

国内领先的风机塔架制造商

报告关键点:

- 国内领先的风机塔架制造企业
- 国内唯一同时获得Vestas和GE全球风塔合格供应商资格的公司
- 预测公司2010-2012年EPS分别为0.44元、0.74元、0.93元，上市首日定价区间18.5元-22.2元，询价区间17.6元-19.8元

报告摘要:

- 公司业务:** 天顺风能是国内领先的风塔制造企业，主营产品为1.5MW及以上功率风机的风塔，是Vestas、GE等全球大型风电整机厂商和国内领先的风电投资商的风塔供货商，是国内同时获得Vestas和GE全球风塔合格供应商资格的唯一一家公司，生产规模和产品质量在行业内均位居前列。
- 行业分析:** 全球风电装机容量过去十年复合增长率高达28%，中国风电装机容量连续第5年实现100%增长，2009年国内风电装机总量达到1579万千瓦。海上风电正在悄然兴起，预计2020年左右海上风电与陆上风电投资额将持平，我国海上风电项目陆续起航。风电零部件行业发展落后于整机发展速度，很多关键零部件尚需进口，风机塔架行业存在较大的发展空间。
- 公司竞争优势:** 公司产品具备较强的技术工艺优势，目前公司正在凭借陆上风塔领域积累的研发经验和技术工艺成果，逐步进入海上风塔领域；公司产品在产业链各环节相比同行业其他公司具备成本优势；是国内唯一一家同时获得Vestas和GE认证的风塔企业，在国内和国际市场树立了良好的品牌形象。
- 募集项目资金分析:** 本次公司向社会公开发行5,200万股新股，拟募集资金约8.03亿元，募资投向主要有三个：（1）3MW及以上海上风电塔架建设项目；（2）2.5MW及以上风电塔架技改项目；（3）研发中心项目。上述募投项目主要为海上风电塔架、大功率风电塔架的生产制造及研发。募投项目实施后，公司高端风电设备的生产研发能力将进一步增强，国际竞争力将进一步提高。
- 风险提示:** 我们认为公司主要的风险来自于客户集中度高的风险、市场竞争的风险以及主要原材料价格大幅上升的风险。
- 盈利预测与公司估值:** 预测公司2010-2012年EPS分别为0.44元、0.74元、0.93元。我们建议给予公司2011年EPS25-30倍的市盈率，得出上市公司上市首日定价区间18.5元-22.2元。
- 询价建议:** 按照2010年EPS40-45倍的市盈率询价，询价区间17.6元-19.8元。

建议询价区间:

17.60 - 19.80 元

上市首日定价区间:

18.50 - 22.20 元

报告日期: 2010-12-16

发行数据

总股本(万股)	15,375
发行数量(万股)	5,200
网下发行(万股)	1,035
网上发行(万股)	4,165
保荐机构	中信证券股份有限公司
发行日期	2010-12-22
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

上海天神投资管理有限公司	50.19%
(Real Fun Holdings Limited) 英	33.71%
属维尔京群岛乐顺控股有限公司	
上海利能投资管理有限公司	9.76%
上海丰登投资管理有限公司	2.24%
金石投资有限公司	1.95%
上海亚商创业投资有限公司	.98%
上海博毅投资管理有限公司	.68%
苏州鼎融投资管理有限公司	.49%

研究员

黄守宏	首席行业分析师
010-66581627	huangsh@essence.com.cn
证书编号	S1450210030003

联系人

汲亚飞

010-66581629 jiyf@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	504.5	462.4	524.8	713.4	977.3
Growth(%)	100.1%	-8.3%	13.5%	35.9%	37.0%
净利润	77.0	97.4	91.0	151.2	191.9
Growth(%)	62.2%	26.5%	-6.6%	66.1%	27.0%
毛利率(%)	19.6%	29.2%	28.7%	28.0%	27.5%
净利润率(%)	15.3%	21.1%	17.3%	21.2%	19.6%
每股收益(元)	0.37	0.47	0.44	0.73	0.93
每股净资产(元)	1.45	1.41	7.32	7.89	8.62
市盈率	58.8	46.5	49.8	29.9	23.6
市净率	15.2	15.6	3.0	2.8	2.6
净资产收益率(%)	25.8%	33.0%	5.9%	9.2%	10.6%
ROIC(%)	61.2%	25.5%	24.2%	27.8%	22.6%
EV/EBITDA	26.4	29.4	27.9	21.2	16.4
股息收益率	0.0%	2.4%	0.4%	0.7%	0.8%

