

公司研究 / 公司首次覆盖报告

2016年04月19日

电力设备与新能源 / 新能源 II

投资评级: 增持 (首次评级)

当前价格(元): 5.43  
合理价格区间(元): 6.5-7.0

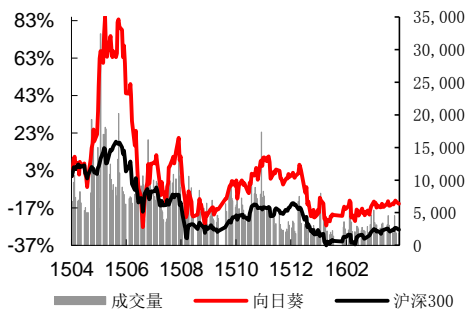
何昕 执业证书编号: S0570515050001  
研究员 010-56793947  
hexin6573@htsc.com

弓永峰 执业证书编号: S0570515020002  
研究员 010-56793960  
gongyongfeng@htsc.com

李轶奇 021-28972087  
联系人 liyiqi@htsc.com

丁宁 010-56793941  
联系人 dingning2@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

## 重点分布式光伏电站运营, 完善产业布局

### 向日葵(300111)

#### 完善光伏上游产业布局, 确保成本优势

前期, 公司在适当扩产光伏组件产能的基础上, 更加注重在上游硅片、电池片领域的产能建设和技术培养。目前已经形成了硅片产能 8500 万片、电池片产能 600MW 以及光伏组件产能 800MW。已具备生产多晶硅组件最大功率 320W, 电池片转换效率为 18.3%, 组件转换效率为 16.41%。经过在产业链上游的布局, 15 年公司光伏组件产品毛利率达 20%, 略高于行业平均水平。

#### 向下游光伏电站延伸, 专注于分布式项目建设

截止 15 年底公司在手国内外分布式光伏电站项目共计 56MW, 未来 2 年内公司仍将围绕分布式光伏电站项目进行投入。公司所处的浙江省是国内第二大分布式光伏电站装机大省, 省内光伏电站装机达 1.65GW, 分布式项目达 1.1GW。根据浙江省已发布的 2020 年光伏发展目标, 届时省内光伏累计装机容量将达到 8GW, 工商业、居民分布式光伏电站建设仍将是主要形式。

#### 定向增发方案发布, 拟投建 120MW 分布式光伏项目

计划通过发行不超过 4 亿股, 募集资金不超过 12.5 亿元, 其中, 约 9.75 亿元用于投资建设 120MW 分布式光伏并网发电项目, 约 2.75 亿元用于补充公司流动资金。公司已与浙江省内包括古纤道新材料股份有限公司等 32 家公司签订框架协议, 利用众公司现有厂房闲置屋顶作为此次定向增发 120MW 分布式光伏募投项目的建设地点, 总安装面积约 156 万平方米。整个项目建设周期计划为 1.5 年, 达产后年均发电量约为 1.1 亿 kwh, 年均净利润约为 0.70 亿元, 项目投资收益率为 11.77%。

#### 参股韦尔德斯凯勒, 试水自动化

由于标的公司在 15 年净利润水平不佳, 公司决定暂先参股 2%, 后续安排将根据标的公司在 16 年业务拓展和利润情况而定。韦尔德斯凯勒是一家以智能装备、智能制造系统及机器人芯片为主业的企业, 在技术和人才方面拥有较好的积累。

#### 盈利预测

受益光伏行业抢装带动, 公司 15 年净利润同比增 133.91%, 16Q1 净利润预计达 1500-2000 万元, 15 年 Q1 为 3457.03 万元。考虑到目前光伏行业发展情况以及公司后续在分布式光伏领域的布局安排, 预计公司 2016-2018 年每股盈利分别为 0.15 元、0.19 元和 0.24 元, 对应 PE 分别为 36 倍、29 倍和 22 倍, 首次给予公司“增持”评级。

风险提示: 下半年光伏行业发展低于预期。公司分布式光伏电站项目进展迟缓。

### 公司基本资料

总股本(百万)	1,119.80
流通 A 股(百万)	1115.84
52 周内股价区间(元)	4.64-11.79
总市值(百万)	6,080.51
总资产(百万)	3078.74
每股净资产(元)	1.13

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	1,824.24	1,836.40	2,173.00	2,514.50
+/-%	10.97%	0.67%	18.33%	15.72%
净利润(百万)	87.63	168.01	207.28	270.59
+/-%	133.91%	91.72%	23.37%	30.54%
EPS(元)	0.08	0.15	0.19	0.24
PE	69.39	36.19	29.34	22.47

