

强烈推荐-A (维持)

特变电工 600089.SH

目标估值: 13.5-14 元

当前股价: 11.77 元

2017 年 04 月 18 日

业绩符合预期, 新能源与海外业务引领增长

基础数据

上证综指	3222
总股本(万股)	323788
已上市流通股(万股)	319962
总市值(亿元)	381
流通市值(亿元)	377
每股净资产(MRQ)	7.2
ROE(TTM)	9.4
资产负债率	63.4%
主要股东	新疆特变电工集团有
主要股东持股比例	11.64%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	34	29
相对表现	10	28	23

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《特变电工(600089)——国内新能源与国际市场成为增长主要动力》2016-04-19

2、《特变电工(600089)——国际化竞争力加速体现, 新能源业务还在投入期》2015-08-26

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

陈术子

chenshuzi@cmschina.com.cn
S1090516080001

胡毅

huyi3@cmschina.com.cn
S1090515080003

公司发布年报: 2016 年收入 401.2 亿元, 同比增长 7.12%; 归上净利润 21.9 亿元, 同比增长 16.04%; 扣非净利润 18.96 亿元, 同比增长 26.3%; 公司业务符合预期。公司近几年的增长中, 新能源业务贡献明显, 传统变压器和电线电缆业务竞争力得以保持; 公司 2016 年海外业务收入波动主要受项目确认进度影响, 公司在海外电力 EPC 领域具有优势, 在一带一路区域订单较多。公司中期仍将保持重资产结构, 未来主要增长可能仍然是新能源与海外 EPC 工程总包业务。

- 业绩符合预期: 公司收入增长 7%, 归上利润增长 16%。报告期内, 公司毛利率微增 0.18 个百分点, 盈利能力有所提高。公司财务费用、资产减值损失有一定波动, 总体仍保持很高的盈利质量, 公司 2016 年赊销比为 29%, 下降 3.1 个百分点, 现金回款良好。业绩符合市场预期, 盈利质量有所提高。
- 海外工程业务收入波动主要系项目进度确认影响, 趁“一带一路”之风, 公司海外业务贡献会继续加大: 公司 2016 年度变压器业务、电线电缆业务均有所增长, 但输变电成套工程业务有所下降, 主要系国际工程的项目进度确认影响。公司 15 年前开始海外布局, 在海外电力 EPC 领域具有优势, 目前海外订单超过 50 亿美金。趁“一带一路”之风, 公司海外 EPC 的贡献会更大。
- 新能源业务保持快速发展: 公司多晶硅业务竞争力继续提升, 产能利用率达到 152%, 出货量 2.2 万吨, 扩建产能几年就有望投产。同时, 公司光伏、风电 EPC 业务继续放量, 规模跃居国内前列, 且还有较多的在手 EPC、BT 项目, 运营比例也在提升, 未来公司新能源业务有望保持快速发展。
- 公司中期仍将保持重资产结构, 未来增长依然要看国际工程与新能源业务: 公司中期仍将保持较重的资产结构, 公司煤炭(以及部分电厂)、金矿等资源类业务投入比较大, 未来的贡献可能会增大。但公司未来的主要增长, 可能仍然要看国际工程总包与新能源板块。
- 公司评级: 维持强烈推荐评级, 调整目标价为 13.5-14 元。
- 风险提示: 重资产投入不能产出, 海外业务出现坏账。

财务数据与估值(不考虑配股)

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	37452	40117	44490	49552	56686
同比增长	4%	7%	11%	11%	14%
营业利润(百万元)	1907	2641	3066	3674	4291
同比增长	13%	39%	16%	20%	17%
净利润(百万元)	1888	2190	2513	2957	3406
同比增长	14%	16%	15%	18%	15%
每股收益(元)	0.58	0.68	0.77	0.91	1.05
PE	20.2	17.4	15.2	12.9	11.2
PB	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源: 公司数据、招商证券

目录

1、 公司业绩符合预期	3
2、 盈利质量有所提高	4
3、 趁“一带一路”之风，海外 EPC 贡献不断加大	5
4、 多晶硅继续扩产，光伏 EPC 龙头地位巩固	7
5、 变压器业务竞争力得以保持，资源业务贡献还不明显	8
6、 中期仍然会保持重资产结构	9

