

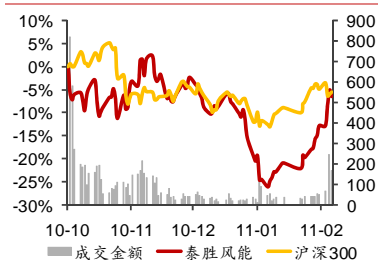
投资评级

谨慎推荐

发行基本情况

收盘价	39.98 元
总股本	12000 万股
流通股本	3000 万股
流通市值	11.99 亿元
总市值	47.98 亿元
成交量	615.1 万股

公司近期股价走势



研发部

 邵明慧¹

SAC 执业证书编号：S1340210090001

联系电话：010-68858137

Email: chenpeng@cnpsc.com

¹ 报告贡献人 陈鹏

公司产能瓶颈已彰显，超募资金使用是看点

——泰胜风能（300129）2010 年报分析报告

摘要：

- **毛利率提升、政府补贴助力公司业绩猛增：**公司 2010 年实现营业收入 5.68 亿元，同比增长 12.76%，增速较 2009 年的 8.98% 提高了近 4%，全年公司实现净利润 1.09 亿元，同比增长 31.48%。2010 年公司综合毛利率为 33.92%，较 2009 年提高约 4.5%，另外 2010 年公司获得政府 2302 万元，使得公司净利润增速明显高于营业收入增速。
- **技术优势奠定公司市场地位：**公司参与的《风力发电机组 塔架》(GB/T19072-2010) 已发布，并将于 2011 年 3 月 1 日正式开始实施，另外公司参与的《风力发电机组 环形锻件》国标已拟定完毕，等待发布实施。国家标准制定除了彰显公司在风机塔架生产方面的技术实力，更是公司以技术占领市场的有力武器。
- **大容量塔架发展前景看好：**未来随着海上风电的兴起以及陆上风机容量升级，大容量风机塔架的需求将更加旺盛。2010 年 7 月公司为上海电气制造了国内首台 3.6MW 海上风机塔架，11 月与华锐风电签署了 6MW 低温陆上风机塔架合同。目前公司在大容量风机塔架方面已占据一定的先发优势，在公司战略布局方面也着重发展大容量风机塔架，该业务未来将成为公司业绩新增长点。
- **超募资金或将助力公司产能扩张：**目前公司产能已基本达到极限，考虑到公司产品在技术和质量上的优势，市场需求旺盛，未来产能扩张将是公司业绩增长的关键。目前公司募投项目将新增年产能 190 台，相对目前公司年产 700 台现产能增加有限。在公司 2011 规划中提及，将进一步完善区域布局，除上海、包头、东台外，计划将在西北、东北、沿海新增 2-3 个生产基地。2010 年公司公开发行超募资金 5.66 亿元，超募资金未来在新增产能方面的使用将是公司业绩增长的关键。
- **盈利预测与估值：**预计公司 2011 年、2012 年及 2013 年的 EPS 为 0.851 元、0.953 元和 1.170 元，动态市盈率分别为 48.73 倍、43.48 倍和 35.43 倍。公司目前市盈率有所偏高，但考虑到公司 5.66 亿超募资金有可能用于公司产能扩张，以及公司产品供不应求的现状，募投资金的投入有可能带给公司产能爆发性增长，所以给予公司谨慎推荐的投资评级。
- **风险提示：**1、钢材价格波动；2、产品出现严重质量问题；3、客户集中度过高。

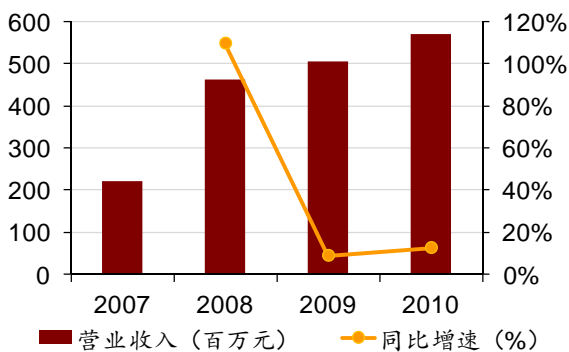
单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	503.69	567.96	670.19	804.23	989.20
YOY(%)	8.98%	12.76%	18.00%	20.00%	23.00%
综合毛利率(%)	29.66%	33.92%	32.00%	31.00%	31.00%
归属母公司股东净利润	83.07	109.22	102.07	114.39	140.37
YOY(%)	70.77%	31.47%	-6.54%	12.07%	22.71%
每股收益(EPS)	0.692	0.910	0.851	0.953	1.170
市盈率(P/E)	57.75	43.93	47.00	41.94	34.18

