



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 转型中的风电运营弄潮儿

——天顺风能（002531）

2016年12月20日

推荐/首次

天顺风能

深度报告

### 报告摘要：

**主营风机塔架业务稳定增长。**公司是业内传统的风力塔架制造龙头企业，主营业务是风塔制造，与 Vistas、金风、远景等建立稳定合作关系，目前公司在手订单需求充沛，预计随着双反结束海外市场订单可增加业绩贡献。

**叶片业务尽享客户协同，前景可观。**公司介入风机叶片制造，项目共规划两期，一期项目为八条国际先进大型风电叶片生产线，设计年产量为 800 套，二期加设八条生产线，计划 2017 年投产，届时可借公司品牌及客户渠道快速开拓市场，贡献收入。

**电场运营具备资源禀赋和强劲消纳能力，盈利能力强劲。**新疆哈密 300MW 电场运营的弃风率在 15% 左右远低于同地区平均弃风率，目前电场的利用小时可以达到 2000 小时左右，随着限电改善，预计利用小时能达到 2400 小时左右。预计净利润可达到 1.2-1.5 个亿。公司持续进行鲁、豫两省三处风电厂的建设。公司在资本运营方面保持稳健保守的运营风格，持有中泰模具和中科创新源两个 IPO 投资公司股份，预计回报丰厚。目前的融资项目中，基准利率平稳、资金充沛，现金流稳定。

**财务预测与投资建议：**基于 17 年风电场全年运营和叶片生产进入盈利期以及 17 年上半年抢装的行情，我们预计公司 2016-2018 年营收分别为 25.5 亿元、36 亿元、42.9 亿元，实现归母净利润分别为 4.2 亿元、6.3 亿元、7.9 亿元，EPS 分别为 0.24、0.35 和 0.44，对应股价的 PE 分别为 45.5、30.4 和 24.3 倍。我们给予公司 22 倍的 pe，6 个月目标价 8 元，给予推荐评级。

**风险提示：**汇率波动带来的利润下降，抢装透支未来市场容量。

### 财务指标预测

指标	2014	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,40	2,175.9	2,553.0	3,600.2	4,294.40
增长率(%)	8.65	55.17%	17.33%	41.02%	19.28%
净利润(百万元)	174.	303.39	421.36	631.11	789.56
增长率(%)	1.36	73.53%	38.88%	49.78%	25.11%
净资产收益率(%)	8.73	13.42%	10.20%	14.05%	15.89%
每股收益(元)	0.42	0.37	0.24	0.35	0.44
PE	25.6	29.11	45.48	30.36	24.27
PB	2.21	3.92	4.64	4.26	3.86

数据来源：wind、东兴证券研究所

### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

### 联系人：

#### 史鑫

010-60554044

shixin@dxzq.net.cn

#### 王革

010-66554043

wangge@dxzq.net.cn

#### 林劼

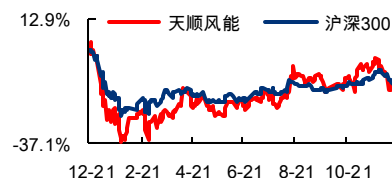
010-66554034

linjie\_@dxzq.net.cn

### 交易数据

52 周股价区间(元)	6.78-14.38
总市值(亿元)	120.62
流通市值(亿元)	63.94
总股本/流通 A 股(万股)	177902/94301
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.87

### 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目 录

1. 主营稳健发展，盈利能力强劲 .....	3
2. 风机制造龙头经营稳健 .....	5
1.1 风电抢装引发新一轮高增长 .....	5
1.2 风机制造的龙头，国际标准行销国内外 .....	8
1.3.2.3 布局叶片制造，客户协同优势明显 .....	9
3. 涉足风电电场，打造新利润增长极 .....	10
1.4 哈密电场具备优质资源禀赋，运营利润可观 .....	10
1.5 鲁豫两省三地风场规划，持续推进 .....	10
1.6 投资业务进入回报期 .....	10
4. 投资盈利预测及估值 .....	11
5. 风险提示 .....	12

