

电气设备

新疆调研：风电限电超预期，光伏符合预期，疆电外送稳步推进

调研纪要

要点

我们在上周组织调研了新疆特变电工、大全新能源以及金风科技风力发电电站、联合光伏电站，纪要如下：

- 1) 风电限电超预期，风电场运营有压力。**2014 年新疆地区，风电利用小时数达到 2,400 小时左右，弃风率约 15%，2015 年 1~8 月份新疆风电平均弃风率达到 40%，超过能源局公布的 28.8%限电水平，预计 9 月份弃风率更严重，主要原因在于哈密-郑州特高压线路进入检修期，同时哈密地区配套火电预计要到 2015 年年底才能全部投入运营，影响新疆风电并网率。预计 2015 年四季度风电装机将进入抢装行情，风电并网可能进一步承压，如果弃风率保持高位，将影响 2016 年新疆新增装机规划。
- 2) 光伏限电基本符合预期。**2014 年新疆地区，光伏利用小时数约 1,500 小时，基本不存在限电情况；2015 年前三季度，平均弃光率约 20%左右，与能源局公布数据基本吻合，但高于全国平均水平 10%；弃光现象发生主要原因与全国电力需求下降以及疆电外送通道输电能力不够有关；预计 2016 年新疆光伏限电情况不会有明显改善；2017 年，随着疆电外送通道逐步投运，限电情况或将得到有效缓解。限电情况短期对运营商影响较大，如果长期没有得到有效解决，将逐步影响到设备厂商。
- 3) 疆电外送线路稳步推进中，将有效缓解限电问题。**疆电外送目前共规划了 5 条线路，哈密-郑州、准东-皖南、哈密北-重庆、准东-四川，新疆-西北联网，其中哈密-郑州已于 2014 年 1 月份投运，设计输电能力 800 万千瓦，投运后，部分缓解新疆限电情况，目前准东-皖南特高压已进入建设准备阶段，按照计划，预计在 2016 年年底投运，额定输送功率 1,200 万千瓦，建成投运后，新疆限电情况将得到进一步缓解；预计 2015~16 年将是新疆限电最严重时期，在 2017 年之后，新疆弃风率、弃光率将会随着疆电外送线路投运得到较大幅度缓解，新能源运营企业盈利情况有望好转。

建议

相对看好设备厂商、EPC/BT 厂商以及分布式能源运营商。目前市场对新疆和甘肃风电、光伏限电情况已经有所预期，全国情况仍处于正常可控范围，新能源装机仍在快速上量，我们相对看好设备厂商、EPC/BT 厂商以及分布式能源运营商，随着疆电外送通道建设，特高压相关公司也将受益；**维持特变电工推荐评级。**

李敏

联系人

min3.li@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080114110026

SFC CE Ref: ASU506

季超

分析员

chao.ji@cicc.com.cn

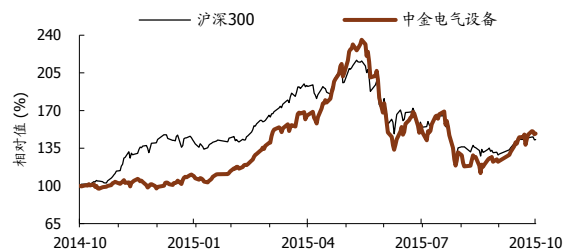
SAC 执业编号：S0080515030001

SFC CE Ref: BFA993

股票名称	评级	目标 价格	P/E (x)	
			2015E	2016E
思源电气-A	推荐	19.00	21.9	16.4
江苏神通-A	推荐	30.00	181.1	78.0
汇川技术-A	推荐	60.00	42.7	33.4
特变电工-A	推荐	15.00	18.6	14.8
平高电气-A	推荐	29.00	23.6	15.4
宏发股份-A	推荐	36.50	28.3	22.9
国电南瑞-A	中性	20.00	45.1	35.8
东方电气-A	中性	13.18	97.2	65.3
中国西电-A	中性	8.10	43.1	35.9
上海电气-A	中性	11.52	69.9	76.2
博耳电力-H	确信买入	24.14	13.5	11.0
上海电气-H	推荐	5.97	24.8	27.2
东方电气-H	中性	10.50	50.3	34.0

