

行业分析

风光渐入平稳增长通道

新能源行业

2011 年 5 月 5 日

评级：谨慎推荐

52 周走势

相关报告

报告作者

新能源研究小组

杨平

执业证书编号：S0590210020003

联系人

杨春柳

电 话： 0510-82833217

Email: yangcl@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

新能源行业 2011 年报及 2011 一季报分析

投资要点：

新能源板块业绩增长光伏为首。2010 年可谓光伏行业的丰收之年，在各大新能源板块中，无论是收入还是净利润增速都排在首位。全年光伏行业实现营业收入 647.5 亿元，同比增长 86.3%，净利润增长 200%。一季度营收同比增长 70.7%。

光伏 2010 年的爆发式增长不可持续，关注进口替代相关设备及辅料的公司。2011 年一季度的增长更多来自于光伏厂商的扩产，与此同时，今年上半年光伏产业链中下游产品大幅降价，毛利率也大大缩减，设备及辅料由于有滞后效应，季报中少有体现。而随着德国光伏补贴政策的逐步明朗，下半年的光伏市场有可能存在超预期，在光伏产品都大幅降价的同时，我们认为降低生产成本是生产企业的必然选择，具有进口替代潜力的设备及辅料将具备投资机会。

风电：延续平稳趋势，结构调整推升盈利增长。2011 年一季度多数风电设备供应商均出现现金流恶化的现象，零部件及整机相关公司的经营性现金流多为负数。我们认为在设备降价的背景下，风电场的议价能力较强，可以拖欠尾款，从而导致风电行业现金流状况恶化。下半年继续看好风电场相关公司。

核能静待政策结果。由于日本核泄漏问题产生对核电安全问题的担忧，虽然多位发言人表示不会放弃核电，但最终还需等待国家政策落实。

投资策略建议：关注两个方面的投资思路：（1）光伏行业中具备进口替代潜质的设备及辅料；（2）风电场相关公司的投资机会。

重点推荐：天龙光电(300029)、七星电子（002371）、特变电工（600089）、恒星科技（002132）、银星能源（000862）。

目 录

目 录	2
1. 行业综述.....	3
1.1 新能源板块平稳增长，光伏为首	3
1.2 毛利率稳中有降	5
1.3 期间费用率稳步增长	6
2. 各行业情况.....	8
2.1 光伏行业：2010 年爆发式增长不可持续，产品毛利率开始下滑	8
2.2 风电：延续平稳趋势、结构调整推升盈利增长	9
2.3 核能：取决于国家政策的支持方向	11
3. 重点公司盈利预测与评级.....	13

1. 行业综述

1.1 新能源板块平稳增长，光伏为首

国联证券光伏、风电、核电和锂电池行业板块分别包括：20 家、16 家、12 家和 17 家上市公司，下文分析的板块均依据该指数。

图表 1：GL 新能源各子行业 2010 年财务指标

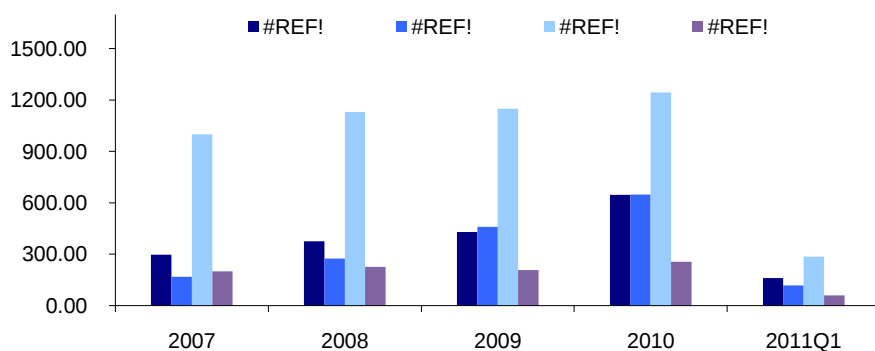
板块名称	收入增长率	净利润增长率	毛利率	管理费用率	销售费用率	财务费用率
GL 新能源	45.77	29.16	28.31	39.24	12.72	19.23
GL 光伏	86.32	604.27	23.56	8.53	3.34	2.37
全产业链	50.15	1.26	20.22	8.16	3.61	3.00
硅料及硅片	123.05	84.75	28.30	10.23	1.28	3.96
电池片及组件	127.00	106.56	20.70	4.36	2.77	2.86
设备及辅料	97.04	1316*	25.28	7.33	3.01	0.46
电站	16.68	3957**	2.04	21.75	1.10	8.03
薄膜及 CPV	136.02	150.98	30.79	32.61	21.72	3.73
GL 风能	23.09	-0.28	21.55	8.84	4.09	2.54
零部件	15.89	53.97	25.19	9.18	4.23	1.56
整机	23.25	35.52	18.96	7.21	6.10	0.97
电站	35.48	-139.99	18.43	10.29	1.35	6.23
GL 核能	17.13	-17.37	23.31	10.63	4.23	0.79
GL 锂电池	56.55	104.39	22.12	7.45	4.01	0.08

