

评级：审慎推荐（维持）

电力设备及新能源

公司研究报告

 第一创业研究所
 何本虎 S1080210110002

电话：0755-25832648

 邮件：hebenhu@fcsc.cn

华锐风电（601558）10 年年报点评

——结构调整可能促成超预期，维持“审慎推荐”

事件要点：

4 月 6 日，公司发布 2010 年报，实现收入 20325 百万元，同比增长 48.0%。实现净利润 2856 百万元，同比增长 50.9%，每股收益为 2.84 元。另外，公司拟进行 10 送 10 派 10.0 元的利润分配。

点评：

1、收入快速增长，毛利率受益于结构调整

2010 年，公司实现收入 20325 百万元，同比增长 48.9%。其中，1.5MW 产品实现收入 19484 百万元，大致相当于金风科技的 1.2 倍，同比增长 42%。另外，3MW 产品已经具备一定规模，实现收入 828 百万元，同比增长 1777%。从最近公布的行业数据看，2010 年新增容量为 1893 万千瓦，同比增长 37%。公司的增速仍超越行业增速，市场占有率进一步提高。

毛利率看，1.5MW 产品毛利率 20.5%，比金风科技低 1.4 个百分点，但只有小幅下降。相对而言，3MW 产品已经具备一定的规模效应，24%的高毛利率显著高于金风科技。

由于毛利率较为稳定，而期间费用率，保证了净利润的 50.9%的增长与收入增长基本持平，显著好于金风科技的净利润增速低于收入增速。

图表 1 公司 2010 年主营收入和毛利率变化一览表

	收入（百万）	收入变化	毛利率	毛利率变化
1.5MW	19484.47	42.2%	20.5%	下降 0.3 个百分点
3MW	827.97	1777.4%	24.0%	提高 9.3 个百分点
综合	20325	48.9%	20.6%	下降 0.2 个百分点

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



2、定单充足，3MW 产品具有先发优势

截止 2010 年底，定单仍相当充足。公司已经签订合同的定单为 3619.5MW，其中，1.5MW 产品为 3229.5MW，对应 2153 台，3MW 产品为 390MW，对应 130 台。

公司已中标未订合同的定单为 10785MW，其中，1.5MW 产品为 4182MW，对应 2788 台，3MW 产品为 5610MW，对应 1870 台，5MW 产品为 945MW，对应 109 台，6MW 产品为 48MW，对应 8 台。

综合看，合计容量为 14476.5MW，其中，1.5MW 产品为 4941 台，3MW 产品为 2000 台。金风科技的合计容量为 6526 MW，公司规模为金风科技的 2.2 倍。其中，3MW 产品的比例已经超过 40%，显著高于金风科技的 2.5MW 的 26% 的比例，先发优势保证了公司的综合竞争力。

3、盈利预测及投资建议

在业绩预测中，由于没有具体的结算进度，我们采取相对谨慎策略。对 1.5MW 产品和 3MW 产品的结算分别为 3600 台和 500 台，分别相当于目前定单的 72% 和 25%。

毛利率水平，1.5MW 产品按照 20% 进行假设，下调 0.5 个百分点，对 3MW 产品按照 22% 进行假设，下调 2 个百分点，属于较为中性假设。

我们预计 2011 年、2012 年和 2013 年每股收益分别为 4.60 元、6.61 元和 8.38 元。目前的 75.87 元的股价对应的 2011 年、2012 年和 2013 年的 PE 分别为 16 倍、11 倍和 9 倍。估值有所偏低，我们暂维持“审慎推荐”投资评级。

图表 2 公司 2010 年主营收入和毛利率变化一览表

百万	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、1.5 兆瓦				
收入	19590	21600	26550	29500
数量	3000	3600	4500	5000
单价（百万）	6.53	6	5.9	5.9
毛利率	20.5%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利	4016	4320	5310	5900
二、3 兆瓦				
收入	840	7500	14000	21000
数量	42	500	1000	1500
单价（百万）	20.00	15.00	14.00	14.00
毛利率	24.0%	22.0%	22.0%	22.0%
毛利	202	1650	3080	4620
三、其他				
收入	7	1200	1440	1728



增长率	20.0%	16567.0%	20.0%	20.0%
毛利率	35%	25%	25%	25%
毛利	3	300	360	432
四、合计				
收入	20437	30300	41990	52228
增长率	48.9%	48.3%	38.6%	24.4%
毛利	4220	6270	8750	10952
毛利率	20.6%	20.7%	20.8%	21.0%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图表 3 盈利预测表

万	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、营业利润				
营业收入	20325	30300	41990	52228
减：营业成本	16132	24030	33240	41276
减：营业税金及附加	56	83	116	144
减：营业费用	252	394	546	679
减：管理费用	336	370	407	447
减：财务费用	67	-100	-70	-49
减：资产减值损失	357	286	228	183
加：投资收益	8			
营业利润	3133	5237	7523	9548
二、利润总额				
加：营业外收支	40	32	26	20
利润总额	3173	5269	7549	9569
三、净利润				
减：所得税	317	632	906	1148
净利润	2856	4637	6643	8420
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益				
归属母公司净利润	2856	4637	6643	8420
总股本（百万）				1005.10
EPS(元)	2.84	4.61	6.61	8.38

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P.R.China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China: 100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120