

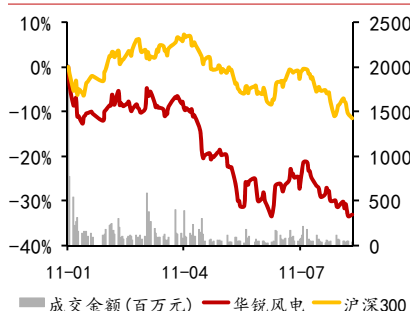
## 投资评级

# 中性（首次）

## 基本信息：

收盘价	27.76 元
总股本	20.10 亿股
流通股本	2.10 亿股
流通市值	58.35 亿元
总市值	558.03 亿元
成交量	190.41 万股

## 股价近期走势：



## 相关报告

《插上大容量和海上风电的翅膀》—华锐风电新股定价报告

## 研发部

 王博涛<sup>1</sup>

SAC 执业证书编号：S1340510120006

联系人：机械新能源研究小组

联系电话：010-68858137

Email: chenpeng@cnpsc.com

## 业绩低于预期 未来仍需大容量产品支撑业绩

### ——华锐风电（601558）2011 年中报点评

● **收入、毛利率大幅下降，业绩低于市场预期：**公司营业收入 53.25 亿元，同比下降 29.45%，营业利润 5.35 亿元，同比下降 60.9%，归属上市公司股东净利润 6.59 亿元，同比下降 48.3%，基本每股收益 0.67 元。报告期公司综合毛利率 19.66%，相比上年同期 22.53% 的毛利率水平大幅下降约 2.9 个百分点。

● **1.5MW 产品毛利率下降，3MW 产品毛利率上升：**报告期，公司主力产品 1.5MW 风机营业收入同比下降 22.28%，毛利率为 19.59%，相比上年同期下降 2.66 个百分点。公司未来主打的 3MW 大容量风电机组受甘肃、黑龙江 3MW 风电项目进度延后影响，营业收入同比大幅下降 94.2%，上述项目预计将于今年下半年进行吊装，对公司年报业绩影响会有所缓解。另外，公司 3MW 风机上半年毛利率上升 2.4 个百分点，达到 27.41%，但考虑到上半年 3MW 产品结算数量较小，该毛利率水平有待后续验证。

● **订单情况尚好，3MW 占比明显提升：**报告期末，公司在手订单 4114MW，中标未签约订单 9687.5MW，合计 13801.5MW，公司整体订单情况尚好。具体来看，在手订单中 1.5MW 产品仍为主力，占比 81.8%，3MW 产品占比仅为 17.9%，但中标订单结构发生明显改变，其中 1.5MW 占比下降至 42.4%，3MW 占比上升至 47.7%。公司未来订单结构向大容量产品侧重趋势明显。

● **募投项目侧重 3MW 产品，其将是未来公司业绩支柱：**公司 2010 年底募投项目在新建产能方面较为侧重与 3MW 等大容量风机产品的产能扩张。未来大连、盐城、酒泉三个风电基地二期建设完成后将新增 3MW 风机产能约 1500MW，较 2009 年底 3MW 风机仅有的 200MW 产能相比将大幅增长。但考虑到上述项目建设期均为 2 年，5 年后达纲，长期可看好，但短期难以支撑公司业绩。

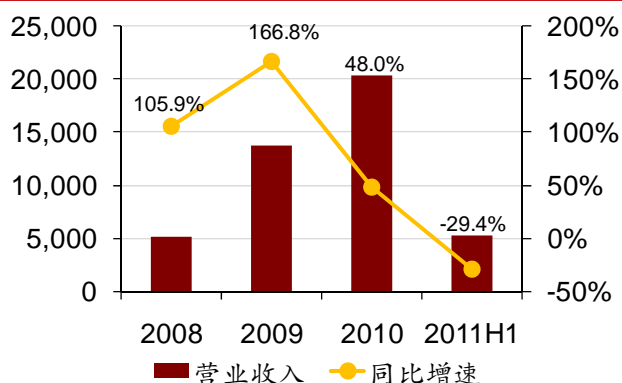
● **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.923 元、1.072 元和 1.276 元，对应动态市盈率分别为 30.08 倍、25.89 倍和 21.76 倍，首次给予公司中性的投资评级。

