

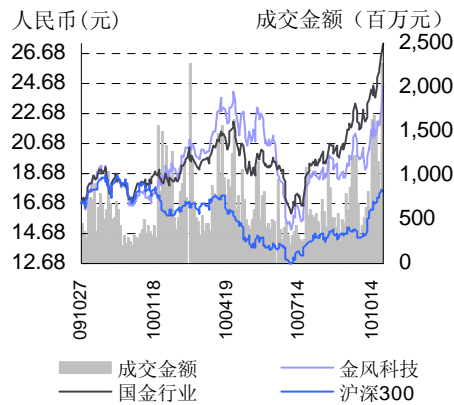
市价(人民币): 24.54元

业绩符合预期; 在手订单充足

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)	987.98
流通港股(百万股)	500.05
总市值(百万元)	66,125.19
年内股价最高最低(元)	24.54/14.96
沪深300指数	3481.08
中小板指数	7227.43



相关报告

1. 《业绩继续高歌猛进;行业放缓却悄然而至》, 2010.8.17
2. 《H股发行有利出口拓展,建议关注发行价格》, 2010.5.18
3. 《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
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚 联系人
(8621)61038287
xingzg@gjzq.com.cn

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	0.977	1.188	1.377
每股净资产(元)	3.73	3.72	5.59	7.88	10.53
每股经营性现金流(元)	0.61	0.59	1.25	1.27	1.48
市盈率(倍)	27.61	22.99	25.13	20.65	17.82
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%	50.75%	21.68%	15.90%
净资产收益率(%)	24.52%	33.56%	33.60%	29.02%	25.17%
总股本(百万股)	1,000.00	1,400.00	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

- 公司公布三季报: 2010年前三季度实现营业收入108.9亿元, 同比增长61.78%; 实现营业利润17.9亿元, 同比增长45.5%; 实现净利润15.3亿元, 同比增长49.7%;

经营分析

- 在手订单充足, 为未来增长提供保障: 我们测算第3季度新接订单约为1200MW, 虽然低于第1、2季度, 但是今年前3季度累计的新增订单已经达到4300MW, 较去年同期的增长了128%。公司目前在手订单仍然维持在高位达到3799MW, 和中报的3790MW基本持平, 同时仍有1531MW的意向合同。在手订单基本可以满足未来1年2800台(相当于近4200MW)的排产。我们认为明年在产量上实现25%以上的增长是可以保障的;
- 较强的议价能力使得毛利率保持在较高水平: 今年整机订单价格却从年初5000-5100元/千瓦下降至目前4500元/千瓦左右水平, 降幅约为10%。而公司第三季度毛利率为24.3%, 相比于上半年的24.6%仅仅小幅下降了0.3%。公司前三季度的总体毛利率约为24.5%高于我们之前的预期。我们认为公司产量规模的增长和对下游较强的议价能力是毛利率保持在较高水平的原因。预计全年毛利率很有可能达到24%以上的水平;
- 整机行业面临强者恒强的竞争格局, 但是增速回落无法避免: 在行业增速趋缓的大背景下, 我们看到公司作为行业巨头无论在盈利能力和订单增长都较二线企业有较大的领先优势。不过由于行业基数的扩大和寡头竞争局面的逐步形成, 我们认为公司未来将由前几年50-100%的快速增长逐步过渡到30%左右的稳步增长的轨道中;

