

华锐不出，谁与争“风”

—华锐风电新股定价报告

华锐风电

(601558)

风电行业的“武林至尊”

公司是中国第一家开发、设计、制造和销售适应不同风资源和环境条件的陆地、海上和潮间带大型风电机组的高新技术企业。公司 2008、2009 年连续两年保持中国市场占有率第一，09 年世界新增装机市场第三。公司引领中国风电机组从兆瓦级向 2MW 级的全面升级，进入主流机型世界先进水平；公司目前拥有国内唯一经国家发改委、国家能源局授牌的国家能源海上风电技术装备研发中心。

经营稳健成熟，产品遍及天下

公司建立了国内规模最大且成熟稳定的产业供应链。与主要的上游供应商建立了深度的产业合作伙伴关系，拥有了安全、稳定、规模化和最具竞争力的产业供应链体系。非常注重科技创新和自主研发，其中有许多关键技术和技术诀窍已经成熟并投入实际使用阶段。公司在完成风电机组机型研发项目的同时，积极承担国家重大装备科技研发项目和国家风电专项。公司自成立以来，全球累计装机数量已经超过 5,000 台，风电机组质量可靠，运行稳定，可利用率高，获得了广泛的认同。

募投项目招招切中要害

3MW 以上风力发电机组研发项目是贯彻公司“技术领先战略”的必然要求。公司依据“靠近市场”的原则扩大 3MW 风电机组的产能规模，一方面满足风电投资商大兆瓦风电机组日益增长的需求，另一方面则为公司争取先发优势，继续保持 3MW 以上风电机组市场占有率的领先地位。着眼于海上风电的大发展和“服务一体化战略”的要求，公司拟率先布局海上风电装运基地。

预计公司 2010-2012 年摊薄后 EPS 分别为 2.82 元、3.69 元、5.01 元，给予公司 2011 年 15-20 倍市盈率，对应估值区间为 55-74 元。

附表 公司业绩预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	13725	18287	24000	31340
营业收入同比（%）	166.8%	33.2%	31.2%	30.1%
净利润（百万元）	1890	2834	3709	5035
净利润同比（%）	200.1%	49.9%	30.9%	35.8%

首次

不评级

分析师：桂方晓

投资咨询执业证书编号：

S0630209050126

联系信息：

021-50586660-8622

gfx@longone.com.cn

日期

分析：2010 年 12 月 29 日

价格

预测发行价：64.5 元

预测上市价：70.95 元

公司估值

	2009	2010E	2011E	2012E
EPS	2.1	2.82	3.69	5.01
PE	33.8	25.2	19.2	14.2

注：EPS 为最新股本摊薄后数据，
PE 以预测上市价为基础

正文目录

一、业务简介与股权结构	4
1、股权结构较为分散	4
2、1.5MW 风机当家	5
3、资产与营收快速增长，毛利率稳步提高	6
二、行业发展与竞争格局	7
1、世界风电保持快速增长，中国发展速度快于世界平均水平	7
2、海上风电方兴未艾	9
3、国内风电行业集中度或将进一步提高	10
三、公司竞争优势	11
1、品牌国内数一数二	11
2、完善的产业化布局	11
3、注重科技创新与自主研发	12
4、严格的产品和服务质量管理	13
四、募投项目情况	13
五、业务预测与估值	14

图形目录

图 1 股权结构	4
图 2 公司 3MW 海上风电机组吊装	5
图 3 公司 1.5MW 陆上风电机组	5
图 4 公司 3MW 风机结构	5
图 5 公司 1.5MW 风机结构	5
图 6 公司近年总资产 (单位: 万元)	6
图 7 公司近年总负债 (单位: 万元)	6
图 8 公司近年营业收入及毛利率 (单位: 万元)	7
图 9 公司 09 年各季度营业收入占比 (单位: 万元)	7
图 10 1996-2009 年全球风电机组累计装机容量	7
图 11 1996-2009 年全球风电机组新增装机容量	7
图 12 中国有限风能密度分布 (单位: W/M^2)	8
图 13 公司产业布局	12

表格目录

表 1 公司近年营业收入分产品情况 (单位: 万元)	5
表 2 各国截止 2009 年底装机容量与比例情况	8
表 3 2009 年全球新增装机容量前十大风电设备制造企业	10
表 4 2009 年我国风电企业装机情况	10
表 5 公司承担的部分国家级研发项目和专项	12
表 6 公司近三年研发投入情况	13
表 7 公司募集资金使用计划	13
表 8 公司主营产品收入预测	14
表 9 可比公司估值	15

