

泰胜风能 (300129)

证券研究报告

2016年12月27日

主业持续稳定增长，有望成为优质民参军标的

净利润稳定增长，毛利率稳步提升，主业在手订单饱满

从2013到2015年，公司营业收入、净利润一直保持稳定增长；2016年前三季度归母净利润1.59亿元，同比增长31.57%。公司主业为风塔，毛利率稳步提升，2013年、2014年、2015年，以及2016年上半年塔架毛利率分别为20.93%、22.02%、31.49%、40.27%。2016年三季度末，风电塔架正在执行及待执行的合同金额约为人民币16.31亿元。

陆上风电招标量大增，弃风问题有效缓解

2016年前三季度，风电招标量为24.1GW，较去年同期增长67%。预计2016年全年招标量有较大增幅，预计2016年我国新增装机将达到20-25GW，预计2017年大概率突破30GW，同比增速20%以上。从15年开始，我国已经出台多项政策解决弃风问题。通过保障性收购部分限电地区风电小时数、进一步建设特高压电网等方式缓解限电问题。2016年第三季度弃风率为14%，较第一、第二季度的26%、17%分别下降了12%、3%。我们认为，2015年底的电价政策，与2017年底电价政策差异较大；本轮招标量大增，与2015年底的抢装，存在一定差异。本轮抢装一个重要原因是风机价格略下降、发电量提升，部分项目度电成本下降幅度超过电价下调幅度，风电投资价值进一步凸显。

海上风电开始加速，海外业务持续拓展

风电发展“十三五”规划明确，2020年底，海上风电并网装机容量达到500万千瓦以上。公司子公司蓝岛海工兼具海上风电和海洋工程等多个业务单元，在规模、区位、技术上有竞争优势。未来公司将通过蓝岛海工来加强国内海上风电市场、海外业务的拓展，以及落实整装码头的发展规划，从而抢占海上风电市场先机。2014年-2015年，公司海外风塔收入占总收入12%-16%左右。相对竞争对手，有较大提升空间。公司已加大对海外业务的重视程度，加强了自身人力资源建设，加强对原有重点客户资源维护的同时大力开发欧洲、日本等的客户，相关工作已具成效。我们认为，海外业务有望成为公司重要增长点。

与丰年资本紧密合作，有望成为民参军标杆企业

2016年9月28日、12月16日，丰年资本累计增持公司股本3.88%，交易对手为公司高管及前高管，平均成本约7.55元/股，锁定三年。公司有望持续拓展军工业业务。公司作为二级市场跟丰年资本联系最紧密的公司，有望得到丰年资本的大力支持，成为民参军的标杆企业。

投资建议：不考虑外延的情况下，预计公司2016-2018年净利润2.15亿、2.61亿、3.03亿，当前股价对应PE为29、24、20倍，给予2017年35倍PE，对应目标价12.6元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：风电装机规模低于预期、公司军工业业务拓展不达预期等。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,438.19	1,596.98	1,517.13	1,790.21	1,969.23
增长率(%)	33.26	11.04	(5.00)	18.00	10.00
EBITDA(百万元)	181.08	253.31	283.40	339.55	391.34
净利润(百万元)	97.07	169.41	215.28	260.92	302.87
增长率(%)	25.40	74.53	27.08	21.20	16.08
EPS(元/股)	0.13	0.23	0.29	0.36	0.41
市盈率(P/E)	63.53	36.40	28.64	23.63	20.36
市净率(P/B)	4.07	3.14	2.87	2.62	2.38
市销率(P/S)	4.29	3.86	4.06	3.44	3.13
EV/EBITDA	14.40	25.76	18.44	16.47	12.36

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电气设备/电源设备
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	8.43元
目标价格	12.6元
上次目标价	元

基本数据

总股本(百万股)	731.51
流通股本(百万股)	421.74
总市值(百万元)	6,166.67
流通A股市值(百万元)	3,555.30
每股净资产(元)	2.86
资产负债率(%)	29.04
一年内最高/最低(元)	9.66/6.10

作者

张淼 分析师
SAC执业证书编号：S1110515010001
zhangmiaol@tfzq.com

杨藻 联系人
yangzao@tfzq.com

吴用 联系人
wuyong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

PE-Band (公司报告必备)

泰胜风能历史 PE Band



资料来源: 贝格数据, 天风证券研究所

PB-Band (公司报告必备)

泰胜风能历史 PB Band



资料来源: 贝格数据, 天风证券研究所

内容目录

- 1. 主业持续稳定增长, 有望成为优质民参军标的 4
 - 1.1 风塔主业稳定增长, 利润持续增长, 毛利率稳步提升, 在手订单饱满 4
 - 1.2 积极拓展海工军工双外延 5
 - 1.3 公司股权结构 5
- 2. 陆上风电招标大增, 源于风电投资价值凸显; 弃风有效缓解 6
 - 2.1 陆上风电招标大增, 带动明年装机高增长, 18年后装机有望维持平稳 6
 - 2.2 招标量大增源于风电投资价值凸显, 看好风电长期投资价值 7
 - 2.3 弃风问题有效缓解 8
 - 2.4 风电运维市场增长潜力较大 9
- 3. 海上风电推进加快, 海外业务持续拓展 9
 - 3.1 海上风电开始加速 9
 - 3.2 公司全资控股蓝岛海工, 进军海上高端装备制造业务 10
 - 3.3 海外业务成为重要增长点 10
- 4. 军民融合利好军工产业, 携手丰年资本打造民参军标杆企业 11
 - 4.1 军民融合发展空间较大 11
 - 4.2 与丰年资本紧密合作, 推动公司开拓军工外延 11
- 5. 投资建议及风险提示 11
 - 5.1 投资建议 11
 - 5.2 风险提示 11

