

MW 级产品成为主流

研究结论

- 公司 2008 年完成营业收入 64.58 亿元，同比增长 108.11%，实现营业利润 11.43 亿元，同比增长 87.31%，实现归属母公司的净利润 9.15 亿元，同比增长 45.26%，每股收益 0.92 元。好于我们先前的预期。
- 公司产品结构发生较大变化，1.5MW 风电机组已经实现产业化，主力产品由单一的 750kW 机组过渡到 750kW、1.5MW 机组并重，全年生产 750kW 机组 1471 台、1.5MW 机组 370 台，并且实现了国际销售零的突破，向古巴销售 6 台 750KW 机组，实现收入 3322 万元。公司的订单充足，2008 年新增订单 1532.25MW，其中 750kW 机组 804.75MW，1.5MW 机组 727.50MW；截止 2008 年底，公司待执行订单总量为 1541.25MW，其中 750kW 机组 170.25MW，1.5MW 机组 1371MW。
- 公司目前拥有 7 个设备制造基地，全部基地建成后，MW 级机组产能将达到 2000 台，而且公司目前开始逐步拓展到叶片、发电机等上游零部件甚至稀土行业，下游风电场的开发也如火如荼，全资子公司北京天润 08 年共进行 7 个项目的建设并完成了其中的 4 个，全年实现归属母公司的净利润 1.07 亿元，已成为公司整机制造业务的重要补充。产业链的完善将有利于公司提升毛利率水平以及核心竞争力。
- 2008 年公司共投入研发费用 2.54 亿元，占营业收入的 3.54%，主要用于 MW 级系列产品的研发（大型化）。良好的技术底蕴以及多年的行业经验积累，再加上不断的研发投入将是公司持久竞争力的有力保证。
- 我们调整公司 2009 年、2010 年的 EPS 到 1.28 元和 1.58 元，看好我国的风电设备行业的景气程度以及公司行业内的龙头地位，维持“增持”的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

邹慧

电力设备行业资深分析师

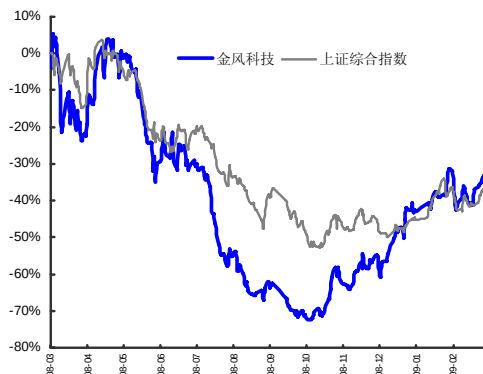
8621-63325888 × 6101

zhui@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 3 月 23 日)	37.48 元
目标价格 (6 个月)	40 元
总股本/A 股 (万股)	100000/43928
A 股市值 (百万元)	3748
国家/地区	中国
行业	电力设备
报告日期	2009 年 3 月 21 日

股价表现



资料来源: WIND

财务预测

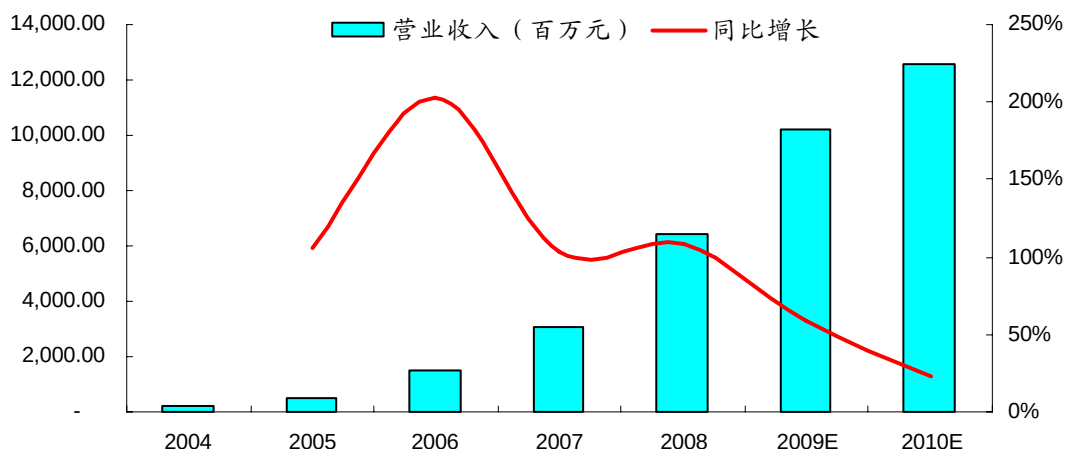
主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6458	10235	12558	15164
同比 (%)	108%	58%	23%	21%
归属母公司净利润	915	1279	1575	1803
同比 (%)	45%	40%	23%	14%
毛利率 (%)	24.5%	22.5%	22.9%	21.9%
ROE (%)	24.5%	25.5%	23.9%	21.5%
每股收益 (元)	0.91	1.28	1.58	1.80
P/E	40.98	29.30	23.80	20.79
P/B	10.05	7.46	5.68	4.46