注：*是由于精功科技净利润增长超过 7 倍；**是由于电站环节综艺股份 2010 年业绩大涨。

数据来源：WIND 国联证券研究所，

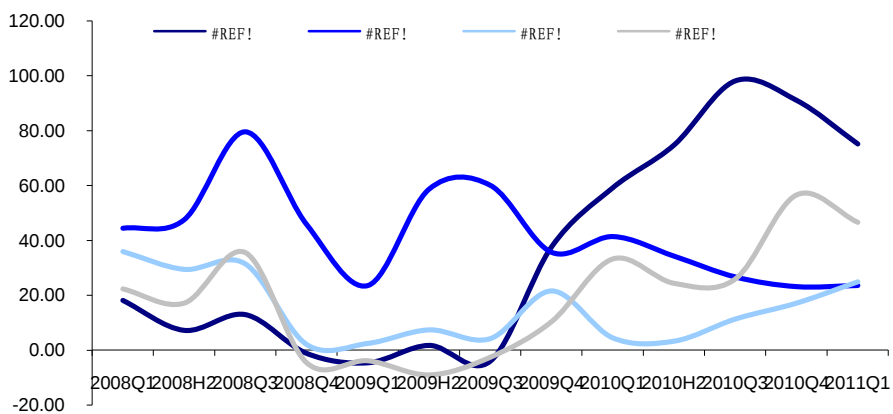
2010 年可谓光伏行业的丰收之年，在各大新能源板块中，无论是收入还是净利润增速都排在首位。全年光伏行业实现营业收入 647.5 亿元，同比增长 86.3%，净利润增长 200%。一季度实现 166 亿元收入，同比增长 70.7%，净利润增长 187%，延续了 2010 年快速增长的态势。风电和核电去年享受着平稳增长的情形，风电行业 2010 年全年收入 1662 亿元，同比增长 28%，2011 年一季度营收 360.14 亿元，同比增长 23%；核能全年收入 1246 亿元，同比增长 6.9%，今年一季度营收 286 亿元，同比增长 24.9%，利润增速分别为 9.9%和 7.7%。