● **风险提示：**1、风电行业复苏进度低于预期；2、受国家政策影响存在订单延后执行的风险；3、募投项目进度缓慢。

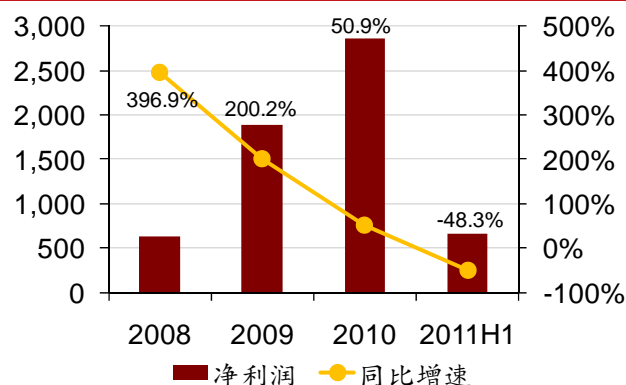
单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	13730.30	20324.87	15849.14	17656.90	20117.24
YOY(%)	166.81%	48.03%	-22.02%	11.41%	13.93%
综合毛利率(%)	20.75%	20.63%	19.62%	20.18%	20.32%
归属母公司股东净利润	1892.86	2855.69	1854.86	2155.48	2564.95
YOY(%)	200.16%	50.87%	-35.05%	16.21%	19.00%
每股收益(EPS)	0.942	1.421	0.923	1.072	1.276
市盈率(P/E)	29.48	19.54	30.08	25.89	21.76