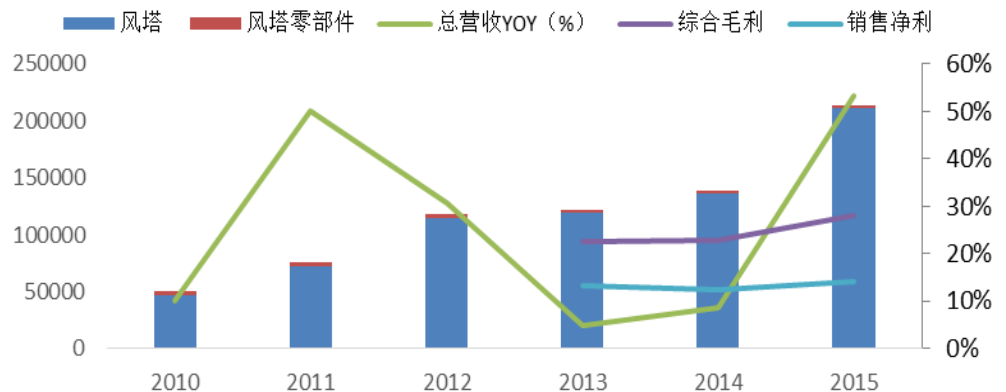
## 插图目录

图 1:公司营收及变化（万元） .....	3
图 2:国内外销售占比及趋势（万元） .....	3
图 3:公司主营业务毛利率水平 .....	4
图 4: 同行业净利润对比 .....	4
图 5:公司 ROE 高于行业水平 .....	4
图 6:公司 ROA 稳定领先 .....	4
图 7:公司股权结构 .....	5
图 8:2015 年世界装机容量地区占比 .....	6
图 9:全球累计装机容量 .....	6
图 10: 世界各国风能累计装机容量（GW） .....	6
图 11:中国累计占比高，增速快 .....	7
图 12:全国累计发电量占比 .....	7
图 13: 各风区电价划分 .....	7
图 14:GE 公司风力设备订单稳定增长（\$ Billions） .....	8
图 15:GE 近三年营收及利润（\$ Billions） .....	8
图 16:Vestas 公司订单装机容量稳定增长（MW） .....	9
图 17:Vestas 近三年营收稳定增长（Millions） .....	9
图 18: 我国 6MW 及以上风力发电设备装机容量 .....	9
图 19: 各风区电价划分 .....	10
图 20: 鲁、豫风场规划 .....	11
图 21: 中泰模具（Millions） .....	11
图 22: 科创新源（Millions） .....	11

## 1. 主营稳健发展，盈利能力强劲

公司专业从事兆瓦级大功率风力发电塔架的生产，是业内主要的规模化风力发电塔架专业制造商之一。产品达到国际质量标准的要求，适应国内外风场架设的需要，海外客户包括 Vestas、GE、Siemens 等领军企业，国内客户为 Goldwind、远景、中水电、大唐集团、华能集团等。公司近年来逐步拓展业务，从风塔零部件的生产和销售逐步拓展至风机“叶片”等配件生产及风场的建设运营，逐步走向多元化制造及运营。

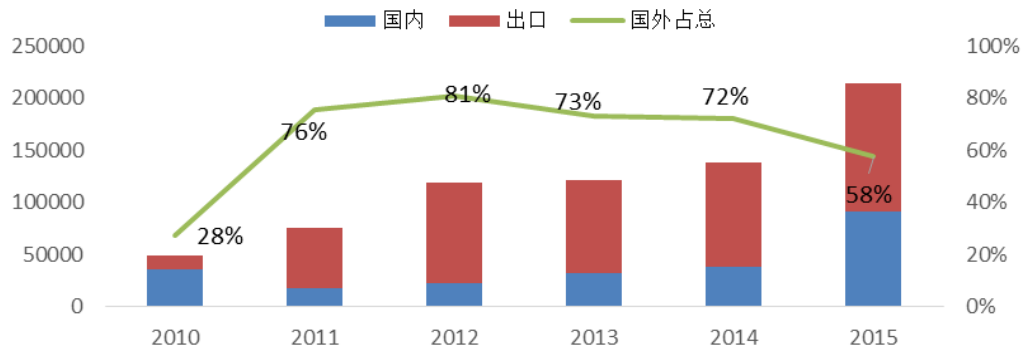
图 1:公司营收及变化 (万元)



资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

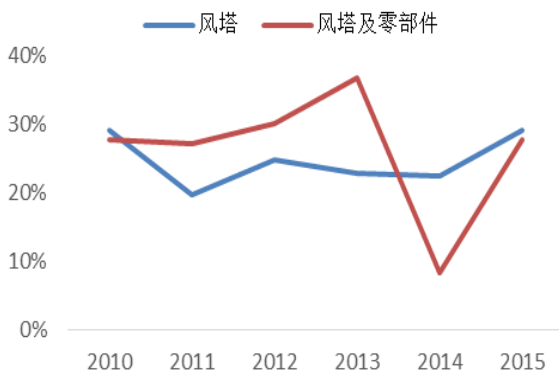
公司营收 2010-2015 年 CAGR 达到 35%，约 98%的营业收入源自风塔业务，主要以 GE 和 Vestas 为主，合计占海外营收的 60%以上。近些年国内营收占比持续攀升，2015 年更是受益于国内风电抢装，国内销量占比上升约 15%。综合毛利率维持在 20%-29%左右，高于行业平均水平，2016 年前三季度营业收入达 15.7 亿同比增长 2.4%，归母净利润 3.43 亿同比增长 45.67%。人民币贬值出口订单毛利增加，预计随着人民币的持续贬值，2017 年海外的毛利率水平有望走高在 35%-40%之间。

图 2:国内外销售占比及趋势 (万元)



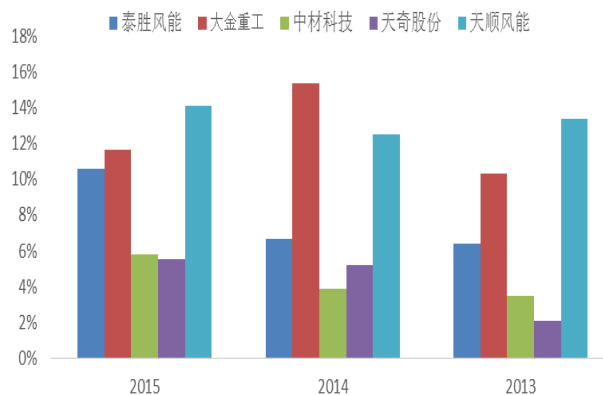
资料来源: 公司公告、公司募股说明书、东兴证券研究所

图 3:公司主营业务毛利率水平



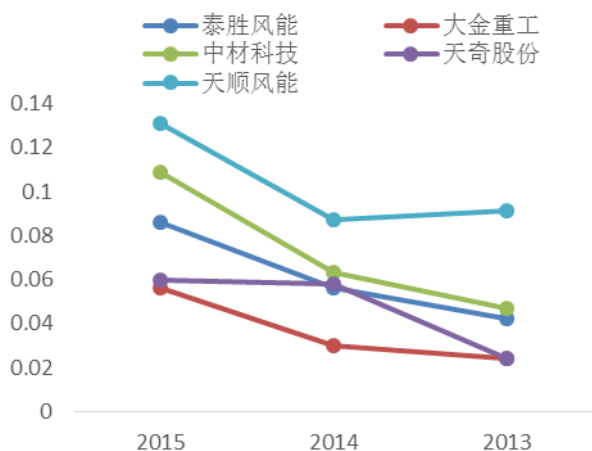
资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