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 正文目录

完善光伏行业布局，受益行业复苏业绩高速增长.....	4
立足光伏行业，地处分布式光伏核心区域.....	4
大股东持股 16.99%，前十大股东持股 21.21%.....	4
受益光伏行业复苏，公司业绩大幅增长.....	5
国内外光伏行业景气度维持高位，向下游延伸布局分布式光伏电站.....	7
光伏抢装致组件需求旺盛.....	7
浙江省分布式光伏补贴高、发展快.....	8
再次启动定向增发，布局分布式光伏电站建设.....	9
参股韦尔德斯凯勒，试水自动化领域.....	10
估值假设和盈利预测.....	10
风险提示.....	11

## 图表目录

图 1: 公司光伏产业布局情况.....	4
图 2: 2011-2015 公司收入和增速情况 .....	5
图 3: 2011-2015 公司净利润和增速情况.....	5
图 4: 2013-2016Q1 公司单季度净利润情况.....	6
图 5: 2015 公司各产品收入占比情况 .....	6
图 6: 11-15Q3 公司毛利率及期间费用率情况 (%) .....	6
图 7: 2012-2015 公司光伏组件产销情况 .....	6
图 8: 2009-2015 年中国光伏电站累计和新增装机情况及增速 (GW, %).....	8
图 9: 截止 14 年各省累计并网分布式光伏项目规模.....	9
表格 1: 截止 15 年底公司前十大股东情况 .....	5
表格 2: 各类资源区光伏电价下调情况 .....	7
表格 3: 公司 120MW 分布式光伏电站项目屋顶资源情况 .....	10
表格 4: 可比公司估值情况 .....	11
表格 5: 预计公司各主营业务未来收入及毛利率情况 .....	11

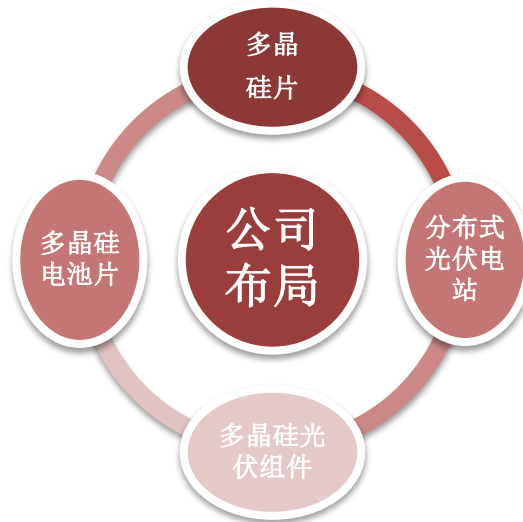
## 完善光伏行业布局，受益行业复苏业绩高速增长

### 立足光伏行业，地处分布式光伏核心区域

光伏产业纵向布局，专注分布式电站项目。作为一家以多晶硅光伏组件为主营产品的企业，2011年上市以来公司一直专注于在上游硅料、硅片、电池片等环节的布局，分别通过投资参股和自建产线等形式完成了对于光伏组件上游产业链的延伸布局。截止2015年底已经形成了多晶硅片产能8800万片、电池片产能600MW、光伏组件产能800MW。其中，公司生产的多晶硅组件最高功率已达320W，电池片转换效率为18.3%，组件转换效率为16.41%。

除此之外，公司地处浙江省是我国分布式光伏发电项目地方扶持力度最强、装机规模最大的区域之一，区域内已建成的分布式光伏项目已经形成了较为良性的盈利模式。作为区域内主要的光伏组件企业之一，公司在完成上游产业布局的情况下，已经在国内外光伏电站领域有所尝试，目前在手国内外光伏电站并网容量56.30MW，后续有望加快推进在分布式光伏电站建设和运营领域的拓展。

图1：公司光伏产业布局情况



资料来源：华泰证券研究所

### 大股东持股 16.99%，前十大股东持股 21.21%

公司总股本约为11.20亿股，其中流通股股数约为11.16亿股，非流通股数量为0.04亿股，分别占比99.6%和0.04%。公司控股股东为吴建龙先生直接持有上市公司股份1.83亿股，占比约为16.37%，同时通过浙江盈准投资股份有限公司间接持有上市公司0.15亿股，占比1.36%，直接和间接持有上市公司股份占比为16.99%，公司前十大股东持股数量占公司总股本比例约为21.21%。

