

# 金风科技 (002202) 点评报告

## 风电运营盈利改善, 订单充足保障后续增长

买入 (首次)

2016年08月27日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码: S0600516080001

021-60199798

[zengdh@dwzq.com.cn](mailto:zengdh@dwzq.com.cn)

### 投资要点:

■ **半年度业绩同比增长 16.43%，符合预期；1-9 月业绩预计增长 0-50%：**公司发布 2016 半年报，报告期内公司实现营业收入 109.2 亿元，同比增长 15.82%；实现归属母公司净利润 14.5 亿元，同比增长 16.43%。对应 EPS 为 0.53 元。其中 2 季度实现营业收入 69.37 亿元，同比增长 0.87%，环比增长 74.14%；实现归属母公司净利润 10.8 亿元，同比增长 8.32%，环比增长 191.38%。2 季度对应 EPS 为 0.39 元。公司半年报符合预期。公司预计 2016 年 1-3 季度盈利 21.08 亿-31.62 亿，同比增长 0-50% 之间。

■ **风机出货稳定增长，风电场并网容量同比大幅增加；整体盈利能力略微改善：**报告期内，国内风电行业维持稳步发展。根据能源局和风能协会数据，上半年新增装机容量 8.9GW，同比略有减少；新增并网容量 7.74GW，同比下降 15.5%，但维持 2012 年以来稳步发展的态势。截至 6 月 30 日，风电累计装机容量已达 137GW，在电源结构的比重提高到了 9%。公司作为风机龙头，受益于此，风机出货量稳定增长，同时自营风电场业务并网容量同比大幅增加，带动公司业绩增长，收入和盈利分别同比增长了 15.82%、16.43%。

### 分业务来看：

1) 风机及零部件销售实现 91.88 亿元，同比增长 14.46%；风电机组对外销售 2373MW，同比增长 13.27%。其中 2MW 风机重点放量，实现销售 29.58 亿元，同比增长 619.53%，收入占比提升至 27.09%，是公司风机业绩增长的主要原因。风机及零部件整体实现净利润 10.11 亿元，同比下降 8.50%，主要是去年同期风机公允价值变动收益 1.13 亿元，基数较大。扣除对内销售，测算对外销售盈利约 9.1 亿元。风机整体净利率 9.82%，较去年同期的 10.77%，下降了近 1 个百分点，扣除公允价值变动基本持平；环比上升了 1.36 个百分点。

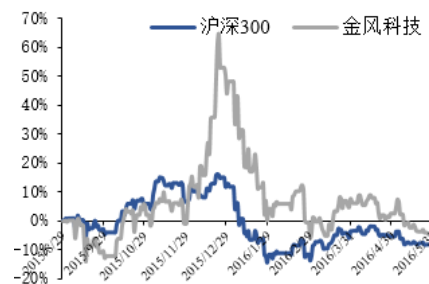
2) 风电服务实现收入 4.47 亿元，同比下降 1.37%；实现净利润 0.14 亿元，同比增长 84%。

3) 风电场开发实现收入 11.40 亿元，同比增长 36.55%。截至 2016 年 6 月 30 日，已建成权益装机容量 2.9GW，去年同期仅为 1.4GW，装机量同比大幅增长。风电场盈利 4.08 亿元，同比增长 63.54%；净利率 35.79%，同比上升了 6.05 个百分点。

4) 其他业务实现收入 1.22 亿元，净利润 2.51 亿元。

分季度来看，2 季度收入和盈利分别增长了 0.87%、8.32%，净利润增幅大于收入，主要是因为 1) 季节因素，导致限电缓解：根据能源局数据，2 季度全国限电率 16.82%，环比下降了 9 个百分点；2) 公司 1 季度、2 季度固定资产分别增加了 42.9 元、

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	16.20
一年最低/最高价	21.77/13.63
市净率 (倍)	2.80
流通市值 (百万元)	34949.59

### 基础数据

每股净资产 (元)	6.83
资本负债率 (%)	68.59%
总股本 (百万股)	2,735.54
流通 A 股 (百万股)	2,157.38

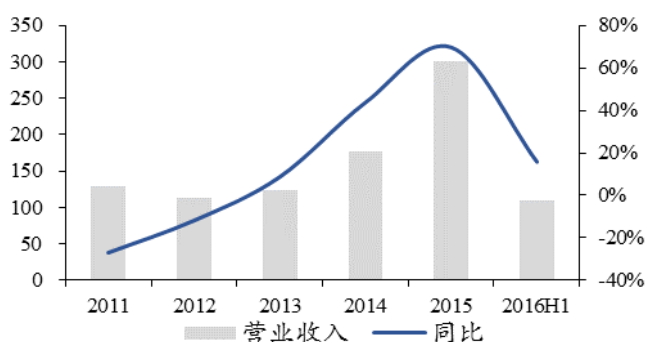
### 相关研究

1. 风机在手订单充足，风电运营有待发力 (2016-4-29)
2. 风机销售创造历史最好水平，风电运营是未来增长动力 (2016-3-31)

