



电力设备与新能源

山西国改系列之通宝能源 (600780.SH)

评级 中性 (首次)

——借力国改东风, 优质资产注入可期

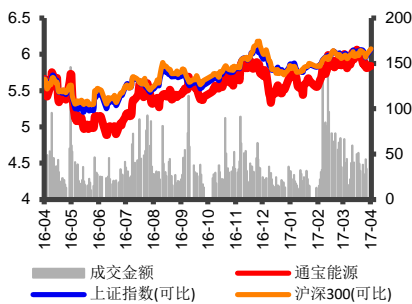
基本资料: 2017年4月5日

收盘价 (元)	5.84
总股本 (亿股)	11.47
流通股本 (亿股)	11.47
总市值 (亿元)	66.96
流通市值 (亿元)	66.96
一年最低/最高 (元)	4.83/6.15

关键估值指标 2017E

P/E	39
P/B	1.47

市场表现 (最近一年)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

相关研报

1. 行业持续发展, 产业集中度逐步提高——光伏行业 2016 年中报分析
2. 农光互补, 打造光伏发电盈利新模式——昌盛日电深度研究报告
3. 单晶龙头, 产业发展的领跑者——隆基股份深度研究报告

分析师: 刘小勇, CFA

执业证书编号: S0760511010019

邮箱: liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理: 贺剑雄, 博士

电话: 0351-8686854

邮箱: hejianxiong@sxzq.com

核心观点:

拥有稀缺的电网优质资产, 奠定业绩增长基础

公司全资子公司山西地方电力有限公司是国内为数不多的拥有独立运营电网的企业之一, 承担山西省内 3 市 12 个县 (区) 电力趸售业务, 向供电区域内超过 280 万人提供电力供应。公司拥有 220kV 变电站 6 座, 容量 1830MVA, 220kV 线路 248kM; 110kV 变电站 44 座, 容量 3472MVA, 110kV 线路 1429kM; 35kV 变电站 65 座, 容量 786.95MVA, 35kV 线路 1485kM。公司核心优质资产配电业务整体经营稳定, 盈利能力较强。

控股股东电厂资产丰富, 提升公司未来成长预期

公司控股股东山西国际电力集团的发电业务涉及火电、水电、风电、光伏发电及生物质发电。目前公司运营的控股和参股电厂权益装机容量 (包括在建) 1220.7 万千瓦, 其中, 已投产可控装机容量 500.88 万千瓦, 在建可控装机容量 399.22 万千瓦, 新能源装机容量 84.43 万千瓦。控股已投产电厂共 10 家, 控股在建电厂共 8 家, 参股电厂共 12 家。

国企改革加速, 提高上市公司的可持续发展能力

在国务院鼓励国有企业兼并重组、国家能源产业、煤电一体化及山西省内促进煤炭电力企业协调发展等相关政策的背景下, 2013 年作为山西煤炭整合七大主体之一的山西煤销集团与公司控股股东国际电力进行合并重组成立了晋能集团有限公司, 形成煤炭产业、电力产业、贸易物流产业、新能源产业及多元业务产业五大业务板块。2017 年 2 月 9 日, 山西省王一新副省长在全省国有资产监督管理委员会上的讲话中提出要利用资本市场加快国资国企改革的步伐, 将进一步提升晋能集团向通宝能源注入优质资产的预期, 为持续提高公司业绩增长奠定了基础。

盈利预测与估值:

预测公司 2017-2019 年的营业收入分别为 48.52 亿元、57.08 亿元和 57.25 亿元, 净利润分别为 1.79 亿元、3.63 亿元和 3.67 亿元, 股东权益分别为 48.69 亿元、52.32 亿元和 60.00 亿元, 对应每股收益分别为 0.16 元、0.32 元和 0.32 元, 每股净资产分别为 4.25 元、4.56 元和 4.88 元。结合相对估值结果, 对电力行业整体发展趋势、公司稳定的配电业务经营业绩及持续发展的预期, 首次覆盖, 给予通宝能源“中性”评级, 对应 2017 年股价为 6.24 元。

风险提示:

