

买入 维持

鑫茂科技 (000836)

2008年6月6日

新能源业务进入获利期

——兆瓦级叶片国内首屈一指，业绩爆发在即

机械行业首席分析师：叶志刚

yetzg@htsec.com

021-23219399

调研重点：鑫茂科技经营发展的持续性和竞争优势。此次调研与公司管理层交流公司现有三大主业—工业地产（孵化器）、风机叶片（新能源）和光纤（3G概念）的经营状况、订单和成本结构变化，公司未来3-5年的发展战略，公司从事工业地产开发所拥有的政府资源，该业务的可持续性，公司在该领域具备的优势。风机叶片项目的进展和优势，是否是短期暴利行业？就上述问题我们与公司进行了深入的探讨和交流。

以小博大，土地资源储备丰富。鑫茂科技原有工业地产10.5万平米，现有可开发建筑面积12.04万平米，总建筑面积22.54万平米，其中储备的土地资源我们预测是华天道3号写字楼（7.7万平米）、停车楼项目（1.34万平米，主要用于出租、出售）、绿色能源基地项目（6万平米）和投资性房产（26层软件大厦，7.5万平米）。其中，绿色能源基地项目2008年就可以形成销售，华天道3号和停车楼项目2009年4季度可形成销售。此次公司募集资金引进集团公司待销售或出租的工业地产46.67万平米（按权益比例计算），包括了圣君、贝特维奥、鑫茂科技园三处工业地产项目，这三处项目都已封顶完工，即可形成销售，其中那个鑫茂科技园配套设施齐全，预签约的客户达80%以上，圣君和贝特维奥地处天津西青区杨柳青镇工业区，交通便利，地方政府给予大力扶持，已经有意向签约的客户占到了15%以上。通过募集资金项目的引进从而盘活了鑫茂科技近24万平米的工业地产，加总后鑫茂科技目前开发的土地面积共计97.4万平米，接近100万平米。而观察未来几年公司的土地储备，我们预计天津西青区政府可能将近190亩的杨柳青汽车电子科技园和近1300亩风电工业园土地交付鑫茂科技开发，最快将于2008年底启动。再观察的长远一些，杨柳青镇内近5平方公里的区域也很有可能交付鑫茂科技开发，占地面积近7500亩，如果假设公司未来几年每年可开发1500亩，则土地储备至少可以满足公司未来5年的工业地产发展需要。

“鑫茂模式”符合市场需要，得到迅速推广。公司董事长杜克荣长期从事工业地产开发，1992年中校军衔转业，分配在天津市服装集团公司任基建处处长，同年成立民营天津市鑫茂建筑装饰公司，任总经理；2000年，组建天津鑫茂科技投资集团，任董事长至今。现任天津市工商联副主席、天津市企业联合会副会长。鑫茂科技独创了“鑫茂模式”，即以“买地—建房—招商—扶持—服务—联合发展”模式开发建设民营科技园，这种由民营资本主导并以市场化方式运作的模式得到天津市政府认同。去年年底天津市委批示在全市推广鑫茂民营科技园模式。市委有关部委对鑫茂民营科技园进行调研，并以《民营科技园模式值得推广——鑫茂民营科技园的调查与启示》（简称“推广文章”）为题向天津市委、市政府汇报了鑫茂科技园的开发、建设、经营经验。有关领导经批示将在全市推广鑫茂民营科技园模式，并要求工业园专委会成员尽快拿出具体实施方案。鑫茂科技的工业地产业务之所以发展速度快，得到迅速推广主要是公司瞄准了那些企业发展初期规模较小，无法单独购地建设中小规模工厂的具有良好发展前景中小型企业客户，通过提供个性化工厂（庭院式厂房和单元式厂房）并伴有一系列配套服务扶持园区内企业快速发展。总结起来，鑫茂科技发展工业地产的主要优势是：（1）与政府主导的科技园不同，鑫茂民营科技园完全由鑫茂科技投资集团投资、管理、经营，是一种新兴的创业服务组织；（2）“运营管理标准化、规范化，从园区规划、房型设计、到保障服务、孵化管理，鑫茂科技园形成了一整套标准和规范。特别是通过打造融资、物业、信息、培训等六大服务平台，构建起确保企业‘引得进、留得住、长得大’的‘三级孵化体系、三维孵化保障’的孵化模式，形成了鑫茂科技园的核心竞争力”；（3）“经营理念新颖、独到，打破了厂房出租、出售的房地产经营模式，建立了‘四个结合’的盈利模式，即：长期投资与短期投资相结合，产权入股与风险投资相结合，经营地产与资本运作相结合，经营产品与经营企业相结合的盈利模式”。

