

## 证券研究报告

### 公司研究——中报点评

#### 爱康科技 (002610.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2017.05.03

郭荆璞 首席分析师  
执业编号: S1500510120013  
联系电话: +86 10 83326789  
邮箱: guojingpu@cindasc.com

刘强 分析师  
执业编号: S1500514070005  
联系电话: +86 10 83326707  
邮箱: liuqiang1@cindasc.com

**相关研究**  
《提高非公开增发募集资金额度, 助力电站龙头创新式成长》2015.5  
《光伏电站盈利持续增长, 积极布局新能源汽车产业》2016.5  
《光伏电站带来稳定业绩增长, 着手布局能源运营新模式》2017.5

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
邮编: 100031

# 光伏电站支撑公司业绩, 能源互联网业务有望打开公司成长空间

2017 年 08 月 29 日

**事件:** 公司发布 2017 年半年报: 2017 年上半年, 公司实现营业收入 21.75 亿元, 同比减少 0.37%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 5087 万元, 同比增长 2.43%。实现基本每股收益 0.01 元/股。

#### 点评:

- **公司是光伏电站运营龙头企业, 发电业务为公司带来稳定业绩增长。** 2017 年上半年, 公司实现营业收入 21.75 亿元, 同比减少 0.37%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 5087 万元, 同比增长 2.43%。公司是国内规模较大的、有一定知名度和影响力的新能源发电运维商。公司累计运维的并网新能源电站约 1.2GW, 处于国内同行业民营企业的前列。公司 2017 年上半年实现发电收入 4.15 亿元(毛利率 49.37%), 同比增长 54.30%。运营光伏电站为公司带来了稳定的业绩增长。
- **制造业精益求精, 支撑公司业绩。** 公司是全球产能最大的太阳能支架生产商, 产品形式包括固定支架、分布式光伏支架、柔性支架、追踪支架和水上项目支架等。公司拥有全面的生产加工能力, 完整的供应链管理和品质管理系统, 并且具有卓越的技术开发能力, 市场分布在中国、日本、东南亚、美国、印度、非洲, 与国内大型发电集团、EPC 建设承接方都有良好持久的业务合作。同时公司重视新材料、新设计和新应用方面的开发。2017 年上半年公司潜心支架研发, 心系环保与责任, 创新性地以性能优良的耐候钢替代热浸渍钢, 有效规避了传统支架热镀锌工艺带来的污染问题, 在缩短支架生产周期的同时还能降低约 15% 的生产成本。2017 年上半年公司太阳能安装支架业务实现营业收入 3.04 亿(毛利率 15.22%, 比去年同期高 2.41%), 同比增长 21.48%。支架业务为公司带来稳定业绩增长。
- **能源互联网业务发力, 打造能源运营新模式。** 公司能源互联网业务整体发力, 提升核心竞争力, 应对市场变化快速反应, 逐步占领能源互联网市场。2017 年上半年, 公司的售电公司业务全面推进。随着新一轮电力改革的全面展开, 各地售电市场陆续开放。公司积极响应电改政策, 紧跟市场变化, 与发电和用电侧企业密切合作, 与神华国华电力等公司签署战略合作框架协议, 分别与江苏张家港、新疆博州等地工业园区签署合作协议并成立合资公司积极推进能源互联网项目建设, 全力打通能源生产端和消费端。公司控股子公司慧 大数据与国家电网公司直属事业单位北京国电通网络技术有限公司, 共同研发能源综合服务平台, 迅速形成电力需求侧管理、智能微网管理、电力交易管理等服务能力, 拟联合面向江苏、陕西、山西、湖北、江西等地提供能源综合云服务, 现已与近 8 家企业园区进行初步洽谈。公司控股子公司碳诺科技的碳资产管理业务正在向纵深推进。2017 年全国碳交易市场全面放开, 未来将成为我国仅次于证券交易、国债之外第三大的大宗商品交易市场。报告期内, 公司大力拓展外部客户, 碳资产储备显著上升, 资产结构从单一的光伏 CCER

延伸到风电 CCER 及林业碳汇。2017年上半年，公司通过输出碳资产履约管理的服务进入到配额碳资产管理领域。重点与中铝宁夏能源集团、抚州市发改委等重要客户签订低碳战略合作协议。公司将继续通过资本市场对于未来碳资产升值的预期，加快碳资产储备进程，增加公司利润增长点，加快公司战略布局转型的速度。我们预计未来能源互联网业务将会为公司业绩打开成长空间。

- **盈利预测及评级:** 我们预计公司 17 年、18 年、19 年 EPS 分别为 0.05、0.06、0.07 元，对应 8 月 28 日收盘价的市盈率分别为 54、42 和 35 倍，维持“增持”评级。
- **股价催化剂:** 新业务拓展超预期；光伏行业超预期变化。
- **风险因素:** 1、新业务拓展低于预期； 2、应收账款等财务风险。3、光伏行业发展低于预期

#### 公司报告首页财务数据

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,215.58	3,904.99	4,347.27	4,719.23	5,133.01
增长率 YoY %	7.09%	21.44%	11.33%	8.56%	8.77%
归属母公司净利润(百万元)	111.25	147.43	212.30	274.26	329.89
增长率 YoY%	20.91%	32.52%	43.99%	29.19%	20.28%
毛利率%	18.77%	18.20%	19.78%	19.96%	20.12%
净资产收益率 ROE%	4.73%	3.66%	3.69%	4.58%	5.24%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.02	0.03	0.05	0.06	0.07
市盈率 P/E(倍)	103	78	54	42	35
市净率 P/B(倍)	4.8	2.0	2.0	1.9	1.8