图 4: 同行业净利润对比



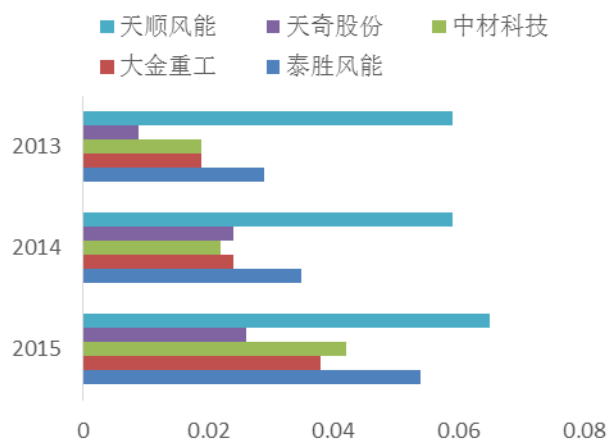
资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

图 5:公司 ROE 高于行业水平



资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

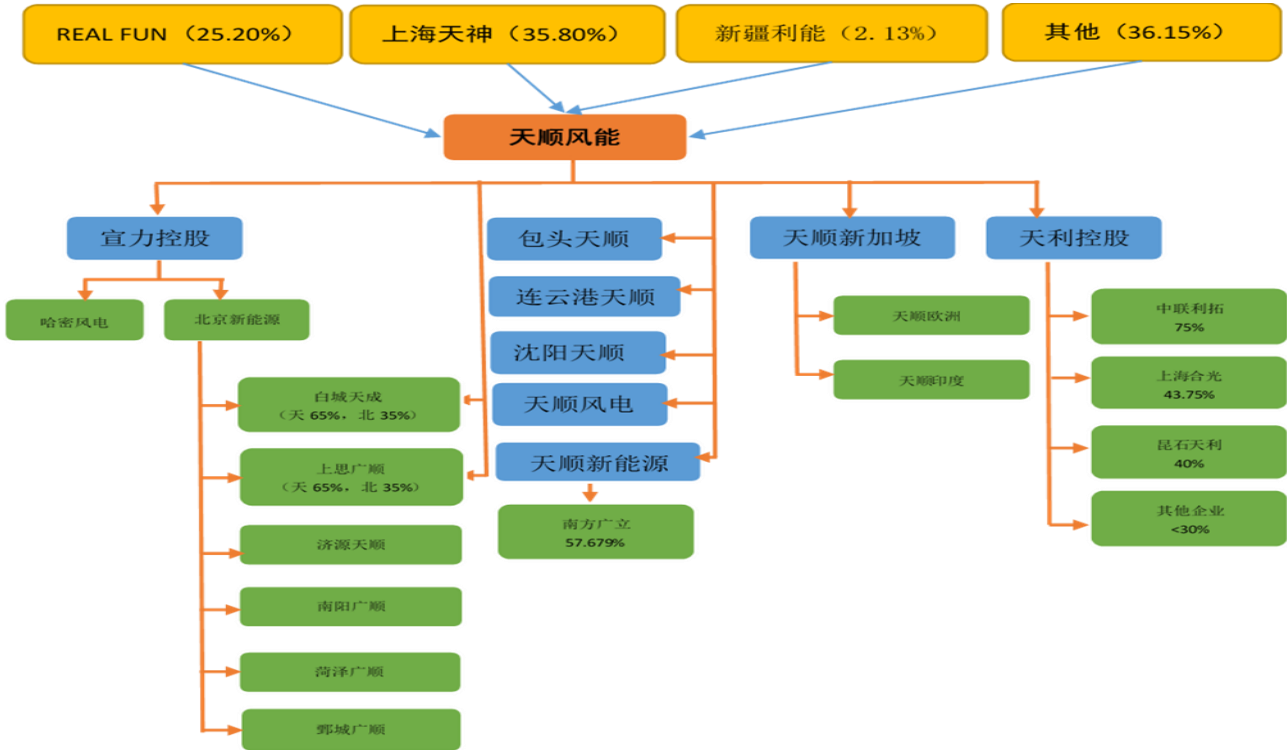
图 6:公司 ROA 稳定领先



资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

公司 2015 建设新疆哈密电场于 2016 年下半年建成运营，预计每年有 1 亿元左右的盈利贡献，预计到 2017 年鲁、豫三处风场投入运营后共有四座风力电场运转盈利，成为新的增长点。公司布局股权投资，中科创新源、中泰模具等逐步 IPO 上市，股权收获预期丰厚。