风机叶片业务进入获利期，2009年爆发式增长。公司现有风机叶片模具4套，其中750KW的3套，1.5MW的一套，全部为公司自有知识产权，包括前期设计、工艺参数和制造都为技术人员独立开发，回避了国内有些风机叶片生产企业引进国外技术成本高昂，且使用费用也不菲，无法按照客户的需要进行适时改动（风机叶片客户的需要往往是多方面的），如国内某家公司就提出需要24米长的750KW风机叶片，从而区别与国内大多数23.5米长的750KW的风机叶片，对于掌握全套设计、制造参数和工艺的鑫风能源来说，只要稍加修改工艺参数就可快速提供客户需要的改进产品。公司750KW的风机叶片在甘肃玉门的风电场测试初步结果表明其运行性能在国内的叶片生产企业中名列前茅，这主要得益于鑫风能源的核心技术骨干从事风机叶片设计生产多年，积累了丰富的经验，与国内最先进的风机叶片技术前沿保持了同

步。目前公司的叶片生产就采用了国际上先进的真空吸筑技术,既解决了以往糊浆式方法容易产生气泡的问题,也提高了生产效率,平均一个工作班次(8小时左右)就可以生产一片叶片。公司目前生产出了近40片叶片,预计今年可拿到200套750KW的风机订单,这主要得益于公司风机叶片的成熟技术和鑫茂科技与中电国际、中水投等电力集团的良好合作关系。公司1.5MW的风机叶片模具完全为自主开发,开发费用仅500多万元,比引进技术节约70%以上,且可生产37.5-40.25米长的任意规格产品,适应性强,目前已有多家业主和主机制造企业有意向与公司合作,公司可能今后2-3年会通过在国内风力资源丰富的地区,如内蒙、辽宁、甘肃、海南等地兴建1.5MW的风机叶片制造基地将风机叶片规模做到年销售收入20亿元,成为与公司现有主业,商业地产并驾齐驱的产业。此外,公司也在积极与中电国际、中水投等电力集团合作开发风电场,进入风电产业的前端环节,以保证后续风机叶片订单的市场需求。我们认为公司的风机叶片今年下半年已经进入获利期,预计2009年公司可生产750KW叶片300套、1.5MW叶片400套,贡献每股收益0.36元,占到了当年每股收益的25.53%,未来2-3年将进入爆发增长期。