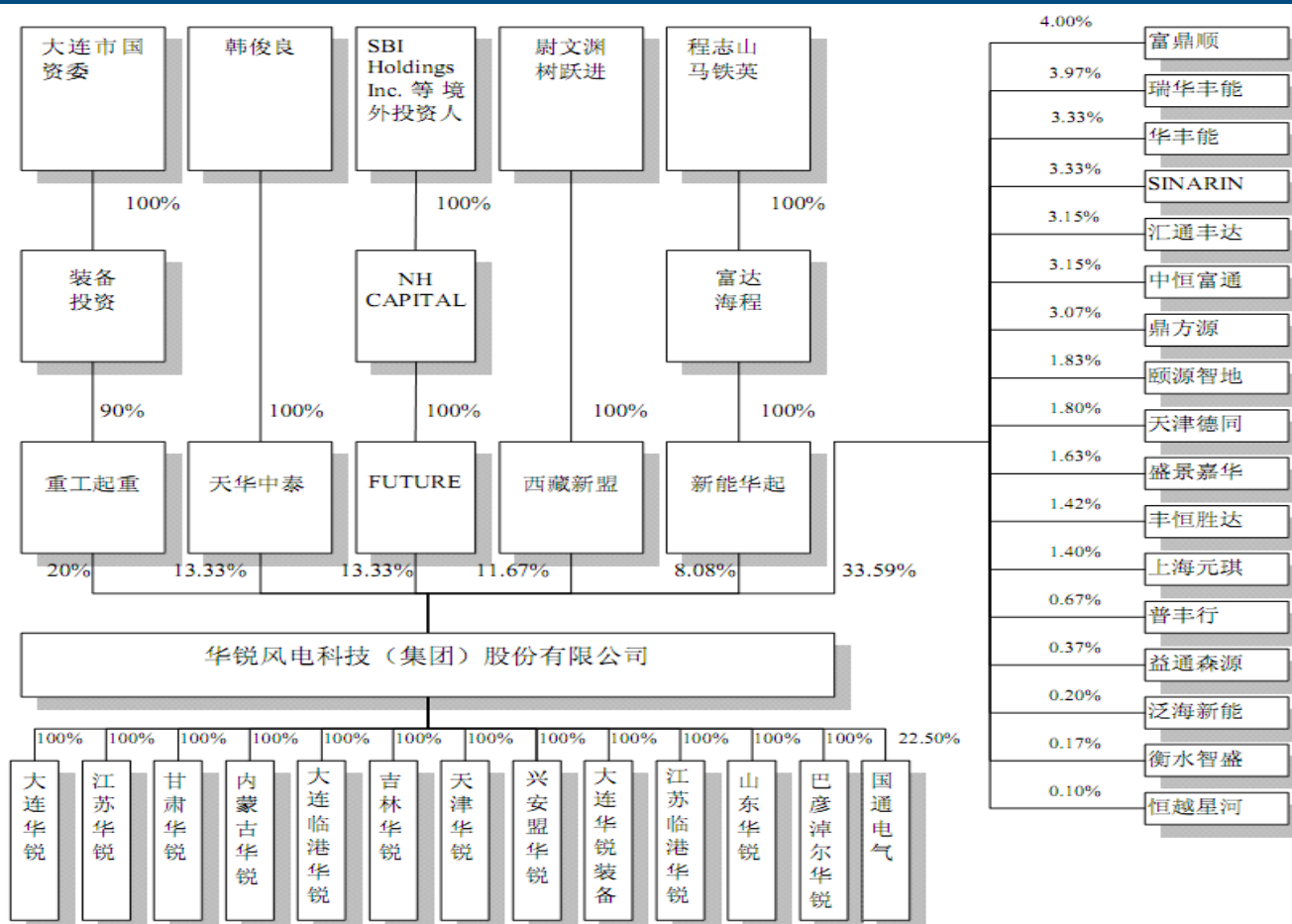
一、业务简介与股权结构

公司是中国第一家开发、设计、制造和销售适应不同风资源和环境条件的陆地、海上和潮间带大型风电机组的高新技术企业。公司肩负重大装备国产化的历史使命，以向全世界、全人类奉献清洁能源为己任，并以自身的快速发展，带动了中国风电设备制造业产业链的快速发展，为打造民族风电产业发展做出了贡献，2008、2009 年连续两年保持中国市场占有率第一。公司率先完成了具有自主知识产权的 3MW 系列陆地、海上及潮间带风电机组的研制工作，实现批量生产，并已为中国第一个海上风电场示范工程——上海东海大桥 102MW 海上风电场项目批量供货，34 台海上风电机组现已全部实现并网发电。引领中国风电机组从兆瓦级向 2MW 级的全面升级，进入主流机型世界先进水平；公司目前拥有国内唯一经国家发改委、国家能源局授牌的国家能源海上风电技术装备研发中心。

1、股权结构较为分散

公司股权较为分散，任何股东都不能通过股东大会、董事会单独决定或实质影响公司的经营方针、决策和经营管理层的任免，公司无实际控制人。持有公司发行前总股本 5%以上股份的股东有重工起重、天华中泰、FUTURE、西藏新盟、新能华起。

