33.71%	5184	25.2%
上海利能	1500	9.76%	1500	7.29%
上海丰登	345	2.24%	345	1.68%
金石投资	300	1.95%	300	1.46%
上海亚商	150	0.98%	150	0.73%
上海博毅	105	0.68%	105	0.68%
苏州鼎融	75	0.49%	75	0.49%
公众持股	-	-	5200	25.27%
合计	15375	100%	20575	100%

数据来源：中邮证券研发部 招股说明书

(二) 公司主要业务及产品

公司主营业务为风塔及风塔零部件的生产与销售，主要产品适用于 1.5MW 以及上单机容量的风机塔架。自公司 2005 年成立以来，一直致力于风塔和风塔零部件产品，主营业务未曾发生变化。目前公司生产规模和产品质量据处于行业前列，公司产品主要销售给维斯塔萨和 GE 等全球大型风电整机厂商以及少部分销售给国内领先风机投资厂商，公司是目前国内唯一一家同时具备维斯塔斯和 GE 全球风塔合格供应商资格认证的公司。

图表 3：公司主要产品

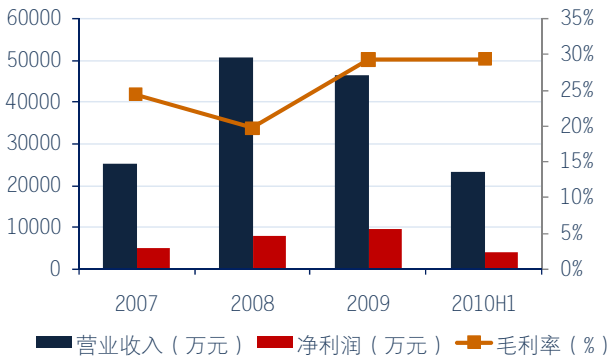


数据来源：中邮证券研发部 公司网站

(三) 公司经营状况

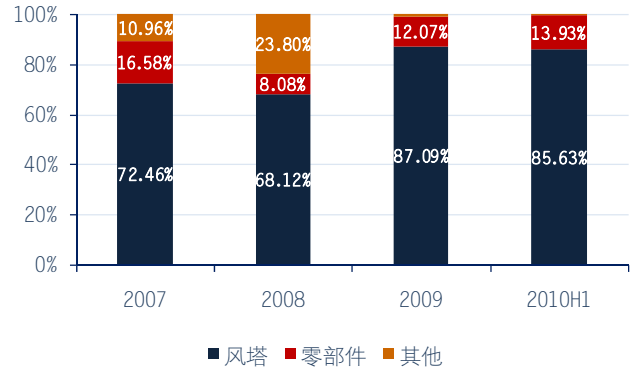
2009 年公司实现营业收入 4.62 亿元，较 2008 年同比减少 8.3%，毛利率 29.21%，较 2008 年 19.64%提高了近 10%，2009 年实现净利润 9579.65 万元，同比增长 24.45%。

图表 4：近年公司营业情况



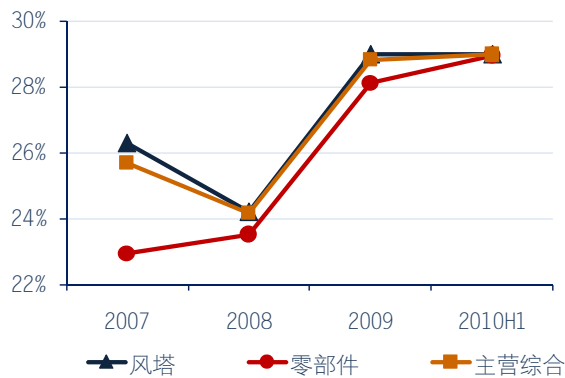
数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

图表 5：主要产品在营业收入中占比



在公司营业收入中风机塔架业务收入占比最高，在 2009 年和 2010 上半年营业收入占比均在 85% 以上，市公司的主营营业收入。2008 年公司风机塔架营业收入占比较低，而其他业务营业收入占比较高，其他业务收入主要为公司出售切割后的风机塔架用原材料钢板的收入。风机塔架制作过程主要分为切割和焊接两部，2008 年公司新建产能中钢板切割产能增长较快，但焊接产能并没有随着跟上，导致公司将多余的切割钢板作为原材料出售，导致其他业务明显占比较高。随着公司在风机塔架方面产能扩张迅速，未来将不会存在切割钢板消化问题，所以在未来公司主营收入中风机塔架业务占比将维持 85% 以上的占比。

图表 6：公司各主营业务毛利率



数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

由于风机塔架业务在公司总营业收入中占比非常高，所以公司综合毛利率与风机塔架业务毛利率基本一致。2008 年由于初级原材料销售占比较高，而且原材料作为中间环节产品，产品附加值较低，毛利率水平不高，2008 年在营业收入中原材料占比达到 23.8%，直接拖累了公司 2008 年的毛利率。随着公司焊接产能配套完成，切割工序产能的中间环节产品能够得到完全的消化，公司毛利率迅速回升。作为一家单纯机械部件加工设备，公司正常业务毛利率一直维持在 26% 以上，属于同类公司处于较高的水平，这与公司产品主要出口是密不可分的，海外市场风机塔架销售毛利明显要高于国内，但随着公司未来经营重点逐

