

## 九洲电气 (300040.SZ)

## 输配电及控制行业

评级：买入 首次评级

公司研究

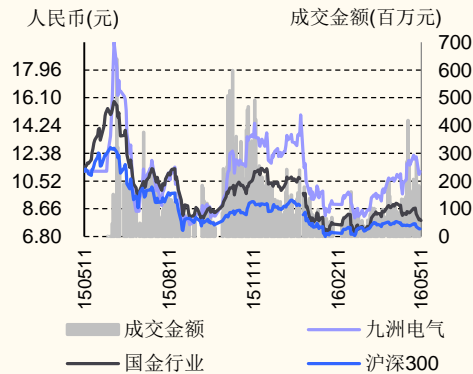
市场价格 (人民币): 11.57 元

目标价格 (人民币): 19.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	198.45
总市值(百万元)	4,004.14
年内股价最高最低(元)	19.81/7.25
沪深 300 指数	3069.11



## 沙漠之花：低估值的充电桩潜在核心标的

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	-0.201	0.058	0.380	0.640	0.864
每股净资产(元)	4.26	4.74	5.09	5.72	6.58
每股经营性现金流(元)	0.33	-0.37	0.17	0.51	0.72
市盈率(倍)	-39.68	234.35	30.43	18.05	13.37
行业优化市盈率(倍)	56.84	109.50	91.32	91.32	91.32
净利润增长率(%)	N/A	N/A	554.07%	68.58%	35.00%
净资产收益率(%)	-4.71%	1.23%	7.46%	11.20%	13.14%
总股本(百万股)	277.80	346.08	346.08	346.08	346.08

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 天然具备充电桩基因，有望迎“戴维斯双击”：公司与通合科技、中恒电气、奥特迅、许继电源、泰坦一样，主营业务之一为电力操作电源，是目前该领域唯一尚未大规模进入充电桩市场的上市公司。电力操作电源技术与直流充电桩一脉相承，相比其他拟进入该市场的公司（公告中提及发展充电运营规划），不管是技术上还是成本上都有明显优势，未来公司通过内生或外延方式拓展销售渠道即可快速进入该领域。一方面将分享 5 年内千亿规模的充电桩市场，显著提升盈利能力；另一方面，估值水平也将大幅提升；
- 有望成为东北地区充电运营龙头：东北地区虽然由于气候等原因，电动汽车规划数量较少，但运营权竞争同样较缓和，未来公司有望成为东北地区运营龙头。此外，关于低温下提高电池续航里程，已有诸多研究进展；
- 并购沈阳昊诚相当于 1/2 个双杰电气，值 20 亿市值：2015 年公司成功并购沈阳昊诚电气，沈阳昊诚是国内固体环网柜前三，箱式变电站前五的配网龙头企业。从业务布局来看，昊诚与双杰最为相近，营收、利润规模均接近双杰一半（15-16 年业绩承诺 4,500 万元和 5,100 万元）。考虑未来昊诚搭载上市公司平台，发展有望驶入快车道，并参考双杰电气市值（50-60 亿），我们认为昊诚本身值 20 亿市值，且昊诚的营销体系与九洲有协同效应；
- 大规模进入新能源电站 EPC，带动主业扭亏：2015 年公司大规模进入新能源电站总包领域，截止今年 4 月，合同总价款超过 30 亿元，其中尚未执行的订单总价款超过 24 亿元。EPC 除了大幅扩大营收规模，带来稳定现金流外（今后部分电站将 BOT），也将显著带动公司传统电力设备销售，提高产能利用率（2012 年高压变频业务卖给罗克韦尔，产能利用率不足，2015 年不考虑 EPC 和昊诚，原主业约亏损 4500 万元），2016 年原主业部分有望大幅减少亏损甚至扭亏。

## 估值与投资建议

- 我们预期公司 2016-2018 年归母净利润为 1.31, 2.22, 2.99 亿元，EPS 为 0.38, 0.64, 0.86，对应 5 月 11 日股价为 30x/18x/13x PE，考虑可比公司估值情况，给予 2016 年 50x PE，目标价 19 元。

## 风险

- 充电桩市场开拓低于预期；
- 配网投资进度低于预期。

苏广宁

联系人  
(8621)61620766  
suguangning@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)60230213  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 内容目录

转型中的电力电子老牌名企 .....	3
基本情况 .....	3
2015 年扭亏，业绩反转 .....	4
唯一尚未进入充电桩领域的电力操作电源上市公司 .....	5
天然具备充电桩基因，有望迎“戴维斯双击” .....	5
有望成为东北地区充电桩运营龙头 .....	6
沈阳昊诚：1/2 个双杰电气，值 20 亿市值 .....	7
大规模进入新能源电站 EPC，持续贡献现金流 .....	8
估值与投资建议 .....	9

