

天顺风能(002531)新股定价

定价区间
21.30—24.85 元

国内领先的专业风塔制造商

投资品 / 设备制造

发布时间: 2010 年 12 月 30 日

投资要点:

- 公司是同时获得 Vestas 和 GE 全球风塔合格供应商资格的唯一一家公司, 在风塔制造领域具有很高的知名度。09 年 Vestas 从中国采购风塔总计约 180 套, 其中从公司采购将近 120 套主要用于出口; GE 从中国采购风塔总计约 300-400 套, 其中公司供货量约占一半。
- 国内市场将为公司提供广阔的发展空间。中国风电装机容量连续 4 年翻番, 远高于全球风电装机容量增速, 公司目前主要的业务收入来自于海外, 国内广阔的市场空间将是公司下一步拓展的重点。
- 公司将受益于国内领军风机整机厂商的海外战略。华锐、金风和东汽三大国内整机厂商 09 年合计市场份额在 60% 左右, 未来进军海外将成为必然选择, 华锐和金风均计划在“十二五”期间海外销售占比达到 30%-50%。公司不但具有丰富的海外销售经验, 而且价格优势以及各类认证资格的取得将为公司与国内领军风机整机厂商未来的合作打下坚实的基础。
- 公司存在客户相对集中的风险和主要原材料价格大幅波动的风险。
- 公司募投项目主要是为了扩充和提升现有业务, 预计公司 2010-2012 年摊薄后的 EPS 分别为 0.45、0.71 和 0.87 元, 公司合理价值区间为 21.30-24.85 元, 对应 2011 年 PE 区间为 30-35 倍。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)
2009	46,2452	-8.34%	9,737	26.51%	0.47
2010E	50,869	10.00%	9,422	-3.23%	0.45
2011E	71,217	40.00%	14,642	55.40%	0.71
2012E	92,582	30.00%	17,865	22.01%	0.87

发行数据	2009 年
发行前股本 (万股)	15,375
发行数量 (万股)	5,200
发行价格 (元)	24.90
发行前 EPS (元)	0.63
发行后 EPS (元)	0.47
发行前每股净资产 (元)	1.77
发行日期	2010-12-22
上市日期	2010-12-31
主承销商	中信证券

分析师: 周思立 联系人: 明锐
 执业证书编号: S0550108101210
 TEL: (8621)6337 7000
 FAX: (8621)6337 3209
 Email: mingk@nesc.cn
 地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
 邮 编: 200002

一、公司概况

1.全球风电整机厂商巨头的合格供应商

公司主营业务为风塔及风塔零部件的生产和销售，主要产品是用于 1.5MW 及以上功率风机的风塔，来自风塔产品的收入近年来一直占公司主营业务收入的 80%以上，其余的收入也来自于风塔零部件产品。