渐向国内转移，公司毛利率水平有可能会略有下降。

图表 7：公司主要财务数据

主要指标	2007	2008	2009	2010H1
应收帐款周转率(次)	4.64	6.65	4.81	1.94
存货周转率(次)	5.44	5.91	3.54	1.98
净资产收益率 ROE (摊薄)(%)	34.14	25.8	35.88	12.59
净资产收益率 ROE (加权)(%)	34.14	25.8	29.99	13.44
流动比率(倍)	1.2	1.79	0.94	0.98
速动比率(倍)	1.02	1.33	0.69	0.81
资产负债率(%)	58.36	45.6	52.89	59.43
每股经营活动产生的 现金流量净额(元)	0.57	-0.39	0.96	0.73
每股收益 EPS-基本(元)	0.39	0.53	0.67	0.25

数据来源：中邮证券研发部 招股说明书

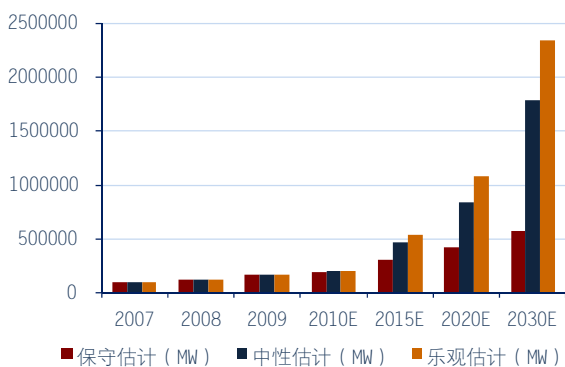
二、风电装机增长趋于平稳，大容量海上风电是主流

（一）风能是世界可再生能源发展的主流方向

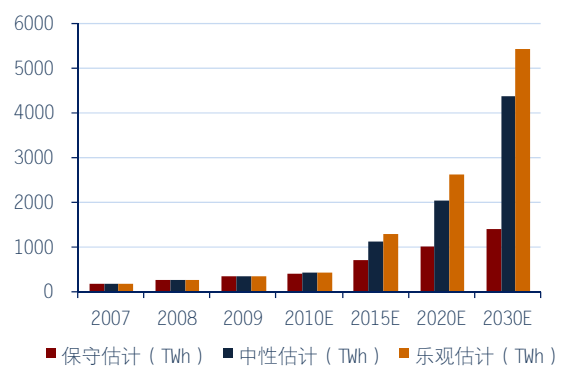
以石油、煤炭为主的非可再生能源一直以来在世界能源供给方面占主流，随着传统化石能源开采难度逐渐加大，传统能源枯竭成为世界经济发展必须面对的问题之一，以及传统化石能源使用过程中对环境产生的影响也收到了越来越多的关注。进入 21 世纪后，可再生能源受到了世界主要经济体越来越多的关注。

在可再生能源中，目前已水能、风能和太阳能为主，在这三种主力可再生能源中，水电的发展受到自然条件的限制，而且大型水利设施的建设对当地生态环境的影响非常巨大，对与太阳能，如果不考虑其原材料生产过程中对环境造成的污染，其可再生性能是最好的，但太阳能组件成本居高不下也成为太阳能发展的最大阻碍。相比太阳能和水能，风能在环境、地质还是生态环境的影响上远低于水电，而且在成本上也明显低于太阳能。

图表 8：全球风电装机容量预测



图表 9：全球风电发电量预测



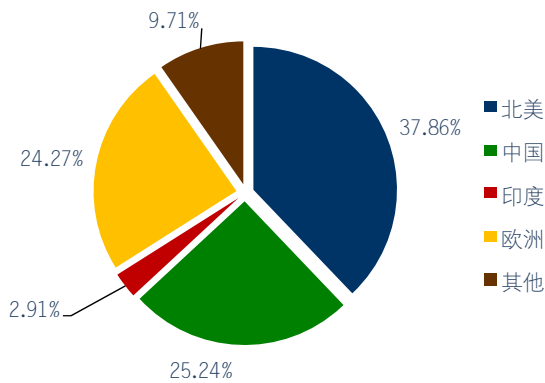
数据来源：中邮证券研发部 GWEC

根据 GWEC 预测，至 2015 年全球风电装机容量乐观估计将达到 53323.3 万千瓦，相比 2009 年装机容量 15850.5 万千瓦，5 年内将增长 37472.8 万千瓦，平均每年 7497.56 万千瓦，基本相当于 2007 年全球风电装机容量。

（二）美国、中国和欧盟是风电设备主要消纳市场

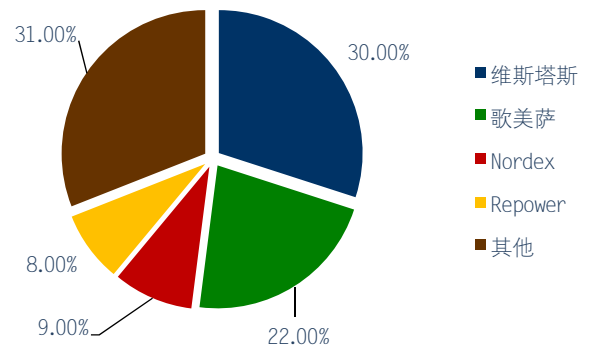
虽然风力发电成本要明显低于太阳能发电成本，但仍然要高于煤炭等传统能源。所以风电的发展必须政府给予相关的经济扶持政策，所以发达国家比如欧盟和美国，以及作为发展中国家领袖的我国是目前世界上主流的风电消纳市场。从 2009 年风电装机情况来看，美国以占比 37.86% 位居世界第一，我国仅次于美国占比 25.24%，其次是欧洲各国，占比为 24.27%。上述三大经济体在全球风电装机容量占比高达 87.37%，基本上占据了全球装机容量的九成，而且在未来较长一段时间上述三大经济体将继续主导世界风电市场的发展。