- (1) 燃煤发电小时数快速下降的风险;
- (2) 煤炭价格快速上涨的风险;
- (3) 用电量下降的风险。



## 目 录

一、核心配电业务资产的稀缺性，铸就上市公司的优秀品质 .....	4
公司经营情况 .....	5
配电业务资产情况 .....	7
二、控股股东发电资产丰富，有望持续注入优质资产 .....	9
收购保德煤电，推进公司煤电一体化战略 .....	10
三、国企改革加速，提升上市公司综合竞争力 .....	11
煤电产业链上下游合并重组，打造煤电一体化大型综合能源集团 .....	12
煤价稳步回升，有利于公司控股股东注入优质煤炭和贸易物流资产 .....	13
山西省将加快国有企业改革步伐，强化利用资本市场的力度 .....	14
五、盈利预测和投资建议 .....	14
盈利预测 .....	14
相对估值 .....	15
投资建议 .....	16
六、风险提示 .....	17



## 图 表 目 录

表 1 通宝能源配电业务经营数据 .....	7
表 2 通宝能源控股电厂情况 .....	10
表 4 公司主营产品收入预测 .....	15
表 4 通宝能源与可比公司的 PE 比较 .....	16
表 5 财务报表分析和预测 .....	18
图 1 公司股权结构图 .....	4
图 2 主营业务按产品分类的收入构成 .....	5
图 3 山西省发电设备平均年利用小时数 .....	6
图 4 环渤海动力煤综合平均价格指数 .....	6
图 5 公司历年发电量和售电量完成情况(单位:亿千瓦时) .....	8
图 6 公司发电和配电业务收入情况(单位:亿元) .....	9

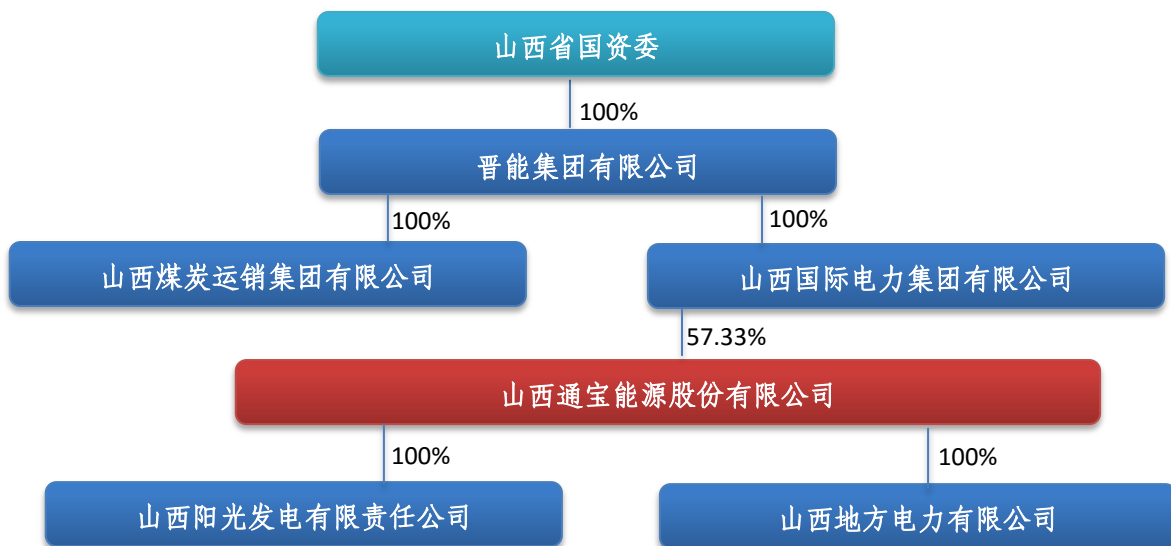


### 一、核心配电业务资产的稀缺性，铸就上市公司的优秀品质

山西通宝能源股份有限公司是经山西省体改委“晋经改[1992]40号文”批准设立的股份有限公司，于1996年12月在上海证券交易所上市。控股股东为山西国际电力集团有限公司，最终母公司为晋能集团有限公司。公司主营业务为火力发电和配电业务，拥有2家全资子公司山西阳光发电有限责任公司和山西地方电力有限公司，分别开展火力发电业务和配电业务。

2017年3月21日，公司公告控股股东山西国际电力集团有限公司为加强晋能集团有限公司与太原钢铁（集团）有限公司的战略合作，拟将其持有公司的3.13%的股权无偿划转给太钢集团，之后山西国际电力集团持有公司股权为57.33%。

