

令人满意的答卷

研究结论

- 报告期内，公司全年共实现主营业务收入 7.54 亿元，同比增长 56.35%。全年实现利润总额 1.31 亿元，同比增长 44.21%，实现净利润 1.20 元，同比增长 48.77%。实现每股收益 0.84 元，完全符合我们先前的预期。
- 公司 2008 年新接订单 7.71 亿元，同比公司 2007 年新接订单 13.66 亿元，同比下降 43.58%，主要原因在于受 5.12 地震的影响，大量公司跟踪的原计划在 2008 年招标开工的项目推迟招标。公司 2008 年年末在手订单约为 19 亿元，相当于公司 2008 年销售收入的 2.52 倍。随着我国水电开发力度的增大，公司也将凭借自己的技术实力和市场地位抢占新的市场份额。
- 公司 2008 年综合毛利率为 26.37%，同比下降 0.83 个百分点，主要原因在于原材料价格的上涨，但总体而言，仍然比国有企业的毛利率要高出很多，原因仍然是体制上的差异所造成的。我们认为随着原材料价格的下跌以及公司对成本控制的加强，2009 年毛利率有望回升。
- 公司销售费用 2008 年同比下降了 30.08%，主要原因是公司 2007 年支付给 HYEngineering and Consultant Corporation 代理费 84 万美元（折合人民币 641.91 万元）所致。管理费用 2008 年同比增长 92.90%，主要原因在于公司 2008 年支付给挪威 Rainpower 公司有关技术费用 1,286.58 万元。两个指标的变化均属于正常。
- 公司继续加大研发支持，营业收入占比达到 4.17%，作为有技术含量的新兴企业，研发支出是公司得以安身立命和持续增长的最根本保证。
- 公司 2008 年经营活动产生的现金流量净额较上年同期下降了 92.91%，每股经营活动现金流量净额仅为 0.013 元，主要原因是由于上半年钢材等材料价格上涨、报告期承接订单比上年度减少而引起预收账款的减少和公司提前准备 09 年订单所需要的材料造成采购资金支出以及由于职工工资增加和社会保险费用增加使支付给职工以及为职工支付的现金同比增加，应收账款增加也造成了资金流入较少。我们认为随着公司订单的增加以及原材料价格的下跌，该指标有望改善。
- 我们略微调整公司 2009 年、2010 年的盈利预测到 1.17 元和 1.57 元，我们再次重申，公司水电作为可再生能源中成本为低廉的发电方式，其周期性并不强，我们有理由相信公司未来的高成长速度将依然保持，继续维持“买入”的评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

邹慧

电力设备行业资深分析师

8621-63325888 × 6101

zhui@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2009 年 3 月 9 日)	25.90 元
目标价格 (6 个月)	30.00 元
总股本/A 股 (万股)	143119/3580
A 股市值 (百万元)	3709
国家/地区	中国
行业	电力设备
报告日期	2009 年 3 月 10 日

股价表现



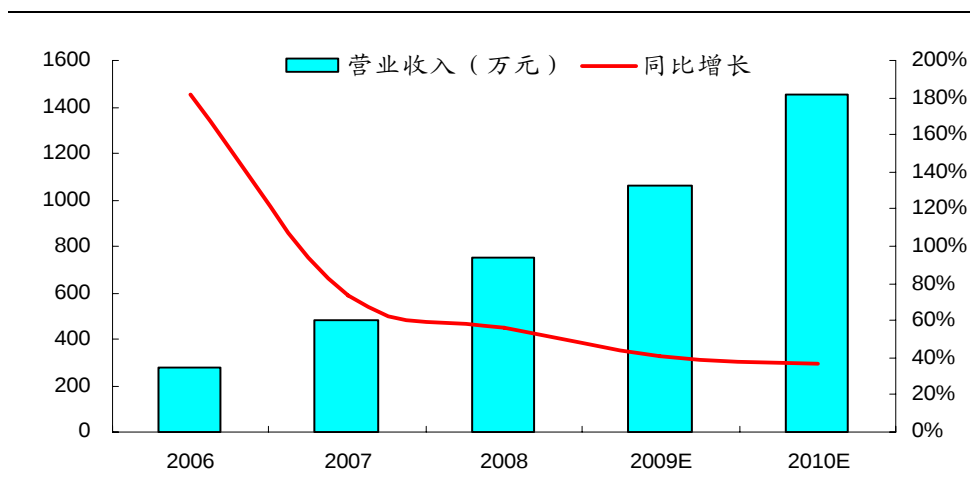
资料来源：WIND

财务预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	754	1064	1456	1848
同比 (%)	56%	41%	37%	27%
归属母公司净利润	120	168	225	280
同比 (%)	49%	40%	34%	24%
毛利率 (%)	26.4%	26.4%	26.9%	26.9%
ROE (%)	14.6%	16.9%	18.5%	18.7%
每股收益 (元)	0.84	1.17	1.57	1.96
P/E	30.88	22.09	16.46	13.22
P/B	4.50	3.74	3.04	2.47

