

评级：谨慎推荐（维持）

电力设备行业

行业研究

第一创业研究所

分析师：曾凡，郭强

电话：0755-82485035

邮件：zengfan@fcsc.cn

关注太阳能和南网系上市公司

——电力设备 4 月份月报

报告要点：

- **火电继续保持下降态势** 今年一季度，全国电力装机容量较上年同期增长 10.6%；但火电装机容量同比增长率则较总装机增长率低 2 个百分点左右；同时，火电机组利用小时数较去年进一步下降 186 个小时，发电量下降到 6544 亿千瓦时，同比降幅达到 6.1%。
- **太阳能行业方兴未艾** 03—07 年，全世界光伏产业产量增长率达到 50% 以上，预计未来随着 CDM 机制的进一步改革，未来光伏行业将进一步有所表现。光伏产业中，薄膜光伏电池子行业一直是个亮点，其产量年均增长率达到 80%。考虑到薄膜电池无论在成本上还是技术上都较传统的光伏电池有较大的优势，我们预计未来该子行业将继续成为整个光伏产业的亮点。建议继续关注管理优秀，成本控制较好的几家光伏企业，如拓日新能等。
- **南方电网投资增长催生优秀公司** 南方电网 09 年投资额较去年同期增长 100% 左右，因此市场低于主要在南网五省的公司必在业绩上有所飞跃。

投资建议

- **关注奥特迅** 虽然 2008 年公司从业绩上看较 07 年有所下降，但在手订单增多，保障了公司的短期增长。从订单质量来看，公司订单质量有所提升。从长期来看，市场容量的扩大保障公司长期增长，而募投项目的实施保障公司收入的实现，预计公司 09—11 年将分别实现每股收益 0.49、0.54、0.64 元，给予“谨慎推荐”评级。
- **关注南洋股份** 公司 09 年一季度收入略有下降，主要是公司产品价格对铜等原材料价格的反应较为灵敏，而一季度的铜价下跌导致了公司收入下降。但是，公司对成本的管理和控制保证了公司能够保持较高的毛利；而募投项目中高等级电缆的逐步放量和特种电缆产能的放量将保证公司的长远发展。预计公司 09—11 年将分别实现每股收益 1.11、1.29、1.31 元，给予“谨慎推荐”评级。



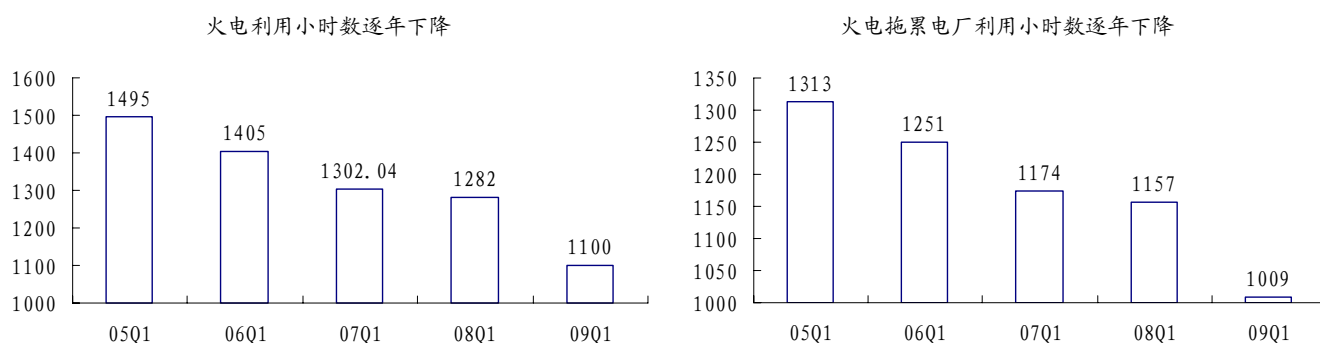
1、火电继续保持下降态势

今年1—3月份,我国6000kW以上总装机容量达到76609万千瓦,较上年同期增长了10.6个百分点;其中水电装机总量达到14551万千瓦,同比增长19.3%;而火电装机总量达到60121万千瓦,同比增长8.2%;增长率较水电低10个百分点。