毛利率大幅提升，推动公司净利润超速增长

公司 2010 年实现营业收入 5.68 亿元，同比增长 12.76%，增速较 2009 年的 8.98% 提高了近 4%，全年公司实现净利润 1.09 亿元，同比增长 31.48%，增速较 2009 年的 70.75% 下降较多，主要由于公司 2009 年产品毛利率较 2008 年提升较多，同时 2009 年公司营业外收入与支出合计较 2008 年增加较多，使得公司 2009 年净利润增速明显放大。

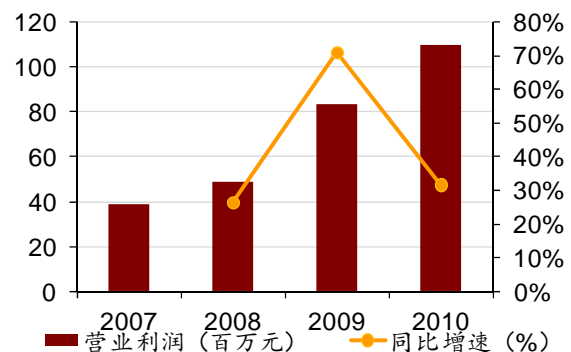
对于公司净利润同比增速明显高于公司营业收入同比增速，主要原因有两点：首先，公司 2010 年毛利率水平较 2009 年提高了近 4%；另外，公司 2010 年营业外收入较 2009 年增加了约 1800 万元，其中主要为政府补贴。

图表 1：公司近年来营业收入及同比增速



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 2：公司近年来净利润及同比增速



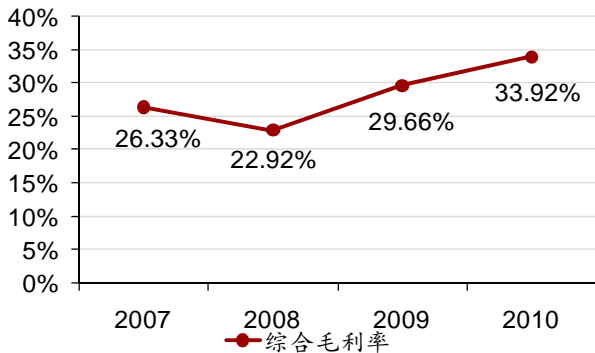
数据来源：中邮证券研发部 公司公告

在毛利率方面，2010 年公司综合毛利率为 33.29%，较 2009 年提高较多，主要原因为公司在加大了在成本控制方面的力度。目前的毛利率水平已经处于较高的水平，后期毛利率提升空间有限，预计未来几年公司毛利率将稳定在 2010 年水平，略有下降。

法兰业务暂时淡出，存货变化预示业绩增长

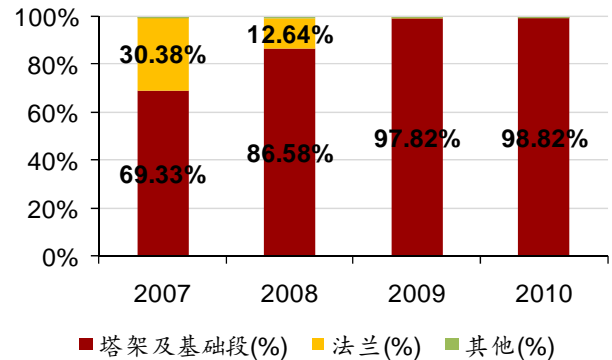
公司作为一家风机塔架生产企业，风机塔架和法兰是公司之前两项主营业务，由于公司近年来风机塔架业务增长迅速，公司法兰生产基本上被公司内部需求消耗，外销比例逐渐减少，2010 年全年公司无法兰产品外销。在 2010 年公司公开发行募投项目中对公司法兰产能进行了扩充，计划年产能扩产 800 套。由于法兰产能建设周期要短于风机塔架产能建设周期，所以预计公司在 2012 年将会有少量的法兰产品销售。

