



中报15倍增长，风电业务大反转以及高压电气业务稳增长带来利润提升，下半年看环保业务落地

——华仪电气（600290）点评

2014年08月24日

强烈推荐/维持

华仪电气

财报点评

侯建峰	分析师	执业证书编号: S1480513040001
	houjf@dxzq.net.cn 010-66554043	
弓永峰	分析师	执业证书编号: S1480111020051
	gongyf@dxzq.net.cn 010-66554025	

事件:

华仪电气8月22日晚间发布半年度业绩报告称,2014年半年度归属于母公司所有者的净利润为7407万元,较上年同期增1508.26%;营业收入为8.29亿元,较上年同期增52.64%;基本每股收益为0.1406元,较上年同期增1516.09%。

公司分季度财务指标

指标	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入（百万元）	361.99	231.33	311.56	401.03	588.77	361.09	467.59
增长率（%）	-30.73%	-36.96%	-3.91%	50.58%	62.65%	56.09%	50.08%
毛利率（%）	20.90%	24.90%	23.82%	26.64%	22.41%	19.77%	27.47%
期间费用率（%）	19.96%	25.08%	17.87%	18.73%	14.47%	18.00%	10.85%
营业利润率（%）	-2.80%	1.36%	1.58%	3.14%	4.89%	9.18%	11.66%
净利润（百万元）	-14.17	2.42	2.56	8.90	31.71	27.49	47.08
增长率（%）	-555.59%	-73.75%	-91.68%	06.16%	-323.70%	1034.33%	1739.86%
每股盈利（季度，元）	-0.03	0.00	0.00	0.02	0.06	0.05	0.09
资产负债率（%）	48.83%	46.35%	51.41%	53.43%	56.88%	55.58%	58.40%
净资产收益率（%）	-0.74%	0.13%	0.13%	0.46%	1.61%	1.38%	2.31%
总资产收益率（%）	-0.38%	0.07%	0.06%	0.21%	0.70%	0.61%	0.96%

观点:

➤ 收入大幅增加、管理效率提升、期间费用率大幅降低,带来盈利提升,上半年净利润同比增加15倍。

2014年上半年公司风电和高压电气收入高速增长。风电业务上半年同比增加104.98%,收入达3.36亿,高压电气收入同比增加30.96%,收入达4.81亿。这两项业务的快速增长是公司盈利大幅提升的重要原因。从公司产品毛利率来看,风电产品毛利率增加4.08个百分点,高压电气产品毛利率下降2.56个百分点,综合毛利率和去年基本持平,达到24.12%。

收入增长、管理效率提升带来公司期间费用率大幅下降,公司期间费用率由去年的20.94%下降到13.96%,

大幅下降6.98个百分点。期间费用率的大幅下降是造成公司盈利提升的另一重要原因,期间费用率的下降我们判断主要来自于如下两方面的原因:(1)公司收入大增,营运效率大幅提升所致。(2)公司新管理层上任后管理改善所致。我们认为随着公司萨瓦尼尼的“午夜生产线”的投运、生产效率的提升,公司后续的期间费用率和成本还有望继续下降。

- **四川华仪股权转让带来2000多万损失,但是中报依然达到一季报承诺,表明风电和高压电气业务上半年表现出色。**

华仪电气5月27日发布公告,公司出售持有的四川华仪46%的股权,股权转让价格低于持有股权的账面价值,造成2092.59万元的处置损失。从公司一季报和中报的损益表也达到验证,公司资产减值损失由一季度的-1715万变为中报的1632万,应该主要是由四川华仪资产减值损失造成。

在二季度确认2092万资产处置亏损的情况下,公司二季度的净利润增长率同比增加17.4倍,表明公司风电业务和高压电气业务在二季度盈利表现大幅超预期。

从公司风电业务来看,由于公司在手超40亿风机订单以及超10亿风电总包订单的保证,公司风电业务二季度继续保持快速增长,预计未来三季度和四季度依然保持快速增长态势。

从公司高压电气业务来看,据了解由于公司新厂房产能还没有完全释放,公司高压电气产能利用率比较饱满,就我们掌握的情况来看,目前高压电气产品的供货需要比较急,员工要加班到晚上9点才能保证供货的完成。公司今年进入国家电网集中招标体系并是国家电网的B类供应商,今年第一批投标就中标近2亿订单,表明公司竞争力处于国内领先地位,未来随着国家电网集中招标的进一步扩大,公司的订单有望继续大幅增加。