图表目录

- 图 1: 公司历年营业收入 (亿元) 4
- 图 2: 公司历年归母净利润 (百万元) 4
- 图 3: 公司 2013-2015 年主营业务构成 4

图 4: 公司 2013-2015 年及 2016H1 主要业务毛利率.....	5
图 5: 公司股结构.....	6
图 6: 世界近几年风电新增装机容量 (GW)	7
图 7: 我国近几年风电新增装机容量 (GW)	7
图 8: 国内公开招标量 (GW)	7
图 9: 国内 2MW 风机公开招标价格 (元/KW)	8
图 10: 2013-2015 年及 2016 年前三季度弃风电量 (亿度)	9
图 11: 2013-2015 年及 2016 年前三季度弃风率.....	9
图 12: 2013-2015 年我国海上风电装机规模	10
图 13: 2015 年全球海上风电累计装机规模 (MW)	10
表 1: 风电上网电价变动表	8
表 2: 2016 年国家出台缓解弃风限电政策.....	9

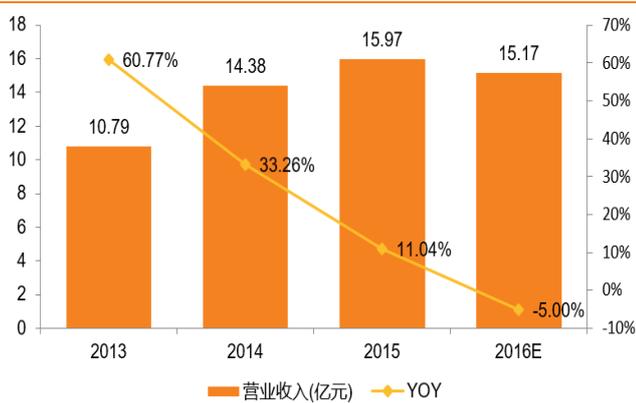
1. 主业持续稳定增长，有望成为优质民参军标的

泰胜风能成立于 2001 年，是我国最早进入风塔领域的公司之一，也是行业知名的风塔龙头制造商，在订单获取、企业合作、品牌影响等方面具有较强的竞争优势。公司主业为风电塔架及基础段建设，2015 年塔架及基础段收入占营业收入的 90%。目前公司拥有制造 100KW、850KW、1.5MW、2MW、2.5MW、3MW、3.6MW、6MW 等风机塔架的能力。公司 2010 年 10 月在深交所上市。

1.1 风塔主业稳定增长，利润持续增长，毛利率稳步提升，在手订单饱满

从 2013 年到 2015 年，公司营业收入、净利润一直持稳定增长；2016 年前三季度营业收入 8.49 亿元，同比下降 25.20%；实现归母净利润 1.59 亿元，同比增长 31.57%。

图 1：公司历年营业收入（亿元）



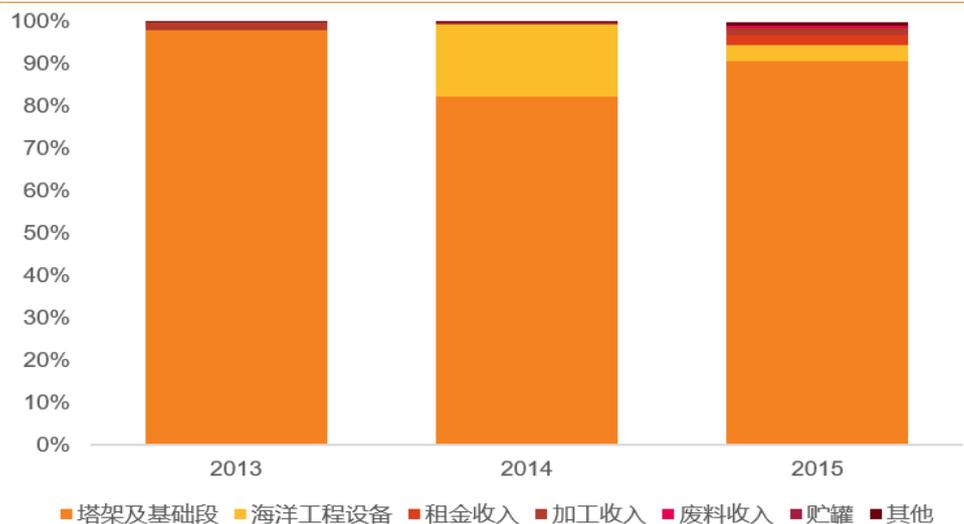
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：公司历年归母净利润（百万元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