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

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。

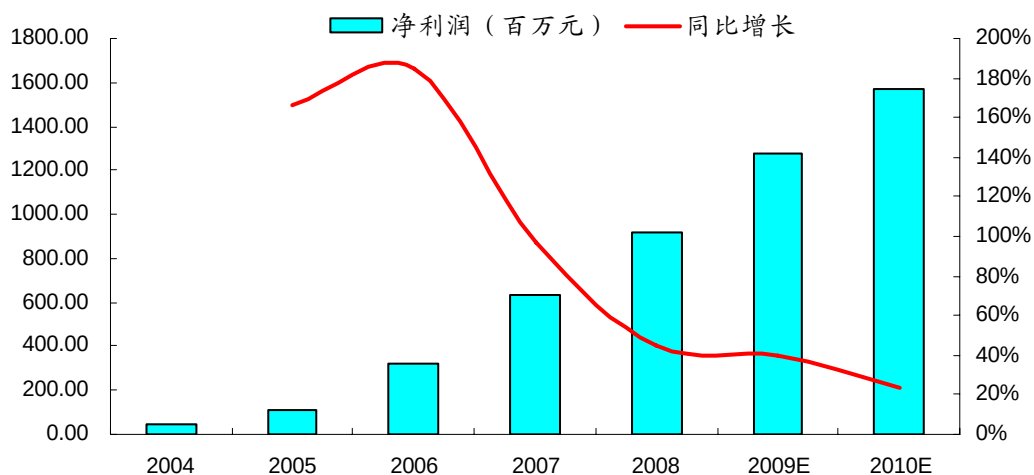
敬请参阅最后一页之重要声明。

图1：公司营业收入及其同比增长



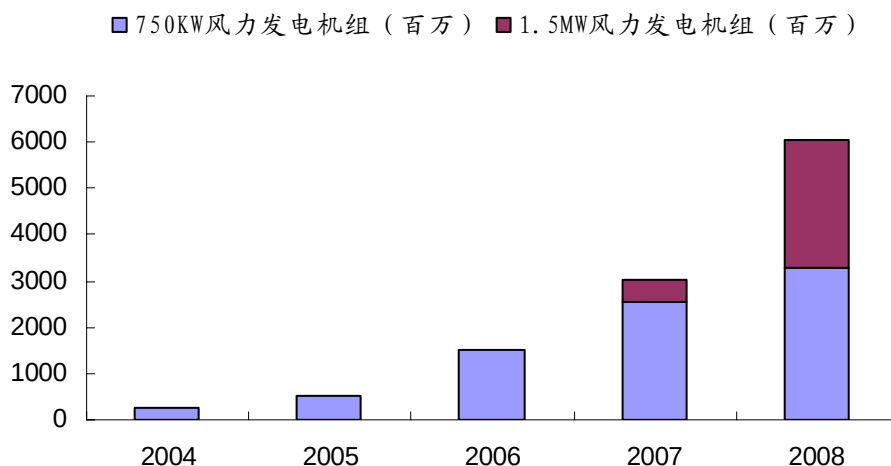
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：公司净利润及其同比增长