## 图表目录

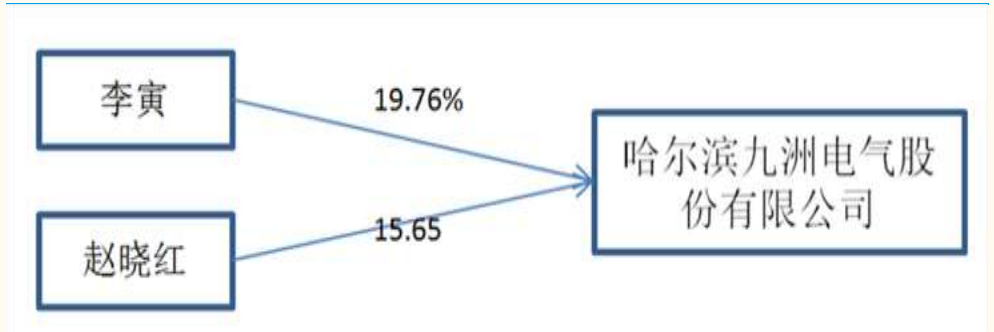
图表 1：公司股权结构 .....	3
图表 2：2015 营业收入按行业分 .....	4
图表 3：2015 营业收入按产品分 .....	4
图表 4：九洲电气近五年收入、利润情况 .....	4
图表 5：公司与国际巨头合作情况 .....	5
图表 6：电力操作电源系统原理示意图 .....	5
图表 7：电力操作电源示意图 .....	6
图表 8：2014 年 12KV 箱式变电站产量 .....	7
图表 9：在手 EPC/BT 合同 .....	8
图表 10：主营业务收入预测（16 年开始合并昊诚电气全年业绩） .....	10

## 转型中的电力电子老牌名企

### 基本情况

- 公司是中国知名的智能电气成套设备供应商和供配电能效管理解决方案提供商，业务集中在电压等级 0.4kV~72.5kV 之间的供配电一次和二次系统的电气成套设备、关键元器件及系统解决方案。**2015 年大规模进入新能源电站总包领域，成功收购昊诚电气扩充配网产品线。**
  - 公司前身为哈尔滨九洲电力设备制造有限公司（简称“九洲有限”）成立于 1997 年 8 月 8 日。2010 年 1 月 8 日上市。主营业务为高压变频器、直流操作电源、高低压开关柜。
  - 2012 年公司将高压变频器业务有关的资产（不包括不动产、钣金件和印刷电路板（“PCB”）及铜排生产有关的所有资产），以及授权使用公司并网变流器产品和技术的永久、免费的使用许可，出售给“罗克韦尔”公司，总价格为 5.3 亿元人民币。
  - 2015 年收购沈阳昊诚电气 99.93% 股权，作价 44,967.59 万元，发行价格为 7.42 元/股，共向交易对方发行 60,603,204 股，占发行后总股本数量的 17.91%。2016 年 3 月收购剩余 0.07% 股权。
  - 2016 年 6 月开始，全面进军新能源电站总包领域。公司未来将通过 EPC（或 BT）总承包、并购、自建等方式进入风力发电站、光伏发电站、水电、生物质发电站等可再生发电站的建设和运营，**向能源互联网领域进军。**
- 公司控股股东为李寅、赵晓红夫妇，分别持股 19.76%，15.65%。公司实际控制人为李寅先生。

图表 1：公司股权结构



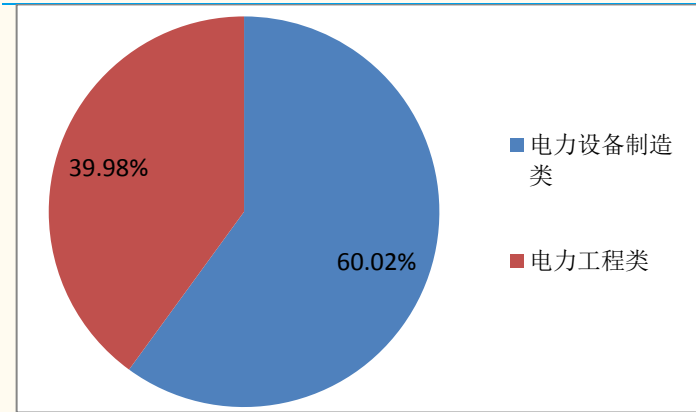
来源：国金证券研究所

- 2015 年，公司推出了限制性股票激励计划，激励计划授予涉及的激励对象共计 81 人，激励股数为 767.60 万股，激励对象包括公司实施本计划时在公司任职的公司高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）骨干。业绩考核指标为扣除非经常性损益的净利润：2015 年 3000 万元、2016 年 1 亿、2017 年 2 亿元。
  - 2015 年业绩没有达到。但该部份股权不会回购，如果 2016 年累计可以完成扣非后 1.3 亿的业绩考核指标，2015 年未行权部份仍可以行权。
- 公司目前主业为配网一二次设备，高频开关电力操作电源，新能源电站 EPC（BT）。未来发展方向主要向新能源汽车、储能方向拓展。
- 作为唯一尚未进入充电桩领域的电力操作电源上市公司，我们认为公司天然具备新能源汽车的基因，可快速进入充电桩制造、运营等市场，且极强的 EPC 能力，更加利于公司扩大市场份额。