图表 3: 公司近年综合毛利率



数据来源: 中邮证券研发部 公司公告

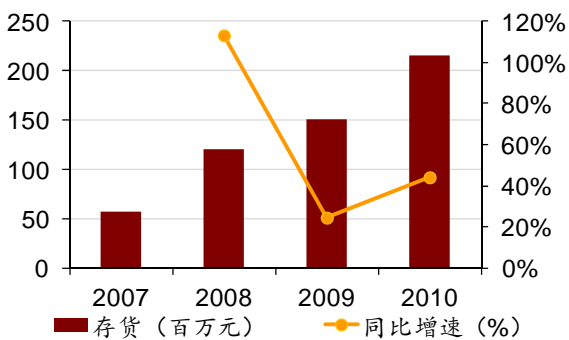
图表 4: 公司各项主营业务占比



数据来源: 中邮证券研发部 公司公告

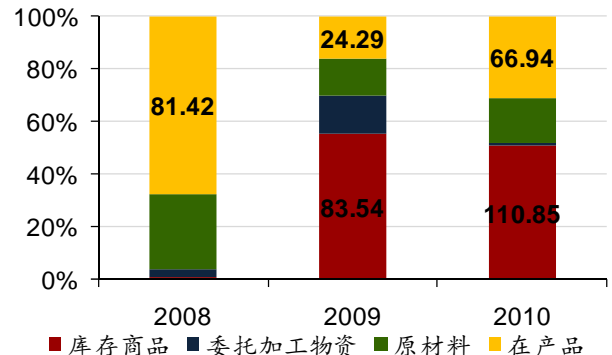
公司 2010 年期末存货增速较快, 较 2009 年期末同比增长 43.86%, 较 2009 年 24.51% 的增速提高了近 20%。从公司存货构成来看, 在产品与原材料均增长较多, 目前公司产品处于供不应求的状态, 从公司库存的变化也能够看出公司在 2011 年业绩也将有一个不错的表现。

图表 5: 公司近年来期末存货及同比增速



数据来源: 中邮证券研发部 公司公告

图表 6: 公司期末存货构成



数据来源: 中邮证券研发部 公司公告

盈利预测与投资评级

由于公司尚未对超募资金的使用情况进行公告, 所以在盈利预测中并未考虑未来或将新建项目的影响。预计公司 2011 年、2012 年及 2013 年的 EPS 为 0.851 元、0.953 元和 1.170 元, 动态市盈率分别为 48.73 倍、43.48 倍和 35.43 倍。公司目前市盈率有所偏高, 但考虑到公司 5.66 亿超募资金有可能用于公司产能扩张, 以及公司产品供不应求的现状, 募投资金的投入有可能带给公司产能爆发性增长, 基于以上考虑给予公司谨慎推荐的投资评级。

公司 2011 年每股收益较 2010 年有所降低, 主要是由于政府对公司补贴并非常态事件, 在盈利预测中没有予以考虑, 而 2010 年政府补贴在 2010 年营业利润中占比近 18%, 所以预测公司 2011 年 EPS 低于 2010 年水平。

图表 7: 公司盈利预测

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	503.69	567.96	675.88	811.05	997.59
增速 (%)	8.98%	12.76%	19.00%	20.00%	23.00%
毛利率 (%)	29.66%	33.92%	32.00%	31.00%	31.00%
减: 营业成本	354.28	375.28	459.60	559.63	688.34
营业税金及附加	1.54	1.65	1.97	2.36	2.90
营业费用	21.70	35.20	41.89	50.27	61.83
管理费用	24.17	32.30	38.43	46.12	56.73
财务费用	0.18	-0.67	-2.10	0.16	0.64
利润总额	110.36	146.21	136.09	152.52	187.16
增速 (%)	66.77%	32.48%	-6.92%	12.07%	22.71%
所得税	27.29	36.99	34.02	38.13	46.79
归属母公司净利润	83.07	109.22	102.07	114.39	140.37
增速 (%)	70.77%	31.47%	-6.54%	12.07%	22.71%
摊薄 EPS (元/股)	0.692	0.910	0.851	0.953	1.170
增速 (%)	70.77%	31.47%	-6.54%	12.07%	22.71%
PE	57.75	43.93	47.00	41.94	34.18