图表 10：截至 2009 年世界主要风电装机国家占比



数据来源：中邮证券研发部 GWEC

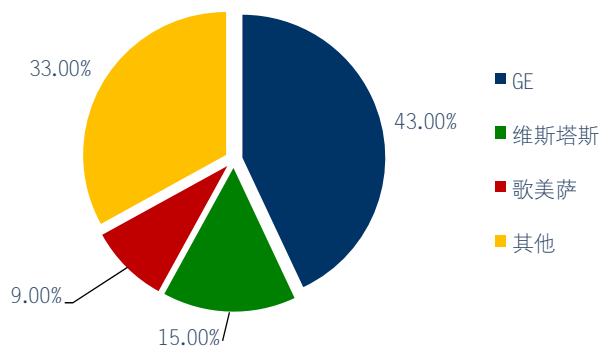
图表 11：欧洲风电设备市场主要企业



数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

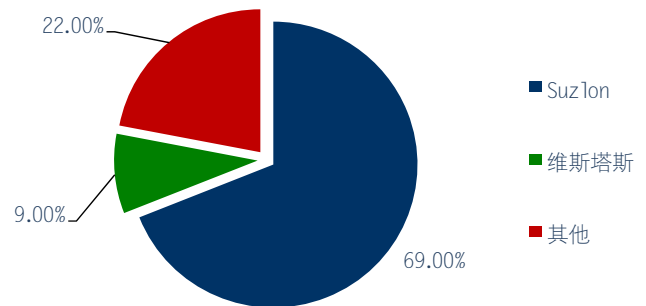
在欧洲市场中，维斯塔斯和歌美萨占据了欧洲风电设备市场的主要份额，其中维斯塔斯占比 30%，歌美萨占比 22%，两者占据了欧洲风电设备市场的半壁江山。在美国市场方面，美国本土公司 GE 异军突起，占比高达 43%，维斯塔斯紧随其后占比 15%，两者占比也超过了美国风电设备市场的 50%。印度虽然目前在全球风电装机容量方面占比较小，但作为金砖四国之一，未来印度国内风电市场的潜在容量也是相当可观的，在印度市场中，印度本土公司 Suzlon 占比最高，为 69%，基本垄断了印度国内风电设备市场，紧随其后的及时国际风电设备巨头维斯塔斯。

图表 12：美国风电设备市场主要企业



数据来源：中邮证券研发部 GWEC

图表 13：印度风电设备市场主要企业



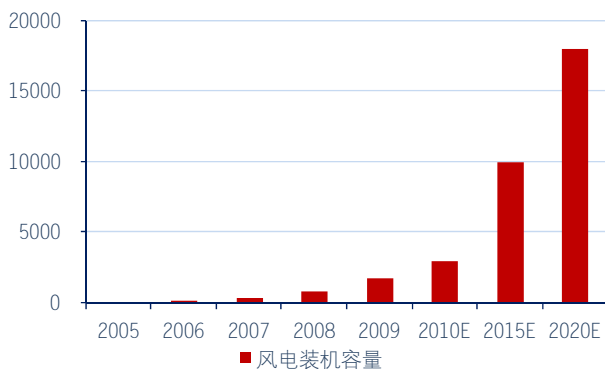
数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

在除我国以外的世界风电设备市场中，GE 是美国市场的霸主，维斯塔斯是欧洲市场的王者，歌美萨紧随其后。纵观国际风电设备市场，GE、维斯塔斯和歌美萨是当时无愧的国际风电设备市场中的龙头企业。

（三）国内风电发展基调不变，行业集中度提高利好龙头

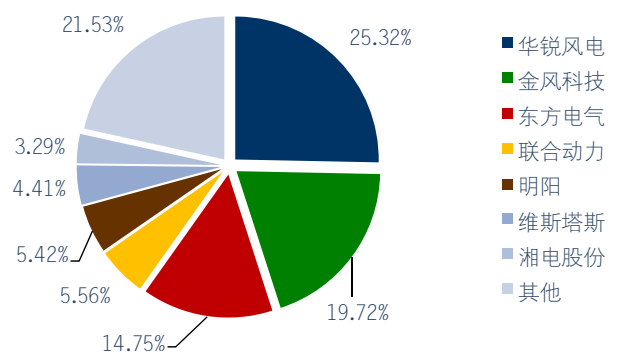
自 2007 年以来，我国风电行业受国家政策扶持以及 CDM 项目排放量销售的激励，呈现爆发式增长，装机容量以每年翻一番的速度增长。随着风电行业火爆，很多国内企业将目光集中于风力发电设备生产行业，高峰时国内风电整机生产厂家超过 80 家。受制于国内技术水平，大多数国内整机生产厂商均为向国外风电设备生产企业购买设计以及关键零部件，自身基本上仅承担组装工作，风电设备行业渐现过热现象。2009 年底国家公布了抑制部分行业产能过剩的政策，风电设备赫然在列。受政策影响，今年风电单位容量报价屡创新低。对与国家政策市场上存在一定程度的误读，虽然国家对风电设备制造行业产能采取抑制政策，但限制仅针对其中落后的部分产能，在高端产能方面我国是明显不足的，而且风电作为可再生能源中重要的组成部分，未来我国毕竟大力发展风电，以满足到 2020 年非化石能源装机容量占比达到 15% 以上的目标。