上市公司下属共有14家全资和控股子公司，其中在2015年对公司合并报表后净利润影响达10%以上的子公司共有5家。

**表格1: 截止15年底公司前十大股东情况**

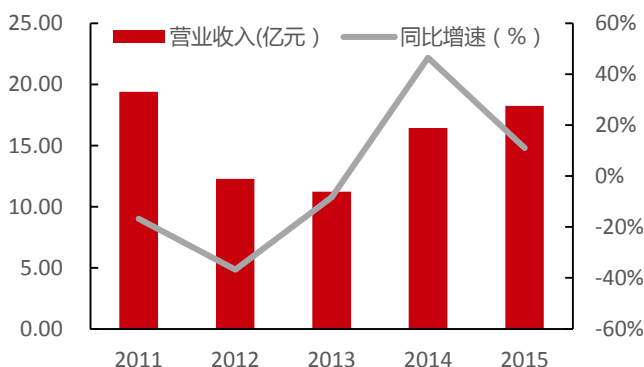
股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
吴建龙	183,297,212	16.37
浙江盈准投资股份有限公司	15,279,000	1.36
中央汇金资产管理有限责任公司	11,135,200	0.99
富国创业板指数分级证券投资基金	6,436,447	0.57
肖俊杰	5,248,616	0.47
韩伟	3,888,878	0.35
俞相明	3,413,874	0.30
易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金	3,309,604	0.30
陈建伟	3,170,067	0.28
广发中证百度百发策略100指数型证券投资基金	2,426,400	0.22
<b>合计</b>	<b>237,605,298</b>	<b>21.21</b>

资料来源: 华泰证券研究所

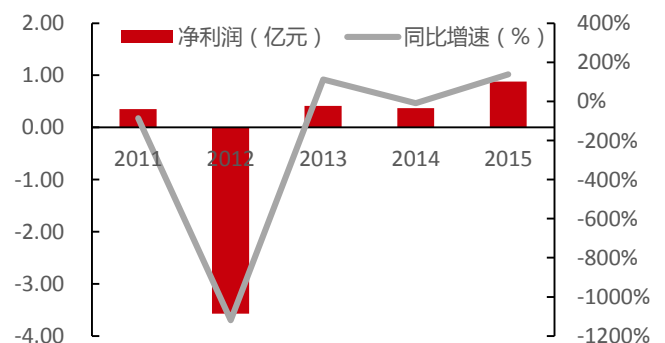
### 受益光伏行业复苏, 公司业绩大幅增长

**净利润15年增长133.91%, 16Q1同比扭亏。**2012-2015年公司营业收入规模分别为12.26亿元、11.23亿元、16.44亿元和18.24亿元, 分别同比增长-36.76%、-8.41%、46.39%和10.97%。同期, 公司归属母公司净利润水平分别为-3.57亿元、0.41亿元、0.37亿元和0.88亿元, 同比增速分别为-1125.35%、111.37%、-7.74%和133.91%。报告期内公司收入和净利润水平的大幅波动主要受到光伏行业自身景气度的剧烈波动。13年后随着日本、美国和中国光伏电站装机量的快速增长, 全球范围内兴起了第二波光伏装机高峰, 从而带动光伏组件需求量的提升和行业内产能利用率的快速回升。2015年公司归属母公司净利润大幅增长133.91%至0.88亿元; 根据公司16Q1业绩快报显示, 1-3月公司归属母公司净利润约为1500万元-2000万元, 15年同期为-3457.03万元。

**组件、电池片收入占比高, 未来电费收入占比稳步提升。**目前, 公司主营业务收入包括电费收入、硅片收入和电池片及组件收入, 2015年三项业务分别为公司贡献营业收入0.45亿元、1.12亿元和16.14亿元, 分别同比增长18.68%、-1.97%和13.19%。其中, 占营业收入总额比重最大的为电池片和组件销售业务, 占比高达91.18%。而从公司现阶段布局情况来看, 分布式光伏电站建设及运营将会成为公司未来2-3年间的重点发展方向, 目前公司在手运营电站规模仅为56MW, 未来随着更多分布式光伏电站的建成, 电费收入在公司营收中的比重将稳步提升。