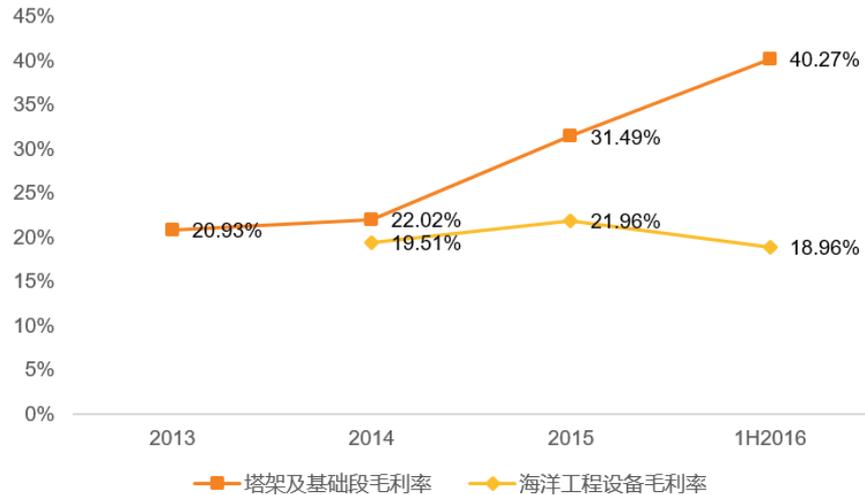
图 3：公司 2013-2015 年主营业务构成



资料来源：WIND，天风证券研究所

2013 年以来，公司主业毛利率持续上升。2013 年、2014 年、2015 年，以及 2016 年上半年塔架毛利率分别为 20.93%、22.02%、31.49%、40.27%。受钢铁行业 2016 年 2 月以来的去产能影响，钢材价格回升，前三季度产品综合毛利率 36.46%，有轻微下降。

图 4: 公司 2013-2015 年及 2016H1 主要业务毛利率



资料来源: WIND, 天风证券研究所

公司在手订单饱满。风机塔架业务方面, 2016 年前三季度, 公司共完成风电塔架类订单 9.80 亿元, 新承接风电塔架类订单 10.67 亿元; 2016 年三季度末, 风电塔架正在执行及待执行的合同金额约为人民币 16.31 亿元。海工类业务方面, 2016 年前三季度, 公司共完成海工类订单 1.57 亿元, 新承接海工类订单 0.23 亿元, 2016 年三季度末, 公司正在执行及待执行的海工类合同金额约为人民币 2.18 亿元。

1.2 积极拓展海工军工双外延

公司积极拓展外延业务。2015 年公司通过实现对蓝岛海工全资控股推动海上风电、海洋工程高端设备制造业务。

2016 年 8 月 9 日, 宣布入伙丰年君盛基金, 进军军工领域。

2016 年 9 月 28 日、12 月 16 日, 丰年资本累计增持公司股本 3.88%, 平均成本约 7.55 元/股, 锁定三年。公司有望持续拓展军工业务, 成为优质民参军标的。

1.3 公司股权结构

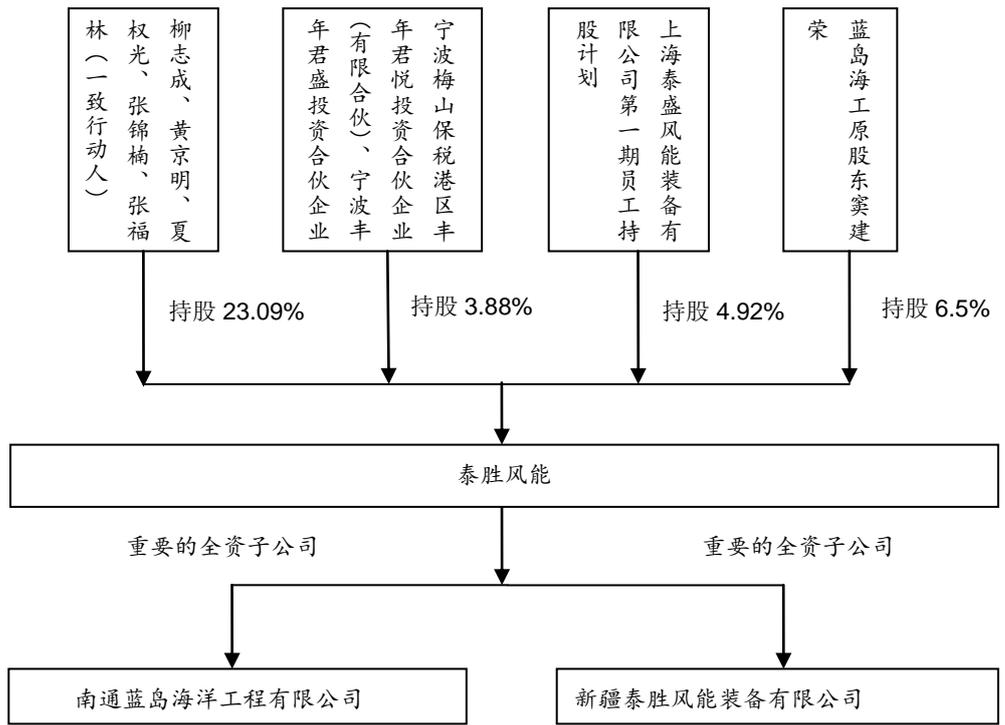
2016 年 7 月 21, 原七名一致行动人柳志成、黄京明、朱守国、夏权光、张福林、张锦楠、林寿桐解除一致行动协议; 柳志成、黄京明、夏权光、张锦楠、张福林 5 人签署, 成为实际控制人。根据 2016 年三季报、2016 年 11 月 16 日大宗交易, 显示五人共持有 23.09% 的股份。