图 1 股权结构



资料来源：招股说明书

2、1.5MW 风机当家

公司的主营业务为大型风力发电机组的开发研制、生产及销售，当前产品主要为 1.5MW 系列和 3MW 系列风力发电机组。

图 2 公司 3MW 海上风电机组吊装



图 3 公司 1.5MW 陆上风电机组



资料来源：招股说明书

图 4 公司 3MW 风机结构

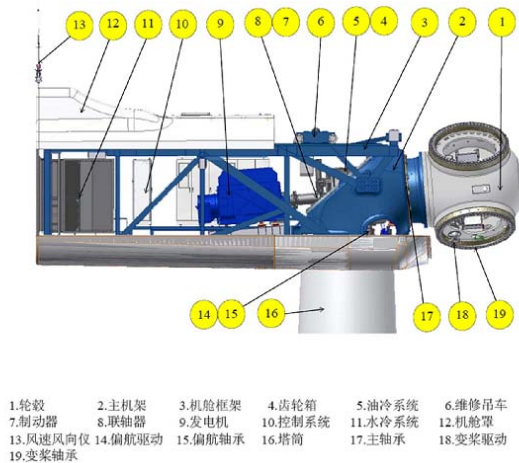
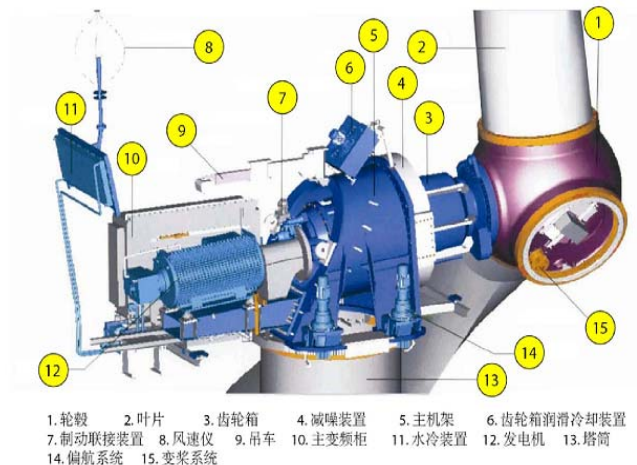


图 5 公司 1.5MW 风机结构



资料来源：招股说明书

公司主营业务非常突出。报告期内，风力发电机组的生产和销售是公司最主要的收入来源，1.5MW 产品是公司主要产品。

表 1 公司近年营业收入分产品情况（单位：万元）

2010 1H	2009	2008	2007
---------	------	------	------

产品类别	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
1. 5MW 机组	679,539.22	90.04%	1,368,073.63	99.64%	475,671.82	92.43%	222,085.89	88.88%
3MW 机组	75,156.67	9.96%	4,410.25	0.32%	-	-	-	-
风电机组合计	754,695.89	100.00%	1,372,483.88	99.96%	475,671.82	92.43%	222,085.89	88.88%
其他	20.13	0.00%	546.41	0.04%	38,934.67	7.57%	27,796.82	11.12%
合计	754,716.02	100.00%	1,373,030.29	100.00%	514,606.48	100.00%	249,882.70	100.00%

资料来源：招股说明书

3、资产与营收快速增长，毛利率稳步提高

截至 2010 年 6 月 30 日、2009 年 12 月 31 日、2008 年 12 月 31 日和 2007 年 12 月 31 日，公司总资产分别为 2,149,586.46 万元、1,702,235.79 万元、843,230.28 万元和 265,523.24 万元，2007-2009 年三年复合增长率达 153.20%。报告期内，公司资产规模快速扩张的主要原因是：①公司抓住风电市场发展的机遇，生产规模迅速扩大，产量从 2007 年的 75.15 万千瓦，增加到 2009 年的 375 万千瓦，复合增长率达 123.38%。②经营成果不断投入，形成公司资产；③为进一步提升公司市场占有率，实现规模经济，公司新建生产基地等资本性支出持续增加，固定资产(含在建工程)由 2007 年的 1,299.65 万元，增加到 2009 年的 50,329.43 万元，复合增长率达 522.30%。

公司随着业务规模的增长，负债规模也相应地大幅度增长。截至 2010 年 6 月 30 日、2009 年 12 月 31 日、2008 年 12 月 31 日和 2007 年 12 月 31 日，公司总负债分别为 1,828,087.27 万元、1,445,122.90 万元、754,403.30 万元和 243,275.25 万元，2007-2009 年，三年复合增长率为 143.73%。

图 6 公司近年总资产 (单位: 万元)

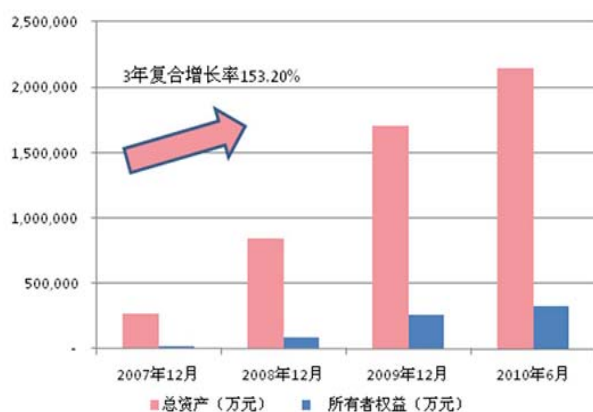
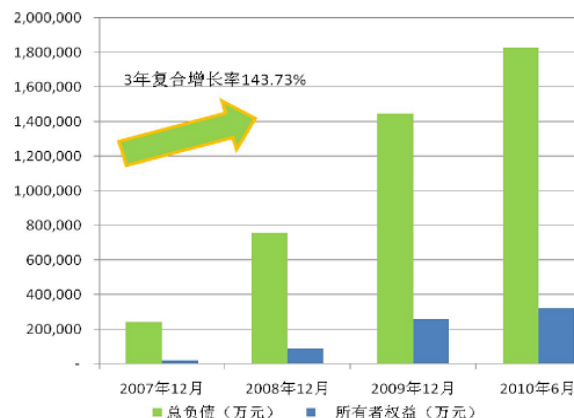