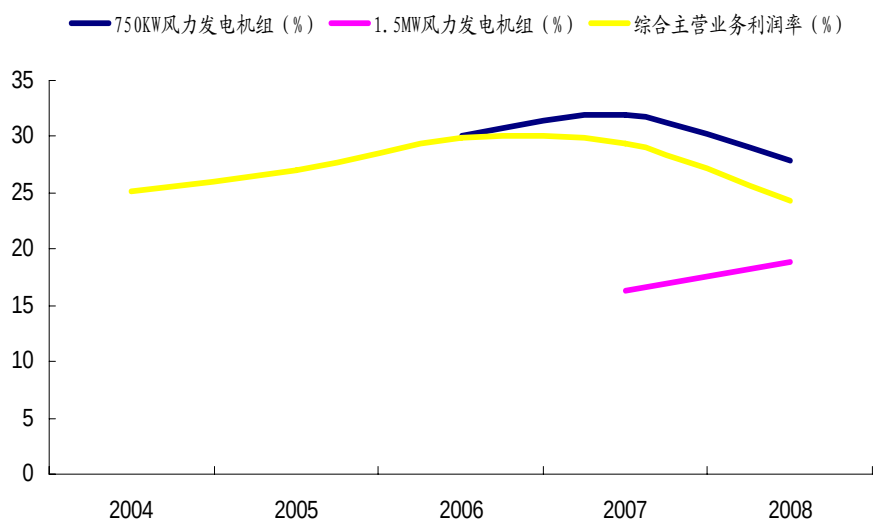
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：公司分业务销售收入



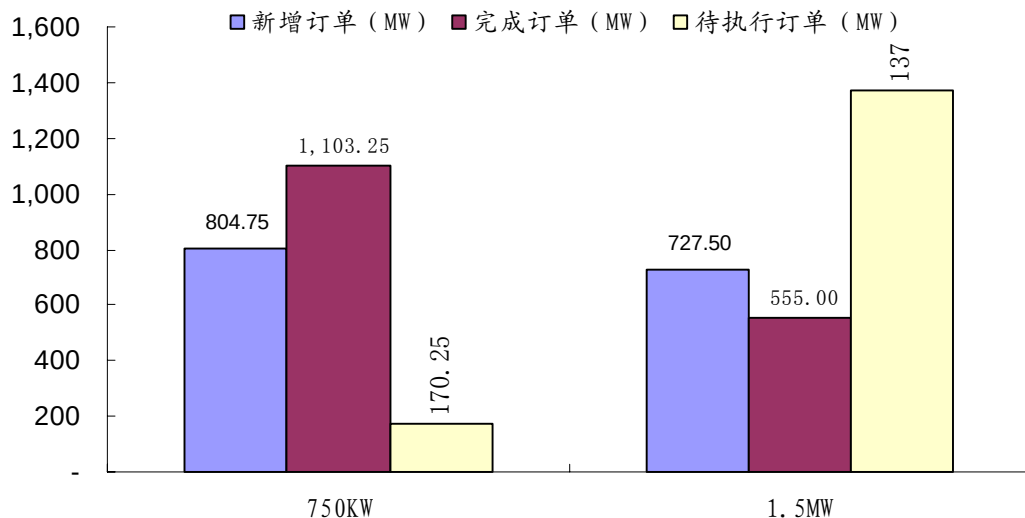
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：公司毛利率变化趋势



