

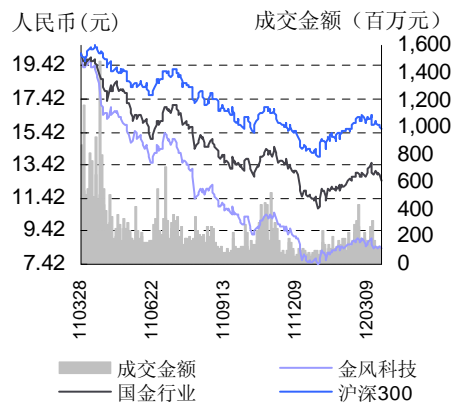
市价(人民币): 8.09元

## 毛利率下滑空间有限, 行业反转仍需等待

长期竞争力评级: 等于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,121.41
流通港股(百万股)	500.05
总市值(百万元)	21,799.22
年内股价最高最低(元)	20.16/7.42
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



### 相关报告

1. 《一季报点评: 行业增速放缓, 成本压力显现》, 2011.4.20

邢志刚 分析师 SAC 执业编号: S1130512010002  
(8621)61038287  
xingzg@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.850	0.225	0.252	0.347	0.398
每股净资产(元)	4.93	4.78	5.03	5.19	5.59
每股经营性现金流(元)	0.16	-1.53	2.76	-0.97	0.24
市盈率(倍)	26.25	34.42	32.13	23.33	20.31
行业优化市盈率(倍)	40.65	29.16	20.00	15.00	10.00
净利润增长率(%)	31.16%	-73.50%	11.82%	37.70%	14.90%
净资产收益率(%)	17.23%	4.71%	5.01%	6.68%	7.13%
总股本(百万股)	2,694.59	2,694.59	2,694.59	2,694.59	2,694.59

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 公司公布年报实现收入 128 亿, 同比下滑 27%; 净利润 6.1 亿, 同比下滑 74%, 全面摊薄 EPS 约为 0.22。扣非后同比下滑达到 80%;

### 经营分析

- **成本上升和竞争加剧导致去年收入和毛利率“双杀”**: 公司盈利下滑超越市场预期, 其中毛利率同比下滑 7 个百分点是净利率大幅下滑的主要原因。而过去一年中行业竞争白热化(整机价格大幅下滑 30%)直接造成了毛利率和销售收入的双双下滑。另一方面以钕铁硼为代表的原材料价格大幅上升, 进一步挤压了产品的毛利率;
- **但毛利率进一步收缩的空间将有限**: 经历了去年行业大洗牌后, 大多数整机企业已经开始收缩产能, 不具备规模优势的小厂逐步退出。我们可以看到近期整机的市场价格触底回升, 主流型号的 1.5MW 直驱机型价格从谷底的 3500 元/千瓦(税前)回升至 4000 元/千瓦, 对冲了年初钕铁硼长单价格的上涨。我们认为在目前小厂持续亏损的情况下, 价格再度回落可能性不大。预计今年公司毛利率将基本保持稳定的局面, 不会继续大幅下滑;
- **公司质量优势较为明显, 市场份额重回第一**: 在整机事故频发的行业环境下, 公司经验优势显现。公司长期在风电运营和直驱机型制造上积累的技术能力, 为其产品利用率高于行业平均水平提供了充分支持, 受到了下游风电运营商的认可。这也为公司 2011 出货量重回市占率第一奠定了基础;
- **但需求端仍继续受制于接入问题, 改善或要等到瓶颈缓解之后**: 风电在需求上仍然受制于接入瓶颈。虽然今年 6 月将实行的风电接入标准和可再生能源配额制将逐步推动风电接入的投资, 但是最终缓解仍然需要时间。1-2 年内接入瓶颈将仍然将对新增装机形成压制。我们认为整机需求将保持平稳的概率较大。而对公司而言, 目前已经较大的体量使得年出货量增速超过行业增速的难度增大。

### 盈利调整

■ 我们预计公司 2012/2013 年 EPS 为 0.25/0.35, 对应估值为 32/23 倍。短期来看公司目前估值水平仍然较高, 同时年初钕铁硼长单价格上升形成的成本压力将在今年上半年得到延续。盈利能力仍然将在底部徘徊。不过公司在行业竞争中表现出了经验和质量优势, 将有利于其度过行业寒冬。我们暂时维持评级不变。