图 7 公司近年总负债 (单位: 万元)



资料来源：招股说明书

公司近年营业收入大幅增长，2010 年 1-6 月、2009 年度、2008 年度和 2007 年度，公司营业收入分别为 754,716.02 万元、1,373,030.30 万元、514,606.49 万元和 249,882.70 万元。2010 年 1-6 月营业收入同比增长 71.31% (2009 年 1-6 月数据未经审计)，2007-2009 三年复合增长率达 134.41%。公司的收入具有明显的季节性差异。近几年第四季度的营业收入和净利润均占全年的 40% 以上。

受我国风电场建设的周期性影响，报告期内公司销售收入确认主要集中在每年的第四季度，存在明显的

季节性特征。

图 8 公司近年营业收入及毛利率 (单位: 万元)

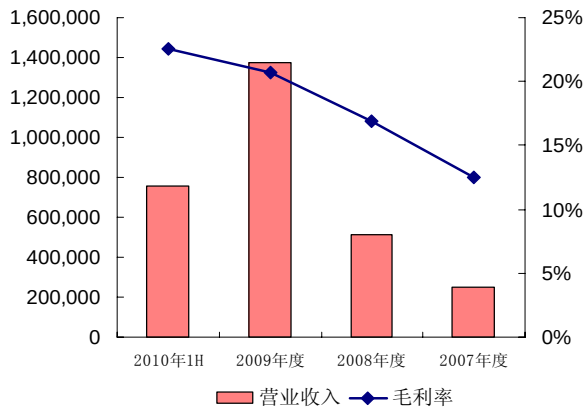
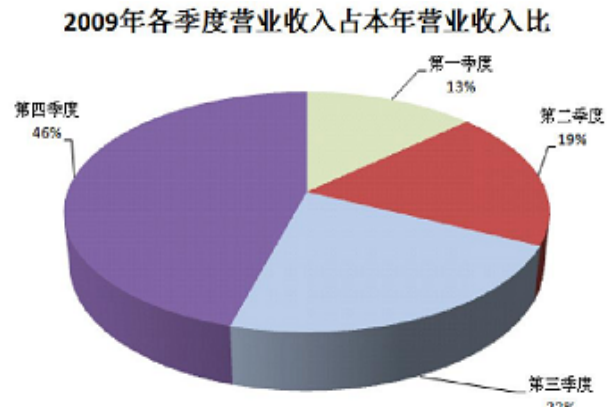


图 9 公司 09 年各季度营业收入占比 (单位: 万元)



资料来源: 招股说明书

二、行业发展与竞争格局

风能是一种清洁而稳定的可再生能源，在环境污染日益严重的今天，风力发电作为全球公认可以有效减缓气候变化、提高能源安全、促进低碳产业经济增长的方案，得到各国政策制定机构、投融资机构、技术研发机构、项目开发商等的高度关注。相应地，风电也是近年来世界上增长最快的能源。根据风电行业权威咨询机构——BTM 公司的预测，2020 年全球的风力发电装机将达到 12.31 亿 KW（是 2002 年世界风电装机容量的 38 倍），年安装量达到 1.5 亿 KW，风力发电量将占全球发电总量的 12%。

1、世界风电保持快速增长，中国发展速度快于世界平均水平

根据全球风能理事会的统计，2004 - 2009 年，全球风电累计装机容量年复合增长速度为 27.09%，全球风电新增装机容量年复合增长速度为 35.48%。

图 10 1996-2009 年全球风电机组累计装机容量

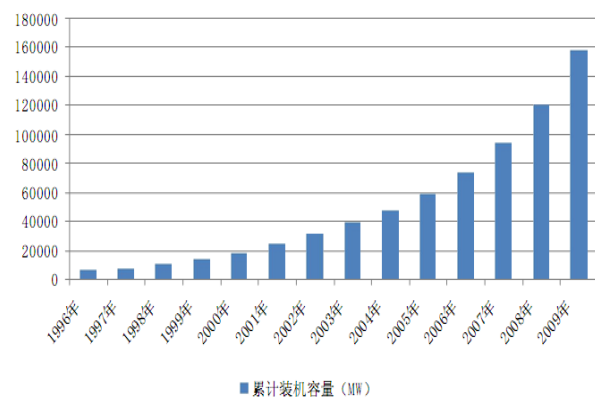
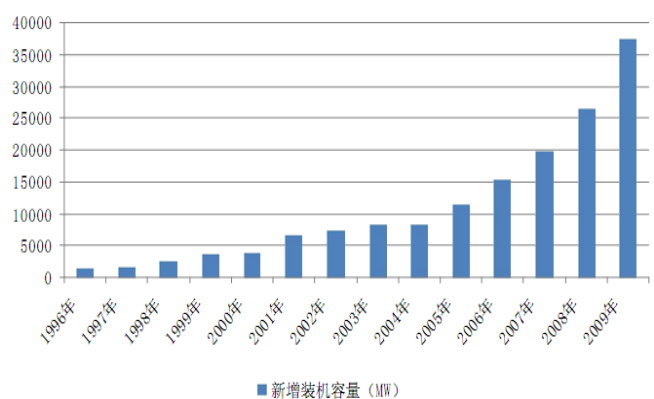