图 1 公司股权结构图



数据来源：公司公告，山西证券研究所

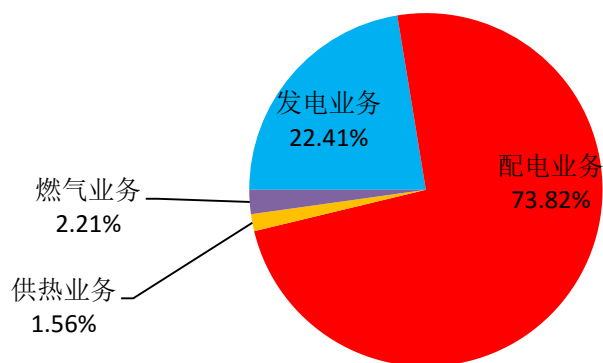
请务必阅读正文之后的特别声明部分

### 公司经营情况

2016 年国内宏观经济处于弱复苏状态，随着“三去一降一补”政策的大力推进，煤炭市场迎来了较好的增长态势，而燃煤电厂因上网电价下调、煤价上涨、征收工业企业结构调整专项资金等因素影响，造成全年利润大幅下降。在电力需求增速持续放缓的背景下，公司发电业务和配电业务收入均出现明显下滑迹象。

2016 年，全年完成发电量 43.01 亿千瓦时，同比减少 14.93%；上网电量 39.38 亿千瓦时，同比减少 15.46%；上网电价均价（含税）324.40 元/千千瓦时；售电量完成 68.73 亿千瓦时，同比增加 0.17%；实现营业收入 48.85 亿元，同比下降 13.90%；利润总额为 1.11 亿元，同比降低 77.61%；归属于母公司净利润 1.02 亿元，同比减少 72.43%。

图 2 主营业务按产品分类的收入构成



数据来源：2016 年公司年报，山西证券研究所

2016年10月27日公司九届董事会三次会议,审议通过了《关于转让山西国兴煤层气输配有限公司40%股权的议案》,将所持国兴公司40%股权转让给山西燃气产业集团,公司不再持有国兴公司股权,主营业务将不再包含燃气供应业务。

业绩下滑主要原因为:一是由于国内经济处于弱复苏阶段,且新能源发电装机规模和发电量快速增长导致燃煤发电利用小时数持续下降;二是燃煤价格快速升高,导致原材料成本增加;三是根据发改价格[2015]3105号、财税[2016]6号及晋价商字[2016]3号文件规定,从2016年1月1日起,山西省统调燃煤发电上网电价平均降低0.0333元/千瓦时,征收每千瓦时工业企业结构调整专项资金0.97分,一般工商业用电(含中小化肥用电)价格标准降低每千瓦时6.09分钱,从而导致上网电价和平均售电单价同比下降;四是大工业用户用气需求量大幅减少而导致燃气供应业务收入较上年均有明显下降。

图3 山西省发电设备平均年利用小时数

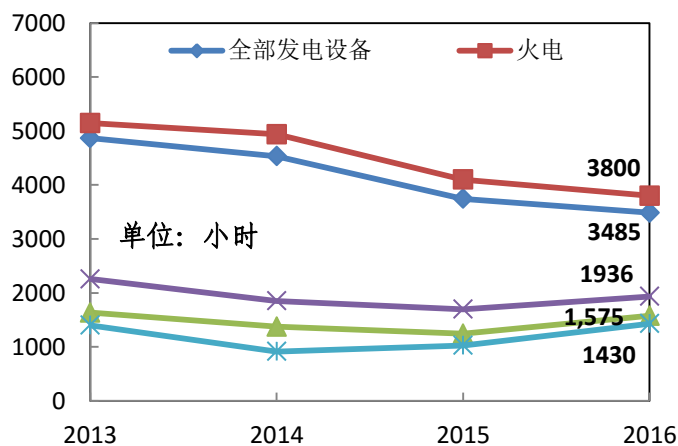
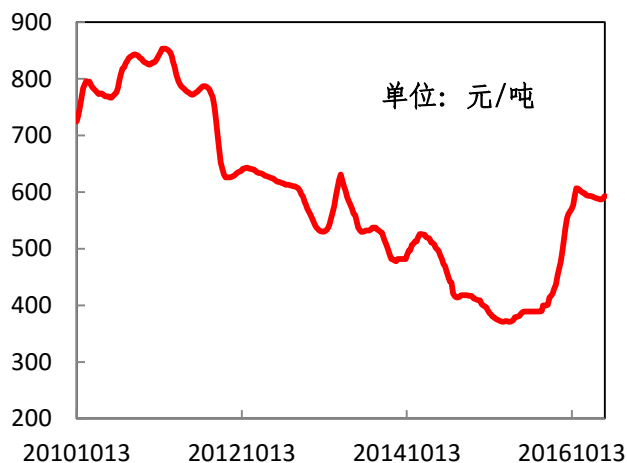