盈利调整和投资建议

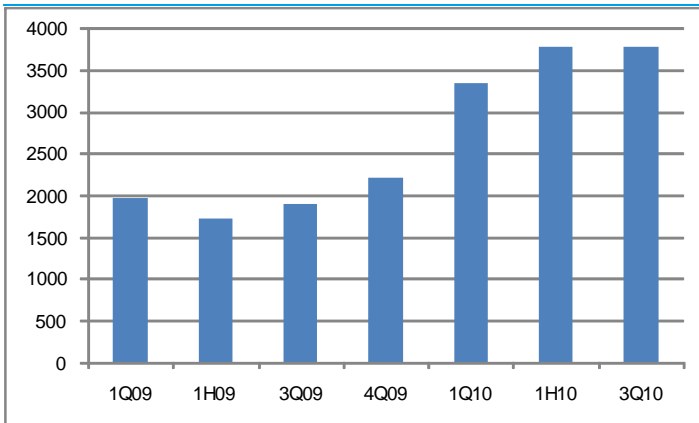
- 我们判断整机价格下降速度将逐步放缓, 而公司前三季度表现出优于行业的毛利率水平, 我们调高公司1.5MW整机业务毛利率至23%; 同时基于公司目前充足的在手订单, 我们上调明年的1.5MW销售至2800台;
- 我们预计公司2010年和2011年每股收益为0.98和1.19, 对应估值为25倍和21倍, 在同比公司中处于偏低水平。同时基于公司行业龙头的地位, 我们认为应该给予一定的估值溢价, 继续维持对公司买入评级;

图表1: 估值比较

股票名称	股票代码	收盘价 (元)	已发行 (百万股)	已上市流通 (百万股)	10EPS (元)	11EPS (元)	12EPS (元)	10PE	11PE	12PE
银星能源	000862	16.55	236	236	0.32	0.47	0.83	52	35	20
中材科技	002080	50.5	150	150	1.23	2.2	2.89	41	23	17
天奇股份	002009	14.18	221	153	0.41	0.6	0.74	35	24	19
东方电气	600875	38.63	2,004	1,290	1.14	1.44	1.80	34	27	21
湘电股份	600416	29.01	304	304	0.70	0.87	1.13	41	33	26
长征电气	600112	12.06	424	387	0.41	0.86	1.39	29	14	9
金风科技	002202	24.54	2,695	1,489	0.98	1.19	1.38	25	21	18
华仪电气	600290	15.84	274	161	0.44	0.57	0.75	36	28	21
上海电气	601727	10	12,824	5,099	0.23	0.25	0.31	43	40	32

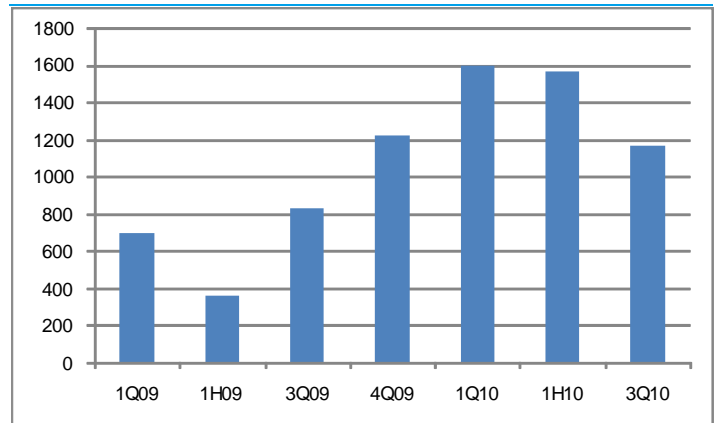
来源: 国金证券研究所

图表2: 公司在手订单 (MW)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 公司新增订单 (MW)



