

中性维持

银星能源（000862）

2009年8月7日

电力设备行业首席分析师：詹文辉

zhanwh@htsec.com

021-23219412

电力设备行业助理分析师：张浩

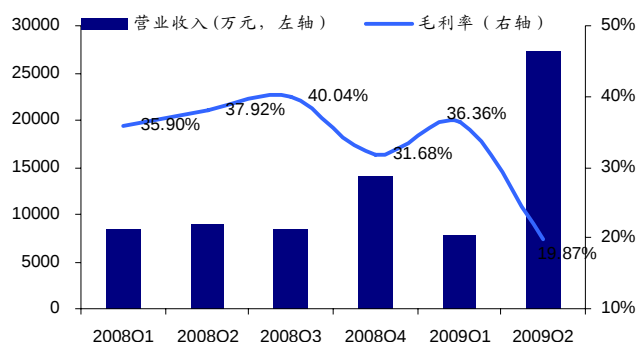
zhangh@htsec.com

021-23219383

风电业务增长弥补传统业务困境

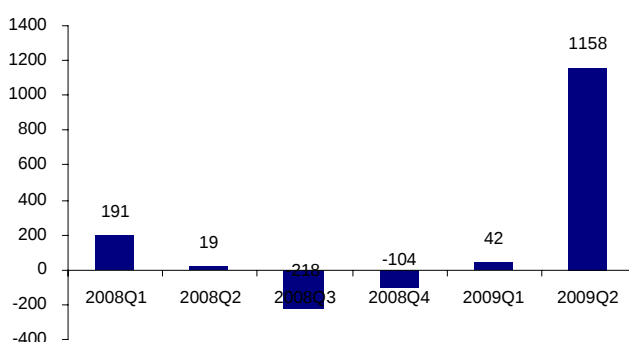
银星能源8月6日发布2009年半年度报告，盈利增长好于预期。2009年上半年，公司实现营业收入35172万元，比去年同期增长104.09%；实现营业利润1237万元，比去年同期下滑60.14%，若扣除08年一季度近3000万的资产减值准备转回影响，则营业利润同比增长了387.76%；实现归属于母公司的净利润1200万元，比去年同期下滑62.44%，扣除非经常性损益则同比大幅增长517.60%；实现每股收益0.0509元，好于我们的预期。从上半年看，公司传统的自动化仪表业务下滑明显，但风电设备制造产业已经从培育期转入正常生产阶段，成为公司新的经济增长点。

图1 银星能源单季度营业收入与毛利率



资料来源：海通证券研究所

图2 银星能源单季度净利润（万元）



注：2008年一季度净利润扣除了大额减值准备转回影响

资料来源：海通证券研究所

表1 银星能源上半年主营构成及利润率情况

	主营收入			主营利润率			营业利润		
	2008H1	2009H1	同比	2008H1	2009H1	增减	2008H1	2009H1	同比
自动化仪表	14926	11477	-23.11%	33.97%	24.66%	-9.31%	3392	-1149	-133.87%
风机制造	4133	22556	445.71%	5.36%	17.65%	12.29%	66	3432	5100.00%
房地产	-	432	-	-	-5.04%	-5.04%	-35	-28	-
铸造	3101	1822	-41.24%	2.76%	-2.27%	-5.03%	27	-97	-459.26%
风力发电	1811	3893	114.99%	52.77%	57.34%	4.57%	-116	329	-
分部间抵消	6737	9678	-	-	-	-	-	-	-
合计	17234	35172	104.09%	36.95%	23.53%	-13.42%	254	1237	387.76%

注：2008年上半年营业利润合计扣除了大额减值准备转回影响

资料来源：海通证券研究所

自动化仪表业务受金融危机影响订单下滑明显。上半年，公司自动化仪表业务实现营业收入11477万元，同比下滑23.11%，主营占比已经退居次席。营业利润为亏损1149万元，毛利率下滑9.31个百分点。原因主要是受金融危机影响，调节阀市场的工程项目开工不足，致使定货量1-6月份比上年同期下降32%，造成生产任务不饱满，固定成本摊销以及费用都有所上升。

请务必阅读正文之后的免责条款

我们认为自动化仪表业务上半年已经处于业绩低谷，根据二季度定货形势看，市场已经出现回暖迹象，下半年该业务盈利能力将有所回升。同时，随着公司技改工作的完成，将提高调节阀和铸件的生产能力和质量，从德国 ARCR 公司引进智能化调节阀产业也将提升公司的技术水平。