图4 环渤海动力煤综合平均价格指数



数据来源: Wind, 国家能源局, 山西证券研究所



### 配电业务资产情况

公司全资子公司山西地方电力有限公司是国内为数不多的拥有独立运营电网的企业之一,承担山西省内 3 市 12 个县(区)电力趸售业务,供电区域 2.3 万平方公里,占山西省 15%的国土面积,向供电区域内超过 280 万人提供电力供应,构成山西省内重要供配电网络。

截止 2016 年底,公司拥有 220kV 变电站 6 座,容量 1830MVA, 220kV 线路 248km; 110kV 变电站 44 座,容量 3472MVA, 110kV 线路 1429km; 35kV 变电站 65 座,容量 786.95MVA, 35kV 线路 1485km。

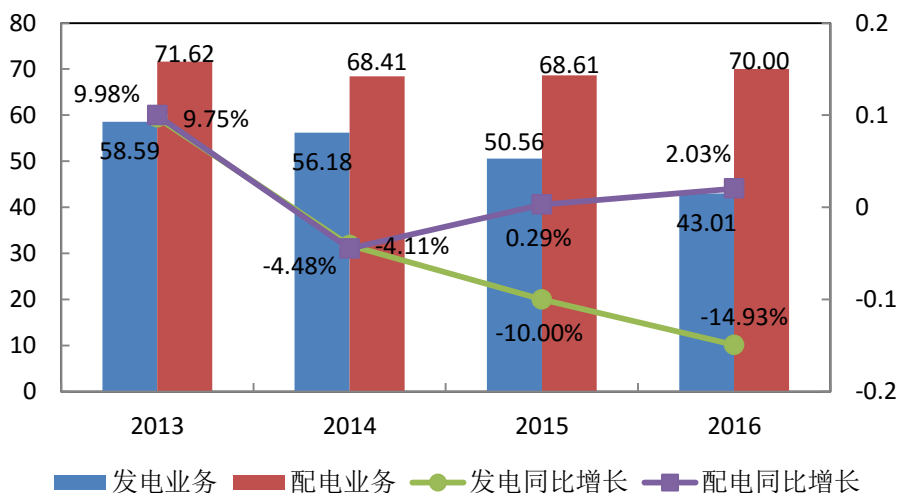
表 1 通宝能源配电业务经营数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
配电量(亿千瓦时)	71.62	68.46	68.61	68.73
平均售电价(元/千千 瓦时)(含税)	670.96	671.48	647.40	608.76
配电设施完成投资 (亿元)	5.98	8.11	5.73	-
变电站个数	107	115	115	-
线路长度(公里)	14233	15896	15896	-
变电站总容(万千伏安)	534	609	609	-

数据来源:晋能集团主体评级报告,山西证券研究所

公司上市以来立足火力发电,拥有4台建设规模为32万千瓦的凝汽式燃煤发电机组,是山西省百万千瓦级大型火力发电厂和山西电网的主力电厂,但受到宏观经济形势和产业政策的影响使得经营业绩波动较大,盈利能力受到影响。因此在2010年,山西国际电力集团将具有独立、完整、优质、成熟、稳定等特点的山西地方电力有限公司注入通宝能源上市平台,实现了山西国际电力集团配电业务资产的整体上市,大幅提升了上市公司的盈利能力和可持续发展能力。

图5 公司历年发电量和售电量完成情况(单位:亿千万时)