### 2015 年扭亏，业绩反转

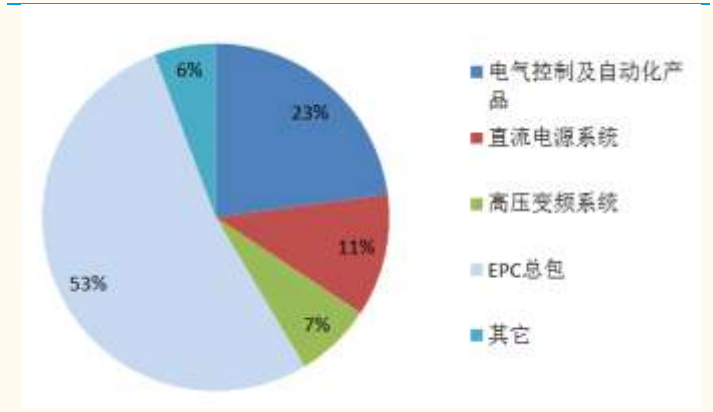
- 2015 年，公司实现营业收入 75,876.72 万元，同比增长 300.38%；归母净利润 2,009.89 万元，比上年增加 7,582.21 万元。其中 EPC 总包业务实现营收 4.49 亿元，占总收入的 59.14%，电气控制及自动化产品实现营收 1.82 亿元，占营业总收入的 24%，同比增长 96.36%。

图表 2：2015 营业收入按行业分



来源：国金证券研究所

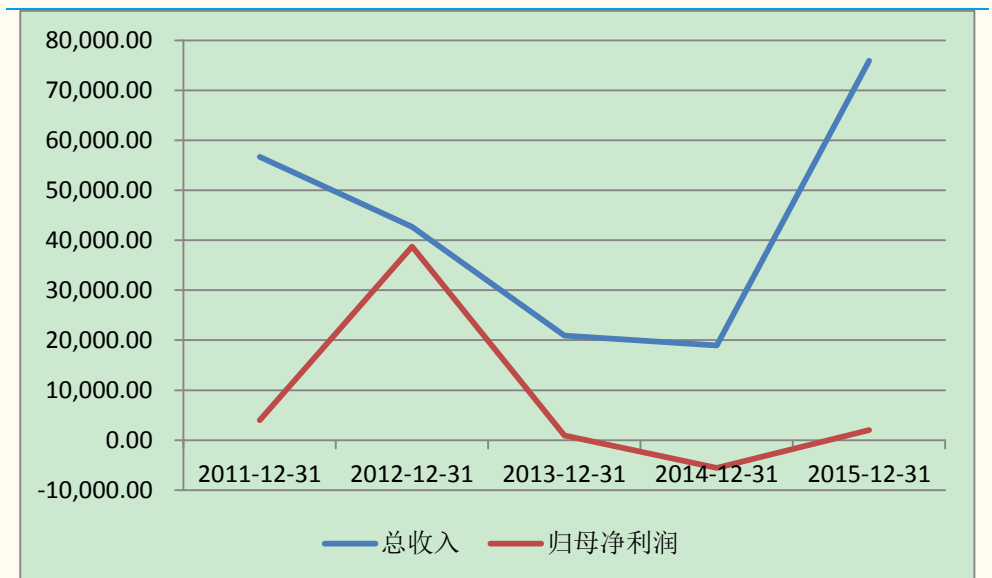
图表 3：2015 营业收入按产品分



来源：国金证券研究所

- 公司自 2010 年上市以来，营收及利润在 2013-2014 年探底，并在 2014 年出现首次亏损。主要原因除了市场竞争激烈、下游工业用户需求低迷等原因之外，主要原因是 2012 年公司将三大主营业务之一高压变频器业务出售给美国罗克韦尔自动化，致使营收规模大幅缩减。
  - 出售高压变频器业务从目前来看是一笔非常明智的生意，成功躲开了国内行业衰退，不过从利润表上看导致了 13、14 年的显著下滑。
  - 2014 年 5 月，公司江北生产基地投入使用，占地面积 30 万平方米，产值可达到 8 亿元，但是公司 2013-2014 年总收入仅为 2 亿元左右，无法弥补房屋及设备折旧成本的上升。
  - 目前公司仍承担高压变频器钣金件和印刷电路板（“PCB”）及铜排生产，此外为罗克韦尔进行代工，毛利率较高。公司与国际顶级电气制造商合作，使其在生产管理能力、制造工艺水平、生产装备、工艺设计、品质控制等方面接近或达到了当今世界先进电气制造商水平。