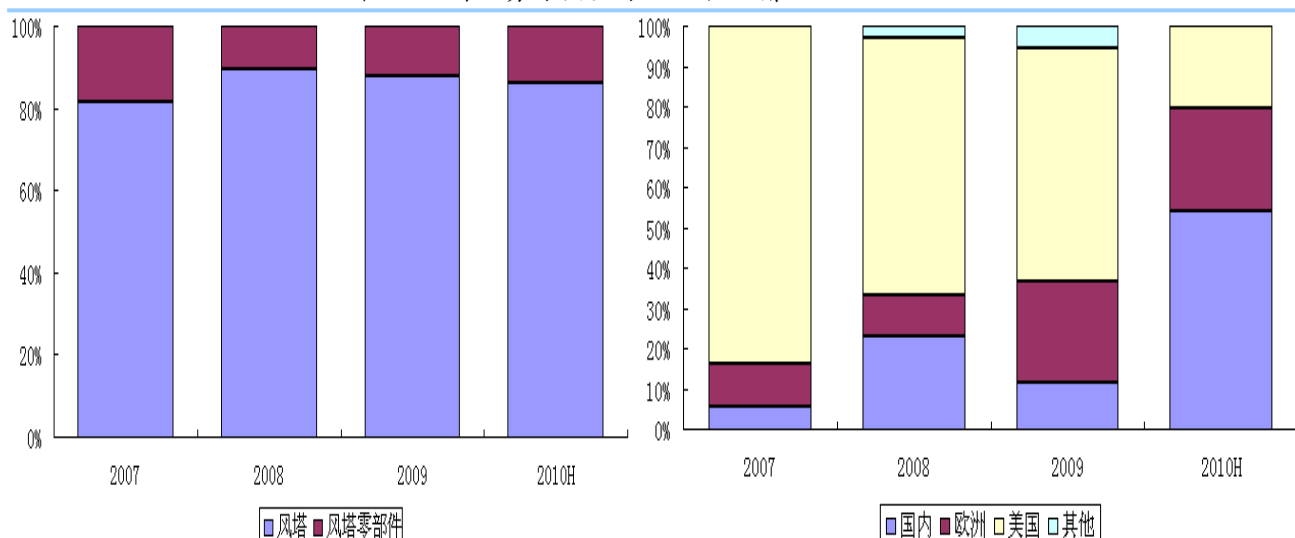
表 1 公司主要产品情况

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

资料来源：公司招股书

公司为国内领先的风塔专业生产商，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，2007 年度、2008 年度、2009 年度和 2010 年 1-6 月，公司对两大客户的合并销售收入占当年营业收入的比例分别为 82.72%、74.76%、86.88%和 70.15%。因此公司海外业务收入长期占到 75%以上，2010 年以来来自国内的收入有一定的增长，但是公司的海外业务收入依然是公司最重要的收入来源。

图 1 公司业务分类型分地区收入情况

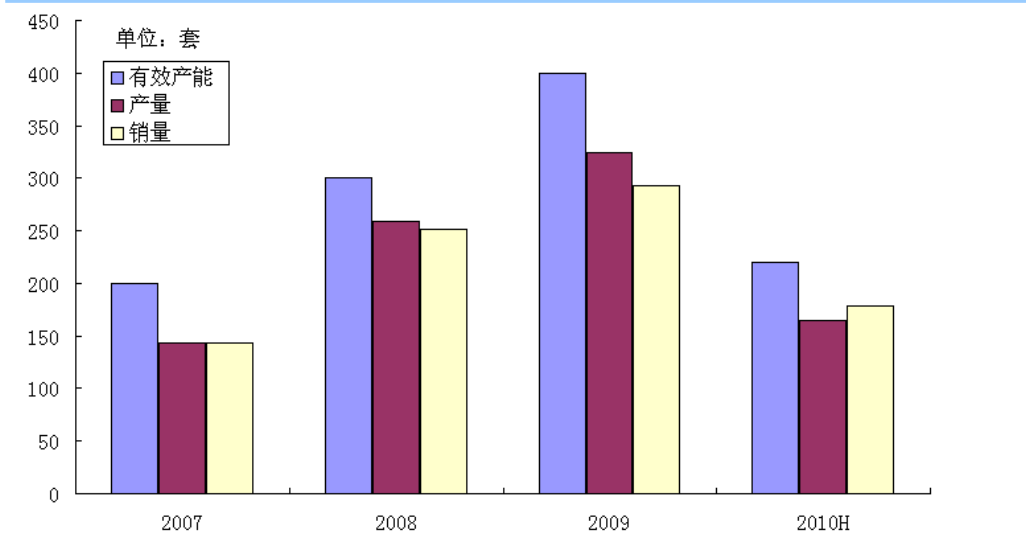


资料来源：Wind、东北证券

2. 公司产能快速增长

公司近年来公司产能快速扩张，由 07 年的 200 套左右的产能到 09 年 400 套的产能，公司的产销率一直保持在 90% 以上，随着公司连云港工厂和沈阳工厂的产能逐渐释放，2011 年公司风塔产品的产量将会有有一个比较大的增长。

