

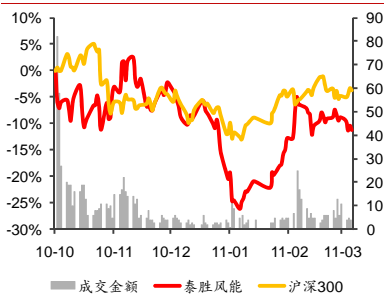
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

当前股价(元)	38.75
总股本(百万股)	120
流通股数(百万股)	30
日成交量(百万股)	0.73
总市值(亿元)	46.5

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@cnpsec.com

超募资金逐渐发力，布局哈密优势明显

——泰胜风能(300129)超募资金新建项目分析报告

摘要：

- 超募资金继续投向产能扩张，符合之前预期：**根据公司公告，将使用超募资金投资新建新疆哈密风机塔架生产基地。项目建设期9个月，2011年底开始试生产，2012年逐步开始释放产能，预计2014年完全达产。完全达产后哈密生产基地将具备年产2.5MW-3MW风机塔架150套/年，以及3.5MW-5MW风机塔架50套/年，年产值3亿元。根据公司2010年报所反映出的信息来看，公司产能方面的瓶颈已经成为公司发展过程中最大的阻力，此次公司利用超募资金进行产能扩张完全符合我们之前的预期。
- 项目毗邻哈密风电基地，地缘优势明显：**哈密作为我国七大风力发电基地之一，其规划装机容量600万千瓦，依托未来新疆哈密的煤电基地，配合哈密-河南直流特高压线路将风电与火电打包东送。而且，金风科技和华锐风电作为国内风电设备的两大巨头，相继在新疆哈密投建新生产基地，将直接产生哈密本地对风机塔架的旺盛需求。新疆地区相比东部地区，距离经济发达地区较远，且交通相对落后。而风机塔架是风力发电设备中单体重量最大的零部件，运输成本较高，位于哈密本地的新建项目将能够有效降低产品的运输成本，提高竞争优势。
- 风机呈现大型化趋势，公司在大容量风机塔架具备先发优势：**2010年公司在大容量风机塔架方面多有斩获，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。公司2010年募投项目以及此次哈密项目均将目光集中在大容量风机塔架方面的产能扩张。从公司具体产品来看，以6MW和3MW等为代表的大容量风机塔架的生产能力将明显提升，以适应未来市场上对大容量风机塔架的旺盛需求。
- 盈利预测与估值：**考虑公司此次超募资金的新建项目，预计公司2011年、2012年及2013年的EPS为0.904元、1.037元和1.210元，动态市盈率分别为42.85倍、37.38倍和32.02倍。公司目前市盈率有所偏高，基于以上考虑维持对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；4、新建项目进度低于预期。

单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	503.69	567.96	724.97	891.63	1037.84
YOY(%)	8.98%	12.76%	27.64%	22.99%	16.40%
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	108.51	124.39	145.24
YOY(%)	70.77%	31.47%	-0.65%	14.63%	16.76%
每股收益(EPS)	0.692	0.910	0.904	1.037	1.210
市盈率(P/E)	55.97	42.58	42.85	37.38	32.02

¹ 报告贡献人 陈鹏

公司产品销售旺盛，产能增长是未来增长的基础

从公司 2010 年年报情况来看，公司目前产能已经接近极限，2010 年新增产能仅包头工厂新增 100 台/年的产能。公司作为 VSTAS 合格供应商，其在产品质量和技术实力上非常过硬。公司 2010 年 A 股公开发行，超募资金 5.66 亿元，该部分资金是否投向产能扩张对未来公司业绩的增长非常重要。此次公司使用超募资金新建新疆哈密生产基地，符合我们之前的预期。

图表 1：公司哈密项目产能释放计划

指标	产品系列	单位	2012	2013	2014 (达纲)
年产量	2.5MW-3MW 塔架	台/套	60	105	150
	3.5MW-5MW 塔架	台/套	20	35	50
	小计	-	80	140	200
年产值	2.5MW-3MW 塔架	万元	7200	12600	18000
	3.5MW-5MW 塔架	万元	4800	8400	12000
	小计	-	12000	21000	30000
达纲产能比 (%)		-	40%	70%	100%

