



金风科技 (002202)：业绩短期波动，未来有望恢复正增长

审慎推荐(首次)

电气设备

当前股价：14.45 元

报告日期：2017 年 10 月 25 日

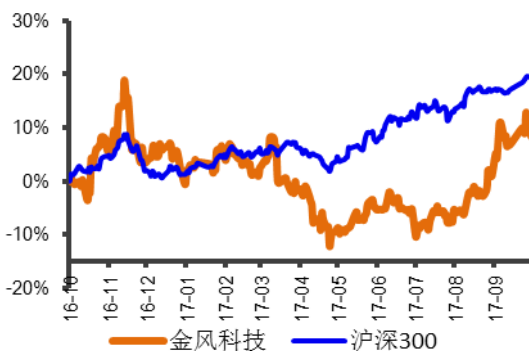
主要财务指标 (单位：百万元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	26395.8	27081.0	32354.0	35618.0
(+/-)	-12.20%	2.60%	19.47%	10.09%
归属母公司净利润	3002.98	3710.40	4215.71	5019.50
(+/-)	5.39%	23.56%	13.62%	19.07%
EPS (元)	0.281	0.275	0.344	0.448
市盈率	53.37	54.56	43.57	33.49
毛利率	44.45%	44.10%	44.10%	44.10%
ROE	6.79%	6.28%	7.35%	8.82%

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	35.6/28.0
流通市值 (亿元)	371.91
每股净资产 (元)	5.79
资产负债率 (%)	67.18

股价表现 (最近一年)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：潘永乐

执业证书编号：S1050517100001

联系电话：021-54967705

邮箱：panyl@cfsc.com.cn

●上半年国内风电装机区域调整，整体新增装机不及预期但弃风改善。2017 年上半年我国风电新增并网容量 6.01GW，同比增长 12%。由于 2016 年风电设备新增招标量已达 28.4GW，加之 2016 年底我国已核准未建的规模已达 84GW，因此市场之前普遍预估 2017 年风电新增装机很可能达到 30GW 的高峰。但实际 2017 年上半年新增装机仅达到 6GW，我们预计 2017 年全年实际新增装机约在 25GW 左右，与 2016 年基本持平。根据国家能源局《2017-2020 年风电新增建设规模方案》，计划 2017-2020 年全国新增建设规模分别为 30.65GW、28.84GW、26.6GW、24.31GW，计划累计新增风电装机 110.41GW，到 2020 年累计规划并网 126GW。我们认为，风电行业未来将总体呈现总量稳定，结构调整的新格局。

●风机业务受客观因素影响短暂下滑，但未来恢复增长可期。2017 年上半年公司风机销售 1874.50MW，同比下滑 21.01%；其中 2.5MW 机组销售 852.5MW，占比由去年同期的 18.33% 上升到 45.48%。随着主要装机区域南移，近年来，公司风机销售逐步向大型化发展，原来的主力 1.5MW 机型占比显著下降，2.0MW 和 2.5MW 机型占比迅速提升。2017 年上半年国内陆上风电公开招标容量 13214MW、定标容量 5636MW，其中公司新增国内陆上风电订单 2349MW，市占率高达 41.67%。通过我们测算，2017 年公司在国内风机市场市占率有望达到 30% 以上，将创出 2010 年以来公司市占率新高。

●风电场业务快速增长，为公司业绩提供重要贡献。2017 年上半年公司国内新增风电并网装机容量 93.5MW，新增风电并网权益装机容量 88.6MW。截至 6 月底，公司风电场并网装机容量 4491MW，权益并网容量 3769MW；在建风电场项目容量 796.75MW，权益容量 614MW。上半年，公司风电场开发业务实现营收 16.6 亿元，同比大增 45.64%。风电场销售的投资收益为人民币 9331.46 万元，较上年同期增加 81.10%。

●布局风电后市场，风电服务为公司后续业绩提供保障。风电行业经过十余年的快速发展，竞争市场也逐步由产业链前端向后端转移，后服务市场正逐步释放巨大的市场空间。目前公司运维服务团队为全球超过 2.5 万台机组提供建设、运维等服务和技术支持；近 19000 台机组、涉及国内外 389 个风电场接入金风科技全球监控中心。上半年实现风电服务收入 71141.78 万元，较上年同期增加 59.16%。



● **盈利预测：**公司已预告由于风电场装机容量增加、处置部分风电场股权，2017年三季报净利润预计在21.4亿至32.1亿元之间，同比增长0%-50%。考虑到公司目前在手订单充足、待执行订单消化程度有望加快、风电场和风电服务业务快速增长的背景，我们预计2017、2018、2019年公司EPS分别为0.275、0.344、0.448元，首次给予其“审慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**我国陆地风电新增装机出现大幅下滑；我国海上风电新增装机不及预期；公司风电场运营小时数大幅下降；公司风机毛利率不及预期；公司待执行订单消化速度不及预期；



目录

1 公司基本情况	5
2 风机业务受客观因素影响短暂下滑，但未来恢复增长可期	7
2.1 上半年国内风电装机区域调整，整体新增装机不及预期但弃风改善	7
2.2 公司永磁直驱技术将成我国南部低风速地区装机主流	9
2.3 在手订单充足，新增订单市占率有所提高	11
2.4 海上风电是最大增量	12
2.5 风机价格有所下降，但公司通过强大的成本控制能力确保毛利率走稳	13
3 风电场业务快速增长，为公司业绩提供重要贡献	15
4 布局风电后市场，风电服务为公司后续业绩提供保障	17
5 公司盈利预测与估值	18
5 风险提示	18
6 预测财务报表（单位：百万元）	19



图表目录

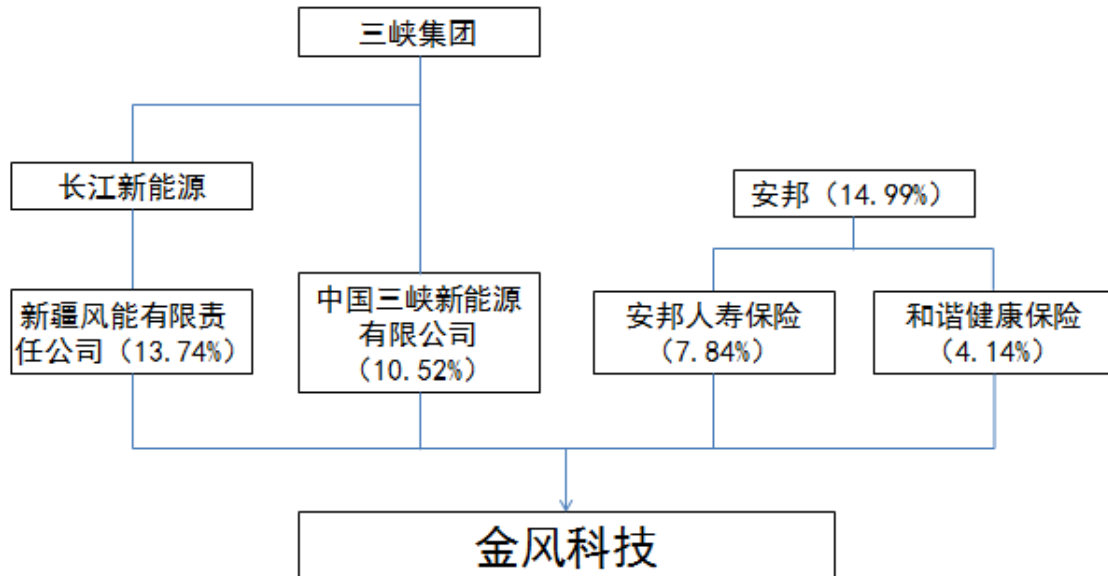
图表 1: 金风科技主要股权结构.....	5
图表 2: 金风科技 2016 年国内市场份额.....	5
图表 3: 金风科技 2016 年国际市场份额.....	5
图表 4: 金风科技营收变化情况.....	6
图表 5: 金风科技归母净利润变化情况.....	6
图表 6: 金风科技营收占比情况.....	6
图表 7: 金风科技毛利润占比情况.....	6
图表 8: 我国风电逐年新增装机容量 (单位: GW)	7
图表 9: 我国风电逐季度弃风率情况.....	8
图表 10: 我国目前已核准待建设风电项目区域分布情况 (单位: GW)	8
图表 11: 永磁直驱风机结构图.....	9
图表 12: 双馈异步风机结构图.....	9
图表 13: 永磁直驱技术与双馈异步技术的对比.....	9
图表 14: 金风科技风机业务营收变化情况 (单位: 亿元)	10
图表 15: 近年来金风科技各型号机组销售情况 (单位: MW)	10
图表 16: 金风科技在手订单与待执行订单变化情况 (单位: MW)	11
图表 17: 金风科技国内市场市占率变化情况.....	11
图表 18: 金风科技待执行订单结构变化情况 (单位: MW)	12
图表 19: 我国海上风电新增装机情况 (单位: MW)	12
图表 20: 金风科技 1.5MW 机型.....	13
图表 21: 金风科技 2.5MW 机型.....	13
图表 22: 我国风电设备每季度新增招标量情况 (单位: GW)	13
图表 23: 金风科技近年来各型号风机销售平均价格变化 (单位: 元/KW)	14
图表 24: 2.0MW 和 2.5MW 风机公开招标均价变化 (单位: 元/KW)	14
图表 25: 金风科技 2.0MW 与 2.5MW 风机毛利率变化.....	15
图表 26: 金风科技风电场权益装机变化 (单位: MW)	15
图表 27: 金风科技已并网项目分布.....	16
图表 28: 金风科技在建项目分布.....	16
图表 29: 金风科技风电场开发业务营收、毛利与毛利率变化 (单位: 亿元)	16
图表 30: 金风科技风电服务业务营收、毛利及毛利率变化 (单位: 亿元)	17