数据来源: 公司年报, 山西证券研究所

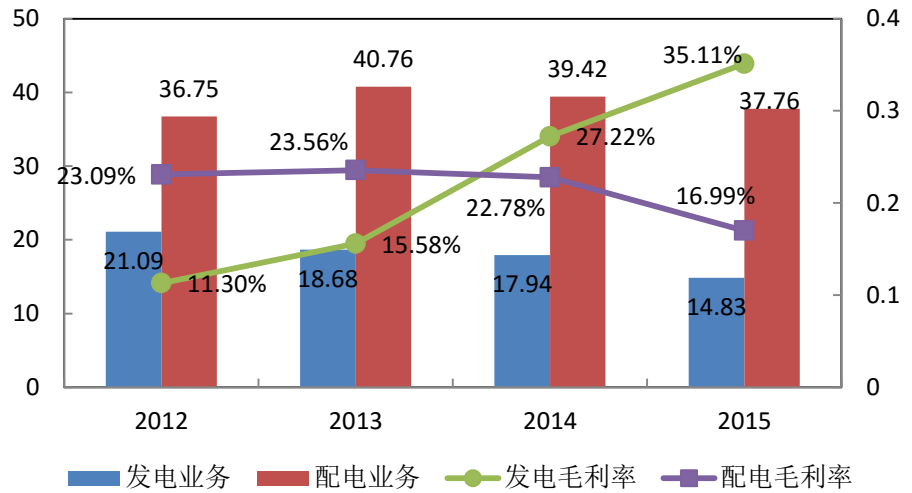
因受宏观经济不景气影响及新能源发电装机持续增长造成火力发电上网电量不断减少,以及2016年煤炭价格的快速上涨和上网电价调整政策的影响,使得公司发电业务年发电量逐年降低,发电业务收入和毛利率持续下降。而公司配电业务经营情况稳定,受经济下行影响较小,抵御风险能力较





强。虽然平均售电价格的下降以及用电量的减少使配电业务收入出现下滑，但平均购电电价的同比下降使得配电业务的毛利率逐年升高，为公司的稳定经营发展奠定了基础。

图 6 公司发电和配电业务收入情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司年报, 山西证券研究所

## 二、控股股东发电资产丰富，有望持续注入优质资产

公司控股母公司山西国际电力集团在传统火力发电、新能源发电建设方面取得了很大进展，目前公司运营的控股和参股电厂权益装机容量（包括在建）1220.7 万千瓦，水电和风电等可再生能源发电装机规模较小，仍以火力发电为主，在建、拟建项目较多且装机规模较大。其中，已投产可控装机容量 500.88 万千瓦，在建可控装机容量 399.22 万千瓦，新能源装机容量 84.43 万千瓦。控股已投产电厂共 10 家，控股在建电厂共 8 家，参股电厂共 12 家。



表 2 通宝能源控股电厂情况

运营状态	企业名称	持股比例(%)	权益装机容量(万千瓦)	发电类型
已投产电厂	山西阳光发电有限责任公司	100	128	火力
	山西耀光煤电有限责任公司	100	40	火力
	晋能长治热电有限公司	80	52.8	火力
	山西国峰煤电有限公司	80	48	火电
	山西国金电力有限公司	51	17.85	火电
	山西国锦煤电有限公司	51	30.6	火电
	山西天桥水电有限公司	100	12.8	水电
	晋能电力集团有限公司嘉节燃气热电分公司	100	86.4	燃气发电
	晋能清洁能源风力发电有限责任公司	100	43.35	风电
	晋能清洁能源光伏发电有限责任公司	100	14.58	太阳能
在建电厂	晋能清洁能源风力发电有限责任公司	100	40	风电
	晋能清洁能源光伏发电有限责任公司	100	60	太阳能
	长治欣隆煤矸石发电有限公司	60.39	42.27	火力
	山西国金电力有限公司	51	17.85	火力
	晋能保德煤电有限公司	100	132	火力
	晋能大土河热电有限公司	51	35.7	火力
	晋能孝义煤电有限公司	51	35.7	火力
晋能鑫磊煤电有限公司	51	35.7	火力	

数据来源: 晋能集团主体评级报告, 山西证券研究所

### 收购保德煤电, 推进公司煤电一体化战略

2015年, 公司全资子公司山西阳光发电有限责任公司收购了晋能保德煤电有限公司100%股权, 于2016年1月14日完成工商变更登记备案手续。



保德煤电成立于 2014 年 2 月 28 日,厂址位于忻州市保德县孙家沟牧塔村北,新建 2 台 66 万千瓦超超临界低热值煤空冷发电机组,配套建设高效煤粉锅炉,同步建设脱硫、脱销和高效除尘装置。保德煤电工程于 2014 年 8 月 18 日取得发改委路条(晋发改能源发[2014]1220 号),2015 年 5 月 28 日核准(晋发改能源发[2015]328 号),2015 年 7 月 28 日正式开工,预计 2017 年 7 月 28 日 1#机组完成试运行发电。保德煤电燃料采用晋能集团王家岭煤矿及当地低热值煤,年消耗量约 400 万吨。保德煤电作为晋北-南京±800 千伏直流工程配套电源项目,属山西省西电东送、变输煤为输电战略,可进一步推进公司煤电一体化发展战略,提升上市公司的盈利能力和抗风险能力。