图表1: 公司整机业务预测

		2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>750kW</b>									
产量	台		1,471	782	400	200			
	MW		1,103	587	300	150			
销售确认	台	892	1,179	566	250	1			
	MW	669	884	425	188	1			
产销比			1.2	1.4	1.6	200.0			
单价	百万元/MW	3.8	3.7	4.1	3.7	2.7			
销售收入	百万元	2,559	3,301	1,750	530	2.7			
销售成本	百万元	1,741	2,383	1,176	370	2			
毛利	百万元	818	918	574	160	1			
毛利率	%	32.0%	28%	33%	30%	33%			
占总销售额比重			51%	16%	3%	0%			
<b>1.5MW</b>									
产量	台		370	1,391	2,500	2,000	2,000	3,400	3,400
	MW		555	2,087	3,750	3,000	3,000	5,100	5,100
销售确认	台	57	350	1,009	2,567	1,921	1,800	1,800	1,800
	MW	86	525	1,514	3,851	2,882	2,700	2,700	2,700
产销比			1.1	1.4	1.0	1.0	1.1	1.9	1.9
单价	百万元/MW	5.7	5.2	5.6	5.0	3.8	3.7	3.7	3.7
销售收入	百万元	486	2,735	8,487	16,257	10,848	9,990	9,990	9,990
	增长率 (YOY)	#DIV/0!	462%	210%					
销售成本	百万元	407	2,218	6,441	12,529	9,264	8,591	8,591	8,591
毛利	百万元	80	516	2,046	3,728	1,584	1,399	1,399	1,399
毛利率	%	16%	18.9%	24.1%	23%	15%	14%	14%	14%
占总销售额比重			42%	79%	93%	85%	83%		
<b>2.5MW</b>									
销售确认	台				1	87	100	100	100
	MW				3	218	250	250	250
单价	百万元/MW				4.8	4.6	4.6	4.6	4.6
销售收入	百万元				5	847	456	456	456
销售成本	百万元				4	822	433	429	429
毛利	百万元				1	25	23	27	27
毛利率	%				15%	3%	5%	6%	6%
占总销售额比重			0%	0%	0%	7%	4%		
<b>3MW</b>									
销售确认	台					2	20	40	50
	MW					6	50	100	125
单价	百万元/MW					3.8	3.8	3.8	3.8
销售收入	百万元					22.7	76	151	189
销售成本	百万元					26	74	145	180
毛利	百万元					-3	2	6	9
毛利率	%					-15%	2%	4%	5%
占总销售额比重						0%	1%	1%	1%
<b>整机业务总结</b>									
总销售台数	台	949	1,529	1,575	2,818	2,032	1,900	1,900	1,900
	MW	755	1,409	1,938	4,041	3,106	3,000	3,050	3,075
平均单台容量	MW/台	0.80	0.92	1.23	1.43	1.53	1.58	1.61	1.62
单价	百万元/MW	4.0	4.3	5.3	4.2	3.8	3.5	3.5	3.5
销售收入	百万元	3,046	6,036	10,237	16,792	11,720	10,522	10,597	10,635
	增长率 (YOY)					-30.20%	-10.22%	0.72%	0.36%
销售成本	百万元	2,148	4,601	7,617	12,903	10,113	9,099	9,165	9,200
毛利	百万元	898	1,434	2,620	3,889	1,607	1,423	1,432	1,435
毛利率	%	29.5%	24%	26%	23%	14%	13.5%	13.5%	13.5%
	增长率 (YOY)	97.01%	60%	83%	48%	-59%	-11.4%	0.64%	0.24%
占总销售额比重			93%	95%	96%	92%	87.4%	84.96%	81.97%