图表 14：我国风电装机容量及预测



数据来源：中邮证券研发部 GWEC

图表 15：我国风电设备市场主要企业及其市场占比



数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

今年末我国风电装机容量将超过 3000 万千瓦，根据我国相关规划，预计到 2015 年我国风电装机容量将达到 1 亿千瓦，2020 年达到 1.8 亿千瓦。这也就意味着“十一五”期间将新增装机容量 7000 万千瓦，年均 1400 万千瓦，“十二五”期间将新增装机容量将新增 8000 万千瓦，年均 1600 万千瓦，其中尚未包含风电装机容量超预期的可能。所以未来我国风电行业并不会冷下来，而是一种更加稳定的形式持续发展。

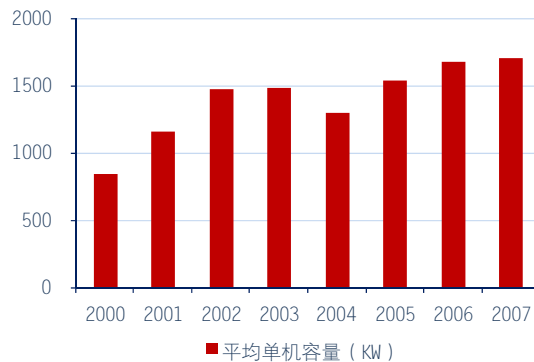
受国家政策和市场需求影响，近年以来国内风电设备企业发展迅速，本土企业凭借成本优势逐步将国际风电企业排挤出国内市场。根据 2009 年新增装机容量来看，国内风电设备企业占据国内市场份额的前五名，合计市场占比超过 70%。国内风电市场是国内企业的天下。

2010 年国内风电市场竞争日趋激烈，单位功率报价屡创新低，随着市场生存环境日趋恶劣，以及未来国家风电准入标准预期较高，大量小型风电整机制造企业将被淘汰出市场，市场集中度将明显提高。在日前结束的风电特许经营权招标中，国内风电龙头华锐风电和金风科技合计中标占比 80%，基本垄断了此次中标的大部分招标额。行业集中度提高的效果渐现，凭借技术优势和市场优势的龙头企业未来将充分享受国内风电市场发展带来的业绩增长。

（四）大容量风电是未来风电发展主流方向

成本作为限制可再生能源发展的主要障碍，如何降低成本也是各类可再生能源技术发展的主要方向。对与风电行业，提高风电设备单机容量即使目前风电行业降低成本的主要途径之一。从欧洲风电评级单机容量来看，2000年平均单机容量约为800KW，到2007年平均单机容量已经上升至约为1700KW，7年时间平均单机容量翻了一番。

图表 16：欧洲风电平均单机容量



数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

欧洲作为全球风电技术发展的先驱，其技术发展方向也代表了全球风电技术发展的主要方向，国内风电市场也不例外。国内主要风电设备生产厂家均提出了自己的大容量风机发展计划。今年上海电气 3.6MW 风机下线、湘电股份 5MW 直驱风机下线、金风科技将 5MW 风机研发计划更改为 6MW 风机研发，都反映出了未来大容量风机将是风机发展的主流方向。

图表 17：国内主要风电设备生产厂家大容量风机研发计划

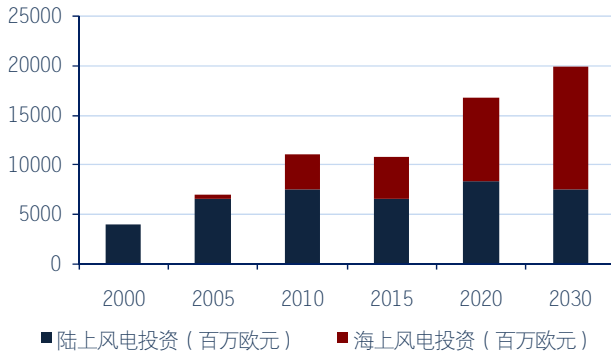
公司名称	研发机型	样机产出时间
金风科技	3.0MW	2009
	6.0MW	2011
华锐风电	3.0MW	2008
	5.0MW	2010
东方电气	3.6MW	2010
	4.5MW	2012
上海电气	2.0MW	2009
	3.6MW	2010
湘电股份	5.0MW	2010
保定天威	3.0MW	2010
江苏新誉	2.5/3.0MW	2009
阳明电气	5.0/6.0MW	2012
国电联合动力	3.0/5.0MW	-
南通锺炼	3.6MW	-