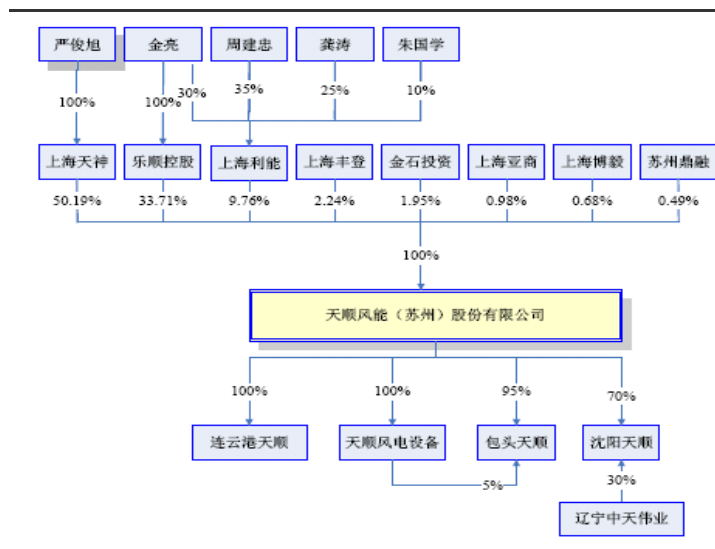
1. 国内领先的风塔制造商

天顺风能是国内领先的风塔制造企业，主营业务为风塔及风塔零部件的生产和销售，主要产品为 1.5MW 及以上功率风机的风塔，公司产品主要销售给 Vestas、GE 等全球大型风电整机厂商和国内领先的风电投资商，是国内同时获得 Vestas 和 GE 全球风塔合格供应商资格的唯一一家公司，生产规模和产品质量在行业内均位居前列。

1.1. 股权结构

天顺风能的前身是成立于 2005 年天顺（苏州）金属制品有限公司，2009 年整体变更设立天顺风能（苏州）股份有限公司，为外商投资股份有限公司。发行前上海天神持有公司 50.19% 的股份，为公司控股股东，严俊旭先生持有上海天神 100% 的股权，间接持有天顺风能 50.19% 的股权，是公司的实际控制人。

图 1 天顺风能的股权结构图



数据来源：招股说明书

本次发行前公司总股本为 15,375 万股，本次向社会公众发行 5,200 万股人民币普通股，本次发行的股份占发行后总股本的比例为 25.27%。

表 1 天顺风能发行前后股权比例

项目	股东名称	发行前		发行后	
		股份数 (万股)	持股比例	股份数 (万股)	持股比例
一、有限售条件的股份	上海天神	77,160,000	50.19%	77,160,000	37.50%
	乐顺控股	51,840,000	33.71%	51,840,000	25.20%
	上海利能	15,000,000	9.76%	15,000,000	7.29%
	上海丰登	3,450,000	2.24%	3,450,000	1.68%
	金石投资	3,000,000	1.95%	3,000,000	1.46%
	上海亚商	1,500,000	0.98%	1,500,000	0.73%
	上海博毅	1,050,000	0.68%	1,050,000	0.51%
	苏州鼎融	750,000	0.49%	750,000	0.36%
二、本次发行流通股		-	-	3,500	25.00%
总股本		10,500	100.00%	14,000	100.00%

数据来源：招股说明书

1.2. 主要业务简介

天顺风能的主要产品是用于 1.5MW 及以上功率风机的风塔。一套完整的风电机组（风机）包括叶片、齿轮箱、电机、轴承、风塔、机舱罩、控制系统等部件，其中风塔是整套风机的支撑部件。

图 2 风机的组成部分

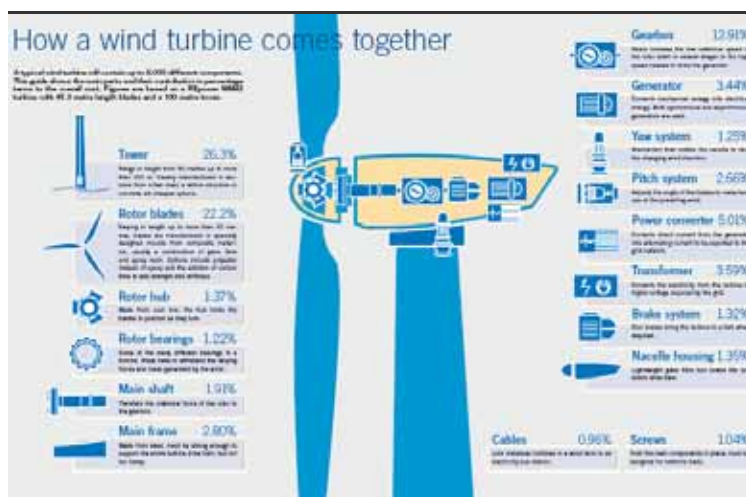


数据来源：招股说明书

目前，风机按照发电功率主要可分为 750kW、850kW、1MW、1.5MW、2MW、2.5MW、3MW 等不同机型，其中，1.5MW 和 2MW 的风机是目前国内的主流机型，将逐渐取代并淘汰 1MW 及以下风机等落后的风电产能，而 2.5MW 及以上的大功率风机以及海上风机则是我国风电产业政策鼓励发展的机型，也将是风电行业未来的主流机型。对应不同功率的风机，风塔产品同样可划分为 1.5MW、2MW 等不同等级。此外，由于风力发电机组所处地理条件和气候条件对风塔的特殊要求，风塔又可分为防震塔、冷温塔、陆上风塔、海上风塔等。