来源: 国金证券研究所

图表2: 其它业务预测

		2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>风电场发电</b>									
收入	百万	5	92.6	114.2	178.4	139	139	139	139
	增长率 (YOY)	6.75%	1945%	23%	56.17%	-22.15%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率		46%	63%	65%	65%	61%	61%	61%	61%
成本	百万	24	34	33	63.2	54.4	54.2	54.2	54.2
	增长率 (YOY)	17.48%	1304.90%	-3.53%	91.51%	-13.89%	-0.41%	0.00%	0.00%
毛利	百万	2.1	58.4	74.3	115.3	84.5	84.7	84.7	84.7
	增长率 (YOY)	-3.49%	2687.44%	27.06%	55.20%	-26.68%	0.26%	0.00%	0.00%
	占总销售额比重	0.15%	1.43%	1.06%	1.02%	1.09%	1.15%	1.11%	1.07%
	占主营业务利润比重	0.23%	3.69%	2.63%	2.79%	4.05%	4.07%	3.77%	3.45%
<b>技术服务</b>									
销售收入 (百万)		12.7	16.0	104.1	301.6	374.4	486.7	584.1	700.9
	增长率 (YOY)		26%	549%	190%	24%	30%	20%	20%
毛利率		92%	9%	39%	40%	27%	27%	27%	27%
销售成本 (百万)		1.0	14.6	63.4	238.0	274.3	356.6	427.9	513.5
	增长率 (YOY)		1429%	335%	275%	15%	30%	20%	20%
毛利 (百万)		11.7	1.5	40.7	63.7	100.1	130.1	156.2	187.4
	占总销售额比重	0.41%	0.25%	0.97%	1.72%	2.93%	4.04%	4.68%	5.40%
	占主营业务利润比重	1.27%	0.09%	1.44%	1.54%	4.79%	6.25%	6.94%	7.63%
项目		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>零配件</b>									
销售收入 (百万)		25.2	66.9	100.9	291.3	554.5	887.1	1153.3	1499.3
	增长率 (YOY)	223%	165%	51%	189%	90%	60%	30%	30%
毛利率		22.12%	21%	10%	21.4%	53.6%	50.0%	50.0%	50.0%
销售成本 (百万)		19.6	52.5	91.3	229.1	257.2	443.6	576.6	749.6
	增长率 (YOY)	354%	168%	74%	151%	12%	72%	30%	30%
毛利 (百万)		5.6	14.3	9.7	62.2	297.3	443.6	576.6	749.6
	占总销售额比重	0.81%	1.04%	0.94%	1.66%	4.34%	7.37%	9.25%	11.56%
	占主营业务利润比重	0.60%	0.90%	0.34%	1.51%	14.23%	21.31%	25.63%	30.51%

来源: 国金证券研究所

图表3: 三张报表

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	10,738	17,596	12,843	12,034	12,474	12,974
增长率		63.9%	-27.0%	-6.3%	3.6%	4.0%
主营业务成本	-7,916	-13,467	-10,714	-9,953	-10,224	-10,517
%销售收入	73.7%	76.5%	83.4%	82.7%	82.0%	81.1%
毛利	2,823	4,128	2,129	2,081	2,250	2,457
%销售收入	26.3%	23.5%	16.6%	17.3%	18.0%	18.9%
营业税金及附加	-47	-92	-32	-30	-31	-32
%销售收入	0.4%	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-670	-1,062	-943	-885	-917	-954
%销售收入	6.2%	6.0%	7.3%	7.4%	7.4%	7.4%
管理费用	-276	-418	-739	-692	-717	-746
%销售收入	2.6%	2.4%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	1,829	2,557	415	475	584	725
%销售收入	17.0%	14.5%	3.2%	3.9%	4.7%	5.6%
财务费用	-60	-163	-249	-182	-22	-46
%销售收入	0.6%	0.9%	1.9%	1.5%	0.2%	0.4%
资产减值损失	-32	-188	-17	-61	-106	-94
公允价值变动收益	-4	9	31	0	0	0
投资收益	214	476	517	480	480	480
%税前利润	10.8%	17.0%	59.8%	56.0%	42.6%	37.4%
营业利润	1,947	2,691	698	712	936	1,065
营业利润率	18.1%	15.3%	5.4%	5.9%	7.5%	8.2%
营业外收支	44	109	167	146	192	218
税前利润	1,991	2,800	864	857	1,127	1,284
利润率	18.5%	15.9%	6.7%	7.1%	9.0%	9.9%
所得税	-200	-416	-146	-146	-214	-244
所得税率	10.0%	14.9%	16.9%	17.0%	19.0%	19.0%
净利润	1,791	2,384	718	712	913	1,040
少数股东损益	45	94	111	28	37	42
归属于母公司的净利润	1,746	2,290	607	683	877	998
净利率	16.3%	13.0%	4.7%	5.7%	7.0%	7.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	1,791	2,384	718	712	913	1,040
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	115	357	213	255	324	325
非经营收益	-227	-544	-366	192	-493	-520
营运资金变动	-356	-1,975	-4,677	6,268	-3,338	-247
经营活动现金净流	1,322	222	-4,112	7,426	-2,593	598
资本开支	-1,657	-2,666	-3,222	-945	83	-492
投资	202	142	-512	-1	0	0
其他	-197	-51	378	480	480	480
投资活动现金净流	-1,652	-2,575	-3,356	-466	563	-12
股权募资	23	6,783	105	0	-495	0
债权募资	1,825	1,636	6,933	-5,320	0	1
其他	-351	-1,247	-1,237	-353	-178	-178
筹资活动现金净流	1,498	7,172	5,802	-5,673	-674	-177
现金净流量	1,167	4,820	-1,666	1,287	-2,704	409