从发电量来看,1季度全国发电量为7797亿千瓦时,同比下降2%;其中水电机组发电量为962亿千瓦时,同比上升25%;火电机组发电量为6544亿千瓦时,同比降幅达到6.1%。

发电量下降是机组利用小时数的体现。今年一季度全国电力发电设备平均利用小时数为1009个小时,较去年同期下降151个小时;其中,火电机组利用小时数仅为1100个小时,较去年同期下降186个小时。

图1、火电和电力机组利用小时数逐年下降

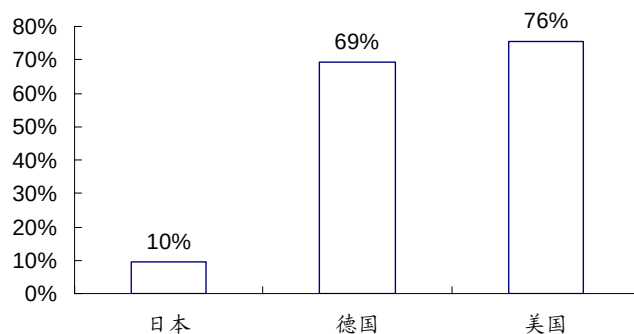


资料来源: 第一创业研究所

2、太阳能行业发展方兴未艾

2003—2007年5年间,世界光伏产业以50%的速度增长。其中,美国、欧洲成为世界光伏市场发展的中坚力量。经济环境和政策导向是支持当地光伏产业发展的关键性因素。从供给来看,亚太地区,尤其是中国地区依然是光伏产品的主要提供者。

图2、美国、德国的市场容量扩大较快



资料来源: 第一创业研究所

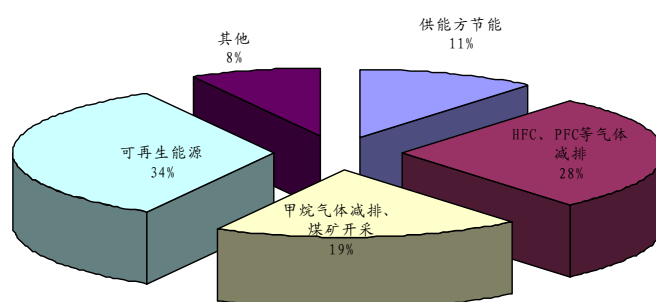


CDM 市场将成为光伏发展的一剂强心针

从过去几年的情况来看，CDM 成了我国风电产业发展的重要推动力量。根据联合国环境发展署的报告，截止 2008 年 10 月，可再生能源发电项目共占注册 CDM 项目的 60%左右。目前，共有 539 个风能项目和 23 个太阳能项目注册了 CDM 项目，并进入了碳排放权交易市场。

尽管目前光伏项目占比不大，但未来 CDM 机制有可能进行进一步改革，从而更有利于高成本清洁能源（如光伏发电等）的发展。预计随着 CDM 机制的改革，未来其将越来越倾向于支持发展中国家光伏产业的发展，从而成为光伏发展的一剂强心针。

图 3、目前光伏产业占 CDM 市场的比重依然偏小



资料来源：第一创业研究所

薄膜电池是太阳能产业中的亮点

2003 年以来，薄膜电池一直都是光伏电池发展中的一个亮点。在前述报告中我们提到，03—07 年全球光伏产量年均增长 50%，而薄膜电池增速则在 80%以上。到 2007 年，全球薄膜电池总产量已经达到 40 万千瓦，占当年总光伏总装机量的 10%左右。