数据来源：中邮证券研发部

（五）海上风电助力风电新发展

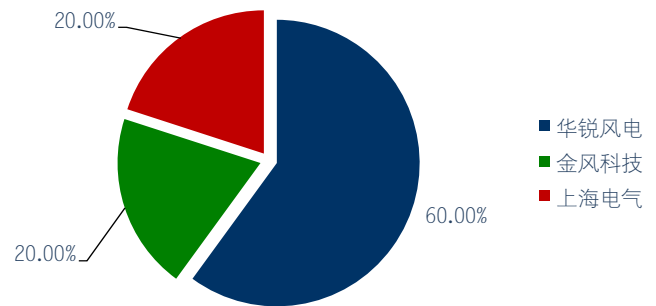
风力发电虽然对环境没有污染，但风场普遍占地面积较大，对土地资源需求较大。另外，以我国为例，风能主要集中于西北部地区，据东南部电力消耗主要地区较远，风电就地消化存在问题。海上风电以其不占用陆地面积、风能质量高、储量丰富等优点得到世界各国越来越多的关注。欧洲首陆地面积限制，在海上风电发展方面动力较大，未来在海上风电方面的投资将快速增加。

图表 18：欧洲海上风电投资计划



数据来源：中邮证券研发部 GWEC

图表 19：我国首次海上风电招标中标情况



数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

今年我国进行了首次海上风电特许经营权招标，对滨海（300MW）、射阳（300MW）、东台（200MW）、大丰（200MW）海上风电项目进行招标。在大容量风机方面具备优势的华锐风电、金风科技和上海电气垄断了所有海上风电设备供给。

图表 20：我国海上风电发展规划

省份	在建或已建 (万千瓦)	已有规划 (万千瓦)
河北	5	100
山东	-	260
江苏	-	550
上海	10	100
浙江	-	220
福建	-	20
广东	-	223
海南	2	100
合计	17	1710

数据来源：中邮证券研发部

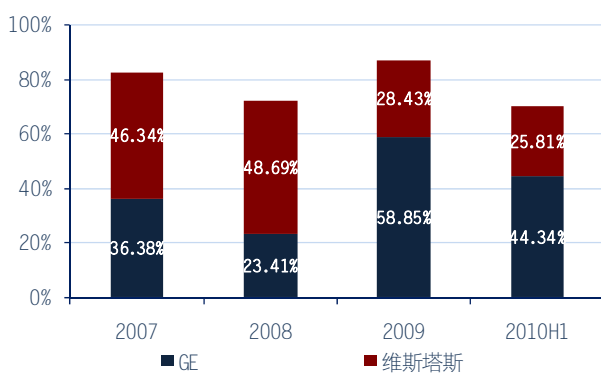
我国海上风电可开发储量丰富，而且海上风电相比陆上风电更加接近能源使用中心的东部地区，存在长距离送电和消纳问题，而且东部地区电网质量要优于西北地区，对风电的容纳程度较高，也能够提高海上风电设备的利用效率。目前我国海上风电以规划装机容量 1710 万千瓦，而目前所有已建和在建的海上风电装机容量仅有 17 万千瓦，仅相当于规划容量的 1%，未来我国海上风电发展前景广阔。

三、出口业务确保公司产品质量，公司着力国内市场拓展

（一）公司前期注重出口业务，公司产品质量过硬

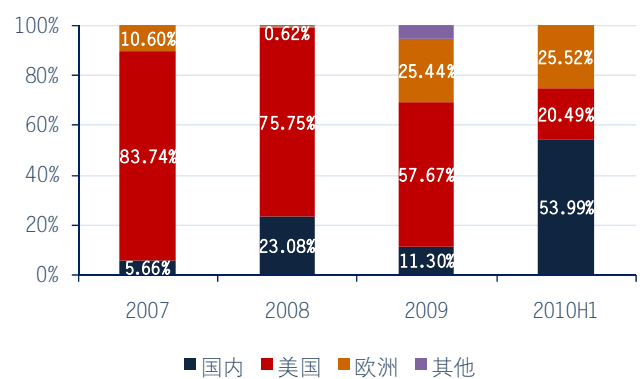
在公司成立之初即确定了主要为国外风电整机设备生产商提供风机塔架的战略，主要以欧洲的维斯塔斯和美国的 GE 为主。由于国外生产厂家对产品质量要求较高，为了能够满足产品出口要求，公司对自身产品的质量非常重视。另外，在获得维斯塔斯和 GE 的合格供应商资格后，维斯塔斯和 GE 在风机塔架生产方面也对公司给予了很多的技术上的指导。

图表 21：近年 GE 和维斯塔斯在公司营业收入中占比



数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

图表 22：公司营业收入地区构成



数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

风机塔架是风力发电设备的基础，其质量好坏直接关系到风力发电设备的使用寿命，而风力发电设备在其寿命期内可靠稳定的运行，是风电运营商收回成本和后期盈利的最基本保障。日前，国内出现了多起“倒风”现象，针对这一现象，发改委也启动了国内风机设备质量的摸底工作，风塔作为支撑风风力发电设备的重要部件，其质量也成为了风机整体质量的关键。

虽然表面看来，风机塔架生产并没有多少技术含量，其实在风塔整个制造过程中，加工的精度是影响风机塔架质量的关键，也是风塔生产技术含量的集中体现。比如，高达近百米的风塔在垂直度上的误差不能超过 10 毫米，在顶端法兰平面度上要求 2500-3000 毫米直径出现误差不超过 0.5 毫米。在风塔实际运行中，机械结构上的微小不足就有可能导致风塔运行中出现局部应力集中，严重的将直接导致风塔倒塌。高加工精度并不是短时间内能够掌握的技术，公司在想维斯塔斯和 GE 的供货过程中通过双方相互经验沟通，使得公司在风塔加工和风塔质量上处于国内同行业的领先地位。