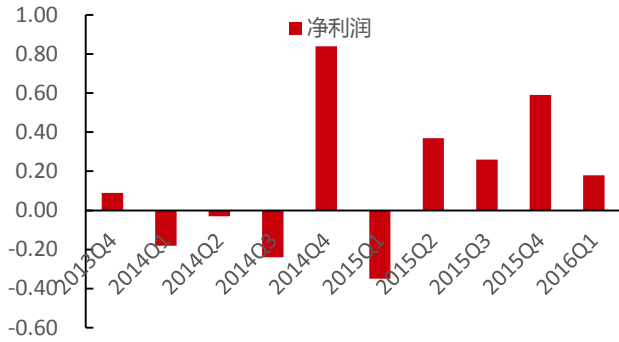
**图2: 2011-2015公司收入和增速情况**

资料来源: WIND, 华泰证券研究所

**图3: 2011-2015公司净利润和增速情况**

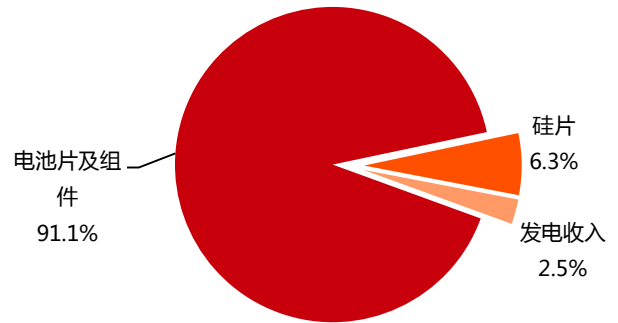
资料来源: WIND, 华泰证券研究所

图4: 2013-2016Q1 公司单季度净利润情况



资料来源: WIND, 华泰证券研究所

图5: 2015 公司各产品收入占比情况

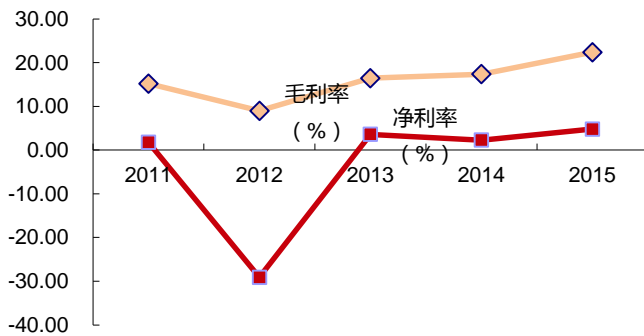


资料来源: WIND, 华泰证券研究所

**上游布局+产能利用率提升, 助公司毛利率增长。**前期受到产能利用率不足等因素影响, 公司综合毛利率在 2012 年触及历史低点 8.89%, 而随着欧洲以外市场和国内市场需求的增长, 近年来公司综合毛利率水平直线提升, 2015 年公司综合毛利率已增长至 22.40%, 较 14 年增加 5.02 个百分点。后续随着高毛利率业务光伏电站运营规模的增加, 公司综合毛利率水平仍有望持续增长。

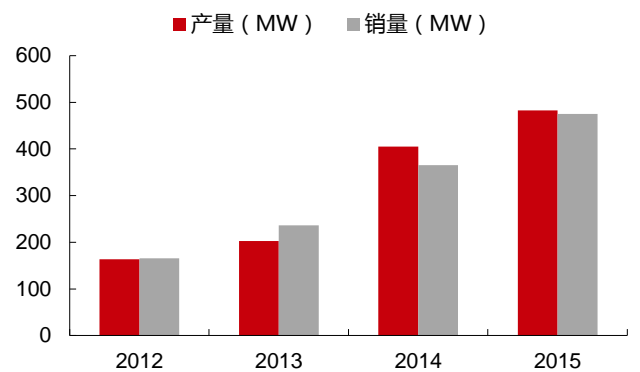
2015 年公司期间费用率回落 1.46 个百分点至 13.67%, 其中, 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别回落 0.34 个百分点、0.64 个百分点和 0.48 个百分点。目前, 公司正在筹划定向增发, 如顺利完成, 未来公司财务费用率仍有下降的空间。

图6: 11-15Q3 公司毛利率及期间费用率情况 (%)



资料来源: WIND, 华泰证券研究所

图7: 2012-2015 公司光伏组件产销情况



资料来源: WIND, 华泰证券研究所



## 国内外光伏行业景气度维持高位，向下游延伸布局分布式光伏电站

### 光伏抢装致组件需求旺盛

光伏标杆电价调整在即，行业抢装明显。按照我国现行光伏发电标杆电价标准，地面式电站 I、II、III 类地区标杆电价分别为 0.9 元/kwh、0.95 元/kwh 和 1 元/kwh。分布式光伏项目 0.42 元/kwh，部分地方政府对于光伏项目初装和分布式光伏发电仍有额外补贴标准。

