

湘财证券研究所

电力设备与新能源小组

侯文涛

Tel: 021-68634518-8007

E-Mail: hwt2894@xcsc.com

冯舜

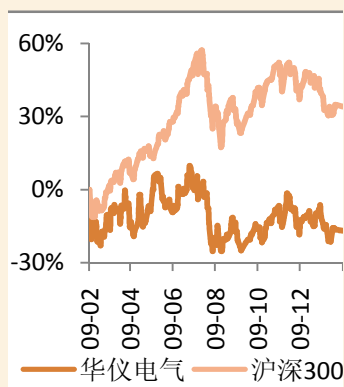
Tel: 021-68634518-8020

E-Mail: fs2855@xcsc.com

刘昭亮

Tel: 021-68634518-8228

E-mail: lzl2581@xcsc.com



基本数据(02.22)

收盘价(元)	14.95
总股本(百万股)	274.02
增发后股本	364.02
流通股本(百万股)	148.83
总市值(亿元)	40.97
流通市值(亿元)	22.25
PE TM	49.36
每股净资产	2.74

目标价:	17.5元
评级:	增持

投资要点

事件：公司拟于3月1日召开股东大会，正式审议非公开发行预案。本次非公开发行股份数量为不超过9000万股，发行价格不低于14.12元/股。其中，华仪集团承诺以现金方式认购不超过本次非公开发行股份总数的15%。

- **募资项目用于风力发电和智能电网两个产品领域。**风力发电方面包括三个项目，主要是3MW的风力发电机组产业化项目；智能电网方面包括两个项目，分别是充气类高压开关设备技改和智能配电设备产业化项目。计划投入资金共11.457亿元。
- **风机在机型和产业化进度方面落后于其他大型风机厂商。**公司目前的主要风机机型为780KW和1.5MW，09年末公司的1.5MW风机刚刚步入交货期，产能200台。根据公司规模，未来3-5年内3MW机型将成为主力，达到350台的产能，新增年收入35.875亿元。公司目前尚无海上风机的研发计划，在陆上风机方面，相对华锐风电、金风科技、东方电气、湘电股份等其他厂商，产业化进度较为落后，在激烈竞争的风机市场有可能面临较为不利的局面。
- **公司通过签署战略合作协议和募投的风电一体化项目，可以锁定客户，保证风机产品的销售渠道。**公司已与内蒙古、吉林、山东、辽宁等风能资源丰富地区的地方政府签署合作开发协议，共同开发当地风能资源，为公司风机产品未来获取充足订单锁定客户。另外，公司募投的风电一体化服务项目，可以通过与小规模风电运营商建立长期的业务合作关系，在未来新风场设备采购及老风场设备更新的市场中获得订单。一体化服务项目达产后可贡献收入4.99亿元。
- **面向智能电网建设，扩充GIS产能，新增配电开关产品产能。**公司将新增12kv C-GIS 300台，新增40.5kv C-GIS 600台，新增12kv 环网柜1,200台，新增充气类户外开关5,000台。随着开关柜产品小型化、智能化的趋势，C-GIS年需求量将达1.5-2.0万台，市场前景看好。智能配电设备研发及产业化建设项目将新增智能配电开关系列产品5,000台/年，新增固态密封紧凑型环保配电开关10,000台/年，配电自动化与配电管理系统10套/年。达产后智能电网产品合计可新增收入6.66亿元。
- **给予公司“增持”评级。**公司的5个募投项目建设期在1-2年，预计将于2012年开始贡献业绩，对于未来公司的业绩有较大提升效果。我们预计公司09-12年增发后摊薄EPS分别为0.35、0.45、0.70、1.28元，2010年动态市盈率33.22倍，给予公司“增持”评级。
- **风险因素。**3MW风机项目不能如期释放产能；产品毛利下降导致盈利水平低于预期。

重要财务指标				
				单位: 百万元
主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	775	1192	1336	1999
收入同比(%)	6%	54%	12%	50%
归属母公司净利润	75	129	162	255
净利润同比(%)	-1%	73%	26%	57%
毛利率(%)	26.9%	26.6%	26.6%	26.6%
ROE(%)	18.3%	15.8%	7.4%	10.5%
全面摊薄每股收益(元)	0.21	0.35	0.45	0.70
P/E	54.97	31.78	25.22	16.05
P/B	10.04	5.01	1.87	1.68
EV/EBITDA	36	20	16	11

