

方正证券研究所

总监/机械行业资深研究员：

李俭俭

执业证书编号：S1220208100112

TEL: 010-68584863

E-mail: lijianjian@foundersc.com

研究员：张远德

TEL: 010-68584881

E-mail: zhangyuande@foundersc.com

研究员助理：戎毅仁

E-mail: rongyiren@foundersc.com

联系人：杨玢

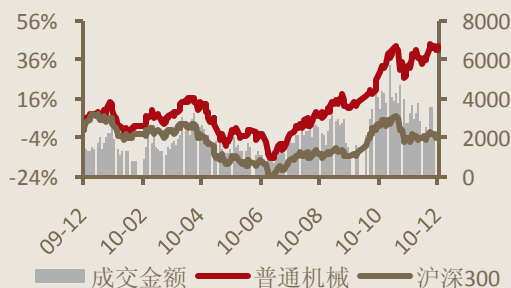
TEL: (86731) 85832449

Email: yangbin0@foundersc.com

发行上市资料

发行价格(元)	24.90
A股发行股数(万股)	5200.00
发行前总股本(万股)	15375.00
发行后总股本(万股)	20575.00
发行日期	2010-12-22
发行方式	网上发行, 网下配售
主承销商	中信证券股份有限公司
预计上市日期	

普通机械行业相对指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

“西北风”真能“喝”，风塔制造专家成长正逢其时

天顺风能(002531)

公司新股申购报告

2010.12.22

普通机械行业

投资要点

※兼顾国内国外陆上风电广阔市场，携先发优势与海上风电市场共腾飞

随着风电技术的日趋成熟，全球风电产业呈现出规模化发展和快速发展趋势。2009年全球风机新增装机容量同比增长超47.00%，1996年-2009年，全球风电新增装机量复合增长率达到28.48%，累计装机容量复合增长率达到28.33%。截至2009年底，我国风电累计装机2,580.53万千瓦，较2008年底增长114.69%，居于世界第二位，仅次于美国。2009年我国新增风电装机10,129台，新增风电装机容量1,380.32万千瓦，较2008年增长124.31%，成为全球最大的风电市场。公司是国内风塔制造领域的龙头企业，目前产品以出口为主，随着国内市场的不断开拓，公司在国内的销售份有望进一步增加。同时，公司拥有较为丰富的海上风塔经验，这为公司抢占海上风电市场提供了有力的技术支持。

※技术领先+布局合理+成本优势，走高端大容量风机塔架“王道”之路

公司是国内唯一同时获得Vestas、GE供应商资格认证企业，具有较强的技术优势。公司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，同时公司也凭借合理的布局及较低的成本具有较强的综合竞争力。与国内同质企业相比，公司具有高端大容量产品占比及套均容量较高的优势，随着风机市场大容量趋势的深化，在高端产品领域市场占有率有望进一步提升。

※募投项目助力公司产品升级，夯实未来发展基础

募投项目包括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、研发中心项目，计划投入资金8.03亿元。海上风电塔架项目建设期2年，新增100套3MW及70套5MW塔架，预计实现收入11.23亿元，净利润1.32亿。2.5MW技改项目新增2.5MW产能50套，预计实现收入1亿元，利润1450万元。募投项目符合国家产业政策导向，有利于公司增强核心竞争能力，保证未来持续发展。

※盈利预测与估值，合理价值区间21.60-25.20元

我们预计2010-2012年公司营业收入分别为5.10亿元、7.27亿元和9.67亿元，摊薄后EPS分别为0.48、0.72和0.92元。相近上市公司2011年PE为30倍左右，考虑到公司的龙头地位以及风塔市场的增长潜力，给予公司2011年30-35倍PE，合理价值区间为21.6-25.2元。