图 2 公司近几年产能及销量情况

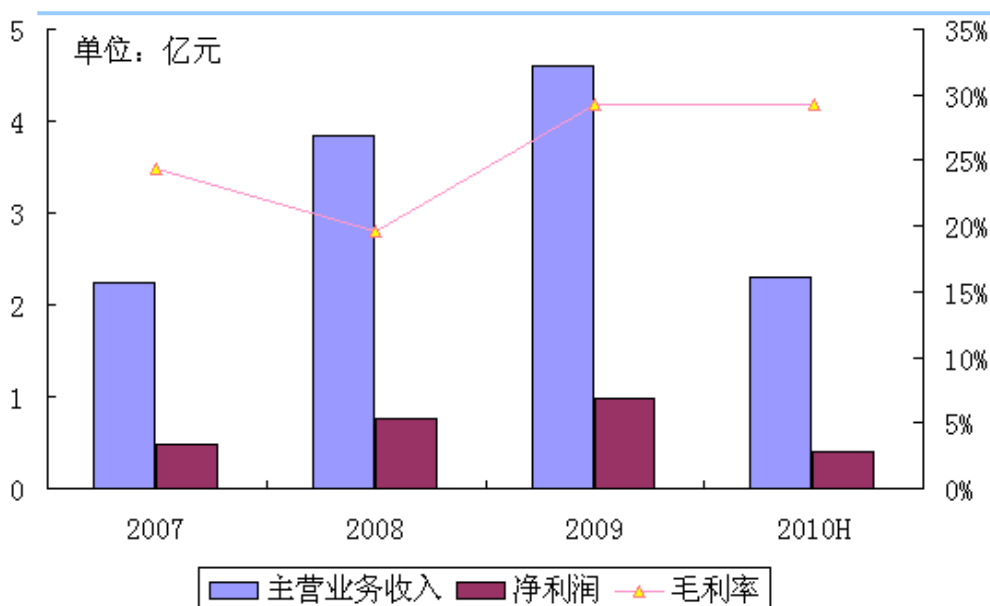


资料来源：公司招股书、东北证券

注：每套产品以 1.5MW 计算

公司 07 年以来主营业务收入和净利润一直保持了稳定的增长，随着公司产能释放，公司的营业收入和净利润有望进入快速增长通道。公司的毛利率提高到目前水平后保持稳定在近 30% 左右，由于公司采用成本加成的定价方式，未来公司的毛利率水平将比较稳定。

图 3 公司近年主营业务收入、净利润及毛利率情况



资料来源：Wind、东北证券

3.公司本次发行情况

本次发行前,公司总股本 15375 万股,本次发行 5200 万股,占发行后总股本的 25.27%,发行前后公司股本情况如下:

表 2 公司发行前后股权结构变化

股东名称	发行前		发行后	
	股数(股)	比例	股数(股)	比例
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%
社会公众股份	-	-	52,000,000	25.27%
合 计	153,750,000	100.00%	205,750,000	100.00%