（二）大容量风机和海上风电塔架是公司产品主要特点

公司产品主要为风塔，根据风塔使用的不同环境，风塔又可分为陆上塔、海上塔、常问塔和冷温塔等若干细分种类。公司主要产品覆盖了从容量上 0.85MW 到 3MW，运行环境上覆盖冷温、常温、陆上和海上四大类。

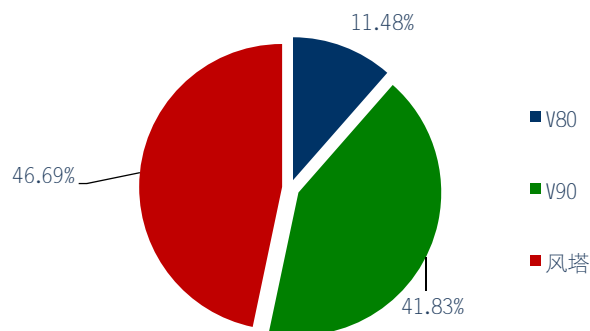
图表 23: 公司主要产品

	型号	高度 (米)	装载风机功率 (MW)
陆上风塔	抗震塔	65	1.5
	冷温塔	80	1.5
	2.5XL 常温塔	100	2.5
	V90 陆上塔	80	3.0
	V90 陆上塔	80	2.0
	V80 陆上塔	67	2.0
	V82 陆上塔	80	1.65
	MM82 陆上塔	69	2.0
	V60 陆上塔	60	0.85
海上风塔	V90 海上塔	80	2.0
	V90 海上塔	67	2.0

数据来源: 中邮证券研发部 公司招股说明书

随着风机单机容量提升, 风塔上端机舱重量也不短提高。3MW 风机机舱重量 115 吨, 5MW 风机机舱重量 290 吨, 而小容量风机以 750KW 为例机舱重量仅为 23-25 吨。公司在大容量风机用风塔上较为成熟, 从公司 2010 年订单情况来看, 公司 V90 大容量风机用风塔已获得较多的订单, 这也从一个侧面反映出公司在大容量风机塔架上的生产能力。

图表 24: 公司今年 300 万以上订单分布情况



数据来源: 中邮证券研发部 公司招股说明书

在海上风机方面, 由于海上风机需要长期运行在盐碱高、湿度大的环境中, 对风机塔架的抗腐蚀能力要求较高。另外, 由于海上风电普遍单机容量较大, 而且建设投入较高, 风机在其设计寿命内安全可靠运行, 或超期服役对风电场盈利更加重要。公司目前已经有产品在海岛风机上使用, 其运行环境与海上风机非常类似, 公司在风塔防腐方面具备一定的生产经验。

图表 25: 我国海上风电发展规划

产品投入使用年份	数量 (套)	装机总容量 (MW)
2007	10	20
2008	24	48
2009	13	26
2010	59	118

数据来源: 中邮证券研发部 公司招股说明书

（三）新建生产基地，谋求国内发展

公司目前生产基地主要是位于江苏太仓的生产基地，公司位于江苏连云港、辽宁沈阳和内蒙古包头的生产基地正在建设过程中。根据各基地产能情况来看，目前现有产能集中于太仓生产基地，风塔产能 400 套/年，随后即将陆续达产的是江苏连云港和辽宁沈阳生产基地，两个生产基地规划产能分别为 350 套/年和 250 套/年，分别将于 2013 年和 2012 年实现完全达产。内蒙古包头的生产基地在时间上相对较晚，规划产能 300 套/年，预计 2013 年能够完全达产。加上公司此次募集资金投向的海上风电和太仓生产基地技改项目，到 2013 年公司产能将达到 1400 套/年，是今年产能的近 3 倍。

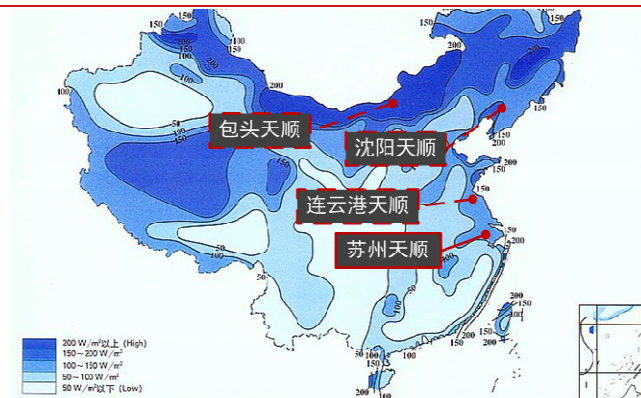
图表 26：公司产能预测

	2009	2010	2011	2012	2013
苏州天顺（套）	400	400	400	400	400
沈阳天顺（套）	0	50	150	250	250
连云港天顺（套）	0	50	150	250	350
包头天顺（套）	0	0	50	150	300
募投海上风电项目（套）	0	0	0	0	50
募投太仓技改项目（套）	0	0	0	50	50
合计（套）	400	500	750	1100	1400