※风险提示

风电装备产能过剩风险；原材料价格波动风险；客户集中风险；

一、风塔制造专家，国内唯一同时获得 Vestas、GE 供应商资格认证企业

天顺风能是国内风塔制造专家，是国内唯一一家同时取得 Vestas 和 GE 全球风塔合格供应商资质认证的公司，公司专注于风塔制造领域，2009 年风塔销售收入占比总销售收入的 85%以上。公司 2007 年至 2009 年期间风塔产品销量的年均复合增长率为 38.63%。在沈阳天顺和连云港天顺建成达产后，公司风塔实际有效产能可达约 800 套/年。

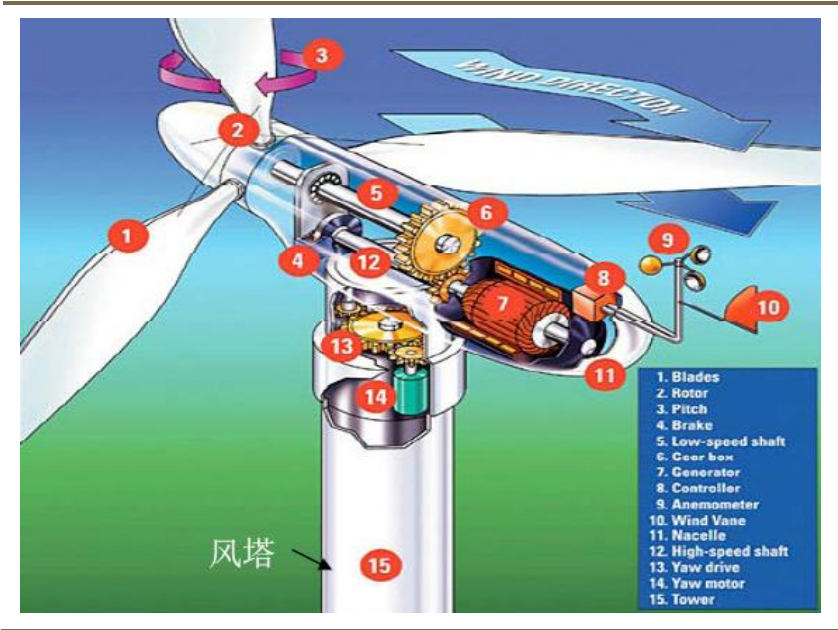
图表 1 公司 07 至 10 年上半年产销量

期间	有效产能	产量	销量
2007 年度	200 套/年	143 套	143 套
2008 年度	300 套/年	259 套	252 套
2009 年度	400 套/年	324 套	293 套
2010 年 1-6 月	220 套/半年	165 套	179 套

资料来源：招股说明书 方正证券研究所

风塔产品主要用于支撑风力发电机，除塔体外，其内部通常有爬梯、电缆、电缆梯、平台等结构。

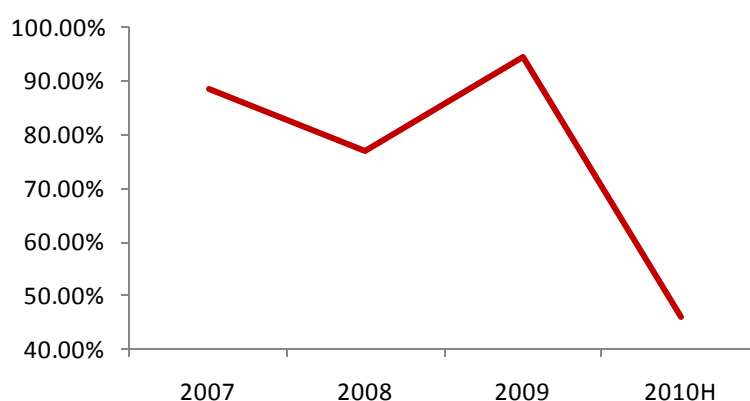
图表 2 风机结构



资料来源：招股说明书 方正证券研究所

公司风塔产品目前主要以出口为主，2010 年 1-6 月公司出口业务营业收入虽然已同比下降，但公司出口业务收入占比仍较高。2007 年度、2008 年度、2009 年度，公司主营业务毛利率分别为 25.67%、24.17%和 28.82%，平均为 26.22%。公司未来有望通过规模效应以及协商定价的策略转移成本上涨可能带来的压力，维持目前较高的毛利率水平。