窦建荣为蓝岛海工原股东, 收购蓝岛海工后, 窦建荣持有上市公司股份, 截止 2016 年三季报, 持有 6.5% 的股份。

丰年系资本现持有 3.88% 的股份。员工持股计划持有 4.92% 的股份。

以上四方, 合计持有约 38.39% 的股份。

图 5：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 陆上风电招标大增，源于风电投资价值凸显；弃风有效缓解

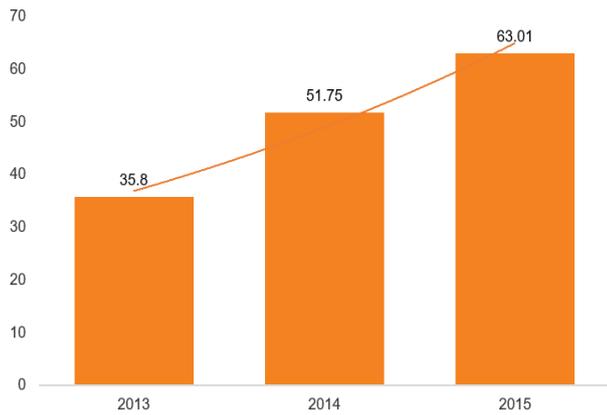
2.1 陆上风电招标大增，带动明年装机高增长，18 年后装机有望维持平稳

2015 年，我国风电新增装机量占全球新增装机的 48%，居世界第一；预计 2016 年我国新增装机将达到 20GW 左右，2017 年将达到 30GW 左右。

2016 年 11 月 7 日，国家能源局发布《风电发展“十三五”规划》。规划指出到 2020 年底，风机将新增 79GW 装机量，累计并网装机容量确保达到 210GW 以上；其中海上风电并网装机容量达到 5GW 瓦以上；规划还提出，2020 年风电年发电量确保达到 4200 亿千瓦时，约占全国总发电量的 6%。

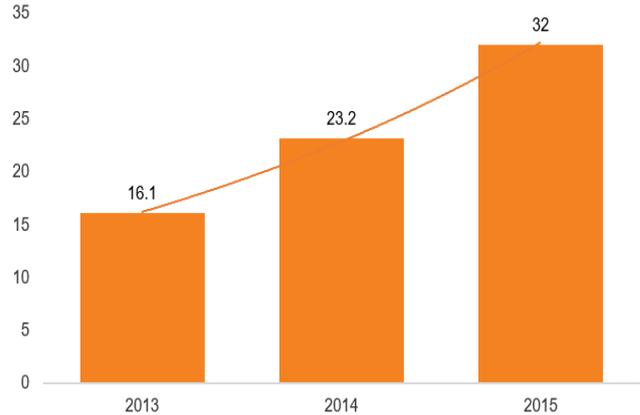
我们认为，十三五规划目标较易实现，风电 2020 年装机有望大超规划。考虑到风电度电成本有望在 2020 年与火电接近，而且风电收益率较高，我们认为 2018-2020 年，陆上风电装机将维持平稳，不会出现大起大落。

图 6：世界近几年风电新增装机容量（GW）



资料来源：GWEC，天风证券研究所

图 7：我国近几年风电新增装机容量（GW）

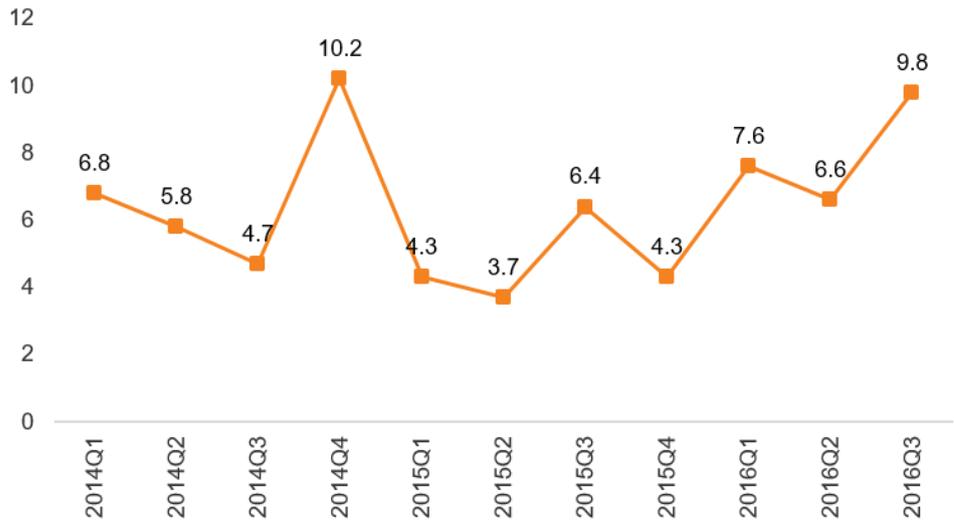


资料来源：CWEA，天风证券研究所

2.2 招标量大增源于风电投资价值凸显，看好风电长期投资价值

2016 年前三季度，风电招标量为 24.1GW，较去年同期增长 67%。其中，第一季度、第二季度较去年同期增长幅度为 76.74%、78.38%，第三季度风电招标量为 9.8GW，较去年同期增长 53.13%，维持高位。预计 2016 年全年招标量有望达到 30GW，预计 2016 年我国新增装机将达到 20-25GW，2017 年大概率突破 30GW，同比增速 20%以上。

