

大容量风机领域继续独占鳌头

——华锐风电（601558）年报点评

要点：

- **业绩数据：**公司 2010 年实现营业收入 203 亿元，同比增长 48%，净利润 28.56 亿元，同比增长 51%，每股收益 2.83 元。利润分配方面，拟每 10 股送 10 股派 10 元。
- **大容量机组成果丰富：**海上风电方面，公司在国家首轮 100 万千瓦特许权项目中标 60 万千瓦海上项目（全部采用 3MW 风电机组）。此外，江苏大丰沿海潮间带 30 万千瓦示范项目中标。陆上大风机方面，公司中标 38.4 万千瓦（采用 3MW 陆地风电机组）和 45MW（采用 5MW 陆地风电机组）的甘肃酒泉千万千瓦级风电基地示范项目，并获得黑龙江大庆 20 万千瓦的 3MW 风电机组订单。新疆哈密及张家口地区 330 万千瓦特许权项目中标 135 万千瓦（其中采用 3MW 风电机组项目 90 万千瓦）。
- **在手订单质、量俱佳：**公司目前在手订单 3.6GW，中标未签约订单达到 10.8GW 左右，而且产品结构优质，3MW 机组 5610MW，5MW 机组 945MW，6MW 机组 48MW。公司在大容量海上、陆地风机领域走在了市场前面，未来将充分受益风电装机结构调整。公司的各方面数据好于金风科技，预计未来 2-3 年业绩增速也会明显好于金风科技。
- **盈利预测与投资建议：**我们维持新股报告中的盈利预测，预计 2011、2012 年每股收益分别为 3.67 元和 4.71 元，给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**行业竞争继续加剧，产品质量控制，原材料价格上涨

报告日期：2011 年 4 月 6 日

分析师

徐超 执业证书编号 S1070210020009
(86-10) 88366060-8711

✉ xuc@cgws.com

张霖 执业证书编号 S1070209040317
(86-10) 88366060-8752

✉ zhangl@cgws.com

联系人

熊杰 从业证书编号 S1070111030013
(86-10) 88366060-8838

✉ xiongj@cgws.com

投资评级：推荐（首次）

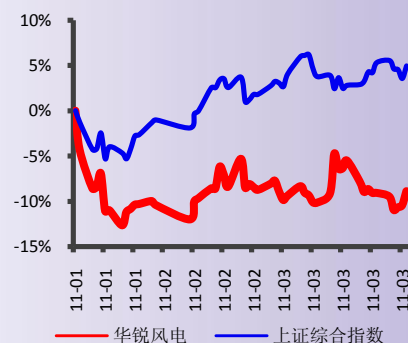
市场数据 当前股价：74.14 元

总市值（亿元）	745.18
流通市值（亿元）	62.4
总股本（万股）	100510
流通股本（万股）	8410
12 个月最高/最低	88.8/70.23

公司盈利预测（百万元）

	2010A	2011E	2012E
营业收入	20325	24323	30600
(+/-%)	48.0%	19.7%	25.8%
净利润	2856	3694	4738
(+/-%)	50.9%	29.3%	28.3%
摊薄每股收益	3.17	3.67	4.71
PE	26.2	20.2	15.7

股价表现图



独立声明

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，特此声明。



表 1、华锐风电与金风科技 2010 年年报对比

	华锐风电	金风科技
2010 收入	203	176
2010 净利润	28.6	22.9
净利润率	14.09%	13.01%
在手订单 (MW)	3619.5	2764.5
——1.5MW	3229.5	2716.5
——2.5MW		45
——3MW	390	3
2.8, 中标未签约 (MW)	10785	3815.5
——1.5MW	4182	2112
——2.5MW		1697.5
——3MW	5610	6
——5MW	945	
——6MW	48	

资料来源：公司年报，长城证券研究所

表 2、华锐风电盈利预测假设

	2010 年	2011E	2012E
价格 (元/kw)			
1.5MW	4,650	4,350	4,000
3MW	7,350	6,000	5,500
销量 (台)			
1.5MW	2,793	2,900	2,900
3MW	38	300	800
销售收入 (万元)			
1.5MW	1,813,500	1,892,250	1,740,000
3MW	83,790	540,000	1,320,000
合计	1,897,290	2,432,250	3,060,000
增长率	38.18%	28.20%	25.81%
毛利率			
1.5MW	20.47%	20.50%	20.00%
3MW	24.01%	24.50%	24.00%
综合	20.61%	21.39%	21.73%

