

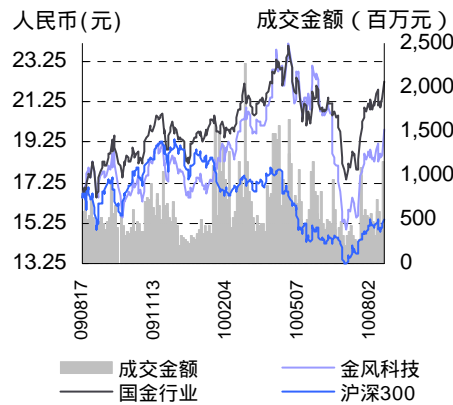
市价(人民币)：19.86元

业绩继续高歌猛进；行业放缓却悄然而至

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	989.25
总市值(百万元)	44,486.40
年内股价最高最低(元)	24.15/14.96
沪深 300 指数	2922.08
中小板指数	6318.65



相关报告

- 1.《H 股发行有利出口拓展,建议关注发行价格》, 2010.5.18
- 2.《销售保持增长,关注毛利率压力》, 2010.3.8

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130210010307

邢志刚 联系人

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.915	1.247	0.949	1.144	1.417
每股净资产(元)	3.73	3.72	5.23	7.06	9.33
每股经营性现金流(元)	0.61	0.59	1.25	1.20	1.47
市盈率(倍)	27.61	22.99	20.93	17.37	14.02
行业优化市盈率(倍)	31.12	46.00	46.00	46.00	46.00
净利润增长率(%)	45.26%	90.87%	21.76%	20.53%	23.91%
净资产收益率(%)	24.52%	33.56%	29.01%	25.91%	24.30%
总股本(百万股)	1,000.00	1,400.00	2,240.00	2,240.00	2,240.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2010 年上半年实现收入 63 亿元,同比增长 65.6%;实现营业利润 9.6 亿元,同比增长 34.4%;实现净利润 8.1 亿元,同比增长 45.2%;

经营分析

- 毛利率继续保持在高水平超出我们预期,但未来仍存在的压力:公司上半年毛利率同比上升 0.39%,主要原因是 1.5MW 主力机型大批量生产带来的规模提升,同时产能布局开始发挥地域优势,节约了运输成本。我们认为去年上半年产能尚未释放,而相比去年全年 26.3%的毛利率,今年上半年的 24.6%毛利率是有所下降的,主要原因是因为价格下跌造成的。我们判断,随着今年整机订单价格从年初 5000-5100 元/千瓦下降至目前 4600 元/千瓦左右水平的情况下,未来毛利率的压力仍然会有显现。预计全年毛利率可能将会下降到 22%左右的水平;
- 新增订单同比增长将放缓,反映行业增速回落:公司上半年末在手订单为 3790MW,去年年底在手订单为 2875MW,上半年销售确认约为 1100~1200MW,我们测算 1-6 月新增订单接近 2000MW。如果下半年订单情况平稳,全年整机订单预计将达 4000MW。考虑到 2009 年全年新增订单 2915MW 和 2008 年 1541MW,今年新增订单的同比增速将由去年的 90%放缓到 37%。这也正反映了整体行业性的增速放缓。上半年业绩 65.6%的高速增长超过了全年预期的订单增长的速度,也和公司在今年采用相对较为平滑的销售确认方式(减少季节因素)有关;
- 再发港股渐行渐进:在市场全面复苏的情况下,公司港股上市将再次被提上议事日程。我们在之前的报告中也提到了 H 股发行将有利于公司长远的国际化,但如果 H 股相对 A 股折价发行,将会一定程度上摊薄 A 股股东权益和每股收益;

盈利调整

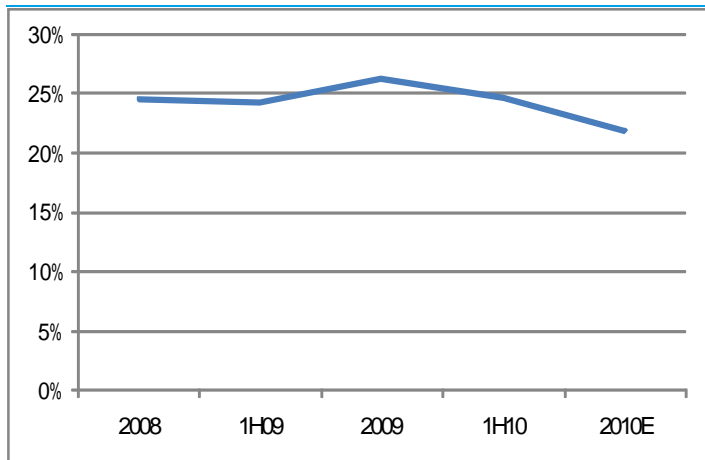
- 由于上半年较好的盈利能力表现,同时我们判断整机价格下降速度将放缓,我们调高公司全年整机业务毛利率至 21%;

