

评级: 增持(首次)

市场价格: 41.38

目标价格: 46.5—47.2

分析师: 邵晶鑫

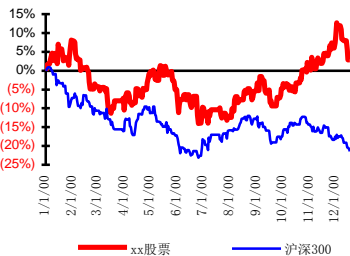
执业证书编号: S0740517010005

电话:

Email: shaojx@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	576
流通股本(百万股)	172
市价(元)	41.38
市值(百万元)	23,833
流通市值(百万元)	7,130

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3682.39	5245.36	6418.63	7743.45	9424.60
增长率 yoy%	87.0%	42.4%	22.4%	20.6%	21.7%
净利润	279.1	471.6	592.4	733.1	878.6
增长率 yoy%	60.8%	69.0%	25.6%	23.8%	19.8%
每股收益(元)	0.48	0.90	1.03	1.27	1.53
净资产收益率	20.9%	12.9%	14.3%	15.0%	15.2%
P/E	85.4	50.5	40.2	32.5	27.1
PEG	2.3	2.2	0.8	0.9	1.2
P/B	17.9	6.5	5.7	4.9	4.1

备注:

投资要点

■ **收入利润高速增长, 一季报仍望维持高增速:** 公司 2016 年实现营业收入 52.45 亿元, 同比增长 42.44%, 归母净利润 4.72 亿元, 同比增长 69.0% (其中四季度单季实现归母净利润 2.01 亿元, 同比增长 119.3%, 超市场预期), EPS 0.90 元, 经营活动产生的现金流量净额 5.63 亿元。公司预计 2017 年一季度实现归母净利润同比增长 30%-60%。同时公司通过利润分配预案, 全体股东每 10 股派发现金红利 0.9 元, 以资本公积金向全体股东每股 10 股转增 30 股。

■ **毛利率维持稳定, 期间费用控制良好:** 公司 2016 年综合毛利率 17.26%, 同比下降 0.19 个 pct, 基本保持稳定。分业务方面, 公司新能源设备及工程、高端电源/数据中心、光伏逆变器分别实现收入 35.94 亿元、13.48 亿元、1.96 亿元, 同比增长 52.87/33.14/-2.48%, 各自毛利率分别为 9.88/32.05/31.42%, 较上年同期变动 1.17/-3.62/4.52 个 pct。

公司 2016 年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别变动 -1.22/-0.11/0.41 个 pct。整体期间费用率下降 0.92 个 pct, 期间费用控制良好。其中费用率下降明显主要系 2016 年大幅增长的光伏系统集成业务与数据中心集成业务发生的销售费用较少, 同时公司加强对市场管控, 减少了销售费用进一步支出所致。

■ **受益抢装光伏集成业务增势明显, 多项目顺利并网下半年收入望显著增厚:** 电力发展“十三五”规划指出到 2020 年底, 太阳能发电装机要达到 105GW 以上, 即“十三五”期间年均新增装机 12.36GW, 光伏装机 CAGR 为 19.4%。由于抢装效应, 2016 年新增装机 34.24GW, 大幅超出了年平均水平, 因公司逐步将原先逆变器业务转向系统集成, 2016 年公司充分受益光伏抢装行情, 全年光伏设备及工程实现收入 35.94 亿元, 同比增长 52.87%。

同时公司还在积极开拓光伏电站运营, 据统计全年共实现 14 个光伏项目并网, 实现发电收入 8685 万元, 同比大增 376.7%。我们认为在未来, 光伏售电强劲的现金流将进一步助力公司向更多领域扩张, 我们对公司着力发展中东部地区光伏建设运营业务持乐观态度。此外公司募投 173MW 分布式光伏电站定增项目已发行完毕, 目前公司仍有 10 项已核准待发电的光伏电站项目, 无论是出售还是自持运营皆望为公司业绩带来明显助力。