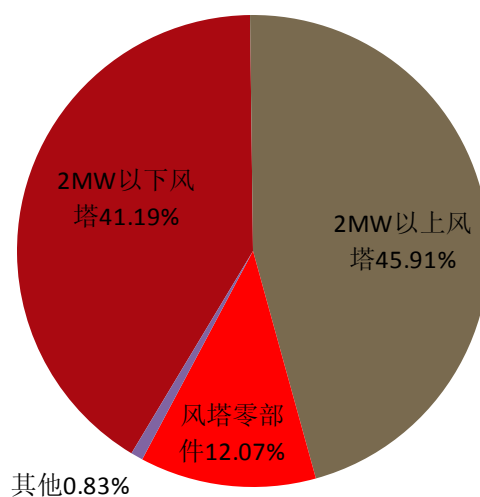
图表 3 公司 07 至 10 年上半年出口比例



资料来源：招股说明书 方正证券研究所

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。由于公司高端大容量产品占比及套均容量较高，随着风机市场大容量趋势的深化，公司在高端产品领域的市场占有率有望进一步提升。

图表 4 2009 年公司分项业务收入占比



资料来源：招股说明书 方正证券研究所

图表 5 公司主要风塔产品

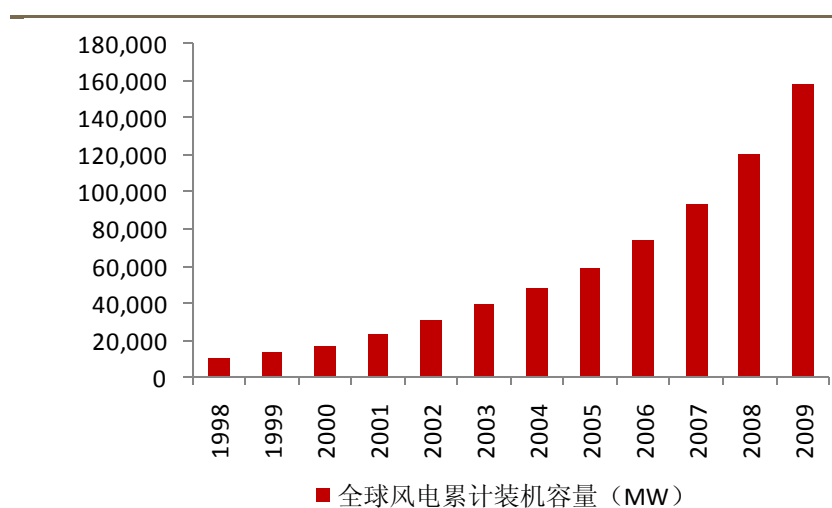
序号	风塔类型	风塔高度	装载风机容量	
1	抗震塔	65 米	1.5 MW	
2	冷温塔	80 米	1.5 MW	
3	2.5X 常温塔	100 米	2.5 MW	
4	陆上风塔	V90 陆上塔	80 米	3.0 MW
5		V90 陆上塔	80 米	2.0 MW
6		V80 陆上塔	67 米	2.0 MW
7		V82 陆上塔	80 米	1.65 MW
8		MM82 陆上塔	69 米	2.0 MW
9		V60 陆上塔	60 米	0.85 MW
10	海上风塔	V90 海上塔	80 米	2.0 MW
11		V80 海上塔	67 米	2.0 MW

资料来源：招股说明书 方正证券研究所

二、风电行业增速迅猛，公司高速成长值得期待

全球风电产业正呈现出规模化和快速化发展的趋势。全球风能协会数据显示，近五年来，全球新增装机容量保持了 35% 以上的复合增长。2009 年全球风机新增装机容量达到 38340 兆瓦，累计装机容量已达到 158510 兆瓦，到 2014 年全球风电新增装机容量将达到 62500 兆瓦。未来 10 年的时间内，风能产业仍将保持持续高速增长。