公司从事风机叶片生产占据了“天时、地理、人和”。公司从事风机叶片的设计制造业务具有诸多优势:(1)公司是国内最早进入风机叶片生产的企业之一,董事长杜克荣早在2002年就去英国和荷兰当地考察风机叶片企业,并决定进入该产业。事实上公司对于该产业的风险性认识程度较深,鑫茂科技一度与英国的某家风机叶片企业几乎达成技术转让协议,最终因转让价格过高,对方条件过于苛刻而中止合作。公司自主开发的750KW风机叶片模具仅投资100多万元,比从国外引进节约60%以上。(2)公司吸引到了国内从事叶片生产的顶尖级技术人才,通过承诺给核心技术股改鑫风能源股权的形式形成了自己的技术梯队(三位核心技术骨干持有鑫风能源37%的股权,这样的激励程度在民营企业中是很少见的)。(3)天津的优越地理位置,天津靠近渤海,陆路、海上运输条件便利,工业基础雄厚,大专院校众多,发展风机叶片产业可谓占据了天时、地理、人和。去年年底天津市成立了风能协会,LM、东方电机等国内外企业的落户将把天津打造成为中国的风机叶片之都。(4)公司开发的750KW、1.5MW风机叶片全部为自主开发,拥有独立的自主知识产权,不仅开发成本远低于引进国外技术的企业,而且适应性强,可以根据客户的具体要求随时变更设计、工艺参数。(5)公司与中电国际、中水投等国内大的电力集团形成了战略联盟,上述企业在国内拥有众多的风电场和整机销售市场资源,例如中电国际在甘肃瓜州拥有1000万KW的特大风电场经营权,是国内仅有的两个1000万KW风电场之一,与他们的良好合作有利于公司未来的订单和市场开拓。公司未来将和这些企业在甘肃、内蒙、辽宁和海南等地兴建1.5MW的风机叶片生产基地,完成自己的产业布局,为未来3年形成20亿元的新能源业务收入打下坚实的基础。

光纤项目或有扩产,产能增加一倍以上。公司光纤项目2007年启动,共生产了77万芯公里,设计产能200万芯公里,预计2008年产量将达230万芯公里。公司光纤的原料全部由武汉长飞提供,产品大部分也由武汉长飞包销。从2006年下半年开始光纤产业进入快速恢复期,国内光纤到户工程、3G的推广、消费升级以及向印度、巴西等新兴发展中国家的出口都将使得未来3年光纤产业保持25%以上的增速。由于市场需求旺盛,通过与武汉长飞的沟通协商,公司有意向近期内启动光纤扩产项目,我们预计公司可能会在现有光纤产能基础上扩产一倍以上,最终形成470-500万芯公里的生产能力,总投资近7000万元,预计2009年初投产。

增发预计今年6月初拿到批文,7月份实施。公司2007年8月初公告增发不超过7000万股,发行价为11.16元/股,大股东-鑫茂集团以持有的天津圣君科技发展有限公司70%股权、贝特维奥科技发展有限公司100%股权、天津鑫茂科技园公司30.02%的股权认购发行股份,拟认购不低于发行总量的25%,募集资金拟投向新能源新材料产业基地、天津市汽车配套专业孵化器,绿色能源产业基地项目。我们实地调研了这几个项目,项目进展非常顺利,快于预期。而且地价升值潜力较大,集团装入上市公司资产有进一步上涨的空间,流通股股东将受益。2008年4月公司增发获得证监会有条件通过,预计6月初会拿到批文,7月份实施增发。

投资评级“买入”,目标价:28.00元。预计2008-2009年每股收益可达0.88元、1.41元,同比增长528.57%、60.22%、成长性突出,2008、2009年动态市盈率仅15.42倍、9.62倍,远低于国内的风电上市公司估值水平,具备明显的投资价值,根据加权平均法估值,公司的目标价位:28.00元,目前低估106.33%,给予“买入”的投资评级。