投资建议

- 我们预计公司 2010 年和 2011 年每股收益为 0.95 和 1.14,对应估值为 21 倍和 17 倍。基于公司行业龙头的地位,我们认为应该给予一定的估值溢价,继续维持对公司买入评级;

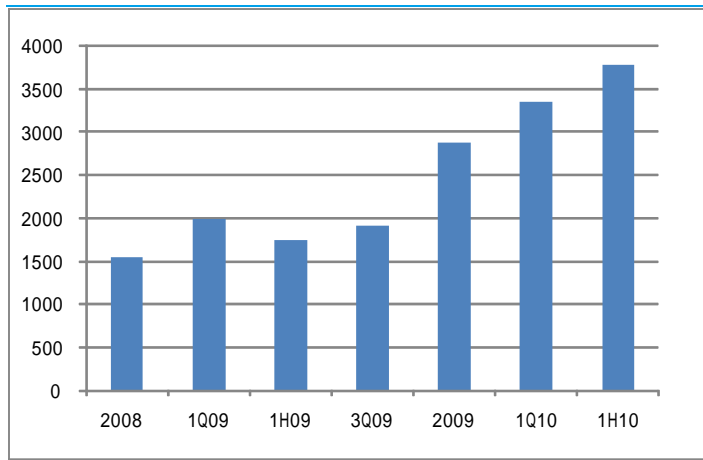
公司毛利率和在手订单变化情况

图表1：公司整体毛利率变化



来源：国金证券研究所，公司公告

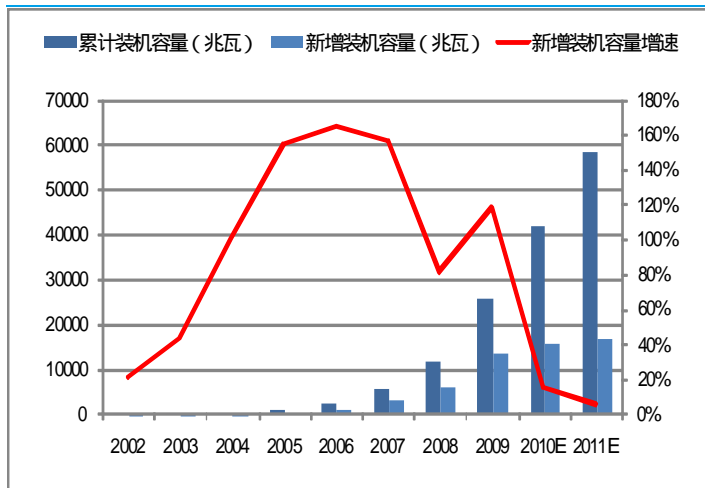
图表2：公司在手订单（单位：MW）



对行业的判断-整机行业增速将下滑

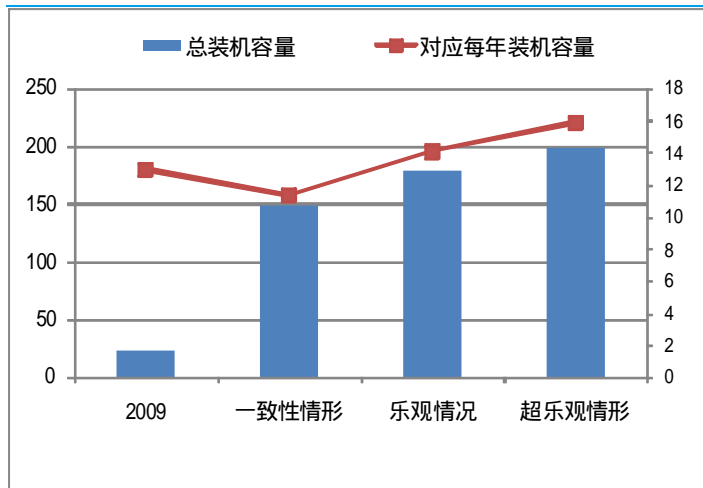
- 我们认为 2010 年行业整体保持增长可以预期，但是未来新增装机的在约 1600 万千瓦/年达到上限的概率较大：即便我们考虑未来整机到 2020 年装机容量可能上调到 1.5 亿（目前市场一致预期概率较大的目标装机容量），或者 1.8 亿，甚至 2 亿千瓦，未来 10 年（包括 2010 年）年均新增装机容量将在 1600 万千瓦“封顶”。相对 2009 年新增 1300 万千瓦，也只有每年 23% 的增长空间。

