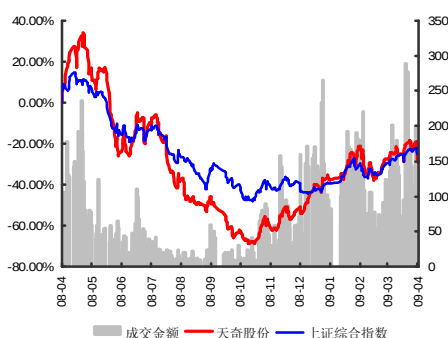


2009 年 04 月 24 日

推荐 (维持)

最近 52 周走势:

相关研究报告:

《风电零部件爆发在即、物流自动化成长可期》 2009 年 3 月 5 日

报告作者:

能源组

杨平

电话: 021-58766036-202

Email: yangp@glsc.com.cn

刘斌

电话: 021-58766036-208

Email: liub@glsc.com.cn

独立性申明:

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,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响,特此申明。

“青黄不接”终有时,

静待“风”“物”两相宜

事件: 公司 2008 年实现主营业务收入 8.63 亿元,净利润 5236 万元,同比分别增长 100.10%、18.76%,业绩略低于我们此前的预期。公司 09 年一季报披露营业收入 9328 万元,净利润 156 万元,每股收益 0.01 元,同比分别下跌 64.24%、95.13%、93.33%,预计 09H1 亏损 1000—1500 万元。

点评:

I 08 下半年房地产滞销,物流自动化毛利率下滑明显

08 下半年盈利能力大幅下降,房地产销售低迷出现小幅亏损,物流自动化业务受原材料前高后低大幅波动影响,毛利率大幅下滑,08Q4 单季度毛利率下滑至历史最低 21.65%。

I 09 上半年恰逢“青黄不接”

09 年上半年物流自动化面临同比下滑的窘境,房地产中短期内难有积极贡献,风电零部件产能释放主要集中在下半年。

I 物流自动化毛利率回升、订单增长可期

物流自动化 09Q1 新增存货 1.1 亿元,预付款项新增 6000 万元,毛利率恢复至 30.70%正常水平,随着汽车行业的转暖,汽车物流业务下半年极有可能“柳暗花明”。

I 风电业务爆发在即

公司风电业务并未受宏观经济周期影响,其业绩体现主要由产能进度决定。我们预计风电零部件业务 09、10 年贡献 EPS 分别为 0.17 元、0.37 元。

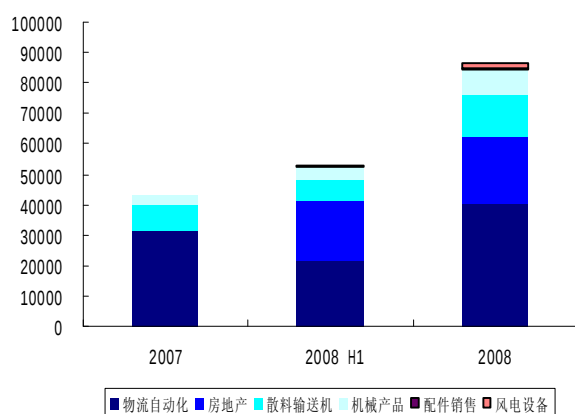
主要财务指标 (百万元)			
	2008	2009E	2010E
主营业务收入	863	1152	1708
YOY	100.10%	29.98%	48.30%
净利润	52	72	127
每股收益 (元)	0.24	0.33	0.58
市盈率 (X)	41.33	30.06	17.1
数据来源: 国联证券研究所			

08 年下半年房地产滞销，物流自动化毛利率下滑明显

公司 08 年下半年销售收入增加近 3.35 亿元，但净利润仅增长 639 万元，盈利能力大幅下降。公司三大业务中散料输送机及普通机械业务下半年继续保持高增长，贡献收入 1.14 亿元，占下半年收入构成的 34%，但毛利率为 10.22%、15.57%，全年净利润合计贡献仅 350 万。

