

经营有道，盈利能力有提升

——银星能源(000862) 08 年报点评

分析师

张 霖:

☎(86-10) 88366060-8752

✉ zhangl@cgws.com

要点:

- 公司实现营业收入 3.96 亿元，利润总额 3056 万，扣除非经常损益的净利润 2960 万元，分别同比增长 15%、30%、36%。每股收益 0.12 元。低于我们预期，原因是 08 年主要是增发未能顺利进行。
- 盈利能力有所提高。报告期内，公司 ROE13.9%，比去年提高 3.2 个百分点，三大主营业务保持稳定增长态势；主要是由于仪表业务增长%，长山头风电项目全年运营、红寺堡风电项目部分机组投产，风力发电新增 33MW 机组投入运营；5 台风力发电机组样机并网发电。
- 经营能力明显改善。公司管理层根据宏观形势预见性缩减了投资阵线、加大应收账款回收力度、处置了投资性房地产，保障了资金链不断裂，回款比例原则按照 3: 6: 1 执行（即：收到预付款后才能安排生产，除重点大客户外，发货前应保证回款 90%）与同类企业相比实现了难得的经营现金流净同比增长 83.67%。可见公司应对经济危机的风险防范能力较好且历史遗留问题已基本得到解决，经营状况已焕然一新。
- 值得关注的风险：1）截止目前，公司风机利润率仅 0.03%，利润贡献占比几乎全部源自为传统仪表业务，风电业务、处置房地产各贡献约 10%，但后者不可持续；2）需求侧受危机影响。公司调节阀客户市场为化工、冶金、造船、电力等但目前行业不景气，部分企业停产、半停产，大部分既定项目推迟实施甚至取消。预计 2009 年调节阀市场需求同比上年下滑 15-25%；3）风机零配件瓶颈难克服。公司为保证质量，采用进口关键零部件占 55%，但从国外采购，存在零部件订货周期长、交货难的问题，因此风机 09 年产量或将低于市场预期；3）公司拟高速扩张，需投入大量资金，而目前负债率 82.2%，公司资金压力较为沉重。
- 公司 09 年计划红寺堡一期后续 16.5MW 工程投产、力争其二期及麻黄山一期工程核准并开工建设；风机设备制造具备年产 100 台（套）的生产能力、预计生产 80 台。我们测算业绩 09 年 0.16 元。若按照风电行业平均 30 倍 PE，则价值中枢为 5 元左右。前期估计冲至 10-12 元，主要是对资产注入过于预期，但如果增发不顺利，则显然缺乏安全边际。提请投资者注意风险，下调至中性评级。

投资评级：中性（下调）

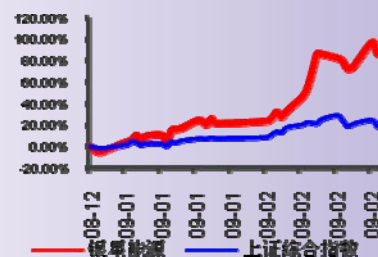
市场数据

总市值（亿元）	24.79
流通市值（亿元）	17.84
总股本（万股）	23589
流通股本（万股）	16979
12 个月最高/最低	25.50/4.35

公司盈利预测(百万)

	2008A	2009E	2010E
营业收入	39626	109138	120413
(+/-%)	15.31%	175.42%	10.33%
净利润	2874	3834	4873
摊薄每股收益	0.122	0.163	0.207
PE	78.15	58.57	46.09

股价表现图



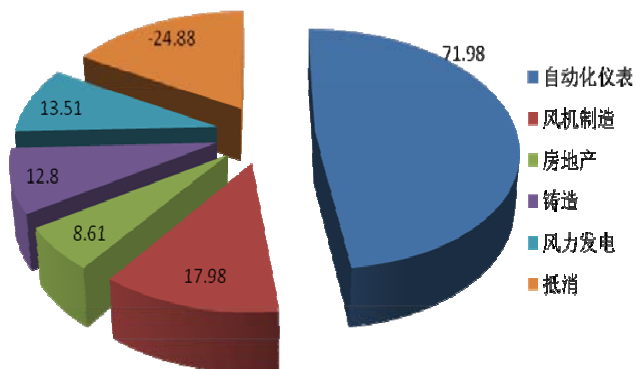
银星能源（000862）：曙光初现成长可期 2007-08-30

银星能源（000862）：重整旗鼓驾风车，踏破贺兰山缺 2007-06-07

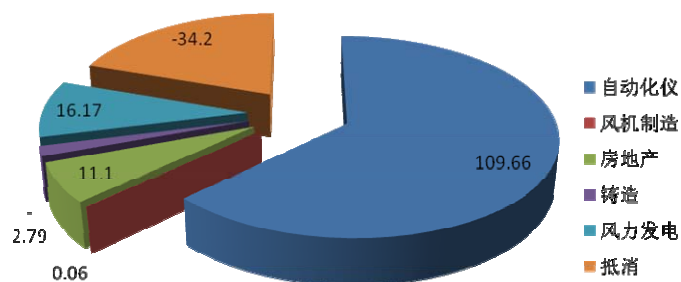
独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

