


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

 华泰联合证券
2010-07-19


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合
HUATAI UNITED S

新能源

公司研究/深度研究

银星能源 (000862)

耕耘在宁蒙陕甘地区

增持/ 维持评级

股价: RMB11.07

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000206110083
0755-82492171 yetao@lhzq.com**联系人**

蔡亮

0755-82125086 cailiang@lhzq.com

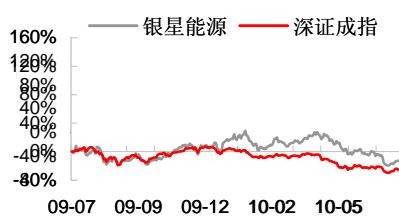
- 在风电设备上有新的动作。通过与三菱技术协商，公司开始引进满足风电设备行业准入标准要求的 2.5MW 大功率风机，并新开工建设 300 台的产能。风电设备国产化进程和零部件供应链建设也全面开花：其中配套叶片生产线已运作并加以扩展，齿轮箱生产作好了两手准备，并与南车在发电机上合作，机舱项目可能凸现公司未来风电整机生产规模在 800 台以上。
- 光伏电池组件产能规划进一步扩大，并已于近期在银川开工建设 200MWP 项目，未来公司有望成为西北地区为数不多的规模化本地组件商。在发改委批准宁夏光伏电站临时上网电价和大股东宁夏发电集团项目获准 CDM 的良好背景下，我们看好自治区近几年的光伏设备内需，预计公司参股的多晶硅公司和光伏设备子公司销售均将受益。目前组件销售月签合同数已突破 10, 销售价格经我们估算处于合理水平，6 月合同平均售价约 15 元/W。小批量生产已开始起步，在未来订单保持充裕的情况下，月均有望提升到数 MW 级的生产规模。
- 公司已全面转型为新能源装备制造公司，通过立足于宁蒙陕甘周边等新能源资源丰富的地区稳扎稳打，在不断获利的基础上，在生产经营的过程中逐步处理好行业惯有的资金瓶颈、竞争激烈和出口拓展等问题，长期稳健耕耘，必将带来收获。
- 按照最新情况，我们预计 2010-2012 三年的每股收益分别为 0.33、0.48 和 0.89 元，现股价分别对应于 34、23 和 12 倍的市盈率。公司经营状况符合我们的预期，成长性依旧，维持“增持”的投资评级。

相关研究

《风电已小成，光伏又起步》
发表日期 (2010/03/02)
《风电设备业务开始助推业绩》
发表日期 (2010/04/21)

基础数据

总股本 (百万股)	236
流通 A 股 (百万股)	236
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	2611

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图

资料来源：华泰联合证券

	经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)		794.1	199.0	1623.0	2226.1	3147.7
(+/-%)		100.4	154.7	104.4	37.2	41.4
归属母公司净利润(百万元)		36.0	7.6	76.9	113.4	209.5
(+/-%)		25.1	1689.6	113.7	47.6	84.7
EPS(元)		0.15	0.03	0.33	0.48	0.89
P/E(倍)		72.6	345.0	33.9	23.0	12.4

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

风电再播种	3
大功率风机进行特别定制	3
配套零部件项目全面开花	4
叶片生产线已运作，并继续扩展	4
齿轮箱生产两手准备	4
合作的机舱项目可能凸显未来生产目标	4
与南车合作研发风力发电机	4
供应链已具雏形	4
积极备战百万千瓦产能	5
中卫风电场项目可研通过审查，内部需求再续	5
风电场建设和经营顺利	5
光伏又开荒	5
扩产并开工建设 200MWP 光伏电池组件项目	5
光伏设备内需有保证	5
参股的多晶硅公司最先受益	5
发改委批复临时上网电价和 CDM 项目有利于区内光伏电站建设	6
小批量生产开始起步	6
业绩预测	7
未来可能影响业绩的因素	7
风电设备以量补价的行动	7
是否能逐步解决资金瓶颈问题	7
光伏产品认证滞后的可能和光伏组件价格波动	7

风电再播种

大功率风机进行特别定制

银星能源在去年年报中已披露要从三菱重工引进 2.4MW 的大功率风机，作为其下一代产品。但今年上半年工业和信息化部、国家发改委、国家能源局三部委组织研究并起草的《风电设备制造行业准入标准(征求意见稿)》中将整机制造的新进门槛量化在 2.5MW 这一水平上。银星能源距此只差 0.1MW，为了不至于使大功率风机项目受阻，经过与三菱重工谈判协商，公司已解决了此问题。

通过在技术上调整发电机额定功率、电控系统和叶片转速，三菱重工将在其现有产品 MTW100/2.4 的基础上为银星能源定制 2.5MW 的风机，从而消除了其上马大功率风机的阻力。