图 7:公司股权结构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

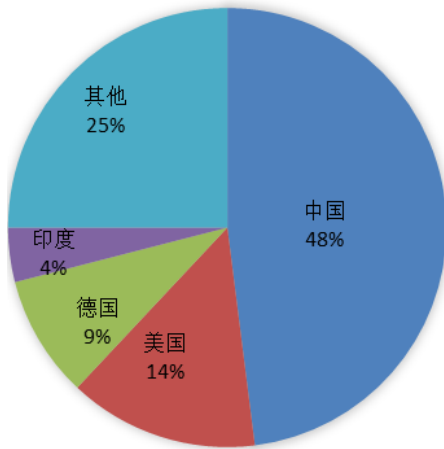
## 2. 风机制造龙头经营稳健

### 2.1 风电抢装引发新一轮高增长

风能发电产业装机稳增长趋势良好, 国外风能需求稳增长为主, 新兴市场发展迅猛。2013 年至今全球风电累计装机量以每年超过 20% 左右的速度递增, 基于国内抢装和北美新增 33GW 同比增长 12%, 2015 年已达到全球累计装机 193.213GW。据全球风能委员会预计, 到 2030 年全球用电量将达到 10,500GW, 2035 年新能源占比为 25% 其中四分之一约 656.25GW 来自风能。

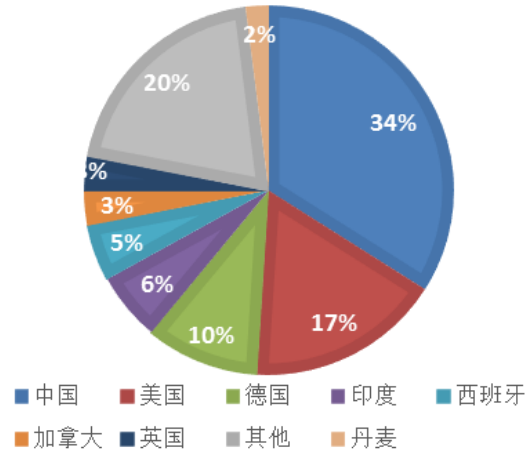
目前除了以中国主导的亚洲市场以外, 欧洲、北美分别达到 147.77GW 和 88.75GW 占世界风能总装机量的 34% 和 20%。截止 2015 年, 世界风能装机容量排名前十的国家 (除中国外) 有四个国家累计装机容量超过 20GW, 其中美国风电累计装机容量为 74.47GW, 德国为 44.95GW, 印度和西班牙分别是 25.09GW 和 23.03GW 领先于其他国家。2013 年-2015 年期间海外同比增长平均维持在 10%-11% 之间, 其中装机容量较大的国家如美、德、印度均保持 11%-14% 的平均增长率。除此之外容量较小国家如加拿大、英国和巴西年平均装机容量增长达到 20% 以上, 高于 17% 的世界平均增长率, 发展迅速。

图 8:2015 年世界装机容量地区占比



资料来源: Wind, GWEC, 东兴证券研究所

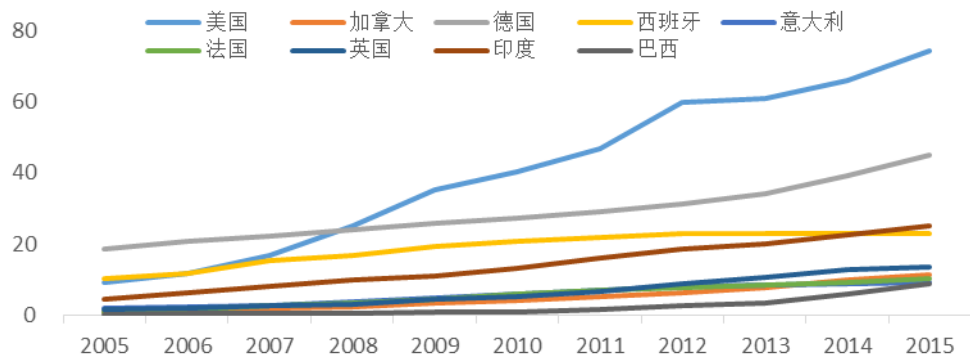
图 9:全球累计装机容量



资料来源: Wind, GWEC, 东兴证券研究所

风电成为我国能源结构的重要组成部分。2015 年年底, 全国风能并网装机达到 1.29 亿千瓦, 年发电 1856 亿千瓦时, 占全国总发电量的 3.23%。截止到 16 年十月风电年累计发电量总发电量的 4%, 同比增长 1%, “十三五”提出加快推动风电等可再生能源产业发展, 有效解决弃风问题, 确保“三北”地区全面达到最低保障性收购利用小时数, 风电到 2020 年年底要确保并网装机容量达到 2.1 亿千瓦以上, 年发电量确保达到 4200 亿千瓦时, 占全国总发电量 6%。2020 年实现中东部和南方地区陆上风电新增并网装机容量达到 4200 万千瓦以上, 累计 700 万千瓦以上。

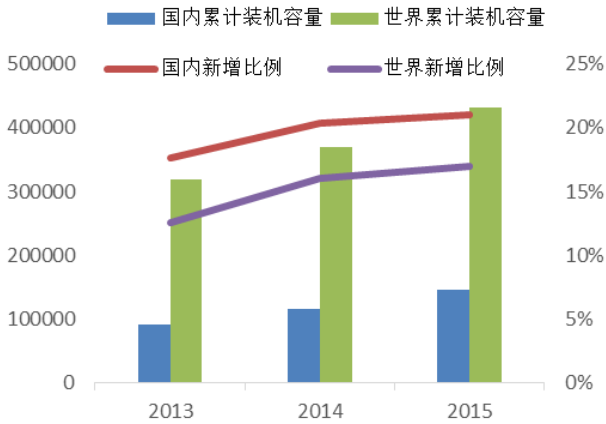
图 10: 世界各国风能累计装机容量 (GW)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