资料来源：wind，公司年报，长城证券研究所

利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	13730	20325	24323	30600
营业成本	10881	16132	19120	23952
销售费用	196	252	292	367
管理费用	290	336	365	459
财务费用	-26	67	-56	-124
投资净收益	4	8	0	0
营业利润	2102	3133	4080	5244
营业外收支	41	40	70	80
利润总额	2142	3173	4150	5324
所得税	249	317	457	586
少数股东损益	0	0	0	0
净利润	1893	2856	3694	4738

资产负债表（百万元）				
流动资产	16288	26931	39648	49853
货币资金	3672	5676	16286	20554
应收帐款	3919	8972	6081	7650
应收票据	0	342	0	0
存货	7843	11215	14340	17964
非流动资产	734	1694	4122	5000
固定资产	503	969	3910	4797
资产总计	17022	28625	43770	54853
流动负债	14294	21548	25255	31599
短期借款	150	2395	331	331
应付款项	8897	17296	15633	19583
非流动负债	157	2281	157	157
长期借款	7	2007	7	7
负债合计	14451	23828	25412	31756
股东权益	2571	4797	18359	23097
股本	900	900	1005	1005
留存收益	1671	3897	17354	22092
少数股东权益	0	0	0	0
负债和权益总计	17022	28625	43770	54853

现金流量表（百万元）				
经营活动现金流	1381	-1016	5063	5268
其中营运资本减少	-403	-3631	1292	408
投资活动现金流	-299	-883	-2500	-1000
其中资本支出	-337	-998	-2500	-1000
融资活动现金流	-53	3519	0	0
净现金总变化	1029	1619	2563	4268

主要财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E
成长性				
营业收入增长	166.8%	48.0%	28.2%	25.8%
营业成本增长	154.3%	48.3%	28.3%	25.3%
营业利润增长	237.9%	49.1%	31.6%	28.5%
利润总额增长	244.3%	48.1%	31.3%	28.3%
净利润增长	200.2%	50.9%	29.8%	28.3%
盈利能力				
毛利率	20.8%	20.6%	21.4%	21.7%
销售净利率	13.8%	14.1%	15.2%	15.5%
ROE	73.6%	59.5%	20.1%	20.5%
ROIC	152.5%	31.9%	50.5%	49.7%
营运效率				
销售费用/营业收入	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%
管理费用/营业收入	2.1%	1.7%	1.5%	1.5%
财务费用/营业收入	-0.2%	0.3%	-0.2%	-0.4%
投资收益/营业利润	0.2%	0.3%	0.0%	0.0%
所得税/利润总额	11.6%	10.0%	11.0%	11.0%
应收帐款周转率	5.7%	3.2%	4.1%	4.5%
存货周转率	1.9%	1.7%	1.5%	1.5%
流动资产周转率	1.1%	0.9%	0.7%	0.7%
总资产周转率	1.1%	0.9%	0.6%	0.6%
偿债能力				
资产负债率	84.9%	83.2%	58.1%	57.9%
流动比率	1.14	1.25	1.57	1.58
速动比率	0.59	0.73	1.00	1.01
每股指标（元）				
EPS	2.10	2.83	3.67	4.71
每股净资产	2.86	5.33	18.27	22.98
每股经营现金流	1.53	-1.13	5.04	5.24
每股经营现金/EPS	0.7	-0.4	1.4	1.1

估值	2009A	2010A	2011E	2012E
PE	35.3	26.2	20.2	15.7
PEG	0.99	0.89	0.71	-
PB	26.0	13.7	4.1	3.2
EV/EBITDA	0.42	1.48	0.27	0.21
EV/SALES	7.09	26.23	5.07	4.03
EV/IC	0.33	0.38	0.14	0.11
ROIC/WACC	12.96	3.64	4.30	4.23
REP	0.03	0.11	0.03	0.03

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：wind，长城证券研究所



研究员介绍:

徐 超: 清华大学机械系硕士, 2007年加入长城证券, 任电力设备-新能源行业分析师。

张 霖: 金融学博士, 2006年加入长城证券, 任电力-新能源行业分析师。

熊 杰: 中科院管理学硕士, 2010年加入长城证券。

研究员承诺:

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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，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的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>