图 11 1996-2009 年全球风电机组新增装机容量



资料来源: GWEC

根据 BTM 的统计数据,从全球风电累计装机容量的分布看,全球风电市场主要集中在欧洲、北美和亚洲,主要包括美国、德国、西班牙、中国和印度。2009 年,美国累计装机容量达到 35,159MW,位居世界第一,中国累计装机容量 25,853MW,居世界第二位。

根据 BTM 的统计数据,从全球风电新增装机容量的分布看,2009 年,中国新增装机容量 13,750MW,占全球新增装机容量的 36.09%,位居世界第一;美国新增装机容量 9,922MW,占当年全球新增容量的 26.04%,位居世界第二。

表 2 各国截止 2009 年底装机容量与比例情况

国家	2009 年累计装机容量 (MW)	累计装机容量比例	国家	2009 年新增装机容量 (MW)	新增装机容量比例
美国	35,109	22.20%	中国	13,750	36.09%
中国	25,853	16.32%	美国	9,922	6.04%
德	25,813	16.30%	西班牙	2,331	6.12%
西班牙	18,784	11.86%	德国	1,917	5.03%
印度	10,827	6.84%	印度	1,172	3.08%
意大利	4845	3.06%	意大利	1,114	3%
法国	4775	3.01%	法国	1,104	2.90%
英国	4,340	2.74%	英国	1,077	3%
葡萄牙	3,47	2.19%	加拿大	950	2.49%
丹麦	3,408	2.15%	葡萄牙	645	1.69%
其他	21,120	13.33%	其他	4,114	10.80%
总计	158,398	100.00%	总计	38,096	100.00%

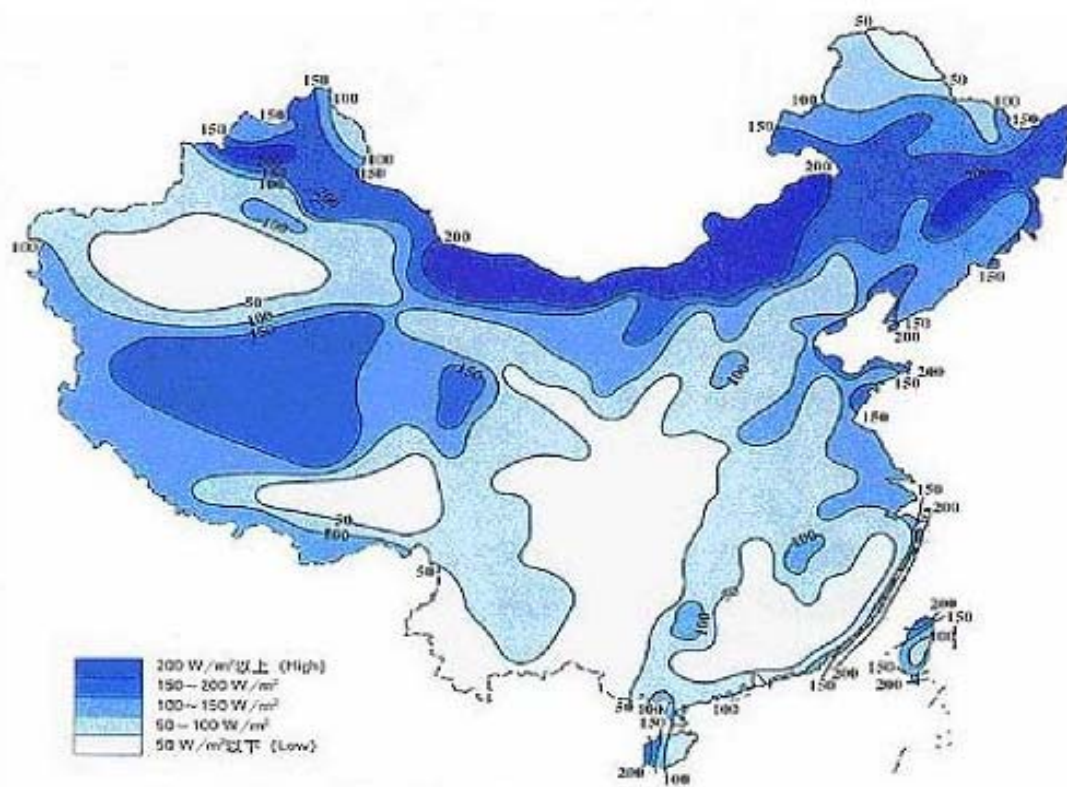
资料来源: BTM

我国已经把建设资源节约型、环境友好型社会放在工业化、现代化发展战略的突出位置,以风能为代表的绿色新能源日益受到国家和企业的重视。2009 年 9 月,胡锦涛主席出席联合国气候变化峰会时发表讲话指出,中国要大力发展可再生能源,争取到 2020 年非化石能源占一次能源消费比重达到 15%左右。2009 年 11 月 25 日,国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议,研究部署应对气候变化工作,会议决定,到 2020 年我国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%~45%,作为约束性指标纳入国民经济和社会发展中长期规划。会议还决定,通过大力发展可再生能源,到 2020 年我国非化石能源占一次能源消费的比重达到 15%左右,这其中相当部分需要依靠发展风电来完成。

