

主营收入大幅下降，公司亏损两千万

中性

分析师：田书华 邮箱：tianshuhua@chinastock.com.cn 电话：010-66568736 执业证书编号：S0130200010383

1. 事件

4月27日上风高科公布了2009年年度报告，年报显示公司2009年度全年共实现主营业务收入95,967.41万元，比上年降低了25.18%；实现利润总额-1913.70万元；其中归属于母公司的净利润-2015.44万元，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为-2289.94万元；每股收益-0.1元，比去年的每股收益0.06元下降了266.67%。

2. 我们的分析与判断

(1) 公司各项业务收入都有较大幅度下降

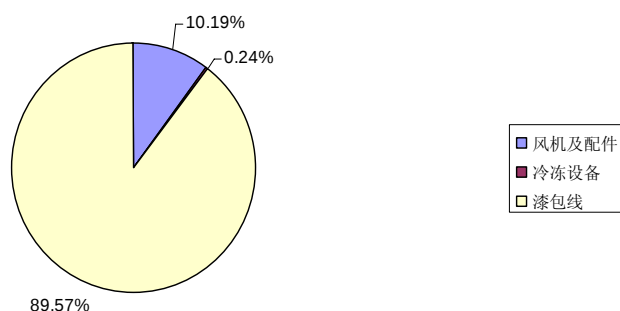
公司主要产品有以下几种：风机及配件、冷冻设备业、漆包线，2009年公司各项业务收入构成如下图表。

表 1：2009 年公司各项业务收入构成

	收入（万元）	收入所占比例
风机及配件	9722.95	10.19%
冷冻设备	225.61	0.24%
漆包线	85432.07	89.57%
总计	95380.63	100%

资料来源：中国银河证券研究所

图 1：2009 年公司各项业务收入构成



资料来源：中国银河证券研究所

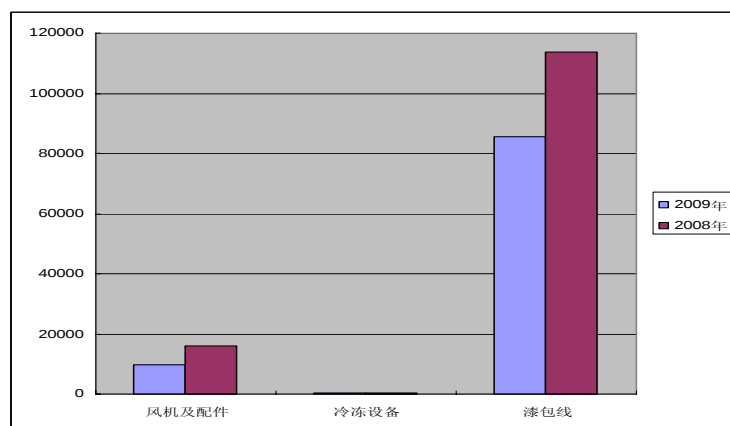
世界金融危机对公司业务影响较大影响，特别是2009年上半年，公司产品市场低迷，订单萎缩，国内需求不旺，2009年公司各项业务都有较大幅度的下降，再加上原材料价格波动等一系列因素都给本公司业绩带来了较大影响。

表 2: 2009 年公司各项业务都有较大幅度下降

	2009 年	2008 年	2009 年同比下降幅度
风机及配件	9722.95	16267.27	40.23%
冷冻设备	225.61	280.5397	19.58%
漆包线	85432.07	113803.2	22.69%
合计	95380.63	130351	24.93%