图表 6 1998-2009 全球风电累计装机容量

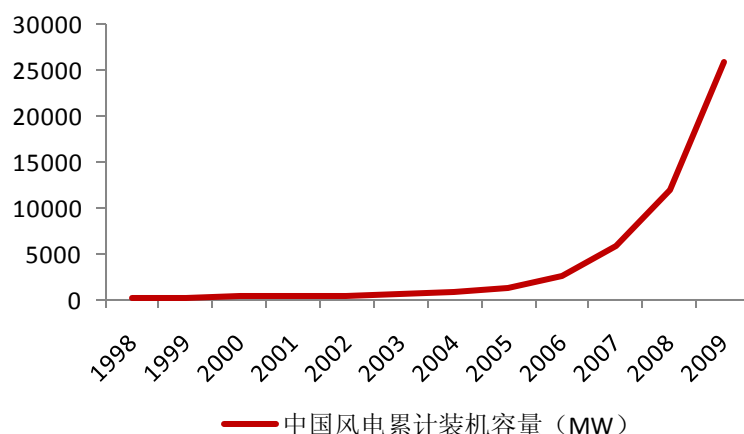


资料来源：Wind 资讯 方正证券研究所

中国风力发电增长潜力巨大。在中国，近五年中，新增装机容量以年均 128% 的惊人增速傲视全球。截至 2009 年底，我国新增风电装机容量已超越美国，成为全球最大的风电市场。根据《中国风电发展报告 2010》，中国工程院及国家发展改革委员会专家预测，

2010-2030 年我国每年新增装机容量平均可达 18500 兆瓦。

图表 7 1998-2009 中国风电累计装机容量



资料来源: Wind 资讯 方正证券研究所

全球海上风电的发展始于上世纪 90 年代。从近年风电市场的发展情况来看,海上风电市场增速要明显大于全球整体风电市场。根据 EWEA 预测,欧洲海上风电占电力产量的比例将由目前的 0.3% 提高到 2020 年的 4%。2008 年,上海东海大桥 100MW 示范项目作为亚洲第一个海上风电场正式开工,标志着中国海上风电已拉开序幕。按照中国气象局的调查,我国 5-25 米水深线以内近海区域、海平面以上 50 米高度可装机容量约为 2 亿千瓦。我国已规划的海上风电装机容量为 13.4GW,尚不足 2009 年全国发电装机容量 8.6 亿千瓦的 1.6%,预计未来海上风电将是我国风电开发的重要方向。公司已有部分产品用于沿海滩涂和海岛等非内陆区域,这类风塔产品对于焊接质量、耐腐蚀性的要求接近海上风塔产品,公司在风塔焊接、涂装防腐等领域处于行业内领先水平公司。2007 年至 2009 年此类产品销售占比为 8%,较为丰富的海上风塔生产经验将为公司抢占海上风电市场提供有力保证。

图表 8 2007 年-2010 年公司非内陆区域风塔销售情况

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

资料来源: 招股说明书 方正证券研究所

图表 9 全国海上风电项目规划

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
全国合计	17	1710

资料来源：招股说明书 方正证券研究所

目前拟在建项目共 17 个，规划装机容量达 1710 万千瓦时，按照单机容量 4MW，共需 4275 台风机，塔架市场规模约 150 亿元。

三、公司技术领先+布局合理+成本优势，综合竞争能力强

公司作为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，技术实力得到广泛认可。目前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。与国内外竞争对手相比，公司在 1.5MW 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。

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，公司拥有如下优势：

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。

四、募投项目助力公司产品升级，夯实未来发展基础

本次募投项目总额为 8.03 亿元，包括“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”以及“研发中心项目”。