图表3：风电装机趋势判断和预测（MW）



来源：国金证券研究所预测，中国风能协会

图表4：在不同情形下对应年装机容量测算（GW）



图表5：整机企业估值比较

公司名称	上市代码	2010	2011
国外上市整机企业（包括香港）			
vesta	DK;VWS	19	15
GE Wind	US;GE	14	12
Gamesa	ES;GAM	17	11
Suzlon	IN;SLE	-	12
Siemens	IN;SIE	30	26
Repower	DE;RPWX	16	14
Nordex	DE;NDXX.N	18	12
Acciona	ES;ANA	19	15
Mitsubishi Heavy	jP;7011.T	46	26
Dongfang Electric	HK;1072	22	18
平均估值		22	16
A股整机企业			
东方电气	600875	24	19
金风科技	002202	21	18
湘电股份	600416	28	20
华仪电气	600290	25	18
长征电气	600112	21	11
平均估值		24	17

来源：国金证券研究所

图表6：模型假设和比较

项 目		2008	2009	2010E	2011E
		2008	2009	2010E	2011E
750MW					
产量	台	1,471	782	400	200
	MW	1,103	587	300	150
销售确认	台	1,179	566	300	200
	MW	884	425	225	150
产销比		1.2	1.4	1.3	1.0
单价	百万元/MW	3.7	4.1	3.7	3.5
销售收入	百万元	3,301	1,750	1,113	705
销售成本	百万元	2,383	1,176	835	529
毛利	百万元	918	574	250	79
毛利率	%	28%	33%	30%	15%
占总销售额比重		51%	16%	6%	3%
1.5MW					
产量	台	370	1,391	2,000	3,000
	MW	555	2,087	3,000	4,500
销售确认	台	350	1,009	2,000	2,500
	MW	525	1,514	3,000	3,750
产销比		1.1	1.4	1.0	1.2
单价	百万元/MW	5.2	5.6	5.0	4.8
销售收入	百万元	2,735	8,487	15,141	17,979
	增长率 (YOY)	462%	210%		
销售成本	百万元	2,218	6,441	11,961	14,384
毛利	百万元	516	2,046	3,180	3,596
毛利率	%	18.9%	24.1%	21%	20%
占总销售额比重		42%	79%	88%	85%
2.5MW					
销售确认	台			30	300
	MW			75	750
单价	百万元/MW			4.8	4.6
销售收入	百万元			144	1,368
销售成本	百万元			122	1,094
毛利	百万元			22	274
毛利率	%			15%	20%
占总销售额比重		0%	0%	1%	6%
整机业务总结					
总销售台数	台	1,529	1,575	2,330	3,000
	MW	1,409	1,938	3,300	4,650
平均单台容量	MW/台	0.92	1.23	1.42	1.55
单价	百万元/MW	4.3	5.3	5.0	4.3
销售收入	百万元	6,036	10,237	16,398	20,052
销售成本	百万元	4,601	7,617	12,918	16,007
毛利	百万元	1,434	2,620	3,479	4,046
毛利率	%	24%	26%	21%	20%
	增长率 (YOY)	60%	83%	33%	16%
占总销售额比重		93%	95%	96%	95%
风电场发电					
收入	百万元	92.6	114.2	137	165
	增长率 (YOY)	1945%	23%	20.00%	20.00%
毛利率		63%	65%	65%	65%
成本	百万元	34	33	48.0	57.6
	增长率 (YOY)	1304.90%	-3.53%	45.47%	20.00%
毛利	百万元	58.4	74.3	89.1	106.9
	增长率 (YOY)	2687.44%	27.06%	20.00%	20.00%
占总销售额比重		1.43%	1.06%	0.80%	0.78%
占主营业务利润比重		3.69%	2.63%	2.38%	2.39%
技术服务					
销售收入 (百万元)		16.0	104.1	208.1	416.2

