

系列之三—风电运营价值几何？

买入 维持

目标价格：15.00元

投资要点：

针对投资者关心的关于金风科技的几个重要问题，我们将以系列报告的形式进行解答，本文是第三篇，从财务报表深度解读公司风电场业务的转型、现金流的匹配研究风电场运营规模的扩张、探讨风电运营业务属性及价值

报告摘要：

- 从财务报表解读风电场业务及转型。** 公司 2007 年开始涉足风电场开发业务，最初的业务模式是开发和销售，目标延伸价值链。2012 年开始，公司提出更具发展增值空间的成熟风电价值链渗透，风电场的销售不再被重点提出来，风电运营正式成为公司的重要业务板块之一。2014 年并表范围内的风电场运营规模正式开始爆发增长。
- 风运营业务享受估值溢价。** 风电运营装机规模正处在快速增长时期，并且风电场随着弃风率的下降、输电通道的建设、并网环境的改善，具有自我增值的特性。外延和内生两方面的增长因素来看，风电场运营处在投资黄金期，二级市场将给予估值溢价。
- 金风科技风电场投资能力测算。** 金风科技依靠制造业务的经营性现金流和已经初具规模的风电场运营现金流入，我们测算公司未来三年投资风电场规模可分别达到 800MW、1200MW 和 1600MW 左右。我们预测公司并表范围内风电场运营年内平均规模 2014~2016 年分别为 1.1GW、2.1GW 和 3.5GW 左右，风电运营贡献净利润分别达到 4.7 亿元、9 亿元和 15.7 亿元。金风科技财务稳健，既有投资能力，又有融资能力，风电场运营业务规模的发展速度可以更快！
- 盈利预测与投资评级。** 到 2016 年末，公司并表范围内风电场将达到 5GW，届时风电运营年净利润贡献将超过 20 亿元，市场对公司风电运营业务的发展前景、成长性、盈利空间还存在很大的预期不足！预测 2014-2016 年 EPS 分别为 0.49、0.78 和 1.09 元，重申买入评级！

主要经营指标	2,012	2,013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	11,324	12,308	17,573	24,280	30,326
增长率(%)	-11.83%	8.69%	42.77%	38.17%	24.90%
归母净利润(百万)	153	428	1,315	2,114	2,943
增长率(%)	-76.95%	162.07%	206.28%	60.77%	39.21%
每股收益	0.06	0.16	0.49	0.78	1.09
市盈率	154.93	55.45	18.03	11.22	8.06

电力设备与新能源研究组

分析师：

王静(S1180510120001)

电话：010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

徐超(S1180514050001)

电话：010-88085388

Email: xuchao3@hysec.com

杨培龙(S1180514040001)

电话：010-88085788

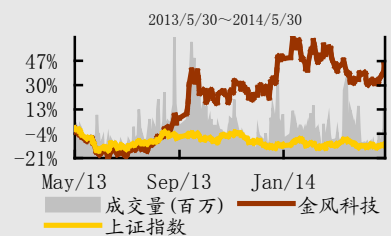
Email: yangpeilong@hysec.com

胡颖(S1180210020002)

电话：010-88085957

Email: huying@hysec.com

市场表现



相关研究

《深度报告 金风科技 系列之二—金风市场份额将有多高 002202 电力设备与新能源》

2014/6/03

《深度报告 * 金风科技 * 系列之一—风电设备市场空间多大 * 002202 * 电力设备与新能源》

2014/5/29

《季报点评 * 金风科技—盈利能力提升，风电场运营正式爆发 * 002202 * 电力设备与新能源》

2014/4/27

2014/5/29

目录

风电场业务深度解读	3
从财务报表解读风电场运营业务及转型	3
2007 年开始涉足风电场开发-销售业务	3
2012 年开始风电场业务转型——向更具增值空间的成熟风电价值链渗透	4
合营、联营风电场贡献可观投资收益	6
风运营业务享受估值溢价	7
风电场未来的自我增值	7
香港上市风电运营商享受估值溢价	9
金风风电场投资能力测算	9
制造业务提供稳健的经营性现金流	9
初具规模的风电场运营成为现金奶牛	10
金风科技自身现金流可支撑风电场建设规模测算	11
金风科技风电场运营业务盈利预测	11

插图

图 1: 金风科技 2007 年开始的业务模式转型	3
图 2: 金风科技每年风电场转固金额	5
图 3: 金风科技每年风电场转固容量及预测	5
图 4: 金风科技每年期末风电场在建工程	6
图 5: 金风科技每年风电场转固+在建工程	6
图 6: 金风科技每年风电场转让容量	6
图 7: 金风科技每年风电场转让投资收益	6
图 8: 我国风电利用小时数	8
图 9: 龙源电力在内蒙和新疆风电场利用小时	8
图 10: 金风科技风电场利用小时数有显著优势	8
图 11: 金风科技净利润和经营性现金流净额	10
图 12: 1GW 风电场投运后每年的现金净流入测算	10