中金一级行业

工业



相关研究报告

- 中国西电-A | 基数高导致业绩低预期，四季度有望恢复增长 (2015.10.29)
- 特变电工-A | 新能源业务与国际市场仍是主要增长点，积极拓展能源服务市场 (2015.10.28)
- 博耳电力-H | 2015 年 4 季度业绩将稳步快速增长 (2015.10.28)
- 汇川技术-A | 新能源业务与通用伺服高增长，引领业绩超预期 (2015.10.27)
- 思源电气-A | 传统业务喜忧参半，海外市场开始发力 (2015.10.25)
- 国电南瑞-A | 业绩逐季改善，未来有望触底回升 (2015.10.23)

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部



新疆调研纪要

特变电工（600869.CH）

一、订单情况：

- 1、国内在手订单 150~160 亿元，国际未履约订单约 30 亿美金；订单执行期，国内与国外基本上都是 2~3 年；
- 2、截止到目前，输变电新签订单 180~200 亿，其中国际订单约 8 亿美金；特高压 15 年招标 4 条线路，新签 27 亿订单，特高压产品毛利率比一般产品要高，特高压直流产品毛利率要好于特高压交流产品；
- 3、电网订单占公司总订单约 30%，其他主要来自于石油石化、煤炭等大客户以及海外市场；
- 4、国内与国际订单相比，国外订单盈利水平要好于国内订单；国外订单应收账款都是按照工程进度交付给公司，回收期比国内要好，国内企业整体资金都比较紧张，应收账款回收比较难，但是由于是电网公司以及大型企业，形成坏账风险不大。

二、国际市场：

- 1、公司海外布局做的比较早，在中亚、巴基斯坦、印度等地都有很多项目在推进；
- 2、国际市场目前做的比较多的是 EPC 项目，未来会依托国家一带一路建设政策，开展投资运营项目，目前有一些项目在洽谈，因为后续自己运营，因此需要对所投资国家进行深入调研，确保风险降到最低；
- 3、国际投资运营项目会考虑和丝路基金一起合作，利用丝路基金撬动相关资源，但是由于丝路基金自己也会去拿项目进行投资，要求投资回报率有 8~10 个点，性质与国开行和进出口银行不一样，目前公司与丝路基金仍在探讨过程中；
- 4、印度公司 765KV 工厂，设计产能 2,200 万 KVA，厂房在 14 年投运，目前还处于亏损状态，正常生产的情况下，一年 10 亿收入，1 亿净利润，目前产品还需要业绩和认证过程；印度人口比中国多，但是整体装机不到 2 亿 KW，电力需求潜力较大。

三、限电问题：

- 1、今年以来新疆限电 20%左右，预计 16 年仍难有明显改善，主要是新疆新能源建设速度比较快，但是随着新疆电力外送通道逐步投运，限电问题将逐步得到缓解，类似于前几年内蒙弃风弃光一样，随着外送通道打通，弃风弃光问题得到有效解决；
- 2、哈密-郑州特高压线路之所以没有满负荷运行，主要是在于配套火电厂没有完全投运，而新能源发电上网需要与火电配套才能上网，导致新疆地区出现限电情况；预计今年年底配套火电厂会投入运行，哈密风光限电情况也将得到缓解；与郑州电力需求不够存在一定关系，但不是决定性的；
- 3、准东-华东 1,100KV 特高压线路已经开工建设，计划到 16 年年底投运，准东火电规划 5 个 4*660MW 项目，同时配套建设 20%的风光电站，公司承担其中一个 2*660MW 的项目；
- 4、疆电外送包括重庆、成都等都在规划中；中亚的背靠背项目目前还没有具体确定，在谈的过程中。