除此之外，薄膜电池的转化效率也在不断提高。目前非晶硅薄膜电池的稳定后转化率已经达到 9.1%—9.5%，微晶硅薄膜电池的转化率已经基本稳定在 10.3%—10.4%左右，而碲化镉电池的转化率已经能够达到 13%—15%左右。



表 1、目前薄膜太阳能电池转化效率一览

产品	单位	类型	效率(%)
Meier 2004	IMT, Neuthetal	非晶硅	9.5 (稳定)
Meier 2008	Oerlikon Solar	非晶硅	9.1 (稳定)
Yamamoto, 2000	Kaneka	微晶硅	10.7
Mai, 2005	IPV, Jülich	微晶硅	10.3
Yang, 1997	United Solar	非/微晶硅, 碲化镉	14.6 (初始) 13 (稳定)
Yue, 2008	United Solar	非/微晶硅, 碲化镉	15.3 (初始)
Fukuda, 2006	Kaneka	非/微晶硅, 碲化镉	15.0 (初始)

资料来源：天威太阳能，第一创业研究所

目前国际大型薄膜电池厂商如东芝、Sharp 等公司的微晶硅电池转化率已经基本接近 10%的水平，而国内厂商的技术差距则较远。如天威薄膜的稳定后光电转化效率基本为 6.4%，值得一提的是，中小板中的拓日新能完全使用自行研发、自行设计的生产线，转化效率也达到了 6%——7%的水平，大大节约了成本。

光伏产业发展的良好势头仍将持续

在 CDM 市场和各国政府政策的推动下，我们预计未来光伏产业发展势头仍将持续。从 2008 年各个厂商的扩产计划来看，到 2010 年全球光伏产能将达到 3500 万千瓦。考虑到目前的金融危机，预计届时实际装机容量将达到 2000 万千瓦，实际产量达到 1200 万千瓦左右。

薄膜电池的产能增速将更高于一般太阳能电池。根据欧洲议会联合研究中心的统计，如果世界薄膜光伏企业的扩产计划全部实现，今年薄膜到 2010 年，薄膜太阳能电池的总产能将达到 1050 万千瓦，其中，基本确定能够达到的产能将为 400 万千瓦左右，2012 年，世界薄膜电池总产能将达到 1500 万千瓦，占当年全球光伏总产能的 35%。

关注优质的薄膜光伏公司

目前国内有意进入薄膜光伏产业的公司共有三家：孚日股份，拓日新能以及天威保变。预计到 2010 年，它们三家企业的薄膜电池总产能将分别达到 300MW，35MW 和 60MW。其中，拓日新能以其优质的管理在过去的 5 年时间里蝉联薄膜电池产销冠军，预计在募投项目投产后，公司仍将保持其管理优势，建议重点关注。



表 2、国内上市公司薄膜太阳能扩产计划一览

公司名称	年份	实现产能 (MW)
天威薄膜	2009	50
	2012	400
	2015	900
拓日新能	2010	35
孚日股份	2009	30
	2010	60

资料来源：第一创业研究所

3、南方电网投资增大催生优秀公司

南方电网 09 年投资额较去年同期增长 100%左右，因此市场低于主要在南网五省的公司必在业绩上有所飞跃。综合比较多家上市公司的管理能力、成本控制能力以及科研实力后，我们着重推荐奥特迅、南洋股份、智光电气等优质公司。

奥特迅

公司订单保障短期增长。从账面看，由于发货、验货的不稳定性，公司 2008 年及 2009 年一季度的收入及利润存在较大幅度的下滑。但值得一提的是，公司 08 年签订的订单达到 2.57 亿元，较 2007 年增长 45.35%；而本期订单完成比例仅为 37.14%，较上年同期下降 7.28 个百分点。由于公司产品的制造时间一般在 10 个月—1 年左右，加之公司产品的订单履行都在电厂或电网项目开始建设以后，因此购买方取消订单的可能性较小，换言之，这些订单将迟早被履行。因此我们判断，大量的未履行订单为公司下一步的收入扩张打下了坚实的基础。