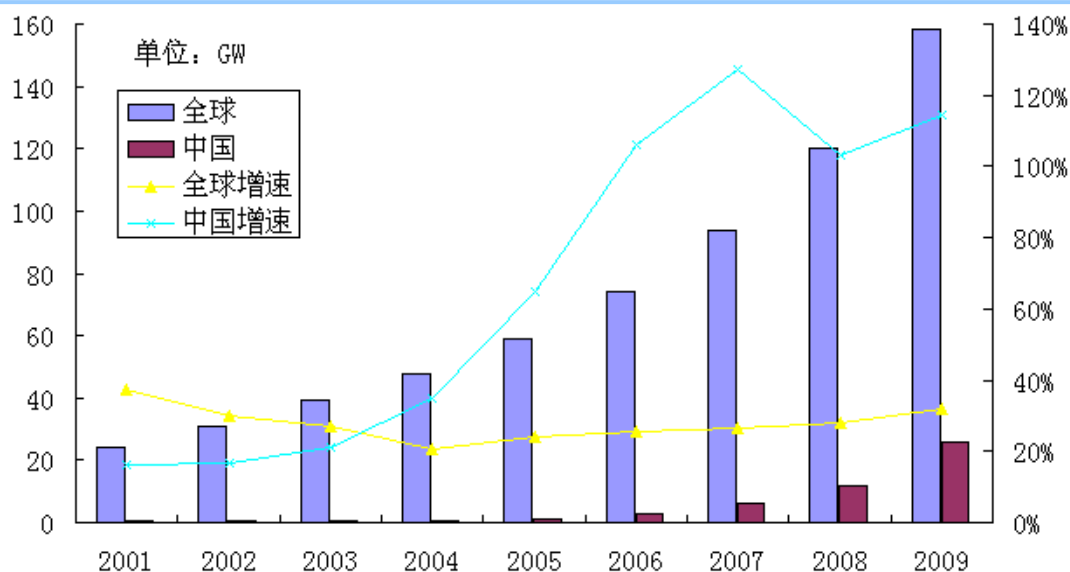
资料来源: 公司招股书

二、国内风电市场将为公司提供广阔的发展空间

1.中国风电装机容量增速远远超出世界水平

全球风电累计装机容量由 2001 年的 23900MW 增长到 158505MW,复合增长率在 25% 以上,而作为最近几年在风电领域快速增长的主要国家和地区之一的中国,累计装机容量已经达到了 25805MW,连续 4 年翻番,规模已经位居世界第二。

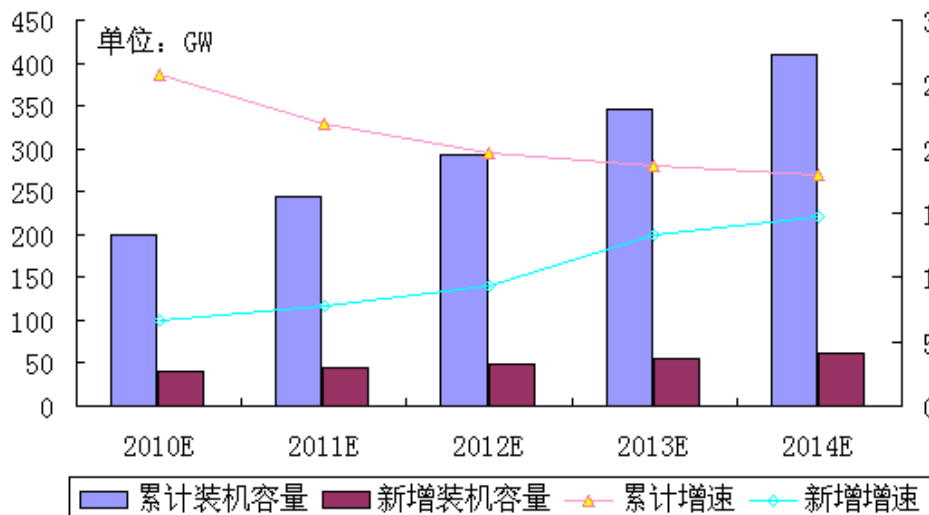
图 4 世界和中国风电累计装机容量及增速



资料来源: GWEC、东北证券

2009 年，欧洲地区新增装机容量 1,052.6 万千瓦；北美地区新增装机容量 1,094.6 万千瓦，与欧洲地区并驾齐驱；亚洲地区新增装机容量高达 1,544.2 万千瓦，上述三个地区为全球主要的风电市场。目前全球正在使用的风机主流机型为 1.5MW，按照 1.5MW 每台粗略测算，2009 年欧洲、北美、亚洲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。

图 5 2010-2014 年世界风电装机容量预测



资料来源: GWEC、东北证券

按照 GWEC 对未来的展望，2014 年全球风能新增装机容量将达到 6,250 万千瓦，累计装机容量将达到 40,900 万千瓦。对于风电设备制造业乃至风塔制造子行业而言，不断扩大的市场容量将是行业发展的巨大助力。公司 2009 年风塔销售量为 293 套，对应新增风电装机容量为 49.21 万千瓦，未来还有很大的发展空间。

根据相关统计，国内风电投资单位千瓦平均造价约 7,000-8,000 元，整套风电机组成本占整个风电场投资的 75%，风塔约占每套风电机组成本的 20%。按此计算，2009 年国内风电设备市场容量约为 725-828 亿元，风塔市场容量约为 145-166 亿元。而公司 2009 年主营业务收入 88.7% 来自于海外市场，国内市场将为公司下一轮快速增长提供广阔的空间。