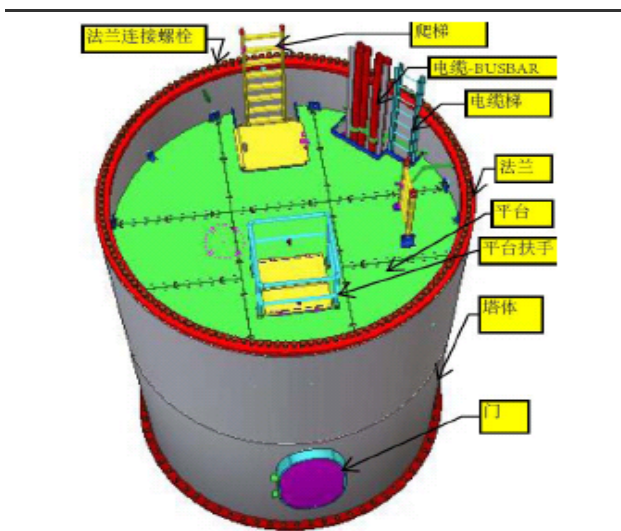
在风机的成本构成中，风塔成本约占风机总成本的 26.3%（摘自欧洲风电杂志《Wind Directions, January/February 2007》），目前国内陆上风塔成本约占风机成本的 15% 左右，海上风塔成本预计占到风机成本的 20%-25%。

图 1 风塔成本在风机总成本的占比



数据来源：Wind Directions, January/February 2007

图 4 风塔的内部结构



数据来源：招股说明书

表 2 金杯电工最近三年的财务数据

项目	2007 年	2008 年	2009 年
营业收入(万元)	25,221	50,455	46,245
风塔	18,276	34,368	40,277
风塔零部件	4,183	4,076	5,583
其他业务收入	0	13	127
净利润(万元)	4,744.08	7,696.44	9,579.65
净资产收益率(%)	34.1%	25.8%	33.0%
综合毛利率(%)	24.3%	19.6%	29.2%
期间费用率(%)	5.4%	4.5%	7.8%
销售净利率(%)	18.8%	15.3%	21.1%

数据来源：招股说明书

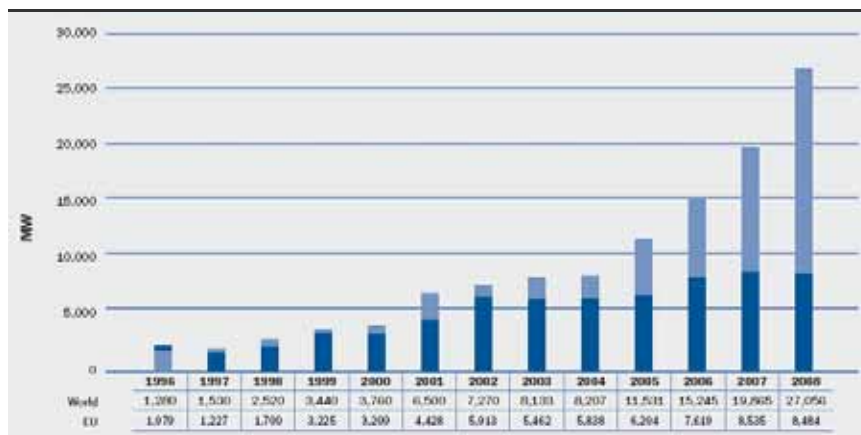
2. 行业分析

2.1. 风电行业呈整体高速增长趋势

全球的风力发电产业正以惊人的速度增长，在过去 10 年年平均增长率达到 28%。据全球风能协会（GWEC）统计，2008 年全球新增风电装机容量 27056MW，累计风电装机容量 120791MW，同比增长 28.7%，增长速度迅猛。世界风电装机主要分布在美国和欧洲，截至 2009 年底，按照累计风电装机容量数据排名，全球排名前几位的国家依次是美国、中国、德国、西班牙和印度等。

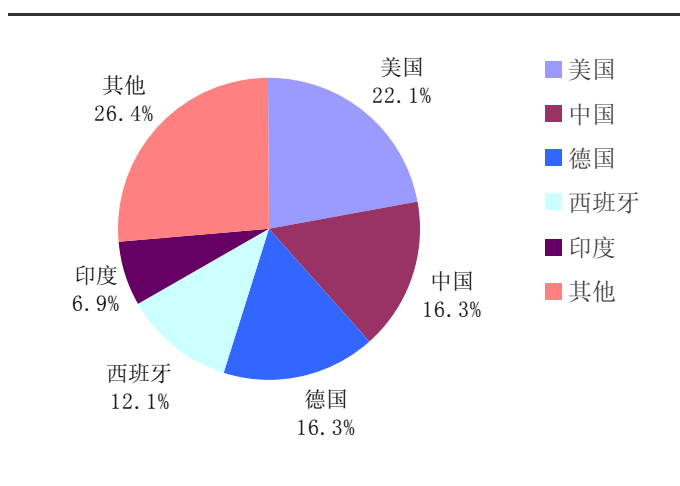
中国风电行业近年来发展速度和风电装机容量均位居世界前列。中国风电装机容量连续第 5 年实现 100% 增长，2009 年除台湾省外我国新增风电装机 1380.3 万千瓦，居全球第一；累计装机达到 2580.5 万千瓦，跃居全球第二。我国风能较为丰富的地区主要集中在东南沿海及附近岛屿以及北部（东北、华北、西北）地区，各省市之间资源也不平衡，风能有望超过 1,000 万千瓦的省区主要有内蒙古、河北、吉林、甘肃、江苏和广东等。