表格

表 1: 金风科技 2010 年转固风电场	3
表 2: 金风科技 2011 年转固风电场	4
表 3: 金风科技 2012 年转固风电场	4
表 4: 金风科技 2013 年转固风电场	4
表 5: 金风科技 2013 年年末在建风电场项目	5
表 6: 金风科技不纳入合并报表的风电场项目	7
表 7: 主要风电运营商数据与估值	9
表 8: 金风科技未来风电场可建设规模	11
表 9: 金风科技财务报表预测	12

风电场业务深度解读

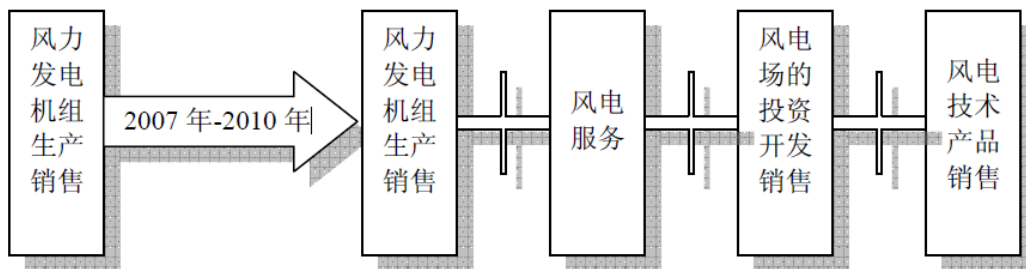
从财务报表解读风电场业务及转型

2007 年开始涉足风电场开发-销售业务

金风科技很早就开始了风电场开发业务，最初是借鉴了印度 SUZLON 和西班牙 GAMESA 的拓展模式，目的是为了延伸业务链，增厚盈利。2007 年 4 月，金风成立了全资子公司北京天润，开始实施风电场的开发\销售业务。

风电场最初的模式确定为投资、开发与销售，并由此确定了业务转型路线，2007-2010 年完成从风电机组生产销售向风电全产业链业务的转型。公司的风电场开发-销售目标客户锁定明确，主要包括非传统电力行业的风电投资者、传统电力行业的后进入者、财务型投资者和希望快速扩产业务规模的客户。

图 1: 金风科技 2007 年开始的业务模式转型



资料来源：宏源证券

多年的风电设备销售和一体化服务过程中，金风科技在风资源评估、风电场规划、设备安装调试和风电场运维方面积累了丰富的经验，并且在国内的主要风资源省份提前储备好了项目路条，公司的转型之路走得非常顺利。北京天润 2008 年就进行 7 个项目的建设并完成了其中的 4 个，乌拉特中旗、乌拉特后旗项目完成股权转让，塔城项目完成 49% 的股权转让，全年实现归属母公司的净利润 1.07 亿元。

2011 年以前，公司对业务板块的发展战略是**坚持风力发电整机制造为主，积极开拓风电技术服务、风电场开发与销售、风电知识产品销售等多种盈利模式**。风电场的开发与销售是两个配套的业务环节，目标是为了实现风机销售，获取项目工程各环节附加值，并且获得一定的风险和时间的价值，利益最大化，风电场的退出是最终目的。

金风科技 2010、2011 年的风电场转固、以及项目的现状如下表所示。公司还有不少项目在完工之前就进行了处置，例如 2010 年的前郭王府站风电场，2011 年的山西右玉风电场，项目没有经过转固环节就退出了并表范围，直接实现项目的收益。

表 1: 金风科技 2010 年转固风电场

风电项目	项目总规模 (MW)	单位投资预算 (元/千瓦)	转固规模 (MW)	转固金额 (亿元)	项目现状
商都风电场项目	49.5	7607	39.0	3.04	已转让
达茂旗风电场项目	148.5	7297	49.5	3.68	已转让控股权
瓜州风电场项目	49.5	7387	49.5	3.00	已转让控股权
美国 UILK 风电场	4.5	13942	4.5	0.56	
克旗二期风电场	30	9332	30.0	2.22	已转让
合计			172.5	12.50	

资料来源：公司公告，宏源证券

表 2: 金风科技 2011 年转固风电场

风电项目	项目总规模 (MW)	单位投资预算(元/千瓦)	转固规模 (MW)	转固金额 (亿元)	项目现状
伊春太阳风风电场	30	9000	21.0	1.90	已转让
塔城二期风电场	49.5	6646	33.0	2.26	并表
商都风电场项目	49.5	7607	27.0	2.03	已转让
内蒙古洁源风电场	49.5	7539	49.5	3.33	并表
兴启源朱日和风电	49.5	7737	36.0	2.87	已转让
合计			166.5	12.4	