1 公司基本情况

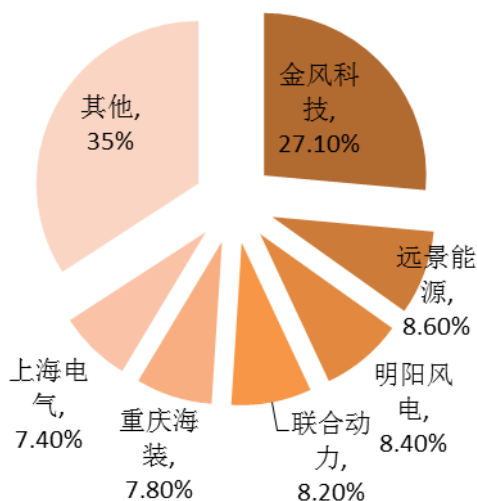
金风科技成立于 1998 年，是中国最早从事风电机组研发和制造的企业之一，目前已发展成为国内第一、全球前三的风电机组制造企业，在国内连续 6 年市场占有率位居第一。2007 年公司在深交所中小板 A 股上市，并于 2010 年在港交所 H 股上市。

图表 1：金风科技主要股权结构



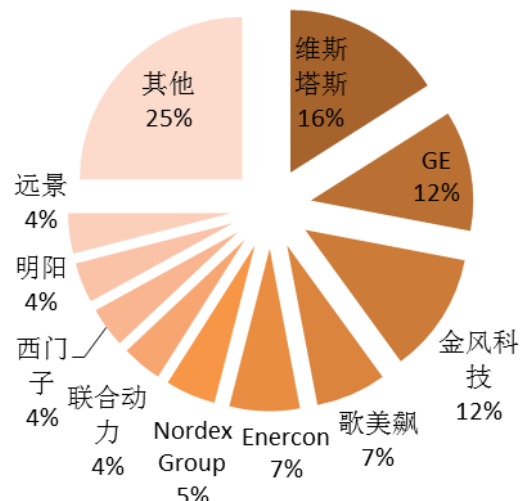
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 2：金风科技 2016 年国内市场份额



资料来源：中国风能协会，华鑫证券研发部

图表 3：金风科技 2016 年国际市场份额



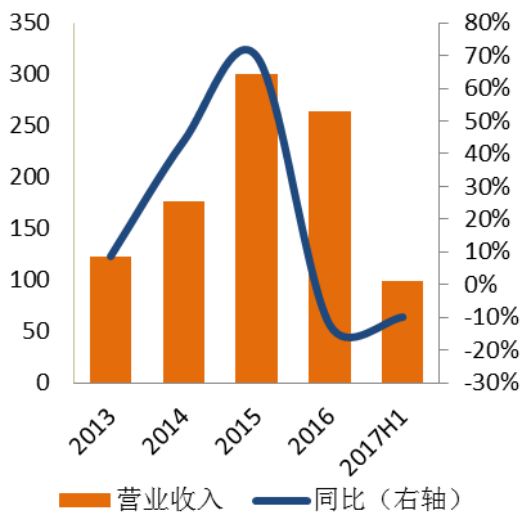
资料来源：全球新能源财经，华鑫证券研发部

金风科技业务主要分为风机制造、风电服务以及风电场投资与开发三大板块，2017 年上半年公司实现营业收入 98.4 亿元，较上年同期下降 9.9%；实现归母净利润 11.33 亿元，



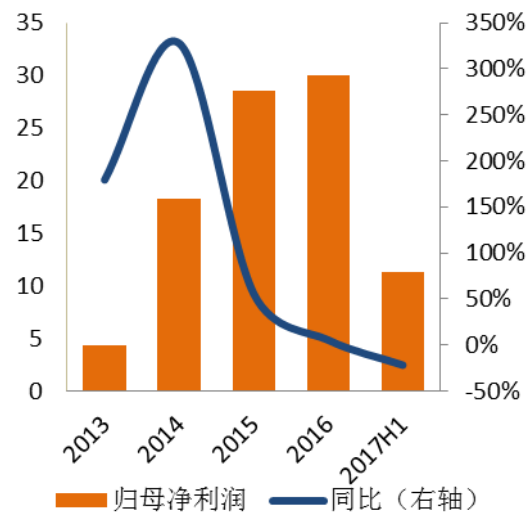
较上年同期下降 21.87%；2017 年上半年公司毛利率 32.21%，较 16 年同期上升了 1.18 pct.。其中风力发电机组业务实现营收 69.66 亿元，同比下滑 21.92%；实现毛利 17.11 亿元，同比下滑 27.97%；毛利率 24.56%，较 16 年同期下降了 2.07 pct.。风电场开发业务实现营收 16.60 亿元，同比增长了 45.64%；实现毛利 10.94 亿元，同比增长了 48.51%；毛利率 65.93%，较 16 年同期上升了 1.28 pct.。风电服务业务实现营收 7.11 亿元，同比增长 59.16%；实现毛利 1.72 亿元，同比增长 92.33%；毛利率 24.24%，较去年同期上升 4.18 pct.。风机零部件业务实现营收 3.31 亿元，同比增长 24.25%；实现毛利 0.81 亿元，同比增长 29.70%；毛利率 24.41%，同比上升了 1.03 pct.。

图表 4：金风科技营收变化情况



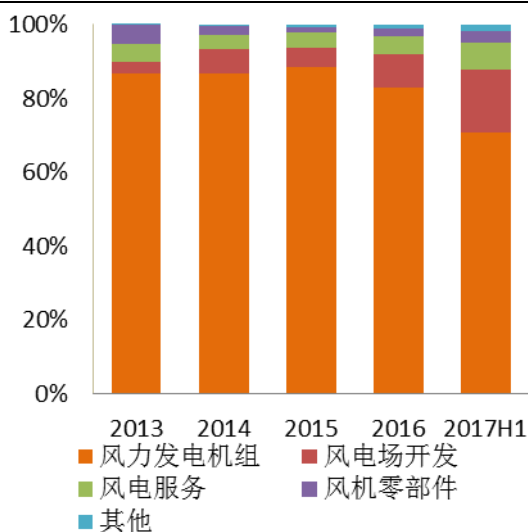
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 5：金风科技归母净利润变化情况



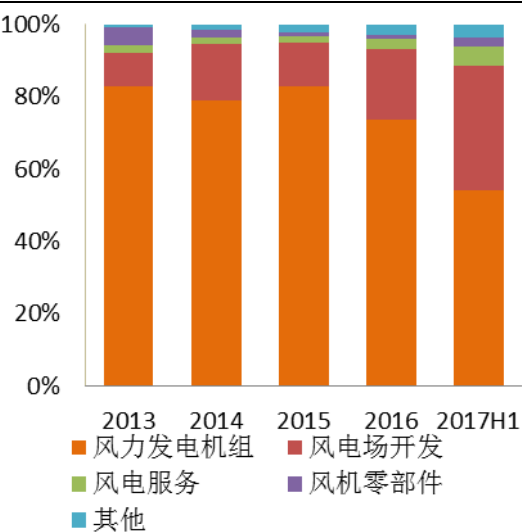
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 6：金风科技营收占比情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 7：金风科技毛利润占比情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