订单质量有所提升。另一方面，公司订单在增长中悄然实现了结构转换。从订单构成来看，未来两年内必然有所增长的电网订单仍然保持在 70%左右的高位；而公司收入新的增长点：核电 08 年订单则增加到 2650 万元，同比增长 408%。最后，高毛利率的轨道交通订单增加 1000 多万元，08 年较 07 年增长近 30 倍；未来两年内情况不明朗，甚至可能有所下降的冶金类和火电类订单的占比则有所下降。目前，南方地区仍然是公司主要的销售收入来源。考虑到南方电网今年投资将较去年增长 110%以上，我们认为公司未来的订单将随着南网投资的扩张而增长。

市场容量的扩大保障公司长期增长。根据公司招股说明书的预计，2011 年电力电源系统的市场容量将达到 2008 年的两倍左右。此外，公司的优势在于超高压变电站市场和 600MW 及以上的发电机组市场，而这两个市场的增长率必将随着国家对节能减排力度的加大而增加。我们保守预计公司未来的订单增长速度将达到 15%。

产能保障公司收入的实现。公司 2009 年年初宣布变更募投项目地址，一定程度上延缓了募投项目产能的释放。但在前次调研中我们了解到，公司将在 09 年投产，并在 10 年达产。根据公司的招股说明书，我们预计公司 10 将释放出募投项目一半的产能，2011 年将实现达产。



公司未来仍会实现利润的增长。保守假定未来随着竞争的进一步加剧，公司毛利率保持稳中有降得态势，公司未来三年的每股收益将分别为 0.49, 0.54, 0.64 元，给予“谨慎买入”评级。

表 3、奥特迅未来经营表现预计

单位：万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	18,656	16,806	19,249	29,517	41,970
同比 (%)	20.5%	-9.9%	14.5%	53.3%	42.2%
营业毛利	9,166	7,364	7,995	12,071	16,768
同比 (%)	19.6%	-19.7%	8.6%	51.0%	38.9%
归属母公司净利润	5,548	4,758	5,273	5,898	6,961
同比 (%)	19.4%	-14.2%	10.8%	11.9%	18.0%
每股收益 (元)	0.68	0.44	0.49	0.54	0.64
ROE	34.56%	8.16%	8.80%	9.49%	10.63%
P/E (倍)	10.3	16.0	14.5	12.9	11.0

资料来源：第一创业研究所

南洋股份

由于线缆行业的招标具有频次高，数量少的特点，因此线缆价格对铜等主要原材料价格变化的反应较为灵敏。今年一季度以来，铜材价格下降幅度较大，预计公司产品单价也有所下降，因此公司收入总额的下降也在意料之中。

在调研中我们了解到，由于南方电网今年大幅扩大投资，一季度以来公司的订单已经开始逐步增加。在季报中我们看到，公司收入同比下降的幅度大大低于今年一季度铜价下跌的幅度。如果假定线缆价格和铜价基本处于一致，那么公司一季度的销售量将超过去年同期 92.87%。因此，我们认为年报中制定的电缆销售量上升 20%的任务基本能够实现。

公司管理层凭借对市场的判断，建立了多种方式的原料供应体系，并于去年四季度大大减少了套保的数额，大大提高了四季度的毛利率。今年一季度，公司仍然受益于这一政策，继续维持了很高的毛利率，达到 19.27%。在调研中我们了解到，未来公司将通过提高管理水平和特种产品比重的方式实现利润的增长。

由于公司进一步拓展福建及北方市场，管理费用又存在一定刚性，因此 09 年一季度公司的销售费用和管理费用依然维持在高位水平。去年公司使用募集资金换掉了部分债务，并补充了流动资金，目前公司现金充裕。今年一季度，公司的募集资金产生了 800 万元利息，为 1 季度公司的利润做出了重大贡献。