资料来源: 公司公告, 宏源证券

2012 年开始风电场业务转型——向更具增值空间的成熟风电价值链渗透

进入 2012 年, 公司的发展战略略有变化, 开始提出不断巩固风电整机研发、制造、销售和服务业务优势, 同时加快向更具发展增值空间的成熟风电价值链渗透, 为客户提供包括风电整机、风电服务、风电场开发等在内的风电整体解决方案。风电场的销售不再被提出来, “更具增值空间的风电价值链” 则主要体现在风电场的持有运营, 与此同时, 公司财报的业务分类项从 2012 年开始将风电场的电费收入列出来, 风电运营正式成为公司的重要业务板块。

公司 2012、2013 年风电场转固项目如下表所示, 这两年项目中主要处置了海外风电场和赤峰的两个项目, 纳入并表范围并持有运营的风电场项目逐渐增多。

表 3: 金风科技 2012 年转固风电场

风电项目	项目总规模 (MW)	单位投资预算(元/千瓦)	转固规模 (MW)	转固金额 (亿元)	项目现状
美国 GSG6 风电场	109.5	11975	109.5	11.21	已转让
哈密十三间房风电	99	7054	49.5	3.50	并表
赤峰盛华风电场	49.5	8485	49.5	3.67	已转让
合计			208.5	18.4	

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 4: 金风科技 2013 年转固风电场

风电项目	项目总规模 (MW)	单位投资预算(元/千瓦)	转固规模 (MW)	转固金额 (亿元)	项目现状
哈密十三间房项目	148.5	7107	49.5	2.43	并表
赤峰鑫能蔡家沟	49.5	6966	49.5	2.63	已转让
平陆张店镇一期	49.5	7579	49.5	2.99	并表
锦州白石 30M 项目	30	9701	20.0	2.2	并表
Musselshell 项目	20	13329	20.0	2.7	并表
合计			188.5	13.0	

资料来源: 公司公告, 宏源证券

进入 2013 年, 公司显著加快了风电场的建设规模, 现在来看极具战略性, 相对于龙源、大唐新增装机下滑, 彰显了公司的眼光独到。2013 年内并表范围内转固风电场以及年末风电场在建工程金额达到 82.4 亿元, 容量规模在 1 个 GW 左右, 数据较 2012 年接近翻倍。风电场的投资显然成为了公司的重大发展战略。2013 年末, 公司尚未转固的风电场在建项目如下表所示。

表 5: 金风科技 2013 年年末在建风电场项目

项目总规模	项目规划容量 (MW)	单位投资预算 (元/千瓦)	期末在建工程 (亿元)
夏县天润一期风电场项目	49.5	7152	2.55
哈密十三间房风电场项目 (注)	148.5	7107	2.31
义县留龙沟风电场项目	49.5	7929	2.98
巴拿马 Penonome I 风电场项目	55	14737	6.35
锦州开发区白石 30MW 风电场项目	30	9701	0.28
科右中旗额木庭高勒风电场项目	49.5	7834	3.12
中宁长山头风电场天润一期项目	49.5	7349	2.86
山西朔州平鲁大山台风电场三期项目	150	8829	10.45
绛县冷口乡一期 4.95 万千瓦项目	49.5	7407	2.50
哈密东南风电场项目	200	7520	9.45
固原一期风电场项目	49.5	7471	2.48
瓜州柳园二期风电场项目	49.5	7504	2.39
布尔津二期风电场项目	49.5	7000	2.59
富蕴一期风电场项目	49.5	7479	2.73
达坂城金风 49.5MW 试验风电场	49.5	7932	3.06
Gullen Range Wind Farm	165.5	9361	13.36
合计	1244		69.48

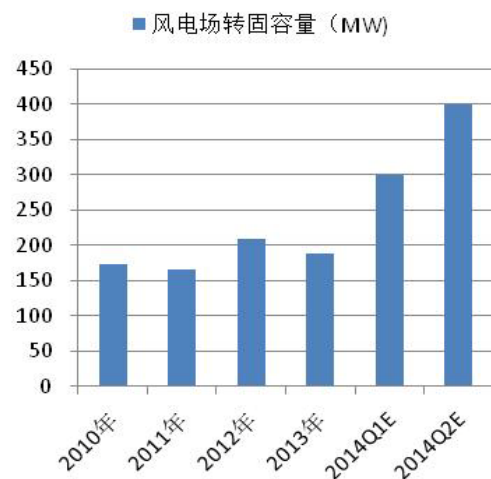
资料来源: 公司公告, 宏源证券

从转固进度来看, 2013 年末尚未正式体现出来, 年内转固只有 190MW 左右, 与过去 3 年基本变化不大, 但是大量的风电场处在试运行阶段, 2014 年一季度新增转固容量达到 300MW 左右, 我们测算, 公司今年二季度还将完成 400MW 左右风电场的转固。并表范围内转固风电场规模截至 2014 年一季度末达到 800MW 左右, 到 2014 年年中, 转固风电场规模将达到 1.2GW 左右。金风科技风电场的运营业务正式开始爆发式增长!