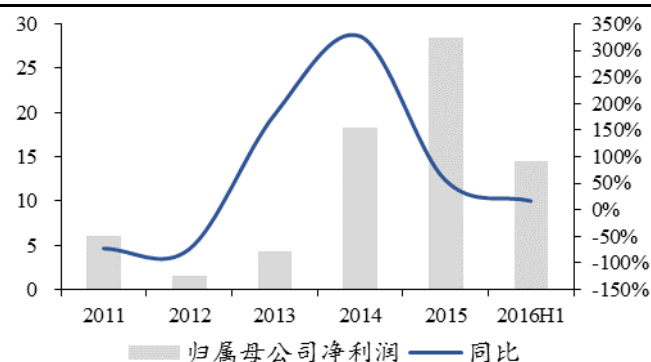
**图表 1：2016H1 收入 109.2 亿元，盈利 14.5 亿元；分别同比增长 15.82%、16.43%**

金风科技	2016H1	2015H1	同比	2016Q2	2015Q2	同比	2016Q1	环比
营业收入	109.21	94.29	15.82%	69.37	68.78	0.87%	39.84	74.14%
毛利率	31.03%	29.26%	1.76%	31.66%	28.67%	2.98%	29.93%	1.73%
营业利润	16.62	13.43	23.77%	12.51	10.74	-74.50%	4.11	204.09%
归属母公司净利润	14.50	12.45	16.43%	10.80	9.97	8.32%	3.71	191.38%
净利率	13.28%	13.21%	0.07%	15.56%	14.49%	1.07%	9.30%	6.26%
股本	27.36	27.36	-	27.36	27.36	-	27.36	-
EPS	0.53	0.46	16.43%	0.39	0.36	8.32%	0.14	191.38%

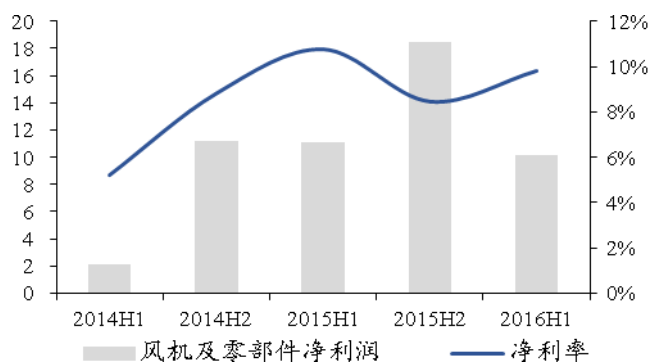
资料来源：公司半年报，东吴证券研究所

**图表 2：2016H1 收入 109.21 亿元，同比增长 15.82%**


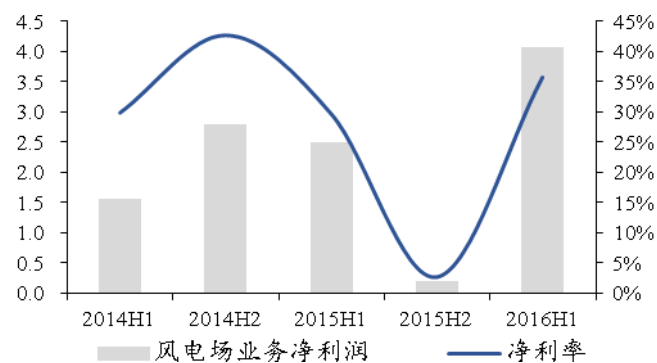
资料来源：Wind，东吴证券研究所

**图表 3：2016H1 盈利 14.5 亿元，同比增长 16.43%**


资料来源：Wind，东吴证券研究所

**图表 4：2016H1 风机盈利下降 8.5%，净利率环比上升**


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**图表 5：2016H1 风电场净利率 9.82%，同比上升 6.05%**