四、新能源业务：

- 1、公司自己计划运营的电站项目，目前在建 470MW，预计在今年年底或者明年年初投运，其中哈密 350MW，其他在内蒙固阳，之所以现在还没建设好，主要是要与哈密-郑州线路建设同步；
- 2、公司新能源产业逐步转型，以后 BO 项目占比会逐步增加，每年不低于 450MW 的 BO 项目，预计到 2020 年，BO 项目达到 2~3GW 的规模；自营项目公司会挑选优质项目，风电每年利用小时 2,100 小时，投资回报率约 15~20%，光伏每年利用小时约 1,500 小时，投资回报率约 12~15%；
- 3、14 年共转让了约 500MW 项目（风+光），主要是卖给中电投、中节能、华电等公司，还有包括科陆电子等民营企业；
- 4、风电投资成本 7~7.5 元/W，光伏投资成本 7.5~8 元/W，20%资本金，其他贷款；
- 5、15 年公司 EPC+BT 项目（不包含 BO 项目）预计约 1GW，EPC 与 BT 项目各占一半，EPC 项目净利润率 8%左右，BT 项目净利润率在 12~15%；
- 6、公司已拿到路条在手待开发项目约 2GW，足够 16~17 年开发，同时公司还在继续签署战略合作协议，在当地建设工业园，政府也会配套给公司新能源开发资源，预计有 10 几个 GW 项目，可以保障 EPC+BT 项目每年 20~30%增长；
- 7、光伏逆变器目前 14 年产能约 1.5GW，15 年产能将达到 2.5GW，50~60%是外销；
- 8、多晶硅，14 年产量 1.7 万吨，全成本约 10 万元/吨，预计 15 年全成本可以做到 8~9 万元/吨；目前多晶硅价格基本稳定在 11.5~12 万元/吨，盈利情况基本正常；未来多晶硅价格应该还有下降空间，主要依赖于新的技术或者新的产能投入；多晶硅目前没有扩产计划，去年成本下降了约 10%，再进一步降低成本空间较为有限；
- 9、新特能源在香港发行做的差不多了，此次发行不超过 30%的股权，争取在 11 月份发行。

五、煤炭电力：

- 1、准东天池能源公司 1,000 万吨煤炭开采项目在 14 年投运，14 年产量约 800 万吨，其中约 300 万吨是卖给公司自备电厂；煤炭开采成本约 50~60 元，售价 70~80 元；今年上半年天池能源公司净利润约 3,000 万元；
- 2、新疆地区，自备电厂上网电价为 0.20 元，如果不是自备电厂，电价为 0.25 元；公司 2*350MW 项目的发电成本约 0.15 元。

大全新能源（DQ.US）

一、产能规划：

- 1、公司二期扩产项目在 6~7 月份投运后，在 8 月份满产，目前每个月产量 1,000 多吨，总产能达到 1.215 万吨；
- 2、三期项目投资 1 亿多美金，计划产能 6,000 吨，预计在 2016 年年底投产，届时产能将达到 1.8 万吨，由重庆农商行提供 8.5 亿贷款；
- 3、公司中期发展目标是 2.5 万吨，要等三期项目投产后，看公司财务状况和融资情况再确定；



- 4、15~16 年，全球对多晶硅需求预计保持在 30 万吨左右的水平，大金的市占率还很小，但是大金不追求单纯扩充产能，要在保证盈利基础上，稳健发展；
- 5、目前 GCL 是国内最大，第二大的特变电工 1.75 万吨，第三是大金新能源。

二、售价和成本：

- 1、公司多晶硅产品在前三个季度售价分别是 17.36 美金、16.05 美金和 15 美金，目前价格保持平稳；
- 2、公司半年度全成本 12.98 美金，预计三季度满产后，全成本有望降到 12 美金以下；目前国内现金成本在 15 美金以下的，估计只有 2~3 家公司；
- 3、多晶硅全成本各环节占比大约为：折旧 20%，电费 40%，原材料 20%，其他 20%；电价决定了生产成本，而同样的电价，生产成本则是由运营水平所决定，公司成本控制能力排在行业前列；
- 4、在公司产能是 6,000 吨的时候，天富热电给公司的含税电价是 0.31 元，产能达到 1.215 万吨后，含税电价将降到 0.30 元。

三、双反影响：

- 1、双反，对德国和韩国影响不大，德国有价格承诺，韩国 OCI 等公司税率很低，产能上的很快，目前韩国每个月向中国出口约 4,000 吨；
- 2、美国税率很高，进口关税达到 60%，双反之前，从美国每个月进口 2,000 吨，累计计算相当于中国全年用量的 10%左右，而目前每个月进口只有 100 吨左右，对国内生产厂商有积极影响。

四、FBR 技术：

- 1、FBR 技术主要是 IEC 公司在应用，用 9 年的时间，才把成本降下来，但是成本很难稳定住，每个季度都在波动；
- 2、FBR 技术，电价只有改良西门子法的 20~30%，但是折旧比较高，达到 5~6 美金；
- 3、FBR 技术采用非常小的种子颗粒，原材料吹进还原炉后，生长在颗粒上，颗粒生长大后，会从悬浮状态掉下来，之后即可以出炉；由于小颗粒是悬浮状态，会和反应墙撞击，反应墙上需要浇筑镀层，刚开始颗粒纯度比较高，但是随着反应墙越来越薄，纯度会下降，在炉子体积增大后，会更难控制，因此很难作为主流产品销售，通过 FBR 技术生产的产品售价一般会折价 10~13%。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