### 三、国企改革加速,提升上市公司综合竞争力

山西省委省政府积极通过国资国企改革推进煤电一体化战略,经过专业化重组整合,打通煤电上下游产业链,降低成本、提质增效,全面提升企业的综合竞争力,进一步提高企业的盈利能力和抗风险能力。煤、电企业的战略重组整合是山西省政府促进煤炭资源就地消化、加快实施煤电一体化发展战略和贯彻落实建设大型煤电基地政策的重要举措,有利于切实推进山西经济发展方向转变和“资源型经济转型综合配套改革试验区”的发展。



公司控股股东经过系列重组整合,不断优化产业结构,提升了综合实力,为作为唯一上市平台的通宝能源提供了难得的发展机遇和持续的发展潜力。

### 煤电产业链上下游合并重组,打造煤电一体化大型综合能源集团

山西煤炭运销集团有限公司是山西省重要的省属煤炭生产、运销企业,山西国际电力集团是山西省重要的省属电力生产、供应企业。2013年2月25日,山西省政府常务会议研究决定合并式重组山西煤销集团和山西国际电力集团成立晋能公司,晋能公司成为山西省实施煤电一体化的大型综合能源集团。

煤运集团和国际电力的战略重组形成晋能集团对通宝能源的间接收购,而通宝能源也成为晋能集团实施资本运作战略的唯一平台,通过将煤矿、物流、电力等行业资产分批、陆续注入通宝能源,在产业链、经营管理等方面实现协同效应、融合发展。

通宝能源通过控股母公司在煤电产业链上下游合并重组,将进一步提高企业竞争力,提升企业可持续发展的能力。一是国际电力注入通宝能源的火力发电企业可以直接从煤销集团注入通宝能源的煤矿中获得优质、稳定的电煤供应,煤销



集团进入上市公司的煤矿持续、稳定支持电厂煤炭原料，有利于降低双方的交易成本和经营风险；二是通宝能源发挥融资平台的功能，充分利用煤销集团的能源资源和物流运输优势、同时利用国际电力在电力工业投资、建设方面的管理和技术优势，可以实质性地布局“煤电一体化”发展领域，提高两大集团资产利用效率和可持续发展能力。

### 煤价稳步回升，有利于公司控股股东注入优质煤炭和贸易物流资产

随着“三去一降一补”等政策的持续推行，煤炭去产能取得很好的效果，煤炭价格在 2016 年快速回升，至目前价格依然稳定且坚挺，也使众多煤炭企业在 2016 年取得较好的业绩。

晋能集团拟整合矿区井田规划总面积 1313 平方公里，保有储量 137 亿吨，矿井 165 座，煤种齐全，拥有包括无烟煤、贫煤、气煤、1/3 主焦煤等 14 类煤炭。

晋能集团贸易物流板块主要为煤炭运销业务，依靠其市场垄断优势，在山西省内煤炭运销市场中居主导地位。目前在物流基础设施建设方面，已逐步完善物流节点，建设和运营 28 座煤炭超市、煤炭储配中心，总占地 6721 亩，吞吐规模达 7850 万吨；省际间及省外消费地煤炭超市 9 座，占地面



积 3771 亩，吞吐规模达 3700 万吨。

### 山西省将加快国有企业改革步伐，强化利用资本市场的力度

2017 年 2 月 9 日，山西省王一新副省长在全省国有资产监督管理委员会上的讲话中提出要多从资本层面推进改革，特别是用好用活 18 家国有控股的上市公司平台，大力推动国有资源资产化、资本化、证券化。在未来一个时期内，山西省国企凡是能够通过股改独立上市的就独立上市，凡是能装进既有上市公司的逐步装进上市公司……。相关讲话解读参阅《绝境求生，山西国改箭在弦上——山证策略国改专题研究（二）》。随着山西国企改革进程的加快推进，将进一步提升晋能集团向通宝能源注入优质资产的预期，为持续提高公司业绩增长奠定了基础。