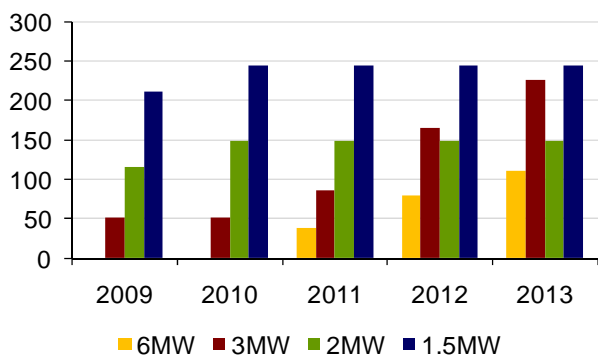
数据来源：中邮证券研发部 公司公告

该项目产品主要针对 2.5MW-5MW 的风机配套塔架生产，项目投资 1 亿元，建设期 9 个月，2012 年产能陆续释放，2014 年产能实现达纲，达纲后将实现年产值 4 亿元。该项目地处新疆哈密，该地区是我国规划中的 7 大风力发电基地之一，风机塔架作为风力发电机组中重量最大的部件，临近产品使用地能够有效地降低公司产品的运输费用。

配合重点整机企业，大容量风机塔架前景看好

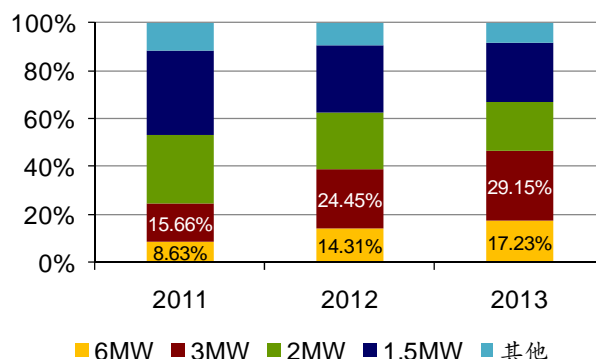
未来风力发电设备发展将呈现单机容量大型化的趋势，该判断主要基于两点考虑，首先风机容量大型化是海上风电的特殊要求，另外，陆上风电从充分利用土地和风能资源角度考虑，也将呈现大型化的趋势。

图表 2：公司各主要产品产能预测 (台)



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 3：主要产品在总营业收入中占比预测



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

公司在大容量风机塔架方面具备一定的先发优势,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。公司2010年募投项目以及此次哈密项目均将目光集中在大容量风机塔架的产能扩张。从公司具体产品未来增长来看,以6MW和3MW等大容量风机塔架的生产能力将明显提升,而2MW以下的风机塔架生产能力将不再进行新的扩充。

盈利预测与投资评级

虽然,目前业内对未来我国风电装机容量的增速多有争论,经过多年快速发展后,风电新增装机容量增速下滑的可能性非常大,但其总量仍相对客观,而且其中大容量风电机组有望鹤立鸡群,成为关注的热点。根据公司未来发展的战略,重点发展对大容量风电机组配套塔架生产,能够较好的配合未来风电发展的大趋势,公司新增产能不存在消纳问题。

图表4: 公司分产品产量与收入预测

产品	项目	2011E	2012E	2013E
6MW	产能(吨/年)	6630	13600	18700
	总产量(吨)	5967	12512	18139
	单位售价(元/吨)	12500	12500	12500
	销售收入(万元)	7459	15640	22674
3MW	产能(吨/年)	12040	23240	31640
	总产量(吨)	10836	21380.8	30690.8
	单位售价(元/吨)	10000	9800	9700
	销售收入(万元)	10836	20953	29770
2MW	产能(吨/年)	22350	22350	22350
	总产量(吨)	20115	20115	20115
	单位售价(元/吨)	8500	8250	8000
	销售收入(万元)	17098	16595	16092
1.5MW	产能(吨/年)	26840	26840	26840
	总产量(吨)	24156	24156	24156
	单位售价(元/吨)	11000	10700	10500
	销售收入(万元)	26572	25847	25364
0.75MW	产能(吨/年)	10560	10560	10560
	总产量(吨)	7392	7392	7392
	单位售价(元/吨)	13000	12500	12200
	销售收入(万元)	9610	9240	9018
0.1MW	产能(吨/年)	1014	1014	1014
	总产量(吨)	709.8	709.8	709.8
	单位售价(元/吨)	13000	12500	12200
	销售收入(万元)	923	887	866
合计	销售收入(百万元)	724.96	891.62	1037.84
	yoy(%)	27.64%	22.99%	16.40%

数据来源: 中邮证券研发部 公司公告

考虑公司此次超募资金的新建项目,预计公司2011年、2012年及2013年的EPS为0.904元、1.037元和1.210元,动态市盈率分别为42.85倍、37.38倍和32.02倍。公司目前市盈率有所偏高,基于以上考虑给予公司谨慎推荐的投资评级。