图表 2：新能源各子行业营业收入比较（亿元）



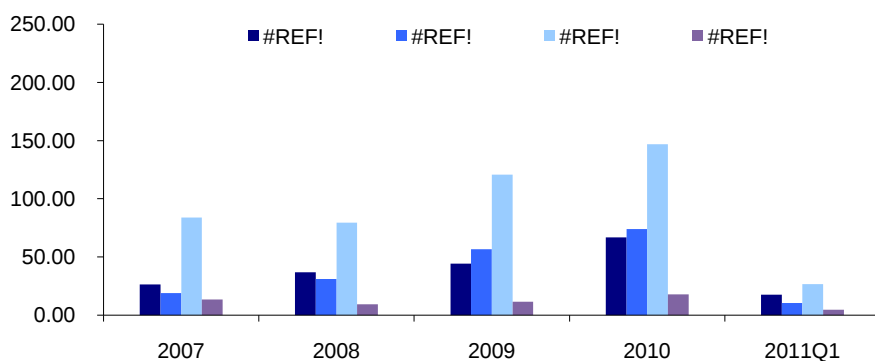
数据来源：国联证券研究所 wind

图表 3：新能源各子行业营业收入同比增速（%）



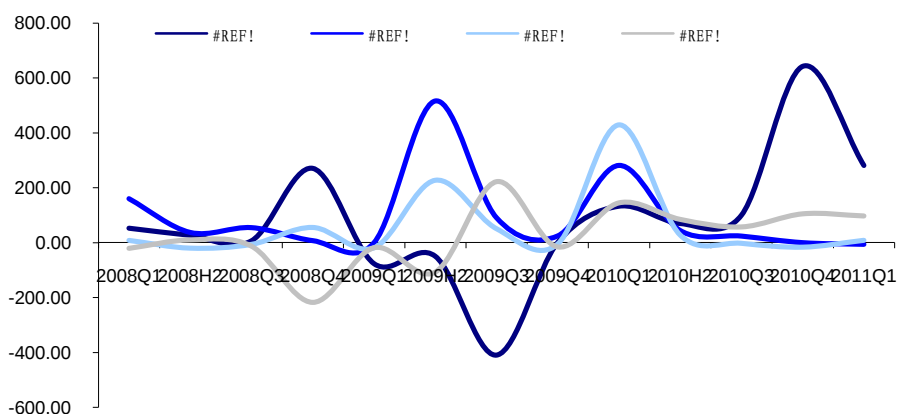
数据来源：国联证券研究所 wind

图表 4：新能源各子行业净利润比较



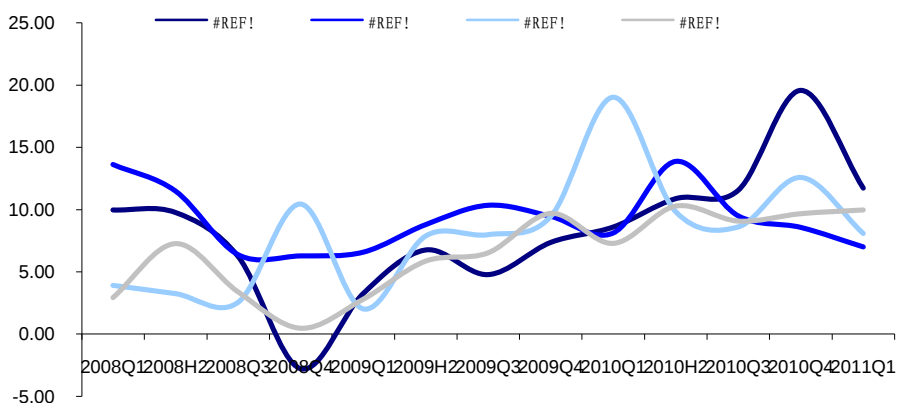
数据来源：国联证券研究所 wind

图表 5：新能源各子行业净利润同比增速（%）



数据来源：国联证券研究所 wind

图表 6：新能源各子行业净利润率比较（%）

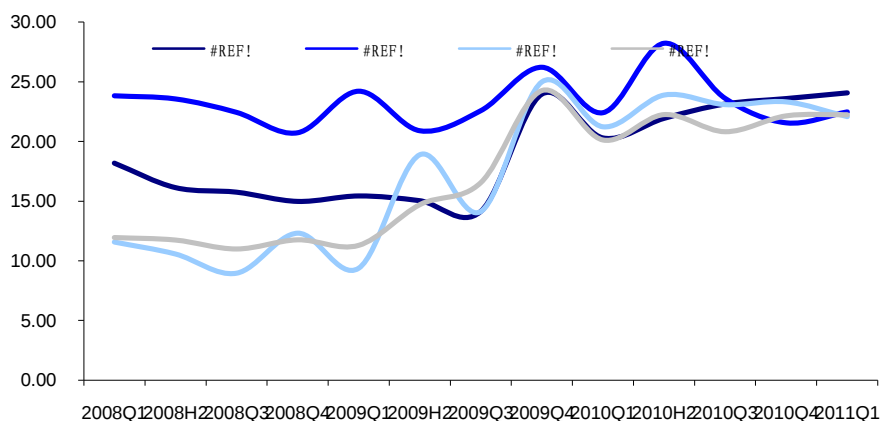


数据来源：国联证券研究所 EPIA

1.2 毛利率稳中有降

2009年下半年金融危机过后，各新能源子板块的毛利率上升较快，之后便保持平稳，2010年下半年风电产业链上的产品价格整体大幅下跌，导致毛利率大幅下降，其余板块均保持比较平稳。今年一季度以来，光伏中下游产品开始大幅降价，整体板块在滞后的设备及辅料的综合作用下没有体现这一趋势，在后文的各子环节分析中将具体阐述。