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**图表 6：分业务收入及毛利率情况**

金风科技	营业收入	营业成本	毛利率	营收同比	成本同比	毛利率同比
分行业						
风机	91.88	67.50	26.53%	14.46%	13.10%	0.88%
风电服务	4.47	3.57	20.06%	-1.37%	-11.16%	8.81%
风电场开发	11.40	4.03	64.65%	36.55%	40.72%	-1.05%
其他	1.22	0.11	90.75%	48.92%	120.20%	-3.00%

分产品						
1.5MW	39.08	28.26	27.69%	-26.18%	-28.58%	2.42%
2.0MW	29.58	22.42	24.21%	619.53%	605.16%	1.54%
2.5MW	19.28	13.93	27.75%	-10.26%	-12.55%	1.89%
3.0MW	1.27	0.85	33.15%			
风机零部件	2.67	2.04	23.38%	83.75%	152.38%	-20.84%
风电服务	4.47	3.57	20.06%	-1.37%	-11.16%	8.81%
风电场开发	11.40	4.03	64.65%	36.55%	40.72%	-1.05%
其他	1.22	0.11	90.75%	48.92%	120.20%	-3.00%
分地区						
国内销售	102.43	71.06	30.63%	24.10%	22.01%	1.19%
国际销售	6.53	4.15	36.41%	-42.86%	-50.43%	9.70%

资料来源：公司半年报，东吴证券研究所

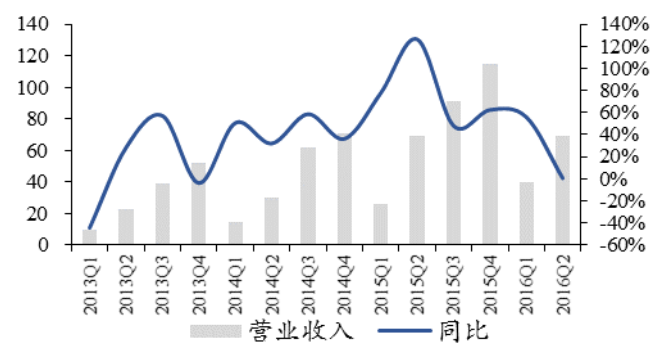
图表 7：分事业部盈利分析

2016H1	风机制造	风电服务	风电场开发	其他	调整和抵销	合并
对外交易收入	91.88	4.47	11.40	1.22	0.00	108.97
分部间交易收入	11.13	1.41	0.00	0.03	-12.57	0.00
收入小计	103.01	5.88	11.40	1.25	-12.57	108.97
其他业务收入	0.19	0.04	0.02	0.00	0.00	0.24
收入合计	103.19	5.92	11.41	1.25	-12.57	109.21
投资收益	0.03	-0.01	0.64	0.20	0.00	0.85
资产减值损失	0.79	0.06	0.05	0.00	0.00	0.91
折旧与摊销	0.89	0.04	3.56	0.05	-0.35	4.19
利润总额	11.98	0.16	4.37	2.72	-2.17	17.06
所得税费用	1.87	0.02	0.29	0.21	-0.40	1.99
净利润	10.11	0.14	4.08	2.51	-1.77	15.07
净利率	9.82%	2.40%	35.79%	201.00%	14.10%	13.83%

资料来源：公司半年报，东吴证券研究所

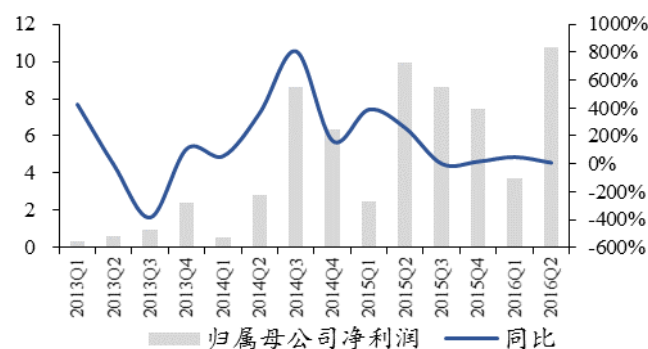
20.8 亿元，而在建工程本别减少了 37.9 亿元、9.6 亿元，因此，公司建成并网装机主要发生在 1 季度，2 季度有效并网容量环比上升。因此，2 季度公司风电场运营收入占比提升。测算公司 2 季度风电场运营实现收入 7.3 亿元左右，1 季度约为 4 亿元。

图表 8：2016Q2 收入 69.37 亿元，同比增长 0.87%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 9：2016Q2 盈利 10.8 亿元，同比增长 8.32%