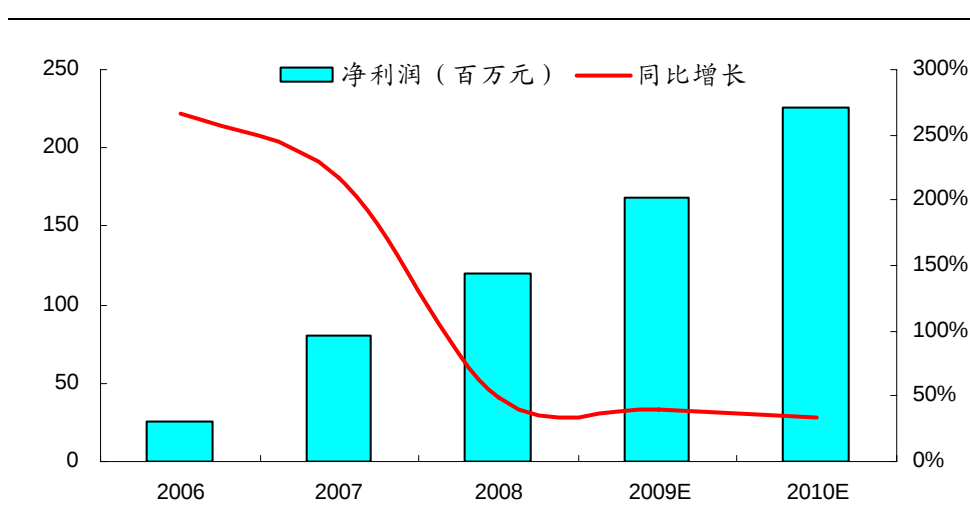
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