图表 5: 公司盈利预测

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	503.69	567.96	724.97	891.63	1037.84
增速 (%)	8.98%	12.76%	27.64%	22.99%	16.40%
毛利率 (%)	29.66%	33.92%	32.00%	31.00%	31.00%
减: 营业成本	354.28	375.28	492.98	615.22	716.11
营业税金及附加	1.54	1.65	2.11	2.59	3.02
营业费用	21.70	35.20	44.93	55.26	64.32
管理费用	24.17	32.30	41.22	50.70	59.01
财务费用	0.18	-0.67	-0.96	2.00	1.73
利润总额	110.36	146.21	144.68	165.85	193.65
增速 (%)	66.77%	32.48%	-1.04%	14.63%	16.76%
所得税	27.29	36.99	36.17	41.46	48.41
归属母公司净利润	83.07	109.22	108.51	124.39	145.24
增速 (%)	70.77%	31.47%	-0.65%	14.63%	16.76%
摊薄 EPS (元/股)	0.692	0.910	0.904	1.037	1.210
增速 (%)	70.77%	31.47%	-0.65%	14.63%	16.76%

数据来源: 中邮证券研发部 公司公告

附录：预测财务报表明细

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	567.96	724.97	891.63	1037.84
减：营业成本	375.28	492.98	615.22	716.11
营业税金及附加	1.65	2.11	2.59	3.02
营业费用	35.20	44.93	55.26	64.32
管理费用	32.30	41.22	50.70	59.01
财务费用	-0.67	-0.96	2.00	1.73
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	144.68	165.85	193.65
加：其他非经营损益	25.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	146.21	144.68	165.85	193.65
减：所得税	36.99	36.17	41.46	48.41
净利润	109.22	108.51	124.39	145.24
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	108.51	124.39	145.24
资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	847.02	1015.73	761.70	1218.24
应收和预付款项	150.72	179.11	228.98	246.03
存货	216.15	124.55	300.64	194.28
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	433.82	465.10	478.37
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	1815.24	1811.07	2184.44
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	151.35	405.59	283.03	518.15
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	405.63	283.07	518.19
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	297.24	415.63	553.88
归属母公司股东权益	1306.32	1409.61	1528.00	1666.25
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1306.32	1409.61	1528.00	1666.25
负债和股东权益合计	1457.71	1815.24	1811.07	2184.44
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	-47.48	432.98	-188.04	511.26
投资性现金净流量	-64.93	-280.00	-80.00	-70.00
筹资性现金净流量	848.77	15.73	14.01	15.28
现金流量净额	736.62	168.71	-254.04	456.54

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%	11.75%	12.11%	12.05%
EBIT/销售收入	25.32%	17.07%	16.36%	16.51%
EBITDA/销售收入	28.09%	20.92%	22.65%	22.67%
销售净利率	19.23%	14.97%	13.95%	13.99%
ROE	8.36%	7.70%	8.14%	8.72%
ROA	9.87%	6.82%	8.05%	7.85%
ROIC	54.35%	19.96%	27.27%	16.58%
销售收入增长率	12.76%	27.64%	22.99%	16.40%
EBIT 增长率	28.74%	-13.98%	17.88%	17.50%
EBITDA 增长率	31.09%	-4.91%	33.12%	16.49%
净利润增长率	31.47%	-0.65%	14.63%	16.76%
总资产增长率	143.54%	24.53%	-0.23%	20.62%
股东权益增长率	333.79%	7.91%	8.40%	9.05%
经营资本增长率	377.96%	-142.80%	369.86%	-126.40%
资产结构	2010A	2011E	2012E	2013E
资产负债率	10.39%	22.35%	15.63%	23.72%
投资资本/总资产	31.90%	22.10%	42.80%	20.98%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	8.02	3.25	4.56	3.20
速动比率	6.59	2.95	3.50	2.83
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	0.40	0.49	0.48
固定资产周转率	3.28	4.75	2.32	2.54
应收账款周转率	5.27	9.99	5.97	9.53
存货周转率	1.74	3.96	2.05	3.69
业绩与估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
EBIT	143.83	123.73	145.85	171.38
EBITDA	159.53	151.70	201.94	235.24
NOPLAT	88.29	92.80	109.39	128.53
净利润	109.22	108.51	124.39	145.24
EPS	0.910	0.904	1.037	1.210
BPS	10.886	11.747	12.733	13.885
PE	42.58	42.85	37.38	32.02
PB	3.56	3.30	3.04	2.79
PS	8.19	6.41	5.22	4.48
PCF	-97.93	10.74	-24.73	9.10
EV/EBIT	26.48	29.43	26.72	20.09
EV/EBITDA	23.87	24.01	19.30	14.63
EV/NOPLAT	43.14	39.24	35.63	26.78
EV/IC	8.19	9.08	5.03	7.51
ROIC/WACC	54.35%	19.96%	27.27%	16.58%

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。