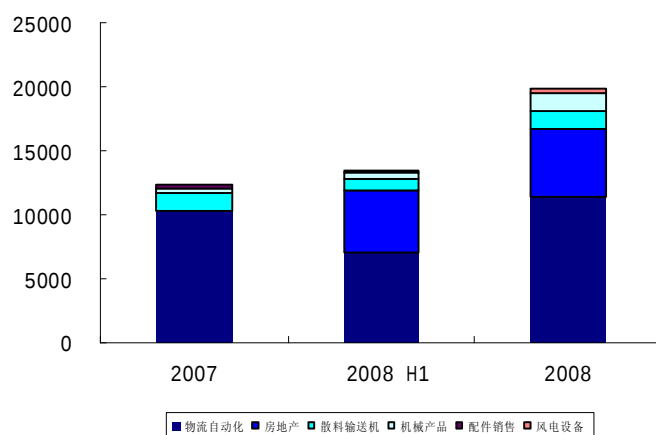
房地产上半年贡献 2 亿销售收入，近 1300 万元净利润，而下半年受房地产市场低迷影响，仅完成约 2000 万销售收入，出现小幅亏损。

图 1：主要产品销售收入占比



数据来源：公司、国联证券研究所

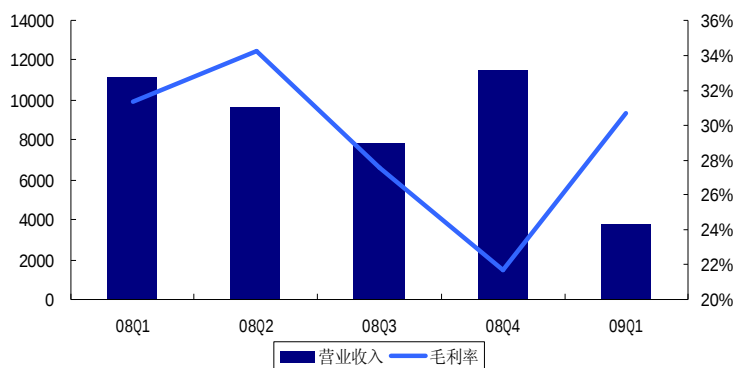
图 2：主要产品毛利润贡献



数据来源：公司、国联证券研究所

物流自动化业务仍是公司 08 年“现金牛”业务，下半年体现更为明显，全年收入占比 46.47%，毛利润贡献占比达 57.16%。物流自动化项目建设周期较长，一般需要 6-12 个月，08 年原材料价格前高后低的大幅波动，导致公司下半年结算的物流自动化项目毛利率下滑明显，08Q4 单季度毛利率下滑至历史最低 21.65%，较 08 年中报 32.93% 大幅下滑 10 个点。

图表 3：物流自动化单季度毛利率对比



数据来源：wind 国联证券研究所

09 上半年恰逢“青黄不接”

公司 09 年上半年面临“青黄不接”的短暂低迷时期。

物流自动化业务方面，受 08 年汽车行业低迷影响，2008 年公司新签订单 2.9 亿元，同比下降 37.18%，按照项目周期推算，09 年上半年物流自动化业务面临同比下滑的窘境。

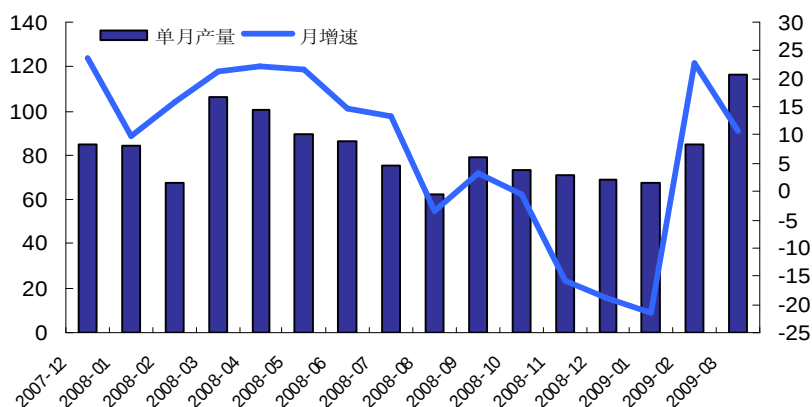
天奇城一期住宅房已去化 70%，商铺及综合商务房销售推进缓慢，公司考虑采取租赁的方式对商铺进行业态的统一规划。08 年上半年房地产对公司业绩的积极贡献中短期内难以重现。