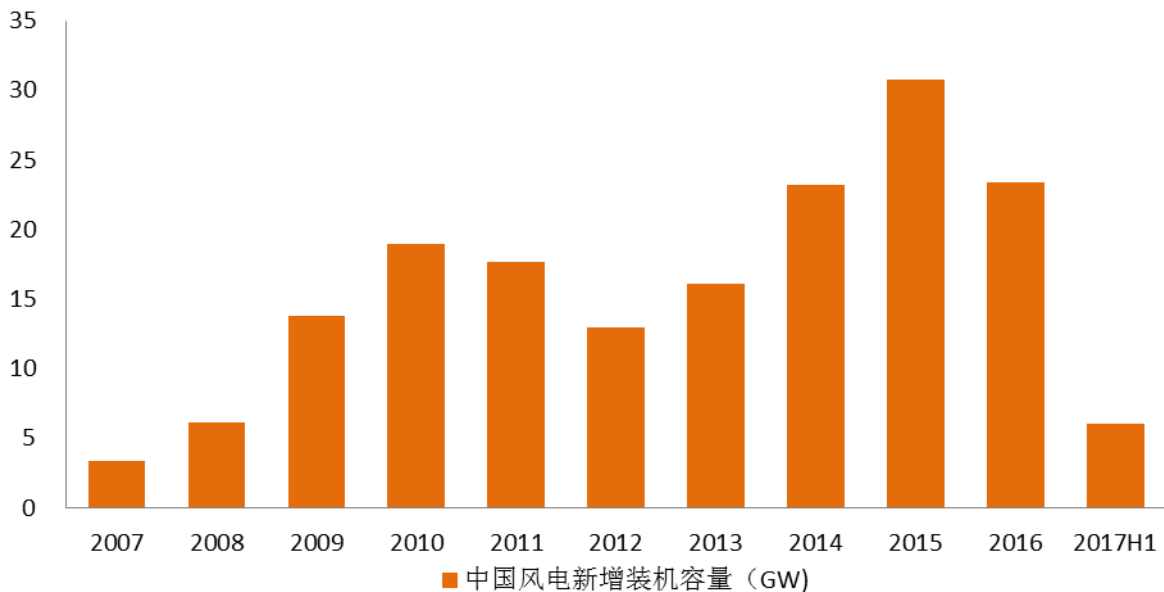


2 风机业务受客观因素影响短暂下滑，但未来恢复增长可期

2.1 上半年国内风电装机区域调整，整体新增装机不及预期但弃风改善

根据国家能源局数据，2017年上半年我国风电新增并网容量6.01GW，同比增长12%。由于2016年风电设备新增招标量已达28.4GW，加之2016年底我国已核未建的规模已达84GW，因此市场之前普遍预估2017年风电新增装机很可能达到30GW的高峰。但实际2017年上半年新增装机仅达到6GW，我们预计全年新增装机约在25GW左右，与2016年基本持平。

图表 8：我国风电逐年新增装机容量（单位：GW）



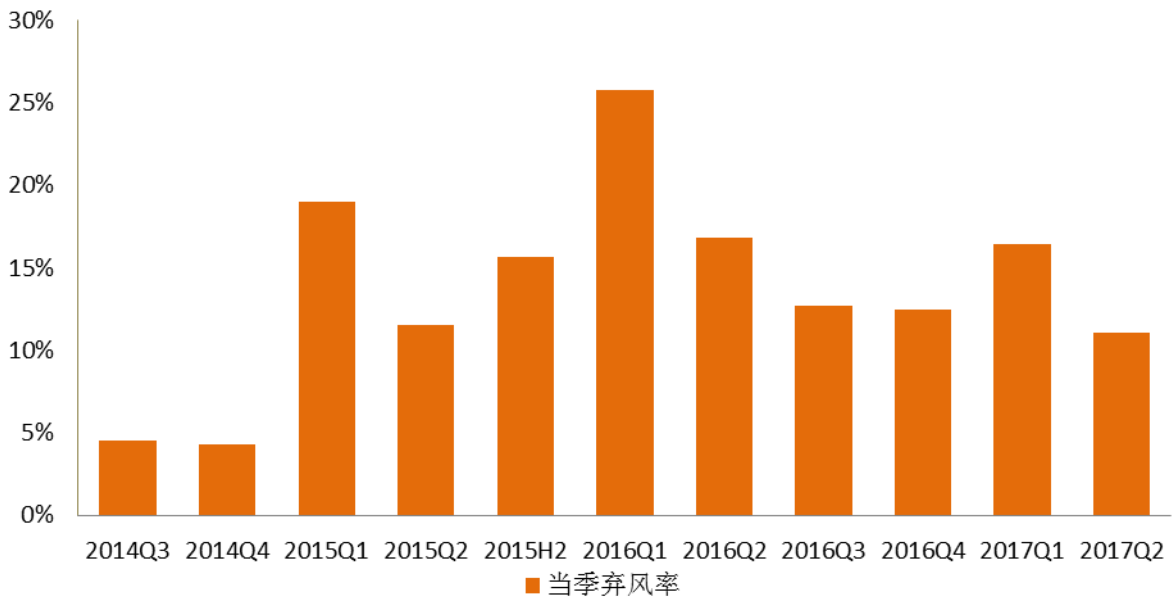
资料来源：金风科技，华鑫证券研发部

随着国网加快新能源发电并网和消纳工作，17年上半年风电弃风情况出现显著改善。17年上半年风电平均利用小时数984小时，同比增加67小时；弃风电量235亿KWH，平均弃风率14%，较去年同期下降7个百分点，其中尤为显著的是新疆、甘肃、辽宁、吉林、宁夏、内蒙古等年初因为弃风率偏高被暂停新项目核准和并网的“三北”地区上半年弃风率下降均超过了10个百分点以上。

年初国家能源局发布了《关于发布2017年风电投资检测预警结果的通知》，要求内蒙古、黑龙江、新疆、吉林、宁夏、甘肃等三北地区2017年暂停风电新项目核准及并网。在这一情况下，今年我国风电新增装机区域转向了我国南部区域，主要以华北、华东、华中、华南地区为主，占今年上半年新增装机的80%以上。根据我们统计，目前华北、华东、华中、华南地区已批未建的风电规模分别为34.45GW、26.97GW、20.16GW、12.19GW，合计占总已批待建规模的81.83%。据我们了解，由于风电结构调整初启，今年来实际上存在许多已批未建、已

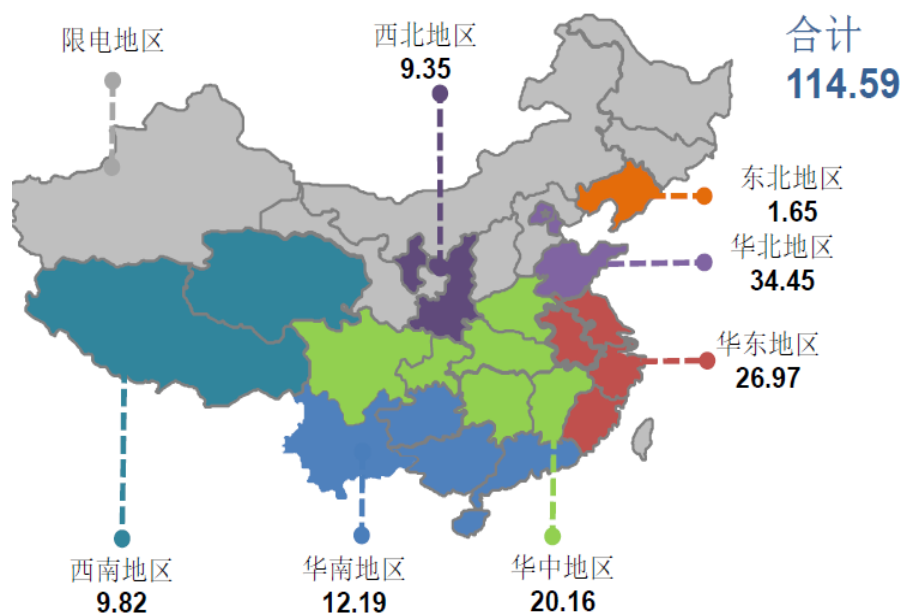
招标未启动建设或已招标未采购的情况，导致前期市场预期过高，也使得风电设备上市公司普遍市场表现不佳。