■ **向 IDC 集成商、运营商转型, 提供“一站式”服务:** 随着信息化时代到来, 蓬勃发展的 IDC 产业对电源要求更加精细化。未来几年随着政府“互联网+”政策向产业的加速渗透以及大数据、云计算等产业的兴起, 咨询机构 IDC 预计我国 IDC 市场望保持 30% 以上增速, 到 2018 年接近 1400 亿元。公司是国内 UPS 电源佼佼者, 与国外厂商相比, 公司产品有成本优势, 且。同时公司近年来致力打造数据中心整体解决方案体系, 提供一站式服务, 目前公司为政府、银行、电网都提供了相关服务, 值得一提的是公司产品及解决方案已成功运用于广州腾讯、广州百度、广东移动等 IDC 项目, 打造了品牌效应。

此外, 公司利用产品性价比与销售资源在轨道交通的细分行业亦取得了良好成绩, 2016 年公司中标美国第一条无人驾驶地铁项目及创国内多项纪录的深圳地铁 11 号线电源项目, 并先后在广州、东莞、宁波、杭州等地有所斩获, 我们预计该业务望为公司业绩打造新增长点。

■ **充电桩受政策持续催化, 公司充电桩业务网回暖:** 能源局、国网态度积极, 探索合理商业与补贴模式有望成为今年充电桩市场政策的新方向, 将自上而下保障充电桩市场快速发展。能源局全年目标建设充电桩 90 万 (公共 10 万, 专用 80 万), 国网计划建设充电桩 2.9 万 (同比 30% 增速) 等规划继续提升全年充

充电桩市场预期。

公司作为拥有自主充电模块核心技术的厂家，一开始的目标就是“充电桩设备与投资运营”两手抓，公司累计完成了东莞市新能源汽车推广应用项目等多个电动汽车智能充电站，并研发出 300KW 的快充桩，积累了丰富的经验。2016 年因市场因素，公司充电桩收入仅 1334.4 万元，同比下滑 85.98%，我们预计 17 年随着市场快速发展，公司充电桩业务望回暖。

- **投资建议：**我们看好光伏业务向系统集成和运营转型，形成“设备+工程+运营”一体化的发展模式，并积极看好 IDC 产业发展和电力、轨交细分行业的稳步发展，期待公司充电桩业务逐步回暖，同时与国网电科院合作的微电网技术及售电业务望为公司提供更多利润增长点。预计 2017-2019EPS 分别为 1.03、1.27、1.53 元（未考虑转股摊薄），给予增持评级，12 个月目标价区间 46.5-47.2 元。
- **风险提示：**光伏业务竞争加剧，充电桩业务不及预期，微网项目不及预期。