图 5 1996-2008 年全世界风电每年新增装机容量



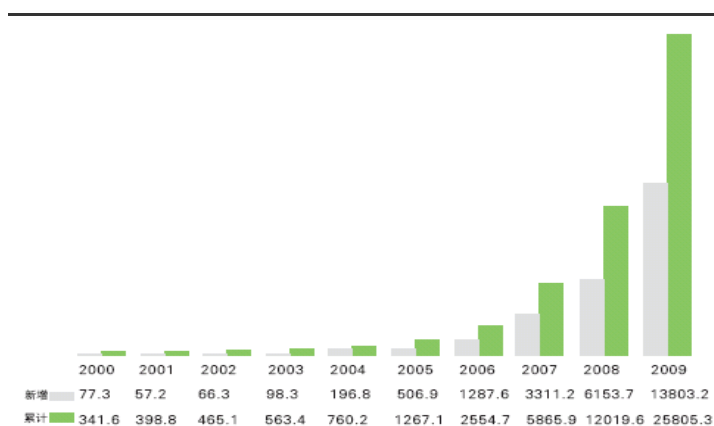
资料来源:《The Economics of Wind Energy》, EWEA, 2009

图 6 世界主要国家风电累计装机容量占比



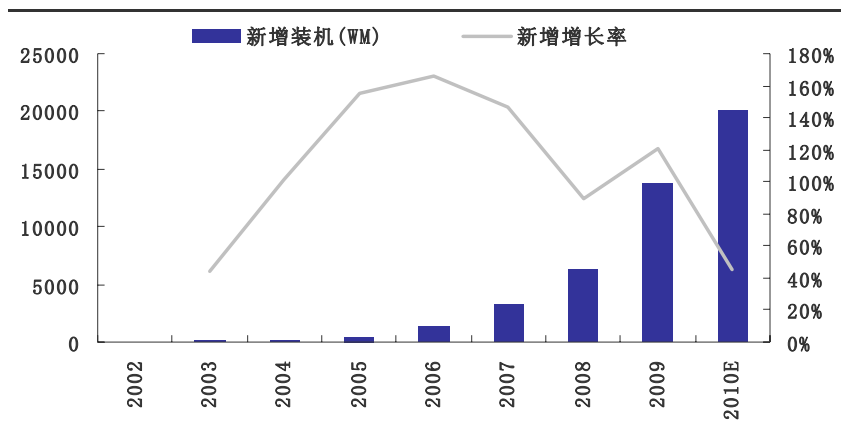
资料来源:《Global Wind 2009 Report》, GWEC

图 7 2000-2009 年中国风电装机容量



资料来源:中国风能协会

表 3 2002-2010 年中国风电新增装机和增速



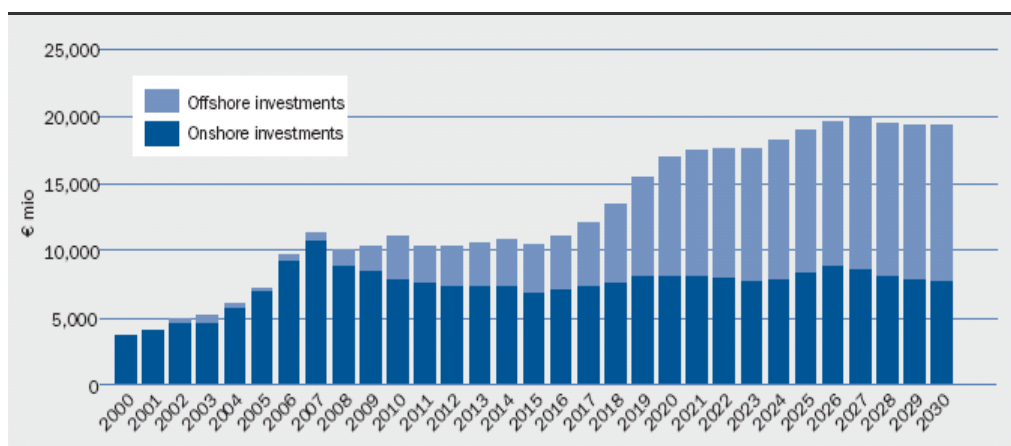
资料来源：安信证券研究中心

2.2. 海上风电正在悄然兴起

从 1991 年丹麦建设世界上首个沿海风电场起，截至 2008 年底，全世界安装了 100 多万千瓦海上风电机组，其中绝大多数在北海。欧洲大约 80% 的沿海风电来自丹麦和英国，世界海上风电正在兴起，不仅传统海上风电大国丹麦、英国在继续加强海上风电发展，而且德国、意大利、西班牙、美国、澳大利亚、韩国、日本等都在积极跟进，甚至发展中国家印度、越南等也在进行可行性研究。