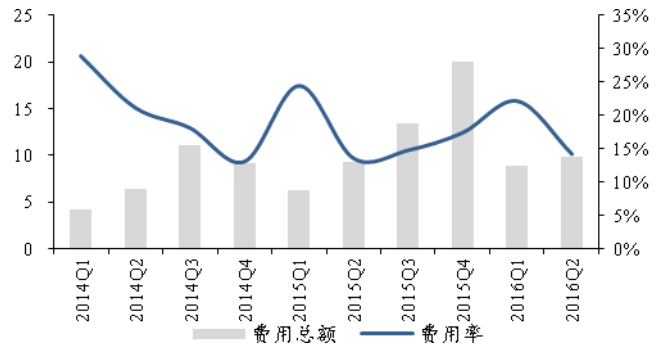
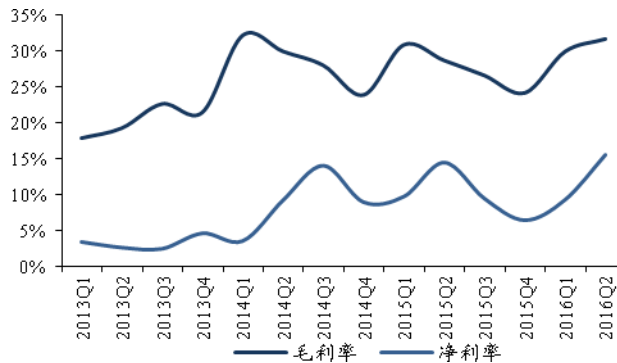


资料来源：Wind，东吴证券研究所

整体盈利能力方面，公司整体毛利率和净利率分别提升了 1.76、0.07 个百分点至 31.03%、13.28%，盈利能力略有改善。

图表 10: 2016H1 毛利率、净利率上升 1.76%、0.07%

图表 11: 2016H1 费用率上升 0.6%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

- **风机市占率持续提升，2.5MW 快速放量；在手订单 1.2GW 维持高位：**报告期内，公司风机实现销售 2373MW，同比增长 13.27%，并且市场占有率进一步提升至 27.4% 以上，龙头地位进一步稳固。分机型来看，1) 1.5MW 和 2.5MW 风机分别销售 1119MW 和 535MW，分别同比下降 27.08% 和 -1.14%。2) 去年开始销售的 2MW 机型开始发力，上半年销售 792MW，同比增长 6.2 倍，占风机销售的三分之一。

图表 12：风机分机型销售数量和容量

销售量 (MW)	3.0MW		2.5MW		2MW		1.5MW		750kW		合计	
	台数	容量	台数	容量	台数	容量	台数	容量	台数	容量	台数	容量
2012			147	368			1478	2,216	0	0	1625	2,583
2013H1			45	113			366	549	1	0.75	412	662
2013			260	650			1508	2,262	15	11.25	1783	2,923
2014H1			100	250			461.5	692	0	0	562	942
2014			253	633			2366	3,549	11	8.25	2630	4,190
2015H1			176	440	55	110	1023	1,535	14	10.5	1268	2,095
2015	11	33	645	1613	617	1,234	2774	4,161	14	10.5	4061	7,051
2016H1	9	27	174	435	396	792	746	1,119			1,325	2,373
同比	-	-	-	-1.14%		620.00%	-	-27.08%	-	-	4.50%	13.27%

资料来源: 公司半年报, 东吴证券研究所

价格上来看, 1) 1.5MW、2.0MW 机型价格分别为 3492.8 元/kW、3735.1 元/kW, 小幅上涨; 2) 2.5MW 机型价格进入下降通道, 上半年价格下降至 4431 元/kW, 同比下降了 450 元; 3) 3MW 机型价格较 2015 年全年上升 576 元至 4704 元/kW。全部机型平均价格为 3760 元/kW, 同比基本持平。

图表 13：风机分机型销售数量和容量

元/kW	0.75MW	1.5MW	2MW	2.5MW	3MW	平均价格
2012N		3588.6		4472.4		3714.3
2013H	4057.2	3521.9		3818.2		3572.8
2013N	3700.7	3509.2		4113.6		3644.3