根据中国产业研究院《2008-2012 年中国风电设备行业发展分析及投资前景预测报告》和 BTM 咨询公司研究报告,1996 年我国通过引进技术实现本地化风电机组制造以后,风电装机容量增长水平大大提高,我国的风电发展远远超过了世界的平均发展水平,是近三年全球增长速度最快的国家。

我国风能资源主要分布于我国西北地区,华北北部,东北北部,青藏高原腹地以及沿海地区。

图 12 中国有限风能密度分布 (单位: w/m^2)



资料来源：中国气象科学研究院

2、海上风电方兴未艾

从全球风电的发展情况来看，由于陆地风电场可开发的地方越来越少，而海上风能资源丰富稳定，且沿海地区经济发达，电网容量大，风电接入条件好，风电场开发已呈现由陆上向近海发展的趋势。到 2009 年底，欧洲已建成 32 个近海风电场，总装机容量 2,056MW。其中 2009 年新投产项目 8 个，总容量 577MW。与 2008 年相比，2009 年装机增长率为 56%。据欧洲风能协会预测，2010 年欧洲将新增 10 个海上风电场，新增 1,000MW 装机容量，比 2009 年增长 75%。到 2020 年欧洲总规划装机超过 70,000MW，仅英国计划海上装机超过 7,000 台。市场潜力巨大。

我国东部沿海的自然条件好于欧洲：欧洲以 30 米以上的水域为主，我国东部沿海以 3-25 米水域为主，安装难度、设备要求等方面的条件均优于欧洲；同时，我国沿海多为经济发达地区，如渤海湾、江浙沪、闽、粤等，市场消纳能力强，电网建设成熟。

国家已经推出了“海上风电三峡”——江苏沿海千万千瓦级风电基地的建设规划，并出台了《海上风电开发建设管理暂行办法》。与此同时，海上风电建设也取得了重大突破，截至本招股意向书签署日，由华锐风电负责主设备供货的中国第一个国家海上风电示范项目——上海东海大桥 102MW 海上风电场的 34 台机组已经全部吊装完毕，实现并网发电。

3、国内风电行业集中度或将进一步提高

风力发电设备制造行业属于技术密集型和资本密集型行业，开发商投入资金巨大，其极为看重机组运行的效率和稳定性，因此，风电设备制造行业实际是一个进入壁垒较高的行业，行业集中度也较高，根据 BTM 的统计数据，2009 年度全球十大风电设备商累计占全球市场 90.2% 的份额。从新装机容量来看，2009 年维斯塔斯公司、通用电气风能、华锐风电、爱那康和金风科技位列前 5 名，占全球市场的 49.8%。根据中国风能协会的统计数据，2009 年中国十大风电设备商累积占全国市场 85.3% 的份额。

表 3 2009 年全球新增装机容量前十大风电设备制造企业

供应商	08 年累计装机容量 MW	09 年当年装机容量 MW	09 年市场份额	09 年累计装机容量 MW	累计市场份额
维斯塔斯	34,939	4,766	12.50%	39,705	24.80%
通用电气风能	18,220	4,741	12.40%	22,961	14.30%
华锐风电	2,148	3,510	9.20%	5,658	3.50%
爱那康	16,576	3,221	8.50%	19,798	12.40%
金风科技	2,589	2,727	7.20%	5,315	3.30%
歌美飒	16,679	2,546	6.70%	19,225	12.00%
东方电气	1,290	2,475	6.50%	3,765	2.40%
苏司兰	7,250	2,421	6.40%	9,671	6.00%
西门子	8,949	2,265	5.90%	11,213	7.00%
瑞能	3,597	1,297	3.40%	4,894	3.10%
其他	19,407	7,033	18.50%	26,440	16.50%
总量	131,644	37,002	97%	168,646	105%

资料来源：BTM

根据《2008 年中国风电装机容量统计》，2008 年我国新增市场份额中内资与合资企业产品占 75.6%，其中华锐风电的份额最大，占新增总装机的 22.5% (2009 年进一步提升至 25.3%)；外资企业产品占 24.4%。2008 年累计市场份额中内资与合资企业产品占 61.8%，内资与合资企业的累计市场份额首次超过外资企业；外资企业产品占 38.2%，GAMESA 的份额最大，占累计总装机的 12.8%。

目前，我国约有 80 多家风电整机制造企业，但由于风电设备行业制造壁垒较高，当前的小而多的市场竞争格局不会长期维系，行业竞争格局的发展趋势是走向集中，可以预见未来会存在较为激烈的市场竞争。从国外经验来看同样如此，2002 年前德国共有风电整机制造厂达 46 家之多，经过行业并购重组，很快下降到 12 家左右。未来行业面临的格局很可能是，一线企业得以做大做强；三线企业被市场梳理出局；二线企业则根据各自的发展状况或者存活或者被淘汰。

表 4 2009 年我国风电企业装机情况

装机规模 (MW)	企业名称	新增装机 (MW)	市场份额 (%)
>1000	华锐	3495	25.30%
	金风	2722	19.70%
	东汽	2035.5	14.70%
200-1000	联合动力	768	5.60%
	明阳	748.5	5.40%