图表 4：九洲电气近五年收入、利润情况



来源：国金证券研究所

图表 5：公司与国际巨头合作情况

公司	合作项目
罗克韦尔自动化	是其 PowerFlex7000 高压变频器产品的合同制造商
SIEMENS	是其中国区域指定的 SIVACON 8PT 低压成套开关柜制造商
施耐德	合作提供智能高可靠性 BLOKSET 低压配电系统作动力配电和电动机控制
ABB	合作生产 MNS2.0 低压开关柜
迪康	合作开发出了绿色环保型的 35KV 气体绝缘 C-GIG 开关柜

来源：国金证券研究所

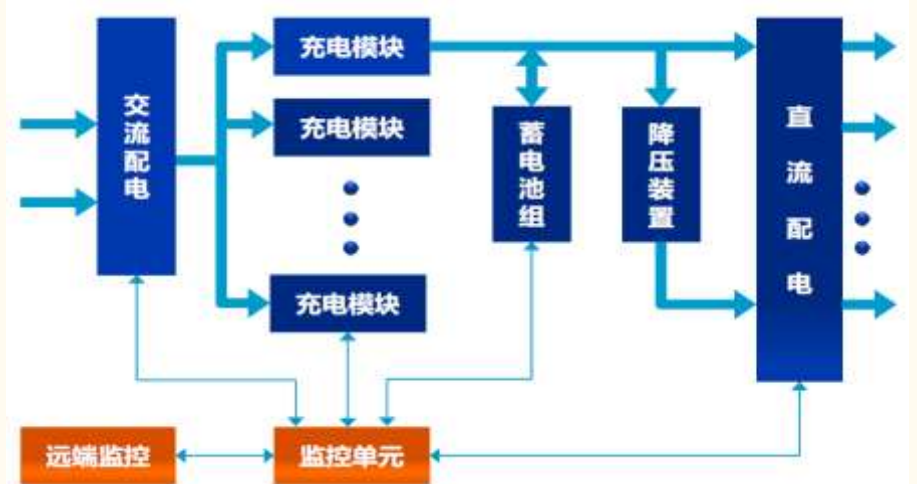
- 2015 年公司大规模进入新能源电站 BT、EPC 领域，截止今年 4 月，合同总价款超过 30 亿元，其中尚未执行的订单总价款超过 24 亿元，随着合同的开展及收入确认，预计公司 2016-2017 年 BT、EPC 业务营收将快速增长，显著提升公司利润水平，带动设备销售。
  - 按照我们的测算，2015 年公司原主业亏损 4500 万元左右，随着 2016 年 EPC 规模扩大带动设备销售，配网投资加大，公司自身降本增效，2016 年原主业部分有望大幅减少亏损甚至扭亏。

### 唯一尚未进入充电桩领域的电力操作电源上市公司

天然具备充电桩基因，有望迎“戴维斯双击”

- 电力操作电源系统广泛应用于发电、输变电、配电的各个环节，还广泛应用于铁路、轨道交通、采矿、冶金、石化等非电力行业的用电系统。从技术上来说，高频开关电力操作电源与直流充电桩技术路线一脉相承，毫无疑问九洲电气具备直流充电桩的核心技术，且与其它做组装的充电桩企业相比具备成本优势。
- 上市公司中从事电力操作电源业务的主要包括：通合科技、中恒电气、奥特迅、许继电源、九洲电气、泰坦能源技术、科陆电子等。其中只有九洲电气尚未大规模进入直流充电桩领域。
- 目前，公司已准备坚定进入充电桩制造、运营行业。我们认为，相比其他拟进入充电桩领域的公司，九洲无疑是更靠谱的，这一点从中恒电气、通合科技、许继电源等公司的行业地位即可看出。未来，公司仅需拓展营销渠道，即可快速进入该市场。一方面，公司将分享 5 年内千亿规模的充电桩市场，显著提升盈利能力；另一方面，从估值角度公司市值也有望大幅提升。

图表 6：电力操作电源系统原理示意图



来源：通合科技，国金证券研究所



图表 7：电力操作电源示意图



来源：中恒电气，国金证券研究所

### 有望成为东北地区充电桩运营龙头

- 虽然东北地区由于气候等原因，电动汽车规划发展数量低于东部示范城市，但是相应的竞争会比较缓和。未来，作为东北地区仅有的少数充电桩企业，公司有望在电动车运营领域占据主导地位。《关于促进哈尔滨市新能源汽车推广应用和产业政策的若干政策规定的通知》（哈政发〔2016〕3号）指出：
  - 从 2016 年起，每年逐步提高新增或更新机关、财政拨款事业单位、公共机构公务用车以及公交客车、环卫车辆等的新能源汽车所占比例，到 2017 年新增或更新车辆中新能源汽车所占比例不低于 30%。
  - 新建住宅配建的停车位，应 100%建设充电设施或预留建设安装条件；大型公共建筑物配建的停车场和社会公共停车场的停车位，建设充电设施或预留建设安装条件的比例不低于 10%。
  - 按国标纯电动汽车 1：1、插电式混合动力汽车 1:0.8 补贴，总额不超过售价的 60%。2017-2018 年政策不退坡；在哈登记注册的独立法人企业，其被工信部列入新能源汽车推广应用推荐车型目录的整车车型并形成产业化的，给予每个车型 50 万元奖励；其被工信部列入道路机动车辆生产企业及产品公告目录的改装车、专用车新能源车型并形成产业化的，给予每个车型 30 万元奖励。
  - 长春、沈阳同样公告了相关政策。
- 此外，在电池低温性能方面目前已进行了大量研究，比如 2016 年北京大学深圳研究生院新材料学院潘锋教授团队在 NMC 三元材料研究工作中，