资料来源: 资料来源: 中国银河证券研究所

图 2: 2008、2009 年公司各产品业务收入 (万元) 比较



资料来源: 资料来源: 中国银河证券研究所

(2) 公司业务下降的原因分析

风机及配件业务: 2009 年公司这项业务实现主营业务收入 9,722.95 万元, 同比上年减少 40.23%, 毛利率为 32.94%, 同比上年上升了 3.27 个百分点。受今年外围经济影响, 2009 年上半年, 风机方面大部份已签约的大项目合同都不同程度的要求延迟交货, 配套类业务也因此受影响, 导致公司开工不足; 另由于公司近些年来对产品结构的一个主动调整, 转型做大项目, 也造成一些短平快的小单订单不足, 特别是工民建订单出现一定缺口, 导致报告期内公司业绩不佳。2009 年下半年, 随着国家政府积极财政政策和适度宽松货币政策的实施, 一系列经济刺激举措的推出, 市场形势逐渐好转, 公司各地铁项目生产指令开始下达, 核电项目也发出发货要求, 生产形势开始好转。

漆包线业务: 2009 年公司这项业务实现主营业务收入 85,432.07 万元, 同比上年降低 22.69%, 毛利率为 5.06%, 同比上年下降了 1.23 个百分点。09 年初, 受外部经营环境的影响, 客户订单大幅减少, 尤其是以东莞深圳地区为主的出口市场; 而且大部分客户提出了降价的要求, 客户降价幅度高达 10% 甚至个别客户降幅达到 20%, 降价客户销量占了全年总销量的 75%。降价范围之广, 幅度之大, 是历年来所未有的, 因此上半年经营业绩较差。从 09 年 8 月起, 市场形式好转, 订单量逐步上升, 但为了抢占市场, 加工价格仍然没有得到较大提高, 因此全年的经营利润率较低。

冷冻设备: 因为这项业务收入占公司总收入比例很小, 因此该业务变化对公司收入和利润影响不大。

(3) 公司发展前景及业绩预测

风机及配件：公司主要是专业从事通风与空气处理系统设计、产品开发、制造与销售的企业。通风与空气处理设备行业属于装备制造业的组成部分，在国民经济中占有重要地位，是国家产业政策重点鼓励发展的行业。随着我国能源、石化等重工业和重大基础交通建设的快速发展，核电站、地铁轨道交通、隧道等行业高端产品应用领域市场潜力较大，市场容量增长迅速。根据《中国通风及空气处理行业研究报告》相关数据显示，地铁通风与空气处理设备约占地铁项目总投资额的 8%。未来 5 年，地铁通风及空气处理设备的市场总容量约为 50 亿元，年均增长率在 15% 以上；隧道通风与空气处理系统设备的市场总容量未来 5 年将超过 75 亿元；2010 年核电 HVAC 设备的市场需求将达到 7 亿元，2011 年将达到 9 亿元，2012 年将达到 10 亿元，2013 年将达到 12 亿元，年均增长率在 10% 以上。工业风机方面，首先国内工业固定资产投资额在未来仍将保持比较高的增长，这为工业通风与空气处理系统设备提供了很大的市场需求；另一方面随着先进制造业比重的加大，一大批落后的工艺、设备将逐步被淘汰或者升级换代，这将为工业通风与空气处理系统设备创造潜在的市场需求。综上所述，总得来说，HVAC 市场潜力较大，市场容量增长迅速。

漆包线：公司主要产品有聚酯漆包圆铜线、改性聚酯漆包圆铜线、聚氨酯漆包圆铜线、聚酯亚胺漆包圆铜线、耐高温耐冷媒漆包圆铜线、漆包圆铝线等。相关资料显示，从 2005 年开始，中国每年新增发电装机容量的平均值约为 7,000 万千瓦，与此相关的绕包线需求量约 35 万吨/年。2007 年中国电磁线的产销量 130 万吨，达到历史最高水平，其中绕包线约 35 万吨，漆包线 95 万吨。2008 年受金融风暴影响，漆包线产销量下降约 15%，约为 80 万吨，绕包线没有受到金融风暴影响仍维持 35 万吨水平，2008 年电磁线的产销量约为 115 万吨；2009 年绕包线仍维持 35 万吨，漆包线产销量下降 10%~15%，约为 70 万吨，2009 年电磁线的产销量约为 105 万吨；预计 2010 年漆包线的耗量与 2009 年持平，2011 年和 2012 年每年以 8% 的增幅从 2010 年的谷底回升。