图表4: 整机业务销售预测

项 目		2009	2010E	2011E	2012E
		2009	2010E	2011E	2012E
750MW					
产量	台	782	400	200	100
	MW	587	300	150	75
销售确认	台	566	300	200	100
	MW	425	225	150	75
产销比		1.4	1.3	1.0	1.0
单价	百万元/MW	4.1	3.7	3.5	3.5
销售收入	百万元	1,750	1,113	705	352
销售成本	百万元	1,176	835	529	264
毛利	百万元	574	250	79	40
毛利率	%	33%	30%	15%	15%
占总销售额比重		16%	6%	3%	1%
1.5MW					
产量	台	1,391	2,200	3,000	3,400
	MW	2,087	3,300	4,500	5,100
销售确认	台	1,009	2,200	2,800	3,100
	MW	1,514	3,300	4,200	4,650
产销比		1.4	1.0	1.1	1.1
单价	百万元/MW	5.6	5.0	4.8	4.8
销售收入	百万元	8,487	16,655	20,137	22,294
	增长率 (YOY)	210%			
销售成本	百万元	6,441	12,657	15,505	17,167
毛利	百万元	2,046	3,997	4,631	5,128
毛利率	%	24.1%	24%	23%	23%
占总销售额比重		79%	89%	86%	84%
2.5MW					
销售确认	台		30	300	500
	MW		75	750	1,250
单价	百万元/MW		4.8	4.6	4.6
销售收入	百万元		144	1,368	2,280
销售成本	百万元		122	1,094	1,778
毛利	百万元		22	274	502
毛利率	%		15%	20%	22.0%
占总销售额比重		0%	1%	6%	9%
整机业务总结					
总销售台数	台	1,575	2,530	3,300	3,700
	MW	1,938	3,600	5,100	5,975
平均单台容量	MW/台	1.23	1.42	1.55	1.61
单价	百万元/MW	5.3	5.0	4.4	4.2
销售收入	百万元	10,237	17,912	22,210	24,927
销售成本	百万元	7,617	13,615	17,129	19,209
毛利	百万元	2,620	4,297	5,081	5,717
毛利率	%	26%	24%	23%	22.9%
	增长率 (YOY)	83%	64%	18%	12.5%
占总销售额比重		95%	96%	95%	94.0%

来源: 国金证券研究所

图表5: 其它业务预测

		2009	2010E	2011E	2012E
风电场发电					
收入	百万元	114.2	137	165	181
	增长率 (YOY)	23%	20.00%	20.00%	10.00%
毛利率		65%	65%	65%	65%
成本	百万元	33	48.0	57.6	63.3
	增长率 (YOY)	-3.53%	45.47%	20.00%	10.00%
毛利	百万元	74.3	89.1	106.9	117.6
	增长率 (YOY)	27.06%	20.00%	20.00%	10.00%
	占总销售额比重	1.06%	0.74%	0.70%	0.68%
	占主营业务利润比重	2.63%	1.95%	1.94%	1.87%
技术服务					
销售收入 (百万元)		104.1	208.1	416.2	624.3
	增长率 (YOY)	549%	100%	100%	50%
毛利率		39%	40%	50%	50%
销售成本 (百万元)		63.4	124.9	208.1	312.2
	增长率 (YOY)	335%	97%	67%	50%
毛利 (百万元)		40.7	83.2	208.1	312.2
	占总销售额比重	0.97%	1.12%	1.78%	2.35%
	占主营业务利润比重	1.44%	1.82%	3.77%	4.96%
零配件					
销售收入 (百万元)		100.9	201.9	403.8	605.6
	增长率 (YOY)	51%	100%	100%	50%
毛利率		10%	12.0%	12.0%	12.0%
销售成本 (百万元)		91.3	177.7	355.3	533.0
	增长率 (YOY)	74%	95%	100%	50%
毛利 (百万元)		9.7	24.2	48.5	72.7
	占总销售额比重	0.94%	1.08%	1.73%	2.28%
	占主营业务利润比重	0.34%	0.53%	0.88%	1.16%
其它					
销售收入 (百万元)		182.1	182.1	182.1	182.1
	增长率 (YOY)	-26%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率		39%	38.98%	38.98%	38.98%
销售成本 (百万元)		111.1	111.1	111.1	111.1
	增长率 (YOY)	-34.75%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)		71.0	71.0	71.0	71.0
	占总销售额比重	1.70%	0.98%	0.78%	0.69%
	占主营业务利润比重	2.51%	1.55%	1.29%	1.13%

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	4	4	6	14	20
买入	2	2	3	10	11
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.33	1.33	1.38	1.39

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
3 2010-08-17	买入	19.74	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、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