

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

年报点评

宝胜股份 (600973)

中性 (维持)

铜价波动搅局业绩预期

2009 年 03 月 22 日 何本虎 电力设备行业高级研究员 86-755-22622283 hebh@pasc.com.cn

事项

3 月 21 日，公司公布 2008 年年报，实现收入 452557 万元，同比增长 15.3%，实现净利润 947 万元，同比增长-92.7%。每股收益为 0.03 元。另外，公司拟实现 10 送 0.7 元的利润分配方案。

主要观点

■ 收入仍有增长，但毛利率大幅下降

收入增长含金量并不高

2008 年，公司实现收入 452557 万元，同比增长 15%。其中，导线增长 1484% 是收入增长的主要原因。另外，技术含量较高的电气电缆也有较好表现，增幅达到 19%，主要与新产品橡胶电缆的增长有关。

如果扣除导线业务，2008 年的收入增长为 6000 万左右，相对于 2007 年的幅度不足 2%。因此说，2008 年的收入增长并不具备高含金量。

毛利率下降吞噬净利润

综合毛利率下降 5 个百分点，其中，收入占比最大的电力电缆和电气电缆的毛利率分别下降 5.1 个百分点和 2.9 个百分点，二者合计的毛利影响为 1.8 亿。

比较财务数据看，2008 年的营业利润同比减少 16884 万元，与电力电缆和电气电缆的毛利影响的差异为 1000 万左右。因此说，毛利率下降是业绩下降的主要原因。

图表 1 2008 年主导产品收入及毛利率变化一览表

	收入(万元)	收入变化(%)	毛利率(%)	毛利率变化
导线	57255	1483.6	2.7	增加 4.6 个百分点
电力电缆	301687	-2.4	8.4	下降 5.1 个百分点
电气电缆	66752	19.4	21.2	下降 2.9 个百分点
通信电缆	8477	-21.4	9.7	增加 1.8 个百分点
综合	452557	15.3	9.2	下降 5.0 个百分点

资料来源：公司公告

图表2 08年财务数据一览表

	2007 年	2008 年	同比变化
一、营业收入(万元)	392530	452557	15.3%
减：营业成本(万元)	336905	411083	22.0%
营业费用(万元)	20164	19833	-1.6%
管理费用(万元)	9106	7722	-15.2%
财务费用(万元)	4060	8643	112.9%
资产减值损失(万元)	2387	2336	-2.1%
二、营业利润(万元)	18955	2079	-89.0%
加：营业外收支(万元)	342	-638	-286.5%
三、利润总额(万元)	19297	1441	-92.5%
减：所得税(万元)	5703	931	-83.7%
四、净利润(万元)	13594	510	-96.2%
减：少数股东损益(万元)	25	0	-100.0%
归属母公司净利润(万元)	13569	510	-96.2%

资料来源：平安证券、WIND

■ 期货移仓——毛利率下降的原因

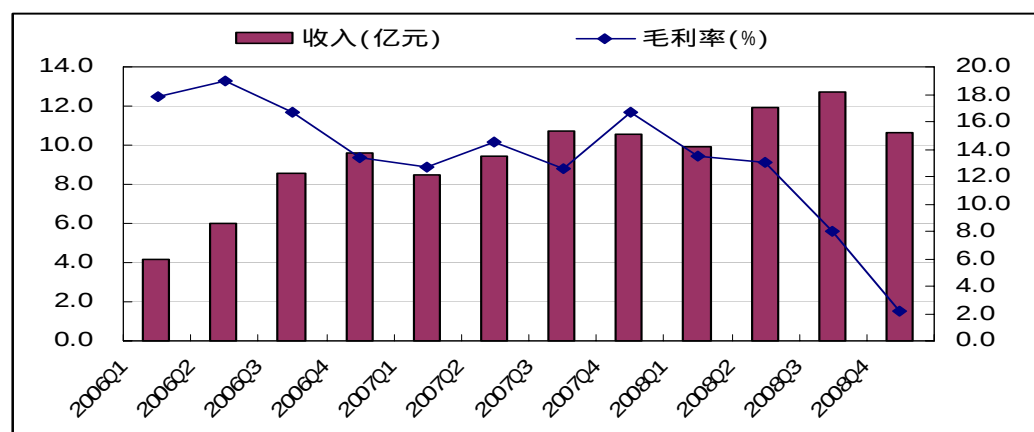
我们前面分析到，毛利率下降成为公司业绩下降的主要原因。其中，第四季度由于原材料价格波动引起的系列原因最为重要。

2008年第四季度以来，铜价持续暴跌，公司计提了5700万的期货移仓损失。公司第四季度收入为10.7亿，较第三季度的12.7亿减少2亿，而毛利率2.2%较第三季度的8.0%下降5.8个百分点。如果扣除5700万的移仓因素，第四季度毛利率与第三季度基本持平。