公司海外风电场主要目的是为了实现风机的出口销售, 出于风险控制考虑, 我们判断巴拿马 Penonome I 项目和澳大利亚 Gullen Range 项目可能会及时退出, 合计 220.5MW, 两个项目目前都即将完工, 我们预测 2014 年内退出概率较大, 所以我们测算到 2014 年末, 现有的存留项目合计在 1GW 左右 (并表范围内项目, 不包括 2014 年新增项目在年前的转固)。

图 2: 金风科技每年风电场转固金额

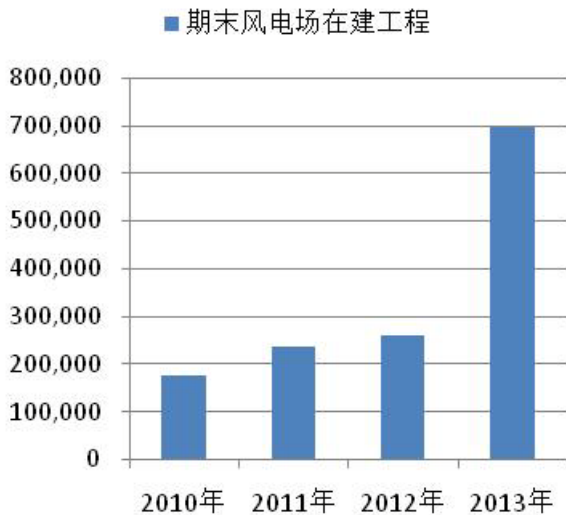

资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 3: 金风科技每年风电场转固容量及预测


资料来源: 公司公告, 宏源证券

由于海外项目一般都利用了非常高的财务杠杆，以项目的退出而实现风机销售的利润和项目转让利润，参考公司此前在澳大利亚的 Morton's Lane Wind Farm 项目和美国的 Shady Oaks 项目，我们测算巴拿马 Penonome I 项目和澳大利亚 Gullen Range 项目的退出可分别回收现金 2000 万元和 8500 万元左右，合计实现现金净流入 1 个亿左右，分别实现收益 7000 万元和 2.1 亿元，合计 2.8 亿元的处置收益。

图 4：金风科技每年期末风电场在建工程



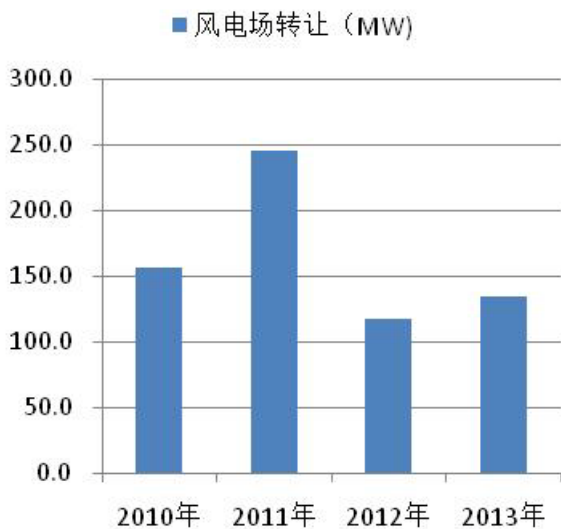
资料来源：公司公告，宏源证券

图 5：金风科技每年风电场转固+在建工程



资料来源：公司公告，宏源证券

图 6：金风科技每年风电场转让容量



资料来源：公司公告，宏源证券

图 7：金风科技每年风电场转让投资收益



资料来源：公司公告，宏源证券

合营、联营风电场贡献可观投资收益

2013 年末，公司不纳入合并报表的风电场运营子公司如下表所示，主要是过去几年公司部分退出的项目，目前用权益法确认投资收益。

表 6: 金风科技不纳入合并报表的风电场项目

(万元)	持股比例	年末总资产	年末总负责	年末净资产	2013 营业额	2013 净利润
合营企业						
吉林同力	51%	75,848	58,197	17,651	9,330	1,504
达茂旗天润	51%	147,918	111,357	36,560	23,179	7,231
山西右玉	51%	37,615	24,495	13,120	6,362	2,779
青岛润莱	50%	31,747	22,521	9,226	3,606	1,426
平鲁天汇	51%	76,295	50,309	25,986	16,131	8,541
Volker Leonhard Notar ReNeCt GmbH	50%	49	126	(78)	38	(106)
Hab Vindkraft 9 AB	50%	1,161	1,205	(44)	0	(51)
联营企业						
布尔津天润	40%	29,231	20,610	8,621	5,168	1,875
瓜州天润	40%	38,800	23,851	14,949	5,449	1,981
哈密广恒	22%	33,020	24,020	9,000	0	0
合计		471,683	336,692	134,991	69,262	25,182