公司在招股书中预计，将募集资金中的 1.4 亿元用于补充流动资金，而在特种高压项目中，也将使用 1.2 亿元对流动资金进行补充。因此，尽管公司预计在 2010 年三季度募投项目会完全达产，但公司仍会保有较大金额的现金，从而减低公司的财务费用。在调研中我们了解到，公司募投项目的 220kV 实现产能后，还需要一段时间进行挂网实验。

因此，我们对公司未来的表现做如下预计。



表 4、南洋股份未来经营表现预计

单位: 万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	116,180	137,652	120,072	157,995	176,936
同比 (%)	9.3%	18.5%	-12.8%	31.6%	12.0%
营业毛利	16,190	21,761	23,894	29,013	29,640
同比 (%)	3.0%	34.4%	9.8%	21.4%	2.2%
归属母公司净利润	9,378	12,583	16,751	19,421	19,748
同比 (%)	8.5%	34.2%	33.1%	15.9%	1.7%
每股收益 (元)	0.83	0.83	1.11	1.29	1.31
ROE	26.39%	12.21%	14.42%	14.72%	13.34%
P/E (倍)	9.3	9.3	7.0	6.0	5.9

资料来源: 第一创业研究所

智光电气

募投项目产能释放拉动收入。公司上市募投项目 2008 年已经陆续释放产能, 并大幅度提高了收入。最明显的是消弧线圈 08 年产能的释放使该业务收入增长 32.42%。这一定程度上抵消了 2007 年以来因消弧线圈等市场竞争加剧引发的价格下降所导致的收入下降。从公司 08 年报中对募投资金的使用状况的阐述中我们发现, 公司的消弧线圈项目、变频调速系统项目的资金投入情况基本符合原先的计划, 但是其收入增长幅度低于原计划的产量增长幅度, 体现了市场竞争的激烈以及金融危机对公司产品的影响。从地域构成来看, 和深圳惠程一样, 华南仍是公司的主力销售区域。2009 年, 南方电网计划投资 971 亿元, 较上年同期增长 114%, 大大高于平均增长速度。预计公司将从中获得较大的市场空间。

原料上涨压低毛利率。2008 年上半年, 公司产品的原材料价格继续维持上涨态势, 因此公司的毛利率有所下降。2008 年全年公司毛利率为 29.09%, 较 07 年下降 4.74 个百分点。分产品来看, 公司消弧线圈的毛利率没有发生大幅度波动, 但变频调速系统的毛利率下降接近 7 个百分点, 成为公司毛利下降的主要原因。

销售费用率基本保持稳定。2008 年, 公司加大了市场开发的力度, 增加了订单的来源。2008 年公司订单达到 16.96 万台/套, 较上年同期增长 58.02%, 但相应的公司的销售费用占收入的比重也有所攀升。08 年公司销售费用达到 2916 万元, 较上年同期增长 98.81%, 占总收入的比重达到 12.07%, 较上年同期提高 4 个百分点。

研发费用率提升, 管理费用率不变。公司的管理能力仍很令人称道。2008 年, 公司共支付研发费用 1739 万元, 占公司总收入的 4.66%, 但管理费用率却保持了稳中有降的趋势。2008 年公司的管理费用占销售收入的比重为 8.37%, 较上年同期下降 2 个百分点, 体现了公司卓越的管理能力。

置产负债率提升增加公司财务费用。随着公司生产规模的扩大, 以及奥运保电、地震影响, 去年公司销售受到了一部分阻碍, 进而存货增加。这导致公司不得不借入大笔流动性贷款, 以维持生产的需要, 最终导致公司资产负债率重新攀升。公司资产负债率的提高, 直接导致了公司利息支出的增加。2008 年公司利息支出共为 829 万元, 较上年同期增长 97%; 财务费用也水涨船高, 2008 年财务费用占销售收入的比重达到 2.34%, 较上年同期增长 0.8 个百分点左右。但今



年 4 月份，公司以 5.4% 的利率获得了 5000 万期限 3 年的贷款，这对满足公司现金需求，减少财务费用将起到积极的作用。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120