2. 海上风电正在快速发展

目前全球共有 53 个海上风电场正在运营，总装机容量达到 3GW；11 个海上风电场正在建设中，总装机容量 1.94GW；已经得到批准和规划中的海上风电装机容量分别为 15.1GW 和 45.6GW。

我国东南沿海及其附近岛屿是海上风能资源丰富地区，有效风能密度大于或等于 200 瓦/平方米的等值线平行于海岸线；沿海岛屿有效风能密度在 300 瓦/平方米以上，全年中风速大于或等于 3 米/秒的时数约为 7,000-8,000 小时，大于或等于 6 米/秒的时数约为 4,000 小时。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 200GW。

2008 年，我国第一个也是亚洲第一个总投资 23.69 亿元的海上风电场-上海东海大桥 100MW 海上风电示范项目正式开工。2009 年 9 月，该项目首批 3 台风电机组并网发电，

今年 9 月首轮 4 个海上风电特许权项目招标，总装机容量 1000MW，据统计我国已规划的海上风电装机容量已经超过 14.3GW，未来海上风电将是我国风电开发的主要方向。

表 3 我国部分海上风电规划统计

省份	县市	装机容量（万千瓦）
江苏	赣榆	80
	连云港	20
	响水	20
	滨海	50
	射阳	30
	大丰	20
	东台	100
	如东	30
	启东	30
	东大桥	10
上海	奉贤	30
	南汇	40
	横沙	20
	长岛	150
山东	潍坊	180
	威海	100
	威海北部滩	10.2
	陆丰	125
广东	南澳	30
	南澳	10
	东山海	4.95
	普陀六横	20
浙江	慈溪	20
	乐亭	60
河北	沧州	100
	天津	20
海南	临高	100
福建	福清	20
合计		1430.15

资料来源：中国风能协会、东北证券

表 4 公司海上风塔销售量统计

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 年预计	59	118

资料来源：公司招股书

2007 年以来公司已有一部分风塔产品用语言海滩涂火海刀等非内陆区域, 该等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 07-09 年累计销售海上风塔 47 套, 总装机容量 94MW, 预计 2010 年海上风塔销售量达到 59 套, 总装机容量达到 118MW。

3. 受益国内领军企业的海外战略

2005 年以前, 由于技术、资金缺乏等因素, 我国国内只有少数几家风电设备制造商, 且大多规模较小、技术比较落后, 仅能制造 600 千瓦以下功率的风电设备, 企业竞争力远逊于国外厂商, 国内建设风电场所需要的风电设备主要依赖进口。

随着大批企业进入风机制造领域, 我国已成为全球风电投资最为活跃的市场, 国内风电设备制造商的市场份额逐渐扩大, Gamesa、Vestas 等国外风电设备巨头也纷纷在我国设厂或与我国本土企业合作。2009 年, 我国新增风电装机容量为 1,380.32 万千瓦, 其中, 华锐风电科技(集团)股份有限公司、新疆金风科技股份有限公司、东方汽轮机有限公司分别占据 25.3%、19.7%、14.7% 的份额, 合计份额接近 60%; Vestas、GE、Suzlon、Gamesa 等国外风电设备巨头的份额较小, 份额最大的 Vestas 也仅为 4.4%。

表 5 中国风电机组制造商新增装机前十名(单位: MW)

装机容量等级	企业名称	新增装机
> 1000	华锐	3495
	金风	2722
	东汽	2035.5
200 ~ 1000	联合动力	768
	明阳	748.5
	Vestas	608.75
	湘电风能	454
	GE Wind	322.5
	Suzlon	293
	Gamesa	276.25

资料来源: 中国风能协会、东北证券

表 6 中国风电机组制造商累计装机前十名(单位: MW)

装机容量等级	企业名称	累计装机
> 1000	华锐	5652
	金风	5351.05
	东汽	3328.5
	Vestas	2011.5
	Gamesa	1828.75
500 ~ 1000	GE Wind	957
	明阳	895.5
	联合动力	792
	Suzlon	605.25
	运达	594