- **下半年风电业务和高压电气业务有望继续延续上半年靓丽表现,下半年环保业务订单落地或者外延式扩张计划推进是股价重要催化。**

公司在手风机订单超过40亿元,在手风电总包订单超过11亿元,成为国内风电业务弹性最大的公司之一,而公司在手风电资源548万千瓦,将有效支撑公司后续风电总包业务、风电场运营业务的拓展。

公司去年风电业务收入只有6个多亿,而目前在手风机订单超过40亿元,随着风电行业的回暖,估算公司下半年还能获得超过10亿元的风电订单,同时考虑到这次超过11亿元的风电场总包以及后续可能持续推进的风电场总包和风电场运营业务,公司将表现出极高的风电业务弹性,估算近三年的复合增长率超过50%。

根据公司近期发布的债券分析报告,公司在手风电资源超过548万千瓦,这些在手资源除了可以推动公司“资源换市场”对于风机项目的获取外,更主要的是可以延伸公司的产业链形成新的商业模式支撑公司业务发展,特别是对于风电总包业务和风电场运营业务的拓展。我们估算随着公司这次超过11亿元总包项目的获取,公司后续将加大风电场总包和风电机场运营业务的开拓,成为公司未来持续增长最为重要的贡献力量。

2013年是公司高压电气业务的产品线梳理和营销布局的一年,特别是在去年公司获得国家电网6种产品的资质认证,同时进入国家电网B类供货商名单,为公司后续在国家电网和南方电网的中标奠定基础。

从公司参与国家电网今年第一批农配网招标来看,公司一次性中标近2亿元,远超出市场预期。由于公司高压电气产品主要面向配网领域,未来随着国家电网配网投资的增加以及城镇化建设、轨道交通建设等

对配网建设提速的推动, 公司的高压电气业务未来几年估计保持30%以上的复合增长。

我们估算公司下半年环保订单将有望落地以及公司依托于华仪环保平台的外延式扩张将进一步获得进展。
如果这两方面能有某一方面获得突破, 将有效提升公司估值, 将有望成为公司股价下半年最为重要的催化剂。

公司2013年12月成立“华仪环保有限公司”, 作为平台公司主要用于孵化环保技术和环保项目投资。后续将逐步涉足污水处理、土壤治理、大气治理等环保领域。

2014年1月23日公司环保投资第一单落地, 控股子公司华仪环保有限公司和北京睿驰投资管理有限公司以及法国VIVIRAD公司成立合资公司“浙江巍巍华仪环保科技有限公司”, 引进法国VIVIRAD的电子束技术用于环保领域。我们预计年底前法国VIVIRAD技术在中国的落地将会成为现实。

这次公司又公布与北京佳润洁环保技术有限公司、北京博汇特环保科技有限公司分别签订了《战略合作协议》, 正是进军河道、湖泊治理和农村分散点治理。

随着这些合资、合作、收购的战略布局落实, 公司将逐步形成城市污水处理、河道处理、湖泊治理以及农村分散点治理等业务形态以及设备销售、工程总包和工程运营的多环节产业综合布局。

结论:

公司是典型的反转+转型的公司, 2014年一季度业绩10倍以上的大幅预增以及中报预计的15倍以上增长奠定了公司全年业绩反转的基础, 后续随着风电订单和收入的进一步放量以及公司高压电气业务的大幅增加, 公司业绩有望呈现数倍增长。2014年是公司环保业务布局年和落地年, 公司2014年将有望依托于VIVIRAD的技术平台、与北京佳润洁环保技术有限公司和北京博汇特环保科技有限公司的战略合作以及后续可能的外延式扩张, 借助于浙江“五水共治”的实施快速获得环保业务落地, 后续订单落实和外延扩张将成为公司环保业务转型的重要推动。综合估算公司2014-2015年EPS分别为0.44、0.77, 对应的PE 26、14.9倍, 维持公司“强烈推荐”评级, 目标价15-18元。