08 年营业收入占比

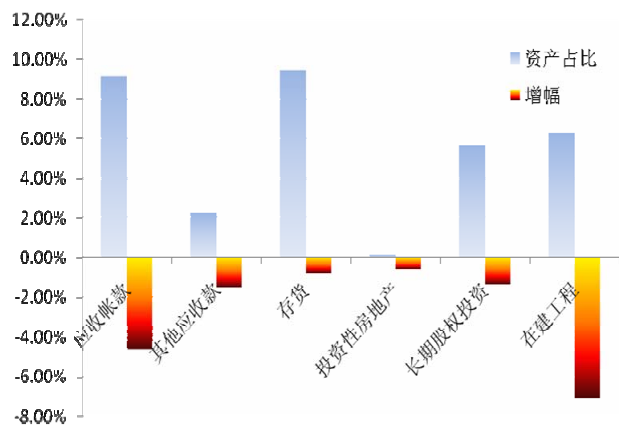


08 年净利润占比

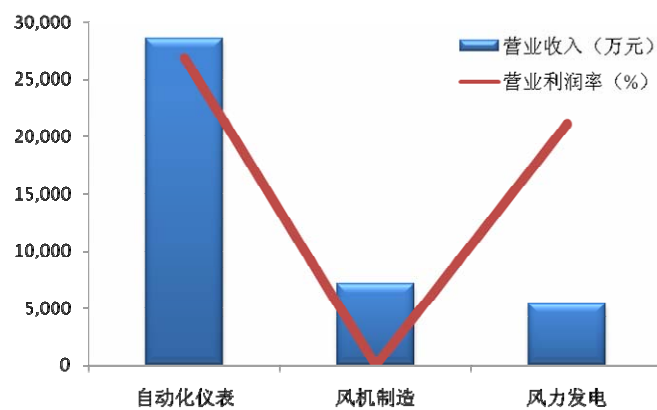


数据来源： 长城证券研究所

存货、应收账款等占比资产有所减轻



三大业务收入与营业利润率对比



数据来源： 长城证券研究所

利润表（万元）					主要财务指标				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	39626	109138	120413	130135	成长性				
营业成本	25468	89990	99771	107303	营业收入增长	15.3%	175.4%	10.3%	8.1%
销售费用	3447	4475	4576	4945	营业成本增长	11.9%	253.3%	10.9%	7.5%
管理费用	4754	5129	4817	4685	营业利润增长	37.1%	4.4%	22.4%	29.4%
财务费用	5148	5468	6337	7013	利润总额增长	30.2%	51.9%	27.1%	20.7%
投资净收益	61	85	110	143	净利润增长	51.5%	33.4%	27.1%	23.4%
营业利润	3260	3404	4165	5389	盈利能力				
营业外收支	-205	1238	1733	1733	毛利率	35.7%	17.5%	17.1%	17.5%
利润总额	3056	4641	5898	7121	销售净利率	7.3%	3.5%	4.0%	4.6%
所得税	-75	464	590	570	ROE	10.6%	12.3%	13.3%	14.0%
少数股东损益	257	343	436	538	ROIC	5.7%	6.9%	6.8%	6.9%
净利润	2874	3834	4873	6014	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	8.7%	4.1%	3.8%	3.8%
流动资产	52329	96829	103686	113997	管理费用/营业收入	12.0%	4.7%	4.0%	3.6%
货币资金	17580	18139	14450	15616	财务费用/营业收入	13.0%	5.0%	5.3%	5.4%
应收帐款	13891	13097	14450	15616	投资收益/营业利润	1.9%	2.5%	2.6%	2.7%
应收票据	61	218	361	521	所得税/利润总额	-2.4%	10.0%	10.0%	8.0%
存货	14343	50680	56188	60430	应收帐款周转率	2.94	7.92	8.01	8.00
非流动资产	99520	110996	136068	155695	存货周转率	0.78	1.68	1.71	1.72
固定资产	85815	96978	121690	140907	流动资产周转率	0.53	1.09	1.11	1.09
资产总计	151849	207824	239754	269693	总资产周转率	0.22	0.49	0.47	0.46
流动负债	65912	120386	141407	159754	偿债能力				
短期借款	40660	49434	58207	66981	资产负债率	82.2%	85.0%	84.8%	84.0%
应付款项	11493	40609	45022	48422	流动比率	0.79	0.80	0.73	0.71
非流动负债	58906	56230	61830	66870	速动比率	0.58	0.38	0.34	0.34
长期借款	56230	56230	61830	66870	每股指标（元）				
负债合计	124817	176616	203237	226624	EPS	0.122	0.163	0.207	0.255
股东权益	27032	31209	36517	43068	每股净资产	1.15	1.32	1.55	1.83
股本	23589	23589	23589	23589	每股经营现金流	0.49	0.35	0.36	0.46
留存收益	-2882	952	5825	11838	每股经营现金/EPS	4.0	2.1	1.7	1.8
少数股东权益	6325	6668	7104	7641	估值				
负债和权益总计	151849	207824	239754	269693		2006A	2007E	2008E	2009E
现金流量表（万元）					PE	78.2	58.6	46.1	37.3
经营活动现金流	11470	8173	8527	10861	PEG	2.80	2.32	1.97	-
其中营运资本减少	-1140	1760	-2853	-3188	PB	8.3	7.2	6.1	5.2
投资活动现金流	-19549	-16387	-31143	-27125	EV/EBITDA	34.45	24.11	21.21	18.56
其中资本支出	-20857	-15850	-30559	-26491	EV/SALES	8.18	3.03	2.90	2.82
融资活动现金流	24413	8774	14374	13814	EV/IC	3.08	2.69	2.31	2.10
净现金总变化	16334	559	-8243	-2451	ROIC/WACC	0.87	1.06	1.04	1.06
					REP	3.55	2.54	2.21	1.98

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺：



张霖: 金融学硕士, 2007 年1月加入长城证券, 任电力新能源行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>