图表 9：我国风电逐季度弃风率情况



资料来源：国家能源局，华鑫证券研发部

图表 10：我国目前已核准待建设风电项目区域分布情况（单位：GW）



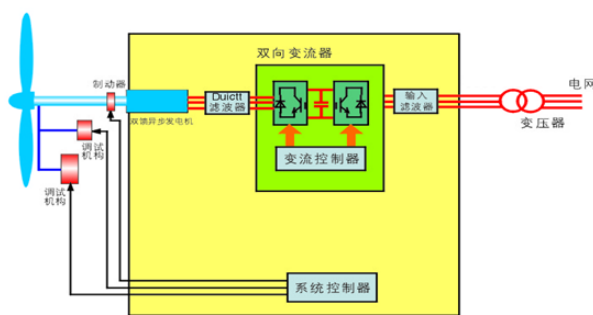
资料来源：金风科技，华鑫证券研发部

根据国家能源局《2017-2020 年风电新增建设规模方案》，计划 2017-2020 年全国新增建设规模分别为 30.65GW、28.84GW、26.6GW、24.31GW，计划累计新增风电装机 110.41GW，到 2020 年累计规划并网 126GW。风电行业未来将总体呈现总量稳定，结构调整的新格局。

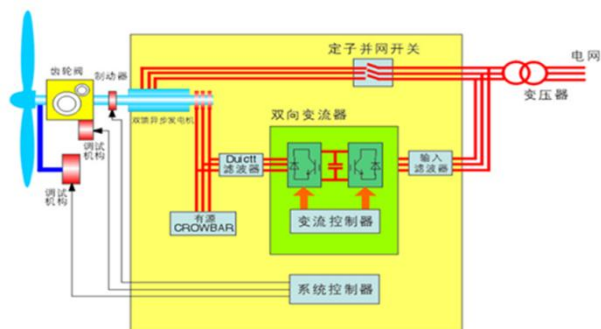
2.2 公司永磁直驱技术将成我国南部低风速地区装机主流

风力发电机是一种将风能转化为机械能，再转化为电能的机械装置。目前风力发电机主要有两种技术路线：永磁直驱技术和双馈异步技术。双馈异步风力发电机（doubly-Fed induction generator, DFIG）由定子绕组直连定频三相电网的绕线型异步发电机和安装在转子绕组上的双向背靠背 IGBT 电压源变流器组成。永磁直驱技术（Direct-drive WindTurbine Generator）则是由风力直接驱动发电机，采用多级电机与叶轮直接连接驱动的方式，省掉了齿轮箱这一环节。

图表 11：永磁直驱风机结构图



图表 12：双馈异步风机结构图



资料来源：网络资料，华鑫证券研发部

资料来源：网络资料，华鑫证券研发部

永磁直驱式风机相对于双馈异步式风机来说发展较晚，但永磁直驱风技术相对比双馈异步技术来说拥有发电效率高、可靠性高、运维成本低、电网接入性能优异等特点。因此永磁直驱技术风机的市场份额得以快速提升，目前永磁直驱技术风机在全球市场中约占到 20% 份额，国内市场中约占到 30% 份额。相较于双馈异步技术，永磁直驱技术更能适应低风速，且能耗较少、后续维护成本低。此外，永磁直驱式风机的应用对于我国具有更加重要的意义，我国以南部为主的低风速三类风区占到全部风能资源的 50% 左右，更适合使用永磁直驱式风机。金风科技是我国永磁直驱技术风机的代表性企业，拥有 1.5MW、2.0MW、2.5MW、3.0MW 和 6.0MW 等系列永磁直驱机组产品线。

图表 13：永磁直驱技术与双馈异步技术的对比

特性	永磁直驱风机与双馈异步风机比较	分析
电网兼容性	永磁直驱风机更强	永磁直驱风机具备较强电容补偿、低压穿越能力，对电网冲击小
维护成本	永磁直驱风机更低	永磁直驱风机省去齿轮箱维修费用
空气动力学性能	永磁直驱式受风速限制较小	永磁直驱风机通过电磁感应原理发电，在额定的低转速下输出功率较大、效率较高
效率	永磁直驱风机效率更高，发电效率	双馈式风机齿轮箱降低效率，本身也耗

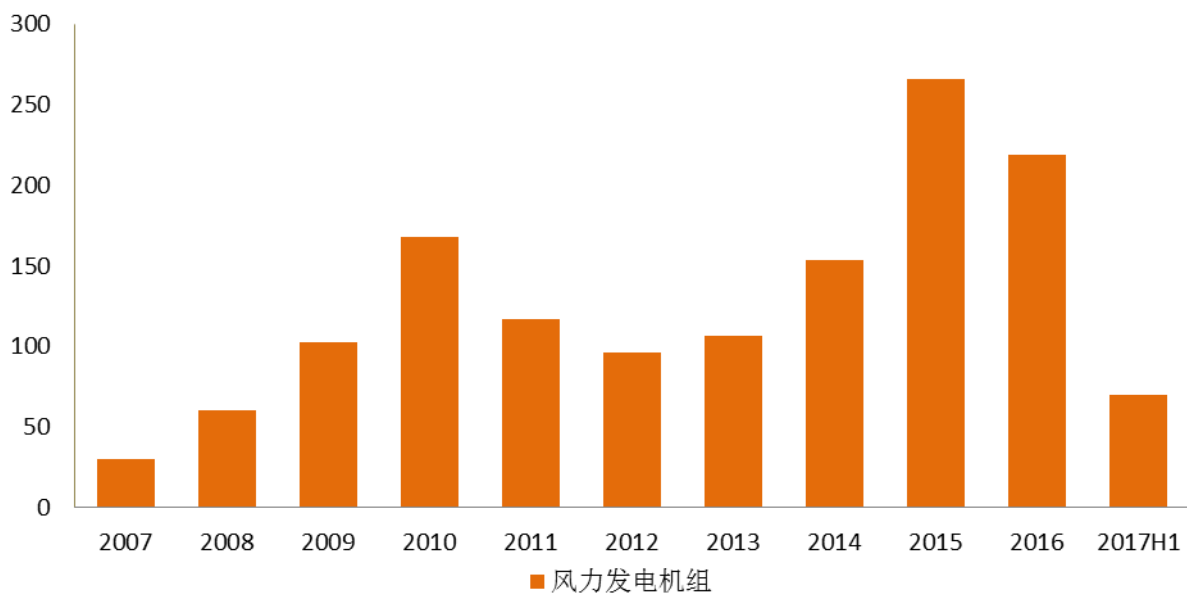


	平均提高 5-10%	电
价格	永磁直驱风机价格较贵	

资料来源：网络资料，华鑫证券研发部收集整理

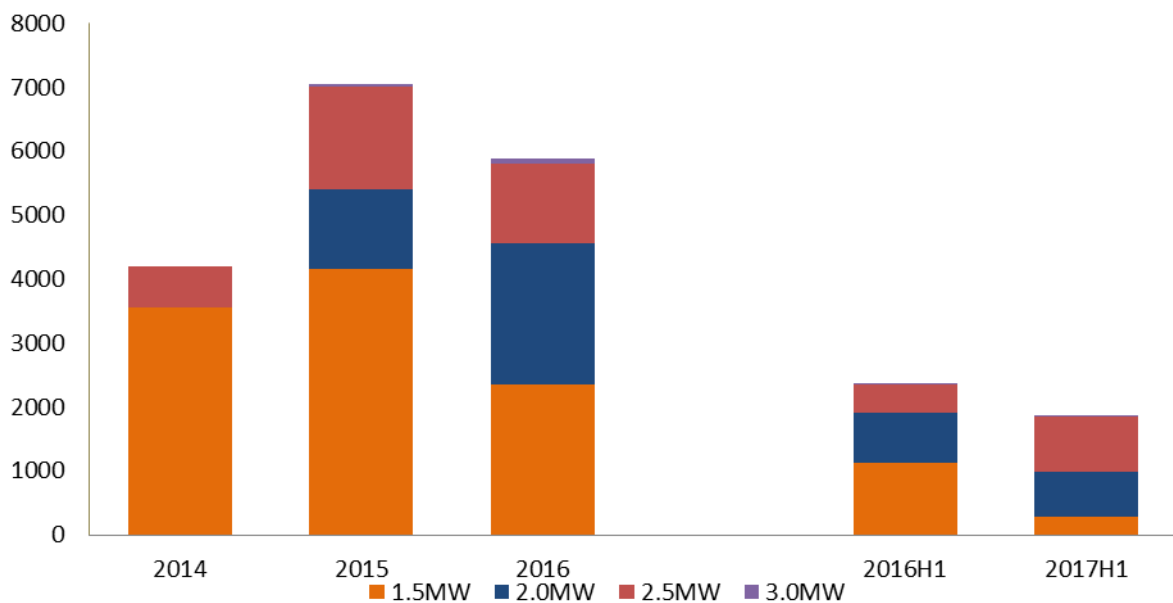
2017年上半年公司风机销售 1874.50MW，同比下滑 21.01%；其中 2.5MW 机组销售 852.5MW，占比由去年同期的 18.33% 上升到 45.48%。随着主要装机区域南移，近年来，公司风机销售逐步向大型化发展，原来的主力 1.5MW 机型占比显著下降，2.0MW 和 2.5MW 机型占比迅速提升。