	Vestas	608.75	4.40%
	湘电风能	454	3.30%
	GE	322.5	2.30%
	Suzlon	293	2.10%
	Gamesa	276.25	2.00%
	上海电气	274.25	2.00%
	运达	260.75	1.90%
	REpower	198	1.40%
	华创	163.5	1.20%
	北重	138	1.00%
100-200	远景	136.5	1.00%
	南车时代	127.05	0.90%
	华仪	119.46	0.90%
	Nordex	111	0.80%
	其它	551.2	4.00%
	总计	13803.21	100%

资料来源：中国风能协会，东海证券研究所

三、公司竞争优势

1、品牌国内数一数二

公司肩负着风电产业重大装备国产化的历史使命，秉承“挑战、创新、超越”的信念，以技术创新、国产化、规模化、大型化、国际化为发展战略，短短数年时间，完成了历史性的发展跨越：

2006 年 9 月，由本公司生产的中国第一台国产化 1.5MW 级风电机组并网发电；

2007 年 12 月，本公司承接了中国第一个海上风电示范工程——上海东海大桥海上风电场 102MW 项目；

2008 年 12 月，本公司研制的中国第一台 3MW 海上风电机组下线；

2009 年 3 月，中国第一台 3MW 海上风电机组一次性整体安装成功；

2009 年 9 月，中国首批 3MW 海上风电机组顺利实现并网发电；

2009 年 11 月，本公司 3MW 海上风电机组获中国国际工业博览会金奖；

2010 年 1 月，本公司负责建设的“国家能源海上风电技术装备研发中心”获国家能源局授牌。

2、完善的产业化布局

公司建立了国内规模最大且成熟稳定的产业供应链。完善了以北京为管理和研发核心，以大连、盐城、酒泉、包头为生产基地的产业化布局，其中大连基地、盐城基地是目前公司主要生产基地和出口基地。公司

拟在未来 2-3 年，根据实际情况，靠近风资源新建若干生产和服务中心，并计划条件成熟时，在北美及欧洲建立新的生产基地，积极拓展国际业务。

公司为了快速实现大型风电机组国产化和规模化生产，在不断进行产品开发的同时，迅速推进大型风电机组产业供应链建设，并利用自身技术和装备制造的优势，与上游供应商共同完成了国内首台 1.5MW、3MW 等大型风电机组的零部件研制工作，并实现了批量化生产，公司已经与主要的上游供应商建立了深度的产业合作伙伴关系，拥有了安全、稳定、规模化和最具竞争力的产业供应链体系。

图 13 公司产业布局



资料来源：招股说明书

3、注重科技创新与自主研发

公司非常注重科技创新和自主研发，其中有许多关键技术和技术诀窍已经成熟并投入实际使用阶段。公司在完成风电机组机型研发项目的同时，积极承担国家重大装备科技研发项目和国家风电专项。

表 5 公司承担的部分国家级研发项目和专项

项目名称	计划名称	下达部门
------	------	------

国家能源海上风电技术装备研发中心	国家能源研发(试验)中心项目	国家发改委、国家能源局
1.5MW 低风速风电电阻关键技术开发与整机研制	国家 863 计划	科技部
兆瓦级风力发电机组技术及关键零部件技术进步	世界银行可再生能源规模化项目(CRESP)	国家发改委
1.5MW 风力发电设备产业化专项资金	风力发电设备产业化专项资金	财政部
3MW 海上风电机组研制与产业化	江苏省科技成果转化项目	江苏省
上海东海大桥海上风电场 10 万千瓦项目	国家第一个海上风电示范项目	国家发改委

资料来源：招股说明书

公司自主研发了 SL1500 系列 1.5MW 风电机组，主导研发了国际领先的 3MW 海上及潮间带风电机组，并实现批量生产，自主研发了大型海上风电机组的成套技术，解决了众多技术难题。近年来，公司研发投入增长迅速。

表6 公司近三年研发投入情况

项目	2009 年度	2008 年度	2007 年度
研发支出（万元）	62,287	18,397	11,422
比上年增长（%）	238.57%	61.07%	-
营业收入（万元）	1,373,030	514,606	249,883
研发支出占营业收入比例（%）	4.53%	3.57%	4.57%

资料来源：招股说明书

4、严格的产品和服务质量管理

公司的产品和服务质量管理包括产品的设计、产品零部件质量控制和供应商管理、机组装配、性能试验、整机加载试验、现场机组安装服务、不合格品控制和纠正与预防措施管理等各方面。

公司按照《设计和开发控制程序》，对设计的各个阶段进行评审，来保证产品的安全性、可靠性；零部件是整机质量的重要组成部分，公司对供应商的管理和产品质量的控制尤为重视，严格按照《采购管理控制程序》、《外协管理控制程序》和《供应商业绩考核管理规定》，对供应商的选择评价和采购产品的质量进行控制，为保证零部件的质量夯实了基础。