也就是说，公司全年毛利率的下降并非第四季度移仓因素所全部导致，而第三季度开始的毛利率下降也是重要原因。

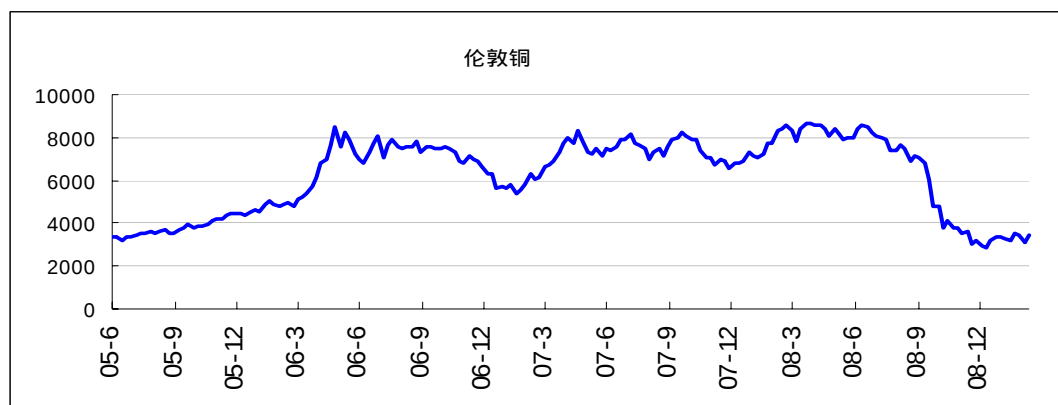
依据我们跟踪的信息，第三季度的毛利率下降除了行业因素外，中压电缆的市场开拓进程低于预期也是重要原因。

图表3 单季度收入和毛利率变化对比图



资料来源：平安证券、WIND

图表4 LME 三月期铜走势图



资料来源：平安证券

■ 管理费用和财务费用值得关注

营业费用，基本正常

营业费用看，同比小幅下降，由于扣除导线业务后的收入增长只有2%，表明营业费率基本稳定，也具有刚性特征。

管理费用，两大看点

管理费用全年为7722万元，同比下降15%。单季度数据看，第四季度为916万元，同比下降70%，环比下降49%。简要分析不难看出，第四季度的管理费用表现不错，很自然地让我们与公司总经理的变化进行联想。公司在08年10月份进行了总经理的变更，原来主管销售的副总谭崇建接替孙振华出任新的总经理，第四季度的管理费用下降与此是否有直接关系，值得我们继续跟踪。

另外，管理费用作为经营管理的重要指标外，在新的会计制度下将存货跌价损失也纳入其中。出于对第四季度原材料价格下跌引致的存货损失计提的预期，我们也观察了存货的变化情况，第四季度的1.79亿相对于第三季度4.95亿大幅减少。

究竟是计提损失还是存货消化，对2009年业绩有重要影响。结合存货明细的帐面18347万元，跌价准备431万元和净值17917万元看，存货减少主要来自于外部销售，而非跌价损失，对2009年业绩影响有限。

财务费用压力预计会降低

在收入小幅增长的情况下，财务费用同比增幅达到113%，反映出资金面仍较为紧张。随着同价下跌，预计原材料占用资金会有所下降，财务压力将有所缓解。

■ 定单较为充足，行业龙头地位延续

依据预收帐款数据看，公司的定单仍较为充足，预计截止2008年底的数据为25亿左右，同比有20%左右的增长。在行业景气度下降的背景下，表明了公司的行业地位仍突出。不过，从目前看，毛利率能否回升，以及回升幅度是业绩回升力度的主要原因。

■ 业绩预测及投资评级

i、关键假设：

(1) 2009年铜价平均水平假设为2008年的50%；

(2) 由于铜价与2005年基本一致，因此，毛利率水平的提高参照2005年的水平。

ii、主要财务数据明细表

图表 5 销售收入和毛利预测明细表

		2007 年	2008 年	2009E	2010E
导线	收入	3601	57040	51336	61603
	增长率		1484.0%	-10.0%	20.0%
	毛利率	-1.9%	2.7%	5.0%	5.0%
	毛利	-68	1540	2567	3080
电力电缆	收入	309105	301686	226265	271518
	增长率		-2.4%	-25.0%	20.0%
	毛利率	13.0%	8.4%	16.0%	16.0%
	毛利	40184	25342	36202	43443
电气电缆	收入	55076	66752	60077	72092
	增长率		21.2%	-10.0%	20.0%
	毛利率	22.2%	19.5%	30.0%	30.0%
	毛利	12227	13017	18023	21628
通信电缆	收入	10784	8476	6781	6103
	增长率		-21.4%	-20.0%	-10.0%
	毛利率	11.8%	10.0%	14.0%	14.0%
	毛利	1273	848	949	854
其他	收入	17071	18437	19359	20326
	增长率		8.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	11.7%	3.7%	10.0%	10.0%
	毛利	1997	682	1936	2033
合计	收入	395637	452391	363817	431642
	毛利	55612	41428	59677	71038

资料来源：平安证券、WIND

图表 6 盈利预测表

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E
一、营业收入(万)	129653	282930	392530	452557	363817	431642
减：营业成本(万)	105614	238539	336905	411083	304140	360605
主营业务税金及附加(万)	461	599	953	861	692	821
营业费用(万)	9418	16071	20164	19833	23800	27370
管理费用(万)	6963	8159	9106	7722	8494	9344
财务费用(万)	1125	1992	4060	8643	10372	11409
资产减值损失(万元)		2370	2387	2336	2336	2336
加：投资收益(万元)						
二、营业利润(万)	7521	15200	18955	2079	13984	19759
加：营业外收支(万)	-139	2	342	-638	0	
三、利润总额(万)	7386	15202	19297	1441	13984	19759
减：所得税(万)	2533	4094	5703	931	2098	4940
少数股东损益(万)		12	25	0	0	0
四、净利润(万)	4853	11096	13569	510	11886	14819
五、总股本 (万)(09.3.22)						15600
每股收益(元)	0.31	0.71	0.87	0.03	0.76	0.95
净利润增长率	—	128.6%	22.3%	-96.2%	2230.6%	24.7%

资料来源：平安证券、WIND

iii.估值及投资评级

预计2009年和2010年的每股收益分别为0.76元和和0.95元，我们给予2009年市盈率为15~18倍，2010年市盈率为12~15倍，合理目标价在11~14元。目前股价已经有所偏高，我们维持“中性”评级。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场8层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257