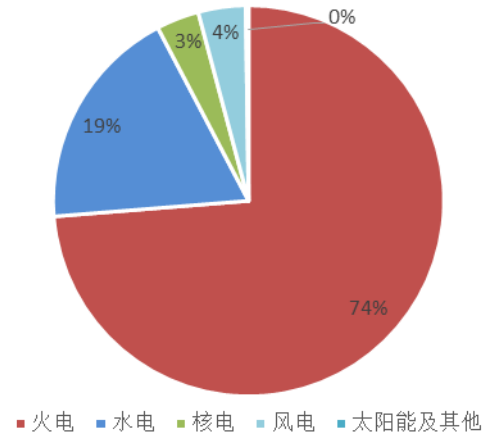
海上风电快速发展, 远景可观。目前 90%海上风电电场集中在欧洲, 海上风电成本持续快速下降, 截止 2015 年全球海上风电已经累计装机超过 12GW, 我国海上风电起步较晚、目前累计装机 1.02GW。但我国具有海岸线长, 沿海风能资源丰富等优势同时区域经济发达电网容量大, 风电接入条件好, 海上风电吸引力将逐渐加强。“十三五”提出 2020 年海上风电并网装机应达到 5000MW 以上。

图 11:中国累计占比高, 增速快



资料来源: 公司招股说明书、东兴证券研究所

图 12:全国累计发电量占比



资料来源: wind、东兴证券研究所

电价下调将再次引发抢装潮。目前风电标杆电价处在下行通道, 未来将进一步下调, 从而将带动风电行业形成一定规模的抢装, 2018 年之前核准到 2019 年年底建成项目可执行旧电价, 就此预计在 2017 年都将提前开始抢装潮。

图 13: 各风区电价划分

资源区	-2009 标杆上网 电价 (Yuan/kWh)	2010-2015 标杆 上网电价 (Yuan/kWh)	2016-2017 标杆 上网电价 (Yuan/kWh)	2018-标杆上网 电价 (Yuan/kWh)	各自远去所包括的地区
I 类资源区	0.51	0.49	0.47	0.44	内蒙古自治区除赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市以外其他地区; 新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市、伊犁哈萨克族自治州、昌吉回族自治州、克拉玛依市、石河子市
II 类资源区	0.54	0.52	0.50	0.47	河北省张家口市、承德市; 内蒙古自治区赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔; 甘肃省张掖市、嘉峪关市、酒泉市
III 类资源区	0.58	0.56	0.54	0.51	吉林省白城市、松原市; 黑龙江省鸡西市、双鸭山市、七台河市、绥化市、宜春市, 大兴安岭地区; 甘肃省除张掖市、嘉峪关市、酒泉市以外其他地区; 新疆维吾尔自治区除乌鲁木齐市、伊犁哈萨克族自治州、昌吉回族自治州、克拉玛依市、石河子市以外的其他地区; 宁夏回族自治区
IV 类资源区	0.61	0.61	0.60	0.58	除 I 类、II 类、III 类资源区以外的其他地区

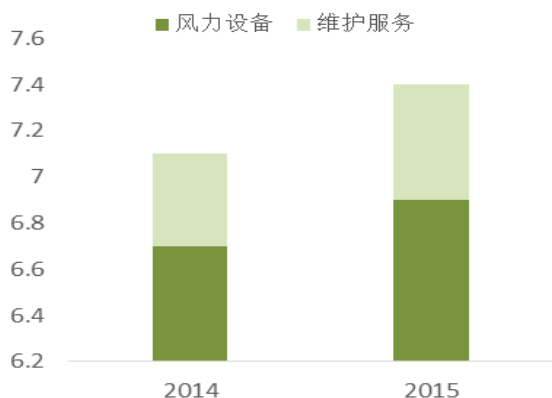
资料来源: 公开资料、东兴证券研究所

## 1.2 风机制造的龙头，国际标准行销国内外

公司为全球领先的风塔制造商，是国内唯一一家获得 Vestas、GE 全球风塔合格供应商资格认证的生产厂家。装机容量受抢装影响较大，预计 2017 年业绩有望大幅体现。国内市场受政策影响明显，毛利率较低常年维持 24% 左右，2015 年受风电价格下调引发的抢装影响国内占总营收比重上升 15% 左右。受上网电价下调的影响将有新一轮的抢装出现。

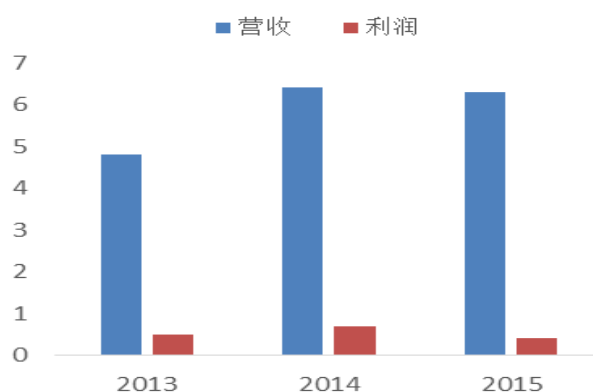
**海外市场盈利平稳。**从订单增长情况来看，海外订单维持了 5%-8% 的增长速率。公司与 Vestas、GE、Siemens 等国际大型高端风塔制造商合作稳定，海外业务常年占总营收的 70% 以上，其中 GE 和 Vestas 合占出口总营收的 60% 以上。2015 年风电在 GE 公司新能源电占比高达 99%，公司的设备订单 2015 年达到 69 亿美元，同比增长约 3%，平均利润率约为 9.24% 较为稳定，预期未来会稳步提升与天顺风能的订单总量。

