

新能源装备托起明天的高增长

研究结论

- 公司 2009 年实现营业收入 13.88 亿元，同比增长 60.09 %；归属母公司净利润 1.55 亿元，同比增长 19.83%，实现每股收益 0.72 元，基本符合我们的预期。水电、风电等新能源装备的爆发式增长，是公司实现高增长的主要驱动因素。
- **风电铸锻件是公司高增长的重要引擎。**2009 年公司主要为华锐风电配套的大型锻件项目和瓦房店铸铁件项目相继投产，当年签订铸铁件订单高达 12.41 亿元，同比增长 148.69%，成为拉动公司营业收入实现 60.09% 高增长的主要驱动因素。在我国风电装机容量迅速膨胀的行业背景下，我们预计未来三年公司该项业务有望持续保持年均 30% 以上的高增长。
- **水电铸件是今天的支撑，核电铸件是明天的希望。**2010 年我国在建的水电项目多达 252 个，创历史之最，我国水电正处于前所未有的黄金发展期。公司的大型水电铸钢件扩产项目已经建成达产，公司的水电铸件高增长将会部分抵消火电铸件的下滑，同时在火电上大压小的支撑下，我们预计公司的电站铸钢件业务未来三年有望趋于平稳。公司已把核电设备锁定为业务拓展的新动力，涉及常规岛的主泵泵壳和气缸已拿到订单，成功进入核电领域，一旦获取安全认证，公司会往附加值更高的主岛进发，核电铸件的研发成功是公司电站铸钢件再次步入高增长的希望。
- **船用铸件和重型机械铸件仍有潜力可挖。**面对金融危机的影响，公司的船用铸件和中型机械铸件仍分别实现了 38.91% 和 142.92% 的高增长，这主要得益于公司船用螺旋桨等新产品的拓展和营销力度的加大。在产品结构进一步调整优化和管理水平不断提升的驱动下，我们预计公司该项业务未来三年有望持续保持 10% 以上的增长水平。
- **风险因素与催化剂：**宏观经济波动影响的不确定性和钢材等原材料价格的波动是公司面临的主要风险因素。在大力发展战略性新兴产业框架下的相关新能源装备的扶植力度和集团集体上市的预期是公司股价的催化剂，风电锻铸件和水电铸件业务的高增长，以及核电铸件业务的拓展是公司高增长的主要驱动因素，我们预计公司未来三年净利润复合增长率为 28.88%。
- 2009 年公司股价估值水平的波动区间为 PE20.76—41.41 倍，2010 年公司股价将在新能源装备领域的高成长弹性和火电铸件下滑的不确定性中寻找平衡，我们给予公司 30 倍 PE 估值水平，对应 2010 年预测 EPS 的股价为 26.99 元，目前股价存在低估，维持增持投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武、安倩、胡耀文

机械行业分析师

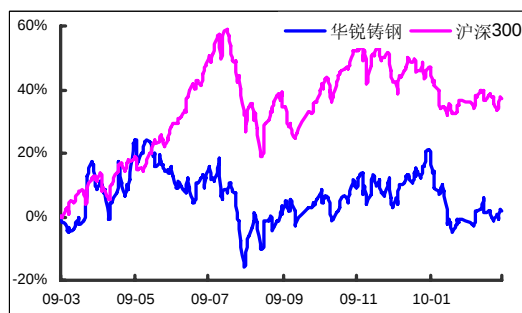
8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 3 月 18 日收盘价)	23.69 元
目标价格 (6 个月)	26.99 元
总股本/A 股 (万股)	21400/21400
A 股市值 (百万元)	5069.66
国家/地区	中国
行业	普通机械制造业
报告日期	2010 年 3 月 19 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	2.55	(1.25)	4.29
相对表现 (%)	2.72	3.41	(31.29)

资料来源: WIND

财务分析

(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1388.20	1620.33	1993.86	2570.39
税前利润	180.07	226.53	281.83	371.77
归属母公司净利润	154.71	192.55	239.56	316.00
EBITDA	275.50	324.47	381.73	476.58
每股收益(元)	0.72	0.90	1.12	1.48
净资产收益率	14.68%	15.80%	16.90%	18.89%
每股经营现金(元)	1.43	1.35	1.48	1.81
市盈率(X)	36.50	26.33	21.16	16.04
EV/EBITDA	20.71	15.05	12.18	9.13