图 8：国内公开招标量（GW）



资料来源：金风科技、天风证券研究所

根据执行的电价政策，2018 年 1 月 1 日以后核准的陆上风电项目执行 2018 年的上网标杆电价。2 年核准期内未开工建设的项目不得执行该核准期对应的标杆电价。2016 年前核准的陆上风电项目但于 2017 年底前仍未开工建设的，执行 2016 年上网标杆电价。

而 2015 年底前的抢装行情，是由于 2016 年 1 月 1 日以后投运的陆上风电项目（2015 年 1 月 1 日前核准）执行下降后的电价。

2015 年底的电价政策，与 2017 年底电价政策差异较大。因此，我们认为，本轮招标量大增，与 2015 年底的抢装，存在一定差异。本轮抢装一个重要原因是风机等价格略下降、发电量提升，部分项目度电成本下降幅度超过电价下调幅度，风电投资价值进一步凸显。

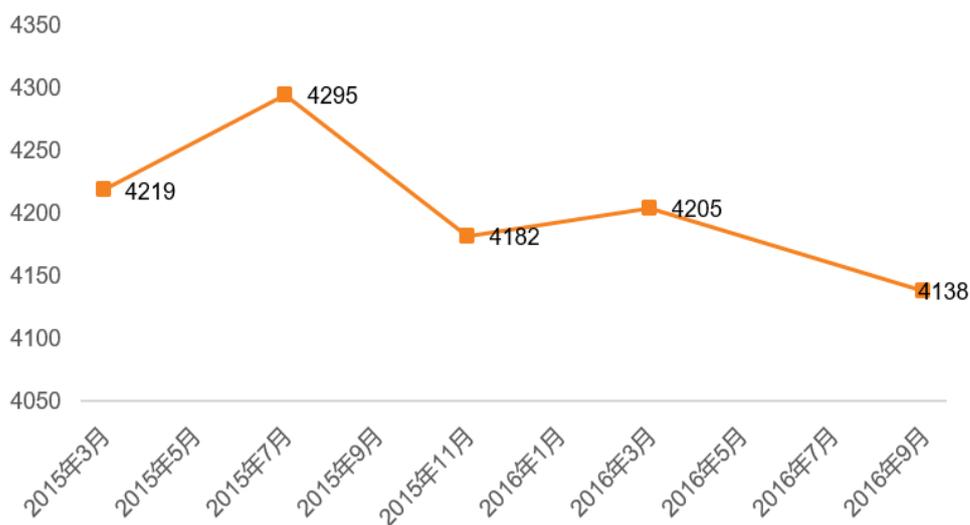
表 1: 风电上网电价变动表

风电上网电价	2015 年	2016-2017 年	2018 年及以后
I 类资源区	0.49	0.47	0.4
II 类资源区	0.52	0.5	0.45
III 类资源区	0.56	0.54	0.49
IV 类资源区	0.61	0.6	0.57
适用范围	2015 年 1 月 1 日以后核准的陆上风电项目, 以及 2015 年 1 月 1 日前核准但于 2016 年 1 月 1 日以后投运的陆上风电项目。 2018 年 1 月 1 日以后核准的陆上风电项目执行 2018 年的上网标杆电价。2 年核准期内未开工建设的项目不得执行该核准期对应的标杆电价。2016 年前核准的陆上风电项目但于 2017 年底前仍未开工建设的, 执行 2016 年上网标杆电价。		

资料来源: 国家能源局, 天风证券研究所

招标价格以 2MW 风电机组为例, 今年前三季度维持在 4100-4250 元/KW 之间, 基本稳定。

图 9: 国内 2MW 风机公开招标价格 (元/KW)

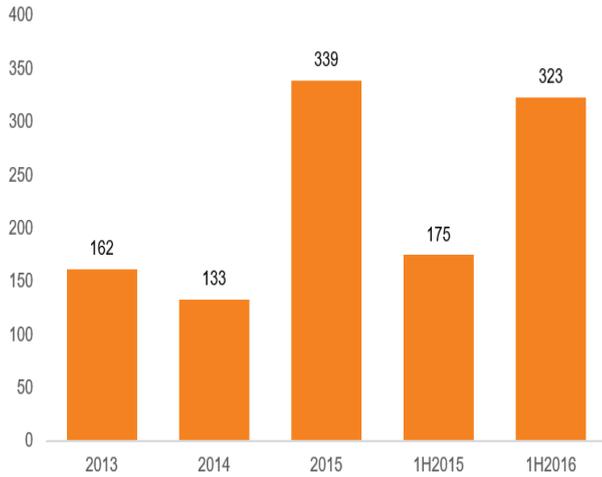


资料来源: 金风科技, 天风证券研究所

2.3 弃风问题有效缓解

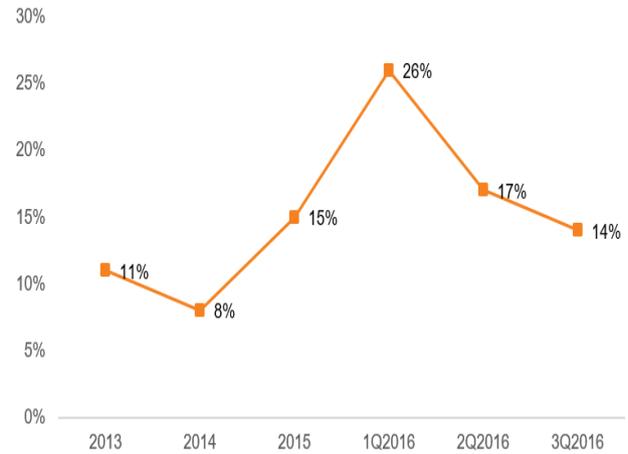
从去年开始, 我国已经出台多项政策解决弃风问题。通过保障性收购部分限电地区风电小时数、进一步建设特高压电网等方式缓解限电问题。2016 年第三季度弃风率为 14%, 较第一、第二季度的 26%、17% 分别下降了 12%、3%, 出现平稳下降趋势。前三季度我国风电弃风电量总计 394.7 亿千瓦时, 平均弃风率 19%。