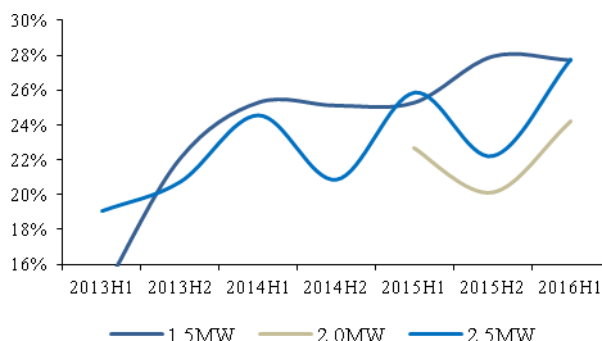
<b>2014H</b>		3364.1		4747.3		3731.1
<b>2014N</b>	3186.0	3435.0		4995.4		3670.1
<b>2015H</b>	2710.0	3450.5	3737.5	4882.0		3762.5
<b>2015N</b>	2710.0	3471.8	3709.0	4599.5	4128.3	3773.1
<b>2016H</b>		3492.8	3735.1	4431.3	4704.5	3759.5

资料来源：公司半年报，东吴证券研究所

收入占比方面，上半年 1.5MW、2.0MW、2.5MW 机型收入占比分别为 35.79%、27.09%、17.65%。得益于 2MW 机型放量，收入占比提升了 22.73 个百分点。

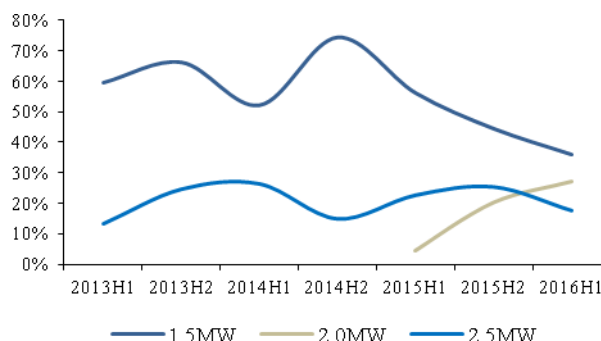
盈利能力方面，规模效应及技术水平提升，2016 年上半年，各机型毛利率均有所提升，1.5MW、2.0MW、2.5MW 机型毛利率分别提升了 2.42、1.55、1.89 个百分点至 27.69%、24.21%、27.75%。

图表 14：2016H1 各机型毛利率提升



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 15：2MW 机型收入占比提升



资料来源：Wind，东吴证券研究所

目前公司在手订单 12.3GW，仍维持在高位，保障后续风机业务稳定增长。其中待执行订单 7.67GW、中标未执行订单 4.66GW。从待执行订单的机型结构上来看，2MW、2.5MW 机型需求强劲，环比上涨；1.5MW 机型订单量环比下降明显。随着风电开发往中东部区域扩展，低风速、大容量机型比重将进一步提升。

图表 16：截至目前，公司在售订单合计 12.3GW，维持在高位

金风科技 在手订单	待执行订单 (MW)						中标未签订单 (MW)					在手订单 合计
	750KW	1.5MW	2MW	2.5MW	3.0MW	小计	1.5MW	2MW	2.5MW	3.0MW	小计	
2013Q1	6.00	3,452		1,098	21.00	4,576	2,463		613	3	3,079	7,655
2013Z	17.25	3,537		975	21.00	4,550	3,111		428		3,539	8,089
2013Q3	17.25	3,485		683	21.00	4,205	2,876		750		3,626	7,831
2013N	6.75	2,796		540	21.00	3,364	3,171	150	638	198	4,157	7,520
2014Q1	6.75	3,651		613	21.00	4,291	3,053	116	468	198	3,834	8,125
2014Z	15.00	4,212		730	15.00	4,972	2,964	148	618	198	3,928	8,900
2014Q3	15.00	3,831	130	840	15.00	4,831	3,207	146	543	201	4,097	8,928
2014N	17.25	4,037	478	1,078	219.00	5,828	3,993	858	1,220	48	6,119	11,947
2015Q1	6.75	4,560	700	1,325	246.00	6,838	3,725	1,134	938		5,796	12,634
2015Z	6.00	5,138	1,024	1,523	204.00	7,894					4,323	12,217
2015Q3	6.00	4,524	1,214	1,443	141.00	7,328	2,244	1,064	685	0	3,993	11,321
2015N	6.00	3,288	1,318	975	93.00	5,680	2,186	2,330	1,713	0	6,228	11,908

2016Q1	6.00	3,870	2,002	1,778	87.00	7,743	1,446	1,798	905	198	4,347	12,099
2016Z	7.50	3,272	2,436	1,883	69.00	7,667					4,657	12,324