目前银川开发区已先期开工建设年产 300 台 2.5MW 风机的项目。除基建工程外，整个项目的进度计划大致如下：

图 1 风电机组项目厂房设计图



资料来源：银星能源

表格 1 新建风机项目进度

项目进度	时间
厂房设计及准备工作	完成
供应商初选	完成
人员生产技能培训	完成
商务合同和细节	完成
技术合同和细节	7月
技术资料移交、引进和消化	8月至年底
样机生产下线	预计年底至次年3月

资料来源：银星能源

配套零部件项目全面开花

叶片生产线已运作，并继续扩展

与公司 2.5MW 整机组装项目同时开工奠基的还有中能风电（银川）设备公司的叶片生产线。此前，中能风电为公司配套的 1MW 叶片生产线已投入运作，合作效率高。此外还伴随有相应扩产的零部件项目有：九鼎的机舱和自产的齿轮箱项目。

有了配套的大功率叶片和其他零部件的就地生产，不但在项目完工后有利于整机的组装销售，更使得最初的生产成本得到有效控制。

齿轮箱生产两手准备

2010 年是公司齿轮箱转向批量生产的关键一年。在批量生产前需要先完成加载实验。公司前期进行过外部加载实验，但并不能从根本上对产品进行全面验证。由于没有试验基地，外部实验成本不小。因此目前还需要克服加载试验的相关困难，解决相关的场地和资金问题。我们认为这一过程需要时间，公司今年仍然只能实现小批量生产。因此齿轮箱自产对成本的全面影响还有待明年显现。公司目标是今年完成 200 台的产能并生产 50 台。我们认为此目标存在一定的难度。不过，公司也加强了与国内齿轮箱厂商的洽谈，一旦齿轮箱自产再度出现什么阻滞，也争取能找到合适的供应商。

合作的机舱项目可能凸显未来生产目标

合作厂商九鼎的机舱项目扩产到 1000 套，其中的大部分都应该是供给公司的。我们预计，公司将未来风机生产目标定在了 800-1000 台。

表格 2 新建风电设备项目列表

项目	数量	去向	公司
整机	300 台 1MW	500 台 1MW 300 台 2.5MW	银星自产
叶片	300 套	500 套	中能
机舱	满足配套	1000 套	九鼎
齿轮箱	小批量	500 台 1MW 300 台 2.5MW	银星自产

资料来源：银星能源、华泰联合证券研究所

与南车合作研发风力发电机

南车是国内有实力的电机和变压器厂商，在电气化制造方面也颇具经验。公司与南车合作研发风力发电机有望进一步降低整机成本，同时有望扩展外部市场。

供应链已具雏形

为了降低成本，公司一直在推进国产化进程，并已初步建立了重要零部件的供应链。供应链的全面完成，是风电设备整机公司业绩起飞的重要条件。

表格 3 风电整机供应链建设情况

零部件	供应链建设情况
轮毂	已选择三家供应商进行比价
电控系统	已有 2 家国内企业进行了样机生产，并挂机试验
发电机	已寻求新的供应商，准备进行样机的生产

主轴

正在寻求新的供应商，然后进行样机的生产

资料来源：银星能源

公司预计，上述零部件全面实现国产化供应后，公司的风电整机的国产化率有望达到 85%，将比目前（40%的进口零部件）具有更强的成本优势。

积极备战百万千瓦产能

由于公司 2.5MW 风机项目的开工，在后续进展顺利的前提下，公司未来两年的实际生产能力将达到百万千瓦。

在这点上，又将满足《风电设备制造行业准入标准(征求意见稿)》中对整机厂的要求：具备年产量 100 万千瓦以上所必需的生产条件和全部生产配套设施。

由此可见，公司针对准入标准作出了调整部署，树立了跨入国内风电设备重要厂商行列和长期发展新能源装备制造的决心。

中卫风电场项目可研通过审查，内部需求再续

公司在中卫的新风电场一、二期 49MW 项目可研已于 6 月通过了宁夏自治区发改委的审查，这意味着新的风电场项目将在未来继续为风电设备提供内部需求。公司从下游开发为风电设备销售保底的策略也将为产能建设和外部市场开拓赢得宝贵时间。

风电场建设和经营顺利

公司已经参与建设和运营的风电场红寺堡风电场一期、二期目前均已投入商业运行，为公司贡献不断增长的发电量。麻黄山风电场一期也完成了首台风机的吊装，全部 48 台风机的前期施工全部完成，预计今年全部机组将并网发电。因此，公司风力发电收入今年也将有明显增长。