图表 10 募集资金投资项目情况（万元）

序号	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
1	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	2.5 兆瓦及以上风电塔架技改项目	7,725.00	4,500.00	3,225.00	
3	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

资料来源：招股说明书 方正证券研究所

3MW 及以上海上风电塔架建设项目是本次募投的核心项目，包括年产 100 套 3MW 及 70 套 5MW 海上风塔，建设期两年，预计将于 2013 年投产。项目投产后，预计可实现销售收入 11.23 亿元，净利润 1.32 亿元。

图表 11 3 兆瓦及以上海上风电塔架建设项目生产能力

产品名称	桩基类型	年产量（套）	产品重量（吨）	总重量（吨）
3MW 海上风塔	单桩式结构	100	风塔 200，桩基 280	48,000
5MW 海上风塔	三角架结构	70	风塔 230，桩基 430	46,200
合计		170		94,200

资料来源：招股说明书 方正证券研究所

2.5MW 及以上风电塔架技改项目是在太仓工厂生产车间达产后年产风塔 400 套（每套 1.5MW、每年共 50000 吨钢材消耗）的基础上,新增 50 套 2.5MW 及以上风塔的生产能力。项目达产后,预计将实现销售收入 1 亿元,净利润 1450 万元。

募投项目符合国家产业政策向导,有利于公司增强核心竞争能力,保证未来持续发展。

五、盈利预测与估值, 合理价值区间 21.60-25.20 元

预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 5.10 亿元、7.27 亿元和 9.67 亿元, 摊薄后 EPS 分别为 0.48、0.72 和 0.92 元。相近上市公司 2011 年 PE 为 30 倍左右,考虑到公司的增长潜力,给予公司 2011 年 30-35 倍 PE, 合理价值区间为 21.60-25.20 元。

六、风险提示

风电装备产能过剩风险; 原材料价格波动风险; 客户集中风险;

图表 12 可比上市公司估值情况

代码	简称	股价	PE			PB
			09A	10E	11E	
300129.SZ	泰胜风能	41.72	45.20	48.33	37.90	4.77
002487.SZ	大金重工	41.44	39.48	37.66	29.93	3.61
002202.SZ	金凤科技	24.67	19.79	26.90	20.86	5.62
600416.SH	湘电股份	32.65	58.04	43.28	31.18	4.06
000862.SZ	银星能源	15.46	101.44	53.46	33.62	12.99
002080.SZ	中材科技	44.69	61.85	34.73	32.41	7.06
平均			54.30	40.73	30.98	6.35

数据来源:方正证券研究所

图表 13 2010-2012 年分项业务预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
2MW 以下风塔	230.40	190.48	171.43	240.00	312.01
增长率		-17.33%	-10.00%	40.00%	30.00%
毛利率	22.36%	25.65%	25.50%	24.50%	24.00%
2MW 以上风塔	113.28	212.29	318.44	461.73	623.34
增长率		87.40%	50.00%	45.00%	35.00%
毛利率	28.00%	32.00%	31.00%	30.00%	29.00%
风塔零配件	40.76	55.83	16.75	20.94	26.17
增长率		36.97%	-70.00%	25.00%	25.00%
毛利率	23.49%	28.12%	29.00%	29.00%	29.00%
其他	120.11	3.85	4.04	5.05	6.32
增长率		-96.79%	5.00%	25.00%	25.00%
毛利率	5.22%	57.39%	60.00%	65.00%	70.00%
营业收入合计	504.55	462.45	510.66	727.72	967.83
增长率		-8.34%	10.42%	42.51%	32.99%
综合毛利率	19.64%	29.13%	29.32%	28.40%	27.66%