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2017 年 08 月 28 日收盘价

资产负债表

	单位:百万元				
会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	4,240.73	5,124.57	5,846.62	6,262.32	6,756.86
货币资金	1,960.02	2,624.87	3,269.13	3,490.26	3,768.34
应收票据	458.77	113.34	126.17	136.97	148.98
应收账款	1,349.00	1,613.34	1,796.07	1,949.74	2,120.69
预付款项	22.51	67.09	50.50	54.69	59.37
存货	191.41	412.67	311.50	337.39	366.22
其他	259.03	293.26	293.26	293.26	293.26
<b>非流动资产</b>	7,939.58	11,383.82	11,421.10	11,506.96	11,592.21
长期投资	200.58	250.73	250.73	250.73	250.73
固定资产	4,915.19	7,770.65	9,532.38	9,552.62	9,623.54
无形资产	184.72	264.31	222.69	185.45	160.37
其他	2,639.09	3,098.12	1,415.29	1,518.16	1,557.57
<b>资产总计</b>	12,180.31	16,508.38	17,267.72	17,769.27	18,349.08
<b>流动负债</b>	6,348.84	5,358.08	5,904.66	6,131.37	6,380.61
短期借款	2,563.92	2,263.84	2,263.84	2,263.84	2,263.84
应付账款	1,789.87	1,586.46	1,731.98	1,875.98	2,036.28
其他	1,995.06	1,507.78	1,908.83	1,991.54	2,080.49
<b>非流动负债</b>	3,332.95	5,374.06	5,374.06	5,374.06	5,374.06
长期借款	1,871.00	3,346.38	3,346.38	3,346.38	3,346.38
其他	1,461.95	2,027.68	2,027.68	2,027.68	2,027.68
<b>负债合计</b>	9,681.79	10,732.14	11,278.72	11,505.42	11,754.67
少数股东权益	89.53	136.42	136.87	137.46	138.14
<b>归属母公司股东权益</b>	2,408.99	5,639.83	5,852.13	6,126.39	6,456.27
<b>负债和股东权益</b>	12,180.31	16,508.38	17,267.72	17,769.27	18,349.08

重要财务指标

	单位:百万元				
主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,215.58	3,904.99	4,347.27	4,719.23	5,133.01
同比	7.09%	21.44%	11.33%	8.56%	8.77%
归属母公司净利润	111.25	147.43	212.30	274.26	329.89
同比	20.91%	32.52%	43.99%	29.19%	20.28%
毛利率	18.77%	18.20%	19.78%	19.96%	20.12%
ROE	4.73%	3.66%	3.69%	4.58%	5.24%
摊薄每股收益(元)	0.02	0.03	0.05	0.06	0.07
P/E	103	78	54	42	35
P/B	4.8	2.0	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	8.79	15.99	11.07	9.69	8.92

利润表

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	3,215.58	3,904.99	4,347.27	4,719.23	5,133.01
营业成本	2,612.00	3,194.39	3,487.41	3,777.36	4,100.11
营业税金及附加	8.56	30.17	33.59	36.46	39.66
营业费用	75.67	84.51	94.08	102.13	111.09
管理费用	137.41	187.72	195.63	212.37	230.99
财务费用	305.73	348.33	387.51	370.54	361.56
资产减值损失	2.81	20.47	14.35	15.57	16.92
公允价值变动收益	-0.57	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	40.34	119.24	113.40	116.35	116.33
<b>营业利润</b>	113.18	158.65	248.11	321.17	389.02
营业外收入	35.97	81.84	41.76	53.19	58.93
营业外支出	9.97	7.52	6.19	7.89	7.20
<b>利润总额</b>	139.18	232.97	283.67	366.46	440.75
所得税	20.21	78.29	70.92	91.62	110.19
<b>净利润</b>	118.97	154.68	212.76	274.85	330.56
少数股东损益	7.72	7.24	0.46	0.59	0.68
<b>归属母公司净利润</b>	111.25	147.43	212.30	274.26	329.89
EBITDA	754.76	1,115.05	1,610.94	1,839.54	1,999.14
EPS (摊薄)	0.02	0.03	0.05	0.06	0.07

现金流量表

	单位:百万元				
会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	386.12	39.02	1,894.91	1,663.94	1,804.11
净利润	118.97	154.68	212.76	274.85	330.56
折旧摊销	259.20	418.49	839.48	985.30	1,070.61
财务费用	356.38	463.60	487.78	487.78	487.78
投资损失	-40.34	-119.24	-113.40	-116.35	-116.33
营运资金变动	-321.12	-878.68	454.43	16.58	15.86
其它	13.03	0.17	13.86	15.79	15.62
<b>投资活动现金流</b>	-1,290.76	-2,523.56	-762.87	-955.03	-1,038.24
资本支出	-1,546.01	-2,543.82	-876.27	-1,071.38	-1,154.57
长期投资	-2.71	160.81	113.40	116.35	116.33
其他	257.96	-140.55	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	1,712.17	3,133.82	-504.92	-504.92	-504.92
吸收投资	0.52	3,782.54	0.00	0.00	0.00
借款	2,175.90	512.53	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	408.54	508.62	504.92	504.92	504.92
现金净增加额	822.06	658.00	644.26	221.13	278.08

## 研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

**郭荆璞**，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

**刘强**，新能源与电力设备行业首席研究员，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6年新能源实业工作经验，7年金融经验；实业时的团队在国内最早从事锂电池、动力电池、燃料电池、光伏电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长，推动行业发展。

**马步芳**，研究助理，清华大学硕士，2016年7月加盟信达证券研发中心，目前从事能源化工研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入：股价相对强于基准 20% 以上； 增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有：股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	看好：行业指数超越基准； 中性：行业指数与基准基本持平； 看淡：行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。