## 五、盈利预测和投资建议

### 盈利预测

通过分析发电和配电行业整体发展状况及公司的当前发展情况，结合未来行业发展趋势对通宝能源进行盈利预测，相关预测假设如下：

（1）结合全国和山西省火电利用小时数下降趋势，以及国内经济整体发展情况，假设 2017 年火力发电设备利用小时



数下降趋势有所放缓。

(2) 随着国家宏观经济形势的逐渐好转,用电量下降趋势将逐步趋于稳定。

(3) 公司热力业务销售量持续增长。

表 3 公司主营产品收入预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
主营业务收入(亿元)	48.85	48.52	57.08	57.25
发电业务	10.90	11.49	18.94	17.99
配电业务	35.91	36.27	37.00	38.11
热力业务	0.76	0.76	1.15	1.15
收入同比增长率(%)	-13.90%	-0.28%	17.66%	0.29%
发电业务	-26.45%	5.35%	64.86%	-5.00%
配电业务	-4.89%	1.00%	2.00%	3.00%
热力业务	13.14	0.00%	17.66%	0.29%
毛利率(%)	15.89%	20.38%	23.02%	23.13%

数据来源:公司公告,山西证券研究所

注:由于2017年开始公司主营业务不再包含燃气供应业务,因此未单列燃气供应业务营收情况。

### 相对估值

综合考虑主营业务结构相近相近的原则,选择乐山电力(600644.SH)、内蒙华电(600863.SH)、漳泽电力(000767.SZ)

作为可比公司进行相对估值分析。通过与可比公司的对比可知，2017年平均PE估值为34，考虑到通宝能源拥有优质且稀缺的配电网资产，给予公司2017年39倍PE估值。

表4 通宝能源与可比公司的PE比较

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	EPS			P/E		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
乐山电力	600644.SH	9.79	0.28	0.30	0.38	35	33	26
内蒙华电	600863.SH	3.36	0.10	0.11	0.13	34	29	25
漳泽电力	000767.SZ	4.01	0.13	-	-	32	-	-

数据来源: Wind 一致预测, 山西证券研究所  
注: 股票价格为2017年4月5日收盘价。

### 投资建议

预测公司2017-2019年的营业收入分别为48.52亿元、57.08亿元和57.25亿元，净利润分别为1.79亿元、3.63亿元和3.67亿元，股东权益分别为48.69亿元、52.32亿元和60.00亿元，对应每股收益分别为0.16元、0.32元和0.32元，每股净资产分别为4.25元、4.56元和4.88元。结合相对估值结果，对电力行业整体发展趋势、公司稳定的配电业务经营业绩及持续发展的预期，首次覆盖，给予通宝能源“中性”评级，对应2017年股价为6.24元。