图 10：2013-2015 年及 2016 年前三季度弃风电量（亿度）



资料来源：能源局，发改委，天风证券研究所

图 11：2013-2015 年及 2016 年前三季度弃风率



资料来源：能源局，发改委，天风证券研究所

表 2：2016 年国家出台缓解弃风限电政策

时间	相关政策
2016 年 3 月 11 日	国家能源局发布《关于做好 2016 年度风电消纳工作有关要求的通知》
2016 年 3 月 24 日	国家发改委发布《可再生能源发电全额保障性收购管理办法》
2016 年 5 月 27 日	国家发改委、能源局下发《关于做好风电、光伏发电全额保障性收购管理工作的通知》
2016 年 7 月 13 日	国家发改委、能源局联合下发《关于有序放开发电计划工作的通知(征求意见稿)》
2016 年 11 月 29 日	国家能源局发布《风电发展“十三五”规划》，明确有效解决弃风问题，“三北”地区全国达到最低保障性收购利用小时数的要求。

资料来源：能源局，发改委，天风证券研究所

2.4 风电运维市场增长潜力较大

我国风电运维行业主要有三大参与主体，分别是风电场开发商、整机制造商和第三方运维公司。因为目前缺少行业准则和行业规范，所以风电运维市场仍处于各方博弈的状态中。制造商因为具有核心技术，所以对于高端运维市场具有优势。

在这样的市场情况下，泰胜风能主打偏航误差校正业务，已逐步被客户认可。2015 年度，公司风电运营维护业务对外销售有明显发展，为国华、国电、东汽、湘电、海装、联合动力、华锐、新疆特变电工、宁夏嘉泽等客户提供了产品或服务。2016 年前三季度，公司共完成风电运营维护类订单 386.12 万，在手订单 25.64 万，第三季度完成运维订单 14.08 万元。目前风电运维基数较小，未来增长潜力较大。

3.海上风电推进加快，海外业务持续拓展

3.1 海上风电开始加速

2015 年我国海上风电累计装机超过 100 万千瓦，同比增长 55%。海上风电装机容量排名全球第四位，占全球 8.4%。

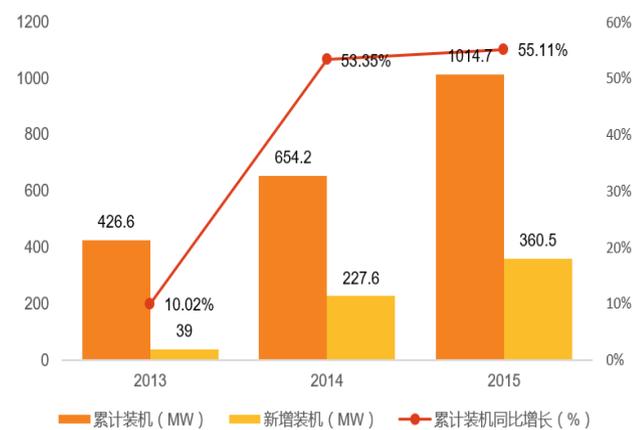
2016 年 11 月，国家能源局正式印发《风电发展“十三五”规划》，明确了“十三五”期间风电发展目标 and 建设布局。规划指出到 2020 年底，风电累计并网装机容量确保达到 2.1 亿千瓦以上（新增 79GW）。重点推动江苏、浙江、福建、广东等省的海上风电建设，到 2020 年四省海上风电开工建设规模均达到百万千瓦以上。积极推动天津、河北、上海、海

南等省（市）的海上风电建设。探索性推进辽宁、山东、广西等省（区）的海上风电项目。到 2020 年，全国海上风电开工建设规模达到 1000 万千瓦，力争累计并网容量达到 500 万千瓦以上。

2016 年 12 月 20 日，我国单体容量最大、离岸距离最远、电压等级最高、海况最复杂的海上风电项目——江苏东台 20 万千瓦海上风电项目成功并网发电。该海上风电项目作为国内“四最”海上风电项目，其成功并网发电，为我国海上风电项目开发建设积累了宝贵经验。

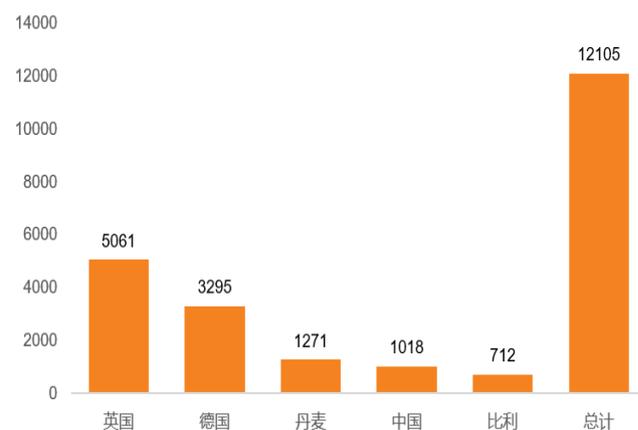
近期，我们调研中，也明显感受到海上风电推进加快。由于海上风电对应的风塔采购量是陆上风电的 8-10 倍左右，预计海上风电将成为公司重要的增长点。