图表 7：新能源各子行业毛利率比较（%）

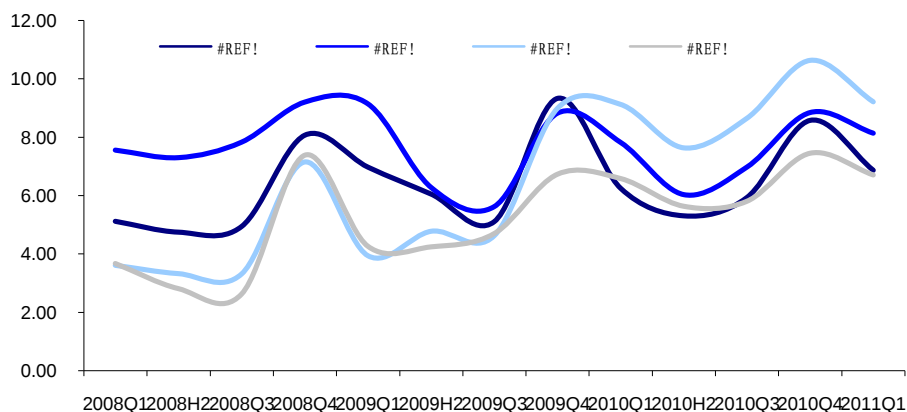


数据来源：国联证券研究所 wind

13 期间费用率稳步增长

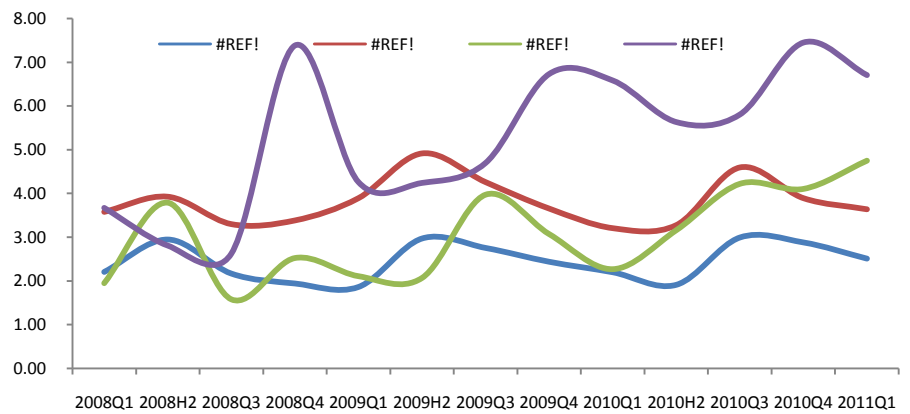
随着人力及各方面成本提高等因素的影响，各行业的期间费用率逐年提高，其中 2010 年上半年光伏行业的财务费用出现先高后低的现象，主要原因是该行业的产品以出口欧洲为主，上半年受欧元单边下滑影响，多家企业汇兑损失严重，而下半年则多有汇兑收益。