冷冻设备：因为这项业务收入占公司总收入比例很小，因此该业务变化对公司收入和利润影响不大。不过随着经济的回暖，该项业务收入和盈利也会提高。

我们预计公司未来三年收入分别为 1247.58 百万元、1559.47 百万元、1949.34 百万元，每股收益分别为：0.098 元、0.102 元、0.117 元。

主要财务指标预测值在下页表格。

3. 投资建议

考虑到金融危机的阴影依然存在，经济复苏还有变数，因此，公司产品销售量不可能马上回复到常规年份，通过以上我们对公司经营情况的分析和预测，我们给予公司“中性”评级。

表 2: 财务和估值数据

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	81.14	12.48	15.59	19.49	营业收入	959.67	1247.58	1559.47	1949.34
应收和预付款项	425.87	512.80	660.62	806.15	减: 营业成本	883.31	1122.82	1406.64	1758.30
存货	86.81	91.82	131.96	147.76	营业税金及附加	0.78	1.02	1.27	1.59
其他流动资产	0.14	0.14	0.14	0.14	营业费用	30.78	40.01	50.02	62.52
长期股权投资	0.80	0.80	0.80	0.80	管理费用	44.94	58.42	73.03	91.28
投资性房地产	12.82	12.82	12.82	12.82	财务费用	16.74	8.55	11.10	15.80
固定资产和在建工程	197.96	197.76	197.56	197.36	加: 投资收益	4.51	4.00	4.36	5.00
无形资产和开发支出	34.45	34.45	34.45	34.45	营业利润	-18.27	16.76	17.42	19.85
其他非流动资产	137.37	137.37	137.37	137.37	加: 其他非经营损益	-0.86	-0.80	0.60	0.680
资产总计	977.37	1000.43	1191.31	1356.34	利润总额	-19.14	16.76	17.42	19.85
短期借款	204.00	157.66	272.14	337.75	减: 所得税	-2.41	1.20	2.10	2.30
应付和预收款项	205.62	258.35	317.34	396.91	净利润	-16.72	16.76	17.42	19.85
其他负债	10.13	10.04	10.04	10.04	减: 少数股东损益	3.43	-3.44	-3.58	-4.07
负债合计	419.76	426.05	599.52	744.70	母公司股东净利润	-20.15	20.20	21.00	23.92
股本	205.18	205.18	205.18	205.18	增长率				
资本公积	312.82	312.82	312.82	312.82	销售收入增长率	-25.18%	30.00%	25.00%	25.00%
留存收益	-34.03	-13.83	7.17	31.09	EBIT 增长率	-198.0%	232.25%	12.68%	25.00%
归属母公司股东权益	483.97	504.16	525.16	549.08	EBITDA 增长率	-85.60%	274.33%	12.58%	24.82%
少数股东权益	73.65	70.21	66.63	62.56	净利润增长率	-189.0%	200.22%	3.95%	13.93%
股东权益合计	557.61	574.37	591.79	611.64	总资产增长率	4.91%	2.36%	19.08%	13.85%
负债和股东权益合计	977.37	1000.43	1191.31	1356.34	股东权益增长率	14.21%	4.17%	4.16%	4.55%
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	经营资本增长率	-4.23%	13.36%	37.00%	17.51%
经营性现金净流量	38.32	-13.69	-100.27	-45.91	业绩和估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
投资性现金净流量	2.30	-0.09	0.00	0.00	EBIT	-19.14	25.31	28.52	35.65
筹资性现金净流量	-31.25	-54.89	103.38	49.81	EPS	-0.098	0.098	0.102	0.117
现金流量净额	6.30	-68.67	3.12	3.90	BPS	2.359	2.457	2.560	2.676

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

****行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：**

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908