图表 14：金风科技风机业务营收变化情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 15：近年来金风科技各型号机组销售情况（单位：MW）



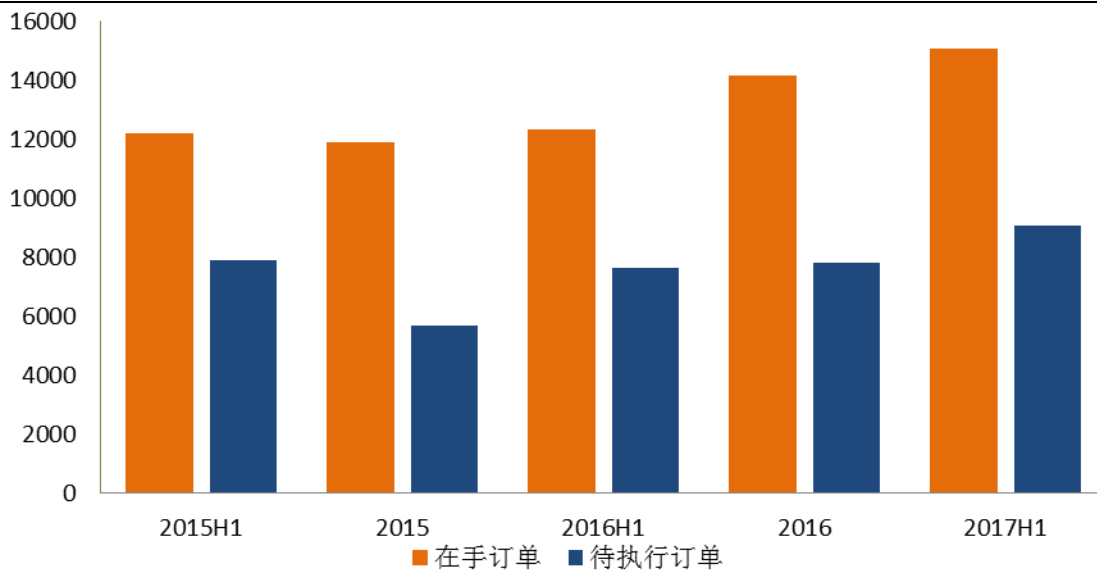
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



2.3 在手订单充足，新增订单市占率有所提高

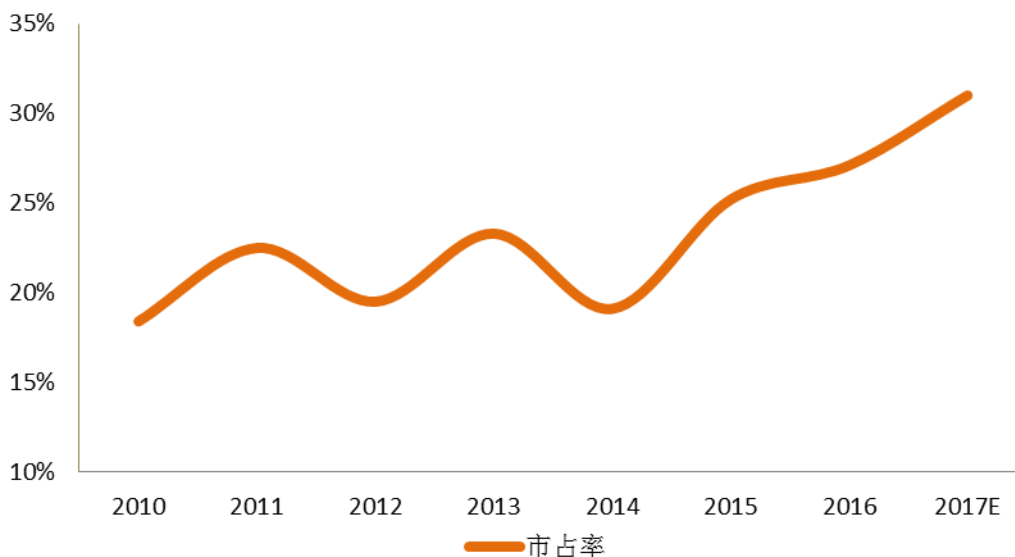
虽然永磁直驱风电机组单价高于双馈异步机组，但基于永磁直驱风电机组度电成本比双馈异步机组更低的优势，作为国内永磁直驱风机龙头，金风科技在手订单近年来持续维持高位，市占率也逐年提高。2017年上半年国内陆上风电公开招标容量13214MW、定标容量5636MW，其中公司新增国内陆上风电订单2349MW，市占率高达41.67%。通过我们测算，2017年公司在国内风机市场市占率有望达到30%以上，将创出2010年以来公司市占率新高。

图表 16：金风科技在手订单与待执行订单变化情况（单位：MW）



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

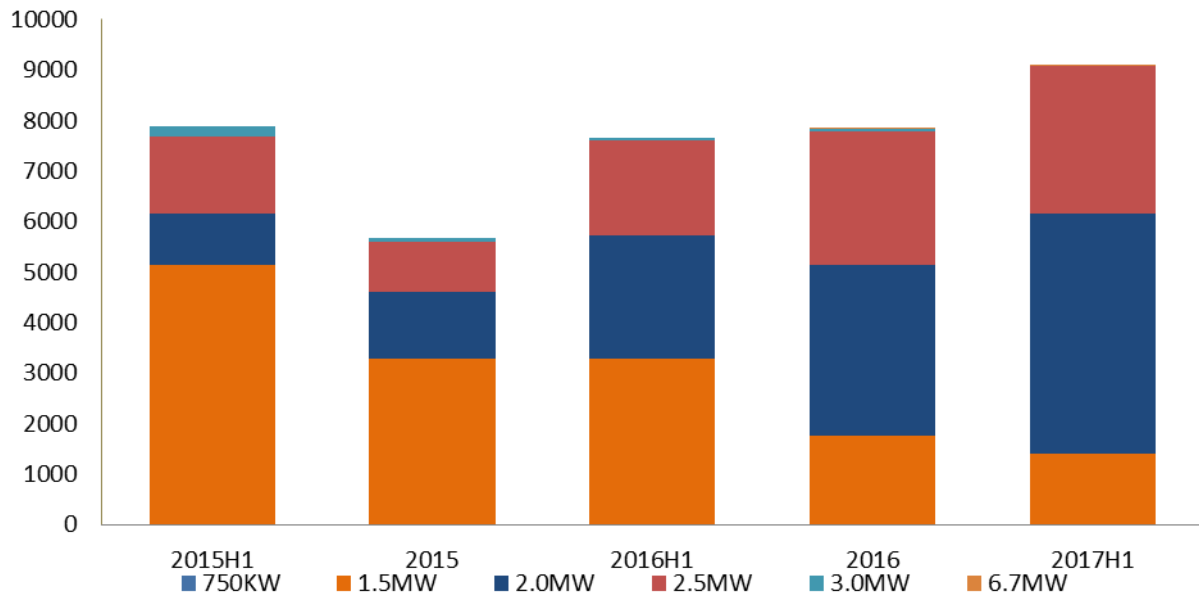
图表 17：金风科技国内市场市占率变化情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



图表 18：金风科技待执行订单结构变化情况（单位：MW）

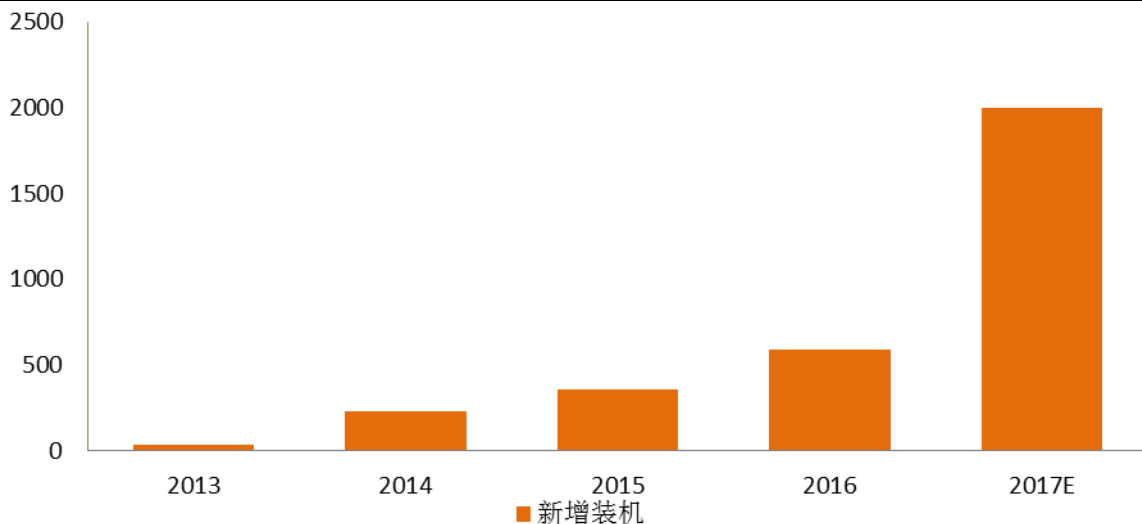


资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

2.4 海上风电是最大增量

随着前期制约海上风电装机的技术因素逐步解决，我国海上风电新增装机规模快速上升。国家能源局在 2016 年 11 月发布的《风电发展“十三五”规划》中提出到 2020 年，全国海上风电开工建设规模达到 10GW，力争累计并网容量达到 5GW 以上，而截至 2016 年底我国海上风电装机量仅有 1.6GW。据了解，目前我国东南沿海地区海上风电已确定的规划总容量超过 56GW，未来海上风电新增装机有望迎来实质性放量。