## 六、风险提示

- (1) 燃煤发电小时数快速下降的风险;
- (2) 煤炭价格快速上涨的风险;
- (3) 用电量下降的风险。

表 5 财务报表分析和预测

主要财务指标	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标(元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>4,890.31</b>	<b>4,857.58</b>	<b>5,714.20</b>	<b>5,730.52</b>
每股收益-基本(EPS)	0.09	0.16	0.32	0.32	营业成本	4108.60	3,867.55	4,398.57	4,405.32
每股净资产(BPS)	4.10	4.25	4.56	4.88	营业税金及附加	38.10	37.84	44.51	44.64
每股经营现金流	0.99	0.51	1.51	0.41	营业税金率	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%
<b>成长性指标(%)</b>					销售费用	-	-	-	-
营业收入增长率	-13.85%	-0.67%	17.63%	0.29%	销售费用率	-	-	-	-
EBITDA 增长率	-29.91%	8.44%	22.77%	1.79%	管理费用	426.28	423.43	498.10	499.52
EBIT 增长率	-57.51%	68.58%	47.52%	1.02%	管理费用率	8.72%	8.72%	8.72%	8.72%
净利润增长率	-80.09%	150.66%	102.56%	1.15%	EBITDA	1009.71	1094.92	1344.25	1368.25
固定资产增长率	-4.24%	0.88%	2.77%	2.45%	EBIT	304.71	513.68	757.79	765.54
总资产增长率	37.67%	-0.55%	11.28%	-2.85%	财务费用	124.59	235.74	234.76	236.92
<b>盈利性指标(%)</b>					非经常性或经常性损益	(68.96)	(38.96)	(38.96)	(38.96)
毛利率	15.89%	20.38%	23.02%	23.13%	<b>利润总额</b>	<b>111.16</b>	<b>238.98</b>	<b>484.07</b>	<b>489.66</b>
EBITDA/营业收入	20.65%	22.54%	23.52%	23.88%	所得税	39.65	59.74	121.02	122.42
EBIT/营业收入	6.23%	10.57%	13.26%	13.36%	有效所得税率	35.67%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润率	1.46%	3.69%	6.35%	6.41%	<b>净利润</b>	<b>71.51</b>	<b>179.23</b>	<b>363.05</b>	<b>367.25</b>
净资产收益率(ROE)	1.53%	3.75%	7.19%	6.78%	少数股东损益	(30.48)	(4.67)	(4.67)	(4.67)
资产回报率(ROA)	0.69%	1.49%	2.86%	2.79%	<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>101.98</b>	<b>183.90</b>	<b>367.72</b>	<b>371.91</b>
<b>偿债能力指标</b>					<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
流动比率	1.80	2.33	1.92	2.50	货币资金	3,517.42	3,393.37	3,976.26	3,666.22
速动比率	1.16	2.28	1.88	2.45	应收款项	515.58	573.03	707.79	576.69
现金比率	0.69	1.92	1.55	2.09	存货	85.51	80.31	111.98	79.85
EBITDA/财务费用	8.10	4.64	5.73	5.78	预付款项	56.72	56.33	76.67	56.71
<b>营运能力指标(倍)</b>					其他流动资产	37.58	7.34	45.52	7.49
应收款项周转率	8.91	8.91	8.91	8.91	非核心资产(净额)	2,217.36	2,202.50	2,591.37	2,598.78
存货周转率	39.75	39.75	39.75	39.75	固定资产	5,454.28	5,502.49	5,655.00	5,793.61
应付款项周转率	3.74	3.74	3.74	3.74	无形资产	185.53	188.66	193.81	198.76
固定资产周转率	0.88	0.89	1.02	1.00	<b>资产总计</b>	<b>12,069.99</b>	<b>12,004.02</b>	<b>13,358.40</b>	<b>12,978.09</b>
总资产周转率	0.47	0.40	0.45	0.44	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	应付款项	934.39	826.85	1,215.48	821.91
净利润	71.51	179.23	363.05	367.25	预收款项	353.88	292.19	456.99	290.38
折旧摊销	704.99	581.25	586.46	602.71	其他应付款	673.91	647.10	884.74	643.40
营运流动资金减少	95.65	(217.66)	566.12	(580.29)	长期借款	4,513.47	4,496.25	4,557.30	4,613.71
<b>经营活动现金流合计</b>	<b>1138.93</b>	<b>588.82</b>	<b>1732.75</b>	<b>465.13</b>	长期经营性负债	904.14	872.21	1,011.41	1,008.97
固定资产购建	-	620.17	729.54	731.62	<b>负债合计</b>	<b>7,379.80</b>	<b>7,134.60</b>	<b>8,125.93</b>	<b>7,378.37</b>
无形资产购建	-	12.40	14.59	14.63	股本及资本公积	2,281.28	2,281.28	2,281.28	2,281.28
<b>投资活动现金流合计</b>	<b>(3282.25)</b>	<b>(656.68)</b>	<b>(1171.96)</b>	<b>(792.62)</b>	留存收益	2,421.88	2,605.78	2,973.50	3,345.42
长期借款增加	3274.47	(17.22)	61.05	56.41	少数股东权益	-15.26	-19.93	-24.60	-29.26
股本及资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>股东权益合计</b>	<b>4,690.19</b>	<b>4,869.42</b>	<b>5,232.48</b>	<b>5,599.72</b>
<b>融资活动现金流合计</b>	<b>2493.36</b>	<b>(56.18)</b>	<b>22.09</b>	<b>17.45</b>	<b>负债和股东权益合计</b>	<b>12,069.99</b>	<b>12,004.02</b>	<b>13,358.40</b>	<b>12,978.09</b>



### 分析师简介

---

#### 刘小勇

**CFA**，1993 年进入证券行业，具有 12 年的证券经纪经历、3 年的私募投资经历、8 年的行业研究和研究管理（从事过策略研究，以及钢铁、有色、电力与电力设备、环保、汽车、非银行金融、百货商贸、建材、纺织服装和新能源等行业研究）经历、多年的高净值客户和私募基金服务经历。

### 研究助理简介

---

#### 贺剑雄

工学博士，2005-2010 年从事化合物半导体薄膜太阳能电池器件的研究工作；2010-2016 年从事新能源行业技术咨询、光伏电站开发等工作；2016 年加入山西证券研究所从事新能源行业研究。



### 投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

- 买入: 相对强于市场表现 20% 以上
- 增持: 相对强于市场表现 5 ~ 20%
- 中性: 相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动
- 减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

- 看好: 行业超越市场整体表现
- 中性: 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡: 行业弱于整体市场表现

### 重要声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,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、复印件或复制品,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。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