风电零部件业务，叶片和机加件交货集中在下半年体现，铸件和结构件上半年将贡献收入，但仍属于产能扩张期。

物流自动化毛利率回升、订单增长可期

汽车产业振兴规划及汽车下乡等一系列政策的出台，一季度国内汽车市场回暖迹象明显，汽车生产及消费增速明显。随着汽车市场的升温，许多延期或被取消的项目重新启动，新车型、新增产能将产生新建生产线和旧生产线改造需求，公司汽车物流自动化业务订单增长可期。

图表 4：国内汽车产量增速恢复明显



数据来源：聚源 国联证券研究所

公司一季报披露物流自动化存货新增约 1.1 亿元，存货总额达 2.43 亿元；预付款项新增 6000 万元，按照业内预付款占项目款 30% 的上限推算，一季度公司新增订单约 1.8 亿元。此外，公司增资控股长春一汽工艺装备有限公司（以下简称“工装有限”），不仅可以通过自产工装夹具降低成本，通过同一汽集团的战略合作（一汽集团参股工装有限 33%），公司巩固了在一汽集团的汽车物流自动化市场份额。

图表 5: 近期新增订单情况

时间	项目	备注
08 年 11 月	海马郑州总装及焊接	4198 万元 (08 年已确认 919 万)
09 年 1 月	广汽乘用车总装、车门、焊接输送线	5297 万元
09 年 2 月	耐克太仓物流中心输送机械化系统	3316 万元

数据来源: 公司公告、国联证券研究所

原材料价格维持相对稳定,也确保了物流自动化业务毛利率恢复至正常水平,从图 3 中可见,公司物流自动化毛利率一季度强劲反弹,单季度毛利率从 08Q4 的 21.65%恢复至 30.70%,基本接近 08Q1 水平。

我们认为汽车行业的复苏值得期待,作为先行的汽车物流自动化业务复苏时间将提前于汽车行业,加之部分原有项目只是缓建,恢复项目建设周期短,公司汽车物流业务下半年呈现“柳暗花明”局面有极大可能性,我们下调物流自动化业务(含散货物流和普通机械)09、10 年贡献 EPS 至 0.16、0.21 元。

I 风电零部件爆发在即

公司风电业务并未受宏观经济周期影响,其业绩体现主要由产能释放决定。我们认为公司风电零部件发力在即,叶片产能下半年集中释放,800KM 竹叶片 7000 万订单在手、1.5MW 玻璃钢叶片将开始批量供货;天奇风电零部件公司外销大单毛利较高;江苏一汽铸造产能扩张,投资收益贡献明显。我们预计风电零部件业务 09、10 年贡献 EPS 分别为 0.17 元、0.37 元。

I 估值和评级

鉴于公司房地产销售存在较大不确定性,我们暂剔除房地产业务对公司 09 年的盈利贡献,且不考虑工装有限的影响。我们认为随着物流自动化业务下半年的强劲反弹和风电零部件爆发性增长,公司 09、10 年仍将保持较快增长,预计 09、10 年 EPS 为 0.33、0.58 元,对应 PE 分别为 30X、17X,维持“推荐”评级。

损益表

单位: 万元

	2008	2009E	2010E
营业总收入	86339	115174	170804
YOY	100.23%	29.98%	48.30%
营业总成本	78836	103897	151633
营业成本	66490	86493	129180
营业税金及附加	2325	796	1165
销售费用	1852	2874	3011
管理费用	6740	12394	16356

财务费用	1109	1341	1921
资产减值损失	319	--	--
其他经营收入	-9	1350	2930
营业利润	7493	12627	22101
加：营业外收入	638	---	--
减：营业外支出	106	----	----
利润总额	8025	12627	22101
减：所得税	1857	2732	4977
净利润	6168	9895	17124
减：少数股东损益	932	2649	4389
归属母公司净利润	5235	7245	12735
每股收益	0.24	0.33	0.58

数据来源：国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。