光伏又开荒

扩产并开工建设 200MWP 光伏电池组件项目

公司同期在银川开工的除了大功率风机外，还有 200MWP 光伏电池项目，组件和跟踪器生产规模也继续扩大，规划目标为 500MWP。这显然是建立在公司对宁夏周边光伏需求的信心之上。达产后，公司将成为西北地区为数不多的规模化本地组件厂商，其拥有的地利优势显著。

光伏设备内需有保证

公司的光伏业务目前主要是依托于大股东宁夏发电集团实现先期发展的。公司参股了多晶硅公司，并将子公司生产的光伏电池组件优先供应大股东开发的光伏电站。在今年取得相关产品认证后，更将积极拓展国内外订单。

参股的多晶硅公司最先受益

公司与大股东宁夏发电集团合资的多晶硅公司采用了冶金法的技术路线，具有很好的成本优势。用该工艺生产的单晶电池光电转换率平均达到 16.5% 以上，最高达到 18.2%，与西门子法单晶硅制备的电池光电转换率基本保持了同样水平，成功地研制出了符合光伏发电要求的太阳能级多晶硅，并规划了一条 10000 吨 4n 级高纯硅（含

2000 吨多晶硅) 的生产线。去年, 研发的太阳能级多晶硅制作的单晶硅电池已顺利地安装在银川 330KW 高压并网试验光伏电站并成功发电。

大规模生产的多晶硅将转化为电池组件, 并逐步用于宁夏发电集团及周边其他的光伏电站。多晶硅公司已于去年率先实现收益, 今年仍将是光伏业务实现盈利增长的重要部分。

公司是今年初我们所能获知的国内规划的最大的冶金法多晶硅研发与生产基地。长远来看, 随着公司冶金法多晶硅产能逐步扩大和大股东光伏电站的不断开工 (估算可供应约 700MW 的光伏电池组件), 多晶硅业务贡献的投资收益有望随之增长。

表格 3 我国冶金法多晶硅项目统计 (单位: 吨)

公司	规划规模	已建规模	在建规模
南安三晶	3000	3000	0
厦门佳科	5000	3000	2000
九洲硅业	2200	1200	1000
迅天宇	6000	1000	5000
宁夏银星	10000	1200	8000
上海广济	600	600	0
桑杏硅业	2000	500	1500
晶湛科技	3000	300	N/A
青虹新能	5000	1000	0
普罗硅业	5000	0	1000
益阳晶鑫	5000	0	5000
合盛集团	5000	0	3000
新世纪	1000	0	300
福源硅业	1000	0	1000
合计	53800	11800	27800

资料来源: 互联网, 原引出处不详

发改委批复临时上网电价和 CDM 项目有利于区内光伏电站建设

今年 4 月发改委已批复宁夏发电集团太阳山光伏电站等四个项目临时上网电价为每千瓦时 1.15 元。在全国还未实施光伏上网电价前, 临时电价对宁夏自治区光伏电站投资提供了很强的信号和支持。区内不断开建的光伏电站对本地设备商无疑是个利好。

另外, 发改委今年还批准了大股东宁夏发电集团位于红寺堡和太阳山的光伏电站共 60MWP 为 CDM 项目。这除了对宁夏发电集团的太阳能开发业务和公司光伏设备销售直接有利外, 还将进一步降低区内太阳能开发成本, 对其他开发商形成示范效应, 共同拉动光伏内需。

小批量生产开始起步

公司生产计划经营部门表示截止 2010 年 6 月 21 日当月签订了销售合同 11 份, 其中组件销售金额为 496 万元, 共完成太阳能电池组件 0.335 MW。由此估计的单位售价约为 15 元/MW, 略高于江苏地区部分中小组件商的售价。

目前，我们估计公司光伏组件已开始进入小批量生产阶段，在订单充裕的情况下，未来将逐步达到每月 MW 级的生产规模。

业绩预测

公司最新预计的上半年净利润为 2600 万元。由于公司目前占比第一的业务是风电设备，根据国内风电场建设年初开工、年尾完工的惯例，正常情况下，公司的净利润应是逐季增加且第四季度占比最大。我们预计全年净利润约为 7700 万元。

未来可能影响业绩的因素

我们同时提示关注以下可能影响未来公司业绩的因素：

风电设备以量补价的行动

由于国内风电装机连年翻倍，设备市场诱人，竞争已日趋激烈。公司虽有自身和大股东下游风电场资源支持，并占有宁夏周边地区的地利，但仍不可避免会受到风机市场变化的冲击。我们预计未来几年国内风机销售价格仍有下降的可能。尽管加快国产化进程和规模化生产能降低成本进行有效对冲，但公司仍提出要加快拓展风机外部销售，未雨绸缪，从现在开始及未来将通过以量补价来加以防范。