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

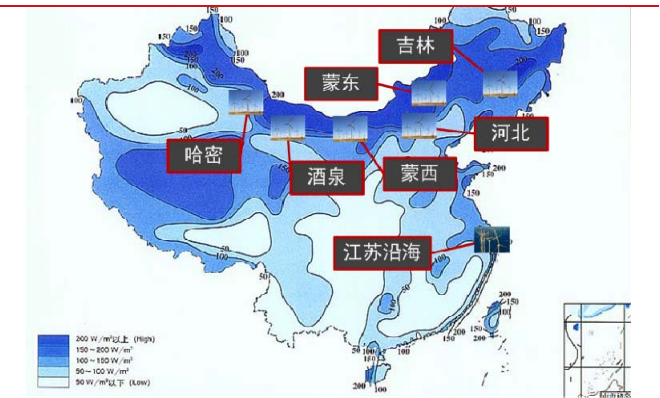
从公司生产基地的分布来看，公司江苏太仓生产基地是目前公司主要的产能所在地，近期即将投产的是江苏连云港生产基地，从这两个生产基地的位置来看，均位于沿海地区，风机塔架属于大型部件，生产基地临近出海口能够有效地降低产品运输费用，这也与公司之前产品主要出口的经营策略相一致。从目前来看，公司位于太仓和连云港的生产基地临近海上风电集中区域，也利于公司未来在海上风电方面市场的拓展。

图表 27：公司生产基地分布



数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

图表 28：我国大型风电基地分布

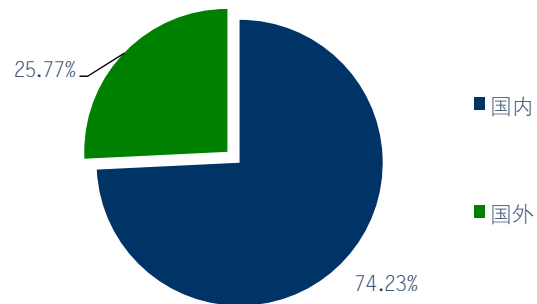


数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

公司另外两个建设中的生产基地分别位于辽宁沈阳和内蒙古包头，从这两个生产基地的位置来看，辽宁沈阳生产基地接近东北风区和河北北部风区，内蒙古包头生产基地地处西北风区，而且两个生产基地距出海口均有一定距离，所以上述两个生产基地也显示出公司布局国内陆上风电塔架市场的意图。

根据公司在招股说明书中披露的 2010 年新签 300 万以上合同，国内合同占比 74.23%，而国外合同仅占比 25.77%，这与 2010 年上半年公司营业收入分布中国内占比 53.99%，国外占比 46.01% 有较大的差距，未来随着公司新的生产基地投产，国内收入在公司总收入中的占比将进一步提高。

图表 29：公司今年 300 万以上订单分布情况



数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

四、募投项目集中于大容量和海上风机塔架

公司本次公开发行人民币普通股 5200 万股，募集资金主要用于满足公司未来对海上风电和大容量风机用塔架的新建产能和技术实力提升。募集资金将用于 3 个项目：3MW 及以上海上风电塔架建设项目、2.5MW 及以上风电塔架技改项目和研发中心项目。

图表 30：公司募投项目

项目名称	项目投资 (万元)	募集资金使用计划		
		第一年	第二年	第三年及以后
3MW 及以上海上风电塔架建设项目	67567.7	17676.4	26514.6	23376.7
2.5MW 及以上风电塔架技改项目	7725	4500	3225	0
研发中心项目	5000	5000	0	0
合计 (套)	80292.7	27176.4	29739.6	23376.7

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

通过 3MW 海上风电项目，公司将形成 3MW 及以上海上风塔的研发和生产能力，并增加 2.5MW 及以上风塔在公司产品结构中的比例，充分把握海上风电市场发展和风机大型化发展带来的机遇，进一步拓展海上丰台、大型陆上风塔市场，扩大市场份额。

图表 31：3MW 及以上海上风电塔架建设项目

产品名称	年产量 (套)	单价 (万元/套)	销售收入 (万元)
3MW 海上风塔	100	570	57000
5MW 海上风塔	70	790	55300
2.5MW 风塔	50	200	10000

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

2.5MW 及以上风电塔架技改项目主要针对公司江苏太仓生产基地进行的技术改造项目，通过该项目，公司江苏太仓生产基地将在目前 400 套/年的产能基础上，新增 2.5MW 及以上风塔 50 套/年的生产能力。公司在大功率风塔产品方面的生产能力将得到较大提升。

公司研发中心项目位于公司江苏太仓总部，项目主要对 3MW 海上风塔、5MW 海上风塔、2.5MW 风塔、3MW 风塔等新型产品进行研发试制，形成相关产品的技术、工艺体系，为公司通过相关认证提供基础，为批量生产 3MW 海上风塔、5MW 海上风塔、2.5MW 风塔和 3MW 风塔等新型产品提供技术支持。

五、预测与估值

公司位于江苏连云港和辽宁沈阳的生产基地投产后公司产能将有现在的 400 套/年提升至 800 套/年，公司在内蒙古包头的生产基地投产后将新增 300 套/年的产能。此次公司募投项目中 2.5MW 风机塔架技改项目建设时间较短，短期也将对公司产能形成有力支撑。考虑到我国风电市场的发展前景，公司产品在大容量、海上风电的技术优势，以及公司产品质量优势，公司产能不存在消化问题。随着相关产能逐步投产，未来公司营业收入增速将维持在 40%以上。