公司盈利预测表

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E
现金及现金等价物	241	450	500	营业收入	3818	5701	10121
应收款项	2865	3535	6073	营业成本	2836	4165	7353
存货净额	590	1524	2569	营业税金及附加	29	40	71
其他流动资产	307	285	506	销售费用	243	291	628
流动资产合计	4004	5794	9648	管理费用	251	414	824
固定资产	1276	1743	2032	财务费用	50	63	99
无形资产及其他	434	420	405	投资收益	28	30	40
投资性房地产	262	262	262	资产减值及公允价值变动	(19)	(37)	(65)
长期股权投资	384	384	384	其他收入	37	169	232
资产总计	6359	8602	12730	营业利润	454	890	1353
短期借款及交易性金融负债	661	1053	1411	营业外净收支	10	10	10
应付款项	1598	2182	3519	利润总额	464	900	1363
其他流动负债	439	940	1715	所得税费用	67	135	204
流动负债合计	2697	4175	6645	少数股东损益	(1)	(2)	(4)
长期借款及应付债券	398	398	898	归属于母公司净利润	399	767	1162
其他长期负债	33	33	33				
长期负债合计	431	431	931	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E
负债合计	3129	4607	7576	净利润	399	767	1162
少数股东权益	3	0	(3)	资产减值准备	(15)	(19)	0
股东权益	3228	3995	5158	折旧摊销	137	129	161
负债和股东权益总计	6359	8602	12730	公允价值变动损失	19	37	65
				财务费用	50	63	99
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	营运资本变动	(1361)	(514)	(1692)
每股收益	0.49	0.67	1.02	其它	13	17	(4)
每股红利	0.12	0.00	0.00	经营活动现金流	(808)	417	(308)
每股净资产	3.94	3.51	4.53	资本开支	(228)	(600)	(500)
ROIC	12%	10%	15%	其它投资现金流	0	0	0
ROE	12%	19%	23%	投资活动现金流	(240)	(600)	(500)

毛利率	26%	28%	29%	权益性融资	0	0	0
EBIT Margin	15%	17%	15%	负债净变化	(60)	0	500
EBITDA Margin	18%	19%	16%	支付股利、利息	(97)	0	0
收入增长	16%	49%	78%	其它融资现金流	548	392	358
净利润增长率	194%	93%	51%	融资活动现金流	235	392	858
资产负债率	49%	54%	59%	现金净变动	(814)	209	50
息率	1.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1055	241	450
P/E	25.2	26.0	14.9	货币资金的期末余额	241	450	500
P/B	3.1	3.5	2.7	企业自由现金流	(890)	(583)	(751)
EV/EBITDA	18.7	17.6	11.6	权益自由现金流	(402)	120	(812)

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士, 天津大学工学学士, 10 年工作经验, 2011 年加盟东兴证券研究所, 现从事电力设备、节能环保行业研究。获得第六届 (2012) “水晶球” 卖方分析师 “新能源” 行业公募、私募类第二名以及 “电力设备” 行业非公募类第六名; 获得第二届 (2012) “金罗盘” 电力设备行业最佳分析师。

东兴证券中小市值团队简介

弓永峰 首席分析师, 组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士, 韩国 POSTECH 大学工学博士, 电力设备与新能源行业首席研究员, 新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究, 获得东兴证券 2011 年度 “优秀工作者” 以及 2011 年度 “青年岗位能手” 称号。2012 年带领团队获得第六届 (2012) “水晶球” 卖方分析师 “新能源” 行业公募、私募类第二名以及 “电力设备” 行业非公募类第六名; 获得第二届 (2012) “金罗盘” 电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域, 专业功底深厚, 擅长从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士, 天津大学工学学士, 2011 年加盟东兴证券研究所, 现从事电力设备、节能环保行业研究。获得第六届 (2012) “水晶球” 卖方分析师 “新能源” 行业公募、私募类第二名以及 “电力设备” 行业非公募类第六名; 获得第二届 (2012) “金罗盘” 电力设备行业最佳分析师。

高 坤 研究员

产业经济学硕士, 2009 年加盟东兴证券研究所, 从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

宋 凯 研究员

中小市值研究员, 制药工程专业硕士, 研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

孙玉姣 研究员

南开大学理学学士、经济学硕士, 资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究, 2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景, 擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘, 精于相对收益与绝对收益的把控, 注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本

华仪电气 (600290): 中报 15 倍增长, 风电业务大反转以及高压电气业务稳增长带来利润提升, 下半年看环

人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。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。

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。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数) :

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数) :

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。