1、公司业绩符合预期

业绩符合预期：公司报告期内保持电力设备制造（变压器等）、输变电成套工程、新能源业务（多晶硅、光伏 EPC 等）三大板块的稳定运营，实现营业收入 401.18 亿元，同比增长 7.12%。实现归母净利润 21.9 亿元，同比增长 16.04%；实现扣非归母净利润 18.96 亿元，同比增长 26.3%。公司业绩符合预期。

报告期内，财务费用率与管理费用率均分别降低 0.12 和 0.71 个百分点，综合毛利率上升 0.18 个百分点，精细化管理能力进一步增强。

报告期内，公司财务费用、资产减值损失、营业外收入波动比较大。财务费用下降主要系汇兑损益产生了贡献；资产减值损失主要系公司专项减值减少所致。

变压器、电线电缆业务保持稳定，新能源业务保持较快增长：，公司变压器、电线电缆业务收入分别增长 0.48%、4.87%。

公司输变电成套工程业务收入增速下降 13.4%，主要系海外工程开工周期影响所致；与经营周期比较稳定的变压器、电力电缆制造不同的是，输变电成套业务的确认周期长（海外往往会有更长的建设和确认周期），收入波动相对大一些。

新能源板块增长 15.5%。其中，光伏多晶硅出货量 2.28 万吨，产能利用率达到 152%；逆变器业务产量 2.67GW，规模跃居国内前列。报告期内，公司实现 EPC 光伏装机 1.17GW，风电 210WM，公司光伏 EPC 规模已跃居国内第一。到年底，公司共持有光伏电站 530MW，风电场 149MW。

表 1：业绩摘要

(人民币，百万)	2015 年	2016 年	同比变动 (%)
营业收入	37,451.96	40,117.49	7.12
销售税金	(198.61)	(311.31)	56.75
营业成本	(30,705.55)	(32,818.35)	6.88
毛利润	6,547.81	6,987.83	6.72
销售费用	(1,784.43)	(1,915.86)	7.37
管理费用	(1,809.55)	(1,889.62)	4.42
经营利润	2,953.83	3,182.36	7.74
资产减值损失	(466.80)	(222.10)	(52.42)
公允价值变动收益	0.00	0.00	
财务费用	(636.80)	(399.27)	(37.30)
投资收益	56.54	80.41	42.21
营业外收入	522.39	386.96	(25.93)
营业外支出	(60.40)	(37.88)	(37.29)
利润总额	2,368.76	2,990.49	26.25
所得税	(343.63)	(484.30)	40.94
税后净利润	2,025.13	2,506.19	23.75
少数股东权益	(137.58)	(315.84)	129.57
归母净利润	1,887.55	2,190.35	16.04
扣非后归母净利润	1,501.54	1,896.45	26.30
主要比率 (%)			百分点变动
毛利率	18.01	18.19	0.18
销售费用率	4.76	4.78	0.01
管理费用率	4.83	4.71	(0.12)
财务费用率	1.70	1.00	(0.71)
经营利润率	7.89	7.93	0.05

(人民币, 百万)	2015 年	2016 年	同比变动 (%)
税后净利率	5.41	6.25	0.84
所得税率	14.51	16.19	1.69

资料来源: 公司资料、wind、招商证券

表 2: 公司分析业务收入情况 (百万元)

	2012	2013	2014	2015	2016
新能源及配套工程	2,446.2	5,178.8	7,163.8	8,845.6	10,213.1
变压器	9,034.3	9,952.5	10,141.7	9,623.9	9,670.2
贸易	1,092.5	3,021.8	6,887.6	4,995.2	6,780.1
电线电缆	4,635.9	6,028.5	5,832.5	5,173.9	5,425.8
输变电成套工程	2,068.8	2,923.4	3,487.9	5,956.7	5,159.8
煤炭			901.8	1,140.8	1,364.8
电费			407.5	376.0	393.8
其他主营业务	409.4	988.2	242.0	319.6	303.8
其他业务	638.2	1,081.4	1,010.0	1,020.3	806.1
总收入	20,325.1	29,174.7	36,074.8	37,452.0	40,117.5

资料来源: 公司资料、招商证券

表 3: 公司分析业务毛利率情况 (%)

	2012	2013	2014	2015	2016
新能源及配套工程	4.9	10.3	18.6	19.0	19.8
变压器	23.4	23.9	24.5	23.5	25.0
贸易	3.3	2.8	1.0	2.2	2.0
电线电缆	10.7	9.5	9.3	11.5	14.4
输变电成套工程	22.3	22.6	28.1	20.6	21.6
煤炭			24.5	34.9	31.8
电费			36.2	41.9	26.9
太阳能硅片、太阳能					
其他主营业务	27.9	35.7	46.0	43.5	54.7
其他业务	14.0	12.6	25.1	18.2	15.9
综合毛利率	16.9	16.2	17.0	18.0	18.2