资料来源：公司半年报，东吴证券研究所

2016 年我们预计国内装机在 26-28GW，依靠公司目前的订单，我们预计 2016 年公司市场份额将进一步提升，预计 2016 年风机制造将保持较好的增长。

- **风电场业务收入占比提升，盈利能力大大改善，未来有望成为新能源发电巨头：** 尽管受到弃风限电的影响，公司风电场投资开发业务仍实现收入大幅增长，报告期内，公司经营的风电项目实现发电收入人民币 11.4 亿元，比上年同期上升 36.55%。报告期内，公司新增权益核准容量 217.5MW，国内新增并网发电装机容量 418.80MW，新增权益并网发电装机容量 376.95MW；截至 2016 年 6 月 30 日，风电场累计并网发电装机容量 3463.20MW，累计权益并网发电装机容量 2902.38MW；在建风电场项目容量 1327MW，权益容量 1265.14MW。公司国际风电项目已完工风电场装机容量 246MW，权益装机容量 121.7MW。

图表 17：风机分机型销售数量和容量（MW）

	已建成装机量	总装机量	已建成权益装机量	装机容量	在建权益容量
Dec-10	624.0		417.0		
Jun-11	1074.0		513.0	672.0	557.0
Dec-11	1338.0		572.2	622.5	558.3
Jun-12	1362.0		586.0	651.0	522.0
Dec-12	1239.5		740.0	1115.5	1029.6
Jun-13	981.5		605.3	1362.5	1252.9
Dec-13	1777.0		1305.6	567.0	552.6
Jun-14	1844.5		1422.5	451.0	446.1
Dec-14	2000.0		1522.4	1473.5	1453.7
Jun-15	2049.5		1649.0	1399.0	1296.0
Dec-15	3044.4		2525.4	1747.3	1641.7
Jun-16	3463.2		2902.4	1327.0	1265.1

资料来源：公司半年报，东吴证券研究所

上半年风电场运营实现盈利 4.08 亿元，同比增长 63.54%；净利率 35.79%，同比增长 6 个百分点，接近 2014 年全年水平，盈利能力大大改善。后续，从限电严重的三北地区上年新增装机容量大幅降低及全年新增核准装机容量为零来看，三北地区限电问题已经见底；而随着国家促消纳政策的密集出台，以及特高压外送通道的加紧建设，限电问题将逐渐缓解；而 2 季度弃风率环比改善，限电问题有所缓和，未来存在边际改善空间。公司的风电场运营盈利情况将持续改善。公司在十三五期间计划 8GW 左右的风电权益装机规模，假设按照 0.35-0.4 元/W（即 3.5-4 亿元/GW）的盈利水平测算，未来风电场运营每年可能达到净利润贡献约 28-30 亿元；公司在成为全球风机霸主的同时，亦将成为国内新能源发电巨头。

- **期间费用率上升，同期经营活动现金流为净流出，应收账款周转放缓：** 公司 2016H1 的销售、管理、财务费用分别为 7.51 亿元、7.87 亿元、3.22 亿元，分别同比增长了 4.41%、34.15%、32.41%。公司

2016H1 的期间费用率上升了 0.60 个百分点至 17.03%，其中销售、管理、财务费用率分别较 2015H1 下降了 0.75%、上升了 0.99 和 0.37 个百分点至 6.88%、7.21%、2.95%。公司 2016H1 预收款项 30.31 亿元，同比下降了 12.9%，较期初增加了 60.44%；同期经营活动现金流为净流出 21.01 亿，去年同期为 2.08 亿元，主要报告期内采购付款增加。期末存货 39.24 亿元，同比下降 39.24%；存货周转天数 83.18 天，同比减少了 32.87 天；应收账款 164.86 亿元，同比增长 28.45%；应收账款周转天数 247.39 天，同比增加了 22 天。

图表 18：公司营运情况

金风科技	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流 (亿元)
2010	6.03%	2.37%	0.93%	9.33%	23.46%	13.01%	96.82	100.00	1.86
2011	7.35%	5.75%	1.94%	15.03%	16.58%	4.72%	160.26	242.03	(41.33)
2012	7.18%	6.29%	2.92%	16.39%	15.37%	1.35%	162.64	315.71	25.00
2013	9.22%	6.82%	2.61%	18.64%	21.17%	3.47%	120.85	267.60	19.30
2014	7.75%	6.73%	2.95%	17.42%	27.03%	10.33%	92.69	197.25	28.29
2015	9.17%	5.44%	1.63%	16.25%	26.51%	9.48%	54.48	145.47	47.76
2016H1	6.88%	7.21%	2.95%	17.03%	31.03%	13.28%	83.18	247.39	(21.01)
2015H1	7.63%	6.22%	2.58%	16.43%	29.26%	13.21%	116.05	225.23	2.08
同比	-0.75%	0.99%	0.37%	0.60%	1.76%	0.07%	(32.87)	22.16	(23.10)