数据来源:方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2009	2010E	2011E	2012E	现金流量表	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	303.87	1404.97	1539.26	1808.99	经营活动现金流	234.91	52.67	94.13	110.56
现金	92.51	1078.91	1091.30	1207.40	净利润	95.80	98.59	147.52	190.14
应收账款	94.76	83.44	192.64	159.19	折旧摊销	9.87	10.75	13.07	13.56
其它应收款	5.67	38.26	26.15	58.30	财务费用	6.98	8.57	4.68	4.40
预付账款	28.31	133.38	91.00	211.38	投资损失	-8.70	0.00	0.00	0.00
存货	82.62	70.98	138.17	172.73	营运资金变动	132.16	-68.93	-70.49	-98.31
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	-1.20	3.69	-0.65	0.77
非流动资产	311.88	302.95	362.25	370.72	投资活动现金流	-160.61	-5.51	-71.73	-22.81
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	159.62	-5.34	58.52	7.79
固定资产	258.16	252.91	296.75	287.51	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	42.70	44.96	59.84	76.85	其他	-0.99	-10.85	-13.20	-15.01
其他	11.02	5.08	5.66	6.36	筹资活动现金流	-51.92	939.24	-10.02	28.35
资产总计	615.74	1707.91	1901.51	2179.71	短期借款	74.99	42.61	0.00	50.00
流动负债	321.67	385.38	438.74	544.32	长期借款	-22.00	-2.13	2.57	-2.76
短期借款	207.39	250.00	250.00	300.00	其他	-104.91	898.77	-12.58	-18.89
应付账款	29.46	32.73	57.36	63.17	现金净增加额	22.37	986.40	12.39	116.10
其他	84.82	102.65	131.38	181.15					
非流动负债	4.00	1.87	4.43	1.67	主要财务比率	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	4.00	1.87	4.43	1.67	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	-8.34%	10.42%	42.51%	32.99%
负债合计	325.67	387.24	443.18	545.99	营业利润	37.33%	3.56%	49.70%	28.90%
少数股东权益	18.68	18.68	18.68	18.68	归属母公司净利润	26.51%	1.26%	49.63%	28.89%
归属母公司股东权益	271.40	1301.99	1439.65	1615.04	获利能力				
负债和股东权益	615.74	1707.91	1901.51	2179.71	毛利率	29.21%	29.32%	28.15%	27.72%
					净利率	20.72%	19.31%	20.27%	19.65%
利润表	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	33.02%	7.47%	10.12%	11.64%
营业收入	462.45	510.66	727.72	967.83	ROIC	20.85%	6.97%	9.23%	10.43%
营业成本	327.35	360.95	522.87	699.52	偿债能力				
营业税金及附加	0.23	0.25	0.36	0.48	资产负债率	52.89%	22.67%	23.31%	25.05%
营业费用	6.57	7.66	10.19	13.55	净负债比率	72.89%	65.38%	58.15%	55.90%
管理费用	22.67	23.49	25.47	38.71	流动比率	0.94	3.65	3.51	3.32
财务费用	6.98	8.57	4.68	4.40	速动比率	0.69	3.46	3.19	3.01
资产减值损失	-1.51	1.19	1.67	0.45	营运能力				
公允价值变动收益	-4.13	-0.10	-0.13	-1.45	总资产周转率	0.79	0.44	0.40	0.47
投资净收益	8.70	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	4.81	5.73	5.27	5.50
营业利润	104.72	108.45	162.36	209.27	应付帐款周转率	11.61	11.61	11.61	11.61
营业外收入	1.07	0.44	0.55	0.69	每股指标(元)				
营业外支出	0.04	0.04	0.03	0.04	每股收益	0.47	0.48	0.72	0.92
利润总额	105.76	108.85	162.87	209.92	每股经营现金	1.53	0.26	0.46	0.54
所得税	9.97	10.26	15.35	19.78	每股净资产	1.77	6.33	7.00	7.85
净利润	95.80	98.59	147.52	190.14	估值比率				
少数股东损益	-1.57	0.00	0.00	0.00	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	97.37	98.59	147.52	190.14	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	127.06	130.37	186.11	234.80	EV/EBITDA	1.29	-6.19	-4.38	-3.76
EPS（元）	0.47	0.48	0.72	0.92					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com