随着欧洲能源政策进一步加大对海上风电的扶持力度，欧洲海上风电进入新一轮的开发高潮。预计 2015 年、2020 年欧洲海上风电装机容量有望达到 1,500 万千瓦、4,000 万千瓦。英国道格拉斯韦斯特伍德能源公司预测，未来 4 年将安装 3,800MW 海上风电机组。据此估计，2008 - 2012 年间年新增装机容量在 41.9 万千瓦-123.8 万千瓦之间，英国、比利时、丹麦、德国和中国将领先其他国家。根据欧洲风能联合会（EWEA）的预测，未来 10 年全世界海上风电投资力度将逐渐增加，到 2020 年，海上风电投资力度有可能与陆上风电持平。

图 8 2000-2030 陆上风电和海上风电的投资预测



资料来源：《The Economics of Wind Energy》，EWEA, 2009

我国沿海和海上风能资源丰富，近海 5-25m 水深线以内区域的可装机容量约 2 亿千瓦。沿海地区经济发达，能源紧缺，开发丰富的海上风能资源将有效改善能源供应情况。目前多家发电集团纷纷进行“圈海”运动，已规划的海上风电装机容量达 1,710 万千瓦，开发前景广阔。

我国海上风电项目正在陆续启动。2008 年 9 月，亚洲第一个海上风电场——上海东海大桥 100MW 海上风电示范项目正式开工，总投资 23.60 亿元，风电场总装机容量 102MW，年发电量 2.67 亿千瓦时。2009 年 9 月，该海上风电场首批 3 台机组并网发电。该项目标志着中国海上风电场建设开发拉开序幕。

首批海上风电特许权招标工作已于 2010 年 5 月正式启动。本次海上风电特许权招标项目全部集中在江苏省盐城市，分别为滨海（300MW）、射阳（300MW）、大丰（200MW）、东台（200MW）四个项目，其中滨海和射阳为近海风电项目，大丰和东台为潮间带海上风电项目，总装机容量为 1000MW。预期未来海上风电将是我国风电开发的重要方向。

2.3. 风塔行业存在较大发展空间

近年来，全球以及国内风电行业的高速发展，尤其是国内风电行业近五年来经历了爆发式增长，设备需求旺盛，风电整机制造行业迅速扩张。与风电整机相比，风电零部件产业的发展明显跟不上风电整机发展的速度，很多关键零部件还需进口。国内风电零部件的产能扩展已经明显滞后。风塔是风机的关键组件之一，按照 2009 年欧洲、北美、亚洲新增风机装机容量计算，三个主要风电市场区域的风塔需求约为 24,000 套；根据中国风能协会的统计数据，2009 年中国市场新增风电装机 10,129 台，因此，中国市场的风塔实际需求为 10,129 套。同时，每年风电装机容量增长迅速，风塔行业发展空间较大。

3. 公司的优势和竞争地位

3.1. 具备较强的技术工艺优势，逐步进军海上风电市场

天顺风能被认定为江苏省 2008 年度高新技术企业，在风塔生产领域已有 13 项实用新型专利获得国家知识产权局的正式授权，12 项发明专利及 4 项实用新型专利获得正式受理。通过不断技术创新，与国内外竞争对手相比，公司在 1.5 兆瓦及以上大功率风塔制造领域具有较强的技术工艺优势。公司已掌握无碳刨焊接工艺、双弧双丝埋弧焊接工艺、门框与塔节板焊接位置手动埋弧焊接工艺、工艺装备设计及应用等几大风塔生产制造核心技术工艺，在风塔焊接、涂装防腐等领域处于行业内领先水平，并自主研发开发出多类有助于提高生产效率、保障产品质量的工艺装备。

目前，公司正在凭借在陆上风塔领域积累的研发经验和工艺成果，逐步进入海上风塔领域，从 2007 年开始生产用于海边滩涂、海岛的海上风塔，已基本掌握相关技术工艺，并将于 2010 年进一步研发用于近海海域的海上风塔的油漆防护施工工艺，以满足海上风塔长期耐腐的使用要求。

3.2. 公司产品具有综合成本优势

风塔行业价值链主要涉及原材料采购、生产加工、运输交付、安装等环节，其中，风塔安装由风电整机生产商或者风电场建设商在风电场现场进行，无需由风塔生产商负责。在原材料采购、生产加工、运输交付环节，天顺风能拥有如下优势：

（1）在原材料采购环节，公司与供应商南京钢铁股份有限公司建立了稳定的合作关系，太仓工厂与连云港工厂与南京地理位置距离较近，采购物流成本较低，且公司可通过集中采购有效控制主要原材料采购成本。沈阳工厂及包头工厂也将选择地理位置距离较近的大型钢厂作为供应商。

（2）在生产加工环节，公司成功实施 ERP 系统，将企业管理流程和制度固化到信息化管理系统之中，实现了企业产供销、人财物各环节所有资源有机集成，提高了公司管理效率，降低了公司的管理成本；同时，钢板坡口切割装置、钢板坡口切割工装导

轨、风塔底法兰焊接工装、塔体内钟摆安装工装等多项专利的应用，提高了公司产品的生产效率，降低了公司的生产成本。

(3) 在运输交付环节，公司目前已有苏州太仓、连云港、沈阳三个工厂，包头工厂正在筹建过程中。苏州太仓、连云港两个工厂靠近港口，产品主要面向国外市场；沈阳、包头工厂靠近风能资源丰富的东北和内蒙古地区，产品主要面向国内市场。公司的工厂布局合理，能有效保证承接订单的适应性，灵活安排生产并及时交货，有利于公司降低产品物流成本。