图 14:GE 公司风力设备订单稳定增长（\$ Billions）



资料来源：GE Annual Report 2015、东兴证券研究所

图 15:GE 近三年营收及利润（\$ Billions）

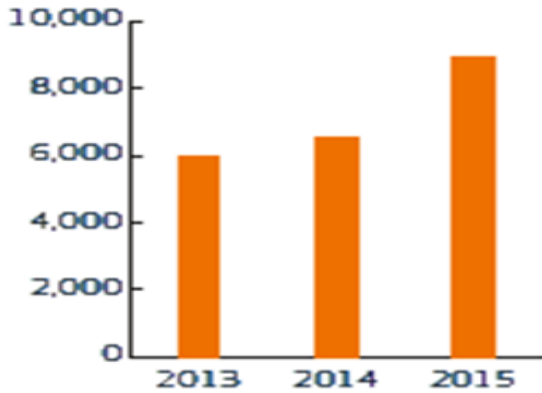


资料来源：GE Annual Report 2015、东兴证券研究所

Vestas 公司专门致力于风电技术领域的世界领先厂商，截止 2014 年末，公司占世界海上风电装机 54% 的份额，2015 年 Vestas 装机 3117 个机组，共计 7486MW 容量的风电装机。随着风电世界能源占比的逐步提高和海上风电的开发，Vestas 公司将为公司带来订单需求。

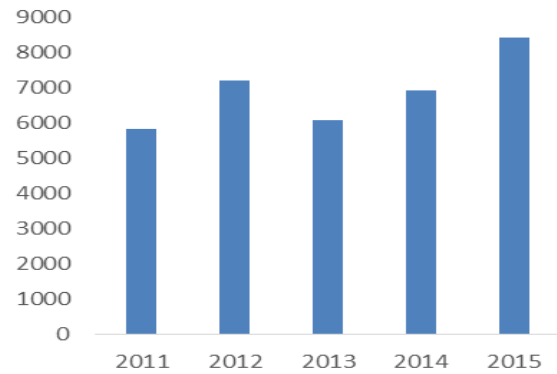


图 16:Vestas 公司订单装机容量稳定增长 (MW)



资料来源: Vestas Annual Report 2015、东兴证券研究所

图 17:Vestas 近三年营收稳定增长 ( Millions)

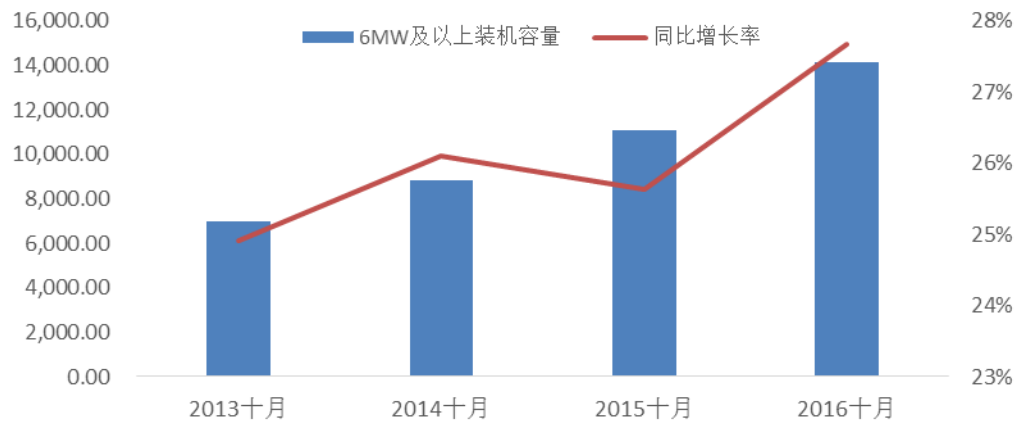


资料来源: Vestas Annual Report 2015、东兴证券研究所

### 1.3 2.3 布局叶片制造，客户协同优势明显

风电机组技术更新速度快，大型化趋势明显加速长叶片配套应用。国内外低风速区风场、海上风场加速建设。大型风机具有单位发电成本低，转换效率高等特点，并能适应低风速区和海上风场发电的需要。我国大型风机今年保持 25% 的增长率远超过 17% 的平均装机增长率，大型风机占比逐步提高。长叶片在低风速区和海上风电场有更好的采风效果，大型风机占比的提高也促进长叶片需求。目前 60-70 米长的叶片在国内产能较少，70-80 米叶片产能不足不能满足海上风电和低风速区未来的发展需求。

图 18: 我国 6MW 及以上风力发电设备装机容量



资料来源: Wind、东兴证券研究所

借风机产品优势，适时发展叶片配套，客户协同助力快速发展。公司适时进行大型叶片生产布局，弥补国内产能不足的情况。2016 年 5 月由公司全资子公司天顺新能源总投资 15 亿元设立叶片公司，主要进行风机叶片的研发、生产以及销售业务。天顺风能具有成熟的风电系统生产经验，和先进的生产经营模式，极佳的产品制造及质控经验对叶片制造形成正向推动。项目计划 2017 年投产，一期项目为八条国际先进大型风电叶片生产线，设计年产量为 800 套，二期增设八条生产线，全部投产后可增厚营收。