2015 年 12 月国家发改委发布了《关于完善陆上风电光伏发电上网标杆电价政策的通知》，计划从 2016 年 1 月起对 I、II 类光照资源区分别降低标杆电价 10 分钱、7 分钱，III 类资源区降低标杆电价 2 分钱。经过调整后我国光伏 I、II 和 III 类地区光伏发电标杆电价水平分别为 0.80 元/kwh、0.85 元/kwh 和 0.98 元/kwh，分布式光伏项目补贴电价不变。从电价下调幅度和重心来看，“十三五”期间我国将更加鼓励分布式光伏和距离负荷中心较劲地区的光伏电站建设，而对于“三北”地区，地方政府和企业需更加注意当地消纳和外送能力，降低区域内新能源发电项目的弃光限电比例。

目前，国内光伏行业受到 2016 年 6 月 30 日以后光伏标杆电价下调影响，16 年 1 月 1 日以前获得路条的光伏项目均正在加紧建设，使国内光伏市场在 16H1 出现一波抢装潮，这将带动光伏产业链上相关公司业绩的高速增长。从行业内已公布 16 年一季度业绩快报的企业情况来看，绝大部分光伏企业净利润水平同比均有较大幅度增长。

而从下半年前景来看，现阶段我国光伏装机成本较两年前已经下降了接近 30%，同时，我国正处于降息周期，光伏发电的度电成本较前期也已经有一定幅度的下降，原有标杆电价已经不能充分反映光伏电站运营企业必要的成本覆盖和盈利空间。同时，参照德国、西班牙、意大利等国的光伏发展历程来看，参考度电成本有序下调标杆电价并不会对光伏新增装机规模造成直接影响，政策的忽然转向才是抑制其国内光伏新增装机增长的主要原因。

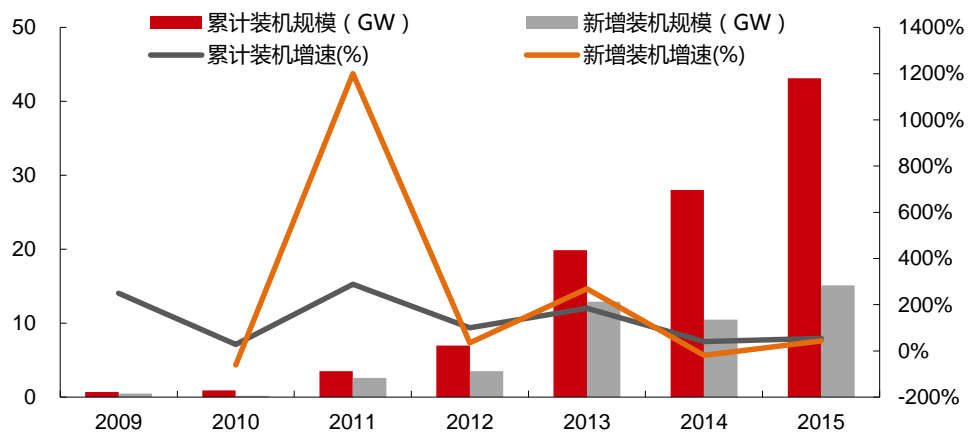
**表格2： 各类资源区光伏电价下调情况**

资源区	现行光伏电站标杆上网电价	下调后光伏电站标杆上网电价	各资源区所包括的地区
I 类资源区	0.90	0.80	宁夏，青海海西，甘肃嘉峪关、武威、张掖、酒泉、敦煌、金昌，新疆哈密、塔城、阿勒泰、克拉玛依，内蒙古除赤峰、通辽、兴安盟、呼伦贝尔以外地区
II 类资源区	0.95	0.88	北京，天津，黑龙江，吉林，辽宁，四川，云南，内蒙古赤峰、通辽、兴安盟、呼伦贝尔，河北承德、张家口、唐山、秦皇岛，山西大同、朔州、忻州，陕西榆林、延安，青海、甘肃、新疆除 I 类外其他地区
III 类资源区	1.00	0.98	除 I 类、II 类资源区以外的其他地区

资料来源：国家能源局，华泰证券研究所

**“十三五”目标上调，确保行业发展。**根据国家能源局下发的《太阳能“十三五”利用》征求意见稿中设定的目标，预计到2020年我国光伏累计装机规模有望在现有的43GW基础上，增长至150GW，较原有2020年装机目标上调50%，2016-2020年均光伏新增装机规模在21GW左右。从行业发展和政府态度来看，光伏分布式电站将是中国未来一段时间内主要推进发展的一大领域，现阶段仍处于发展初期，未来中央政府和地方政府有望陆续出台相关政策，引导、扶持分布式光伏电站在中国的发展。为公司未来组件销售、分布式光伏电站建设和运营提供充足市场空间。