从原材料采购、生产加工、运输交付等各环节综合判断，在保证产品品质的前提下，公司与竞争对手相比较，具有较强的综合成本优势。

3.3. 具有较强的国际品牌知名度

天顺风能自 2005 年进入风塔制造行业，在国内众多生产商中脱颖而出，以自身产品的质量赢得 GE 和 Vestas 的认可。根据公司对客户满意度的调查反馈，国内外客户都对公司产品质量、交货期、客户服务和项目管理四个方面给予较高的评价。公司在国内和国际市场树立了良好的品牌形象。

同时，公司构筑了与客户共同成长的战略合作关系，与 Vestas 和 GE 等客户长期开展相关领域的技术合作，根据客户对产品的需求，分解相关的产品技术图纸，并优化生产技术和工艺，持续提升产品性能，为客户创造了更大的增值效应，赢得了客户的信赖，具备了较强的国际品牌知名度和美誉度。公司可凭借自身的品牌优势，进一步开发新的国内外客户，在未来竞争中占据有利地位。

3.4. 国内唯一一家同时取得 Vestas 和 GE 认证的风塔企业

天顺风能是国内唯一一家同时取得 Vestas 和 GE 全球风塔合格供应商资格认证的公司，2009 年取得 GE 授予的“EXCELLENCE IN GROWTH”（最具增长力）证书。公司已通过 ISO9001:2008 质量管理体系认证、GB/T 24001-2004/ISO 14001:2004 环境管理体系认证、GB/T 28001-2001 职业健康安全管理体系认证、欧盟 CE 认证、德国 DIN18800-7 E 级钢结构产品认证、ISO 3834 金属材料熔化焊认证和 CWB（加拿大焊接协会）焊接认证等企业质量管理相关的认证。

风塔质量关系整个风场的安全稳定运行。国际风电巨头非常重视对国内风塔供应企业的综合实力考察，对企业的技术工艺、人员、设备、质量管理等各个方面都要进行详细、严格的认证。目前，在我国 100 多家风塔生产商中，Vestas 的全球合格风塔供应商仅有公司和上海泰胜风能装备股份有限公司两家，GE 的全球合格风塔供应商仅有公司和中船澄西船舶修造有限公司两家。根据公司对 GE、Vestas 等客户的满意度调查，公司的产品质量稳定性得到客户的一致认同。公司拥有从德国、意大利等进口的国际一流的专业生产和检测设备，建立了严格的质量控制体系，涉及金属材料、焊接、无损检测、装配以及防腐等风塔生产的各个环节。

4. 募集资金项目分析

本次公司向社会公开发行 5,200 万股新股，拟募集资金约 8.03 亿元，募资投向主要有三个：（1）3MW 及以上海上风电塔架建设项目；（2）2.5MW 及以上风电塔架技改项目；（3）研发中心项目。上述募投项目主要为海上风电塔架、大功率风电塔架的生产制造及研发。募投项目实施后，公司高端风电设备的生产研发能力将进一步增强，国际竞争力将进一步提高。

表 4 公司募集资金项目投资情况

项目名称	项目投资	募集资金使用计划		
		第一年	第二年	第三年及以后
3 兆瓦及以上海上风电塔架建设项目	67,567.70	17,676.40	26,514.60	23,376.70
2.5 兆瓦及以上风电塔架技改项目	7,725.00	4,500.00	3,225.00	—
研发中心项目	5,000.00	5,000.00	—	—
合计	80,292.70	27,176.40	29,739.60	23,376.70

数据来源：公司招股说明书

3MW 及以上海上风电塔架建设项目：计划投入资金约 6.8 亿元，主要建设周期为 2 年，实际生产的海上风塔的产品规格、种类、数量一般根据客户提出的技术要求而定。初定 3MW 海上风塔、5MW 海上风塔为代表产品来计算产能。

表 5 3MW 及以上海上风电塔架建设项目新增产能

产品名称	桩基类型	年产量（套）	产品重量（吨）	总重量（吨）
3MW	单桩式结构	100	风塔 200，桩基 280	48,000
5MW	三脚架结构	70	风塔 230，桩基 430	46,200
合计		170		94,200

数据来源：招股说明书

2.5 兆瓦及以上风电塔架技改项目：拟投入 7725 万元，通过该技改项目的实施，将新增 50 套 2.5 兆瓦及以上功率风塔产能，从而公司大功率风塔产品的生产能力将得到较大提高。

研发中心项目：主要为对 3 兆瓦海上风塔、5 兆瓦海上风塔、2.5 兆瓦风塔、3 兆瓦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 3 兆瓦海上风塔、5 兆瓦海上风塔、2.5 兆瓦风塔、3 兆瓦风塔等新型产品提供技术支撑。