是否能逐步解决资金瓶颈问题

目前，公司在生产经营上面临的主要问题之一依然是资金。这是新能源装备特别是风电设备整机制造经常遇到的问题。公司同时开展多项新能源业务，因此内部十分重视资产负债率。我们相信公司在不断扩展业务的同时，能充分利用好营运资金并积极拓宽资金渠道。随着公司经营的渐入佳境，我们关注未来几年内公司是否能够妥善地解决不断发展过程中的资金瓶颈问题。

光伏产品认证滞后的可能和光伏组件价格波动

公司取得外销的大部分光伏产品认证存在滞后的可能，若如此，与霍尼韦尔朗能合作后的产品出口将不得不等待一段时间。公司原预计的认证取得时间（今年上半年底）如果延后的话，为了实现光伏设备的销售目标，则需要通过加大大股东光伏电站或其他组件需求进行弥补。若公司年内取得相关认证，尚算合理。由于对今年国外销售量本身的预期不大，因此对光伏设备的业绩带来的影响有限。另外，未来国内外光伏组件的价格波动也是需要引起注意的。

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	820	1768	2360	3233	营业收入	794	1623	2226	3148
现金	415	876	1163	1322	营业成本	595	1241	1707	2419
应收账款	195	475	662	1204	营业税金及附加	5	13	22	38
其他应收款	25	58	120	161	营业费用	36	62	73	101
预付账款	52	137	171	290	管理费用	45	58	67	91
存货	119	174	188	194	财务费用	60	105	110	117
其他流动资产	13	49	56	63	资产减值损失	11	14	19	22
非流动资产	1358	1624	1931	2291	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	71	104	125	156	投资净收益	-2	9	16	26
固定资产	926	1219	1494	1757	营业利润	40	138	244	386
无形资产	41	35	31	28	营业外收入	13	7	9	11
其他非流动资产	320	266	281	351	营业外支出	3	5	6	9
资产总计	2178	3392	4291	5524	利润总额	50	140	247	388
流动负债	889	1802	2352	3178	所得税	11	28	52	85
短期借款	406	560	600	739	净利润	39	112	195	303
应付账款	209	720	990	1282	少数股东损益	3	35	81	93
其他流动负债	275	521	763	1157	归属母公司净利润	36	77	113	210
非流动负债	973	1162	1316	1421	EBITDA	152	311	444	614
长期借款	945	1141	1281	1371	EPS (元)	0.15	0.33	0.48	0.89
其他非流动负债	27	21	34	50					
负债合计	1862	2964	3668	4599					
少数股东权益	72	107	189	282					
股本	236	236	236	236					
资本公积	450	450	450	450					
留存收益	-442	-365	-252	-42					
归属母公司股东权益	244	321	434	644					
负债和股东权益	2178	3392	4291	5524					
主要财务比率									
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
成长能力									
营业收入	100.4%	104.4%	37.2%	41.4%					
营业利润	24.1%	240.3%	76.8%	58.5%					
归属于母公司净利润	25.1%	113.7%	47.6%	84.7%					
获利能力									
毛利率 (%)	25.1%	23.5%	23.3%	23.1%					
净利率 (%)	4.5%	4.7%	5.1%	6.7%					
ROE(%)	14.7%	24.0%	26.1%	32.5%					
ROIC(%)	5.8%	14.6%	19.2%	20.7%					
偿债能力									
资产负债率 (%)	85.5%	87.4%	85.5%	83.2%					
净负债比率 (%)	82.44%	63.82%	57.97%	53.54%					
流动比率	0.92	0.98	1.00	1.02					
速动比率	0.79	0.89	0.92	0.96					
营运能力									
总资产周转率	0.43	0.58	0.58	0.64					
应收账款周转率	4	4	3	3					
应付账款周转率	3.68	2.67	2.00	2.13					
每股指标 (元)									
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.33	0.48	0.89					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	2.25	2.29	1.59					
每股净资产(最新摊薄)	1.03	1.36	1.84	2.73					
估值比率									
P/E	72.50	33.92	22.98	12.44					
P/B	10.68	8.13	6.00	4.05					
EV/EBITDA	24	12	8	6					

数据来源：华泰联合证券研究所。



华泰联合证券评级标准：

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入	股价超越基准 20%以上
增 持	股价超越基准 10%-20%
中 性	股价相对基准波动在±10% 之间
减 持	股价弱于基准 10%-20%
卖 出	股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持	行业股票指数超越基准
中 性	行业股票指数基本与基准持平
减 持	行业股票指数明显弱于基准

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码：518048
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhzq.com