图1：公司近年来营业收入及其同比增长

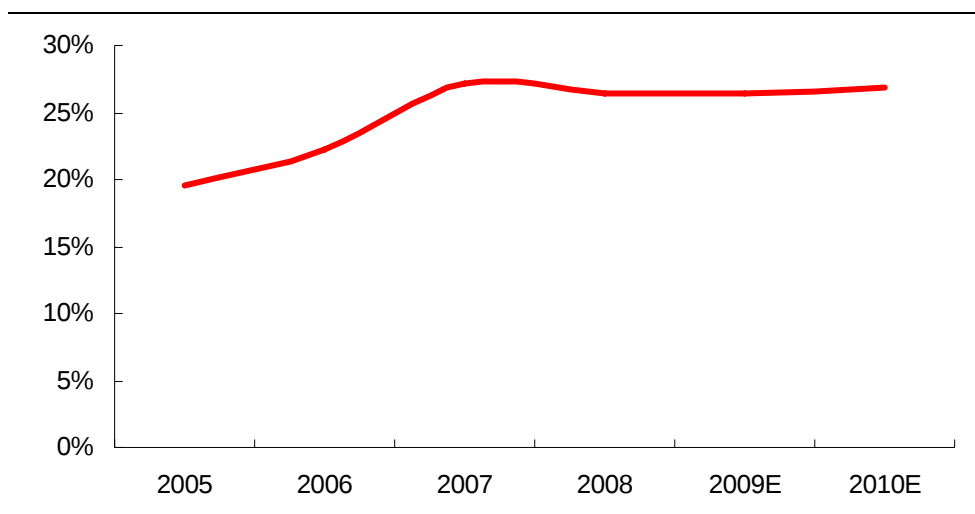


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图2：公司近年来净利润及其同比增长



资料来源：公司公告，东方证券研究所

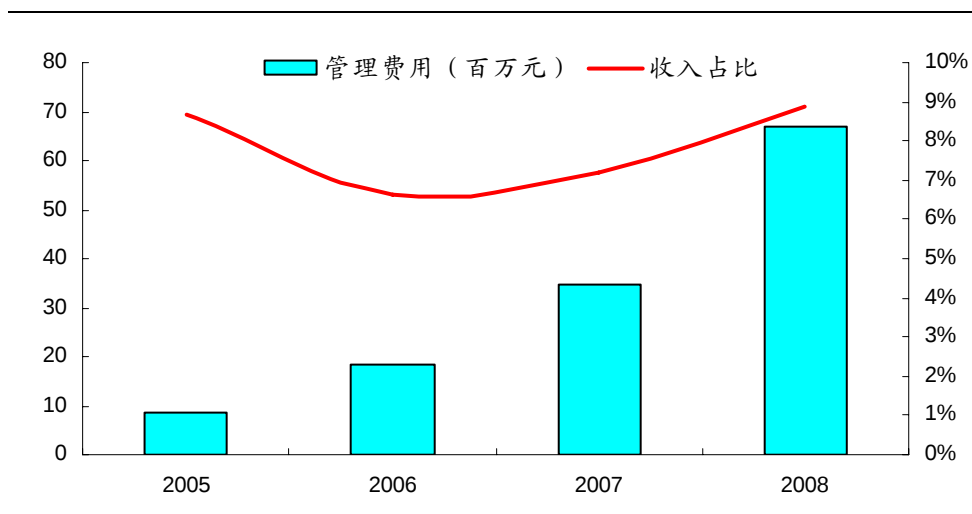
图3：公司毛利率变化趋势


资料来源：公司公告，东方证券研究所

表1：公司近两年订单对比

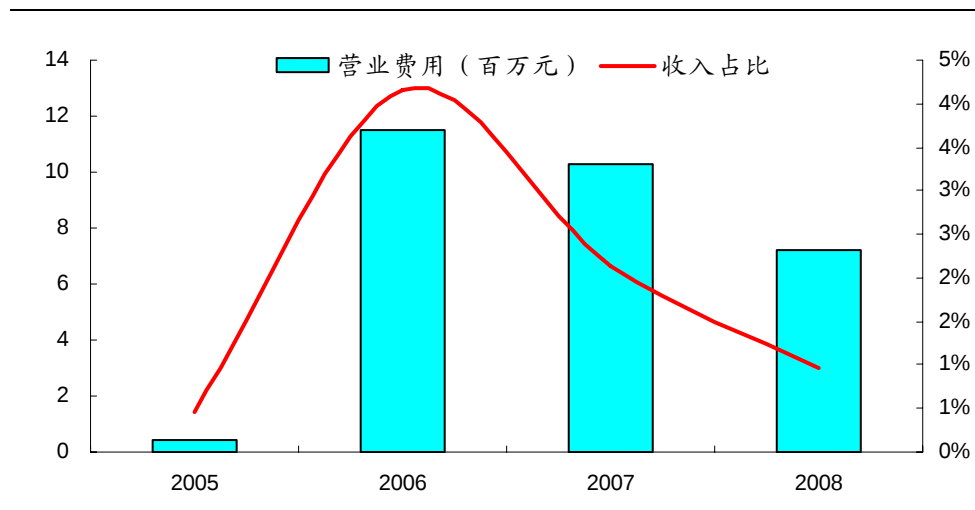
	2008 年	2007 年	同比变化
灯泡贯流机组	18,997.87	15,300	24.17%
轴流机组	17,924.32	113,494.52	-84.21%
混流机组	38,431.82	6,997	449.26%
其他	1,737.91	855.27	103.20%
合计	77,091.92	136,646.79	-43.58%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图4：公司近年来管理费用及其收入占比