资料来源：公司公告，宏源证券，注：有 4 家子公司持股超过 50%，但是属于共同控制企业，不纳入并表范围

公司合营、联营的风电场运营企业 2013 年末合计装机容量测算在 600MW 左右，公司权益装机在 300MW 左右，2013 年权益法确认投资收益 1.2 亿元。

除了吉林同力项目外，公司合营、联营风电场资源风场好，特别是山西和新疆的项目，2013 年综合净利润率达到了 36%，我们测算平均利用小时数超过 2300。这些项目将是金风未来重要的投资收益来源。

风运营业务享受估值溢价

风电场未来的自我增值

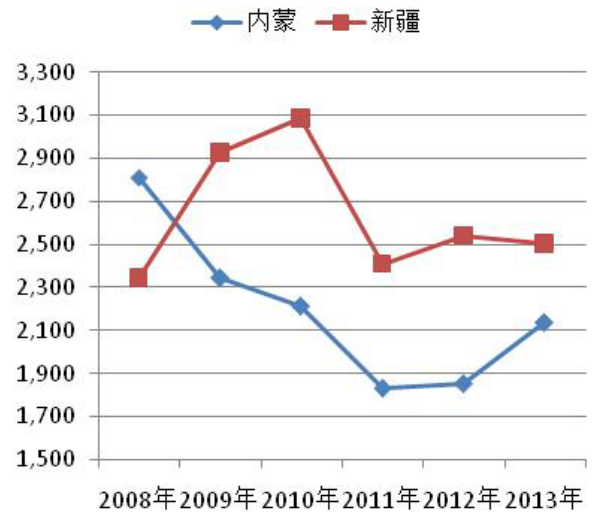
随着 2011 年开始风电管理的建章立制，电网公司加强并网工作，出台技术标准，风电场自身加强整改，提升电网接入性能（例如低电压穿越、无功补偿等），我国风电的并网情况越来越好，行业弃风率持续降低，2012 年 17.12%，弃电量 208 亿千瓦时，2013 年弃风率降至 10.74%，弃电量 162 亿千瓦时。2014 年一季度，平均弃风率继续同比下降 5.4 个百分点。随着弃风率的下降，剔除风资源波动的随机因素，已并网风电场的价值在持续提升。

图 8: 我国风电利用小时数



资料来源: 宏源证券

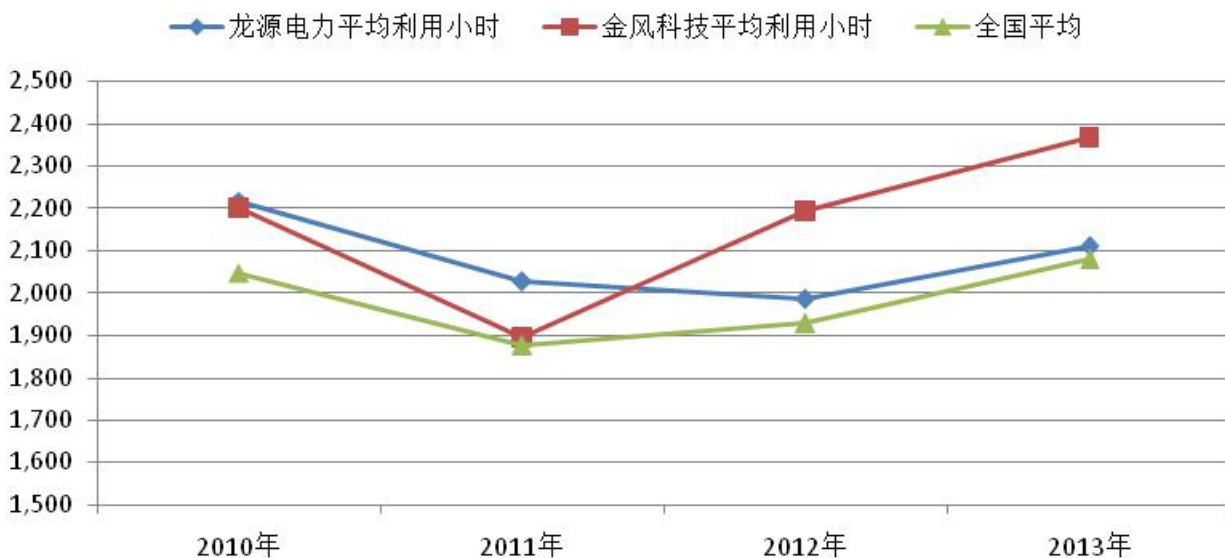
图 9: 龙源电力在内蒙古和新疆风电场利用小时



资料来源: 宏源证券

金风科技由于其长期专注于风机制造及安装维护一体化业务, 具有非常显著的专业优势, 例如风资源选择、风电场的规划、项目的运维等, 金风科技的风电场利用小时数显著高于同行和全国平均数。