资料来源: 公司资料、招商证券

2、盈利质量有所提高

公司保持着不错的盈利质量, 赊销比基本控制在 33% 以下, 本报告期赊销比降低 3 个百分点。销售商品获得现金回款基本都在收入以上水平, 而经营现金净额也保持在较高的水平, 公司 2015、2016 年现金回笼都比较优秀, 2016 年达到 105%, 提高 3.7 个百分点。

公司 ROE 有所提升, ROA 也有所提高, 负债率略有下降, 但仍在 63%, 保持在较高的水平, 但是带息负债超过 200 亿元。

公司生产经营来看, 应收款周转略有提升, 存货周转略有下降。公司营业周期 196 天, 近 2 年营业周期的延长, 与公司的光伏新能源工程、海外 EPC 工程业务增长较快有关; 这些业务的周转要更慢一些。

表 4：经营指标对比 (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	变动幅度
赊销比	20.6	23.1	25.0	29.3	32.1	29.0	(3.1)
存货营收比	17.8	20.2	20.7	24.0	27.3	28.6	1.4
商品获现金营收比	103.3	101.7	88.6	95.3	96.8	103.0	7.6
经营现金流税后净利润比	143.2	205.4	129.1	(76.3)	101.6	105.3	3.7

资料来源：公司数据，招商证券

表 5：公司经营指标分析 (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	变动幅度
ROE	7.4	9.4	9.7	9.3	9.9	0.6
ROA	2.5	3.0	3.3	3.1	3.5	0.3
ROIC	3.8	4.1	4.3	4.2	4.3	0.1

资料来源：公司数据，招商证券

表 6：周转情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
存货周转天数	71.8	78.1	74.7	88.3	110.5	119.0
应收款周转天数	56.4	59.4	55.6	66.4	80.5	76.5
营业周期天数	128.223	137.55	130.3	154.7	191.0	195.5

资料来源：公司数据，招商证券

表 7：公司负债情况分析

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
负债率 (%)	58.2	64.6	68.5	64.5	64.9	63.4
短期借款 (百万元)	1415.2	1404.8	2419.4	5343.0	6192.8	5376.8
长期借款 (百万元)			7338.1	6276.6	7247.1	9676.9
短融 (百万元)						581.4
一年到期非流负债 (百万元)				1763.1	3744.0	5398.7
应付票据账款 (百万元)	7103.7	8397.3	14245.7	13908.9	18626.4	17963.7
带息负债 (百万元)	1415.2	1404.8	9757.5	13382.7	17184.0	21033.8

资料来源：公司资料，招商证券

3、趁“一带一路”之风，海外 EPC 贡献不断加大

公司早年涉足海外工程总包领域，搭建完整国际化平台：公司邻近中亚、东亚等国际市
场，2003 年左右，公司就开始在中亚寻求海外工程总包项目。

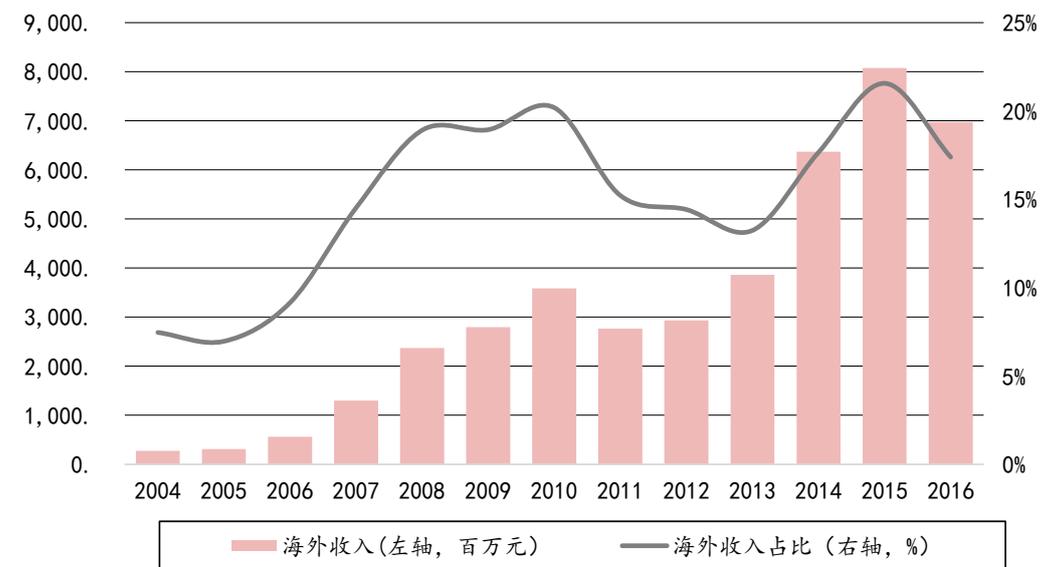
公司主要通过自建模式拓展海外市场、搭建国际化平台，已在海外几十个国家设立近
百家办事处，有 1000 多名海外员工，与客户保持了长期、稳定密切的关系。

公司在电力总包行业的地位已经稳固：公司是电力行业总包企业对外承包项目营业额前
十的唯一一家民营企业，已经形成了很稳定的竞争优势。公司在中亚地区，已经具有很
强的品牌影响（在该区域的电力工程中，公司占有接近 50%）。

“一带一路”加快我国对外承包工程增长：我国政府自 2015 年 3 月发布“一带一路”行动
文件后，各级政府与主管部门高度重视其执行与落实，口行等政策扶持不断加大。预计
具有总包能力的龙头企业，海外业务在未来两年将实现加速增长。

公司的海外 EPC 业务收入波动受项目确认周期影响：与经营周期比较稳定、比较短的制造不同的是，电力 EPC 工程往外经营周期更长，特别是在海外，由于配套设备、设施、人力资源跟不上，建设周期会更长。因此在建项目的确认周期可能有一定波动。到 2016 年报告期末，公司在手海外订单超过 50 亿美金，预计后续海外订单还会有较高的增长。

图 1 公司海外业务情况



资料来源：公司数，招商证券

表 2：我国对外承包工程业务完成营业额电力行业前十企业（单位：亿美元）

排名	2014 企业	2014 营业额	2015 企业	2015 营业额	2016 企业	2016 营业额
1	中国水电建设集团	62.82	中国水电建设集团	63.83	中国水电建设集团	56.73
2	中国葛洲坝	25.68	中国葛洲坝	26.19	中国葛洲坝	26.36
3	中国水利电力对外	15.20	中国水利电力对外	15.08	哈尔滨电气	14.93
4	东方电气	13.13	水利水电第十四工程局	12.39	山东电力基本建设	13.86
5	山东电力第三工程局	11.72	水利水电第八工程局	11.24	水利水电第十三工程局	10.17
6	上海电气	9.73	特变电工	10.75	水利水电第八工程局	9.52
7	国家电网	8.13	哈尔滨电气国际工程	10.29	中国水利电力对外	9.35
8	特变电工	8.10	山东电力建设第三工程	10.08	特变电工	8.89
9	上海贝尔	7.65	上海电力建设	8.52	水利水电第十四工程局	8.89
10	中国电力技术装备	7.63	水利水电第十工程局	8.29	国家电网	8.11

资料来源：商务部，招商证券

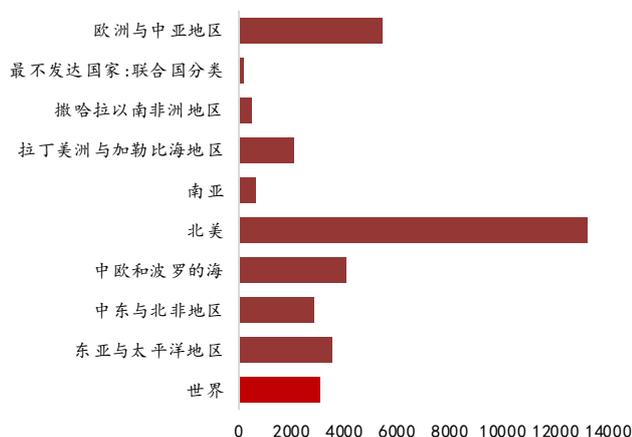
表 9：可比公司经营情况对照（由于部分公司年报为披露，以 2016 年中报数据对比）

可比上市公司	原型	业务领域	市场分布	2016 年 H1 工程总包业务	
				收入(亿元)	毛利率(%)
中国机械工程	贸易	电力、交通、通信等	64%海外	88	14.43
中工国际	贸易	制造及加工、交通、灌溉、电力等	91%海外	24	18.38
中国交通建设	施工	交通、房屋建筑等	21%海外	1,823	12.09
葛洲坝	施工	电力、房屋建筑等	17%海外	248	9.19
中国电建	施工	电力、交通、房屋建筑等	23%海外	867	11.56

中国铁建	施工	铁路、房屋建筑等等	5%海外	2,338	8.63
中国化学	施工	化工、煤化工、建筑、环保等	23%海外	218	12.03
特变电工*	设备	电力	21%海外	33	20.46

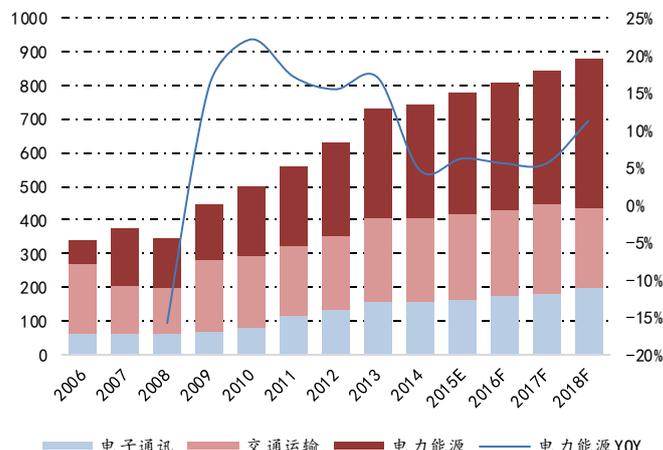
资料来源：公司数据，招商证券

图 2：2014 世界主要地区居民人均年用电量/度



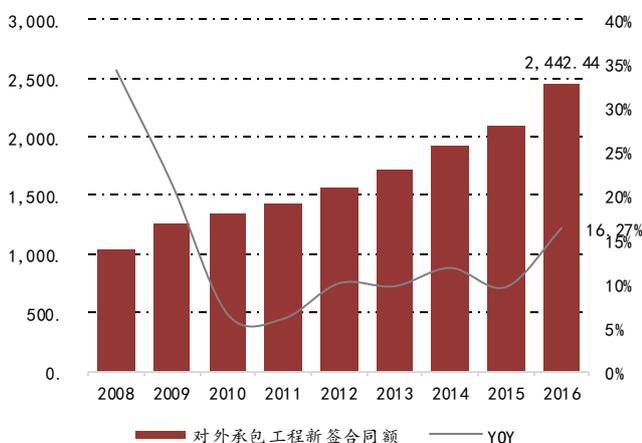
资料来源：国际能源机构、招商证券

图 3：发展中国家电力新签合同额持续增加（10 亿美元）



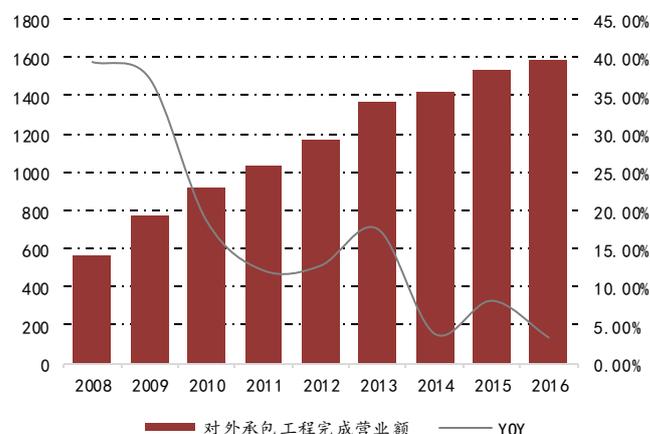
资料来源：《中国机械工程 2015 年年报》，招商证券

图 4：对外承包工程加速(单位：亿美元)



资料来源：《中国对外投资合作发展报告》，招商证券

图 5：对外承包工程完成营业额（单位：亿美元）



资料来源：《中国对外投资合作发展报告》，招商证券

4、多晶硅继续扩产，光伏 EPC 龙头地位巩固

公司多晶硅为西门子改良法技术，技术水平已国内领先，公司 2016 年出货量 2.28 万吨，产能利用率超过 150%，2016 年多晶硅产量位于国内企业第二，全球第四，市场份额较高，未来将继续投资扩大产能增加市场份额。

公司 EPC 龙头地位依旧：公司 2016 年实现 EPC 光伏装机 1.17GW，风电 210WM，公司光伏 EPC 规模已跃居国内第一。到年底，公司共持有光伏电站 530MW，风电场 149MW。在 EPC 拉动下，公司逆变器业务产量 2.67GW，规模跃居国内前列。

产业链集成竞争优势强：公司同时生产多晶硅、建设电站，在光伏产业的上游与下游均有较高的市占率，再辅以光伏系统集成管理方法形成极强的竞争力，因此预计公司未来的 EPC 电站装机量将进一步扩大，其光伏电站龙头的地位维持且其市占率仍将不断增加。

表 10：公司光伏产品产能及扩产情况

已有产能						
产品类别	产量	产能利用率	设计产能	工艺路线	环保投入(万元)	
太阳能级多晶硅	2.28 万吨	152.00%	1.5 万吨/年	改良西门子法	5,766.78	
逆变器(含汇流箱,一期)	2,667.46MW	177.83%	1,500MW	装配-检验-调试-包装		-
在建产能						
产品类别	总投资额(万元)	设计产能		工艺路线		
逆变器(含汇流箱,二期)	13,515.16	2,300MW		装配-检验-调试-包装		-
太阳能级多晶硅	65,834.00	建成后产能将为 3 万吨/年		改良西门子法		-

资料来源：公司公告，招商证券

表 11：公司光伏板块收入拆分

单位：千元	多晶硅生产	ECC	光伏硅片及	BOO	其他	抵销	总额
分部间收入总额	2,560,990	8,830,293	212,641	127,677	861,268	-591,566	12,001,303
- 分部间收入	-18,295	-398,283	-8,561	—	-166,427	591,566	—
= 来自外部客户	2,542,695	8,432,010	204,080	127,677	694,841	—	12,001,303
分部业绩	863,953	937,200	-75,506	91,077	179,448	—	1,996,172

资料来源：公司公告，招商证券

表 12：光伏电站开发 (BT) 重要参考信息 (单位 万元)

	初期	销售	期末	核准	出售总金额	对当期业绩影响	已出售电站单价 (元/瓦)	单位当期业绩影响较大 (元/瓦)	净利润率
容量 (MW)	539	149	530	800	125,481.71	34,184.01	8.42	2.29	27.2%
数量	18	5	19						

资料来源：公司公告，招商证券

5、变压器业务竞争力得以保持，资源业务贡献还不明显

公司的变压器(含电抗器)业务主要在衡变、沈变、本部子公司完成，电线电缆主要在鲁能泰山、德阳电缆公司实现；新能源多晶硅与新能源 EPC/BT 业务主要在新特能源公司。此外，公司还有天池能源等两个煤炭公司已经杜尚别矿业金矿采掘公司。

母公司竞争力领先，主要子公司经营大体比较稳定：公司母公司发展态势良好，规模总体保持稳定，盈利能力保持在较高水平(超过了 10%)，对上市公司利润贡献在一半左右。子公司经营比较稳健，但盈利能力略低一些。公司的海外 EPC 业务、贸易业务，也涵盖在各个子公司中，子公司经营是国内外的综合结果。

变压器业务竞争力得以保持，电力电缆业务有所好转，开关业务还有待加强：公司在一次的布局比较清晰，变压器、电抗器、电线电缆业务规模都已经很大，其中，变压器、电抗器竞争力业内领先，电力电缆业务规模足够，但盈利能力有待提高。但是公司的开关业务，规模、盈利能力与行业龙头比较还有一定差距。

公司资源业务(含电费业务)近几年贡献不明显：公司过去在资源类业务上(包括电厂)

投入很大，资产变得比较重；但受行业因素、地理因素影响，资源业务贡献还不明显。

表 13：子公司收入情况（百万元）

主营产品		2013	2014	2015	2016
衡变	变压器/电抗器	3,895.8	4,819.6	5,702.2	5,378.9
沈变	变压器等	6,716.5	7,170.7	5,693.1	6,639.5
天津特变	变压器	613.1	872.8	545.6	659.8
新特能源	多晶硅/新能源工程	1,207.3	2,514.9	9,500.2	12,018.8
鲁能泰山电缆	电线电缆	2,865.4	2,831.1	2,442.1	2,835.6
特变德阳电缆	电线电缆	1,719.1	2,289.4	2,365.9	2,455.7
天池能源	煤炭	890.7	1,806.8	1,497.8	1,415.4
杜尚别矿业	金矿	353.4	743.1	25.6	0.0

资料来源：公司资料、招商证券

表 14：子公司净利润情况（百万元）

当前持股比 (%)		2013	2014	2015	2016
衡变	100	217.1	287.0	330.0	332.0
沈变	100	325.4	254.3	21.3	188.9
天津特变	55	23.6	29.0	(3.9)	(3.1)
新特能源	60.24	82.2	446.6	619.1	805.0
鲁能泰山电缆	88.99	52.4	(112.5)	(19.6)	16.2
特变德阳电缆	84.61	9.8	27.6	15.4	35.6
天池能源	85.78	31.7	73.7	67.3	98.2
杜尚别矿业	70	5.6	89.1	(85.7)	(67.9)

资料来源：公司资料、招商证券

表 15：母公司利润表情况（百万元，母公司主要为变压器等业务）

	2012	2013	2014	2015	2016
收入	6,822.4	7,913.1	8,330.8	10,414.1	8,610.7
营业总成本	6,329.5	7,317.9	7,658.8	9,351.1	7,504.2
营业成本	5,628.6	6,496.6	6,768.5	8,521.0	6,909.6
营业税金及附	23.7	24.0	30.7	31.4	49.5
销售费用	345.6	363.8	364.8	343.4	332.5
管理费用	241.0	239.5	404.3	471.0	487.0
财务费用	64.2	109.2	(60.5)	(70.3)	(136.9)
资产减值损失	26.4	84.8	151.0	54.8	(137.5)
其他经营收益	389.2	62.8	189.6	53.5	125.2
营业利润	882.2	658.0	861.6	1,116.5	1,231.6
利润总额	957.7	718.3	939.9	1,205.2	1,354.3
净利润	876.9	633.0	845.8	1,047.4	1,188.7

资料来源：公司资料、招商证券

6、中期仍然会保持重资产结构

公司近几年在发电、多晶硅、资源类业务上的投入比较大，但还没有进入产出期或者受行业因素影响，产出还不太足，加重了公司的资产结构。

另一方面，公司从变压器、电线电缆制造转向工程服务，在国内大力发展新能源 EPC/BT 业务，BOT 业务比例提高；同时，在海外大力发展电力 EPC，在一带一路地区成功拓

展市场。工程业务经营周期长，也加重了公司资产情况。

预计公司中期仍将保持较重的资产结构：目前公司尚有 57 亿元在建工程，其中很大一部分是子公司新特能源的多晶硅扩产改造，另外很大一部分，还是自备电厂、风电场建设投入。因此，预计公司中期仍然会保持重资产的结构特点。

经营有望保持稳健发展：公司变压器竞争力领先，传统的变压器、电控等制造有望保持稳健增长；新能源业务的成本与技术优势逐步体现出来，未来新能源业务也将保持较快增长。公司的海外工程总包有一定波动，主要系工程确认进度影响，预计未来有望保持较快的增长。

综合公司业务态势，报告情况来看，后续有望保持比较稳健的增长。

表 16：公司经营情况分析

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
收入(百万)	18,164.7	20,325.1	29,174.7	36,074.8	37,452.0	40,117.5
固定资产(百万)	7,232.0	9,319.3	16,881.7	17,933.5	17,459.2	19,323.8
无形资产(百万)	1,910.2	2,069.6	2,439.4	3,608.5	3,359.5	3,417.7
在建工程(百万元)	2,809.9	5,716.1	1,977.4	928.3	2,937.4	5,731.5
收入/固定与无形资产(倍)	2.0	1.8	1.5	1.7	1.8	1.8
薪酬总额估算(百)	1033	1185	1352	1827	2094	2270
员工人数(人)	14407	14345	14570	15488	16748	16299
人均薪酬(万元/人)	7.9	8.2	9.4	12.2	13.0	13.7
人均产值(万元/人)	139.5	141.4	201.8	240.0	232.4	242.8
收入薪酬比(倍)	17.6	17.2	21.6	19.7	17.9	17.7

资料来源：公司资料、招商证券

表 17：公司有先行意义的经营指标分析(百万元)

	2013	2014	2015	2016	同比(%)
预付款	3,620.5	2,935.9	3,018.2	2,268.4	(24.8)
预收款	4,989.8	6,115.6	4,506.7	4,734.6	5.1
存货	6,038.8	8,640.5	10,212.9	11,487.8	12.5
购买支付	21,484	32,066	30,769	34,473	12
修正后的购买支付	27,332	31,729	35,486	33,810	(5)

资料来源：公司数据，招商证券

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	43645	42525	38776	45683	54651
现金	15017	15817	10382	13464	18086
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3227	3398	3611	4163	4722
应收款项	8804	8250	9146	10242	11517
其它应收款	702	640	710	790	904
存货	10213	11488	11754	13565	15562
其他	5682	2932	3173	3459	3861
非流动资产	26614	32468	31169	30020	29029
长期股权投资	1155	1223	1223	1223	1223
固定资产	17459	19324	24126	23345	22678
无形资产	3360	3418	3076	2768	2491
其他	4641	8504	2744	2684	2636
资产总计	70259	74993	69945	75703	83680
流动负债	35499	35613	27737	30137	34285
短期借款	6193	5377	614	0	0
应付账款	8882	9292	10280	11450	13099
预收账款	4507	4735	5238	5834	6674
其他	15918	16209	11604	12852	14512
长期负债	10091	11964	11964	11964	11964
长期借款	7247	9677	9677	9677	9677
其他	2844	2287	2287	2287	2287
负债合计	45590	47577	39700	42100	46248
股本	3249	3243	3243	3243	3243
资本公积金	7529	8239	8239	8239	8239
留存收益	10119	11710	14067	16910	20178
少数股东权益	3771	4224	4695	5209	5770
归属于母公司所有者权益	20898	23193	25549	28393	31661
负债及权益合计	70259	74993	69945	75703	83680

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2058	2639	5870	4679	5589
净利润	1888	2190	2513	2957	3406
折旧摊销	1233	1376	1735	1687	1487
财务费用	894	567	701	541	523
投资收益	(57)	(80)	(105)	(110)	(110)
营运资金变动	(1939)	(2571)	535	(831)	(218)
其它	40	1157	491	436	502
投资活动现金流	(3711)	(3884)	(391)	(440)	(417)
资本支出	(2783)	(4799)	(500)	(527)	(487)
其他投资	(928)	915	109	87	70
筹资活动现金流	4183	1849	(10914)	(1158)	(550)
借款变动	5510	2112	(10162)	(614)	0
普通股增加	9	(6)	0	0	0
资本公积增加	(78)	710	0	0	0
股利分配	(67)	(86)	(156)	(113)	(137)
其他	(1190)	(881)	(596)	(431)	(413)
现金净增加额	2530	603	(5435)	3082	4622

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	37452	40117	44490	49552	56686
营业成本	30706	32818	36308	40439	46261
营业税金及附加	199	311	345	385	440
营业费用	1784	1916	1902	2119	2424
管理费用	1810	1890	2047	2279	2608
财务费用	637	399	701	541	523
资产减值损失	467	222	225	225	250
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	57	80	105	110	110
营业利润	1907	2641	3066	3674	4291
营业外收入	522	387	400	400	400
营业外支出	60	38	38	38	38
利润总额	2369	2990	3428	4037	4653
所得税	344	484	553	653	756
净利润	2025	2506	2875	3383	3897
少数股东损益	138	316	362	426	491
归属于母公司净利润	1888	2190	2513	2957	3406
EPS (元)	0.58	0.68	0.77	0.91	1.05

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	4%	7%	11%	11%	14%
营业利润	13%	39%	16%	20%	17%
净利润	14%	16%	15%	18%	15%
获利能力					
毛利率	18.0%	18.2%	18.4%	18.4%	18.4%
净利率	5.0%	5.5%	5.6%	6.0%	6.0%
ROE	9.0%	9.4%	9.8%	10.4%	10.8%
ROIC	5.2%	5.3%	7.7%	8.1%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	64.9%	63.4%	56.8%	55.6%	55.3%
净负债比率	24.5%	27.3%	14.7%	12.8%	11.6%
流动比率	1.2	1.2	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	3.3	3.0	3.1	3.2	3.2
应收帐款周转率	4.5	4.7	5.1	5.1	5.2
应付帐款周转率	3.8	3.6	3.7	3.7	3.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.58	0.68	0.77	0.91	1.05
每股经营现金	0.63	0.81	1.81	1.44	1.72
每股净资产	6.44	7.15	7.88	8.75	9.76
每股股利	0.01	0.05	0.03	0.04	0.06
估值比率					
PE	20.2	17.4	15.2	12.9	11.2
PB	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	21.4	18.5	14.3	13.3	12.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

胡毅：曾就职于力神、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究储能与新能源电池产业。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

陈术子：上海交通大学硕士，曾任职于光大证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究新能源行业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。