图表 19：我国海上风电新增装机情况（单位：MW）



资料来源：北极星电力网，华鑫证券研发部

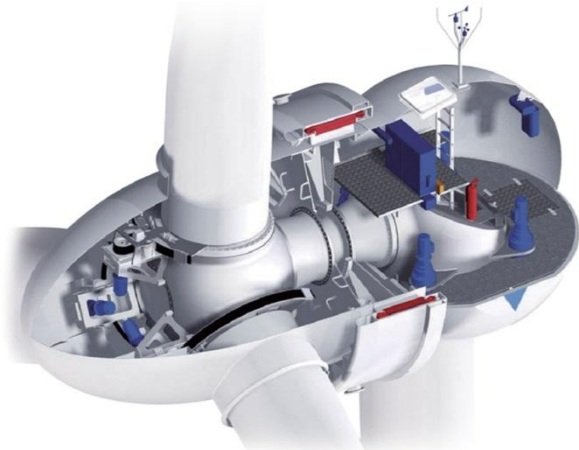
2017 年上半年，国内海上风电项目整体招标 2.07GW，占全国风电总招标量的 13.5%，同

比增长了 4 个百分点。金风科技也跟随市场趋势积极布局海上风电市场，上半年公司新增中标海上风电 503MW，新增中标市占率达到 24.35%。截至 2017 年半年报公司海上风电在手订单 825MW，主要机型以 3.X 和 6.X 为主。

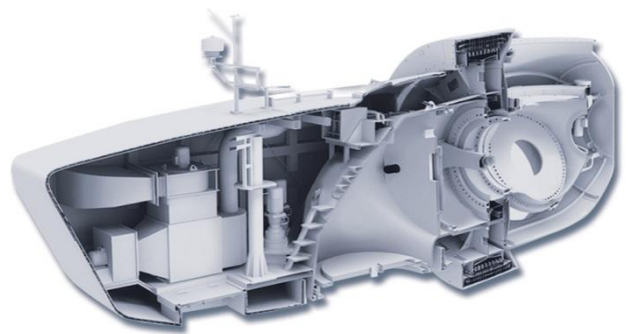
2.5 风机价格有所下降，但公司通过强大的成本控制能力确保毛利率走稳

公司目前主力销售风机机型为 1.5MW、2.0MW、2.5MW 三类，其中 2.0MW 和 2.5MW 机型已经替代 1.5MW 机型成为公司销售主力。

图表 20：金风科技 1.5MW 机型



图表 21：金风科技 2.5MW 机型

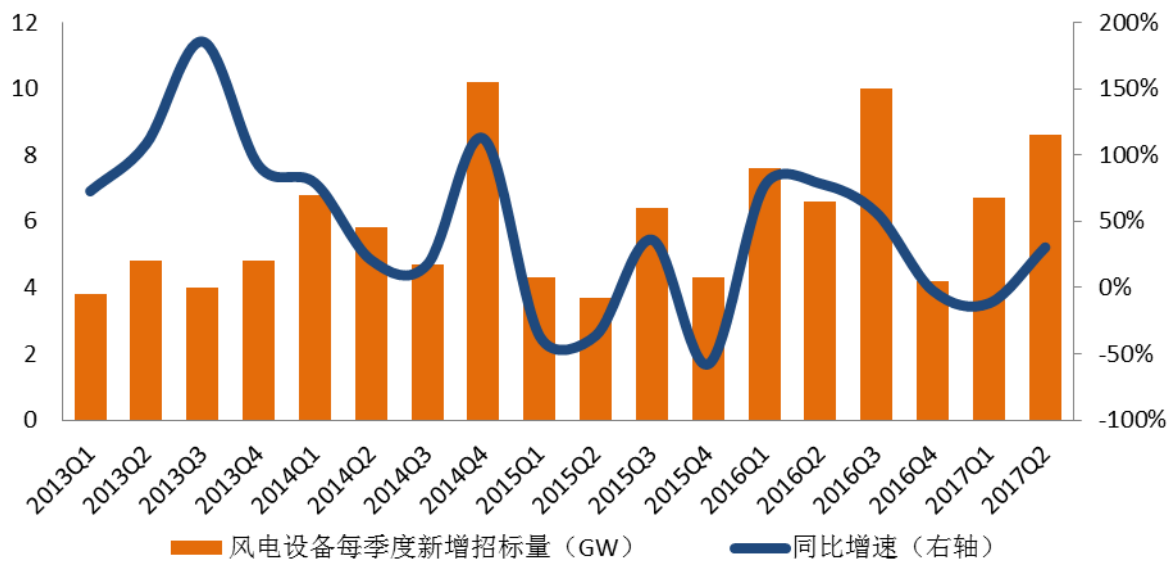


资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

从 2017 年上半年全国风机招标情况来看，2.0MW 和 2.5MW 风机已经成为主流，在 2017 年上半年总的风机招标量 15.3GW 中，2.0MW 风机招标量达到 11.37GW、占比 75%；2.5MW 风机招标量为 1.07GW、占比 7%。