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	4,677	9,658	7,613	8,900	6,196	6,605
应收款项	3,002	7,933	10,717	6,515	8,699	8,961
存货	2,854	4,391	5,148	3,272	4,538	4,668
其他流动资产	752	518	1,406	773	791	811
流动资产	11,286	22,500	24,884	19,461	20,224	21,045
%总资产	76.2%	80.7%	78.3%	72.7%	73.7%	73.3%
长期投资	126	323	903	904	903	903
固定资产	2,441	3,783	4,580	5,308	5,211	5,700
%总资产	16.5%	13.6%	14.4%	19.8%	19.0%	19.8%
无形资产	759	873	934	1,100	1,089	1,079
非流动资产	3,516	5,378	6,882	7,315	7,206	7,685
%总资产	23.8%	19.3%	21.7%	27.3%	26.3%	26.7%
资产总计	14,802	27,878	31,767	26,776	27,430	28,730
短期借款	843	1,524	5,481	162	162	162
应付款项	5,683	9,490	8,848	7,870	8,094	8,338
其他流动负债	552	1,681	1,578	2,173	2,186	2,201
流动负债	7,078	12,695	15,907	10,205	10,442	10,701
长期贷款	2,022	1,465	2,575	2,575	2,575	2,576
其他长期负债	346	340	241	241	241	241
负债	9,447	14,500	18,724	13,021	13,258	13,518
普通股股东权益	5,201	13,289	12,874	13,557	13,938	14,936
少数股东权益	326	342	394	423	459	501
负债股东权益合计	14,802	27,878	31,767	26,776	27,430	28,730

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.247	0.850	0.225	0.253	0.325	0.370
每股净资产	3.715	4.932	4.778	5.031	5.173	5.543
每股经营现金净流	0.944	0.159	-1.526	2.756	-0.962	0.222
每股股利	0.280	0.100	0.340	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	33.56%	17.23%	4.71%	5.04%	6.29%	6.68%
总资产收益率	11.66%	8.14%	1.90%	2.53%	3.17%	3.45%
投入资本收益率	19.19%	12.99%	1.61%	2.34%	2.75%	3.22%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	66.28%	63.86%	-27.01%	-6.30%	3.65%	4.01%
EBIT增长率	74.35%	39.78%	-83.78%	14.45%	23.08%	24.10%
净利润增长率	90.87%	31.16%	-73.50%	12.58%	28.34%	13.86%
总资产增长率	35.21%	87.86%	13.73%	-15.71%	2.44%	4.74%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	89.9	101.4	245.4	185.0	245.0	245.0
存货周转天数	114.7	98.2	162.5	120.0	162.0	162.0
应付账款周转天数	79.3	90.1	169.3	169.0	169.0	169.0
固定资产周转天数	36.7	35.3	58.7	81.6	70.1	75.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-32.87%	-48.93%	2.63%	-44.76%	-24.68%	-25.66%
EBIT利息保障倍数	30.3	15.7	1.7	2.6	26.3	15.8
资产负债率	63.09%	51.54%	58.53%	48.22%	47.94%	46.69%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	3
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	2.25

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-05-18	买入	20.47	24.00~26.00
2 2010-08-17	买入	18.89	N/A
3 2010-10-27	买入	23.04	N/A
4 2010-12-07	买入	22.72	N/A
5 2011-02-28	买入	19.64	N/A
6 2011-04-20	买入	17.16	N/A

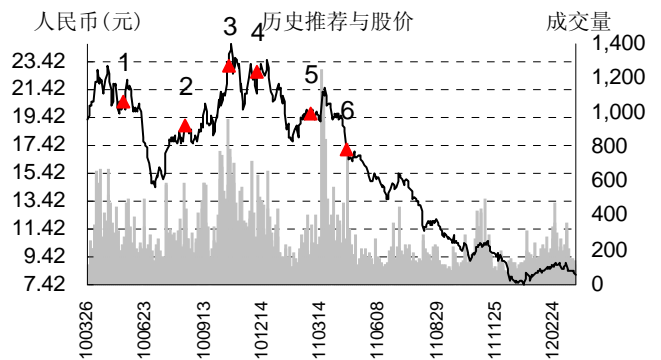
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B