数据来源: 中邮证券研发部 公司招股说明书

附录：预测财务报表明细

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	567.96	675.88	811.05	997.59
减：营业成本	375.28	459.60	559.63	688.34
营业税金及附加	1.65	1.97	2.36	2.90
营业费用	35.20	41.89	50.27	61.83
管理费用	32.30	38.43	46.12	56.73
财务费用	-0.67	-2.10	0.16	0.64
资产减值损失	3.56	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	120.68	136.09	152.52	187.16
加：其他非经营损益	25.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	146.21	136.09	152.52	187.16
减：所得税	36.99	34.02	38.13	46.79
净利润	109.22	102.07	114.39	140.37
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	109.22	102.07	114.39	140.37

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	847.02	1117.45	823.48	1253.16
应收和预付款项	150.72	156.77	214.44	242.15
存货	216.15	101.48	285.28	190.44
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	174.42	333.82	393.10	424.37
无形资产和开发支出	68.94	61.80	54.66	47.52
其他非流动资产	0.45	0.23	0.00	0.00
资产总计	1457.71	1771.55	1770.96	2157.64
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	151.35	368.03	258.56	511.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.04	0.04	0.04	0.04
负债合计	151.39	368.07	258.60	511.67
股本	120.00	120.00	120.00	120.00
资本公积	992.37	992.37	992.37	992.37
留存收益	193.95	291.11	399.99	533.60
归属母公司股东权益	1306.32	1403.48	1512.36	1645.97
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1306.32	1403.48	1512.36	1645.97
负债和股东权益合计	1457.71	1771.55	1770.96	2157.64

现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	-47.48	433.24	-230.29	483.08
投资性现金净流量	-64.93	-180.00	-80.00	-70.00
筹资性现金净流量	848.77	17.19	16.33	16.60
现金流量净额	736.62	270.42	-293.96	429.68

财务分析与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率	33.92%	32.00%	31.00%	31.00%
三费/销售收入	11.77%	11.57%	11.90%	11.95%
EBIT/销售收入	25.32%	16.87%	16.11%	16.42%
EBITDA/销售收入	28.09%	21.00%	19.58%	21.02%
销售净利率	19.23%	15.10%	14.10%	14.07%
ROE	8.36%	7.27%	7.56%	8.53%
ROA	9.87%	6.43%	7.38%	7.59%
ROIC	54.35%	18.39%	33.48%	17.63%
销售收入增长率	12.76%	19.00%	20.00%	23.00%
EBIT 增长率	28.74%	-20.75%	14.64%	25.34%
EBITDA 增长率	31.09%	-11.01%	11.84%	32.05%
净利润增长率	31.47%	-6.54%	12.07%	22.71%
总资产增长率	143.54%	21.53%	-0.03%	21.83%
股东权益增长率	333.79%	7.44%	7.76%	8.83%
经营资本增长率	377.96%	-146.57%	341.97%	-127.71%

资产结构	2010A	2011E	2012E	2013E
资产负债率	10.39%	20.78%	14.60%	23.71%
投资资本/总资产	31.90%	16.53%	39.36%	18.67%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	8.02	3.74	5.12	3.29
速动比率	6.59	3.46	4.01	2.92
股利支付率	0.00%	4.82%	4.82%	4.82%
收益留存率	100.00%	95.18%	95.18%	95.18%
总资产周转率	0.39	0.38	0.46	0.46
固定资产周转率	3.28	4.43	6.09	3.64
应收账款周转率	5.27	11.20	5.73	9.34
存货周转率	1.74	4.53	1.96	3.61

业绩与估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
EBIT	143.83	113.99	130.68	163.80
EBITDA	159.53	141.97	158.77	209.67
NOPLAT	88.29	85.50	98.01	122.85
净利润	109.22	102.07	114.39	140.37
EPS	0.910	0.851	0.953	1.170
BPS	10.886	11.696	12.603	13.716
PE	43.93	47.00	41.94	34.18
PB	3.67	3.42	3.17	2.91
PS	8.45	7.10	5.92	4.81
PCF	-101.04	11.07	-20.83	9.93
EV/EBIT	27.51	32.34	30.47	21.70
EV/EBITDA	24.80	25.97	25.08	16.95
EV/NOPLAT	44.81	43.12	40.63	28.93
EV/IC	8.51	12.59	5.71	8.82
ROIC-WACC	54.35%	18.39%	33.48%	17.63%

资料来源：中邮证券研发部

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。