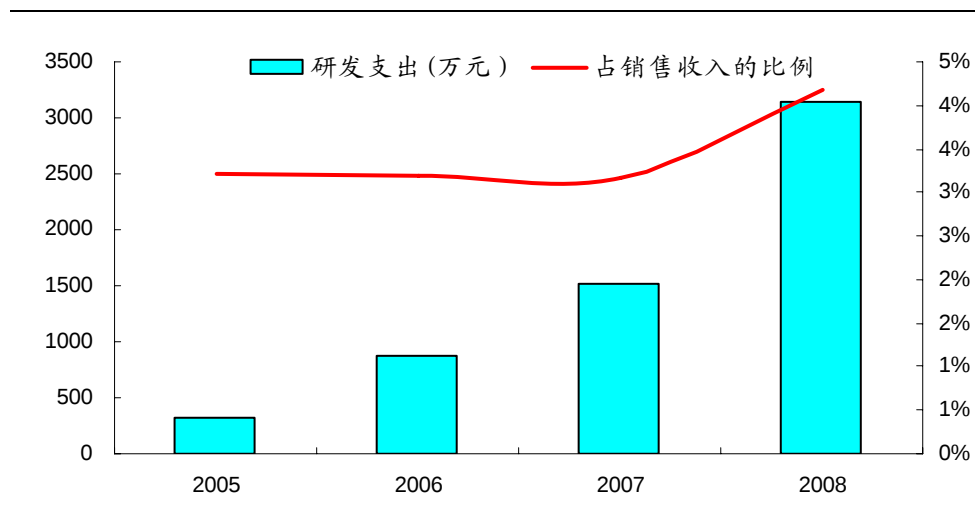
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图5：公司营业费用及其收入占比



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图6：公司研发支出及其销售收入占比



资料来源：公司公告，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009F	2010F	2011F	会计年度	2008	2009F	2010F	2011F
流动资产	1054	1392	1911	2392	营业收入	754	1064	1456	1848
现金	475	722	918	1165	营业成本	555	783	1064	1351
应收账款	219	270	387	484	营业税金及附加	5	6	8	10
其它应收款	16	28	36	46	营业费用	7	11	15	18
预付账款	179	110	214	244	管理费用	67	92	124	157
存货	136	157	213	270	财务费用	2	-12	-9	-10
其他	29	105	143	182	资产减值损失	7	6	7	6
非流动资产	326	549	824	821	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	10	0	0	0	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	213	359	565	661	营业利润	110	179	247	315
无形资产	29	29	29	29	营业外收入	22	20	20	38
其他	73	160	230	130	营业外支出	2	2	2	3
资产总计	1380	1940	2735	3213	利润总额	131	198	265	351
流动负债	555	948	1517	1714	所得税	11	30	40	70
短期借款	0	0	225	79	净利润	120	168	225	280
应付账款	198	141	192	243	少数股东损益	0	0	0	0
其他	357	807	1100	1392	归属于母公司净	120	168	225	280
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	130	182	263	338
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.84	1.17	1.57	1.96
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	555	948	1517	1714	会计年度	2008	2009F	2010F	2011F
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	143	143	143	143	营业收入	56.4%	41.1%	36.8%	26.9%
资本公积	504	504	504	504	营业利润	39.7%	62.3%	37.9%	27.5%
留存收益	178	346	571	852	归属于母公司净利	48.8%	39.8%	34.2%	24.4%
归属母公司股东权益	825	993	1218	1499	获利能力				
负债和股东权益	1380	1940	2735	3213	毛利率	26.4%	26.4%	26.9%	26.9%
现金流量表					净利率	15.9%	15.8%	15.5%	15.2%
单位: 百万元					ROE	14.6%	16.9%	18.5%	18.7%
会计年度	2008	2009F	2010F	2011F	偿债能力				
经营活动现金流	2	474	262	414	资产负债率	40.2%	48.8%	55.5%	53.4%
净利润	120	168	225	280	净负债比率				
折旧摊销	17	15	24	33	流动比率	1.90	1.47	1.26	1.40
财务费用	2	-12	-9	-10	速动比率	1.65	1.30	1.12	1.24
投资损失	0	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	-143	297	12	103	总资产周转率	0.71	0.64	0.62	0.62
其它	6	7	8	7	应收账款周转率	4	4	4	4
投资活动现金流	-163	-240	-300	-30	应付账款周转率	4.07	4.62	6.40	6.21
资本支出	164	250	300	30	每股指标 (元)				
长期投资	0	-10	0	0	每股收益	0.84	1.17	1.57	1.96
其他	1	0	0	0	每股经营现金流	0.01	3.31	1.83	2.89
筹资活动现金流	455	12	234	-136	每股净资产	5.76	6.93	8.51	10.47
短期借款	-45	0	225	-147	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	30.88	22.09	16.46	13.22
普通股增加	36	0	0	0	P/B	4.50	3.74	3.04	2.47
资本公积增加	453	0	0	0	EV/EBITDA	25	18	12	10
其他	11	12	9	10					
现金净增加额	294	247	196	247					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

邹慧：电力设备行业资深分析师

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn