

2018年06月12日

天沃科技 (002564.SZ)

公司分析

工程 EPC 业务订单饱满，布局光热抢占先机

投资要点

- ◆ **事件：**2018年6月7日公司公告，以7.28元/股的价格发行股票1.47亿股，募集资金10.71亿元，用于“玉门郑家沙窝熔盐塔式5万千瓦光热发电项目”。其中，上海电气以7.3元/股，认购了5.91亿元。认购完成后，上海电气持有天沃科技9.19%的股权，成为公司第二大股东。
- ◆ **收购并增资玉门鑫能，进军光热发电新兴产业：**公司于2017年6月23日，完成玉门鑫能光热第一电力有限公司85%股权的收购。玉门光热项目预计今年内建设完成，该项目总投资17.9亿元。酒泉市人民政府网站报道，该项目是全球首个基于二次反射的商业化塔式电站，建成后预计年可发电2.16亿千瓦时，可实现销售收入2.48亿元。光热发电是区别于光伏发电的另外一种利用太阳能发电的形式。我国十三五电力规划光热装机将达5GW，市场规模约1500亿元，2016年全国启动了首批20个示范项目，18年底建成投产的，可执行1.15元/度的标杆电价。光热发电具有储能成本低、可错峰实现连续发电等优点，相关技术成熟之后，光热发电具备广阔的发展前景。
- ◆ **电力工程 EPC 业务订单饱满，力图打造国际一流电力工程、新能源与清洁能源的综合性服务商：**据2017年年报披露，截至2018年3月底，公司在手订单189.67亿元，较去年增长1.84%。其中，电力工程、清洁能源工程业务订单162.75亿元，压力容器制造23.43亿元，海工、军工等其他业务订单3.49亿元。公司预计2018年1-6月归母净利润范围为0.8-1.2亿元，同比增长-11.7%~32.5%，公司传统电力工程等业务经营正常，业绩保持基本稳定。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2018年至2020年每股收益分别为0.30元、0.42元、0.52元。净资产收益率分别为8.40%、10.70%和11.6%，首次覆盖，给予“增持-A”的投资评级。
- ◆ **风险提示：**传统 EPC 业务需求下滑、订单执行不及预期、光热项目收益不及预期

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	1,195.1	10,403.7	12,702.9	14,621.0	16,828.8
同比增长(%)	-39.3%	770.5%	22.1%	15.1%	15.1%
营业利润(百万元)	-360.0	275.9	336.9	495.8	651.7
同比增长(%)	14634.5%	-176.6%	22.1%	47.2%	31.4%
净利润(百万元)	-299.7	225.1	261.1	372.9	456.2
同比增长(%)	-2047.0%	-175.1%	16.0%	42.8%	22.3%
每股收益(元)	-0.34	0.26	0.30	0.42	0.52
PE	-21.5	28.6	24.7	17.3	14.1
PB	2.6	2.4	2.1	1.8	1.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

机械 | 其他专用机械 III

 投资评级 **增持-A(首次)**
 股价(2018-06-12) 7.29 元

交易数据

总市值(百万元)	6,436.45
流通市值(百万元)	4,387.46
总股本(百万股)	882.91
流通股本(百万股)	601.85
12个月价格区间	6.89/10.22 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.56	-2.7	-30.35
绝对收益	-10.55	-11.42	-25.84

分析师

 林帆
 SAC 执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsc.cn
 021-20377188

报告联系人

 肖索
 xiaosuo@huajinsc.cn
 021-20377056

报告联系人

 沈俐婷
 shenliting@huajinsc.cn

相关报告

内容目录

一、2017 年业绩扭亏为盈，2018 年有望实现高增长	3
二、传统电力 EPC 业务在手订单饱满，光热业务有望迎新机	4
（一）打造国际一流电力工程、新能源与清洁能源的综合性服务商	4
（二）收购并增资玉门鑫能，进军光热发电新兴产业	5
三、投资建议	7
四、风险提示	8
附件：光热行业及玉门鑫能光热项目简介	9

图表目录

图 1：公司 2013 年-2017 年营业收入及增速	3
图 2：公司 2013 年-2017 年归母净利润及增速	3
图 3：2017 年公司分业务营收及毛利率（亿元，%）	4
图 4：公司 2008 年-2017 年销售毛利率及净利润变化情况	4
图 5：公司 2014 年-2018 年三项费率变化情况	4
图 6：塔式光热电站示意图	6
图 7：玉门鑫能光热发电项目施工现场	6
表 1：公司 2017 年 2 月底在手订单情况	5
表 2：公司 2018 年 3 月底在手订单情况	5
表 3：玉门光热项目投资安排	6
表 4：光伏和光热发电的对比	7

一、2017 年业绩扭亏为盈，2018 年有望实现高增长

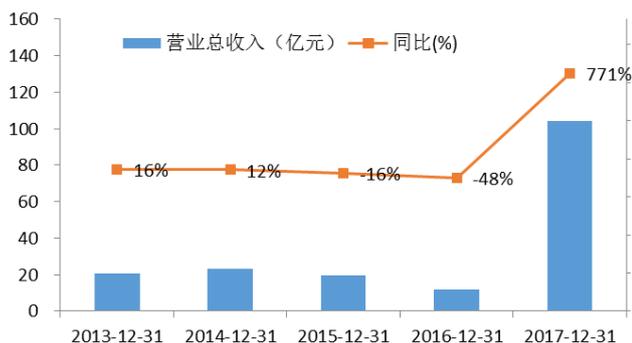
2016 年 10 月，天沃科技公告，拟以支付现金 28.96 亿元的方式向国能工程、余氏投资、协电科技、上海能衡、上海能协等 16 名交易对方购买其持有的中机电力 80% 股权。

2016 年 12 月，公司顺利完成了重组标的资产过户工作，中机电力成为公司下属工程总包与服务业务的重要支柱。

2017 年公司转让新煤化工 100% 股权，转让飞腾铝塑 70% 股权，收购并增资玉门鑫能 85% 股权。当年实现营业总收入 104.04 亿元，同比增长 770.5%，实现归母净利润 2.25 亿元，同比增长 175%；实现扣非归母净利润 0.88 亿元，扭亏为盈。

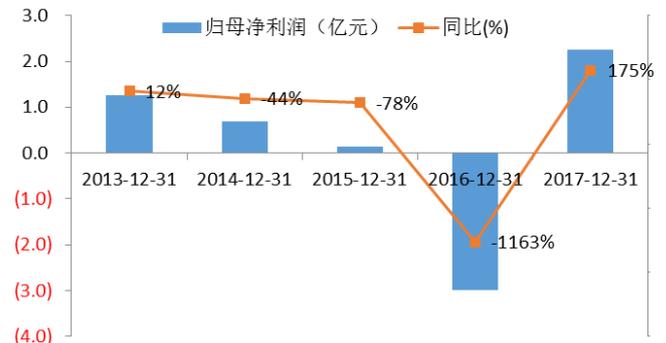
2018 年一季度公司实现营业收入 11.87 亿元，同比下降 60.6%；实现归母净利润-0.549 亿元，同比下降 269.45%。主要是因交期原因，一季度计划内交付项目较少，加之受春节假期、冬季项目施工条件等因素影响，有效工作时间减少，因此一季度完成的产值较上年同期减少，营业收入下降较多。公司预计 2018 年 1-6 月的归母净利润范围为 8000 万元-1.2 亿元，同比变动范围-11.68%-32.47%。公司整体的生产经营正常，业绩保持基本稳定。

图 1：公司 2013 年-2017 年营业收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

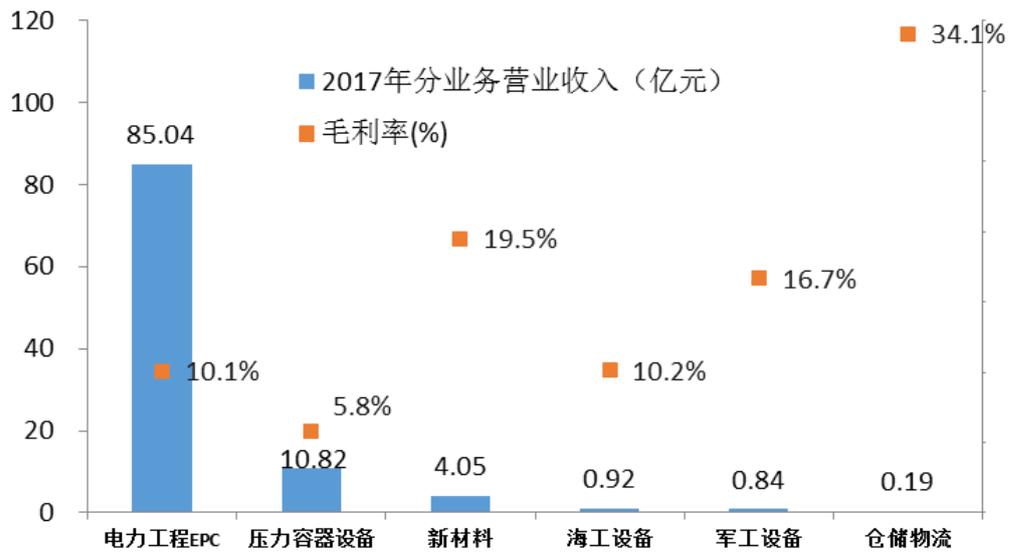
图 2：公司 2013 年-2017 年归母净利润及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

从公司 2017 年分业务业绩来看，公司电力工程 EPC 占比最大，2017 年该业务实现营业收入 85.04 亿元，占比总营业收入 82%，毛利率 10.1%。第二大业务为压力容器设备，2017 年实现营业收入 10.82 亿元，占比 10.4%，毛利率为 5.8%。

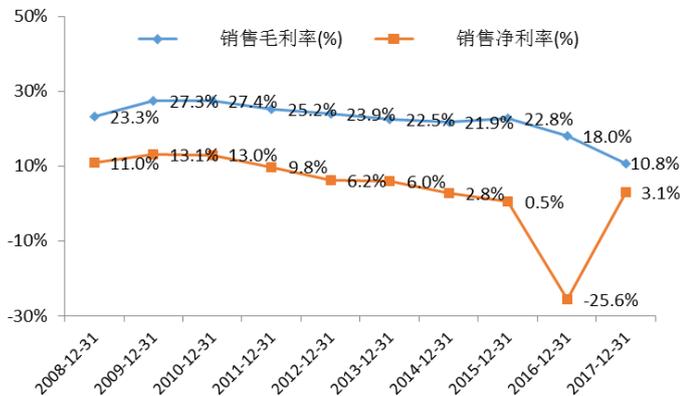
图 3：2017 年公司分业务营收及毛利率（亿元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

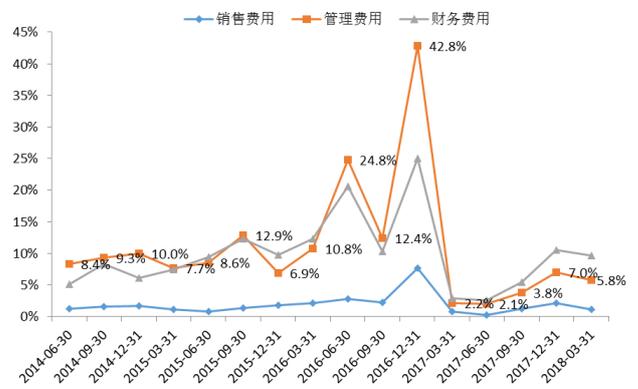
公司 2016 年 12 月完成中机电力的并购之后，2017 年销售毛利率为 10.8%，较 2016 年有所下滑，2017 年销售净利润为 3.1%，较过去 5 年的平均水平有所下降。由于营收规模的大幅增长，三费费率较并购之前的平均水平有所降低。

图 4：公司 2008 年-2017 年销售毛利率及净利润变化情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：公司 2014 年-2018 年三项费率变化情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、传统电力 EPC 业务在手订单饱满，光热业务有望迎新机

（一）打造国际一流电力工程、新能源与清洁能源的综合性服务商

2016 年，公司收购中机电力后，一举成为了国内排名领先的能源建设服务单位，进入区域电厂、自备电站、输变电网络的 EPC 建设领域。

未来公司将以 EPC 业务为重点整合方向，积极转型为以新能源和电力建设为重点的工程总承包服务商，将电力工程、新能源总包业务打造成天沃科技的重要支柱。

中机电力主要目标市场包括企业自备电厂、热电联产等火力发电项目以及光伏电站项目等，已承接约 600 余项海内外火力发电、太阳能发电、生物质发电、垃圾发电、输变电、风力发电等电力工程的设计和总承包工作，EPC 工程总承包服务的项目广泛分布国内各地以及东亚、东南亚、中亚、中东、非洲、南美等广大海外地区。

据公司 2016 年年报披露，截至 2017 年 2 月底，公司在手订单合计达 186.24 亿元，其中新能源业务达 40.82 亿元，电力工程业务达 122.89 亿元，两者占据订单总额的 88%。

表 1：公司 2017 年 2 月底在手订单情况

业务板块		在手订单金额（亿元）
1	电力工程、清洁能源工程业务	163.71
1.1	新能源业务	40.82
1.2	电力工程业务	122.89
2	压力容器设备	18.67
3	海工设备	0.94
4	新材料	0.97
5	物流	0.15
6	其他业务（含军工）	1.8
合计：		186.24

资料来源：公司年报，华金证券研究所

据公司 2017 年年报披露，截至 2018 年 3 月底，公司在手订单合计达 189.67 亿元，较去年增长 1.84%。其中风电光伏业务订单达 40.76 亿元，与 17 年持平；火电、输变电及其他电力工程业务订单达 120.99 亿元，以上电力工程、清洁能源 EPC 工程业务占比总订单额 85.8%。

表 2：公司 2018 年 3 月底在手订单情况

业务板块		在手订单金额（亿元）
1	电力工程、清洁能源工程业务	162.75
1.1	火电	98.14
1.2	光伏	21.49
1.3	风电	20.27
1.4	输变电	3.14
1.5	其他	19.71
2	压力容器设备	23.43
3	海工设备	3.49
合计：		189.67

资料来源：公司年报，华金证券研究所

（二）收购并增资玉门鑫能，进军光热发电新兴产业

2017 年 3 月 18 日，公司公告拟非公开发行股票募集资金不超过 15.7 亿元，用于投资“玉门郑家沙窝熔盐塔式 5 万千瓦光热发电项目”。

2017 年 4 月 7 日，公司公告拟以 4.48 亿元向玉门鑫能增资，玉门鑫能各股东同比例增资。公司向玉门鑫能增资共计 2.95 亿元，玉门鑫能其他各股东同比例增资共计 4,200 万元，合计增资 33,700 万元。玉门鑫能注册资本由 1,000 万元变更至 3.47 亿元。

2017年6月23日，公司完成玉门鑫能光热第一电力有限公司85%股权的收购，自收购完成之日起玉门鑫能纳入合并范围内。

2018年6月7日，公司公告增发股票上市，发行价格为7.28元/股，发行数量1.47亿股，募集资金总额为10.71亿元。其中，上海电气以7.3元/股，认购了5.91亿元。认购完成后，上海电气持股天沃科技9.19%的股权，成为公司第二大股东。由于上海电气旗下有电站、输配电、重工等多个产业集团，与公司EPC业务有良好的协同效应，未来不排除继续增持公司股份的可能。

图 6：塔式光热电站示意图



资料来源：玉门政府网站，华金证券研究所

图 7：玉门鑫能光热发电项目施工现场



资料来源：酒泉市政府网站，华金证券研究所

玉门鑫能光热项目全称“玉门郑家沙窝熔盐塔式5万千瓦光热发电项目”，实施主体玉门鑫能光热第一电力有限公司，简称“玉门鑫能”。厂址位于玉门市玉门镇（现玉门市政府驻地）东北20公里，南靠312国道和高速铁路，四周均为戈壁滩，区域范围内无任何建构物。

玉门光热项目预计今年内建设完成，项目采用塔式二次反射聚光发电技术，采用熔融盐作为吸热、热储能介质，经过熔融盐-水换热系统，产生过热蒸汽，驱动汽轮机发电，安装一台50MW的汽轮发电机组，采用空冷方式。

由于项目所在地玉门境内太阳能资源丰富，日照时间长、太阳辐射强、空气清洁度高、是甘肃省太阳辐射最高的区域之一。电站建设场区日照充足，典型总辐射量为6121MJ/平米，典型年直接辐射量为6844.4MJ/平米，历年日照小时数在2800-3240h之间。由于光热电站在夜间也可工作发电，预计年该项目年发电小时数可超4500小时，预计实际年可发电量达2.25亿千瓦时。

基于项目可行性报告，项目总投资为17.9亿元，其中建设投资17.19亿元，建设期贷款利息6,624万元，铺底流动资金500万元。酒泉市人民政府网站报道，该项目可实现销售收入2.48亿元。

表 3：玉门光热项目投资安排

序号	项目名称	投资额（万元）	占投资额比例（%）	资金来源
1	建设投资	171,888	96.02%	
1.1	建筑工程	26,421	14.76%	募集资金
1.2	设备购置	112,678	62.94%	募集资金
1.3	安装工程	18,070	10.09%	募集资金

序号	项目名称	投资额 (万元)	占投资额比例 (%)	资金来源
1.4	其他费用	14,719	8.23%	企业自筹
2	建设期贷款利息	6,624	3.70%	企业自筹
3	铺底流动资金	500	0.28%	企业自筹
	合计	179,012	100.00%	

资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司通过增发完成光热项目投资，并引进上海电气等实力资金方，有助于光热项目后续建设，同时公司资产负债率将相应下降，有利于增强公司资产结构的稳定性和抗风险能力。光热项目达产后，公司主营业务规模将进一步扩大，业务结构得以优化，公司将在光热发电的新兴领域抢得先机。

表 4：光伏和光热发电的对比

	光热发电	光伏发电
发电原理	聚集太阳光的热能，利用传热介质传递热能，推动汽轮机发电	通过半导体吸收太阳光产生电流实现发电
发电小时数	储能：4000-5000h，不带储能 1000-2000h	800-1500
占地面积 (M2/MW)	35-40	30-35
转化效率	15-35%	10-25%
储能系统	通过熔盐、水等材料进行储能，寿命长，成本低	电池储能，寿命的，消耗大
技术水平	槽式、塔式技术成熟	技术和产品基本成熟
目前建设成本 (元/W)	25-50	5.0-6.0
发电成本 (元/度)	0.6-1.5	0.4-0.8
优势	储能成本低，效率高，发电时间长，可调峰，可与其他热电结合	技术和产业基本成熟，成本在不断下降
劣势	对地理条件要求高	储能成本高，原材料生产维护过程有污染

资料来源：北极星电力网，华金证券研究所

三、投资建议

公司传统 EPC 业务订单饱满，盈利能力稳定。新增光热发电业务，并获上海电气入股支持，发展前景广阔。

我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.30 元、0.42 元、0.52 元。净资产收益率分别为 8.40%、10.70% 和 11.6%，首次覆盖，给予“增持-A”的投资评级。

四、风险提示

- 1、传统 EPC 业务需求下滑
- 2、在手订单执行不及预期
- 3、光热项目收益不及预期。

附件：光热行业及玉门鑫能光热项目简介

资料来源：北极星电力网、公司公告

一、光热行业概况

在我国电力行业发展中，火电一直处于举足轻重的地位。近年来，国内环境污染形势日趋严峻，环保压力日益增大，其中以大气污染为主，并主要呈现为煤烟型污染特征。在全球温室效应加剧、我国大气环境污染日益严重的背景下，发展新能源能有效促进能源供给侧结构改革，实现节能减排，改善大气环境质量。在新能源中，光伏发电、风力发电受气象条件影响较大，具有随机性、间歇性、波动性等不稳定的发电特点，其发电输出对电网冲击较大。近年来清洁能源发电占比不断提升，但是消纳不足的问题依然严重，风机、光伏电站“晒太阳”的现象屡见不鲜。光热发电有其独特优势，利用熔融盐作为储热介质可以将太阳能以热能方式储存起来，并在必要时转化为电能。光热发电可实现全天候发电，与现有电网匹配性好，发电输出更为稳定，可以显著降低电网的接入及消纳成本，并有利于电网消纳更多的不稳定电源，减少弃风弃光现象，优化新能源电力结构。

根据《电力发展“十三五”规划（2016-2020年）》、《可再生能源发展“十三五”规划》，预计2020年全社会用电量6.8-7.2万亿千瓦时，年均增长3.6%到4.8%，人均用电量5000千瓦时左右，接近中等发达国家水平，电能占终端能源消费比重达到27%；建成太阳能光热发电项目500万千瓦，预计市场规模达到1500亿元。酒泉地区拥有大量的光伏、风电电站资源，结合光热发电输出电力比较稳定的特性，可以实现光伏、风电、光热捆绑联合外送，保障直流稳定运行，提高输电效率。随着未来酒泉-湖南±800千伏特高压直流输电工程的建设 and 投运，酒泉地区的新能源可以通过这条输电大通道送往华中地区消纳，缓解华中地区电力供需矛盾，有力拉动内需，实现内陆经济增长。因此，光热行业市场具有非常广阔的是市场前景。

二、光热行业主要技术

太阳能光热发电是指利用大规模阵列抛物或碟形镜面收集太阳热能，通过换热装置提供蒸汽，结合传统汽轮发电机的工艺，从而达到发电的目的。采用太阳能光热发电技术，避免了昂贵的硅晶光电转换工艺，可以大大降低太阳能发电的成本。而且，这种形式将太阳能转化的热能通过介质储存在巨大的容器中，在太阳落山后几个小时仍然能够带动汽轮发电。

太阳能光热发电形式有槽式、塔式、碟式（盘式）、菲涅尔式四种系统：

1、槽式

槽式太阳能热发电系统全称为槽式抛物面反射镜太阳能热发电系统，是将多个槽型抛物面聚光集

热器经过串并联的排列，加热工质，产生过热蒸汽，驱动汽轮机发电机组发电。

2、塔式

1973年世界石油危机后，许多工业发达国家都将太阳能热发电技术作为国家研究开发的重点。从1981-1991年10年间，全世界建造了装机容量500kW以上的各种不同形式的兆瓦级太阳能热发电试验电站余座，其中主要形式是塔式电站，最大发电功率为80MW。

此后，对塔式太阳能热发电的研究开发并未完全中止。1980年美国在加州建成太阳I号塔式太阳能热发电站，装机容量10MW。经过一段时间试验运行后，在此基础上又建造了太阳II号塔式太阳能热发电站，并于1996年1月投入试验运行。

3、盘式

盘式（又称碟式）太阳能热发电系统是世界上最早出现的太阳能动力系统。近段时间以来，盘式太阳能热发电系统主要开发单位功率质量比更小的空间电源。

盘式太阳能热发电系统是由许多镜子组成的抛物面反射镜组成，接收在抛物面的焦点上，接收器内的传热工质被加热到750℃左右，驱动发动机进行发电。

4、菲涅尔式

该模式的工作原理类似槽式光热发电，只是采用菲涅尔结构的聚光镜来替代抛面镜。这使得它的成本相对来说低廉，但效率也相应降低。

此类系统由于聚光倍数只有数十倍，因此加热的水蒸气质量不高，使整个系统的年发电效率仅能达到10%左右；但由于系统结构简单、直接使用导热介质产生蒸汽等特点，其建设和维护成本也相对较低。

三、国内光热行业的相关政策

2016年11月29日，国务院发布《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》（国发[2016]67号），提出大力推进节能技术系统集成及示范应用，鼓励风电、太阳能发电与企业能源供管系统综合集成，推动可再生能源就地消纳。

2016年11月7日，国家发展改革委、国家能源局发布《电力发展“十三五”规划（2016-2020年）》，明确提出推进光热发电试点示范工程，要求“十三五”期间太阳能发电新增投产0.68亿千瓦以上；至2020年，太阳能发电装机达到1.1亿千瓦以上，其中光热发电500万千瓦。

2016年12月10日，国家发展改革委发布《国家发展改革委关于印发〈可再生能源发展“十三五”

规划的通知》(发改能源〔2016〕2619号),提出稳步推进风电、太阳能等可再生能源发展,积极推动光热发电产业化发展,2020年太阳能发电规模达到1.1亿千瓦以上,其中光热发电500万千瓦。

2018年5月18日,国家能源局发布《关于推进太阳能热发电示范项目建设有关事项的通知》(国能发新能〔2018〕46号),提出首批示范项目建设期限可放宽至2020年12月31日,并建立建设内容调整机制,为光热发电行业带来利好。

四、国内主要光热项目

2016年9月14日,国家能源局正式发布了《国家能源局关于建设太阳能热发电示范项目的通知》,确定第一批20个太阳能热发电示范项目名单,包括9个塔式电站,7个槽式电站和4个菲涅尔电站,总装机134.9万千瓦,分别如下:

1、塔式项目

- (1) 青海中控太阳能发电有限公司德令哈熔盐塔式5万千瓦光热发电项目
- (2) 北京首航艾启威节能技术股份有限公司敦煌熔盐塔式10万千瓦光热发电示范项目
- (3) 中国电建西北勘测设计研究院有限公司共和熔盐塔式5万千瓦光热发电项目
- (4) 中国电力工程顾问集团西北电力设计院有限公司哈密熔盐塔式5万千瓦光热发电项目
- (5) 国电投黄河上游水电开发有限责任公司德令哈水工质塔式13.5万千瓦光热发电项目
- (6) 中国三峡新能源有限公司金塔熔盐塔式10万千瓦光热发电项目
- (7) **玉门鑫能光热第一电力有限公司熔盐塔式5万千瓦光热发电项目**
- (8) 北京国华电力有限责任公司玉门熔盐塔式10万千瓦光热发电项目
- (9) 达华工程管理(集团)有限公司尚义水工质塔式5万千瓦光热发电项目

2、槽式项目

- (10) 常州龙腾玉门东镇导热油槽式5万千瓦光热发电项目
- (11) 深圳市金钒新能源科技有限公司阿克塞5万千瓦熔盐槽式光热发电项目
- (12) 中海阳能源集团股份有限公司玉门东镇导热油槽式5万千瓦光热发电项目
- (13) 内蒙古中核龙腾新能源有限公司乌拉特中旗导热油槽式10万千瓦光热发电项目
- (14) 中广核太阳能德令哈有限公司导热油槽式5万千瓦光热发电项目

(15) 中节能甘肃武威太阳能发电有限公司古浪导热油槽式10万千瓦光热发电项目

(16) 中阳张家口察北能源有限公司熔盐槽式6.4万千瓦光热发电项目

3、菲涅尔项目

(17) 兰州大成科技股份有限公司敦煌熔盐线性菲涅尔式5万千瓦光热发电示范项目

(18) 中信张北新能源开发有限公司水工质类菲涅尔式5万千瓦光热发电项目

(19) 华强兆阳能源有限公司张家口水工质类菲涅尔式5万千瓦太阳能热发电项目

(20) 北方联合电力有限责任公司乌拉特旗导热油菲涅尔式5万千瓦光热发电项目

五、玉门鑫能光热项目简介

玉门鑫能光热项目全称“玉门郑家沙窝熔盐塔式5万千瓦光热发电项目”，实施主体玉门鑫能光热第一电力有限公司（以下简称“玉门鑫能”），厂址位于玉门市玉门镇（现玉门市政府驻地）东北20公里，南靠312国道和高速铁路，四周均为戈壁滩，区域范围内无任何建构物。

本项目采用塔式二次反射聚光发电技术，采用熔融盐作为吸热、热储能介质，经过熔融盐-水换热系统，产生过热蒸汽，驱动汽轮机发电，安装一台50MW的汽轮发电机组，采用空冷方式。项目工程计划2017年开工建设，2018年建成投产。

项目总投资为179,012万元，其中建设投资171,888万元，建设期贷款利息6,624万元，铺底流动资金500万元。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,195.1	10,403.7	12,702.9	14,621.0	16,828.8	年增长率					
减:营业成本	979.8	9,281.4	11,280.2	12,946.9	14,901.9	营业收入增长率	-39.3%	770.5%	22.1%	15.1%	15.1%
营业税费	20.2	36.2	63.5	80.4	92.6	营业利润增长率	14634.	-176.6	22.1%	47.2%	31.4%
销售费用	39.8	89.7	102.9	143.3	163.2	净利润增长率	-2047.0	-175.1	16.0%	42.8%	22.3%
管理费用	232.8	321.4	444.6	526.4	605.8	EBITDA 增长率	-97.6%	9373.5	14.1%	13.4%	15.7%
财务费用	183.1	446.8	437.0	393.3	400.2	EBIT 增长率	-194.2	-499.9	9.4%	14.9%	18.3%
资产减值损失	97.5	101.4	82.7	93.9	92.7	NOPLAT 增长率	-175.6	-649.9	-15.2%	8.9%	18.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	58.1%	21.8%	-136.6	-178.9	129.6%
投资和汇兑收益	-1.9	134.1	44.8	59.0	79.3	净资产增长率	-4.9%	13.6%	14.8%	12.4%	14.4%
营业利润	-360.0	275.9	336.9	495.8	651.7	盈利能力					
加:营业外净收支	16.7	-8.7	6.7	4.9	0.9	毛利率	18.0%	10.8%	11.2%	11.5%	11.5%
利润总额	-343.4	267.2	343.5	500.7	652.6	营业利润率	-30.1%	2.7%	2.7%	3.4%	3.9%
减:所得税	-37.5	-53.3	17.2	50.1	65.3	净利润率	-25.1%	2.2%	2.1%	2.6%	2.7%
净利润	-299.7	225.1	261.1	372.9	456.2	EBITDA/营业收入	0.7%	8.1%	7.5%	7.4%	7.5%
						EBIT/营业收入	-14.8%	6.8%	6.1%	6.1%	6.3%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	83.6%	86.0%	89.1%	88.0%	84.6%
货币资金	1,592.4	1,325.5	13,163.7	7,988.9	4,751.4	负债权益比	511.5%	614.8%	820.0%	736.2%	550.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.18	1.11	1.10	1.12	1.15
应收帐款	3,900.2	5,480.3	5,105.4	7,078.8	6,945.2	速动比率	0.67	0.64	0.79	0.74	0.67
应收票据	419.5	1,834.9	635.1	2,207.9	1,064.4	利息保障倍数	-0.97	1.58	1.77	2.26	2.63
预付帐款	768.0	1,321.5	1,217.9	1,696.8	1,658.0	营运能力					
存货	5,198.6	7,439.2	7,920.2	9,708.7	10,582.1	固定资产周转天数	592	66	55	51	44
其他流动资产	82.0	53.3	45.1	60.1	52.8	流动营业资本周转天数	946	162	-27	-104	9
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	2,460	509	645	700	575
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	881	162	150	150	150
长期股权投资	113.2	99.5	99.5	99.5	99.5	存货周转天数	975	219	218	217	217
投资性房地产	55.5	14.9	14.9	14.9	14.9	总资产周转天数	3,597	685	793	831	689
固定资产	1,968.1	1,836.7	2,056.0	2,071.4	2,001.7	投资资本周转天数	1,767	276	79	-8	89
在建工程	95.7	288.6	413.2	429.2	423.4	费用率					
无形资产	368.5	271.0	252.9	233.8	213.7	销售费用率	3.3%	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	2,443.2	2,621.2	2,448.3	2,508.2	2,518.0	管理费用率	19.5%	3.1%	3.5%	3.6%	3.6%
资产总额	17,004.8	22,586.7	33,372.1	34,098.2	30,325.2	财务费用率	15.3%	4.3%	3.4%	2.7%	2.4%
短期债务	2,398.3	3,019.5	2,200.0	2,200.0	2,000.0	三费/营业收入	38.1%	8.2%	7.8%	7.3%	6.9%
应付帐款	4,388.9	6,855.8	19,175.5	17,216.9	14,226.7	投资回报率					
应付票据	740.3	789.7	1,069.7	1,064.4	1,392.0	ROE	-12.1%	8.3%	8.4%	10.7%	11.6%
其他流动负债	2,631.6	5,048.0	3,024.6	5,176.0	4,130.4	ROA	-1.8%	1.4%	1.0%	1.3%	1.9%
长期借款	2,045.7	2,519.4	2,800.0	2,800.0	2,500.0	ROIC	-3.5%	12.1%	8.4%	-25.0%	37.4%
其他非流动负债	2,019.3	1,194.6	1,474.9	1,562.9	1,410.8	分红指标					
负债总额	14,224.2	19,426.9	29,744.8	30,020.2	25,659.9	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	295.1	447.7	513.0	590.8	722.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	739.7	735.8	882.9	882.9	882.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,771.2	1,970.3	2,231.4	2,604.2	3,060.4						
股东权益	2,780.6	3,159.8	3,627.3	4,077.9	4,665.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	-0.34	0.26	0.30	0.42	0.52
净利润	-305.9	320.5	261.1	372.9	456.2	BVPS(元)	2.82	3.07	3.53	3.95	4.47
加:折旧和摊销	189.8	140.7	184.3	197.6	205.7	PE(X)	-21.5	28.6	24.7	17.3	14.1
资产减值准备	94.0	76.2	-	-	-	PB(X)	2.6	2.4	2.1	1.8	1.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	7.7	-20.9	0.6	-1.2	-1.9
财务费用	178.6	440.4	437.0	393.3	400.2	P/S	5.4	0.6	0.5	0.4	0.4
投资损失	1.9	-134.1	-44.8	-59.0	-79.3	EV/EBITDA	1,138.5	13.6	0.1	5.0	6.6
少数股东损益	-6.2	95.4	65.3	77.8	131.2	CAGR(%)	-213.8	22.4%	213.3%	-213.8	22.4%
营运资金的变动	1,221.9	-1,391.0	12,422.5	-5,790.8	-3,364.4	PEG	0.1	1.3	0.1	-0.1	0.6
经营活动产生现金流量	266.6	-509.6	13,325.4	-4,808.3	-2,250.4	ROIC/WACC	-0.4	1.3	0.9	-2.7	4.1
投资活动产生现金流量	-1,111.0	-957.7	-465.2	-151.0	-30.7						
融资活动产生现金流量	892.0	1,159.5	-1,022.0	-215.5	-956.3						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com