发现 **NMC 622** 具有最大的扩散系数，同时具有很小的温度效应，即能够在极低和极高温下很好地工作，从而用其所做成的电动车动力电池能够克服气候环境的制约。我们认为，随着技术的进步，电动汽车在低温环境下正常使用并非遥不可及。

- 在电池保温方面也有很多研究，主要方法是开发电解液添加剂、改变电解质，在正、负极材料上做文章，利用发动机给电芯或电池模块加热等。

### 沈阳昊诚：1/2 个双杰电气，值 20 亿市值

- 2015 年公司收购沈阳昊诚电气 99.93% 股权，作价 44,967.59 万元，发行价格为 7.42 元/股，共向交易对方发行 60,603,204 股，占发行后总股本数量的 17.91%。2016 年 3 月收购剩余 0.07% 股权。
- 昊诚电气是国内专业从事节能环保型输配电及控制设备的制造服务商，主要从事输配电及控制设备的研发、生产、销售及相关配套服务等。主要产品包括 12-40.5kV 及以下开关柜、箱式变电站、变压器等三大类产品，核心产品为**固体绝缘环网柜**，为电力系统、风电、采矿、冶金、钢铁、房地产等行业客户提供安全、可靠、高效的中低压终端配电一体化解决方案。
  - 固体环网柜位居全国前三，主要竞争对手为双杰电气、上海天灵。
  - 固体绝缘开关柜是昊诚电气自主研发的完全不使用 SF6 温室气体的一种全绝缘、全封闭、环保型、免维护金属封闭开关设备，采用**真空灭弧和环氧树脂整体浇注**，是 SF6 充气柜的升级替换产品。
  - 固体绝缘开关柜属于高低压成套开关设备（柜）的一类，相比真空或者 SF6 气体绝缘方式，是将开关及高压带电部件采用环氧树脂进行整体浇注，以环氧树脂固封作为带电体对地及相间绝缘方式。具有全绝缘、结构紧凑、体积小、可扩展、全天候、安装方便、无需维护、符合环保要求等优越的性能和特点。
- 除固体柜环网柜外，昊诚在**箱式变电站**方面同样位居全国前列。其中 12kV 箱变 2014 年产量位居全国第四，主要竞争对手为特锐德，宁波天安，森源电气等。

图表 8：2014 年 12KV 箱式变电站产量

序号	单位名称	产量（台）	占比
1	青岛特锐德电气股份有限公司	6,632	18.48%
2	宁波天安（集团）股份有限公司	3,507	9.77%
3	河南森源集团有限公司	2,929	8.16%
4	沈阳昊诚电气股份有限公司	2,910	8.11%
5	浙宝电气（杭州）集团有限公司	2,782	7.75%
6	安徽鑫龙电器股份有限公司	1,975	5.50%
7	华仪电器集团有限公司	1,521	4.24%
8	北京合纵科技股份有限公司	1,178	3.28%
9	山东泰开高压开关有限公司	1,075	3.00%
10	北京科锐配电自动化股份有限公司	898	2.50%
11	天津市三源电力设备制造有限公司	758	2.11%
12	成都科星电力电器有限公司	752	2.10%
13	索凌电气有限公司	720	2.01%
14	杭州欣美成套电器制造有限公司	705	1.96%
15	杭州圣力电气有限公司	517	1.44%
19	许继集团有限公司	394	1.10%

21	北京双杰电气有限公司	340	0.95%
22	江苏东源电器集团有限公司	304	0.85%
23	其他	5,990	16.69%
	合计	35,887	100.00%

