



风电场拓展迅速，持续转型

增持 调低

投资要点:

- 上半年营收 6.36 亿，净利润 2829 万，同比下降 8.87%
- 风电场拓展迅速，公司持续转型中
- 风机及光伏业务盈利能力较差，下调评级至“增持”

- 营业收入增长来源于风电场与光伏。报告期内公司实现营业收入 6.36 亿元，同比增长 73.42%。公司营收大幅增长主要来源于两方面，首先是红寺堡风电场二期，麻黄山一、二期去年末建成投产，上半年发电量 1.9 亿度，而长山头一期和红寺堡一期发电量 0.85 亿度；其次是光伏组件逐步投产使收入增加，上半年签订合同 23MWp。
- 净利润下降 8.87% 是受累于风机毛利率下滑。公司上半年生产 1MW 风机 90 台，试制 2.5MW 风机 2 台，由于风机价格的下滑使该部分毛利率下滑近 4 个百分点到 11.65%。塔筒方面新增订单 1.77 亿，增速器已生产 15 台。另外光伏组件毛利率仍然较低，约为 4.28%。
- 公司加速转型，风电场业务持续拓展。上半年公司的盐池大水坑风电场两期 99MW 已经完成 50% 工程量，预计 11 月底之前完工；红寺堡三、四期，长山头二期开展了前期工作；中宁大战场两期 99MW 通过核准；红寺堡二期及麻黄山一二期的 CDM 项目注册成功；5 月与北京意科合作获得内蒙 50 万千瓦风能资源，公司权益为 60%；8 月获得大连普兰店市黄海区域测风权。另外，公司拟转让吴忠仪表 30% 股权，价格 9778.6 万元，退出自动化业务。可以看出，公司正在加速转型，而风电场业务也保证了未来几年业绩的持续增长。
- 投资项目土建完成，下半年有望加速。公司在本部投资的风机与光伏建设项目目前土建已经完成，在解决资金问题后，下半年有望加速。
- 看好风电场运营，但资金不足，“增持”评级。暂不考虑吴忠仪表的转让，预计公司 2011/12/13 年 EPS 分别为 0.24/0.45/0.78 元，我们看好未来其风电场的不断扩张。但公司目前的最大风险在于资金不足，资产负债率已经达到 87.95%，后续项目的资金问题亟待解决，暂时下调其评级至“增持”。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	794.12	1023.80	1529.38	2059.79	2606.26
增长率	100.40%	28.92%	49.38%	34.68%	26.53%
母公司净利润	35.95	31.72	55.73	106.20	184.97
增长率	25.12%	-11.77%	75.68%	90.55%	74.18%
毛利率	25.06%	24.35%	22.07%	23.28%	25.01%
EPS	0.152	0.134	0.236	0.450	0.784

分析师

王静 (S1180207090092)

赵曦 (S1180511010008)

电话: 010-88085960

Email: zhaoxi@hysec.com

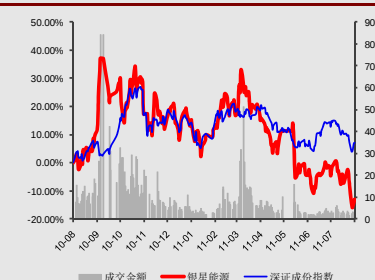
联系人

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@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

- 1 银星能源：两风电场获批，项目如期建设
2011.01
- 2 银星能源三季报点评：毛利率拖累三季度业绩低于预期
2010.10
- 3 《银星能源：风机与太阳能项目带动公司转型

2010.09

附表 1 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,430	1,218	1,477	1,733	营业收入	1,024	1,529	2,060	2,606
货币资金	412	229	309	391	营业成本	774	1,192	1,580	1,954
应收与预付款项	591	574	725	881	营业税金及附加	5	8	11	14
存货	357	344	374	392	销售费用	49	57	76	94
非流动资产	2,372	2,303	2,164	1,961	管理费用	57	80	107	133
固定资产在建工程	2,303	2,243	2,114	1,919	财务费用	82	118	130	124
无形资产待摊费用	67	58	50	42	资产减值损失	47	0	0	0
资产总计	3,802	3,521	3,641	3,694	投资收益	1	0	0	0
流动负债	1,810	1,810	2,148	2,351	利润总额	42	85	167	298
短期借款	686	824	943	1,038	所得税	1	13	25	45
应付与预收账款	1,124	987	1,205	1,313	净利润	41	72	142	253
长期借款	1,359	1,005	646	243	少数股东损益	9	17	35	68
非流动负债	1,467	1,113	754	351	归属母公司净利	32	56	106	185
负债合计	3,277	2,923	2,902	2,702	EPS (元)	0.134	0.236	0.450	0.784
股本	236	236	236	236	主要财务比率				
资本公积	450	450	450	450	成长能力				
留存收益	-410	-355	-248	-63	营业收入	28.92%	49.38%	34.68%	26.53%
少数股东权益	249	266	302	370	净利润	5.80%	75.60%	95.63%	78.95%
归属于母公司权益	276	331	438	623	获利能力				
负债股东权益合计	3,802	3,521	3,641	3,694	毛利率	24.35%	22.07%	23.28%	25.01%
现金流量表					净利率	4.03%	4.73%	6.87%	9.72%
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	ROE	11.51%	16.82%	24.27%	29.71%
经营活动现金流	255	362	579	576	偿债能力				
净利润	40	63	132	244	资产负债率	86.19%	83.03%	79.70%	73.13%
折旧摊销	73	269	289	303	流动比率	0.72	0.61	0.63	0.69
资产减值损失	47	0	0	0	速动比率	0.53	0.43	0.47	0.53
利息费用	82	138	120	94	营运能力				
投资活动现金流	-1,000	-191	-141	-91	总资产周转率	0.27	0.43	0.57	0.71
融资活动现金流	626	-354	-359	-403	应收账款周转率	3.64	4.63	4.92	5.09
现金流量净额	-122	-183	80	82	存货周转率	2.17	3.46	4.23	4.98

注: 资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

分析师简介:

王静: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

赵曦: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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。