表 1、公司募投项目概况

募投项目		募投金额 (万元)	建设期 (年)	投产期 (年)	达产后收 入(亿元)	利润总额 (万元)
风力发电	3 兆瓦风力发电机组高技术产业化项目	46600	1.5	3.5	35.875	25027
	上海华仪风电技术研究院项目	19280	3			
	风电一体化服务项目	19530	2	2	4.99	4241
智能电网	充气类高压开关设备生产线技术改造项目	11130	1.5	2.5	2.359	3132
	智能配电设备研发及产业化建设项目	18030	1.5	2.5	3.3	5207

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

表 2、分业务盈利预测

		2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
1.5MW 风机 (780KW 进行 折算)	套	70	100	150	200	200
	收入(亿元)	5.355	7.05	9.675	11.7	10.5
	单价(元/KW)	5100	4700	4300	3900	3500
3MW 风机	套	-	35	123	210	350
	收入(亿元)	-	4.935	15.867	24.57	36.75
	单价(元/KW)	-	4700	4300	3900	3500
风电一体化	收入(亿元)	-	-	2.50	4.99	4.99
高压开关产品	收入(亿元)	8.00	8.00	9.67	11.33	14.66
收入合计		13.36	19.99	37.71	52.59	66.90

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	927	1055	2145	2552
现金	108	137	1169	923
应收账款	385	552	555	1073
其他应收款	21	35	39	58
预付账款	113	142	172	251
存货	272	158	175	197
其他流动资产	26	30	36	50
非流动资产	206	614	992	1141
长期投资	13	9	10	10
固定资产	77	453	793	905
无形资产	102	140	176	213
其他非流动资产	13	12	13	13
资产总计	1132	1669	3136	3693
流动负债	698	820	911	1201
短期借款	310	253	272	266
应付账款	202	323	358	537
其他流动负债	186	244	281	398
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	698	820	911	1201
少数股东权益	26	32	39	49
股本	244	274	364	364
资本公积	19	281	1398	1398
留存收益	145	262	424	679
归属母公司股东权益	408	817	2187	2442
负债和股东权益	1132	1669	3136	3693

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	-62	259	240	-22
净利润	78	134	169	266
折旧摊销	12	29	65	92
财务费用	19	16	-7	-23
投资损失	-1	-0	-1	-0
营运资金变动	-179	66	12	-402
其他经营现金流	9	14	2	45
投资活动现金流	-79	-437	-442	-240
资本支出	72	400	400	200
长期投资	-13	-4	1	-0
其他投资现金流	-20	-41	-40	-41
筹资活动现金流	123	207	1234	17
短期借款	170	-57	19	-6
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	30	90	0
资本公积增加	0	262	1117	0
其他筹资现金流	-47	-28	7	23
现金净增加额	-18	29	1032	-246

利润表

单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	775	1192	1336	1999
营业成本	567	875	981	1467
营业税金及附加	4	6	7	10
营业费用	38	53	62	91
管理费用	46	61	72	106
财务费用	19	16	-7	-23
资产减值损失	11	9	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	1	0
营业利润	90	172	213	339
营业外收入	7	5	6	5
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	95	176	217	343
所得税	17	41	47	77
净利润	78	134	169	266
少数股东损益	3	5	7	11
归属母公司净利润	75	129	162	255
EBITDA	121	217	270	408
EPS (元)	0.31	0.47	0.45	0.70

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	6.4%	53.7%	12.1%	49.6%
营业利润	-23.6%	91.0%	23.4%	59.4%
归属于母公司净利润	-0.8%	73.0%	26.0%	57.2%
获利能力				
毛利率(%)	26.9%	26.6%	26.6%	26.6%
净利率(%)	9.6%	10.8%	12.2%	12.8%
ROE(%)	18.3%	15.8%	7.4%	10.5%
ROIC(%)	14.5%	15.1%	12.2%	13.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	61.6%	49.1%	29.0%	32.5%
净负债比率(%)	44.42%	30.89%	29.88%	22.13%
流动比率	1.33	1.29	2.35	2.12
速动比率	0.94	1.09	2.16	1.96
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.85	0.56	0.59
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	2.71	3.33	2.88	3.28
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.47	0.59	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.23	0.94	0.88	-0.08
每股净资产(最新摊薄)	1.49	2.98	7.98	8.91
估值比率				
P/E	54.97	31.78	25.22	16.05
P/B	10.04	5.01	1.87	1.68
EV/EBITDA	36	20	16	11

□ 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

□ 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。