来源：国金证券研究所

- 根据业绩承诺，昊诚电气公司管理层股东承诺公司 2015- 2017 年实现的经审计的净利润（以合并报表归母净利润为基础，按扣除非经常性损益前后孰低原则确定）分别不低于人民币 3,750 万元、人民币 4,500 万元和人民币 5,100 万元，考核期实现的净利润之和不低于人民币 13,350 万元。
- 2015 年度，昊诚电气营业收入 31686 万元，公司经审计后的净利润和扣除非经常性损益后的净利润分别为 3,947.17 万元和 3,888.61 万元，完成业绩承诺，完成率为 103.70%。
- 2015 年合并报表中营业收入增加 10,419.98 万元，营业成本增加 7,673.47 万元，当期合并利润增加 717.74 万元。
- 从业务布局来看，昊诚电气与双杰电气最为相近，同样作为国内固体环网柜龙头，双杰电气 2015 年营业收入 6.6 亿元，净利润 9015 万元，目前市值 54 亿元。昊诚电气体量接近双杰电气一半，且未来搭载上市公司平台，发展有望驶入快车道。因此保守估计，我们认为子公司昊诚的市值应该超过 20 亿元。

### 大规模进入新能源电站 EPC，持续贡献现金流

- 2015 年公司大规模进入新能源电站总包领域，从事新能源业务的规划、投资、总包、建设和运营。
- 2015 年 6 月，公司签署了《七台河万龙风电场工程 EPC 总承包合同》、《七台河佳兴风电场工程 EPC 总承包合同》，共计 96MW，采用 48 台 2MW 风机。截至 2016 年 3 月底，已全部并网发电。2015 年度按照完工百分比法确认营业收入 44,873.12 万元，实现毛利 8,040.21 万元。
- 此外，2015 年度公司还中标了黑龙江省齐齐哈尔、大庆市 2015 年光伏电站项目投资主体（第三标段），项目工程装机总容量 10MW；

图表 9：在手 EPC/BT 合同

时间	EPC/BT 合同	合同总价款	并网发电时间
2015 年 6 月	与七台河万龙风力发电有限公司签署了《七台河万龙风电场工程 EPC 总承包合同》	38,422.92 万元	2016 年 3 月底
2015 年 6 月	与七台河佳兴风力发电有限公司签署了《七台河佳兴风电场工程 EPC 总承包合同》	41,034.77 万元	
2015 年 12 月	与中航国际新能源发展有限公司及中航国际新能源（香港）有限责任公司签署《蒙古 Dalanjargalan 100MW 风电场项目合作框架协议》	预计 2 亿美元	待定
2016 年 3 月	与贵州关岭国风新能源有限公司签署《关岭县普利风电项目 BT 总承包合同》	41,700.00 万元	2016 年 12 月 31 日
2016 年 4 月	与大庆世纪锐能风力发电投资有限公司签署《大庆平桥风电场工程 BT 总承包合同》	39,800.51 万元	2017 年 12 月 31 日
2016 年 4 月	与大庆时代汇能风力发电投资有限公司签署了关于《大庆大岗风电场工程 BT 总承包合同》	42,782.76 万元	

来源：国金证券研究所



- 进入新能源电站 EPC，一方面可大幅扩大公司营收规模，另一方面可以带动电力设备产品销售——这目前已经成为电力设备公司的通行做法。未来，部分优质电站资源可转为 BOT，持续贡献现金流。
- 2012 年公司将三大主营业务之一高压变频器大部分业务出售给美国罗克韦尔自动化，致使营收规模大幅缩减。
- 2014 年 5 月，公司江北生产基地投入使用，占地面积 30 万平方米，产值可达到 8 亿元，但是公司 2013-2014 年总收入仅为 2 亿元左右，无法弥补房屋及设备折旧成本的上升。
- 2015 年公司大规模进入新能源电站 BT、EPC 领域，截止今年 4 月，合同总价款超过 30 亿元，其中尚未执行的订单总价款超过 24 亿元，随着合同的开展及收入确认，预计公司 2016-2017 年 BT、EPC 业务营收将快速增长，显著提升公司利润水平，带动设备销售。
- 按照我们的测算，2015 年公司原主业亏损 4500 万元左右，随着 2016 年 EPC 规模扩大带动设备销售，配网投资加大，公司自身降本增效，2016 年原主业部分有望大幅减少亏损甚至扭亏。

### 估值与投资建议

- 我们预期公司 2016-2018 年归母净利润为 1.31, 2.22, 2.99 亿元，EPS 为 0.38, 0.64, 0.86，对应 5 月 11 日股价为 30x/18x/13x PE，考虑可比公司估值情况，给予 2016 年 40x PE，目标价 15.2 元。

图表 10: 主营业务收入预测 (16 年开始合并昊诚电气全年业绩)