随着风电机组零部件产品质量的逐步提高、稳定，公司风电机组整体质量已日臻完善。2010年1-6月，2009年度、2008年度及2007年度后续维护费用分别为5,983.38万元，12,044.81万元，6,091.05万元和4,083.48万元，占当期销售收入比重分别为0.79%，0.88%，1.18%，1.63%，呈逐年下降的趋势，公司后续维护费用对公司的盈利能力影响较小。公司管理层高度重视产品质量控制和客户服务，建立并不断完善质量控制体系和服务保障体系，公司的风电机组质量和运行维护获得了客户的认同。公司自成立以来，全球累计装机数量已经超过5,000台，风电机组质量可靠，运行稳定，可利用率高，获得了广泛的认同。

四、募投项目情况

本次募集资金投向立足于公司的现有主营业务、并综合考虑了公司所处的行业特点及公司的发展规划。

表7 公司募集资金使用计划

项目名称	本次募集资金投入	年度使用计划		
		第 1 年	第 2 年	第 3 年
一、3MW 级以上风力发电机组研发项目				
1、北京研发中心大型风电机组系列化研制项目	55,570	27,421	25,032	3,117
小计	55,570	27,421	25,032	3,117
二、3MW 海上和陆地风电机组产能建设项目				
2、大连风电产业基地项目（二期）	39,200	17,010	12,812	9,378
3、盐城风电产业基地项目（二期）	45,100	18,060	14,215	12,825
4、酒泉风电产业基地项目（二期）	34,800	14,210	12,564	8,026
小计	119,100	49,280	39,591	30,229
三、海上风电机组装运基地建设项目				
5、长兴岛临港风电装运基地项目	65,000	25,000	37,420	2,580
6、长兴岛临港风电塔筒制造项目	38,200	13,800	20,800	3,600
7、天津临港风电装运基地项目	66,780	25,700	38,500	2,580
小计	169,980	64,500	96,720	8,760
合计	344,650	141,201	161,343	42,106

资料来源：招股说明书

3MW 以上风力发电机组研发项目是贯彻公司“技术领先战略”的必然要求。面对国内外竞争对手 3MW 以上风电机组的研发计划和试制进度，结合未来风电机组大型化、海上风电将呈现爆炸式增长的趋势，公司大型风电机组的研发项目势在必行。

3MW 海上和陆地风电机组产能建设项目。基于当前国家鼓励 2.5MW 以上风电机组的方针政策、公司“规模化战略”的要求，以及迅速抢占大兆瓦风电机组市场的迫切需要，公司亟需依据“靠近市场”的原则扩大 3MW 风电机组的产能规模，一方面满足风电投资商大兆瓦风电机组日益增长的需求，另一方面则为公司争取先发优势，继续保持 3MW 以上风电机组市场占有率的领先地位。

海上风电机组装运基地建设项目。海上风电机组是未来的发展方向，既可以充分利用丰富的海上风力资源，又可以节约稀缺的土地资源。实现海上风电场大发展不仅需要合格的大兆瓦海上风电机组，还需要适合海上风电机组装运的配套服务。着眼于海上风电的大发展和“服务一体化战略”的要求，公司拟率先布局海上风电装运基地。募投项目中天津临港风电装运基地基于其 5 万吨级的靠泊能力将作为公司风电机组的远洋装运基地，主要用于出口风电机组及远洋风电场的装运作业；长兴岛临港风电装运基地基于其万吨级的靠泊能力将作为公司风电机组的近海装运基地，主要用于国内近海风电场的风电机组装运作业。除募投项目外，公司拟在江苏射阳建立装运基地，基于其靠泊能力将作用公司风电机组的潮间带装运基地，主要用于潮间带风电场的装运作业。上述基地可根据各类风场建设相辅相成。

五、业务预测与估值

表 8 公司主营产品收入预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
----	-------	-------	-------	-------

1. 5MW 机组				
销量(台)	1835	2540	2980	3280
单价(元/kw)	4970	4600	4420	3800
收入(百万元)	13681	17526	19757	18696
成本(百万元)	10841	13775	15608	14789
毛利率	20.76%	21.4%	21.0%	20.9%
3MW 机组				
销量(台)	2	35	272	880
单价(元/kw)	7350	7250	5200	4600
收入(百万元)	44	761	4243	12144
成本(百万元)	37	576	3221	9242
毛利率	16.2%	24.3%	24.1%	23.9%
5MW 机组				
销量(台)				10
单价(元/kw)				10000
收入(百万元)				500
成本(百万元)				370
毛利率				26%
合计				
营业收入(百万元)	13725	18287	24000	31340
成本(百万元)	10878	14351	18829	24401
毛利率	20.7%	21.5%	21.5%	22.1%

我们预计公司 2010-2012 年摊薄后 EPS 分别为 2.82 元、3.69 元、5.01 元。

我们认为目前 A 股中最适合与公司进行估值对比的为金风科技。

表 9 可比公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	市值(亿元)	EPS			PE		
				10E	11E	12E	10E	11E	12E
002202	金风科技	21.68	584	1.02	1.29	1.68	21.3	16.8	12.9

结合金风科技目前估值情况,我们认为给予公司 2011 年 15-20 倍市盈率较为合理,对应估值区间为 55-74 元。

作者简介

桂方晓：清华大学自动化系学士，中国科技大学统计与金融系硕士。2007年11月加入东海证券研究所，先后从事金融工程研究、策略研究、行业研究，现任电力设备与新能源行业分析师。

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897