资料来源：Wind，东吴证券研究所

- **投资建议：**我们预计 2016-2018 年归属母公司净利润分别为 34.15 亿元、38.64 亿元、40.56 亿元，同比分别增长 19.85%、13.13%、4.99%，EPS 分别为 1.25 元、1.41 元、1.48 元。给予公司 2016 年 16 倍 PE，目标价 20 元，给予公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**风电行业需求不达预期；风机价格竞争超预期；公司风电场业务不达预期；能源互联网布局不达预期。

图表 19：公司分季度经营情况

金风科技	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	同比	环比
营业收入	25.52	68.78	91.15	115.18	39.84	69.37	0.87%	74.14%
毛利率	30.85%	28.67%	26.59%	24.19%	29.93%	31.66%	2.98%	1.73%
毛利润	7.87	19.72	24.24	27.86	11.92	21.96	11.36%	84.21%
期间费用率	24.43%	13.46%	14.68%	17.34%	22.11%	14.11%	0.65%	-8.00%
销售费用	2.37	4.83	7.33	13.04	4.10	3.41	-29.39%	-16.89%
管理费用	2.56	3.31	4.69	5.80	3.81	4.06	22.80%	6.71%
财务费用	1.31	1.12	1.36	1.12	0.90	2.32	106.87%	158.33%
期间费用	6.23	9.26	13.38	19.97	8.81	9.79	5.76%	11.17%
资产减值损失	0.29	0.75	-0.01	1.05	0.51	0.40	-46.72%	-21.85%
营业利润	2.69	10.74	9.76	7.31	4.11	12.51	16.45%	204.09%
营业外收入	0.37	0.47	0.34	1.25	0.41	0.11	-76.81%	-73.07%
利润总额	3.05	11.15	9.96	8.31	4.50	12.56	12.61%	179.15%
所得税	0.53	1.04	1.33	0.82	0.64	1.36	30.89%	112.43%
归属于母公司净利润	2.49	9.97	8.62	7.42	3.71	10.80	8.32%	191.38%

净利率	9.75%	14.49%	9.46%	6.44%	9.30%	15.56%	1.07%	6.26%
存货	45.28	49.50	51.39	30.37	36.47	39.24	-20.72%	7.59%
股本	27.36	27.36	27.36	27.36	27.36	27.36	27.36	27.36
EPS	0.09	0.36	0.32	0.27	0.14	0.39	8.32%	191.38%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：金风科技三大财务预测表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	12,308	17,704	30,062	32,868	35,298	37,279
增长率	8.69%	43.8%	69.8%	9.3%	7.4%	5.6%
营业成本	-9,702	-12,918	-22,093	-23,893	-25,558	-27,057
%销售收入	78.8%	73.0%	73.5%	72.7%	72.4%	72.6%
毛利	2,606	4,786	7,969	8,975	9,740	10,223
%销售收入	21.2%	27.0%	26.5%	27.3%	27.6%	27.4%
营业税金及附加	-85	-87	-166	-181	-195	-206
%销售收入	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-1,135	-1,371	-2,757	-2,629	-2,647	-2,610
%销售收入	9.2%	7.7%	9.2%	8.0%	7.5%	7.0%
管理费用	-839	-1,191	-1,636	-1,775	-1,835	-1,864
%销售收入	6.8%	6.7%	5.4%	5.4%	5.2%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	548	2,136	3,410	4,389	5,062	5,543
%销售收入	4.4%	12.1%	11.3%	13.4%	14.3%	14.9%
财务费用	-321	-522	-491	-681	-983	-1,282
%销售收入	2.6%	2.9%	1.6%	2.1%	2.8%	3.4%
资产减值损失	-134	-123	-208	-214	-164	-126
公允价值变动收益	4	1	-22	8	0	0
投资收益	379	560	362	200	300	300
%税前利润	74.9%	26.5%	11.2%	5.1%	6.8%	6.5%
营业利润	476	2,052	3,051	3,703	4,215	4,436
营业利润率	3.9%	11.6%	10.1%	11.3%	11.9%	11.9%
营业外收支	30	57	196	200	200	200
税前利润	506	2,109	3,247	3,903	4,415	4,636
利润率	4.1%	11.9%	10.8%	11.9%	12.5%	12.4%
所得税	-72	-255	-371	-449	-508	-533
所得税率	14.2%	12.1%	11.4%	11.5%	11.5%	11.5%
净利润	434	1,854	2,875	3,454	3,908	4,103
少数股东损益	6	24	26	39	44	46
归属于母公司的净利润	428	1,830	2,849	3,415	3,864	4,056
净利率	3.5%	10.3%	9.5%	10.4%	10.9%	10.9%
				19.85%	13.13%	4.99%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	434	1,854	2,875	3,454	3,908	4,103
少数股东损益	0	0	0	39	44	46
非现金支出	365	561	759	1,018	1,370	1,731
非经营收益	-270	-131	-246	296	497	799
营运资金变动	1,401	545	1,388	-1,142	-59	-45
经营活动现金净流	1,930	2,829	4,776	3,666	5,760	6,635
资本开支	6,207	2,744	7,450	10,058	9,082	8,034
投资	10	640	-13	-519	0	0
其他	119	430	218	208	300	300
投资活动现金净流	-6,077	-1,675	-7,245	-10,369	-8,782	-7,734
股权募资	23	3	466	0	0	0
债权募资	2,491	5,022	390	4,297	5,226	4,852
其他	-695	-933	-1,770	-704	-2,310	-2,072
筹资活动现金净流	1,819	4,093	-913	3,594	2,915	2,780
现金净流量	-2,328	5,248	-3,382	-3,109	-106	1,680

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	4,455	10,108	6,306	3,158	3,007	4,641
应收账款	10,321	11,996	14,937	15,201	15,357	15,708
存货	3,002	3,650	3,037	3,666	3,921	4,151
其他流动资产	1,515	2,342	1,006	1,742	1,825	1,900
流动资产	19,293	28,095	25,287	23,766	24,111	26,401
%总资产	56.1%	61.4%	48.1%	39.0%	34.7%	33.7%
长期投资	2,858	4,410	5,783	6,292	6,292	6,292
固定资产	10,349	10,482	17,015	26,318	34,215	40,727
%总资产	30.1%	22.9%	32.4%	43.1%	49.3%	52.0%
无形资产	814	741	1,112	1,262	1,442	1,559
非流动资产	15,077	17,682	27,286	37,248	45,324	51,953
%总资产	43.9%	38.6%	51.9%	61.0%	65.3%	66.3%
资产总计	34,370	45,777	52,572	61,015	69,435	78,355
短期借款	571	2,860	1,752	433	433	433
应付款项	10,134	13,940	16,549	17,125	17,623	18,272
其他流动负债	833	5,519	2,658	4,086	3,648	4,383
流动负债	11,538	22,320	20,959	21,643	21,703	23,088
长期贷款	4,405	6,023	8,389	14,005	19,231	24,083
其他长期负债	4,634	2,208	5,834	5,834	5,834	5,834
负债	20,577	30,550	35,182	41,483	46,769	53,005
普通股股东权益	13,368	14,768	16,761	18,864	21,954	24,591
少数股东权益	425	459	629	668	712	759
负债股东权益合计	34,370	45,777	52,572	61,015	69,435	78,355
比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.159	0.679	1.042	1.248	1.412	1.483
每股净资产 (元)	4.961	5.481	6.127	6.896	8.026	8.989
每股经营现金净流 (元)	0.716	1.050	1.746	1.326	2.090	2.408
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.480	0.480	0.282	0.519
回报率						
净资产收益率	3.20%	12.39%	17.00%	18.10%	17.60%	16.50%
总资产收益率	1.24%	4.00%	5.42%	5.60%	5.56%	5.18%
投入资本收益率	3.27%	19.70%	16.90%	14.42%	12.64%	11.86%
增长率						
营业总收入增长率	8.69%	43.84%	69.80%	9.33%	7.39%	5.61%
EBIT增长率	245.09%	290.10%	59.66%	28.70%	15.33%	9.50%
净利润增长率	179.41%	327.85%	55.74%	19.85%	13.13%	4.99%
总资产增长率	7.60%	33.19%	14.84%	16.06%	13.80%	12.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	271.3	200.0	147.5	150.0	140.0	135.0
存货周转天数	122.5	94.0	55.2	56.0	56.0	56.0
应付账款周转天数	173.7	145.6	125.4	125.4	125.4	125.4
固定资产周转天数	82.2	117.3	107.5	140.9	194.3	239.8
偿债能力						
净负债/股东权益	24.60%	-8.63%	35.69%	69.85%	83.91%	87.72%
EBIT利息保障倍数	1.7	4.1	6.9	6.5	5.2	4.3
资产负债率	59.87%	66.74%	66.92%	67.99%	67.36%	67.65%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