	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016E	2017E	2018E
<b>电气控制及自动化产品</b>									
收入 (百万元)	40.36	113.65	26.43	92.73	31.43	182.09	400.60	480.72	552.83
YOY	-37%	-28%	-35%	-18%	19%	96%	120%	20%	15%
成本 (百万元)	28.19	76.95	19.01	81.71	25.46	147.24	321.68	385.54	442.26
毛利率	30.15%	32.29%	28.07%	11.88%	18.99%	19.14%	19.70%	19.80%	20.00%
毛利 (百万元)	12.17	36.70	7.42	11.02	5.97	34.85	78.92	95.18	110.57
毛利占比	45.06%	54.07%	29.37%	44.26%	33.11%	22.89%	26.01%	21.78%	19.83%
	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016E	2017E	2018E
<b>直流电源系统</b>									
收入 (百万元)	27.51	60.20	38.67	65.19	20.38	67.69	74.46	148.92	297.84
YOY	-31%	-21%	41%	8%	-47%	4%	10%	100%	100%
成本 (百万元)	17.93	39.69	25.25	52.40	14.91	50.34	54.36	105.73	208.49
毛利率	34.82%	34.07%	34.70%	19.62%	26.84%	25.63%	27.00%	29.00%	30.00%
毛利 (百万元)	9.58	20.51	13.42	12.79	5.47	17.35	20.10	43.19	89.35
毛利占比	35.47%	30.22%	53.13%	51.37%	30.34%	11.39%	6.62%	9.88%	16.02%
	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016E	2017E	2018E
<b>高压变频系统</b>									
收入 (百万元)	15.00	26.05	9.47	21.56	12.51	28.01	36.41	45.52	54.62
YOY	-78%	-79%	-37%	-17%	32%	30%	30%	25%	20%
成本 (百万元)	11.08	19.78	6.17	12.72	8.82	17.10	22.58	28.22	33.86
毛利率	26.13%	24.07%	34.85%	41.00%	29.50%	38.95%	38.00%	38.00%	38.00%
毛利 (百万元)	3.92	6.27	3.30	8.84	3.69	10.91	13.84	17.30	20.76
毛利占比	14.51%	9.24%	13.06%	35.50%	20.47%	7.17%	4.56%	3.96%	3.72%
	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016E	2017E	2018E
<b>EPC总包</b>									
收入 (百万元)						448.73	987.21	1480.81	1776.97
YOY							120%	50%	20%
成本 (百万元)						368.33	809.51	1214.26	1457.12
毛利率						17.92%	18.00%	18.00%	18.00%
毛利 (百万元)						80.40	177.70	266.55	319.85
毛利占比						52.80%	58.56%	60.99%	57.36%
	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016E	2017E	2018E
<b>其它</b>									
收入 (百万元)	3.65	9.30	3.34	10.03	6.69	32.25	64.50	74.17	85.30
YOY	-75%	-86%	-8%	8%	100%	222%	100%	15%	15%
成本 (百万元)	2.31	4.91	2.22	17.78	3.79	23.50	51.60	59.34	68.24
毛利率	36.71%	47.20%	33.53%	-77.27%	43.35%	27.13%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利 (百万元)	1.34	4.39	1.12	-7.75	2.90	8.75	12.90	14.84	17.06
毛利占比	4.96%	6.47%	4.43%	-31.12%	16.08%	5.75%	4.25%	3.39%	3.06%
<b>收入合计 (百万元)</b>	<b>87</b>	<b>209</b>	<b>78</b>	<b>190</b>	<b>71</b>	<b>759</b>	<b>1,563</b>	<b>2,230</b>	<b>2,768</b>
YOY		-51%	-10%	-9%	-9%	300%	725%	43%	24%
<b>成本合计 (百万元)</b>	<b>60</b>	<b>141</b>	<b>53</b>	<b>165</b>	<b>53</b>	<b>607</b>	<b>1,260</b>	<b>1,793</b>	<b>2,210</b>
<b>毛利合计 (百万元)</b>	<b>27</b>	<b>68</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>18</b>	<b>152</b>	<b>303</b>	<b>437</b>	<b>558</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>31.22%</b>	<b>32.44%</b>	<b>32.42%</b>	<b>13.14%</b>	<b>25.39%</b>	<b>20.07%</b>	<b>19.41%</b>	<b>19.60%</b>	<b>20.15%</b>