图 10: 金风科技风电场利用小时数有显著优势



资料来源: 宏源证券

今年以来, 发改委能源局自上而下的主导了 12 条大气污染防治输电通道的建设, 2017 年前全部完成投运, 其中锡盟-山东特高压交流、锡盟=泰州特高压直流将极大的解决蒙东、东北地区的风电场输出问题, 降低当地的弃风率; 宁东-浙江特高压直流项目要求 2016 年投运, 将能很好的覆盖宁夏、阿拉善地区的风电场; 蒙西-天津双回特高压交流线路和内蒙上海庙-山东直流线路将很好的将蒙西的风电送至京津冀地区和山东地区, 减少弃风限电; 山西-江苏特高压直流则能有效的提升山西当地风电的利用小时。近日国家能源局与国网、南网签订《大气污染防治外输电通道建设任务书》, 加快推进 12 条输电通道建设, 能源局负责加快项目核准、协调项目实施过程中的重要问题, 两网公司制定项目进度计划, 明确目标和任务, 确保项目如期建成。随着 2016、2017 年项目的陆续投运, 风电场的弃风限电将继续降低, 风电场的价值将提升。

此外，国家电网西北公司还在大力推进新疆地区多条特高压直流输出项目以及西北 750KV 联网，跨区域输电网络的建设将能很好的支持新疆风电建设，提升风电输出能力，提升风电场价值。

随着电网建设的推进，风电并网工作的持续改善，风电场的价值将实现自我提升。

香港上市风电运营商享受估值溢价

风电运营商由于其装机规模正处在快速增长时期，并且如前所述，风电场随着弃风率的下降、输电通道的建设、并网环境的改善，具有自我增值的特性，此外，单个风电项目来看，随着贷款的还本付息，利润规模、现金流也呈现持续向上趋势。外延和内生两方面的增长因素来看，风电场运营处在投资黄金期，二级市场将给予估值溢价。

国内主要的风电运营商大多在香港上市，包括龙源电力、华能新能源、中国风电、华电福新、大唐新能源等，香港市场大多给予了风电运营商估值溢价，龙源电力和华能新能源的信息如下表所示，二者的 2013 年业绩静态 pe 分别达到了 27 倍和 21 倍。

表 7: 主要风电运营商数据与估值

	龙源电力	华能新能源
2013 年末风电装机 (MW)	11910	6221
2013 年新增风电装机 (MW)	1366.2	763.5
2014 年新增装机计划	1.5-1.8GW	2GW
2013 年末其他装机	1875MW 火电、138MW 光伏、144MW 生物质发电	330MW 光伏
2013 年净利润 (亿元)	20.49	8.88
市值 (亿元)	559	190
市盈率	27	21
现有装机每千瓦市值 (元/千瓦)	4697	3058

资料来源：宏源证券

金风风电场投资能力测算

我们接下来测算公司依靠自身业务的现金净流入可供支撑的风电场建设规模，现金流来源主要是风机整机业务和以投运风电场发电业务。

制造业务提供稳健的经营性现金流

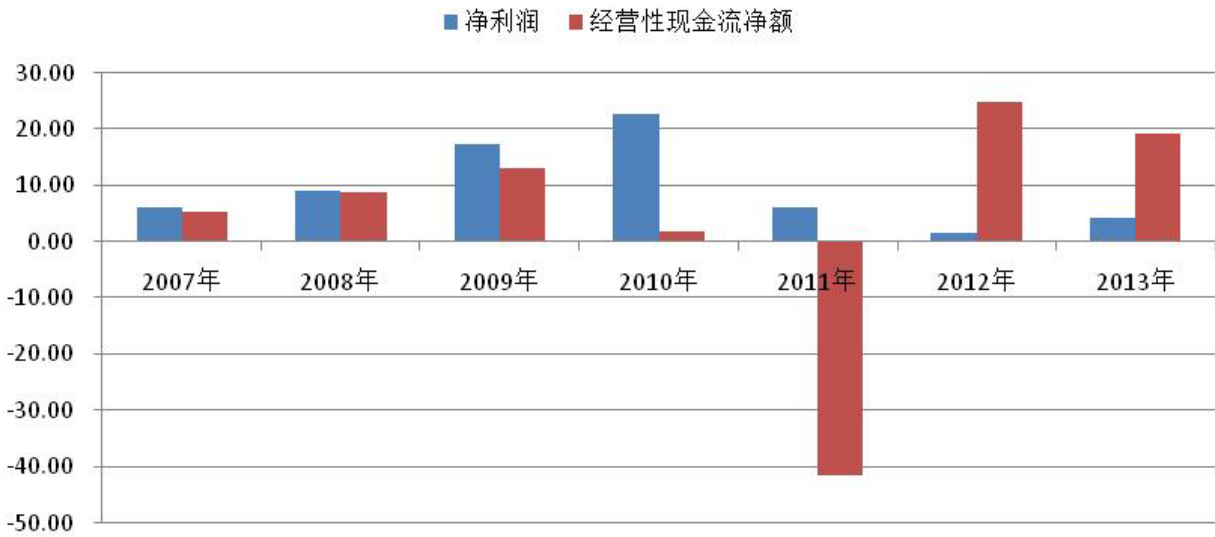
公司的制造业务一直注意保持财务的稳健，除了 2010、2011 年外，公司的经营性现金流都非常健康。

2010 年，公司现金流较差，主要原因是业务量增长，公司增加了零部件采购，存货增加，此外，2010 年公司支付的税款增加明显。

2011 年，则是由于风电行业遇到问题，客户回款比较差，同时，库存也明显增加，导致当年现金流急剧变差。

2012、2013 年现金流显著高于净利润，主要原因是去库存，存货持续减少。

图 11: 金风科技净利润和经营性现金流净额



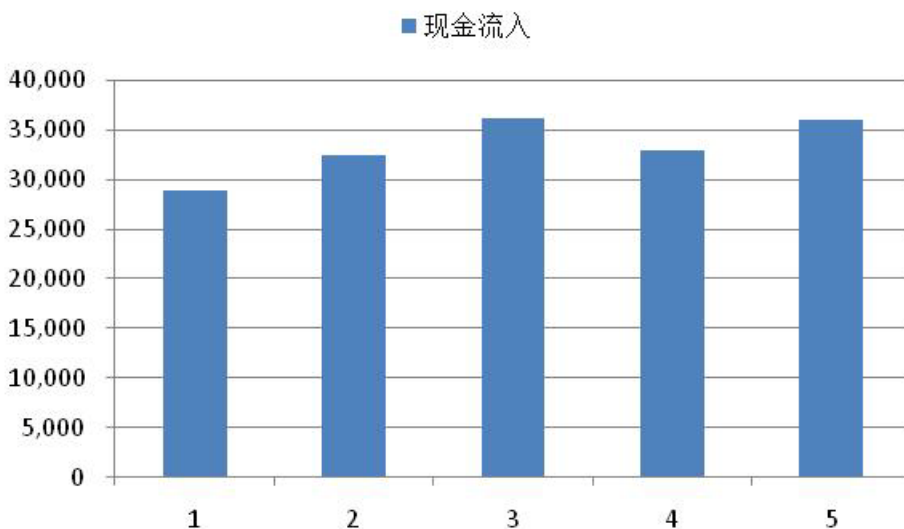
资料来源: 宏源证券

进入行业正常的景气向上年份后, 公司的现金流净额将与净利润较好的匹配, 根据我们的测算, 2014-2016 年, 公司风电整机及零部件业务可分别贡献净利润 8 个亿、13 个亿和 17 个亿, 相应的现金流入也将比较健康, 考虑到景气向上时期的规模扩大和回款略微滞后问题, 我们后续测算现金流时略微打一定的折扣。

初具规模的风电场运营成为现金奶牛

风电场完成并网转固后, 将成为重要的现金流入来源, 以 1GW 项目为列, 按照 80% 的贷款比例, 长期贷款 10 年等额还本付息来测算, 还本结束前, 每年的现金净流入将达到 3 个亿左右, 还本结束后, 每年现金流入将达到 10 个亿左右。

图 12: 1GW 风电场投运后每年的现金净流入测算



资料来源: 宏源证券

根据我们测算, 公司并表范围内转固风电场已经达到 1.2GW 左右, 考虑到海外项目的退出, 我们测算今年风电场业务贡献现金净流入达到 3 亿元左右。2015、2016 年风电场运营现金净例如将分别达到 6 亿元和 9 亿元 (考虑了贷款的等额还本付息)。

金风科技自身现金流可支撑风电场建设规模测算

仅考虑自身业务经营性现金流的支撑，假设公司暂时不进行现金分红，我们测算金风科技未来三年可分别投资风电场规模分别达到 800MW、1200MW 和 1600MW 左右，如下表所示。

表 8: 金风科技未来风电场可建设规模

现金流	2014 年 E	2015 年 E	2016 年 E
制造业现金流入 (亿元)	8.0	12.0	15.0
风电场运营现金流入 (亿元)	3.0	6.0	9.0
风电场退出现金流入 (巴拿马和澳大利亚项目) (亿元)	1.0	0.0	0.0
合计现金流入 (亿元)	12.0	18.0	24.0
可支持风电场建设 (MW)	800	1,200	1,600

资料来源：宏源证券

此外，公司其实还可以借助更大的财务杠杆，据我们测算，公司制造业务目前的财务费用率仅 1.5% 左右，2013 年制造业务财务费用仅在 2 亿元左右，对应的营收规模在 113 亿元。加大财务杠杆可以支撑更快的风电场建设规模。

另外，为了把握优质资源的建设，我们认为公司可以借助资本市场，以股权融资的方式快速补充资金，加快风电场业务的拓展。

金风科技财务稳健，既有投资能力，又有融资能力，风电场运营业务规模的发展速度可以更快。

金风科技风电场运营业务盈利预测

由于每年风电场的建设主要集中在下半年，并网转固主要集中在第四季度到次年的上半年，我们测算公司并表范围内风电场运营年内平均规模 2014~2016 年分别为 1.1GW、2.1GW 和 3.5GW 左右。风电场运营发电收入分别达到 13.2 亿元、25.5 亿元和 43 亿元，风电场运营贡献净利润分别达到 4.7 亿元、9 亿元和 15.7 亿元。

我们测算，2016 年末，公司并表范围内风电场预期将达到 5GW，届时风电场发电年净利润贡献将超过 20 亿元，市场对公司风电运营业务的发展前景、成长性、盈利空间还存在很大的预期不足！

我们预测 2014-2016 年 EPS 分别为 0.49 元、0.78 元和 1.09 元，目前股价对应市盈率分别为 18 倍、11 倍和 8 倍，重申买入评级！

表 9: 金风科技财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	19,293	28,425	35,520	43,812	营业收入	12,308	17,573	24,280	30,326
现金	4,455	5,799	8,013	10,008	营业成本	9,702	13,092	17,711	21,645
应收账款	10,500	14,145	19,175	22,293	营业税金及附加	85	119	165	206
存货	3,002	7,558	6,294	9,908	营业费用	1,135	1,508	1,931	2,261
非流动资产	15,077	17,652	21,366	24,485	管理费用	839	977	1,135	1,305
固定资产	3,217	5,516	7,991	10,309	财务费用	321	474	971	1,547
无形资产	493	657	853	986	资产减值损失	134	176	243	303
资产总计	34,370	46,077	56,886	68,297	投资净收益	379	300	350	400
流动负债	11,538	22,276	31,084	40,374	利润总额	506	1,563	2,512	3,497
短期借款	361	6,577	9,260	16,233	所得税	72	234	377	525
应付账款	5,389	9,544	10,804	13,779	净利润	434	1,328	2,135	2,972
其他					少数股东损益	6	13	21	30
非流动负债	9,039	8,895	8,762	7,910	归属股东净利润	428	1,315	2,114	2,943
长期借款	7,394	7,446	7,281	6,388	EPS (摊薄)	0.16	0.49	0.78	1.09
其他非流动负债	235	234	234	234					
负债合计	20,577	31,172	39,846	48,284					
少数股东权益	425	439	460	490	主要财务比率				
归属股东权益	13,368	14,467	16,581	19,523	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
负债和股东权益	34,370	46,077	56,886	68,297	成长能力				
					营业收入增长率	8.69%	42.77%	38.17%	24.90%
					净利润增长率	179.41%	207.47%	60.77%	39.21%
现金流量表					获利能力				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	毛利率	21.17%	25.49%	27.06%	28.63%
经营活动现金流	1,126	-3,083	4,096	509	净利率	3.52%	7.56%	8.79%	9.80%
净利润	434	1,328	2,135	2,972	ROE	3.14%	8.91%	12.53%	14.85%
折旧摊销	232	360	533	702	偿债能力				
财务费用	321	474	971	1,547	资产负债率	59.87%	67.65%	70.04%	70.70%
投资损失	-379	-300	-350	-400	流动比率	1.67	1.28	1.14	1.09
营运资金变动	980	-4,964	811	-4,308	速动比率	1.41	0.94	0.94	0.84
其它	-461	18	-5	-4	营运能力				
投资活动现金流	-6,117	-2,600	-3,886	-3,438	总资产周转率	0.37	0.44	0.47	0.48
筹资活动现金流	2,100	850	-679	-2,050	应收账款周转率	1.35	1.70	1.70	1.70

资料来源: 宏源证券研究所

作者简介:

王静: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180510120001。

主要研究覆盖公司: 平高电气、许继电气、阳光电源、隆基股份、金风科技、航天机电、国电南瑞、置信电气、森源电气、正泰电器、阳光电源、大连电瓷、智光电气、中国西电、荣信股份、金智科技、风帆股份、合康变频、北京科锐、百利电气、众合机电、银星能源等。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙立群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。