<sup>1</sup> 报告贡献人：陈鹏

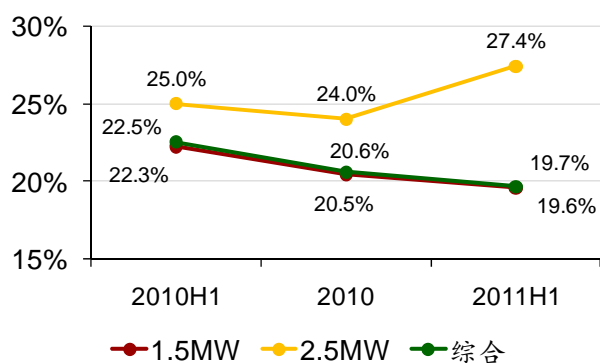
图表 1: 营业收入及同比增速



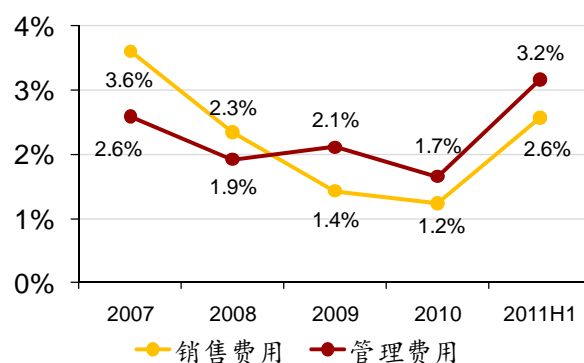
图表 2: 净利润及同比增速



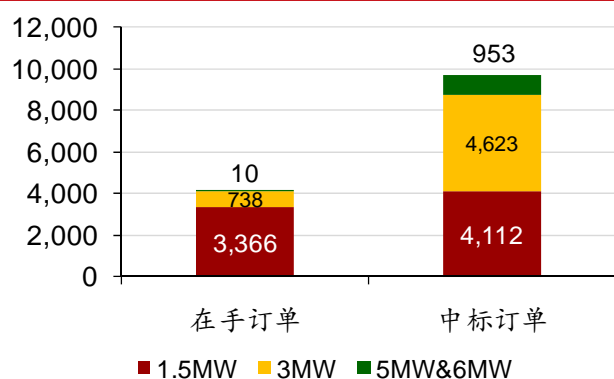
图表 3: 公司毛利率情况



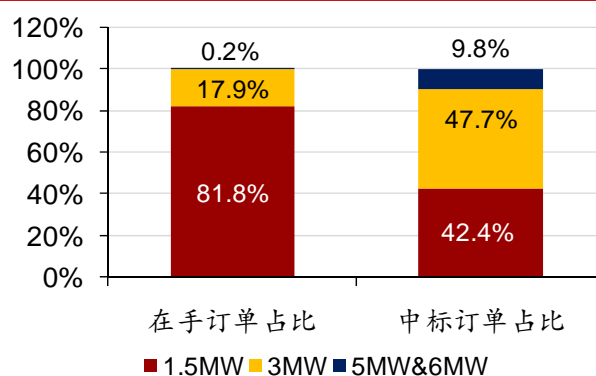
图表 4: 公司近年期间费用率



图表 5: 公司在手订单与中标订单



图表 6: 公司在手订单与已中标订单占比



数据来源: 公司公告 中邮证券研发部

图表 7：公司盈利预测明细

产品	项目	2010	2011E	2012E	2013E
1.5MW	销售收入(百万元)	19,484.50	15,587.60	17,146.36	18,861.00
	yoy (%)	42.42%	-20.00%	10.00%	10.00%
	销售利润(百万元)	3,988.10	3,039.58	3,429.27	3,772.20
	yoy (%)	40.36%	-23.78%	12.82%	10.00%
	毛利率 (%)	20.47%	19.50%	20.00%	20.00%
	± (%)	-0.30%	-0.97%	0.50%	0.00%
3MW	销售收入(百万元)	827.80	248.34	496.68	1,241.70
	yoy (%)	1777.39%	-70.00%	100.00%	150.00%
	销售利润(百万元)	198.60	65.81	129.14	310.43
	yoy (%)	2964.50%	-66.86%	96.23%	140.38%
	毛利率 (%)	24.01%	26.50%	26.00%	25.00%
	± (%)	9.29%	2.49%	-0.50%	-1.00%
合计	销售收入(百万元)	20,324.87	15,849.14	17,656.90	20,117.25
	yoy (%)	48.03%	-22.02%	11.41%	13.93%
	销售利润(百万元)	4,192.81	3,109.35	3,562.57	4,086.99
	yoy (%)	47.19%	-25.84%	14.58%	14.72%
	毛利率 (%)	20.63%	19.62%	20.18%	20.32%
	± (%)	-0.12%	-1.01%	0.56%	0.14%

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

## 附录：预测财务报表明细

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	20324.87	15849.14	17656.90	20117.24
减：营业成本	16132.06	12739.78	14094.33	16030.25
营业税金及附加	55.67	43.41	48.37	55.10
营业费用	252.10	316.98	335.48	362.11
管理费用	336.09	412.08	388.45	422.46
财务费用	66.69	47.84	46.24	20.61
资产减值损失	357.27	500.00	550.00	550.00
加：投资收益	8.23	15.00	15.00	15.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	3133.21	1804.04	2209.03	2691.70
加：其他非经营损益	39.83	200.00	120.00	80.00
利润总额	3173.05	2004.04	2329.03	2771.70
减：所得税	317.36	149.18	173.55	206.75
净利润	2855.69	1854.86	2155.48	2564.95
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	2855.69	1854.86	2155.48	2564.95
资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	5834.94	3618.46	7880.50	9007.57
应收和预付款项	10039.78	3996.55	9350.84	2594.33
存货	11214.76	2602.50	12683.87	4702.16
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	14.33	29.33	44.33	59.33
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	968.81	1366.94	1815.06	2943.19
无形资产和开发支出	569.76	509.22	448.67	388.12
其他非流动资产	2.06	1.03	0.00	0.00
资产总计	28644.44	12124.02	32223.27	19694.70
短期借款	2395.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	19171.86	3401.48	21589.17	6785.90
长期借款	2007.00	2007.00	2007.00	2007.00
其他负债	273.76	273.76	273.76	273.76
负债合计	23847.63	5682.24	23869.93	9066.66
股本	900.00	900.00	900.00	900.00
资本公积	60.88	60.88	60.88	60.88
留存收益	3835.94	5480.90	7392.46	9667.16
归属母公司股东权益	4796.82	6441.78	8353.34	10628.04
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	4796.82	6441.78	8353.34	10628.04
负债和股东权益合计	28644.44	12124.02	32223.27	19694.70
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	-1005.07	1276.25	5581.20	3268.93
投资性现金净流量	-883.45	-815.00	-1089.00	-1926.00
筹资性现金净流量	3519.05	-2677.74	-230.15	-215.86
现金流量净额	1630.52	-2216.48	4262.04	1127.07