来源：国金证券研究所

图表7：三张报表

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,103	6,458	10,738	17,127	21,219	25,801
增长率		108.1%	66.3%	59.5%	23.9%	21.6%
主营业务成本	-2,178	-4,873	-7,916	-13,380	-16,739	-20,322
%销售收入	70.2%	75.5%	73.7%	78.1%	78.9%	78.8%
毛利	925	1,585	2,823	3,747	4,480	5,478
%销售收入	29.8%	24.5%	26.3%	21.9%	21.1%	21.2%
营业税金及附加	-11	-20	-47	-34	-42	-52
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-100	-278	-670	-856	-1,061	-1,290
%销售收入	3.2%	4.3%	6.2%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-153	-237	-276	-394	-488	-593
%销售收入	4.9%	3.7%	2.6%	2.3%	2.3%	2.3%
息税前利润（EBIT）	662	1,049	1,829	2,462	2,889	3,543
%销售收入	21.3%	16.2%	17.0%	14.4%	13.6%	13.7%
财务费用	-23	-42	-60	-32	25	78
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.2%	-0.1%	-0.3%
资产减值损失	-30	-128	-32	-42	-10	-11
公允价值变动收益	0	-2	-4	0	0	0
投资收益	1	266	214	50	50	50
%税前利润	0.2%	22.8%	10.8%	2.0%	1.7%	1.3%
营业利润	610	1,143	1,947	2,438	2,953	3,659
营业利润率	19.7%	17.7%	18.1%	14.2%	13.9%	14.2%
营业外收支	17	20	44	63	60	75
税前利润	627	1,163	1,991	2,500	3,014	3,734
利润率	20.2%	18.0%	18.5%	14.6%	14.2%	14.5%
所得税	8	-126	-200	-375	-452	-560
所得税率	-1.3%	10.8%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	635	1,037	1,791	2,125	2,562	3,174
少数股东损益	5	122	45	0	0	0
归属于母公司的净利润	630	915	1,746	2,125	2,562	3,174
净利率	20.3%	14.2%	16.3%	12.4%	12.1%	12.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	635	1,037	1,791	2,125	2,562	3,174
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	45	191	115	170	161	176
非经营收益	14	-313	-227	227	30	15
营运资金变动	-146	-60	-356	282	-65	-81
经营活动现金净流	547	854	1,322	2,804	2,688	3,285
资本开支	-370	-951	-1,657	-380	-49	-635
投资	-1	-53	202	-1	0	0
其他	26	3	-197	50	50	50
投资活动现金净流	-345	-1,000	-1,652	-331	1	-585
股权募资	1,791	83	23	0	0	0
债权募资	403	709	1,825	-308	0	1
其他	-64	-48	-351	-150	-140	-140
筹资活动现金净流	2,130	743	1,498	-458	-140	-139
现金净流量	2,331	598	1,167	2,016	2,549	2,560

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	2,680	3,286	4,677	6,693	9,242	11,802
应收款项	782	2,894	3,002	4,664	5,779	7,026
存货	972	2,119	2,854	4,032	5,045	6,125
其他流动资产	480	761	752	1,345	1,681	2,039
流动资产	4,914	9,061	11,286	16,734	21,746	26,992
%总资产	90.8%	82.2%	75.8%	81.8%	85.5%	86.5%
长期投资	4	105	207	208	207	207
固定资产	404	1,258	2,441	2,734	2,706	3,264
%总资产	7.5%	11.4%	16.4%	13.4%	10.6%	10.5%
无形资产	80	502	759	778	765	753
非流动资产	501	1,967	3,597	3,723	3,680	4,226
%总资产	9.2%	17.8%	24.2%	18.2%	14.5%	13.5%
资产总计	5,414	11,028	14,883	20,457	25,426	31,218
短期借款	470	50	843	546	546	546
应付款项	1,642	5,142	5,683	9,217	11,489	13,956
其他流动负债	178	392	552	763	899	1,048
流动负债	2,291	5,584	7,078	10,526	12,934	15,551
长期贷款	153	1,282	2,022	2,022	2,022	2,023
其他长期负债	75	108	256	256	256	256
负债	2,519	6,973	9,356	12,804	15,212	17,829
普通股股东权益	2,883	3,730	5,201	7,326	9,888	13,062
少数股东权益	66	362	326	326	326	326
负债股东权益合计	5,414	11,028	14,883	20,457	25,426	31,218

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.259	0.915	1.247	0.949	1.144	1.417
每股净资产	5.767	3.730	3.715	5.233	7.063	9.330
每股经营现金净流	1.094	0.610	0.590	1.252	1.200	1.466
每股股利	0.100	0.280	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	21.84%	24.52%	33.56%	29.01%	25.91%	24.30%
总资产收益率	11.52%	8.26%	11.73%	10.39%	10.08%	10.17%
投入资本收益率	18.76%	17.22%	19.39%	20.30%	19.07%	18.77%
增长率						
主营业务收入增长率	102.77%	108.11%	66.28%	59.49%	23.89%	21.59%
EBIT增长率	95.26%	58.56%	74.35%	34.63%	17.31%	22.65%
净利润增长率	96.98%	45.26%	90.87%	21.76%	20.53%	23.91%
总资产增长率	356.04%	102.38%	34.50%	37.45%	24.29%	22.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.4	94.5	89.9	90.0	90.0	90.0
存货周转天数	105.8	115.8	114.7	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	55.7	71.4	79.3	79.0	79.0	79.0
固定资产周转天数	25.5	62.1	36.7	37.9	26.6	27.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.74%	-47.77%	-32.87%	-53.96%	-65.38%	-69.00%
EBIT利息保障倍数	29.3	25.1	30.3	76.5	-116.5	-45.6
资产负债率	46.07%	63.02%	62.86%	62.59%	59.83%	57.11%

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	1	5	6	17
买入	0	0	0	1	9
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.21	1.34

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 2010-03-08	买入	20.74	N/A
2 2010-05-18	买入	21.35	24.00 ~ 26.00

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、复印件或复制品，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惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室