

31 May 2011 | 4 pages

华仪电气 (600290)

商业模式主导订单价格

——公司重要合同点评报告

研究员：史海昇 执业证书编号：S1230511010006
86-21-64718888-1737
Shihaisheng@stocke.com.cn

本报告导读：

- 预计2011年风机收入将达20亿元以上，同比增1.5倍
- 2011年主营收入结构中风机比例将超过6成
- 单位千瓦售价明显高于主要竞争对手

事件：

2010年12月，本公司全资子公司华仪风能有限公司预中标华能通榆团结风电厂A、B风电场20台1.5MW风电机组。2011年5月30日，华仪风能有限公司（卖方）与华能吉林发电有限公司（买方）签订了《华能通榆团结风电厂A、B期新建工程风力发电机组及附属设备采购合同》，合同主要标的为20台HW82/1500kW风力发电机组，合同总价为125,699,997.00元（含税），合同交货期：第一批设备（7台HW82/1500kW风力发电机组）交货时间为2011年11月20日至2011年11月30日；第二批设备（13台HW82/1500kW风力发电机组）交货时间为2011年12月1日至2011年12月20日；最终交货时间以买方书面通知为准。

点评：

公司坚持“以资源换市场”的商业模式。2010年风电设备实现销售收入87,239.07万元，较上年增长了76.42%。公司通过在当地设厂等方式控制了国内部分宝贵的风电场资源，营销策略倾向于发挥风电场载体优势，在风机招标中拥有相当的话语权，从而有力的推动风电机组的销售，能够获得高于市场的单位千瓦售价。

以公司本次签订的合同为例，经测算，其1.5M风机单位千瓦售价高达4190元，而4月25日金风科技与中国水电顾问集团北京勘测设计研究院签订该项目供货合同中1.5M风机单位千瓦售价仅3866元，由于金风拥有较大的市场份额，是行业内的龙头企业，其售价一定程度上代表了国内风机行业的平均水平，所以，我们可以看出华仪电气的销售价格明显高于国内主要竞争对手近330元/千瓦（1.5M为例）之多，距离金风更高等级的2.5M风机单位售价也仅低300元左右，华仪的价格优势较为明显。

评级：

买入

上次评级：

买入

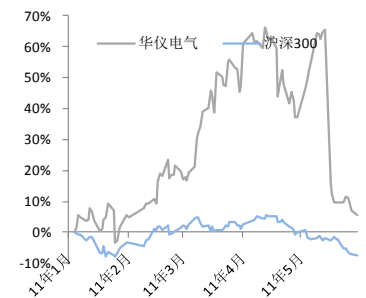
当前价：

15.91元

股本数据

A股总股本	52688万股
流通A股	41103万股

公司股价走势(未复权)



公司简介

公司原本是一家纯粹的输变电设备制造企业，主要产品包括断路器、GIS和隔离开关等，多集中在配电网设备领域，系统内客户（电网与发电集团等）与系统外客户各占约50%。随着配电网设备行业内生产厂家的激增，公司经历了三次大规模的产品升级和拓展，适度避免了激烈的市场竞争，到2010年风机与开关两项业务收入比重基本达到1:1。

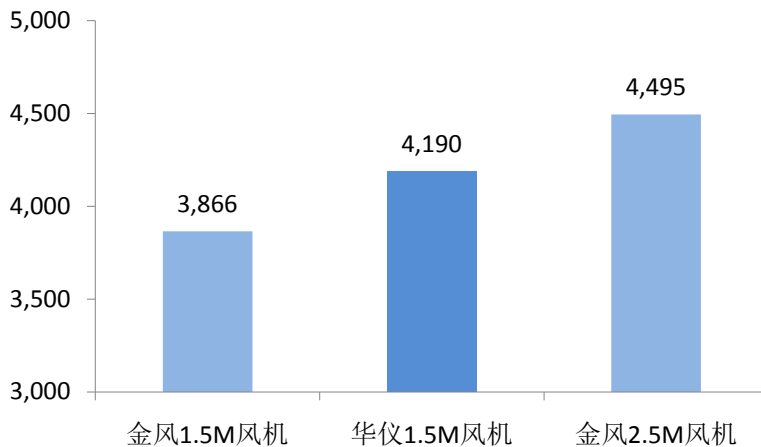
相关报告

《“厌恶竞争”成就蓝海中的快船——华仪电气调研报告》





图 1: 公司与行业龙头单位千瓦售价比较(元)