5. 公司风险分析

5.1. 客户集中度高的风险

天顺风能的主要销售客户为 Vestas 和 GE 两大公司，2007 年度、2008 年度、2009 年度、2010 年度 1-6 月，公司对两大客户的合并销售收入占当期营业收入的比例分别为 82.72%、72.10%、87.28%、70.15%，存在对 Vestas 和 GE 两大风电巨头公司销售收入占比较高的风险。

Vestas 和 GE 对其风塔供应商采用严格的供应商认证制度，对风塔供应商的质量保证、产能、供货速度、研发能力以及供应商相关人员的国际化程度要求很高。公司是国内唯一一家同时获得 Vestas 和 GE 全球风塔合格供应商资格认证的公司，经过多年的合作，公司已与 Vestas 和 GE 等销售客户形成了较为稳定的合作关系。

尽管风塔销售市场的市场特性存在容易导致销售客户较为集中的问题，但公司为降低销售客户集中给公司经营业绩带来的风险，在 2009 年度逐步采取了一系列措施来降低该风险，如大力开拓国内市场，加大国际市场除 GE 和 Vestas 等公司外的其他销售客户的开发力度等，截至目前已初见成效。

5.2. 市场竞争的风险

天顺风能主营业务为风塔及风塔零部件生产与销售，从当前实际开发情况和经济性来看，风电较其他能源形式有较大的优势，未来发展前景相对可观。但近年来风电设备行业出现了过热的投资倾向和重复建设的趋势，虽然在国际市场上，公司产品质量的稳定性已得到国际风电巨头的认可，且凭借较强的竞争优势，公司能在全球市场保持快速的增长趋势；在国内市场上，公司作为专业化的风塔商，生产技术、产品质量均位居行业前列。但随着风电市场行业的进一步发展，仍可能有更多的企业进入风电设备领域；而公司在逐步开发国内市场同时，又将面临众多国内风电设备制造企业的竞争。若公司不能迅速提高经营规模，扩大市场份额，则存在较大的市场竞争风险。

5.3. 主要原材料价格大幅上升的风险

2007年、2008年、2009年、2010年1-6月，钢材成本占公司主营业务成本的比例分别为49.46%、68.91%、65.48%、56.06%，是公司主营业务成本的主要构成部分。报告期内，公司通过采用集中采购方式增强对钢材供货商的议价能力，以及与销售客户协商定价等方式及时调整产品价格，转移成本上涨带来的压力，因此，公司主营业务毛利率水平较为稳定，2007年、2008年、2009年、2010年1-6月，公司主营业务毛利率分别为25.67%、24.17%、28.82%、28.97%。未来，如果钢材价格大幅上升，虽然公司仍可通过上述方式转移成本上涨带来的压力，但由于钢材成本在公司主营业务成本中占比较大，主要原材料价格的大幅上升仍可能对公司经营业绩造成一定影响。

6. 盈利预测与公司估值

根据我们的模型，按照发行后股本摊薄，我们预测公司2010-2012年EPS分别为0.44元、0.74元、0.93元。我们建议给予公司2011年EPS25-30倍的市盈率，得出上市公司上市首日定价区间18.5元-22.2元。询价建议：按照2010年EPS40-45倍的市盈率询价，询价区间17.6元-19.8元。

表6 天顺风能收入预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
风塔				
收入(万元)	40277	45477	63000	87780
成本(万元)	28598	32516	45360	63641
毛利率	29.00%	28.50%	28.00%	27.50%
增长率	17.19%	12.91%	38.53%	39.33%
销量(MW)	492	612	900	1330
单价(万元/MW)	78	74	70	66
单价增长率	-3.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
风塔零部件				
收入(万元)	5583	6700	8040	9648
成本(万元)	4013	4824	5869	7140
毛利率	28.12%	28.00%	27.00%	26.00%
增长率	36.98%	20.00%	20.00%	20.00%
其他产品				
收入(万元)	127			
成本(万元)	120			
毛利率	5.57%			
增长率	849.33%			
合计				
收入(万元)	45987	52177	71040	97428

成本（万元）	32731	37340	51229	70780
毛利率	28.82%	28.44%	27.89%	27.35%
增长率	19.58%	13.46%	36.15%	37.15%