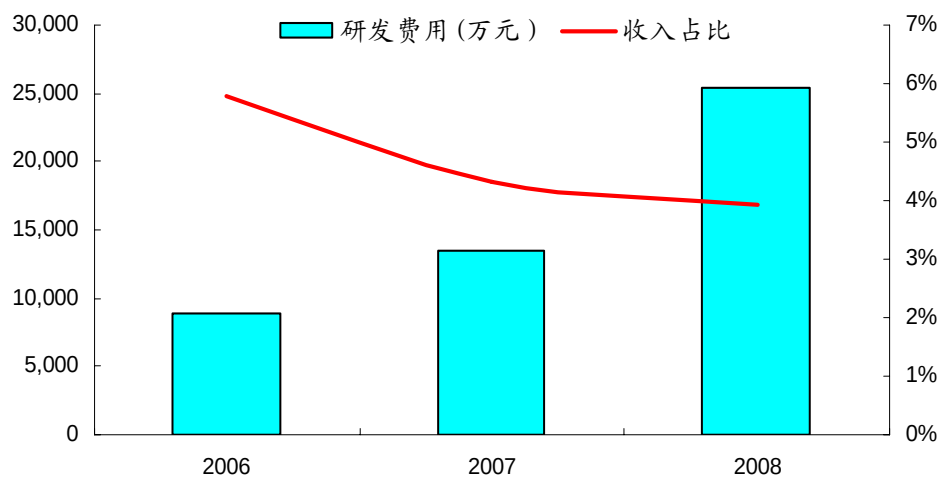
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：公司 2008 年订单情况



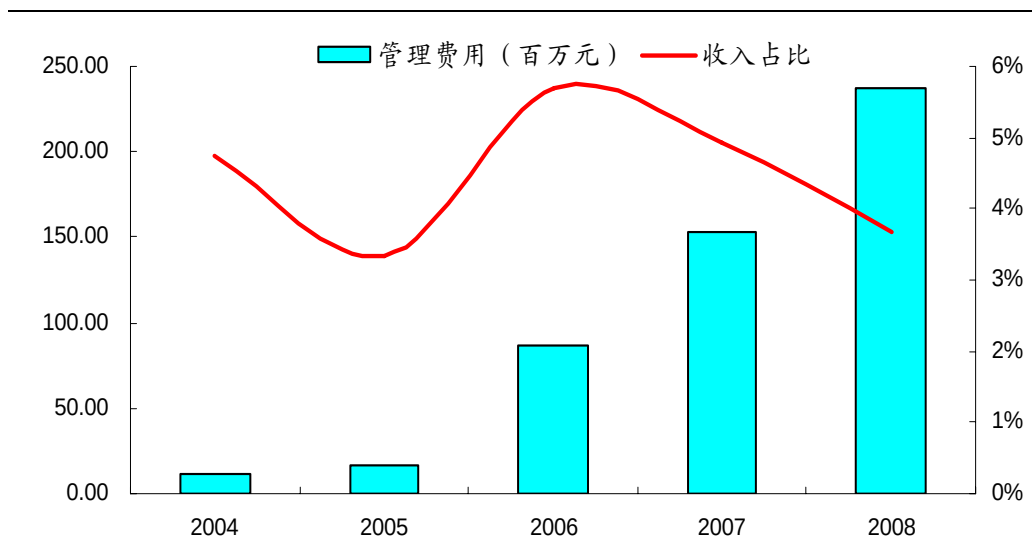
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：公司研发费用及其收入占比



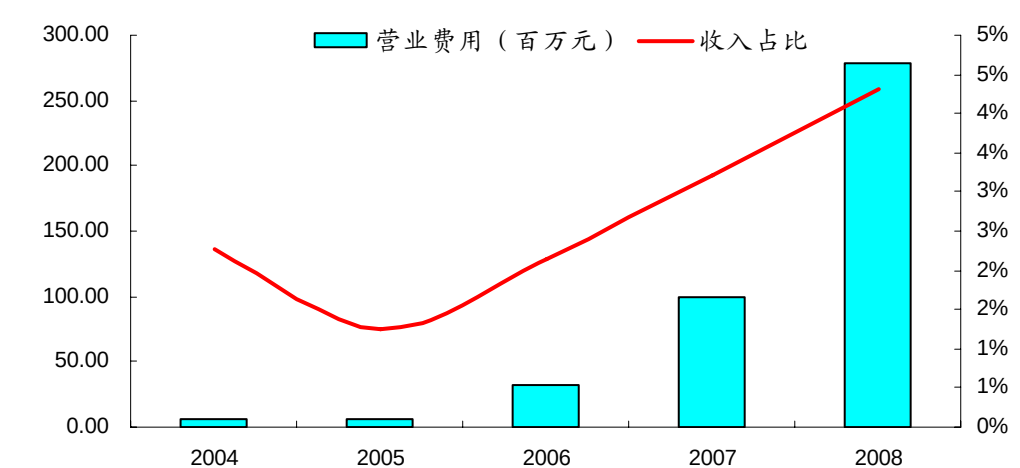
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：公司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 8：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