主要不确定因素。光纤行业景气度,房地产行业的政策环境。

图1 鑫风能源厂区图



叶片吊装现场

户外堆场准备起运的叶片

叶片

资料来源：海通证券研究所

表1 公司的加权平均估值

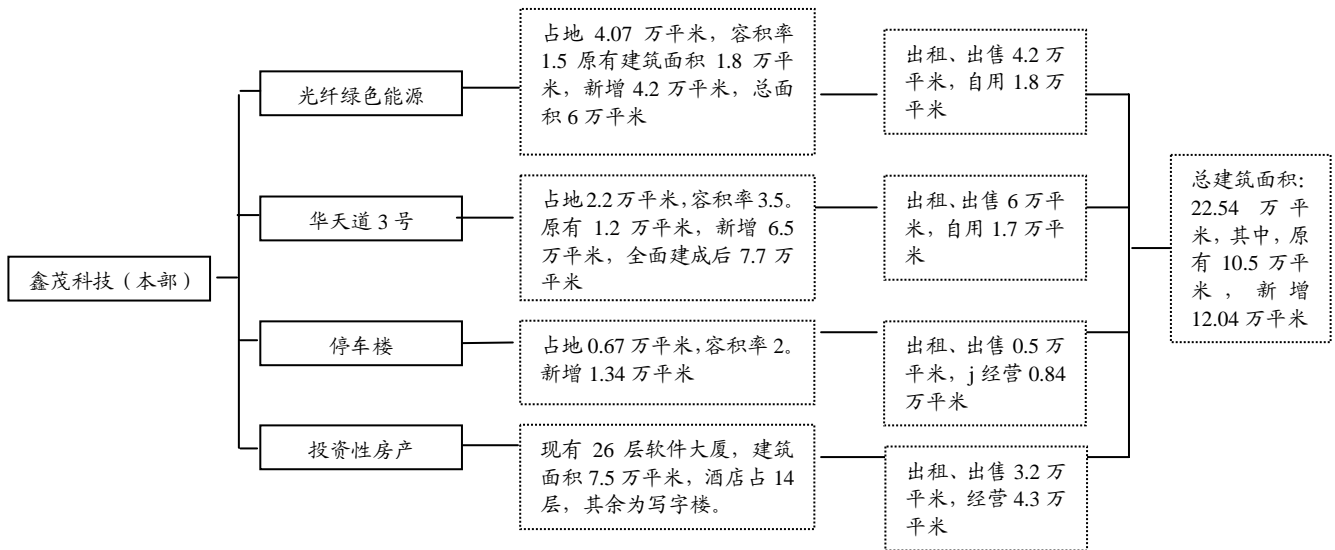
		2007	2008E	2009E
	股本(万股)	18775	18775	18775
	每股收益(元)	0.14	0.88	1.41
每股收益分拆		2007	2008	2009
	风机(元)	0.00	0.04	0.36
	工业地产(元)	0.09	0.46	0.80
	光纤(元)	0.03	0.10	0.20
	软件(元)	0.01	0.01	0.01
	安保设施(元)	0.01	0.03	0.04
	加总(元)	0.14	0.64	1.41
目标市盈率	风机			40.00
	工业地产			10.00
	光纤			20.00
	软件			20.00
	安保设施			20.00
		加总		
目标价格	风机(元)			14.56
	工业地产(元)			7.97
	光纤(元)			3.92
	软件(元)			0.18
	安保设施(元)			1.28
		目标价格(元)		

资料来源：海通证券研究所

表2 公司工业地产业务详细盈利预测

项目类别	项目名称	可结算面积(万平方米)	结算面积(万平方米)	2008E				2009E				2010E					
				售价(元/平方米)	结算收入(万元)	净利润率(%)	净利润(万元)	结算面积(万平方米)	售价(元/平方米)	结算收入(万元)	净利润率(%)	净利润(万元)	结算面积(万平方米)	售价(元/平方米)	结算收入(万元)	净利润率(%)	净利润(万元)
开发项目	新能源新材料基地	27.00	1.91	4400.00	8404.00	14.00	1176.56	10.15	4000.00	40600.00	14.00	5684.00	15.61	4200.00	65562.00	14.00	9178.6
	汽车产业孵化基地	11.52	3.70	3800.00	14060.00	11.00	1546.60	4.25	4000.00	17000.00	11.00	1870.00	2.51	4085.00	10253.35	11.00	1127.8
	绿色能源产业基地	4.27	0.75	4500.00	3375.00	19.00	641.25	2.86	4800.00	13728.00	19.00	2608.30	出租	-----			
目前准备项目	军民两用技术产业基地	10.02	6.50	5500.00	35750.00	15.00	5362.50	出租					出租	-----			
	华天道	6.10	-----	12000.00	0.00		0.00	2.00	12000.00	24000.00	20.00	4800.00	4.00	12000.00	48000.00	20.00	9600.0
合计		67.42	12.86	-	61589.00		8726.91	20.91	-----	85927.00		14961.60	20.57	-----	112170.00		19906.5