图表 8：新能源各子行业管理费用率比较（%）



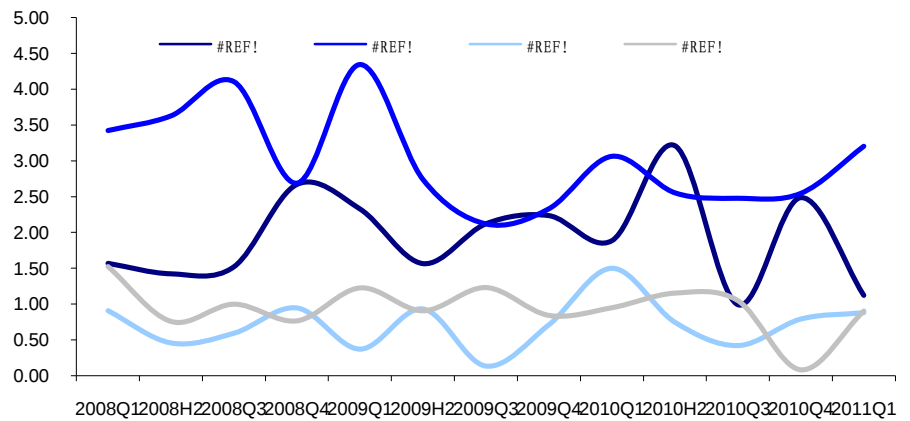
数据来源：国联证券研究所 wind

图表 9：新能源各子行业销售费用率比较（%）



数据来源：国联证券研究所 wind

图表 10：新能源各子行业财务费用率比较（%）



数据来源：国联证券研究所 wind

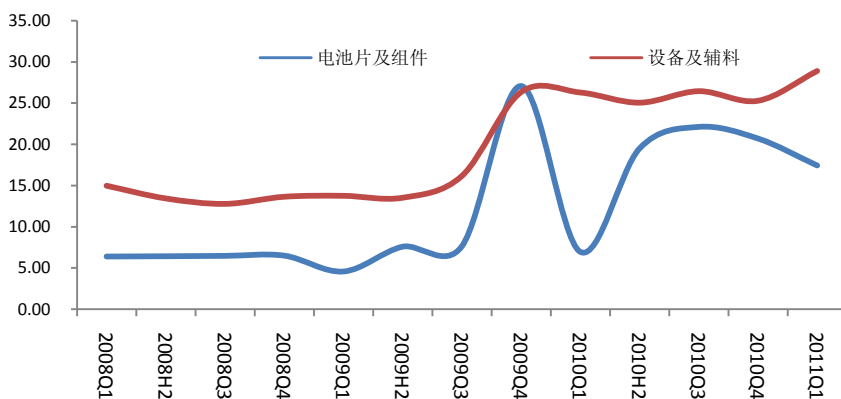
2. 各行业情况

2.1 光伏行业：2010 年爆发式增长不可持续，产品毛利率开始下滑

2010 年可谓光伏行业的丰收之年，在各大新能源板块中，无论是收入还是净利润增速都排在首位。受益于德国等欧洲市场的爆发式行情，2010 年全球光伏新增装机大 18.2GW，但今年以来各国政策尚未明朗，市场增速将大大放缓。

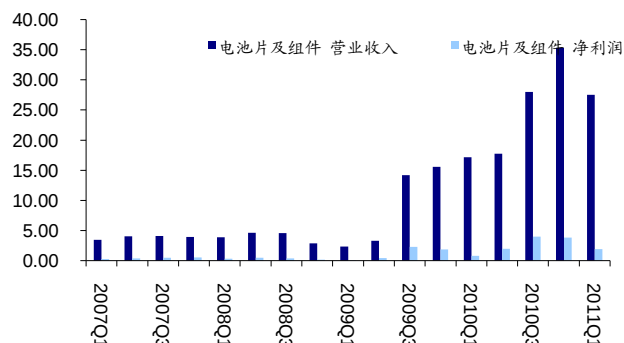
光伏产品降价将影响光伏上半年行情。一季度的增长更多来自于去年光伏厂商的扩产，与此同时，今年以来光伏产业链中下游产品大幅降价，毛利率也大大缩减，设备及辅料由于有滞后效应，一季报中未有体现，但我们认为，半年报中，除了硅料环节，其它环节的公司都将低于预期。而随着德国光伏补贴政策逐步明朗，下半年的光伏市场有可能存在超预期增长，建议关注。

图表 11：光伏产业链电池片及组件环节的毛利率大幅下跌



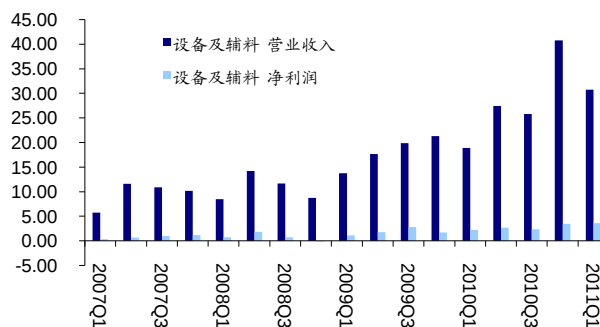
数据来源：国联证券研究所 wind

图表 12：电池片及组件相关公司营收及利润总和



资料来源：、国联证券研究所 wind

图表 13：光伏设备及辅料相关公司营收及利润总和



资料来源：国联证券研究所 wind

下半年有可能超预期，关注进口替代相关设备及辅料的公司。意大利决定将维持现有的补贴政策三个月，补贴下调的截点从 5 月 31 日推迟至 8 月 31 日，因此，我们认为随着该市场补贴下调的预期刺激，下半年有可能出现超预期行情。而在光伏产品都大幅降价的同时，我们认为降低生产成本是生产企业的必