图表 1: 公司财务数据预测

利润表					2019E 财务指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,682.4	5,245.4	6,418.6	7,743.4	9,424.6	成长性				
减: 营业成本	3,039.9	4,340.0	5,293.4	6,376.6	7,743.0	营业收入增长率	87.0%	42.4%	22.4%	20.6%
— 营业税费	12.4	26.5	28.7	31.2	37.3	营业利润增长率	55.8%	80.9%	25.6%	26.6%
— 销售费用	161.3	165.6	189.3	236.2	287.5	净利润增长率	60.8%	69.0%	25.6%	23.8%
— 管理费用	161.6	224.3	276.0	333.0	405.3	EBITDA增长率	57.2%	86.0%	17.1%	26.6%
— 财务费用	8.5	33.6	20.0	20.0	20.0	EBIT增长率	57.7%	87.2%	21.5%	25.8%
— 资产减值损失	43.7	47.5	40.0	36.3	40.0	NOPLAT增长率	57.6%	84.3%	22.6%	25.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	25.2%	88.0%	13.9%	69.6%
— 投资和汇兑收益	25.0	98.7	65.0	95.0	75.0	净资产增长率	24.2%	174.4%	13.2%	17.4%
营业利润	280.1	506.7	636.2	805.2	966.6	利润率				
加: 营业外净收支	36.4	35.8	39.2	30.7	35.4	毛利率	17.4%	17.3%	17.5%	17.7%
利润总额	316.4	542.5	675.4	835.9	1,002.1	营业利润率	7.6%	9.7%	9.9%	10.4%
减: 所得税	37.8	72.1	84.4	104.5	125.3	净利率	7.6%	9.0%	9.2%	9.5%
净利润	279.1	471.6	592.4	733.1	878.6	EBITDA/营业收入	8.7%	11.4%	10.9%	11.4%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	7.8%	10.3%	10.2%	10.7%
货币资金	523.5	2,267.2	2,115.8	1,548.7	1,884.9	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	-	— 固定资产周转天数	33	70	101	96
应收账款	1,810.1	3,059.1	1,969.6	4,201.4	3,163.5	— 流动资产周转天数	23	5	4	30
应收票据	93.0	34.0	112.2	57.0	124.3	— 流动营业资本周转天数	264	350	357	304
预付账款	297.9	758.0	306.4	406.1	487.9	— 应收账款周转天数	138	167	141	143
存货	498.0	455.7	1,014.7	756.6	1,394.2	— 存货周转天数	40	33	41	41
其他流动资产	39.4	351.4	300.0	300.0	300.0	— 总资产周转天数	340	467	484	415
可供出售金融资产	-	101.5	-	-	-	— 投资资本周转天数	88	99	113	134
持有至到期投资	-	-	-	-	-	— 投资回报率				
长期股权投资	117.9	48.5	98.5	98.5	98.5	— ROE	20.9%	12.9%	14.3%	15.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	— ROA	6.3%	5.1%	7.3%	7.5%
固定资产	406.2	1,638.9	1,947.3	2,190.0	2,204.1	— ROIC	31.8%	46.8%	30.5%	33.7%
在建工程	478.4	247.9	148.9	99.5	74.7	费用率				
无形资产	57.2	55.0	72.2	88.5	104.1	— 销售费用率	4.4%	3.2%	3.0%	3.1%
其他非流动资产	115.6	151.0	-2.2	9.8	14.4	— 管理费用率	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%
资产总额	4,437.2	9,168.4	8,083.5	9,756.3	9,850.6	— 财务费用率	0.2%	0.6%	0.3%	0.3%
短期债务	30.0	115.0	-	28.9	17.4	— 三费/营业收入	9.0%	8.1%	7.6%	7.6%
应付账款	921.1	879.6	1,337.5	1,365.8	1,911.3	— 偿债能力				
应付票据	1,710.6	3,382.3	2,205.2	2,754.4	1,117.1	— 资产负债率	69.5%	59.5%	48.0%	49.4%
其他流动负债	291.3	550.5	269.5	410.2	336.1	— 负债权益比	228.0%	147.0%	92.4%	97.8%
长期借款	-	275.0	-	185.1	565.6	— 流动比率	1.10	1.41	1.53	1.59
其他非流动负债	131.3	253.6	69.7	78.8	93.2	— 速动比率	0.94	1.31	1.26	1.43
负债总额	3,084.2	5,456.0	3,881.8	4,823.2	4,040.8	— 利息保障倍数	33.98	16.09	32.81	41.26
少数股东权益	20.6	48.4	47.0	45.3	43.5	— 分红指标				
股本	250.5	576.0	576.0	576.0	576.0	— DPS(元)	0.11	-	-	-
留存收益	1,081.8	3,087.7	3,578.7	4,311.8	5,190.5	— 分红比率	23.3%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,352.9	3,712.3	4,201.6	4,933.1	5,809.9	— 股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	— 业绩和估值指标				
净利润	278.7	470.4	592.4	733.1	878.6	— EPS(元)	0.48	0.90	1.03	1.27
加: 折旧和摊销	33.2	58.5	43.5	60.3	65.1	— BVPS(元)	2.31	6.36	7.21	8.49
— 资产减值准备	43.7	47.5	-	-	-	— PE(X)	85.4	50.5	40.2	32.5
— 公允价值变动损失	-	-	-	-	-	— PB(X)	17.9	6.5	5.7	4.9
— 财务费用	14.7	41.5	20.0	20.0	20.0	— P/FCF	221.5	338.4	-93.0	-43.1
— 投资收益	-25.0	-98.7	-65.0	-95.0	-75.0	— P/S	6.5	4.5	3.7	3.1
— 少数股东损益	-0.4	-1.3	-1.4	-1.7	-1.8	— EV/EBITDA	36.4	43.2	31.2	25.5
— 营运资金的变动	72.9	-219.9	67.9	-1,294.0	-936.2	— CAGR(%)	37.9%	23.1%	50.6%	37.9%
经营活动产生现金流	221.0	562.7	657.4	-577.3	-49.3	— PEG	2.3	2.2	0.8	0.9
投资活动产生现金流	-372.4	-1,234.1	-100.4	-175.0	5.0	— ROIC/WACC	3.0	4.4	2.9	3.2
融资活动产生现金流	41.8	1,512.6	-708.4	185.1	380.5	— REP	3.9	3.1	3.5	1.9

来源: 公司公告, wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。