资料来源: 公司资料、东方证券研究所

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。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1388.20	1620.33	1993.86	2570.39	税后利润	154.71	192.55	239.56	316.00
营业成本	1128.40	1302.91	1604.09	2062.01	经常性现金支出	109.28	112.18	116.95	125.03
主营业务税金及附加	3.99	5.14	5.99	7.81	非经常性现金支出	(0.49)	9.81	9.79	10.03
销售费用	5.28	6.16	7.52	9.73	营运资金变动	42.42	(26.55)	(48.54)	(64.79)
管理费用	62.38	71.29	85.74	107.96	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	15.76	11.69	8.13	4.63	经营活动现金净流	305.92	287.99	317.75	386.27
营业利润	172.39	223.14	282.39	378.25	资本开支	299.84	37.74	37.76	37.46
非经常性损益	7.68	3.39	(0.56)	(6.48)	其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	180.07	226.53	281.83	371.77	投资活动现金净流	(299.84)	(37.74)	(37.76)	(37.46)
所得税	25.36	33.98	42.27	55.77	贷款增加	(55.00)	0.00	0.00	0.00
净利润	154.71	192.55	239.56	316.00	支付股利利息	(50.40)	(5.41)	(35.22)	(40.03)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他融资	(56.67)	0.85	(10.68)	(10.21)
归属母公司净利润	154.71	192.55	239.56	316.00	筹资活动现金净流	(107.07)	(4.57)	(45.89)	(50.24)
EPS (元/股)	0.72	0.90	1.12	1.48	现金净流量	(100.98)	245.68	234.10	298.57
					现金期初余额	302.57	201.59	447.28	681.37
					现金期末余额	201.59	447.28	681.37	979.94
资产负债表 (人民币百万元)					比率分析				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	201.59	447.28	681.37	979.94	增长能力				
应收账款票据	696.37	808.83	1017.10	1327.86	营收增长率(%)	60.59%	16.72%	23.05%	28.92%
存货	263.61	322.50	411.75	548.65	EBITDA 增长率(%)	52.82%	17.77%	17.65%	24.85%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	23.13%	24.81%	23.72%	31.79%
流动资产合计	1168.56	1598.40	2135.41	2885.21	净利润增长率(%)	19.83%	24.46%	24.41%	31.91%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	盈利能力				
固定资产	1047.11	959.37	901.82	847.73	毛利率(%)	18.72%	19.59%	19.55%	19.78%
在建工程	12.72	52.54	60.51	62.10	净利率(%)	11.14%	11.88%	12.01%	12.29%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 利润率(%)	19.85%	20.02%	19.15%	18.54%
非流动资产合计	1194.29	1130.13	1076.71	1020.18	ROA(%)	6.55%	7.06%	7.46%	8.09%
资产总计	2362.85	2728.54	3212.13	3905.41	ROE(%)	14.68%	15.80%	16.90%	18.89%
					ROIC(%)	12.28%	14.70%	17.36%	21.05%
循环借款	180.00	180.00	180.00	180.00	偿债能力				
应付账款	957.20	1107.48	1347.44	1711.47	资产负债率(%)	55.40%	55.33%	55.87%	57.15%
预收账款	36.16	48.61	69.79	102.82	流动比率(倍)	1.00	1.16	1.29	1.38
其他应付款	(11.79)	(11.73)	(9.65)	(6.36)	速动比率(倍)	0.77	0.91	1.02	1.10
流动负债合计	1173.67	1374.40	1659.22	2096.69	价值评估				
非流动负债合计	135.42	135.42	135.42	135.42	P/B(倍)	5.36	4.16	3.58	3.03
负债合计	1309.09	1509.83	1794.64	2232.11	P/E(倍)	36.50	26.33	21.16	16.04
股本	214.00	214.00	214.00	214.00	EV/收入(倍)	4.11	3.01	2.33	1.69
资本公积	539.75	578.26	626.17	689.37	EV/EBITDA(倍)	20.71	15.05	12.18	9.13
未分配利润	249.78	366.59	505.49	682.29	EV/EBIT(倍)	30.33	20.79	16.00	11.36
股东权益	1053.76	1218.71	1417.50	1673.30					
负债和股东权益	2362.85	2728.54	3212.13	3905.41					

资料来源：东方证券研究

分析师承诺

周凤武 机械行业资深分析师

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。

安倩 机械行业助理分析师

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。

胡耀文 机械行业助理分析师

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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn