

扩大股权激励范围，彰显公司对未来发展的信心

事件：

公司公告首期股票期权激励计划调整名单，并公布首期股权激励计划预留股票期权授予相关事项。

研究结论

- **首期股票期权计划行权期值得关注。**公司首期股权激励授予日为 2010 年 8 月 13 日，经过调整后的行权价格为 9.18 元，共有 1285 万份股票期权，2011 年 8 月 13 日将是第一批股权解锁之日，30%的股票期权将解锁，即 385.5 万份期权将行权。我们认为这是一个重要的时间点，根据当前的股价 14.47 来看，已有 58%的溢价，到期行权的可能性极大，这个时点值得重点关注。
- **预留股票期权授予价格 14.3 元，激励范围进一步扩大，彰显公司信心。**公司首期股票期权预留期权数量为 290 万份，此次授予内蒙古光伏、太原炬能、天津节能、海外子公司等部分中层管理人员，行权价格 14.3 元，进一步扩大激励范围，彰显公司对未来发展前景的信心。
- **为子公司提供财务资助，逐步将巨额订单转化为业绩。**公司提供给太原炬能 1.2 亿财务资助、南通大通宝富风机 1.8 亿财务资助、天津临港大地新能源 1.5 亿财务资助，沈阳水务热源 0.5 亿财务资助，用于支付与生产经营直接或间接相关的经营活动。一方面，公司统一调拨资金，有利于降低财务成本；另一方面，子公司在资金的支持下，开始开展业务活动，尤其是热泵业务相关公司，今年开始投入热泵项目建设，预计将在明年对上市公司有积极的业绩贡献。此外，热泵项目的市场开拓值得关注，新市场取得新突破以及已有市场获取新订单都是亮点。
- **维持公司买入评级，目标价 19 元。**由于光伏市场需求低于预期，我们将明年多晶硅价格小幅下调，预计明年多晶硅均价为 45 美元/公斤，预测公司 2011—13 年的 EPS 分别为 0.46、0.75、1.05 元，由于公司业务多样，没有直接可比公司，参考相关公司估值，考虑到公司正处于转型期，且有煤矿做为储备，我们认为给予 2012 年 25 倍 PE 较为合理，目标价 19 元。
- **风险因素：**多晶硅大幅下跌、再生能源利用项目进度慢于预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

8621-63325888-6088

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

联系人

曾朵红

8621-63325888-6089

zengduohong@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2011 年 7 月 15 日) 14.47 元

目标价格 19.00 元

总股本/A 股 (百万股) 745/745

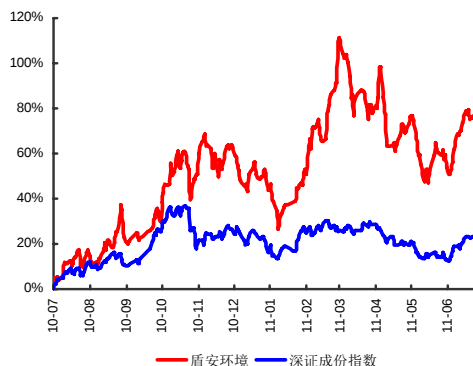
A 股市值 (亿元) 107.76

国家/地区 中国

行业 电力设备

报告发布日期 2011 年 7 月 18 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3695	4779	6157	7469
同比 (%)	29%	29%	21%	19%
归属母公司净利润	218	345	555	781
同比 (%)	36%	58%	61%	41%
毛利率 (%)	21.3%	22.2%	24.3%	25.8%
ROE (%)	11.7%	16.1%	21.3%	24.0%
每股收益 (元)	0.29	0.46	0.75	1.05
P/E (倍)	49.39	31.23	19.41	13.81
P/B (倍)	5.47	4.73	3.81	3.00
EV/EBITDA (倍)	29	22	14	10

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关报告

时间

污水热泵再签大订，市场拓展持续超预期

2011-6-16

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盈利预测与估值

图表 18 分产品收入预测

产品	项目	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
制冷配件	收入（万元）	273,479	328,174	383,964	449,238	516,623
	增长率	56%	20%	17%	17%	15%
	毛利率	19.4%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
制冷设备	收入（万元）	73,856	92,320	110,784	132,941	156,871
	增长率	61%	25%	20%	20%	18%
	毛利率	31.7%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
其他	收入（万元）	22,187	22,187	22,187	22,187	22,187
	增长率	229%	0%	0%	0%	0%
	毛利率	10.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
多晶硅	收入（万元）	-	17,985	58,860	78,480	103,005
	增长率	0%	0%	227%	33%	31%
	毛利率	0.0%	11.9%	25.0%	30.4%	23.2%
山西污水热泵项目	收入（万元）	-	4,200	11,500	19,300	25,000
	增长率	0%	0%	174%	68%	30%
	毛利率	0.0%	88.8%	80.2%	76.0%	73.0%
天津污水热泵项目	收入（万元）	-	9,000	22,400	36,320	50,240
	增长率			149%	62%	38%
	毛利率			74.7%	70.9%	69.2%
冷链	收入（万元）	-	4,000	6,000	8,400	11,760
	增长率	0%	0%	50%	40%	40%
	毛利率	0.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
总销售收入	收入（万元）	369,522	477,867	615,695	746,866	885,686
	增长率		29%	29%	21%	19%
	毛利率	21.3%	22.2%	24.3%	25.8%	25.5%

资料来源：东方证券研究所整理

图表 19 可比公司 PE 估值

可比公司	股价（2011-7-15）	10 EPS	11EPS	12EPS	10 PE	11PE	12PE
三花股份	33.80	1.10	1.45	1.83	30.85	23.32	18.44
乐山电力	15.70	0.20	0.69	0.89	78.19	22.68	17.64
智光电气	10.35	0.20	0.30	0.44	51.09	34.53	23.71
Average					53.37	26.85	19.93

资料来源：Wind、东方证券研究所

图表 20 分业务估值

分部估值	2011E	2012E	2013E	2011PE	2012PE	价格	价格
传统业务	0.46	0.55	0.66	20.00	20.00	9.10	10.92
多晶硅	-0.03	0.15	0.29	30.00	25.00	-1.01	3.85
山西热源项目	0.03	0.06	0.09	40.00	35.00	1.18	2.16
天津热源项目	0.02	0.05	0.09	40.00	35.00	0.83	1.88
汇总	0.47	0.82	1.13			10.10	18.81

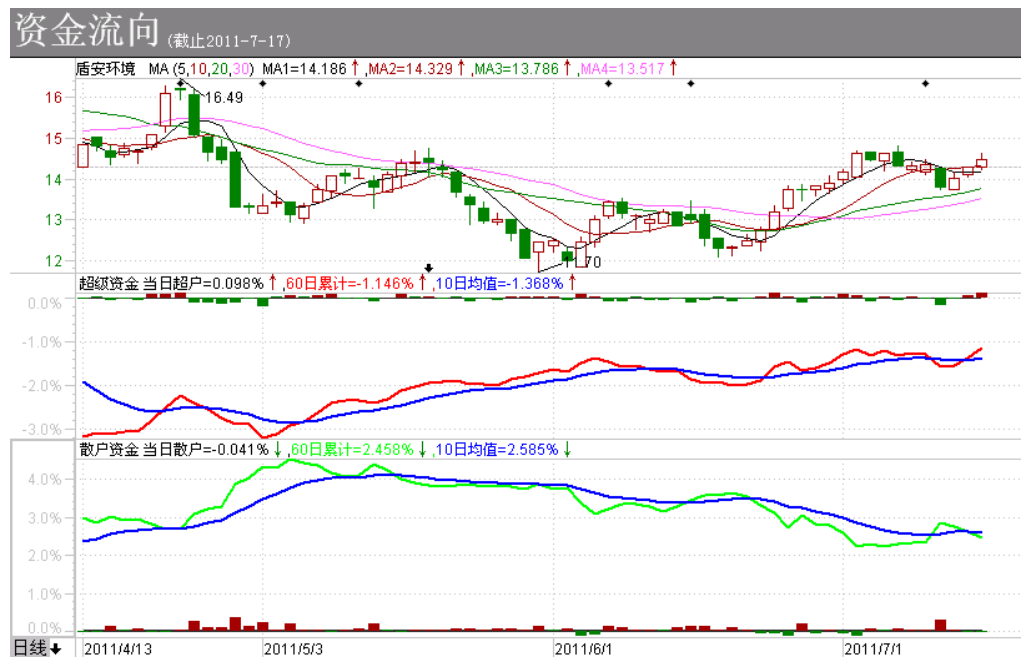
资料来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

单位:百万元				单位:百万元				
2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
3335	3095	3717	4292		3695	4779	6157	7469
1255	500	500	500		2907	3716	4659	5541
645	844	1102	1345		13	17	21	26
59	67	77	85		129	172	198	236
568	652	746	825		286	342	414	469
804	1028	1289	1533		45	98	135	143
4	4	4	4		7	14	12	13
1887	3261	3909	4522		0	0	0	0
0	0	0	0		4	5	5	5
571	2199	2857	3320		312	425	722	1045
541	641	631	781		27	30	33	36
396	387	378	369		8	9	9	10
378	33	43	52		332	447	746	1071
5222	6355	7626	8815		46	62	111	171
2519	3344	4063	4487		286	385	635	900
545	1454	1725	1725		68	40	80	120
1291	1650	2069	2460		218	345	555	781
683	239	269	301	EBITDA	421	604	992	1357
732	735	738	741		0.29	0.46	0.75	1.05
705	705	705	705					
27	30	33	36					
3251	4079	4801	5228		2010	2011E	2012E	2013E
98	138	218	338					
372	745	745	745		29.3%	28.8%	21.3%	18.6%
895	895	895	895		40.6%	36.3%	69.8%	44.6%
597	498	967	1609	归属于母公司净利	36.0%	58.2%	60.8%	40.6%
1872	2139	2607	3249					
5222	6355	7626	8815		21.3%	22.2%	24.3%	25.8%
单位:百万元				ROE	5.9%	7.2%	9.0%	10.5%
2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	11.7%	16.1%	21.3%	24.0%
292	29	726	1057		14.5%	15.2%	16.8%	19.5%
286	385	635	900		62.3%	64.2%	63.0%	59.3%
68	86	139	174					
44	98	135	143		1.32	0.93	0.91	0.96
-4	-5	-5	-5		1.00	0.62	0.60	0.61
-100	-167	-214	-195					
0	-377	30	32		0.71	0.75	0.81	0.85
-1000	-1450	-775	-775		5.15	5.15	5.15	5.15
756	1789	780	780		2.25	2.25	2.25	2.25
157	-334	0	0					
-88	5	5	5		0.29	0.46	0.75	1.05
1361	666	49	-282		0.78	0.04	0.97	1.42
1.080	909	271	1		5.29	3.06	3.79	4.82
27	0	0	0					
255	-243	-221	-282	P/E	49.39	31.23	19.41	13.81
0	0	0	0	P/B	5.47	4.73	3.81	3.00
652	-755	0	0	EV/EBITDA	29	22	14	10

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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