图表 32：公司产能预测

	2009	2010	2011	2012	2013
苏州天顺 (套)	400	400	400	400	400
沈阳天顺 (套)	0	50	150	250	250
连云港天顺 (套)	0	50	150	250	350
包头天顺 (套)	0	0	50	150	300
募投海上风电项目 (套)	0	0	0	0	50
募投太仓技改项目 (套)	0	0	0	50	50
合计 (套)	400	500	750	1100	1400

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

随着公司产能扩张，规模化效应逐渐显现，另外，公司产品的质量优势也是公司产品享受高毛利率的支持因素之一，公司毛利将维持在 28%左右。

图表 33：公司盈利预测明细

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
风机塔架	销售收入 (万元)	34368.07	40276.78	48332.14	70081.60	101618.32
	yoy (%)	88.05%	17.19%	20%	45%	45%
	销售利润 (万元)	8323.95	11672.21	13774.66	19622.85	28046.66
	yoy (%)	73.25%	40.22%	18.01%	42.46%	42.93%
	毛利率 (%)	24.22%	28.98%	28.50%	28%	27.60%
零部件	销售收入 (万元)	4075.89	5583.33	1500.00	2000.00	2500.00
	yoy (%)	-2.56%	36.98%	-73.13%	33.33%	25.00%
	销售利润 (万元)	957.43	1570.03	420.00	560.00	700.00
	yoy (%)	-0.26%	63.98%	-73.25%	33.33%	25.00%
	毛利率 (%)	23.49%	28.12%	28%	28%	28%
其他	销售收入 (万元)	12010.90	384.81	300	300	300
	销售利润 (万元)	2913.57	85.54	84	84	84
	毛利率 (%)	23.49%	28.12%	28%	28%	28%
合计	销售收入 (万元)	50454.86	46244.92	50132.14	72381.60	104418.32
	yoy (%)	100.05%	-8.34%	8.41%	44.38%	44.26%
	销售利润 (万元)	12194.94	13327.79	14278.66	20266.85	28830.66
	yoy (%)	88.36%	9.29%	7.13%	41.94%	42.26%
	毛利率 (%)	24.17%	28.82%	28.48%	28.00%	27.61%

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

图表 34：公司盈利预测

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	252.21	504.55	462.45	501.32	723.82	1044.18
增速 (%)	-	100.05%	-8.34%	8.41%	44.38%	44.26%
毛利率 (%)	25.67%	24.17%	28.82%	28.48%	28.00%	27.61%
减：营业成本	190.81	405.47	327.35	358.53	521.15	755.88
营业税金及附加	0.00	0.16	0.23	0.50	0.72	1.04
营业费用	4.18	8.23	6.57	7.52	10.86	15.66
管理费用	5.56	10.35	22.67	22.56	32.57	46.99
财务费用	3.84	4.23	6.98	10.03	14.48	20.88
利润总额	47.44	76.36	105.76	99.52	139.92	197.37
增速 (%)	-	60.96%	38.51%	-5.90%	40.60%	41.06%
所得税	0.00	-0.61	9.97	11.44	16.09	22.70
归属母公司净利润	47.44	76.96	95.80	88.08	123.83	174.67
增速 (%)	-	62.23%	24.47%	-8.06%	40.60%	41.06%
摊薄 EPS (元/股)	0.2306	0.3741	0.4732	0.4350	0.6116	0.8628

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的摊薄每股收益为 0.435 元、0.612 元和 0.863 元，对应公司 24.9 元的网下发行价市盈率分别为 57.24 倍、40.71 倍和 28.86 倍。

图表 35：类似公司相关信息

公司名称	代码	股价 (元)	2011EPS	2011PE	2009 业绩增 速 (%)	2009 毛利率 (%)
泰胜风能	300129	39.8	1.11	35.86	8.98%	29.66%
大金重工	002487	40.00	1.38	28.99	33.02%	34.12%
中材科技	002080	41.90	1.85	22.65	49.77%	31.13%
金风科技	002202	22.30	1.37	16.28	26.29%	66.28%
平均	-	36.00	1.43	25.94	29.52%	40.30%
天顺风能	002487	24.9	0.612	40.71	-8.34%	29.21%

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

公司发行价对应 2011 年 PE 为 40.71 倍，基本已经反映了公司 2011 年业绩增长，考虑到公司是风机细分子行业的龙头企业，而且公司产品在产品质量、大容量和海上风电方面具备一定的优势，上市受到二级市场热捧的可能性比较大。公司成长性较好，建议投资者给予积极关注，公司股价合理价格区间为 21.42-24.48 元。

六、风险提示

我国风电发展政策出现变动：风电作为可再生能源中的重要支柱，由于其较常规能源成本较高，所以国家相关扶持政策对风电市场的发展具有至关重要的作用，前些年我国风电爆发性增长的主要原因与我国对风电行业的扶持政策密不可分。未来我国对国内风电发展方面的政策的变化将对国内风电市场产生重要影响。

客户集中度较高：在报告期内，公司主要销售客户为维斯塔斯和 GE 两大公司，2010 年上半年，对维斯塔斯和 GE 两家公司的销售量在公司总营业收入中占比为 70.15%，对维斯塔斯和 GE 公司销售量的变化将对公司业绩产生明显的影响。

原材料价格波动风险：在公司原材料中钢材的采购占比对大，2007-2010 年上半年，钢材采购在公司成本中占比分别为 49.46%、68.91%、65.48%、56.06%。钢材价格的波动将对公司经营成本产生直接的影响，进而影响公司的盈利能力。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。