图2 鑫茂科技现有地产业务开发情况



资料来源: 海通证券研究所

表3 公司盈利预测

		2007	2008E	2009E	
风机叶片(相对控股,并表)	销量(套)	0	200	300套(750KW叶片),400套(1.5MW)	
	销售均价(万元/套)	50.00	50.00	50万(750KW叶片),130万(1.5MW叶片)	
	主营收入(万元)	0.00	10000.00	67000.00	
	增幅(%)			570.0	
	净利率(%)		15.00	20.00	
	净利润(万元)	0.00	1500.00	13400.00	
	增幅(%)			275.0	
	控股比例(%)	45.0	45.0	51.0	
	考虑控股比例后净利润	0.00	675.00	6834.00	
	工业地产项目(绝对控股)	销售面积(万平方米)	5.97	14.28	23.24
权益销售面积(万平方米)		5.97	12.86	20.91	
销售均价(元/平米)		4500.00	4794.00	4109.37	
主营收入(万元)		26874.45	68467.51	95487.88	
净利率(%)		10.00	14.16	17.41	
净利润(万元)		2687.45	9695.00	16624.44	
控股比例(%)		59.98	90.00	90.00	
考虑控股比例后净利润		1611.93	8727.50	14962.00	
光纤业务(100%控股)		销量(万公里)	77	230	460
		销售均价(元/公里)	80.00	80.00	80.00
	主营收入(万元)	6175.00	18400.00	36800.00	
	净利率(%)	10.0	10.0	10.0	
	净利润(万元)	617.50	1840.00	3680.00	
软件业务(80%控股)	主营收入(万元)	1319	1715	2143	
	增幅(%)	33.15	30.00	28.00	
	净利率(%)	10.00	10.00	10.00	
	净利润(万元)	131.90	171.50	214.30	
	参股比例(%)	80.00	80.00	80.00	
	考虑控股比例后净利润(万元)	105.52	137.20	171.44	
安保设施(参股40%,不并表)	主营收入(万元)	10778.34	18000.00	20000.00	
	净利率(%)	2.00	7.50	8.50	
	净利润(万元)	215.56	1350.00	1700.00	
	参股比例(%)	40.00	40.00	40.00	
考虑控股比例后净利润(万元)	86.22	540.00	680.00		
其他	(万元)	252.78			
合计	净利润加总(万元)	2673.95	11917.70	26327.44	
	一次性损益(万元)		4500.00		
合计	净利润加总(万元)	2673.95	16417.70	26327.44	

表 4 风电板块上市公司估值比较

代码	公司名称	P/E			P/B
		2007	2008E	2009E	2007
002202	金风科技	71.20	46.99	39.98	17.28
600875	东方电气	13.43	11.56	10.75	10.59
600416	湘电股份	48.04	32.39	16.11	3.11
002080	中材科技	42.76	36.89	23.26	4.89
008036	鑫茂科技	96.93	15.42	9.62	6.34
	平均	54.47	28.65	19.94	8.44

资料来源：海通证券研究所

附录

相关链接：公开信息：公司网站

<http://www.xinmao.net/index.htm> 公司主页

<http://www.xinmao.net/xm/2007-11/524.htm> 市委批示在全市推广鑫茂民营科技园模式

<http://www.xinmao.net/xm/2007-12/534.htm> 公司 最近一期集团报纸 第四版的报道：鑫茂鑫风力挺风电设备制造业

<http://www.xinmao.net/show.aspx?id=31&cid=9> 凤凰卫视 2007 年下半年对公司进行了报道

信息披露

分析师负责的股票研究范围

叶志刚：机械行业

重点研究上市公司：振华港机、中集集团、中国船舶、广船国际、中联重科、柳工、山推股份、三一重工、上海机电、方圆支承。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。