然选择，具有进口替代潜力的设备及辅料将具备投资机会。

图表 14：光伏行业上市公司经营数据

证券简称	收入同比	净利润同比	毛利率%	净利率%	管理费用率%	销售费用率	财务费用率
航天机电	89.92	78.82	12.85	5.37	10.57	2.98	3.88
天威保变	26.96	5.57	16.36	8.30	5.71	2.28	5.66
特变电工	20.44	5.41	21.09	9.35	4.46	5.73	0.86
南玻 A	46.69	74.92	36.16	20.62	7.18	3.43	1.37
乐山电力	89.78	10.36	24.62	4.18	11.23	2.28	4.75
中环股份	135.08	-206.62	26.05	8.66	9.01	1.16	3.26
大港股份	74.45	2202.91	12.88	3.20	2.38	0.41	3.11
横店东磁	122.22	123.36	24.50	12.10	6.43	3.33	-0.21
超日太阳	103.81	29.67	18.89	8.17	4.23	1.44	2.43
向日葵	129.02	143.18	21.65	10.79	2.15	2.84	6.22
东方日升	182.13	136.92	22.13	11.59	2.76	3.47	4.17
精功科技	52.21	292.63	23.54	9.91	7.58	3.33	3.03
七星电子	37.94	63.47	32.56	12.06	14.14	3.76	0.01
天龙光电	52.63	24.83	36.39	19.68	9.12	2.07	0.05
福星股份	37.30	48.88	26.21	9.15	2.03	3.64	2.06
新大新材	112.00	52.24	21.55	12.28	3.97	2.95	0.73
奥克股份	107.07	2.48	12.81	7.78	1.86	2.31	-0.40
综艺股份	76.35	724.66	13.14	49.58	10.46	1.10	3.92
拓日新能	156.23	188.73	34.43	16.38	8.67	3.16	2.91
东山精密	49.78	27.26	25.16	10.28	8.77	2.07	-0.11

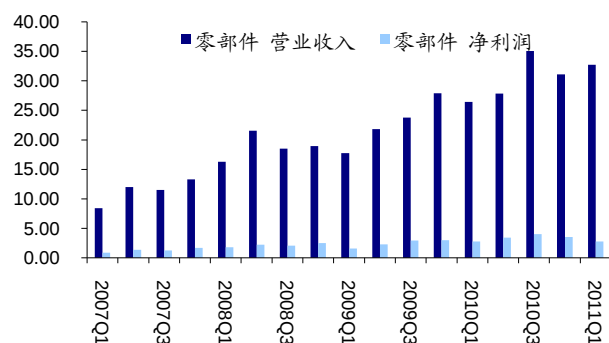
注：由于海通集团资产置换尚未成功，暂不放入年报分析

数据来源：国联证券研究所 WIND

2.2 风电：延续平稳趋势、结构调整推升盈利增长

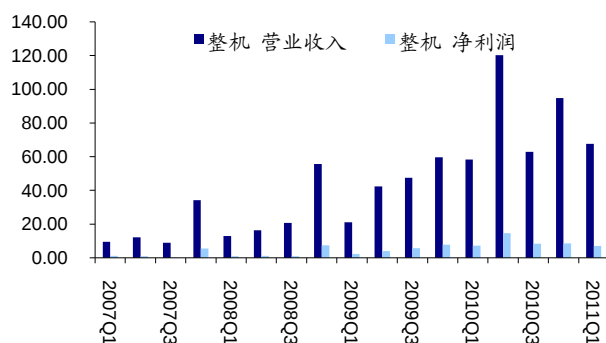
风电设备毛利率下滑，整个行业将面临新一轮整合。由于风电过快发展，风电设备供应商的阵容也迅速扩大，随着零部件的国产化率提高，风机的价格一降再降，预计风机价格 2011 年将从 420 万/兆瓦将至 370 万元/兆瓦，由于利润的大幅压缩，我们预计国内的风机制造商将进行一轮新的行业整合和挑战，2010 年前五大风机制造商已占据了 71% 的市场份额。