图8：2009-2015年中国光伏电站累计和新增装机情况及增速（GW，%）



资料来源:能源局网站, WIND, 华泰证券研究所

### 浙江省分布式光伏补贴高、发展快

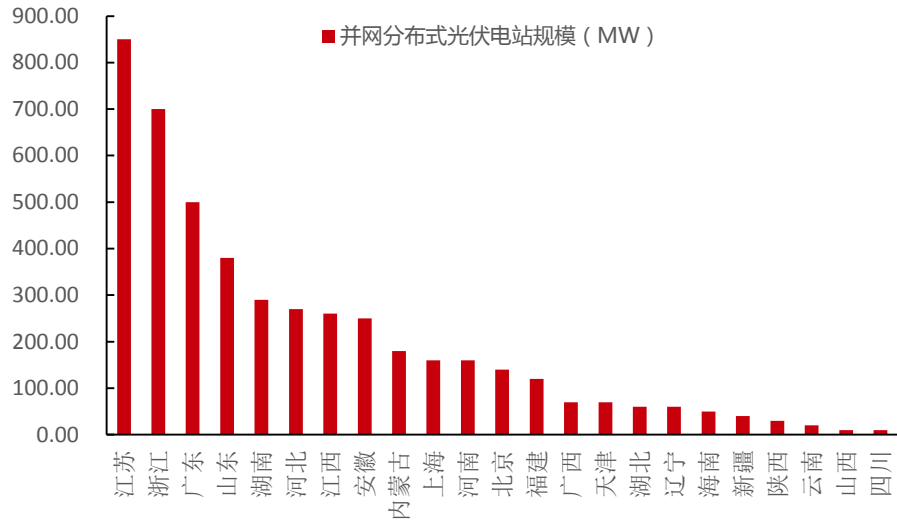
**省补、市补促浙江省分布式光伏电站快速发展。**截止2014年底，浙江省已并网分布式光伏发电规模已经达到700MW，较13年增长64.71%，占全国已并网分布式光伏电站比例约为14.99%，位列全国第二。第一名为江苏省，已并网分布式光伏电站850MW，占全国比例约为18.20%。2015年浙江省内光伏发电项目累计并网1.65GW，分布式光伏发电项目累计装机已经突破1GW。浙江省分布式光伏发电项目装机量的快速增长，一方面，受益于区域内气候条件相对优越，风沙、雾霾等气候天数少；另一方面，更是受到省内对于分布式光伏发电项目给予的优越扶持条件的刺激。

浙江省早在2013年便发布了省内《关于进一步加快光伏应用促进产业健康发展的实施意见》，明确了省内光伏发电项目所有发电量在国家补贴的基准上，再进行0.1元/kwh的省补。同时，包括嘉兴、宁波、温州、绍兴在内的7地级市，以及海宁、桐乡、平湖、乐清等县级市又在省补的基础上对于光伏发电量进行不同程度的市补。

2016年2月，浙江省政府发布了《浙江省国民经济和社会发展十三个五年规划纲要》，提出到2020年省内光伏发电装机力争达到8GW，在省内实施百万家庭屋顶光伏工程，同时，重点主抓光伏扶贫项目，在这一领域争取每年投资10亿元，推进1万户贫困家庭的光伏项目安装。



图9：截止14年各省累计并网分布式光伏项目规模



资料来源:能源局网站, WIND, 华泰证券研究所

### 再次启动定向增发，布局分布式光伏电站建设

**启动定向增发，拟建 120MW 分布式光伏项目。**在完成光伏上游产业链布局的基础上，公司于 2016 年 3 月 29 日发布定向增发预案，计划通过发行不超过 4 亿股，募集资金不超过 12.5 亿元，其中，约 9.75 亿元用于投资建设 120MW 分布式光伏并网发电项目，约 2.75 亿元用于补充公司流动资金。

公司前期在国内外市场针对分布式光伏电站项目已有较为充足的建设和运营经验，目前在手光伏电站规模约 56MW，此次，通过定向增发募集资金加码分布式项目，有利于公司未来收入和利润的稳定增长，且可为公司贡献稳定的现金流。由于浙江地区工业、商业电价较高，对分布式光伏项目扶持政策较好，公司拟建项目具备好的盈利前景。