财务分析与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率	20.63%	19.62%	20.18%	20.32%
三费/销售收入	3.22%	4.90%	4.36%	4.00%
EBIT/销售收入	15.88%	13.10%	13.11%	13.41%
EBITDA/销售收入	16.13%	14.14%	14.60%	15.31%
销售净利率	14.05%	11.70%	12.21%	12.75%
ROE	59.53%	28.79%	25.80%	24.13%
ROA	11.27%	17.13%	7.19%	13.70%
ROIC	-433.61%	48.70%	40.73%	91.18%
销售收入增长率	48.03%	-22.02%	11.41%	13.93%
EBIT 增长率	54.33%	-35.67%	11.48%	16.50%
EBITDA 增长率	55.23%	-31.66%	15.10%	19.43%
净利润增长率	50.87%	-35.05%	16.21%	19.00%
总资产增长率	70.61%	-57.67%	165.78%	-38.88%
股东权益增长率	86.56%	34.29%	29.67%	27.23%
经营资本增长率	297.40%	46.8%	-81.46%	14.41%
资产结构	2010A	2011E	2012E	2013E
资产负债率	83.25%	46.87%	74.08%	46.04%
投资资本/总资产	12.45%	41.15%	8.24%	19.44%
带息债务/总负债	18.46%	35.32%	8.41%	22.14%
流动比率	1.26	3.00	1.39	2.40
速动比率	0.74	2.24	0.80	1.71
股利支付率	22.06%	11.32%	11.32%	11.32%
收益留存率	77.94%	88.68%	88.68%	88.68%
总资产周转率	0.71	1.31	0.55	1.02
固定资产周转率	35.01	43.19	28.71	21.33
应收账款周转率	2.18	4.71	2.10	12.17
存货周转率	1.44	4.90	1.11	3.41
业绩与估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
EBIT	3228.43	2076.88	2315.27	2697.31
EBITDA	3278.01	2240.33	2578.72	3079.73
NOPLAT	2870.08	1737.24	2031.75	2422.14
净利润	2855.69	1854.86	2155.48	2564.95
EPS	1.421	0.923	1.072	1.276
BPS	2.39	3.20	4.16	5.29
PE	19.54	30.08	25.89	21.76
PB	11.63	8.66	6.68	5.25
PS	2.75	3.52	3.16	2.77
PCF	-55.52	43.72	10.00	17.07
EV/EBIT	7.36	11.33	8.33	6.74
EV/EBITDA	7.25	10.50	7.48	5.90
EV/NOPLAT	8.28	13.55	9.49	7.51
EV/IC	6.66	4.72	7.26	4.75
ROIC-WACC	-433.61%	41.90%	38.41%	86.83%

资料来源：中邮证券研发部 公司公告

## 中邮证券投资评级标准

---

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

## 分析师声明

---

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

---

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

---

## 公司简介

**中邮证券有限责任公司**（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行业或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。