



# 毛利率拖累三季度业绩低于预期

买入 (维持)

## 投资要点:

- 第三季度净利润 1130 万元, 同比下降 29%, 低于预期
- 收入结构变化导致毛利率低迷, 风电场业务逐步贡献业绩
- 看好投资项目的发展前景, 维持“买入”评级

- 收入增长 7.78%, 但毛利率低迷导致增收不增利。公司第三季度实现营业收入 2.71 亿元, 同比增长 7.78%; 实现归属上市公司净利润 1130 万元, 同比下降 28.66%, 每股收益 0.05 元。该业绩低于此前公司发布的三季度业绩预告, 主要原因是综合毛利率仅为 16.63%, 比去年同期下滑 3.86 个百分点。而毛利率的下滑的原因除风机毛利率下滑外, 我们估计是光伏组件产品的收入上升产生的收入结构性变化所致。
- 风电场业务将在明年开始充分贡献业绩。公司风电场业务进展较为顺利, 年底权益装机将达 123.75MW, 但由于麻黄山一期与二期均在下半年开始并网, 充分贡献业绩将待明年。在风电行业利润向下游风电场运营转移的背景下, 我们仍然认为风电场业务将是公司最大的看点之一, 独特的地理位置和发电条件决定了该业务较强的盈利能力。
- 投资项目前景良好, 但业绩释放需待 2012。公司 9 月发布公告, 拟投资 15.3 亿元, 建设风机、塔筒、光伏电池、组件等 6 个项目, 我们认为在解决了资金问题后, 其发展前景良好, 能够与现有业务形成几乎完整的风电和太阳能两条产业链, 公司将从风机、自动化仪表的设备制造商逐步转型为风电、太阳能两大一体化产业的设备生产与运营商, 从中也可以看出宁夏发电集团做大做强上市公司的强烈意愿。但从项目的规划来看, 业绩释放需要等到 2012 年。
- 看好风电场业务及公司项目盈利能力, 维持“买入”评级。公司得天独厚的地域优势与股东背景决定了公司未来光明的前景, 我们维持 2010/11/12 年 EPS 分别为 0.31/0.42/0.96 元的盈利预测, 虽然目前估值并不低, 但考虑未来三年复合增长率高达 85%, 维持“买入”评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	396.26	794.12	1081.24	1399.38	3059.79
增长率	15.31%	100.40%	36.16%	29.42%	118.65%
母公司净利润	28.74	35.95	73.38	99.09	226.40
增长率	51.52%	25.12%	104.10%	35.04%	128.47%
毛利率	35.73%	25.06%	27.72%	28.92%	26.53%
EPS	0.122	0.152	0.311	0.420	0.960

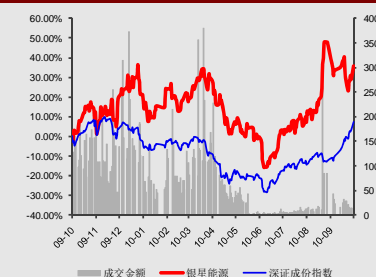
## 分析师

赵曦、王静

电话: 010-88085960

Email: zhaoxi@hysec.com

## 市场表现



## 公司数据

总股本 (万股)	23,589
流通股 (万股)	23,589
控股股东	宁夏发电集团有限责任公司
控股股东持股比例	28.02%

## 相关研究

银星能源: 风机与太阳能项目带动公司转型

2010.09.15

银星能源中报点评: 风电场业务进展顺利

2010.08.15

新能源与电力设备 2010 年中期策略报告: 掘金新能源-高成长决定高估值

2010.06.06

**附表 1 财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	869	752	1,013	2,327	营业收入	794	1,081	1,399	3,060
货币资金	391	216	280	523	营业成本	595	782	995	2,248
应收与预付款项	286	321	471	1,173	营业税金及附加	5	6	8	18
存货	119	142	190	559	销售费用	36	46	59	129
<b>非流动资产</b>	1,279	1,827	2,705	3,274	管理费用	45	57	73	159
固定资产在建工程	1,237	1,791	2,675	3,249	财务费用	60	77	113	159
无形资产待摊费用	41	36	30	25	资产减值损失	11	0	0	0
<b>资产总计</b>	2,148	2,579	3,718	5,601	投资收益	-2	0	0	0
<b>流动负债</b>	670	874	1,305	2,389	利润总额	50	112	152	347
短期借款	406	544	912	1,212	所得税	11	28	38	87
应付与预收账款	265	330	393	1,178	净利润	39	84	114	260
长期借款	945	1,089	1,683	2,221	少数股东损益	3	11	15	34
<b>非流动负债</b>	1,161	1,305	1,899	2,437	归属母公司净利	36	73	99	226
<b>负债合计</b>	1,831	2,178	3,204	4,826	<b>EPS (元)</b>	0.152	0.311	0.420	0.960
股本	236	236	236	236	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	450	450	450	450	<b>成长能力</b>				
留存收益	-442	-369	-270	-43	营业收入	100.40%	36.16%	29.42%	118.65%
少数股东权益	72	83	98	132	净利润	24.45%	116.51%	35.04%	128.47%
归属于母公司权益	244	317	416	643	<b>获利能力</b>				
<b>负债股东权益合计</b>	2,148	2,579	3,718	5,601	毛利率	25.06%	27.72%	28.92%	26.53%
<b>现金流量表</b>					净利率	4.91%	7.80%	8.14%	8.50%
单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	ROE	14.74%	23.12%	23.80%	35.22%
<b>经营活动现金流</b>	134	320	315	464	<b>偿债能力</b>				
净利润	41	84	114	266	资产负债率	85.27%	84.46%	86.16%	86.16%
折旧摊销	52	152	222	332	流动比率	0.93	0.64	0.63	0.87
资产减值损失	11	0	0	0	速动比率	0.79	0.51	0.50	0.66
利息费用	61	77	113	151	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-382	-700	-1,100	-900	总资产周转率	0.37	0.42	0.38	0.55
<b>融资活动现金流</b>	487	205	849	679	应收账款周转率	2.84	3.81	4.82	4.17
<b>现金流量净额</b>	239	-175	64	243	存货周转率	3.81	4.82	4.17	3.44

注: 资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

### 分析师简介:

**赵曦:** 宏源证券研究所新能源与电力设备行业研究员, 2008 年加盟宏源证券研究所。

### 机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

### 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

### 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。