公司已与浙江省内包括古纤道新材料股份有限公司等 32 家公司签订框架协议，利用众公司现有厂房闲置屋顶作为此次定向增发 120MW 分布式光伏募投项目的建设地点，总安装面积约 156 万平方米。整个项目建设周期计划为 1.5 年，达产后年均发电量约为 1.1 亿 kwh，25 年总发电量约为 27.61 亿 kwh。如按 25 年经营期进行测算，可为公司年均贡献利润总额 0.86 亿元，净利润约为 0.70 亿元，项目投资收益率为 11.77%。

同时，截止 2015 年公司资产负债率为 58.89%，略高于行业平局水平，14-15 年公司利息费用支出分别为 0.8 亿元和 0.69 亿元。通过此次定向增发公司可有效降低自身资产负债率，同时，降低带息债务规模减少利息费用支出。

**表格3: 公司 120MW 分布式光伏电站项目屋顶资源情况**

	屋顶面积 (万 m <sup>2</sup> )	装机容量 (MW)		屋顶面积 (万 m <sup>2</sup> )	装机容量 (MW)
浙江古纤道新材料股份有限公司	6.4	6	绍兴市高氏家纺有限公司	3	2
浙江古纤道绿色纤维有限公司	6.4	6	绍兴县越马文教用品有限公司	3	2
浙江康思特动力机械有限公司	1.8	1.8	浙江龙翔针织科技有限公司	8	6
绍兴港现代物流集团有限公司	4.3	4	浙江家天下家纺有限公司	5	3.5
浙江康为电子技术有限公司	5	4	绍兴市凯丽娅服饰有限公司	4	3
绍兴水处理发展有限公司	20	15	绍兴景生制衣有限公司	4	3
浙江福地环保科技有限公司	8	5.5	浙江百翔科技有限公司	4	3
浙江庆茂纺织印染有限公司	4	3	绍兴市诚信达针纺有限公司	5	3.5
浙江东盛印染有限公司	6	4.7	绍兴华能电子加速器有限公司	4	3
浙江盛兴染整有限公司	6	5	绍兴冠明金属制品有限公司	3	2
绍兴天洲印染有限公司	5	4	绍兴市佳强纺织印染有限公司	4	3
绍兴市深海纺织有限公司	4	3	绍兴飞越印花有限公司	3	2
绍兴飞宇基础工程有限公司	3	2	绍兴东泰聚合材料有限公司	6	4.5
浙江越昊精密机械有限公司	5	4	浙江绍兴东灵保健食品有限公司	3	3
绍兴市翰森贸易有限公司	3	2	绍兴市城中诚服饰有限公司	3.6	2.5
绍兴市越城斗门西堰高岗纺织厂	3	2	绍兴鲁宁消防设备有限公司	2.4	2

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 参股韦尔德斯凯勒, 试水自动化领域

宁波韦尔德斯凯勒是一家以智能化装备、机器人控制芯片以及智能化工厂系统为主营业务的自动化装备企业。上市公司早在 2014 年 1 月, 支付了 800 万保证金获得了对于标的公司的优先入股权。双方约定如果宁波韦尔德斯凯勒在 2015 年可实现净利润 1.3 亿元及以上, 上市公司可选择性入股标的公司, 最高持股比例不多余 30%。而截至 2015 年 11 月, 标的公司年内净利润水平仍为 -830.5 万元。

由于公司持续看好自动化行业未来的发展空间, 以及标的公司在这一领域的技术能力, 最终决定将 800 万保证金直接转为股权, 参股标的公司 2% 的股份, 后续安排将根据标的公司未来业绩变化而定。

## 估值假设和盈利预测

目前, 国内主要光伏企业业绩受到行业抢装的影响, 均有较好的增长, 而从估值水平来看, 2015-2016 年可比公司平局 PE 分别为 75 倍、35 倍, 高于公司现有估值水平。

考虑到目前光伏行业发展情况以及公司后续在分布式光伏领域的布局安排, 预计公司 2016-2018 年净利润水平分别为 0.15 元、0.19 元和 0.24 元, 对应 PE 分别为 36 倍、29 倍和 22 倍, 首次给予公司“增持”评级。

表格4: 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	每股盈利 (EPS)			市盈率 (PE)		
		2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
002218.SZ	拓日新能	0.05	0.19	0.30	166.48	46.36	29.60
002610.SZ	爱康科技	0.18	0.35	0.61	66.11	33.56	19.65
002309.SZ	中利科技	0.59	0.95	1.16	25.41	15.73	12.97
601012.SH	隆基股份	0.31	0.52	0.76	42.90	25.46	17.39
002623.SZ	亚玛顿	0.34	0.79	1.60	104.56	45.07	22.21
002056.SZ	横店东磁	0.79	1.03	1.28	31.67	24.27	19.57
002129.SZ	中环股份	0.09	0.18	0.27	132.22	66.26	43.34
601908.SH	京运通	0.22	0.25	0.36	31.45	27.19	19.24
	平均值				<b>75.10</b>	<b>35.49</b>	<b>23.00</b>
300111.SZ	向日葵	0.08	0.15	0.19	68.63	30.50	27.45