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	9061	11564	14642	18318	营业收入	6458	10235	12558	15164
现金	3286	4620	4481	7696	营业成本	4873	7932	9682	11843
应收账款	2580	1911	3894	2993	营业税金及附加	20	33	41	49
其它应收款	275	310	432	501	营业费用	278	441	541	654
预付账款	760	1408	1649	2046	管理费用	237	376	461	557
存货	2119	3273	4127	5015	财务费用	42	-24	-14	-77
其他	40	41	59	68	资产减值损失	128	95	106	103
非流动资产	2005	2852	3510	3623	公允价值变动收	-2	0	0	0
长期投资	26	19	21	20	投资净收益	266	177	207	197
固定资产	1099	1802	2451	2687	营业利润	1143	1559	1948	2234
无形资产	149	210	272	333	营业外收入	22	22	22	22
其他	730	821	767	582	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	11065	14416	18152	21941	利润总额	1163	1579	1968	2254
流动负债	5584	6678	8739	10612	所得税	126	221	295	338
短期借款	50	50	50	50	净利润	1037	1358	1673	1916
应付账款	1440	1984	2510	3106	少数股东损益	122	79	98	113
其他	4094	4644	6179	7457	归属于母公司净	915	1279	1575	1803
非流动负债	1389	2272	2275	2274	EBITDA	1247	1620	2060	2311
长期借款	1282	2182	2182	2182	EPS (元)	0.91	1.28	1.57	1.80
其他	108	91	93	92	主要财务比率				
负债合计	6973	8951	11014	12887	会计年度	2008	2009F	2010F	2011F
少数股东权益	362	441	539	652	成长能力				
股本	1000	1000	1000	1000	营业收入	108.1%	58.5%	22.7%	20.7%
资本公积	1670	1670	1670	1670	营业利润	87.3%	36.5%	24.9%	14.6%
留存收益	1076	2356	3930	5733	归属于母公司净利	45.3%	39.9%	23.1%	14.5%
归属母公司股东权益	3730	5025	6600	8403	获利能力				
负债和股东权益	11065	14416	18152	21941	毛利率	24.5%	22.5%	22.9%	21.9%
现金流量表					净利率	14.2%	12.5%	12.5%	11.9%
单位: 百万元					ROE	24.5%	25.5%	23.9%	21.5%
会计年度	2008	2009F	2010F	2011F	ROIC	58.5%	51.8%	40.6%	62.2%
经营活动现金流	864	1218	414	3212	偿债能力				
净利润	1037	1358	1673	1916	资产负债率	63.0%	62.1%	60.7%	58.7%
折旧摊销	63	85	126	155	净负债比率				
财务费用	42	-24	-14	-77	流动比率	1.62	1.73	1.68	1.73
投资损失	-266	-177	-207	-197	速动比率	1.24	1.24	1.20	1.25
营运资金变动	-45	-8	-1277	1461	营运能力				
其它	33	-16	114	-46	总资产周转率	0.78	0.80	0.77	0.76
投资活动现金流	-1000	-788	-567	-74	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	946	1250	700	200	应付账款周转率	5.11	4.63	4.31	4.22
长期投资	-325	-7	2	-1	每股指标 (元)				
其他	-379	454	135	125	每股收益	0.91	1.28	1.57	1.80
筹资活动现金流	743	905	14	77	每股经营现金流	0.86	1.22	0.41	3.21
短期借款	-420	0	0	0	每股净资产	3.73	5.03	6.60	8.40
长期借款	1129	900	0	0	估值比率				
普通股增加	500	0	0	0	P/E	40.98	29.30	23.80	20.79
资本公积增加	-50	0	0	0	P/B	10.05	7.46	5.68	4.46
其他	-415	5	14	77	EV/EBITDA	29	22	17	15
现金净增加额	607	1334	-140	3215					

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