图表 22：我国风电设备每季度新增招标量情况（单位：GW）

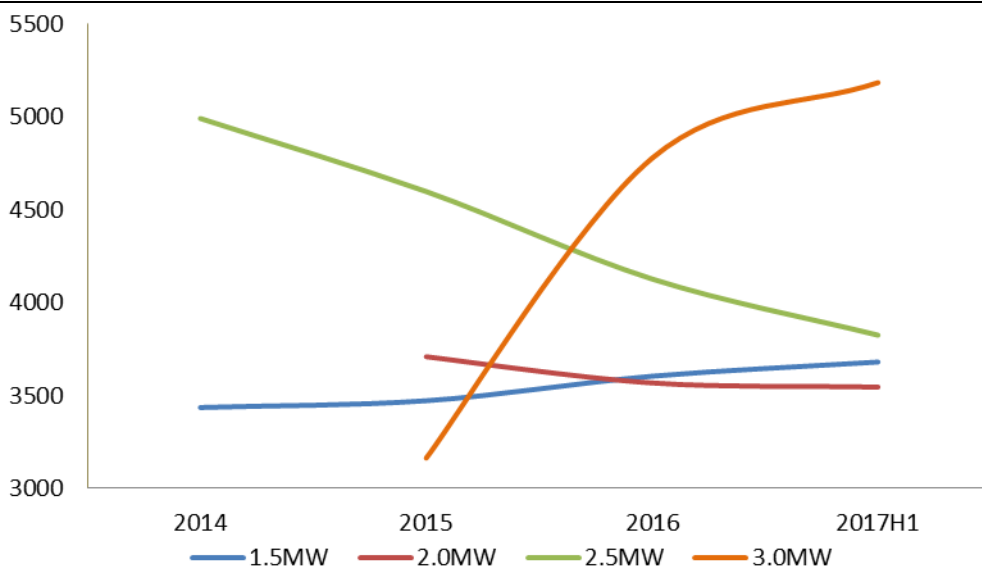


资料来源：金风科技，华鑫证券研发部



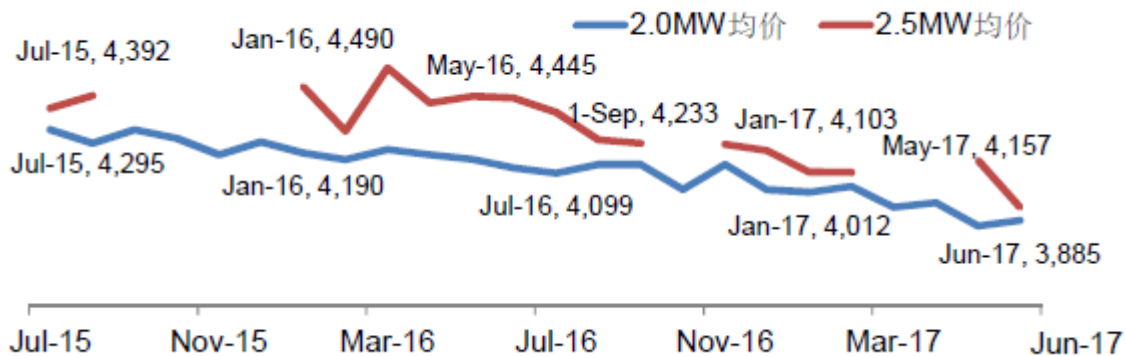
随着行业格局发生变化，公司近年来 2.0MW 和 2.5MW 风机销量稳步上升，二者的销售平均价格均出现了持续下滑，其中 2.0MW 风机均价由 2015 年的 3709 元/KW 下降到 2017 年上半年的 3545 元/KW，2.5MW 风机均价由 2015 年的 4598 元/KW 下降到 2017 年上半年的 3825 元/KW。这一变化趋势也与 2.0MW 和 2.5MW 风机的公开招标均价相符。

图表 23：金风科技近年来各型号风机销售平均价格变化（单位：元/KW）



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 24：2.0MW 和 2.5MW 风机公开招标均价变化（单位：元/KW）

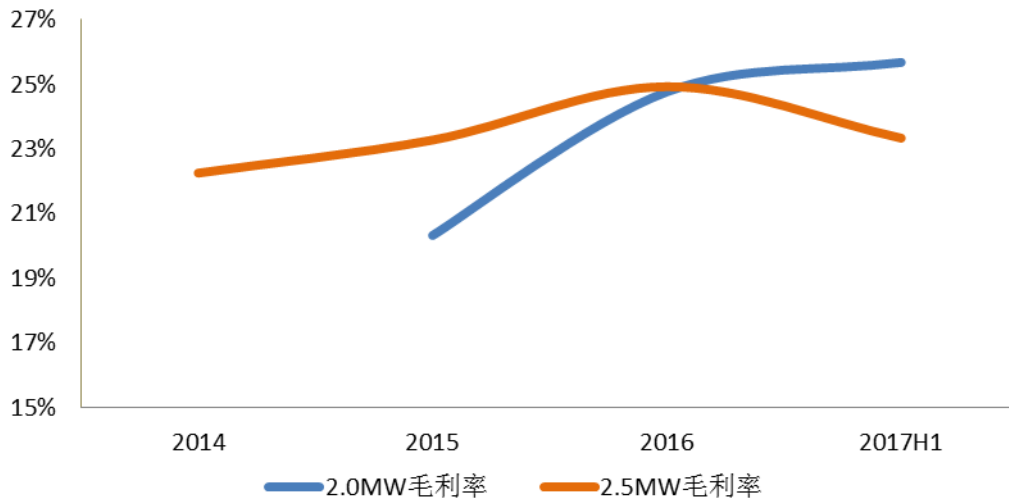


资料来源：金风科技，华鑫证券研发部

在 2.0MW 和 2.5MW 主力风机招标价格逐步下降的背景下，公司 2.5MW 风机毛利率基本维持稳定，2.0MW 风机毛利率不降反升，我们认为这体现了公司极强的成本控制能力。在叶片、轴承等部件上，公司通过多供应商策略，有效控制了原材料波动对毛利率的影响；风电变流器公司主要通过全资子公司天诚同创来自主生产；风力发电机公司则通过收购的德国 Vensys Energy 来主导设计，由合作伙伴中国中车旗下的中车江苏来为公司组装制造发电机。



图表 25：金风科技 2.0MW 与 2.5MW 风机毛利率变化

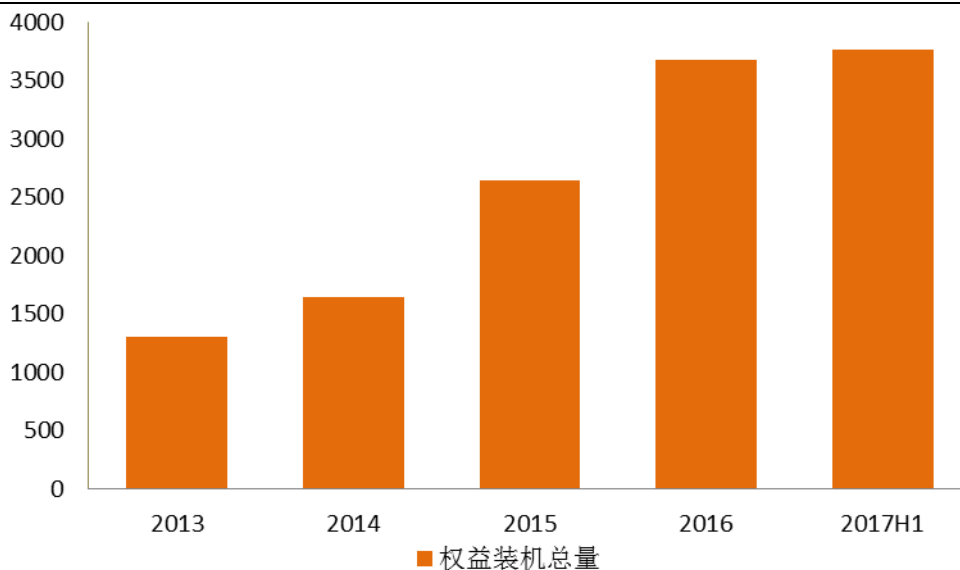


资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

3 风电场业务快速增长，为公司业绩提供重要贡献

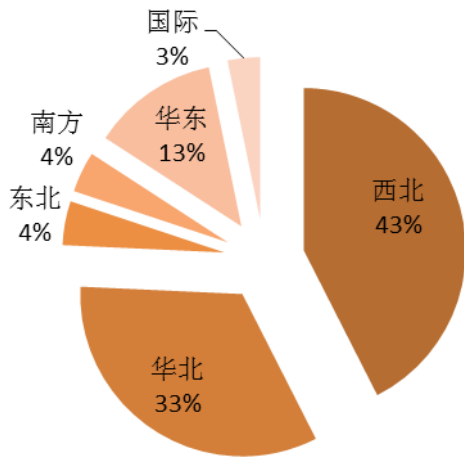
在产业链延伸的方向上，公司着力推进风电场投资建设，一方面自持发电，另一方面可以选择出售。公司风电场投资由旗下子公司北京天润新能投资有限公司开展。2017 年上半年公司国内新增风电并网装机容量 93.5MW，新增风电并网权益装机容量 88.6MW。截至 6 月底，公司风电场并网装机容量 4491MW，权益并网容量 3769MW；在建风电场项目容量 796.75MW，权益容量 614MW。上半年，公司风电场开发业务实现营收 16.6 亿元，同比大增 45.64%。风电场销售的投资收益为人民币 9331.46 万元，较上年同期增加 81.10%。