资料来源: 华仪电气公告、金风科技公告、浙商证券研究所

目前,我国超过 50MW 的风电场项目需通过国家发改委审批,而低于 50MW 的风电场则仅需所在省发改委审批,后者在审批上则更加高效快捷,审批时间明显缩短,所以很多地方将大规模的风电场切割成若干个低于 50MW 的小风电场进行“操作”。华仪储备的风电场资源多为这种“地方项目”,通过化整为零,投资方能够获得更快的风电场开发速度。

从理论上说风能资源是可再生的,是无限的,但是风场资源比较有限,我国较好的风场仅仅存在于西北、华北、东北、东部沿海和南方少数地区,公司控制了国内的部分风电场资源,营销策略为“以资源换市场”,发挥风电场载体优势,从而推动风电机组销售,获得高于市场单位千瓦售价。随着不断的开发与不断的储备,我们估计,公司现有的风电场资源总量相对稳定,在 50 万千瓦左右。目前,公司 3MW 系列风电机组的研发工作进展顺利,并已开始与荷兰 MECAL 应用机械有限公司合作开发新型 5-6 MW 陆/海两用风力发电机组。我们预计 2011 年风机收入将达 20 亿元以上,同比增 1.5 倍,主营收入结构中风机比例将超过 6 成。

公司在风电业务上的发展思路为“开发一代、生产一代、储备一代”。公司风电整机产能约 20 万 KW/年,且增幅弹性大,基本为双馈式产品,其中零部件 100%外协。公司现有风电机组品种涵盖了千瓦级和兆瓦级,随着市场需求的转移,公司目前以生产 1.5MW 机型为主,与德国 Aerodyn 联合研发的 2.5MW 陆上/3MW 海上两用风机机型也将很快下线。目前公司销售的风电机组已在河北、内蒙古、浙江、吉林、新疆、辽宁等地运行,风机工作状况稳定,获得了客户良好的口碑。

海外市场处在打基础阶段。公司 2010 年做了智利和白俄罗斯的风机出口,智利方面客商之前先采购了 3 台 780KW 风机,后又采购了 2 台 1.5MW 风机,试用情况均良好(产品在地震中表现出较高的可靠性)。据了解,智利的私人业主购买风机发电,并将所发电量卖给政府,售价折合人民币高达每千瓦时 2 元以上,利润丰厚,其国内风电投资的热情日益高涨,并且智利海上风电资源非常丰富,华仪产品在该国的良好表现有利于未来在该市场推广。我们认为,公司在国内的生产基地布局已经基本完成,若海外能够提供成规模且持续的订单,则公司未来有动力在海外建厂,但在 2011 年内,预计海外销售仍将以小批量为主,目的更多的是为了打造“华仪”的品牌影响力。

估值与投资评级。考虑到公司风机业务的高速发展,以及高铁项目与新产品(地下防水开关)的利润增长点,我们预计,2011-2012 年公司每股收益分别达到 0.50 元和 0.65 元,维持公司“买入”的投资评级。