资料来源: 华泰证券研究所

表格5: 预计公司各主营业务未来收入及毛利率情况

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>电池片及组件</b>					
收入规模 (百万元)	1425.84	1613.85	2025.00	2124.00	2236.50
毛利率 (%)	17.08%	22.05%	21.00%	19.80%	19.50%
<b>硅片</b>					
收入规模 (百万元)	114.01	111.75	122.00	130.00	125.00
毛利率 (%)	-14.85%	8.71%	8.00%	7.50%	7.30%
<b>发电收入</b>					
收入规模 (百万元)	37.70	44.74	64.40	99.00	153.00
毛利率 (%)	66.19%	64.11%	67.51%	67.56%	68.43%

资料来源: WIND, 华泰证券研究所

## 风险提示

- 1) 下半年光伏行业发展低于预期
- 2) 公司分布式光伏电站项目进展迟缓

## 盈利预测

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1359	1449	1690	1859
现金	184	232	213	214
应收账款	765	624	793	918
其他应收账款	14	21	23	25
预付账款	20	77	58	65
存货	323	390	471	525
其他流动资产	52	106	132	110
非流动资产	1720	1600	1476	1352
长期投资	2	0	0	0
固定投资	1529	1452	1348	1241
无形资产	133	120	107	94
其他非流动资产	56	29	21	17
资产总计	3079	3049	3166	3211
流动负债	1515	1314	1222	998
短期借款	574	566	408	98
应付账款	346	322	401	460
其他流动负债	596	426	413	440
非流动负债	298	302	303	301
长期借款	172	172	172	172
其他非流动负债	126	130	131	129
负债合计	1813	1615	1525	1299
少数股东权益	0	0	1	1
股本	1120	1120	1120	1120
资本公积	214	214	214	214
留存公积	-72	100	307	577
归属母公司股	1265	1433	1641	1911
负债和股东权益	3079	3049	3166	3211

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	226	-77	189	289
净利润	88	168	207	271
折旧摊销	160	123	124	124
财务费用	79	44	39	25
投资损失	-45	-33	-31	-34
营运资金变动	-127	-334	-155	-112
其他经营现金	72	-45	6	15
投资活动现金	30	48	31	34
资本支出	39	0	0	0
长期投资	0	-15	0	0
其他投资现金	70	33	31	34
筹资活动现金	-202	77	-240	-322
短期借款	91	-8	-158	-311
长期借款	-40	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	-253	85	-82	-11
现金净增加额	53	47	-19	1

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1824	1836	2173	2515
营业成本	1416	1437	1711	1965
营业税金及附加	11	8	11	12
营业费用	37	45	50	58
管理费用	133	146	168	195
财务费用	79	44	39	25
资产减值损失	53	19	20	22
公允价值变动收益	-42	0	0	0
投资净收益	45	33	31	34
营业利润	99	171	205	273
营业外收入	13	25	35	40
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	107	191	236	308
所得税	19	23	28	37
净利润	88	168	207	271
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	88	168	207	271
EBITDA	338	338	368	422
EPS (元)	0.08	0.15	0.19	0.24

### 主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	11.0%	0.7%	18.3%	15.7%
营业利润	198.6%	73.4%	20.1%	32.7%
归属母公司净利润	133.9%	91.7%	23.4%	30.5%
获利能力				
毛利率(%)	22.4%	21.8%	21.2%	21.9%
净利率(%)	4.8%	9.2%	9.5%	10.8%
ROE(%)	6.9%	11.7%	12.6%	14.2%
ROIC(%)	7.6%	8.6%	9.7%	12.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	58.9%	53.0%	48.2%	40.4%
净负债比率(%)	43.05%	55.85%	46.00%	31.19%
流动比率	0.90	1.10	1.38	1.86
速动比率	0.67	0.81	1.00	1.34
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.60	0.70	0.79
应收账款周转率	3	2	3	3
应付账款周转率	4.27	4.31	4.74	4.57
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.15	0.19	0.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	-0.07	0.17	0.26
每股净资产(最新摊薄)	1.13	1.28	1.47	1.71
估值比率				
PE	69.39	36.19	29.34	22.47
PB	4.81	4.24	3.71	3.18
EV_EBITDA	20	20	18	16

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com