风机制造成为公司新的业绩增长点。上半年，公司风机制造业务实现营业收入 22556 万元，同比增长 445.71%，毛利率从 5.36% 上升至 17.65%，实现营业利润 3432 万元，意味着公司风电设备产业已经从培育期进入正常生产阶段。在整个风电整机市场竞争加剧的形势下，公司风电整机的盈利能力好于我们的预期，这体现了公司产业链的优势，集团公司的风电场资源优势保证了风机的销售。公司目标全年销售 100 台风机，如果销售目标可以达到，按照目前的盈利水平，全年实现 2300 万净利润目标应该能够达到。

随着风机制造业务的成长，公司将面临两大问题：一、根据目前的情况，集团公司和上市公司的风电场拟投建规模较大，100 兆瓦的风机制造规模远不能够满足集团公司投资需求，公司将面临产能瓶颈；二、公司现阶段风机关键零部件进口率将超过 50%，关键零部件如主轴、电控系统、电机等均采用日韩进口，公司风机零部件供应链是否能够有效建立，是决定公司风机业务能否顺利发展的关键。

风力发电业务开展顺利，但资金压力将制约进一步发展。上半年风力发电业务实现营业收入 3893 万元，同比增长 114.99%，毛利率上升 4.57 个百分点，实现营业利润 329 万元。报告期末，红寺堡一期后续 16.5MW 也已建成并网，目前公司的权益装机容量为 49.5MW，加上已经核准的红寺堡二期、麻黄山风电场一期和二期，全部建成后公司的权益装机容量将达到 123.75MW。目前，公司在风电场投资中面临资金压力。风力发电资本金低，主要依赖银行贷款，财务费用支出大，仅银仪风电公司上半年发生财务费用 1903 万元，而公司资产负债率已经达到 83.94%，融资能力极为有限，这将制约了公司风电场投资业务的发展。

银星多晶硅上半年实现盈利。中报显示，银星多晶硅上半年实现营业收入 1310.56 万元，实现净利润 205.08 万元，净利润率为 15.65%。对于初产而言，已经算是不错的成绩。目前销售规模尚小，我们还不能排除公司物理法多晶硅生产的技术风险，如果公司的物理法技术风险排除，其多晶硅将因成本优势获得市场拓展。

业绩预测与投资建议。公司二季度风电业务增长明显，很好的弥补了传统仪表业务的下滑，多晶硅已经开始贡献利润，随着下半年传统业务下滑趋势扭转，我们认为公司业绩将有所改善。考虑到之前已经给予公司较为乐观的盈利预测，我们暂时维持 2009-2010 年 0.15 元和 0.22 元的 EPS，目前公司 09 年对应的动态市盈率为 85 倍，估值较高，我们维持公司“中性”的投资评级。

表 2 银星能源利润表预测（万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业总收入	25006	34366	39626	90693	128356
营业收入	25006	34366	39626	90693	128356
增长率		37.43%	15.31%	128.87%	41.53%
营业总成本	24879	32177	36426	85951	121256
营业成本	16363	22754	25468	67130	93538
毛利率	34.56%	33.79%	35.73%	25.98%	27.13%
营业税金及附加	266	386	605	1360	1925
销售费用	3437	3239	3447	4535	6418
销售费用率	13.75%	9.42%	8.70%	5.00%	5.00%
管理费用	2980	3417	4754	7255	10268
管理费用率	11.92%	9.94%	12.00%	8.00%	8.00%
财务费用	2405	3468	5148	5671	9107
资产减值损失	-573	-1086	-2996	0	0
投资净收益	-285	189	61	0	0
营业利润	-157	2377	3260	4742	7100
营业外收入	2133	1039	436	0	0
营业外支出	1550	1069	641	0	0
利润总额	425	2347	3056	4742	7100
所得税	222	237	-75	711	1065
所得税率	52.10%	10.11%	-2.45%	15%	15%
净利润	204	2110	3130	4030	6035
少数股东损益	-67	213	257	471	918
归属于母公司所有者的净利润	271	1896	2874	3559	5117
EPS（元）	0.01	0.08	0.12	0.15	0.22
增长率		599.49%	51.52%	23.85%	43.78%

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

詹文辉：电力设备行业首席分析师

张 浩：电力设备行业助理分析师

重点研究上市公司：天威保变、特变电工、金风科技、东方电气、上海电气、平高电气、许继电气、泰豪科技、长城电工、华光股份、银星能源、国电南瑞。

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。