主要财务数据:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1992.10	4861.00	5524.50	7246.68	营业收入	1713.72	2989.90	3917.08	4750.50
现金	258.94	1535.45	1915.04	2335.66	营业成本	1347.19	2265.75	2937.42	3547.07
应收账款	1072.60	1726.07	1950.29	2617.13	营业税金及附加	7.96	12.22	14.77	19.80
其它应收款	51.29	94.26	85.91	138.70	营业费用	91.68	150.09	199.38	235.15
预付账款	108.63	290.02	493.40	456.70	管理费用	75.37	139.03	195.46	232.30
存货	346.89	1163.61	794.67	1570.05	财务费用	18.43	50.71	80.92	107.56
其他	153.75	51.60	285.19	128.44	资产减值损失	33.47	48.30	65.34	82.92
非流动资产	454.35	678.51	819.72	939.50	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	66.72	66.72	66.72	66.72	投资净收益	-2.80	-0.68	-1.16	-1.55
固定资产	97.38	201.30	265.17	317.28	营业利润	136.83	323.14	422.63	524.16
无形资产	165.33	285.77	357.74	420.63	营业外收入	19.57	1.00	3.00	3.00
其他	124.92	124.71	130.09	134.87	营业外支出	2.57	2.04	2.06	2.22
资产总计	2446.45	5539.51	6344.22	8186.18	利润总额	153.83	322.10	423.57	524.94
流动负债	1496.30	3387.19	3881.97	5337.85	所得税	33.35	67.14	92.10	112.46
短期借款	506.00	1638.34	2128.47	2793.20	净利润	120.47	254.95	331.47	412.48
应付账款	609.65	973.02	1043.45	1467.80	少数股东损益	3.81	10.16	12.71	15.10
其他	380.65	775.83	710.05	1076.85	归属母公司净利润	116.67	244.80	318.76	397.38
非流动负债	5.90	16.82	18.21	14.26	EBITDA	194.86	391.88	529.06	664.25
长期借款	0.00	14.85	15.59	10.77	EPS (摊薄)	0.43	0.50	0.65	0.81
其他	5.90	1.97	2.62	3.50					
负债合计	1502.20	3404.01	3900.19	5352.11	主要财务比率				
少数股东权益	55.44	65.60	78.31	93.40	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
归属母公司股东权益	888.81	2069.91	2365.73	2740.67	成长能力				
负债和股东权益	2446.45	5539.51	6344.22	8186.18	营业收入增长率	42.95%	74.47%	31.01%	21.28%
					营业利润增长率	19.04%	136.16%	30.79%	24.02%
					归属于母公司净利润增长率	36.43%	109.83%	30.22%	24.66%
现金流量表					获利能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	毛利率	21.39%	24.22%	25.01%	25.33%
经营活动现金流	-62.16	-492.31	173.36	62.53	净利率	7.03%	8.53%	8.46%	8.68%
净利润	120.47	254.95	331.47	412.48	ROE	12.76%	11.94%	13.56%	14.55%
折旧摊销	17.52	31.03	42.20	52.65	ROIC	9.92%	7.66%	8.43%	8.65%
财务费用	18.43	50.71	80.92	107.56	偿债能力				
投资损失	2.80	0.68	1.16	1.55	资产负债率	61.40%	61.45%	61.48%	65.38%
营运资金变动	-211.68	-837.56	-280.37	-510.42	净负债比率	53.59%	77.59%	87.92%	99.11%
其它	-9.71	7.88	-2.02	-1.28	流动比率	1.33	1.44	1.42	1.36
投资活动现金流	-237.24	-263.74	-182.56	-172.69	速动比率	1.10	1.09	1.22	1.06
资本支出	160.99	235.97	138.54	117.62	营运能力				
长期投资	-50.02	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.81	0.75	0.66	0.65
其他	-126.27	-27.77	-44.02	-55.07	应收账款周转率	1.97	2.14	2.13	2.08
筹资活动现金流	175.47	772.22	-78.68	-106.39	应付账款周转率	2.70	2.86	2.91	2.82
短期借款	188.00	-128.00	22.67	27.56	每股指标 (元)				
长期借款	0.00	14.85	0.74	-4.83	每股收益 (最新摊薄)	0.43	0.50	0.65	0.81
其他	-12.53	885.37	-102.09	-129.12	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.12	-0.93	0.33	0.12
现金净增加额	-123.93	16.17	-87.87	-216.55	每股净资产 (最新摊薄)	3.45	4.37	5.01	5.80
					估值比率				
重要财务指标					P/E	34.46	34.24	26.30	21.09
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	P/B	4.52	4.05	3.54	3.06
营业收入	1713.72	2989.90	3917.08	4750.50	EV/EBITDA	22.21	20.31	15.28	12.55
同比 (%)	42.95%	74.47%	31.01%	21.28%					
归属母公司净利润	116.67	244.80	318.76	397.38	永续增长率	3.00%		WACC	7.64%
同比 (%)	36.43%	109.83%	30.22%	24.66%	终值	12042.83		Ke	10.60%
毛利率 (%)	21.39%	24.22%	25.01%	25.33%	企业价值	14961.15		Kd	5.00%
ROE (%)	12.76%	11.94%	13.56%	14.55%	非核心资产价值	1602.17		t	20.85%
每股收益 (元)	0.43	0.50	0.65	0.81	债务价值	1658.87		Rf	4.00%
P/E	34.46	34.24	26.30	21.09	股权价值	14838.85		Rm	10.00%
P/B	4.52	4.05	3.54	3.06	股本	526.88		Rm-Rf	6.00%
EV/EBITDA	22.21	20.31	15.28	12.55	每股价值	28.16		Beta	1.10

资料来源: 浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所： <http://research.stocke.com.cn>