来源: 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>209</b>	<b>190</b>	<b>759</b>	<b>1,563</b>	<b>2,230</b>	<b>2,768</b>	货币资金	350	293	207	225	367	607
增长率		-9.4%	300.4%	106.0%	42.7%	24.1%	应收款项	412	315	826	1,005	1,173	1,313
主营业务成本	-141	-165	-607	-1,260	-1,793	-2,210	存货	156	118	262	341	385	440
%销售收入	67.6%	86.9%	79.9%	80.6%	80.4%	79.9%	其他流动资产	44	102	118	125	140	154
毛利	68	25	152	303	437	558	流动资产	961	827	1,413	1,697	2,065	2,514
%销售收入	32.4%	13.1%	20.1%	19.4%	19.6%	20.1%	%总资产	66.2%	59.2%	60.4%	65.0%	68.9%	73.0%
营业税金及附加	-1	-1	-6	-8	-11	-14	长期投资	14	51	64	64	64	64
%销售收入	0.6%	0.4%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	349	351	503	489	502	493
营业费用	-36	-53	-58	-78	-103	-125	%总资产	24.0%	25.1%	21.5%	18.7%	16.7%	14.3%
%销售收入	17.1%	28.2%	7.6%	5.0%	4.6%	4.5%	无形资产	119	147	330	331	332	334
管理费用	-39	-54	-56	-72	-85	-97	非流动资产	491	569	926	914	933	930
%销售收入	18.6%	28.6%	7.4%	4.6%	3.8%	3.5%	%总资产	33.8%	40.8%	39.6%	35.0%	31.1%	27.0%
息税前利润 (EBIT)	-8	-84	33	146	239	322	<b>资产总计</b>	<b>1,453</b>	<b>1,396</b>	<b>2,339</b>	<b>2,610</b>	<b>2,997</b>	<b>3,444</b>
%销售收入	n.a	n.a	4.3%	9.3%	10.7%	11.6%	短期借款	0	0	42	0	0	0
财务费用	12	11	7	4	7	12	应付款项	103	126	466	610	751	868
%销售收入	-5.8%	-5.7%	-1.0%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	其他流动负债	2	2	47	78	89	100
资产减值损失	-13	-12	-31	-19	-16	-20	流动负债	105	128	555	689	839	968
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	4	2	3	4	5	其他长期负债	95	85	144	160	180	200
%税前利润	8.3%	-5.5%	10.5%	2.0%	1.6%	1.5%	<b>负债</b>	<b>200</b>	<b>213</b>	<b>699</b>	<b>849</b>	<b>1,019</b>	<b>1,168</b>
营业利润	-8	-81	12	133	234	320	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,253</b>	<b>1,184</b>	<b>1,640</b>	<b>1,761</b>	<b>1,978</b>	<b>2,276</b>
营业利润率	n.a	n.a	1.5%	8.5%	10.5%	11.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	16	16	11	16	18	20	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,453</b>	<b>1,396</b>	<b>2,339</b>	<b>2,610</b>	<b>2,997</b>	<b>3,444</b>
税前利润	8	-66	23	149	252	340	<b>比率分析</b>						
利润率	4.0%	n.a	3.0%	9.6%	11.3%	12.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	1	10	-3	-18	-30	-41	<b>每股指标</b>						
所得税率	-9.4%	n.a	12.3%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.033	-0.201	0.058	0.380	0.640	0.864
净利润	9	-56	20	131	222	299	每股净资产	4.511	4.261	4.739	5.090	5.715	6.577
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.073	0.333	-0.371	0.170	0.514	0.720
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>9</b>	<b>-56</b>	<b>20</b>	<b>131</b>	<b>222</b>	<b>299</b>	每股股利	0.050	0.000	0.000	0.050	0.050	0.050
净利率	4.3%	n.a	2.6%	8.4%	9.9%	10.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	0.72%	-4.71%	1.23%	7.46%	11.20%	13.14%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	0.62%	-3.99%	0.86%	5.04%	7.39%	8.69%
净利润	9	-56	20	131	222	299	投入资本收益率	-0.70%	-5.60%	1.62%	6.88%	10.05%	11.84%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	35	45	75	65	65	71	主营业务收入增长率	-50.98%	-9.41%	300.38%	106.02%	42.67%	24.10%
非经营收益	-14	-26	-15	-11	-17	-20	EBIT 增长率	10.02%	939.45%	#####	342.55%	63.88%	35.12%
营运资金变动	-50	129	-209	-127	-92	-101	净利润增长率	-97.68%	N/A	N/A	554.07%	68.58%	35.00%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-20</b>	<b>93</b>	<b>-128</b>	<b>59</b>	<b>178</b>	<b>249</b>	总资产增长率	-9.16%	-3.89%	67.54%	11.58%	14.83%	14.91%
资本开支	-109	-88	-50	-17	-45	-24	<b>资产管理能力</b>						
投资	131	403	461	0	0	0	应收账款周转天数	726.3	651.0	216.3	180.0	150.0	136.0
其他	-48	66	189	3	4	5	存货周转天数	377.8	302.9	114.4	100.0	80.0	75.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-27</b>	<b>381</b>	<b>600</b>	<b>-14</b>	<b>-41</b>	<b>-19</b>	应付账款周转天数	250.5	210.2	122.1	110.0	95.0	90.0
股权募资	0	0	51	7	12	16	固定资产周转天数	278.0	667.2	231.4	110.1	78.4	62.5
债权募资	0	0	0	-33	10	10	<b>偿债能力</b>						
其他	-28	-14	-10	-1	-17	-17	净负债/股东权益	-27.91%	-24.73%	-10.06%	-12.80%	-18.57%	-26.65%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-28</b>	<b>-14</b>	<b>41</b>	<b>-27</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	EBIT 利息保障倍数	0.7	7.7	-4.4	-36.2	-32.2	-26.6
<b>现金净流量</b>	<b>-75</b>	<b>459</b>	<b>513</b>	<b>18</b>	<b>142</b>	<b>239</b>	资产负债率	13.74%	15.23%	29.89%	32.51%	34.01%	33.91%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD