

## 表计出海先驱，“软硬兼备”掘金海外市场

公司动态

### ◆公司概况

公司主要产品包括智能电表等用电侧终端以及智能配用电系统，是国内规模最大的表计出口企业。公司2009年才开始进入国网招标体系，两网中标率已稳居前十。2016年公司海外营收占比55%，毛利占比62%。

### ◆海外表计需求旺盛，新建产线保障营收增长

公司已获得超过15项海外市场认证资质并建立稳固的海外销售渠道。公司在印尼市场智能电表市占率稳居第一，子公司巴西ELETRA是巴西目前最大电表厂商和供应商。公司海外电表盈利能力超过国内业务，近年维持超过40%高毛利率。为突破产能瓶颈，公司新建800万台智能电表以及终端产线，我们认为新增产能释放将为公司电表营收增长奠定坚实基础。

### ◆一体化解决方案构筑护城河，定制化满足海外客户不同需求

公司依托对客户需求的深刻理解以及自身系统集成能力，由设备供应商拓展至综合解决方案提供商。公司近三年配用电系统营收复合增长率超过13%，长期维持50%以上毛利率水平。系统解决方案单个项目规模可达千万级水平，且具有较高技术壁垒，有助于公司深度绑定客户并获取后续设备升级、改造以及系统运维业务订单，进一步拓展公司盈利空间。

### ◆补充一次设备产线成立运维公司，拓展总包业务和电力运维

公司新建4.3万(套)/台变电站成套设备、输配电成套设备产线，完成配网侧一、二次设备产业布局。公司通过深度挖掘现有客户需求，积极开拓输配网工程总包集成项目，同时将业务拓展至电力运维，已获得10亿运维订单。以非洲为例，很多国家电气化水平不足10%，海外新兴市场电力基建需求旺盛。我们认为公司总包和运维业务有望成为未来增长新亮点。

### ◆投资建议

我们预计公司2017-2019年EPS分别为1.58、1.98、2.50元，考虑公司成熟海外市场布局、强大集成能力以及配网总包和运维业务前景，给予公司目标价52.5元，对应17年33倍PE水平，首次给予“增持”评级。

### ◆风险提示

海外市场电力基建需求不达预期，海外市场拓展不达预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,000	2,181	2,637	3,413	4,180
营业收入增长率	16.39%	9.02%	20.94%	29.39%	22.48%
净利润(百万元)	433	521	600	752	953
净利润增长率	22.40%	20.26%	15.15%	25.25%	26.72%
EPS(元)	1.14	1.37	1.58	1.98	2.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.07%	12.46%	12.39%	13.71%	15.12%
P/E	40	34	30	24	19
P/B	11	4	4	3	3

### 增持(首次)

当前价/目标价: 45.92/52.50元

目标期限: 6个月

### 分析师

刘锐(执业证书编号: S0930517030002)

021-22169116

[liur@ebscn.com](mailto:liur@ebscn.com)

### 联系人

唐雪雯

021-22169102

[tangxw@ebscn.com](mailto:tangxw@ebscn.com)

### 市场数据

总股本(亿股): 3.81

总市值(亿元): 174.74

一年最低/最高(元): 28.36/69.00

近3月换手率: 50.54%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.28	0.37	0.00
绝对	-0.09	2.49	0.00

### 相关研报



表 2：2016 年同行业公司业务毛利率水平以及海外收入占比对比

	毛利率 %	海外收入 (单位: 亿元)	国内收入 (单位: 亿元)	海外收入占比 %
林洋能源	33%	0.89	13.53	7%
炬华科技	37%	1.05	10.89	9%
海兴电力	45%	11.92	9.85	55%

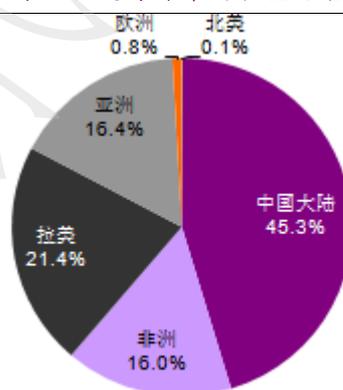
资料来源：公司年报

## 2、海外市场空间广阔，提前布局尽享先发优势

### 2.1、海外市场空间广阔

公司最早由海外市场开始突破，目前表计产品已销往全球 80 多个国家和地区，覆盖“一带一路”沿线 36 个国家。公司海外市场集中于南美、非洲以及东南亚等新兴市场，2016 年，这三大海外市场收入占比合计超过 50%。

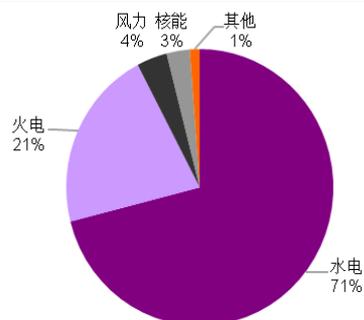
图 4：公司 2016 年亚、非、拉美海外市场占整体营收比重超过 50%



资料来源：公司公告

**智能电网建设推动巴西智能电表需求增长。**巴西是拉美最大电力市场，当地水电资源丰富，水电发电比例超过 70%。受季节因素影响，每到夏季和旱季，电力供应中断现象时有发生，巴西急需通过推动智能电网建设，补充风电、太阳能、核电等多种可再生能源发电形式，有效缓解枯水期对电网供电造成的不利影响。智能电表是构建智能电网的重要组成部分，巴西电力部门规划至 2022 年，各大电力公司合计将完成约 6350 万个智能电表的安装。

图 5：巴西电力来源构成（按发电形式）

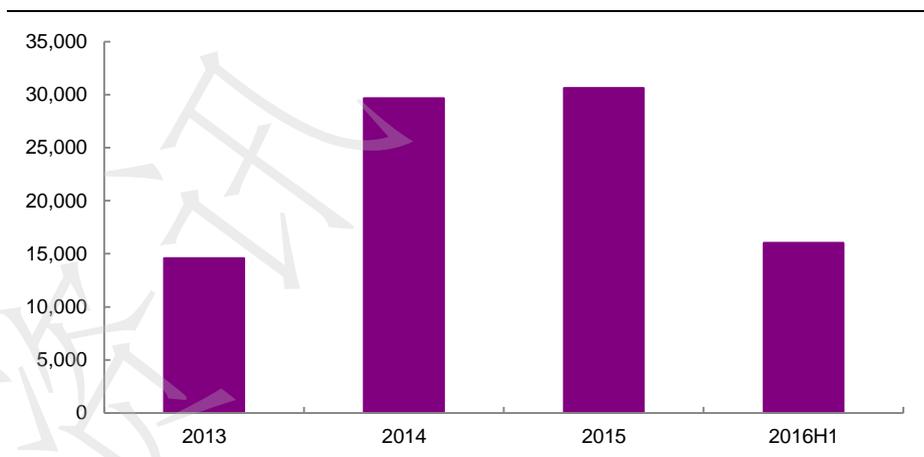


资料来源：中国电力网

**巴西智能电表安装尚未大规模启动。**2013年，作为巴西市值最大配电企业，巴西圣保罗国家输电公司宣布启动智能电表试点项目，电表安装于2014年启动，电表安装规模仅6万台。我们认为，伴随试点的逐渐落地以及推广，智能电表市场需求有望于近两年大幅出现爆发。

巴西政府对电子测量仪表设置60%进口关税以及严格的INMETRO认证制度，导致巴西市场进入壁垒较高。2010年，公司通过与本地表计厂商FAE合资组建巴西ELETRA，在巴西本地生产和销售的单相表和三相表。2016年巴西ELETRA和海兴巴西合计实现净利润9246万，占净利润比重接近18%。目前，公司已成为巴西CEMIG DISTRIBUIÇÃO S.A.、CELPA - Centrais Elétricas Pará S/A等大型电力公司的主要供应商，在巴西当地市占率接近60%。我们认为公司将在巴西智能电表启动中充分受益。

**图6：近年公司巴西市场电表销售收入情况（单位：万元）**



资料来源：招股说明书

**非洲电力系统基础相对薄弱，尚有巨大建设空间。**非洲电力工业分布比较集中，发电以火电为主。非洲当地拥有丰富的水能资源，其理论水能蕴藏量为4万亿kWh，约占全球10%，其中可开采水资源为1万亿kWh，占全球比重12.2%。对比非洲丰富的可开采发电资源，非洲目前人均年用电量不足500kWh，无电人口约6.21亿，许多国家电气化程度不到10%，非洲电力系统亟待开发且潜力巨大。

相比功能复杂的智能电表，非洲电力公司更偏好键盘式预付费表作为电能计量工具。预付费表功能简单，价格更低，可以确保电费的收取，进而保障配售电公司的盈利能力。据统计，目前80%的非洲国家选择符合南非STS标准的键盘式预付费表作为电能计量工具，非洲每年安装的键盘式预付费表数量已超过1000万台。南非市场对进口电表产品以及参与政府招标企业有相应资格认证要求，且偏好本地厂商，公司采用通过母公司直接销售以及通过海外子公司销售相结合的方式开展业务，目前已覆盖Conlic、EPG等主要电力公司。

伴随电力基础设施以及智能电网建设推进，全球其他地区智能电表市场同样空间巨大。截止目前已经有多个国家发布关于智能电表安装建设的规划。

表 3：全球其他国家或地区智能电表安装规划

国家	全球智能电表安装规划
马来西亚	马来西亚最大电力公司 TenagaNasionalBerhad 已实施 AMR 项目，为 4.5 万大客户配备了智能电表和 GSM 解调器，并计划实施 AMI 系统和部署智能电表
泰国	省级电力公司 PEA 计划在 2020 年之前在服务区域内安装超过 1,500 万只智能电表
英国	计划在 2020 年之前，实现为 3000 万家庭安装 5300 万只智能表计的目标，投资金额约 113 亿英镑
法国	法国电网输送公司预计投入 43 亿欧元，并计划到 2020 年，智能电表安装数量达到 2500 万个，家庭智能电表普及率达到 80%。
泰国	计划到 2026 年在智能电网基础设施建设中投资约 264 亿
新加坡	宣布正式加入国际能源机构(IEA)，并发出征求智能电表试验的建议

资料来源：光大证券研究所整理

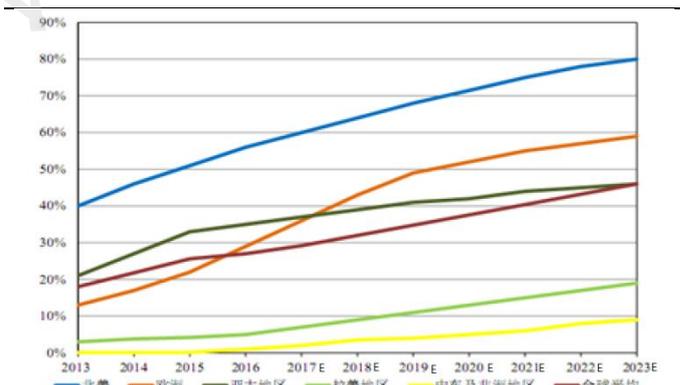
2015 年全球智能电表销售金额达到 40 亿美元，到 2021 年，全球智能电表年销售额有望超过 55 亿美元。根据美国知名智能电网领域咨询公司 Northeastern Group 发布的《新兴市场智能电网报告》预测，随着新兴市场智能电网建设的逐步推进，至 2026 年，全球 50 个新兴市场（金砖国家、中欧、东欧、东南亚等地区）的智能电表覆盖率将达到 61%。

图 7：2014 年-2021 年全球电表销售规模



资料来源：IHS

图 8：全球各地区智能电表配装比率（占总安装数）



资料来源：公司招股书

海外电力市场进入壁垒较高，公司先发优势明显。与国内电网公司类似，公司通过招投标形式取得海外销售订单，产品需要经过国内电网公司类似产品认证流程，取得相应资质，而这类资质获取时间通常为 1-3 年不等。公司目前已通过包括国际 IEC、美国 ANSI、欧洲 DLMS 等在内的多项国际认证，是目前国际市场资质较完整的中国企业之一。我们认为，公司在海外市场开拓与经营方面经验丰富，有望依托目前已有资源进一步发掘新兴市场机会，实现公司业绩增长。

图 9：公司海外电力市场资质认证完整



资料来源：光大证券研究所整理

## 2.2、海外渠道优势显著，系统提供模式构筑护城河

公司针对不同市场类型，采用不同模式进行市场开拓。对于巴西等重点海外市场，公司通过直接设立控股型或者全资生产型经营企业以更好满足当地客户需求，实现快速响应；对于其他市场，公司通过建立本地销售团队或者参股生产企业的形式开发海外市场。

图 10：公司采用多种方式布局海外市场



资料来源：公司公告，光大证券研究所

**着力发展直销模式，把握海外销售渠道。**采用直销模式，公司可以直接面对最终客户，更好掌握客户资源。近年来公司通过直销模式实现的销售收入占同期海外收入比例持续提升，已达到近 85% 的水平。

表 4：公司直销模式收入占海外收入比重不断提升（单位：万元）

营销模式	2015 年	占比	2014 年	占比	2013 年	占比
直销	100,830	85%	72,306	80%	67,173	76%
经销	18,213	15%	18,170	20%	21,020	24%
合计	119,043	100%	90,476	100%	88,193	100%

资料来源：公司公告

**综合解决方案技术壁垒高且需求旺盛，构建系统增加客户粘性。**与国内电网不同，公司海外客户自身系统集成能力较弱，相比单纯设备供应，更偏好一体化解决方案。系统解决方案提供对于产品研发以及系统整合能力要求

高，更为重要的是需要经过长期的客户培育才能充分发掘和响应客户的需求，进而进行定制化开发。公司通过提供系统解决方案深度绑定客户，规避了单纯电表供应容易走向的低价中标模式，同时有助于持续获得后期设备更换、升级相关订单以及运维服务机会，进一步拓宽公司盈利空间。

表 5：公司为海外电力用户提供多种配用电解决方案

时间	客户	方案
2014 年	塔吉克斯坦电力公司	计量数据服务解决方案，包括 AMI 系统、Billing 系统和 MDM 系统
2014 年	南非 Citypower 电力公司	MDC 数据采集系统
2014 年	塞内加尔国家电力公司	预付费售电系统
2014 年	孟加拉国下属电力局	孟加拉国家统一预付费项目售电系统
2015 年	肯尼亚 KPLC	成套大用户计量防窃电、自动抄表、线损计量分析解决方案

资料来源：招股说明书

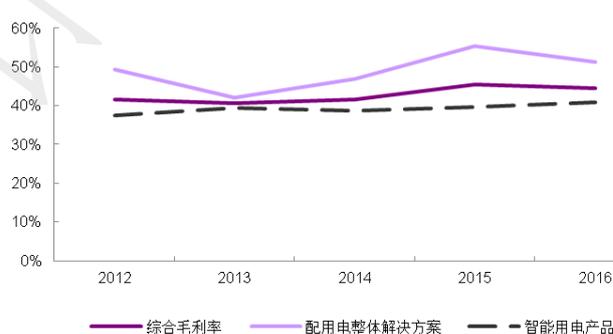
公司配用电系统解决方案业务增长迅速，近三年复合增长率超过 13%，由于包含软件、系统等高附加值产品，毛利率稳定维持在 50% 以上，较电表产品高出将近 10 个百分点，有效提升公司盈利能力。

图 11：公司智能配用电解决方案稳健增长（单位：百万）



资料来源：公司年报

图 12：智能配用电系统业务毛利率高

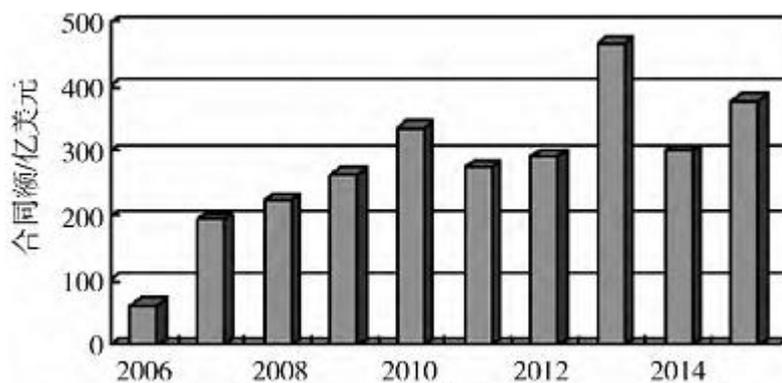


资料来源：公司年报

### 3、深度挖掘现有客户需求，补充一次设备拓展 EPC 建设和配网运维

亚非拉美等新兴市场电力基础设施薄弱且本地设备企业技术相对落后，进口依赖程度高。相比欧美等发达国家可以自行完成电力系统设计、建设和运营而仅采购设备，新兴市场电力公司在电力建设上相对落后，包含工程设计、设备采购到后期建设运维的 EPC 工程总包模式需求更加旺盛。“十二五”期间，我国海外电力项目签约合同额累计达到 1716 亿美元，较“十一五”期间增长 58%，截止 2015 年，中国企业已进入超过 70 多个国家和地区的电力市场。

图 13: 2006-2015 年境外电力项目签约额



资料来源:《南方能源建设》

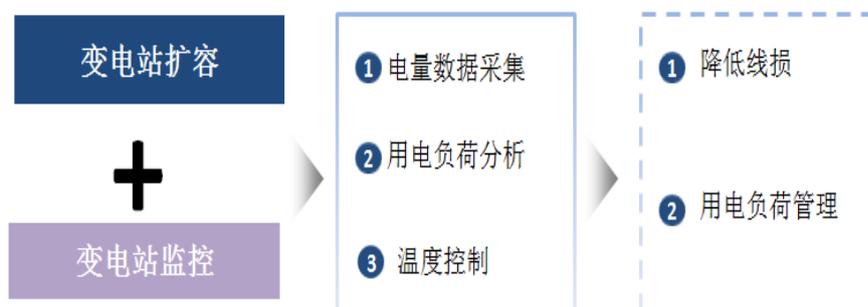
表 6: 2015 年境外电力项目签约额排名前十国家

排名	国别	项目数 (个)	合同额 (亿美元)	占比/%
1	印度尼西亚	19	49	13%
2	安哥拉	3	45	12%
3	巴基斯坦	21	40	11%
4	赞比亚	5	20	5%
5	老挝	10	18	5%
6	喀麦隆	3	17	5%
7	菲律宾	18	17	5%
8	土耳其	7	17	5%
9	阿根廷	2	16	4%
10	孟加拉	12	16	4%

资料来源:《南方能源建设》, 光大证券研究所

公司海外客户以发展中国家电力公司为主, 公司深度挖掘现有客户电力建设需求, 目前已进入输配电总包领域, 承建多个变电站工程成套项目以及配电网智能化改造工程。

图 14: 公司印尼变电站改造工程

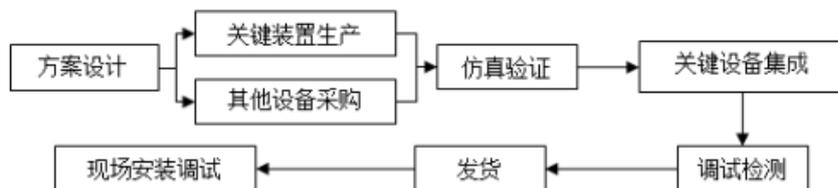


资料来源: 光大证券研究所

公司现有产品集中在配用电领域二次设备及系统解决方案, 通过补充一次设备, 形成以二次设备为核心竞争力、一二次设备协同发展的产业布局。

公司拟投资 4 亿元，形成变电站成套设备、输配电成套设备等 4.3 万台（套）设备生产能力（其中配网终端、高压计量等关键装置由公司自行生产，其余设备外购后集成），进一步加强公司工程承包领域综合实力。

图 15：公司变电站以及输配电成套设备集成工艺流程



资料来源：招股说明书

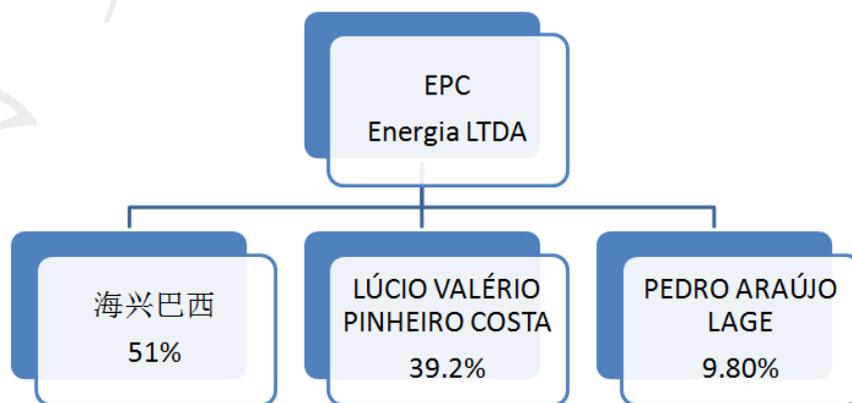
表 7：公司募投输变电配套设备项目

关键项目	盈利预测
年营业收入（万元）	68,375.00
年总成本费用（万元）	57,548.00
年增值税（万元）	4,303.00
营业税金及附加（万元）	430.00
年利润总额（万元）	10,396.00

资料来源：公司公告

设备集成商拓展综合运维，成立合资公司获得超 10 亿运维订单。2017 年，公司全资子公司海兴巴西出资 1275 万雷亚尔（约 2690 万人民币）与巴西本地投资商成立合资公司，从事配电网运维，其中海兴巴西持股 51%。

图 16：合资公司股权结构图



资料来源：公司公告

合资方具备多年与巴西当地电力公司业务往来经验，合资公司目前已获得巴西最大电力局 CEMIG 5 年电力运维合同，为 MINAS 州 155 个城市提供 5 年电力运维合同，合同总金额约 10 亿。我们认为电力运维服务能够为公司带来稳定现金流，同时能够带动公司相关一次设备销售并有望实现异地复制，将有力补充公司目前整体业务布局，发挥强效协同作用。

#### 4、更换周期启动将带动国内智能电表市场回暖

智能电表需求主要由电网存量传统电表替代、已安装智能电表更新置换、以及新增住房电表安装构成。国家电网是近年来推动智能电表应用的主力，

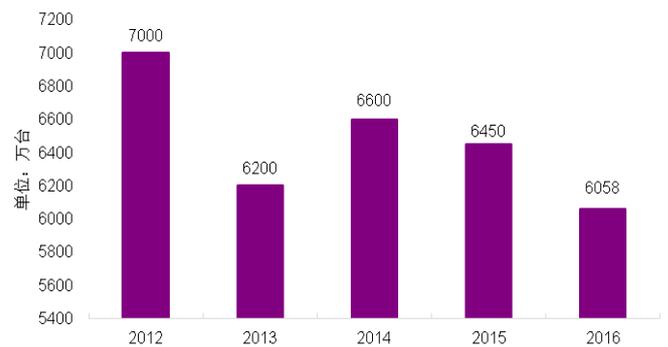
截止 2016 年底国家电网累计采购智能电表接近 5 亿只，累计安装智能电表超过 3.7 亿只。

图 17：近五年国网智能电表招标情况



资料来源：中国电工仪器仪表信息网、光大证券研究所整理

图 18：近五年国网智能电表安装情况



资料来源：中国电工仪器仪表信息网、光大证券研究所整理

我们认为，随着国网区域智能电表覆盖率的提升，来源于传统电表替代的需求逐步下降，2017 年国网区域智能电表安装需求将出现下滑。2016 年南网启动智能电表招标，两批合计招标 1314 万台智能电表。我们预计南网智能电表总需求量约为国网五分之一，若至 2020 年完成智能电表全替换，2017-2020 年南网电表招标将保持每年 1500 万台以上招标量。2017 年两网招标规模合计在 6000-7000 万台左右。国家电网智能电表的大规模安装始于 2010 年，考虑国家表计产品 8 年替换周期要求以及智能电表 IR46 新标准启用，我们预计国内智能电表需求将于 2018 年开始出现回升。

图 19：2017-2020 年国内电表招标规模预测



资料来源：光大证券研究所

公司近年大力开拓国内市场，积极参加国网以及南网统一组织的集中招标。2013 年-2016 年，公司智能表计相关业务复合增速接近 15%。2016 年公司国网智能电表中标 179.4 万台，中标数量排名前十；南网方面，公司两批合计中标智能电表 103.3 万台，中标数量排名前五。

表 8：2014-2016 年公司国网智能电表中标情况

	2016 年	2015 年	2014 年
单相智能表 (单位: 台)	1,456,000	2,470,769	2,764,811
单相智能表中标比重 %	2.6%	3.3%	3.2%
三相智能表 (单位: 台)	337,721	549,025	418,831
三相智能表中标比重 %	3.9%	5.2%	5.2%

资料来源：国家电网电子商务平台

产能利用率接近饱和，募集资金扩充国内、海外产线。近年来公司表计业务增长迅速，公司产能已达瓶颈。2016 年公司启动国内以及巴西智能电表产线建设，合计新增 800 万台智能表计产能，其中巴西公司 ELETRA 将新增 150 万台智能电表产能。截止 2016 年底，巴西产线项目投入进度已超过 75%，国内智能表计项目投入进度已超过 50%，预计相关产能将于今明两年释放，为公司未来业绩增长提供充分保障。

表 9：公司新建产线将大幅提升公司现有产能

项目	单相智能电表 (单位: 万只)	三相智能电表 (单位: 万只)	其他配套终端 (单位: 万只)	智能用电系统(单 位: 万套/台)
公司现有产能	700	100	300	100
年新增 650 万只 智能仪表/终端	500	50	100	-
巴西建设智能电 力计量产品产线	100	50	-	7
合计	1300	200	400	107

资料来源：公司公告

## 5、估值水平与投资评级

### 5.1、盈利预测

#### 核心假设：

1、以拉美、非洲以及亚洲等发展中国家为主的海外市场电力基建及智能电网建设将带动电表安装需求持续旺盛，南网智能电表招标启动缓解国网智能电表招标规模下降，未来几年整体电表业务有望实现 15%-20% 左右增长。公司目前产能受限，新建 800 万智能电表以及终端产能将于今年下半年开始逐渐释放，将保障公司电表业务收入增长；

2、公司凭借用电设备打开海外电力市场，深度挖掘现有客户配网侧综合解决方案需求，海外电力市场用电需求增长推动配用电领域投资增长，公司智能用电系统以及智能配电系统有望维持 30% 左右营收增长；

3、公司海外 EPC 业务已有很好的基础，募投项目补充一次设备产能，加强总包和集成能力，公司总包能力加强将进一步带动配用电相关业务营收增长。

表 10: 公司收入结构预测 (单位: 百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>智能用电产品</b>					
营业收入	1,275	1,393	1,631	1,923	2,282
营业收入增长率	16%	9%	17%	18%	19%
营业总成本	769	823	946	1,110	1,312
毛利率	40%	41%	42%	42%	43%
<b>配用电整体解决方案</b>					
营业收入	647	699	900	1,163	1,505
营业收入增长率	33%	8%	29%	29%	29%
营业总成本	289	341	423	546	707
毛利率	55%	51%	53%	53%	53%
<b>电力云服务</b>					
营业总收入	38	39	46	56	67
营业收入增长率	21%	3%	20%	20%	20%
营业总成本	15	20	20	24	29
毛利率	59%	48%	56%	56%	56%
<b>电网基础设施建设及运营类</b>					
营业收入	3	0	0	200	240
营业收入增长率	137%	199%	-	-	20%
营业总成本	1	0	0	110	132
毛利率	81%	0%	0%	45%	45%
<b>其他业务</b>					
营业收入	38	50	60	72	86
营业收入增长率	-4%	31%	20%	20%	20%
营业总成本	17	26	30	36	43
毛利率	55%	47%	50%	50%	50%
<b>营业总收入</b>	<b>2,000</b>	<b>2,181</b>	<b>2,637</b>	<b>3,413</b>	<b>4,180</b>
<b>营业总成本</b>	<b>1,091</b>	<b>1,210</b>	<b>1,419</b>	<b>1,826</b>	<b>2,224</b>
<b>毛利率</b>	<b>45%</b>	<b>44%</b>	<b>46%</b>	<b>46%</b>	<b>47%</b>
<b>营业收入增长率</b>	<b>16%</b>	<b>9%</b>	<b>21%</b>	<b>29%</b>	<b>22%</b>

资料来源: 光大证券研究所

我们预计公司 2017 年-2019 年净利润分别为 6.00 亿元、7.52 亿元、9.53 亿元, 2017-2019 年 EPS 分别为 1.58、1.98、2.50 元, 考虑公司成熟海外市场布局、强大集成能力以及配网总包和运维业务前景, 给予公司目标价 52.5 元, 对应 17 年 33 倍 PE 水平, 首次给予“增持”评级。

## 5.2、相对估值

选取和公司主营业务接近的上市公司炬华科技、科陆电子和林洋能源, 根据 PE 指标进行相对估值。

表 11: 可比公司估值水平

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE		
			16	17E	18E	16	17E	18E
300360.SZ	炬华科技	15.33	0.70	0.80	0.93	27	19	16
002121.SZ	科陆电子	8.78	0.23	0.32	0.43	78	28	21
601222.SH	林洋能源	7.51	0.28	0.41	0.51	26	18	15

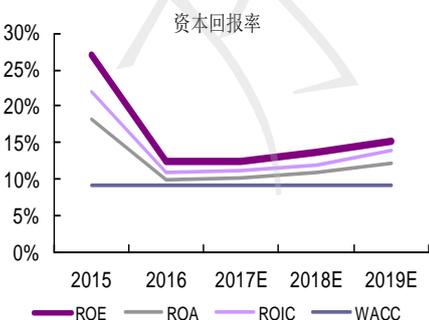
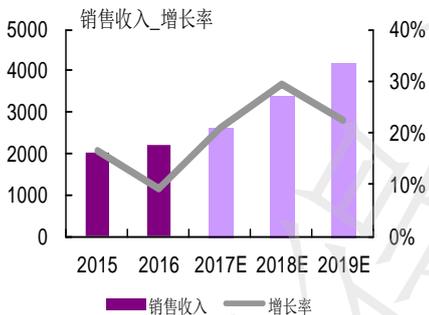
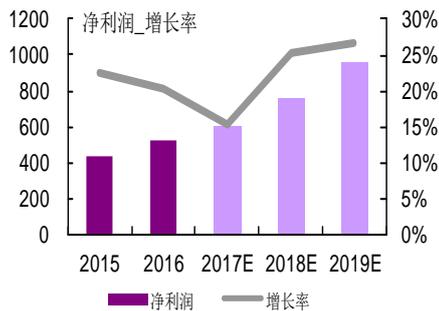
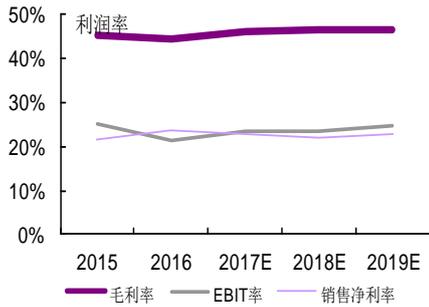
603556.SH	海兴电力	45.92	1.81	1.58	1.98	35	33	27
-----------	------	-------	------	------	------	----	----	----

资料来源: Wind, 光大证券研究所

2016年-2018年行业可比公司估值均值分别为43倍、22倍以及17倍,考虑公司海外市场布局领先,先发优势显著;提供高技术壁垒配用电综合解决方案,深度绑定客户增加客户粘性;本地化经营,深度挖掘客户需求拓展输配电总包业务以及电网运维,我们给予公司一定估值溢价,认为公司2017年P/E在30-35倍水平。

### 5.3、风险提示:

- 1、海外市场电力基建需求以及智能电网建设不达预期,导致公司用电设备以及配用电系统销售不达预期;
- 2、公司新增800万智能电表以及终端产能释放不及预期,导致公司产能受限,无法完成客户订单需求抑制营收增长。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>2,000</b>	<b>2,181</b>	<b>2,637</b>	<b>3,413</b>	<b>4,180</b>
营业成本	1,091	1,212	1,419	1,826	2,224
折旧和摊销	27	30	62	94	123
营业税费	11	20	26	34	42
销售费用	205	205	224	290	355
管理费用	189	252	346	444	502
财务费用	39	-83	-7	-4	3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	-11	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>467</b>	<b>536</b>	<b>628</b>	<b>803</b>	<b>1,036</b>
<b>利润总额</b>	<b>516</b>	<b>605</b>	<b>696</b>	<b>872</b>	<b>1,105</b>
少数股东损益	1	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>433.41</b>	<b>521.23</b>	<b>600.22</b>	<b>751.78</b>	<b>952.66</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>2,381</b>	<b>5,273</b>	<b>5,912</b>	<b>6,862</b>	<b>7,783</b>
流动资产	1,878	4,660	4,661	5,252	6,101
货币资金	1,003	2,072	1,840	2,048	2,519
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	513	645	780	1,009	1,236
应收票据	23	31	53	68	84
其他应收款	30	24	47	61	75
存货	280	363	413	531	647
可供出售投资	1	1	1	1	1
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	28	18	18	18	18
固定资产	153	342	628	933	1,113
无形资产	131	161	153	145	138
<b>总负债</b>	<b>780</b>	<b>1,090</b>	<b>1,068</b>	<b>1,376</b>	<b>1,482</b>
无息负债	630	828	864	1,073	1,278
有息负债	150	262	204	303	204
<b>股东权益</b>	<b>1,601</b>	<b>4,183</b>	<b>4,843</b>	<b>5,485</b>	<b>6,301</b>
股本	280	373	381	381	381
公积金	515	2,587	2,736	2,736	2,736
未分配利润	834	1,236	1,741	2,383	3,199
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>458</b>	<b>499</b>	<b>472</b>	<b>668</b>	<b>905</b>
净利润	433	521	600	752	953
折旧摊销	27	30	62	94	123
净营运资金增加	161	1,638	471	639	634
其他	-163	-1,690	-661	-817	-805
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-89</b>	<b>-1,795</b>	<b>-714</b>	<b>-453</b>	<b>-195</b>
净资本支出	-98	-100	-714	-454	-196
长期投资变化	28	18	0	0	0
其他资产变化	-18	-1,712	1	1	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>-164</b>	<b>2,133</b>	<b>10</b>	<b>-7</b>	<b>-238</b>
股本变化	0	93	7	0	0
债务净变化	-3	112	-57	99	-99
无息负债变化	-35	198	36	209	204
<b>净现金流</b>	<b>202</b>	<b>863</b>	<b>-232</b>	<b>208</b>	<b>471</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	16.39%	9.02%	20.94%	29.39%	22.48%
净利润增长率	22.40%	20.26%	15.15%	25.25%	26.72%
EBITDA/EBITDA 增长率	33.79%	-6.86%	38.12%	30.75%	30.16%
EBIT/EBIT 增长率	36.12%	-7.85%	33.52%	28.78%	30.01%
<b>估值指标</b>					
PE	40	34	30	24	19
PB	11	4	4	3	3
EV/EBITDA	25	34	27	21	16
EV/EBIT	26	36	29	23	18
EV/NOPLAT	31	42	34	27	21
EV/Sales	7	8	7	5	4
EV/IC	7	5	4	3	3
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	45.47%	44.44%	46.18%	46.49%	46.79%
EBITDA 率	26.52%	22.65%	25.87%	26.14%	27.78%
EBIT 率	25.19%	21.29%	23.51%	23.39%	24.83%
税前净利润率	25.79%	27.73%	26.40%	25.55%	26.44%
税后净利润率 (归属母公司)	21.67%	23.90%	22.76%	22.03%	22.79%
ROA	18.23%	9.89%	10.15%	10.96%	12.24%
ROE (归属母公司) (摊薄)	27.07%	12.46%	12.39%	13.71%	15.12%
经营性 ROIC	22.08%	10.93%	11.20%	11.93%	13.82%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.93	5.59	5.74	4.69	4.98
速动比率	2.49	5.16	5.23	4.22	4.45
归属母公司权益/有息债务	10.67	15.98	23.69	18.10	30.82
有形资产/有息债务	14.80	19.40	28.06	22.09	37.28
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	1.14	1.37	1.58	1.98	2.50
每股红利	0.00	0.25	0.29	0.36	0.46
每股经营现金流	1.20	1.31	1.24	1.76	2.38
每股自由现金流(FCFF)	0.50	-3.37	-1.54	-0.77	0.54
每股净资产	4.21	10.99	12.73	14.42	16.56
每股销售收入	5.26	5.73	6.93	8.97	10.98

资料来源：光大证券、上市公司

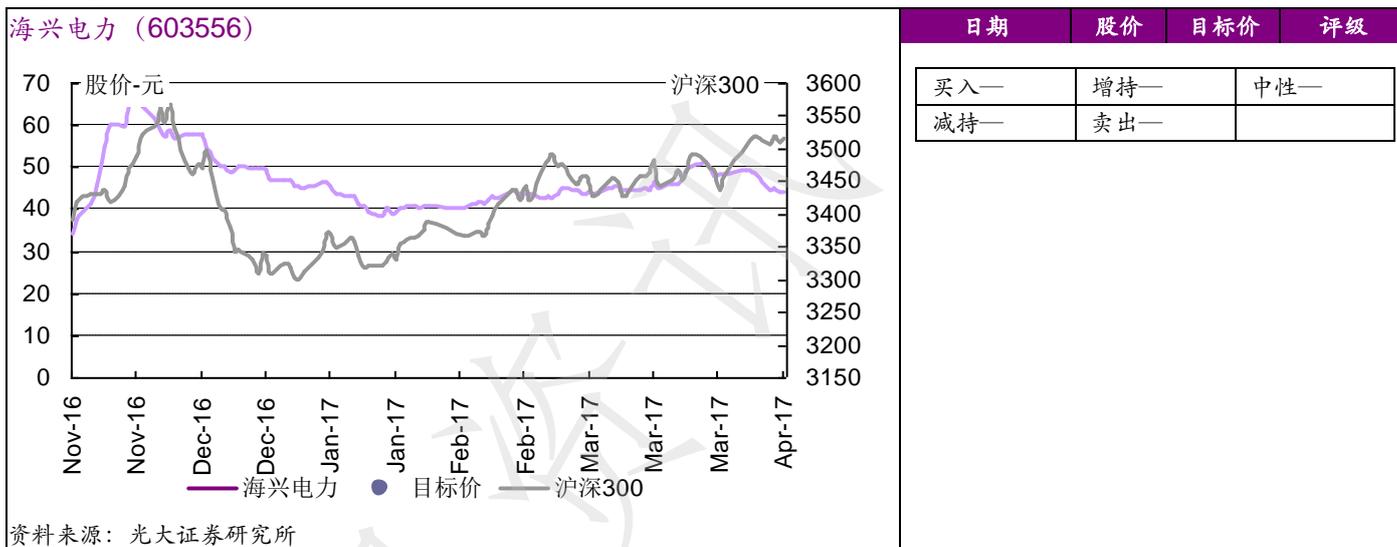
### 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 分析师介绍

刘锐，清华大学电机系博士，实业（国家电网公司中国电力科学研究院，负责电力设备研究和行业管理）和券商（电力设备与新能源行业研究）累计 9 年的工作经验，2015 年加盟光大证券，负责电力设备与新能源行业研究。

### 投资建议历史表现图



### 行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
  - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
  - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
  - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
  - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
  - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

### 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com

	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com