图 12：2013-2015 年我国海上风电装机规模



资料来源：九次方大数据，天风证券研究所

图 13：2015 年全球海上风电累计装机规模 (MW)



资料来源：GWEC，天风证券研究所

海上风电具有发展优势，就近消纳成亮点。海上风电最大的优势就是资源丰富的地区与电力需求量较大的经济发达地区相对较吻合，包括山东、江苏沿海地区等，因此沿海发达地区海上风电开发是可以就近消纳的。

3.2 公司全资控股蓝岛海工，进军海上高端装备制造业务

2015 年，公司通过收购蓝岛海工 49% 股权实现全资控股，实现了从陆上风电塔架的传统制造业，至海上风电装备（包括塔架、导管架、管桩等）、海洋工程等高端装备制造业的产业升级。

截至 2016 年中，公司已完成或正在建造的重要项目有：鲁能东台 200MW 海上风电升压站、管桩项目、华电滨海 100MW 风电项目、日立福岛 5.0MW 塔架项目、三峡响水管桩项目、明阳珠海桂山导管架项目等，并已制造了金风 6.0MW 塔架样机、南日岛 4.0MW 塔架样机、运达 5.0MW 塔架样机、明阳 6.5MW 桩基等具有示范性的试验产品。

2016 年前三季度，公司共完成海工类订单 1.57 亿元，在手订单 2.18 亿。海工项目的工程周期较长，为长远发展奠定良好基础。蓝岛海工原股东承诺，2015 年、2016 年、2017 年扣非净利润分别为 5,000 万元、6,000 万元、7,200 万元（因个别海上风电项目延迟交货，15 年实际利润 4095 万，未能完成业绩承诺）。

蓝岛海工兼具海上风电和海洋工程等多个业务单元，在规模、区位、技术上有竞争优势。未来公司将通过蓝岛海工来加强国内海上风电市场、海外业务的拓展，以及落实整装码头的发展规划，从而抢占海上风电市场先机。

3.3 海外业务成为重要增长点

2014 年-2015 年，公司海外风塔收入均约 2 亿元，占总收入 12%-16% 左右，未来预计有较

大提升空间。

公司已加大对海外业务的重视程度，加强了自身人力资源建设，加强对原有重点客户资源维护的同时大力开发欧洲、日本等的客户，相关工作已具成效。我们认为，海外业务有望成为公司重要增长点。

4.军民融合利好军工产业，携手丰年资本打造民参军标杆企业

4.1 军民融合发展空间较大

2016年，国家加快推进军民融合政策。包括正式将军民融合上升为国家战略；由中共中央、国务院和中央军委联合印发《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》，明确指出要引导优势民营企业进入武器装备科研生产和维修领域，未来民营军工企业发展空间巨大。由于军工体系具有高度封闭性的特点，所以行业存在着较大的进入壁垒。丰年资本利用多年行业积累以及已投公司形成的网络，已经可以做到深入行业内部，具有竞争优势。

4.2 与丰年资本紧密合作，推动公司开拓军工外延

丰年资本是国内领军的军工投资机构，主要投资于与武器装备和作战相关且刚刚开始营利的民营军工企业。目前为止丰年资本的资产管理规模已经超过了10亿元，累计主持投资超过30余家军工企业，具有丰富的军工产业并购管理经验。

2016年8月9日，泰盛风能发布公告，拟以2000万元作为有限合伙人入伙丰年君盛基金，该基金计划募资5亿元用于军工企业的股权投资。该基金普通合伙人丰年通达、管理人丰年荣通，均为丰年资本的全资子公司。

本次合作有助于推动公司向军工领域外延，通过并购、投资等方式开拓与公司现有产品技术同质或类似的军工军用产品业务，对公司产业转型、长远发展将产生积极影响。通过借鉴专业投资机构的投资经验，可为公司的资本运作提供参考，提高公司对外投资的质量。

2016年9月28日、12月16日，丰年资本累计增持公司股本3.88%，交易对手为公司高管及前高管，平均成本约7.55元/股，锁定三年。公司有望持续拓展军工业务。公司作为二级市场跟丰年资本联系最紧密的公司，有望得到丰年资本的大力支持，成为民参军的标杆企业。

5.投资建议及风险提示

5.1 投资建议

公司市值较小，相对风电、风机塔架龙头，具有较好的成长性。公司如进军军工领域，相对其他民参军标的，估值较低。看好公司在主业的成长性及军工领域的拓展。不考虑外延的情况下，预计公司2016-2018年净利润2.15亿、2.61亿、3.03亿，当前股价对应PE为29、24、20倍，给予2017年35倍PE，对应目标价12.6，首次覆盖给予“买入”评级。

5.2 风险提示

钢材价格大幅波动、弃风限电问题短期难以解决、风电装机规模低于预期、公司军工业务拓展不达预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	553.27	242.53	895.98	533.64	1,284.24	营业收入	1,438.19	1,596.98	1,517.13	1,790.21	1,969.23
应收账款	444.80	737.99	385.66	940.25	518.25	营业成本	1,117.85	1,077.72	1,001.30	1,199.44	1,339.08
预付账款	27.12	56.64	21.18	72.04	32.03	营业税金及附加	3.31	9.39	8.92	10.53	11.58
存货	640.62	576.77	386.62	804.84	491.89	营业费用	63.77	78.10	76.61	85.93	86.65
其他	103.08	481.50	358.58	403.86	369.73	管理费用	127.74	163.51	166.88	179.02	167.38
流动资产合计	1,768.88	2,095.44	2,048.02	2,754.63	2,696.14	财务费用	(2.22)	(4.47)	(4.47)	(4.47)	(4.47)
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	(0.14)	84.73	20.00	20.00	20.00
固定资产	614.27	663.43	660.87	675.96	688.65	公允价值变动收益	(0.13)	(2.18)	(1.50)	0.27	0.32
在建工程	37.46	14.07	44.44	74.67	74.80	投资净收益	0.99	9.26	3.46	3.46	3.46
无形资产	225.76	254.97	249.13	243.30	237.46	其他	(1.70)	(14.16)	(3.92)	(7.47)	(7.56)
其他	124.69	82.18	79.49	77.00	79.56	营业利润	128.73	195.08	249.84	303.50	352.80
非流动资产合计	1,002.17	1,014.65	1,033.93	1,070.92	1,080.46	营业外收入	3.92	4.19	4.12	4.07	4.13
资产总计	2,771.06	3,110.09	3,081.95	3,825.55	3,776.60	营业外支出	0.63	0.52	0.69	0.61	0.61
短期借款	5.00	5.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	132.01	198.75	253.27	306.96	356.32
应付账款	238.56	249.12	253.99	345.34	309.97	所得税	35.49	29.48	37.99	46.04	53.45
其他	781.19	865.68	645.40	1,095.27	844.86	净利润	96.52	169.26	215.28	260.92	302.87
流动负债合计	1,024.75	1,119.81	899.39	1,440.61	1,154.83	少数股东损益	(0.54)	(0.14)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	97.07	169.41	215.28	260.92	302.87
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.13	0.23	0.29	0.36	0.41
其他	33.21	27.10	33.46	31.26	30.60						
非流动负债合计	33.21	27.10	33.46	31.26	30.60						
负债合计	1,057.96	1,146.91	932.85	1,471.86	1,185.44	主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	198.44	0.46	0.46	0.46	0.46	成长能力					
股本	324.00	734.00	731.50	731.50	731.50	营业收入	33.26%	11.04%	-5.00%	18.00%	10.00%
资本公积	789.09	698.47	698.47	698.47	698.47	营业利润	77.52%	51.54%	28.07%	21.48%	16.24%
留存收益	1,201.96	1,248.35	1,417.15	1,621.73	1,859.21	归属于母公司净利润	25.40%	74.53%	27.08%	21.20%	16.08%
其他	(800.40)	(718.09)	(698.47)	(698.47)	(698.47)	获利能力					
股东权益合计	1,713.09	1,963.19	2,149.10	2,353.69	2,591.17	毛利率	22.27%	32.51%	34.00%	33.00%	32.00%
负债和股东权益总计	2,771.06	3,110.09	3,081.95	3,825.55	3,776.60	净利率	6.75%	10.61%	14.19%	14.57%	15.38%
						ROE	6.41%	8.63%	10.02%	11.09%	11.69%
						ROIC	7.55%	15.04%	12.44%	21.03%	16.65%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	38.18%	36.88%	30.27%	38.47%	31.39%
净利润	96.52	169.26	215.28	260.92	302.87	净负债率	18.36%	25.20%	41.85%	1.47%	36.12%
折旧摊销	54.57	62.70	38.03	40.52	43.01	流动比率	1.73	1.87	2.28	1.91	2.33
财务费用	6.10	1.83	(4.47)	(4.47)	(4.47)	速动比率	1.10	1.36	1.85	1.35	1.91
投资损失	(0.99)	(9.26)	(3.46)	(3.46)	(3.46)	营运能力					
营运资金变动	(7.50)	(510.12)	493.80	(527.91)	520.64	应收账款周转率	3.45	2.70	2.70	2.70	2.70
其它	(76.02)	347.67	(1.50)	0.27	0.32	存货周转率	2.90	2.62	3.15	3.01	3.04
经营活动现金流	72.69	62.09	737.68	(234.14)	858.91	总资产周转率	0.56	0.54	0.49	0.52	0.52
资本支出	22.09	122.01	53.64	82.20	50.65	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.13	0.23	0.29	0.36	0.41
其他	5.22	(397.38)	(110.18)	(158.74)	(97.19)	每股经营现金流	0.10	0.08	1.01	-0.32	1.17
投资活动现金流	27.31	(275.37)	(56.54)	(76.54)	(46.54)	每股净资产	2.07	2.68	2.94	3.22	3.54
债权融资	9.97	5.00	2.19	2.39	1.53	估值比率					
股权融资	(8.51)	315.55	21.59	4.47	4.47	市盈率	63.53	36.40	28.64	23.63	20.36
其他	0.05	(217.14)	(51.48)	(58.53)	(67.78)	市净率	4.07	3.14	2.87	2.62	2.38
筹资活动现金流	1.51	103.41	(27.69)	(51.67)	(61.78)	EV/EBITDA	14.40	25.76	18.44	16.47	12.36
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	20.61	34.23	21.30	18.70	13.89
现金净增加额	101.50	(109.87)	653.45	(362.34)	750.60						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com