资料来源: 中国风能协会、东北证券

国内风机整机制造厂商在国内市场占有率已经达到了一个较高的水平，进入国际市场是其下一步的必然选择。华锐风电计划在“十二五”期间出口机组要占公司总销量的50%，金风科技计划到2012年海外市场销售收入占总销售收入的30%以上。

在我国，目前主要由风电投资商（运营商）通过招标方式直接采购风塔产品，少部分风塔由风电整机生产商采购后统一销售给风电投资商；而在国际风电市场中，采购风塔产品的通常为风电整机生产商。公司多年海外市场的销售业绩以及通过的各种认证资格将使公司在于国内整机领先厂商海外业务拓展的合作中占据有利的地位。

4. 风塔专业化生产将是大势所趋

全球风塔生产商可以分为两类：第一类为风电整机厂商设立的风塔生产企业或工厂，生产的风塔可满足风电整机厂商部分自用的需求，如 Vestas 在美国及丹麦共设有三个风塔工厂；第二类为独立的专业风塔生产企业，为全球风塔市场主要的供应者，如本公司及其主要的竞争对手。

一套完整的风电设备包括叶片、齿轮箱、电机、轴承、塔架、机舱罩、控制系统等部分，其中齿轮箱、叶片、控制系统等系最为核心的关键零部件，而风塔对于风机的核心性能影响相对较小。

整机厂商可专注于核心部件的性能提升以及风机整体质量、生产成本的有效控制，将更利于整机厂商在市场竞争中取得优势竞争地位。因此，未来风电整机厂商向专业风塔厂商采购风塔的比例预计将会呈现增长趋势，国际风塔市场的竞争将是专业风塔生产商之间产品质量、性能、价格等方面的比拼。

三、募投项目分析

公司募集资金拟投资于3兆瓦及以上海上风电塔架建设项目、2.5兆瓦及以上风电塔架技改项目、研发中心项目，主要是对公司现有风塔产品的扩充与提升。

通过3兆瓦及以上海上风电塔架建设项目、2.5兆瓦及以上风电塔架技改项目的实施，公司将形成或增强3兆瓦及以上海上风塔、2.5兆瓦及以上风塔等高端风塔产品研发和生产能力，结合公司在风塔行业的技术和客户资源优势，充分分享未来海上风电市场发展、满足海上风电市场的需求，有利于公司进一步拓展风电市场，形成新的利润增长点。

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，为批量生产上述产品提供技术支撑。

表7 公司募投项目情况

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：公司招股书

三、盈利预测及估值

预计公司 2010-2012 年摊薄后的 EPS 分别为 0.45、0.71 和 0.87 元，公司合理价值区间为 21.3-24.85 元，对应 2011 年 PE 区间为 30-35 倍。

表 8 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	2009 年 PE	2010 年 PE 预测值	2011 年 PE 预测值
300129	泰胜风能	60.6	48.6	38.1
002487	大金重工	52.8	37.8	30.0
002080	中材科技	63.7	35.8	33.4
600458	时代新材	142.9	65.6	42.3
002202	金风科技	36.2	25.6	19.8
600416	湘电股份	74.0	42.6	30.8
000862	银星能源	98.7	52.0	32.7
平均值		75.5	44.0	32.4

资料来源：Wind、东北证券

表 9 预测利润表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	462.45	508.69	712.17	925.82
减：营业成本	327.35	356.09	519.89	694.37
营业税金及附加	0.23	0.25	0.35	0.46
营业费用	6.57	8.44	11.04	13.33
管理费用	22.67	25.43	24.93	23.15
财务费用	6.98	12.53	-8.66	-6.35
资产减值损失	-1.51	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	8.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-4.13	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	104.72	105.95	164.64	200.87
加：其他非经营损益	1.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	105.76	105.95	164.64	200.87
减：所得税	9.97	13.24	20.58	25.11
净利润	95.80	92.70	144.06	175.76
减：少数股东损益	-1.57	-1.52	-2.36	-2.89
归属母公司股东净利润	97.37	94.22	146.42	178.65
每股收益	0.47	0.45	0.71	0.87

资料来源：Wind、东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。