图表 15: 风电零部件公司营收及利润总和



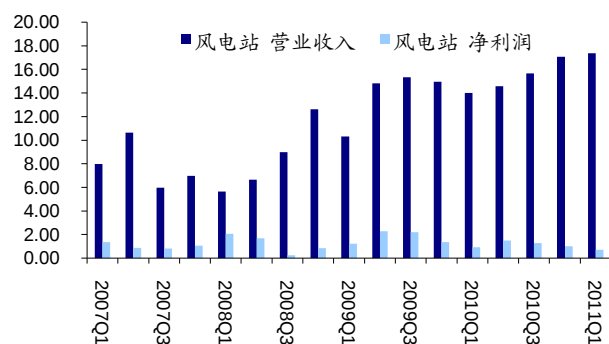
资料来源: 国联证券研究所 wind

图表 16: 风电整机公司营收及利润总和



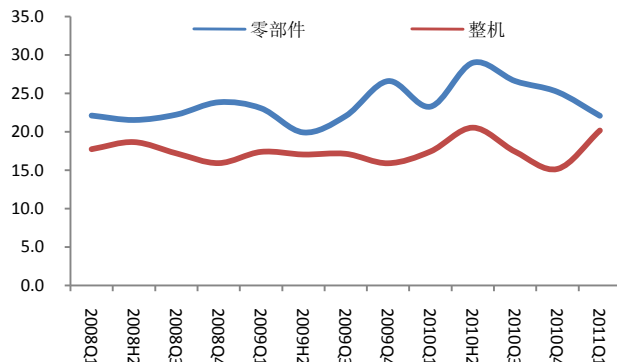
资料来源: 国联证券研究所 wind

图表 17: 风电电站公司营收及利润总和



资料来源: 国联证券研究所 wind

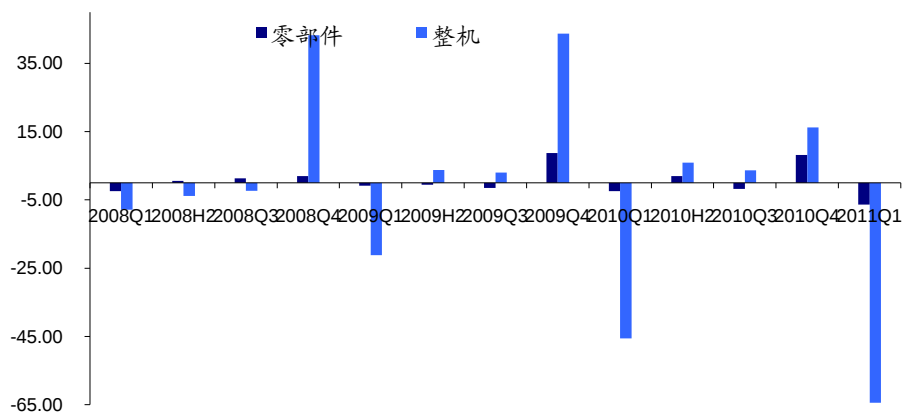
图表 18: 风电各环节公司毛利率比较



资料来源: 国联证券研究所 wind

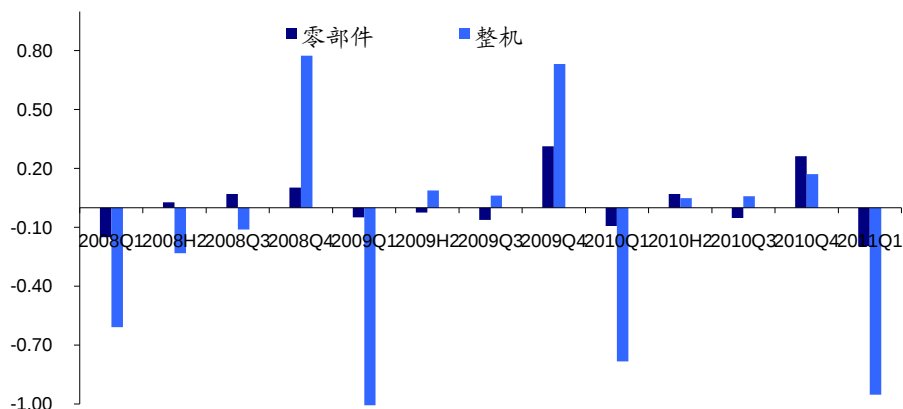
风电设备降价将带来风电场投资机会。2011 年一季度多数风电设备供应商均出现现金流状况恶化的现象，零部件及整机相关公司的经营性现金流一季度多为负数。我们认为在风电设备降价的背景下，风电场的议价能力较强，可以拖欠尾款，从而导致风电行业的现金流状况恶化。

图表 19: 风电零部件及整机供应商经营性现金流多为负值 (亿元)



数据来源: 国联证券研究所 wind

图表 20: 风电零部件及整机公司的经营现金流与营收比率 (%)