数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-12-16

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	504.5	462.4	524.8	713.4	977.3	成长性					
减: 营业成本	405.5	327.3	374.4	513.3	708.8	营业收入增长率	100.1%	-8.3%	13.5%	35.9%	37.0%
营业税费	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	营业利润增长率	60.9%	37.3%	-11.1%	71.8%	28.3%
销售费用	8.2	6.6	7.6	10.3	14.1	净利润增长率	62.2%	26.5%	-6.6%	66.1%	27.0%
管理费用	10.3	22.7	25.7	35.0	47.9	EBITDA 增长率	55.0%	42.9%	5.5%	38.4%	34.2%
财务费用	4.2	7.0	17.6	-9.0	-7.1	EBIT 增长率	57.1%	38.8%	-0.8%	36.3%	31.3%
资产减值损失	3.9	-1.5	5.8	3.5	7.8	NOPLAT 增长率	58.3%	26.6%	2.3%	33.9%	29.7%
加: 公允价值变动收益	3.8	-4.1	-0.3	-	-	投资资本增长率	203.8%	8.0%	16.4%	59.3%	38.3%
投资和汇兑收益	0.3	8.7	-	-	-	净资产增长率	114.6%	-2.7%	419.0%	7.9%	9.3%
营业利润	76.3	104.7	93.1	160.0	205.4	利润率					
加: 营业外净收支	0.1	1.0	8.0	8.0	8.0	毛利率	19.6%	29.2%	28.7%	28.0%	27.5%
利润总额	76.4	105.8	101.1	168.0	213.4	营业利润率	15.1%	22.6%	17.7%	22.4%	21.0%
减: 所得税	-0.6	10.0	11.6	19.3	24.5	净利润率	15.3%	21.1%	17.3%	21.2%	19.6%
净利润	77.0	97.4	91.0	151.2	191.9	EBITDA/营业收入	16.7%	26.1%	24.2%	24.7%	24.2%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	16.0%	24.2%	21.1%	21.2%	20.3%
货币资金	49.9	92.5	1,080.9	924.3	797.3	运营效率					
交易性金融资产	3.8	-	-	-	-	固定资产周转天数	61	135	183	170	178
应收帐款	133.9	100.4	103.5	142.2	196.8	流动营业资本周转天数	103	147	98	95	93
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	226	274	551	637	445
预付帐款	110.6	28.3	28.3	28.3	28.3	应收帐款周转天数	54	75	67	60	60
存货	102.1	82.6	90.5	125.3	173.0	存货周转天数	49	72	60	55	56
其他流动资产	0.0	-	0.0	-0.0	0.0	总资产周转天数	315	453	777	872	707
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	191	326	323	331	354
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	25.8%	33.0%	5.9%	9.2%	10.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	14.0%	15.6%	5.4%	8.2%	9.3%
固定资产	88.1	258.2	276.5	396.2	571.1	ROIC	61.2%	25.5%	24.2%	27.8%	22.6%
在建工程	25.9	5.0	22.0	146.0	218.0	费用率					
无形资产	32.6	42.7	39.9	37.2	34.7	销售费用率	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
其他非流动资产	1.3	6.1	7.6	8.3	9.0	管理费用率	2.1%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
资产总额	548.2	615.7	1,649.2	1,807.7	2,028.2	财务费用率	0.8%	1.5%	3.4%	-1.3%	-0.7%
短期债务	132.4	207.4	10.0	20.0	30.0	三费/营业收入	4.5%	7.8%	9.7%	5.1%	5.6%
应付帐款	27.3	31.2	32.3	44.3	61.2	偿债能力					
应付票据	62.7	54.8	61.5	84.4	116.5	资产负债率	45.6%	52.9%	8.7%	10.4%	12.2%
其他流动负债	0.8	1.9	0.9	0.6	0.4	负债权益比	83.8%	112.3%	9.5%	11.6%	13.9%
长期借款	26.0	4.0	4.0	4.0	4.0	流动比率	1.79	0.94	9.38	6.64	4.92
其他非流动负债	0.5	-	-	-	-	速动比率	1.33	0.69	8.71	5.95	4.20
负债总额	250.0	325.7	143.0	187.8	246.8	利息保障倍数	19.02	16.00	6.28	-16.71	-27.86
少数股东权益	-	18.7	17.2	14.8	11.7	分红指标					
股本	96.6	153.8	205.8	205.8	205.8	DPS(元)	-	0.52	0.09	0.15	0.19
留存收益	201.7	117.6	1,282.4	1,403.4	1,556.9	分红比率	0.0%	110.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	298.3	290.1	1,505.4	1,623.9	1,774.3	股息收益率	0.0%	2.4%	0.4%	0.7%	0.8%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	77.0	95.8	91.0	151.2	191.9	EPS(元)	0.37	0.47	0.44	0.73	0.93
加: 折旧和摊销	4.4	9.9	16.4	25.0	37.9	BVPS(元)	1.45	1.41	7.32	7.89	8.62
资产减值准备	3.9	-1.5	5.8	3.5	7.8	PE(X)	58.8	46.5	49.8	29.9	23.6
公允价值变动损失	-3.8	4.1	-0.3	-	-	PB(X)	15.2	15.6	3.0	2.8	2.6
财务费用	3.5	3.1	5.3	17.6	-9.0	P/FCF	-41.3	31.4	-25.3	-33.7	-38.5
投资收益	-0.3	-8.7	-	-	-	P/S	9.0	9.8	8.6	6.3	4.6
少数股东损益	-	-1.6	-1.5	-2.4	-3.1	EV/EBITDA	26.4	29.4	27.9	21.2	16.4
营运资金的变动	-140.8	44.2	-10.1	-39.2	-54.3	CAGR(%)	24.6%	25.4%	43.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-56.6	148.4	118.9	129.0	173.2	PEG	2.4	1.8	1.1	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-135.4	-136.1	-50.3	-270.0	-290.0	ROIC/WACC	6.2	2.6	2.4	2.8	2.3
融资活动产生现金流量	158.9	-8.9	910.8	-11.2	-21.3	REP	0.9	3.2	2.9	1.7	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄守宏，执业证书编号 S1450210030003，电力设备与新能源行业高级分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16 年电力行业工作经验。2007.7 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 推荐 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034