### 3. 涉足风电电场，打造新利润增长极

#### 1.4 哈密电场具备优质资源禀赋，运营利润可观

弃风好转，电场成为新的利润增长点。新疆哈密 300MW 电场投入运营，弃风率在 15%左右远低于同地区行业平均弃风率，目前电场的利用小时可以达到 2000 小时左右，运转良好。“十三五”实施后加快“三北”地区跨上跨区风电外送项目建设，续限电会进一步改善，预计利用小时能达到 2400 小时左右。盈利方面 300MW 一年的风电场运营 2400 小时，预计净利润可达到 1.2-1.5 个亿。

#### 1.5 鲁豫两省三地风场规划，持续推进

定增加码风场建设。2016 年 8 月公司获得批准非公开发行股票，定增发行人民币普通股 2.97 亿股。用于河南、山东两地建设 2000-2300 利用小时的风电厂。其中河南地区煤炭资源消费占全省能源消费总量的月 90%，远高于全国平均水平，山东约 99% 供电来自燃煤火电，两省人口用电需求大，消纳压力小，预计后续电场运营状况良好。

图 19: 各风区电价划分

项目名称	装机体量	项目总投资	上网电价（含税）
宣力新能源山东菏泽鄄城左营风电项目	150MW	12.19 亿	0.62 Yuan/Kwh
宣力新能源山东菏泽牡丹李村风电场项目	80MW	7.37 亿	0.62 Yuan/Kwh
宣力新能源河南南阳桐柏歇马岭风电场项目	100MW	8.417 亿	0.61 Yuan/Kwh
补充流动资金		4 亿	

资料来源：公司年报、公司公告、东兴证券研究所

#### 1.6 投资业务进入回报期

公司扩展新型金融服务业务，围绕节能环保，能源互联网、新能源汽车等方面开展投资。公司通过“苏州天利”分别持有中泰模具、科创新源 6.86%和 27%的股份，目前两家公司已经先后完成股份制改造，正在申请 IPO，预计投资收益具备较高的价值提升空间。

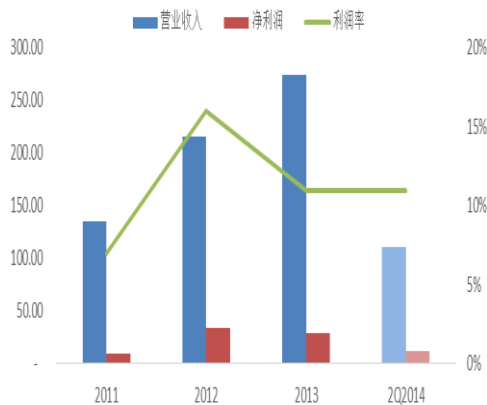
中泰模具于 2014 年 12 月 22 日签署招股说明书公开发行不超过 2,160 万股，至招股日起前四年营业状况显示，公司年平均利润率为 11%，2012、2013 和 14 年上半年度 EPS 分别是 0.58、0.62 和 0.14，ROE 为 33.66%、20.43%和 3.3%，运营稳定，预计上市后每年能为天顺风能带来约 1000 万的投资回报。

科创新源目前处于 IPO 准备期间,从近三年经营业绩来看,公司 EPS 从 2013 到 2016 第二季度分别是: 0.91、0.93、0.59 和 0.42。年平均 ROE 水平约为 35%, 公司盈利状况良好。

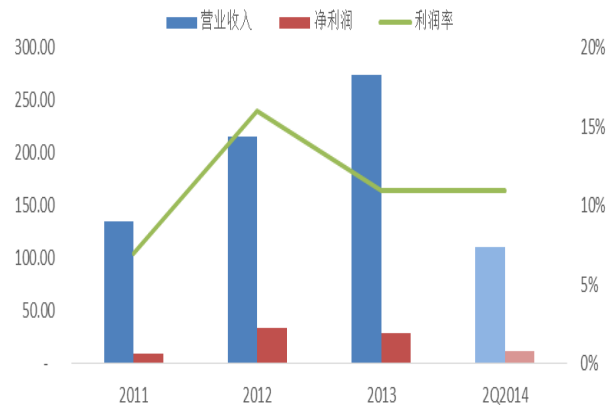
**图 20: 鲁、豫风场规划**

时间	标的	投资额(万)	持有股份
2013 年 4 月 12 日	中泰模具股份有限公司	4000	6.86%
2013 年 11 月 15 日	科创新源工业材料有限公司	6000	30%
2015 年 2 月 7 日	中联利拓融资租赁股份有限公司	15,00	75%
2015 年 11 月 11 日	中机国能清洁能源有限公司	25000	23%

资料来源: 公开资料、公司年报、东兴证券研究所

**图 21: 中泰模具 (Millions)**


资料来源: 公司招股说明书、东兴证券研究所

**图 22: 科创新源 (Millions)**


资料来源: 备案报告、东兴证券研究所

公司定增结束, 闲置资金合理配置。定增价格为 6.72 每股。定增总量为 25 个亿, 杠杆率为 1:4, 资本金占 20%。全部投资于鲁、豫两处新电厂的建设, 多余资金(额度不超过 10 亿)用于购买保证收益型银行理财产品, 充分利用闲置资金, 合理保值预计在 16 年年末获得投资收益约 140 万元。

## 4. 投资盈利预测及估值

基于 2017 年风电场全年运营和叶片生产进入盈利期以及 17 年上半年抢装的行情, 我们预计公司 2016-2018 年营收分别为 25.5 亿元、36 亿元、42.9 亿元, 实现归母净利润分别为 4.2 亿元、6.3 亿元、7.9 亿元, EPS 分别为 0.24、0.35 和 0.44。对应股价的 PE 分别为 45.5、30.4 和 24.3 倍。公司逐步转型叶片生产、风场运营以及股权投资等多元化发展, 具备强劲的盈利预期, 同行业泰胜风能 30 倍的 pe (小市值兼具转型军工), 我们给予公司 22 倍的 pe, 6 个月目标价 8 元, 予以推荐评级。

表 1:同类型上市公司市盈率比较表

股票代码	股票名称	当前股价	2016EPS	2017EPS	2018EPS	2016PE	2017PE	2018PE
300129	泰胜风能	8.46	0.3	0.36	0.41	28.7	23.7	20.9
002080	中材科技	16.42	0.65	0.91	1.14	25.5	18.06	14.5
601727	上海电气	8.4	0.17	0.17	0.19	50.8	48.6	45.1
	平均 PE						29	

资料来源：wind、东兴证券研究所

## 5.风险提示

- 1、汇率波动带来的利润下降
- 2、抢装可能会透支未来市场容量

**表 2: 公司财务预测**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	1802	2697	4168	5252	6413	<b>营业收入</b>	1402	2176	2553	3600	4294
货币资金	367	648	1777	2054	2662	<b>营业成本</b>	1083	1543	1856	2593	3060
应收账款	472	833	927	1300	1585	营业税金及附加	4	10	8	13	16
其他应收款	12	52	61	85	102	营业费用	43	62	74	90	86
预付款项	38	46	74	86	111	管理费用	84	115	128	173	202
存货	352	301	473	669	722	财务费用	33	31	-4	-7	-9
其他流动资产	541	729	814	982	1127	资产减值损失	9.32	62.26	27.81	33.13	41.07
<b>非流动资产合计</b>	1171	1946	1886	1707	1528	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	161	88	88	88	88	投资净收益	49.28	26.21	28.90	34.80	29.97
固定资产	802.75	753.13	1240.91	1072.77	904.62	<b>营业利润</b>	194	357	493	741	929
无形资产	116	108	97	87	76	营业外收入	8.21	6.68	6.96	7.28	6.97
其他非流动资产	10	216	0	0	0	营业外支出	0.66	5.61	2.28	2.85	3.58
<b>资产总计</b>	2972	4643	6053	6958	7941	<b>利润总额</b>	202	358	498	745	933
<b>流动负债合计</b>	949	2018	1482	1896	2228	所得税	27	55	76	114	143
短期借款	473	441	0	0	0	<b>净利润</b>	175	303	421	631	790
应付账款	118	423	323	477	641	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	54	33	58	81	91	归属母公司净利润	175	303	421	631	789
一年内到期的非	0	12	12	12	12	EBITDA	392	541	668	913	1099
<b>非流动负债合计</b>	6	316	390	520	693	<b>BPS (元)</b>	0.42	0.37	0.24	0.35	0.44
长期借款	0	290	387	516	687	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	955	2334	1871	2416	2921	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	14	50	50	50	50	营业收入增长	8.65%	55.17%	17.33%	41.02%	19.28%
实收资本 (或股	412	823	1779	1779	1779	营业利润增长	-1.72%	83.71%	37.99%	50.30%	25.40%
资本公积	1080	669	582	582	582	归属于母公司净利	38.95%	49.78%	38.95%	49.78%	25.10%
未分配利润	439	684	832	1067	1386	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	2004	2259	4132	4493	4970	毛利率 (%)	22.74%	29.10%	27.30%	27.98%	28.75%
<b>负债和所有者权</b>	2972	4643	6053	6958	7941	净利率 (%)	12.47%	13.94%	16.50%	17.53%	18.39%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位: 百万元						总资产净利润 (%)	5.88%	6.53%	6.96%	9.07%	9.94%
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	8.73%	13.42%	10.20%	14.05%	15.89%	
<b>经营活动现金流</b>	166	339	149	407	749	<b>运营能力</b>					
净利润	175	303	421	631	790	总资产周转率	0.48	0.57	0.48	0.55	0.58
折旧摊销	164.63	153.02	0.00	178.98	178.98	应收账款周转率	3	3	3	3	3
财务费用	33	31	-4	-7	-9	应付账款周转率	10.62	8.04	6.85	9.00	7.68
应收账款减少	0	0	-94	-373	-285	<b>每股指标 (元)</b>					
预收帐款增加	0	0	26	23	10	每股收益 (最新摊	0.42	0.37	0.24	0.35	0.44
<b>投资活动现金流</b>	-9	-1365	324	2	-11	每股净现金流 (最新	-0.28	0.35	0.46	0.16	0.34
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	4.87	2.74	2.32	2.53	2.79
长期股权投资减	0	0	106	0	0	<b>估值比率</b>					
投资收益	49	26	29	35	30	P/E	25.64	29.11	45.48	30.36	24.27
<b>筹资活动现金流</b>	-271	1312	340	-132	-130	P/B	2.21	3.92	4.64	4.26	3.86
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	11.57	16.56	26.62	19.32	15.65
长期借款增加	0	0	97	129	172						
普通股增加	0	412	956	0	0						
资本公积增加	0	-412	-86	0	0						
<b>现金净增加额</b>	-114	286	813	277	608						

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 史鑫

材料学硕士，具备三年以上新能源汽车产业研发经验，两年证券从业经历，目前研究重点覆盖新能源汽车、光伏、光热、充电桩等环节。

### 王革

中科院电气工程硕士，4年光伏电池研发和产业化经验，1年公司管理经验，2016年加入东兴证券研究所，关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

### 林劼

清华大学工学硕士，电力设备与新能源行业研究员，2016年加入东兴证券，目前研究重点主要覆盖光伏、储能、新能源汽车等板块。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。