数据来源: 国联证券研究所 wind

图表 21: 风电行业上市公司经营数据

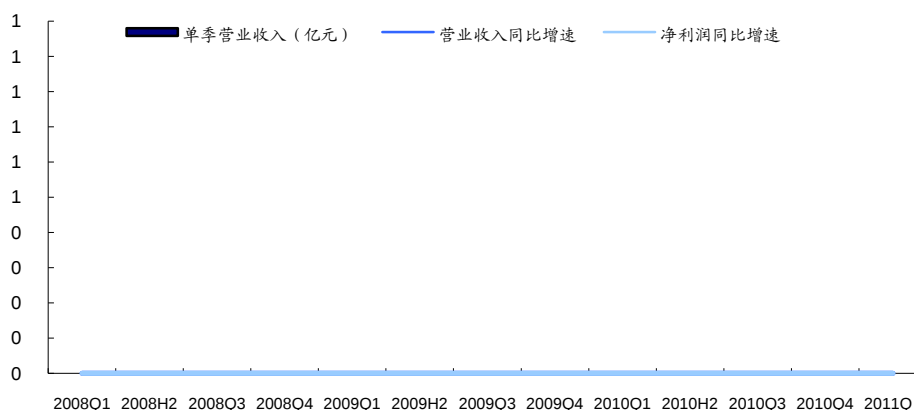
证券简称	收入同比	净利润同比	毛利率%	净利率%	管理费用率%	销售费用率	财务费用率
天奇股份	75.48	3649.21	22.94	7.22	9.63	1.93	2.76
时代新材	52.45	108.86	24.62	14.01	8.83	4.63	0.68
中材科技	59.56	63.31	29.05	6.84	9.78	3.83	2.54
天马股份	9.84	18.90	32.17	18.51	6.02	3.87	0.54
九鼎新材	39.53	29.58	25.71	2.76	9.30	8.70	4.02
华锐铸钢	-0.13	-11.86	21.30	11.25	6.84	0.45	1.28
泰胜风能	12.76	31.47	33.92	14.48	5.69	6.20	-0.12
长征电气	-2.27	-16.30	38.88	36.86	15.57	12.33	2.05
华仪电气	42.95	36.43	21.39	9.12	4.40	5.35	1.08
华锐风电	48.03	50.87	20.63	0.00	1.65	1.24	0.33
湘电股份	32.11	64.21	17.87	2.10	5.67	5.53	1.43
金风科技	63.86	31.16	23.46	11.73	2.37	6.03	0.93
银星能源	28.92	-11.77	24.35	-0.76	5.56	4.76	8.05
闽东电力	1.80	14.80	44.58	-10.51	21.85	0.62	9.14
宝新能源	4.69	-40.73	21.64	13.13	2.65	0.00	6.00
汇通能源	16.34	-81.61	2.70	0.20	1.81	0.00	0.46

数据来源: 国联证券研究所 wind

2.3 核能: 取决于国家政策的支持方向

核能行业需静待政策佳音。虽然 2010 年对我国“十二五”规划草案中强调将大力发展核电站,2010 年及 2011 年一季度核电相关公司的业绩有较大突破,但今年 3 月日本地震导致的核电危机,致使多国对核电安全持怀疑态度,虽然有发言人表示不会放弃核电,但核电的发展还将等待政策的落实。

图表 22: 核能发电行业营业收入及利润 (%)



数据来源：国联证券研究所 wind

图表 23：核能行业公司的经营数据

证券简称	收入同比	净利润同比	毛利率%	净利率%	管理费用率%	销售费用率	财务费用率
嘉宝集团	-23.23	21.06	18.64	42.70	9.68	3.85	-2.85
自仪股份	-12.81	2.78	17.78	0.60	14.11	5.18	2.13
东方电气	14.62	63.96	20.22	7.03	8.09	2.12	-0.11
中国一重	-6.13	-33.59	26.04	9.32	12.44	1.19	2.75
二重重装	-10.98	-26.42	19.03	4.16	8.66	1.92	3.35
上海电气	9.32	12.72	17.65	6.17	8.95	2.93	0.06
中核科技	4.35	19.99	24.98	8.55	9.70	8.76	-0.33
东方锆业	38.31	51.02	26.99	12.30	7.05	1.96	4.95
久立特材	12.71	-23.27	13.40	4.67	3.19	4.63	0.66
江苏神通	5.35	7.54	42.21	14.62	12.63	12.63	-1.03
南风股份	18.29	28.49	32.68	18.37	7.88	2.99	-0.38
常宝股份	32.76	-5.06	17.25	8.12	5.32	2.59	0.25

数据来源：WIND 国联证券研究所

3. 重点公司盈利预测与评级

关注两个方面的投资线索：（1）光伏行业中具备进口替代潜质的设备及辅料 （2）风电场相关公司的投资机会。

图表 24：新能源行业公司估值

证券代码	公司简称	最新价	EPS				PE			
		5/3	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
300029.sz	天龙光电	27.22	0.46	0.52	1.00	1.48	63.76	51.98	27.19	18.40
002371.sz	七星电子	82.06	1.02	1.25	1.66	2.33	65.77	65.89	49.55	35.24
600089.sh	特变电工	18.65	0.85	0.91	1.03	1.30	—	20.44	18.07	14.31
002132.sz	恒星科技	16.45	0.39	0.20	0.61	0.82	99.12	83.42	26.85	19.96
000862.SZ	银星能源	13.71	0.15	0.27	0.47	0.97	101.94	51.70	28.93	14.15

数据来源：WIND 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22 楼

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资 评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
行业 投资 评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。