图表 26：金风科技风电场权益装机变化（单位：MW）

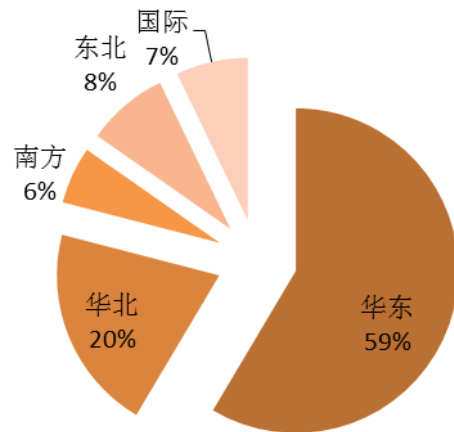


资料来源：金风科技，华鑫证券研发部

图表 27：金风科技已并网项目分布



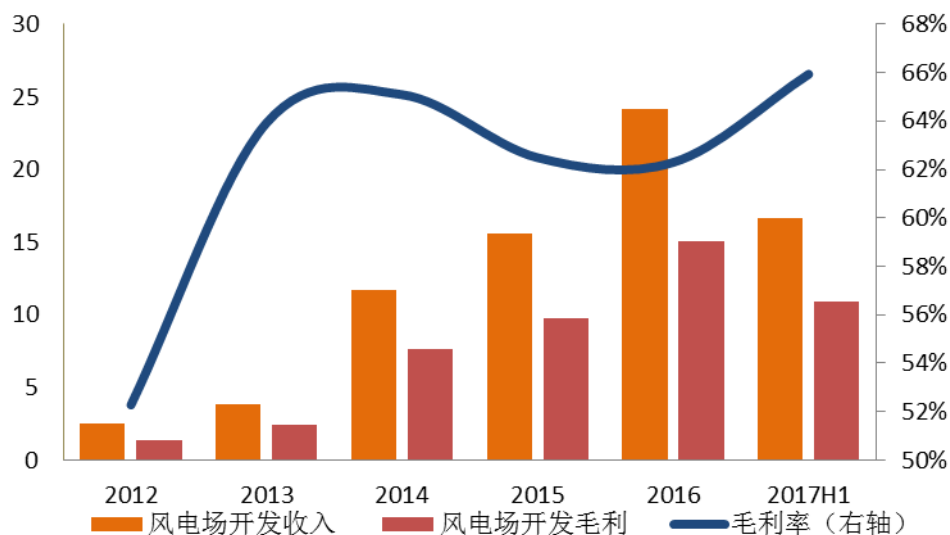
图表 28：金风科技在建项目分布



资料来源：金风科技，华鑫证券研发部

资料来源：金风科技，华鑫证券研发部

图表 29：金风科技风电场开发业务营收、毛利与毛利率变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

除了在国内继续风电场开发业务之外，上半年公司在海外风电场开发上取得突破。在美国，公司与 MidAmerican Wind Tax Equity Holdings 以及花旗达成税务投资协议，共同投资 2.5 亿美元开发 160MW Rattlesnake 风电场项目，建成后将成为金风科技在美国的最大风电场项目；在澳大利亚，公司收购位于维多利亚州的 536.4MW Stockyard Hill 风电项目，建成后将成为澳大利亚最大的风电场；在阿根廷，公司收购位于阿根廷的 150MW Loma Blanca 1、2、3 期风电项目，该项目为金风科技在阿根廷市场的第一个风电项目，打开了南美市场。

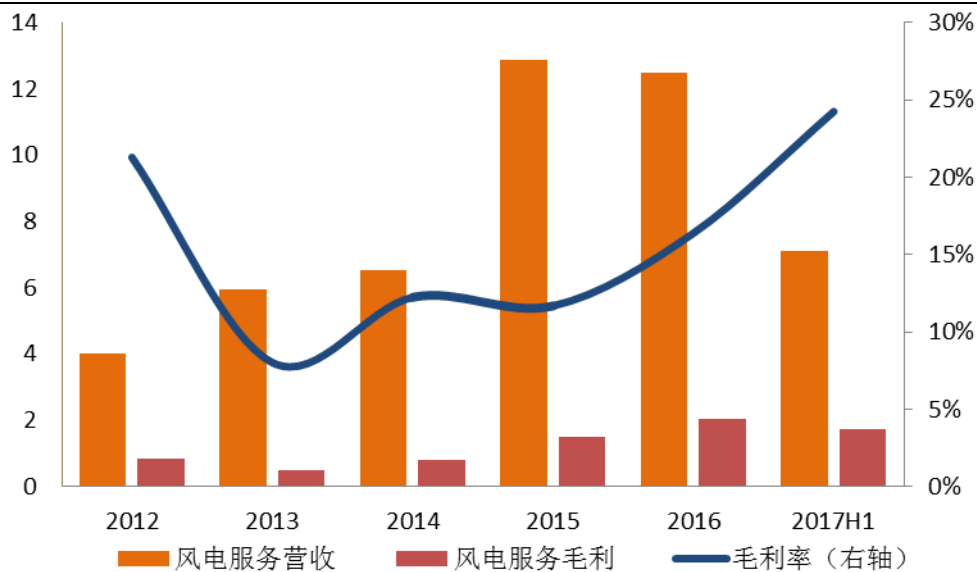


4 布局风电后市场，风电服务为公司后续业绩提供保障

风电行业经过十余年的快速发展，越来越多的风力发电机组走出质保期，行业竞争也不仅局限于产品制造，竞争市场也逐步由产业链前端向后端转移，后服务市场正逐步释放巨大的市场空间。公司投资建设了金风大数据平台、金风新能源气象数据资产管理平台、金风全球监控中心、全生命周期资产管理系统、大数据预警系统等智能服务支撑平台，利用先进的信息化技术，结合近 20 年的机组运行数据、专业技术能力和资源，提供全面的风电运维服务。

目前公司通过对“能巢”系统进行规模化商业部署，针对存量项目的控制策略优化和场群控制的智能化升级，为今后我国能源互联网的发展提供了风电场的模块化解决方案。截至 2017 年上半年“能巢”系统已获得 144 万千瓦订单。目前公司运维服务团队为全球超过 2.5 万台机组提供建设、运维等服务和技术支持；近 19000 台机组、涉及国内外 389 个风电场接入金风科技全球监控中心。上半年实现风电服务收入 71141.78 万元，较上年同期增加 59.16%。

图表 30：金风科技风电服务业务营收、毛利及毛利率变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



5 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

- (1) 公司待执行订单消化程度加快，待执行订单恢复至 7000MW 左右水平。
- (2) 公司市场占有率维持目前水平。
- (3) 公司风机、风电场业务毛利率维持稳定，风电服务毛利率有所提升。

公司已预告由于风电场装机容量增加、处置部分风电场股权，2017 年三季度报净利润预计在 21.4 亿至 32.1 亿元之间，同比增长 0%-50%。考虑到公司目前在手订单充足、待执行订单消化程度有望加快、风电场和风电服务业务快速增长的背景，我们预计 2017、2018、2019 年公司 EPS 分别为 0.275、0.344、0.448 元，首次给予其“审慎推荐”的投资评级。

5 风险提示

- (1) 我国陆地风电新增装机出现大幅下滑；
- (2) 我国海上风电新增装机不及预期；
- (3) 公司风电场运营小时数大幅下降；
- (4) 公司风机毛利率不及预期；
- (5) 公司待执行订单消化速度不及预期；



6 预测财务报表（单位：百万元）

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	30062.1	26395.8	27081.0	32354.0	35618.0
减：营业成本	22093.0	18671.4	18956.7	22324.2	24220.2
营业税金及附加	165.86	164.65	168.92	201.81	222.17
营业费用	2757.07	2032.79	2085.55	2491.63	2743.00
管理费用	1635.76	1909.61	1959.18	2340.66	2576.79
财务费用	491.44	759.90	715.12	585.29	467.45
资产减值损失	207.95	211.87	180.99	180.99	180.99
加：投资收益	362.33	621.86	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-22.46	23.62	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	3050.88	3291.08	3014.54	4229.36	5207.35
加：其他非经营损益	195.95	260.88	1500.00	900.00	900.00
利润总额	3246.83	3551.96	4514.54	5129.36	6107.35
减：所得税	371.44	446.22	677.18	769.40	916.10
净利润	2875.39	3105.73	3837.36	4359.95	5191.25
减：少数股东损益	25.89	102.75	126.96	144.24	171.75
归母净利润	2849.50	3002.98	3710.40	4215.71	5019.50

资料来源：WIND，华鑫证券研发部

现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	4750.24	3222.13	5905.07	4912.74	7961.84
投资性现金净流量	-7245.1	-7011.1	1275.00	765.00	765.00
筹资性现金净流量	-969.81	5246.54	-3675.2	-1899.0	-2031.2
现金流量净额	-3408.2	1504.62	3504.79	3778.74	6695.60

资料来源：WIND，华鑫证券研发部

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5933.96	7968.85	11473.6	15252.3	21947.9
应收和预付款项	15404.8	18131.0	13079.4	24184.3	16812.5
存货	3037.20	3192.28	3706.69	4417.85	4396.70
其他流动资产	535.56	1684.39	1684.39	1684.39	1684.39
长期股权投资	1047.20	1307.96	1307.96	1307.96	1307.96
投资性房地产	73.70	70.80	61.00	51.20	41.40
固定资产和在建工程	17015.1	19478.6	17140.2	14801.8	12463.4
无形资产和开发支出	1052.81	1542.56	1393.32	1244.08	1094.84
其他非流动资产	6758.50	7423.14	7394.45	7365.76	7365.76
资产总计	50858.9	60799.7	57241.2	70309.7	67114.9
短期借款	1319.47	1803.65	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	16549.3	18301.2	13863.2	23883.4	17059.0
长期借款	10760.6	15419.0	15419.0	15419.0	15419.0
其他负债	4838.86	5720.61	5720.61	5720.61	5720.61
负债合计	33468.3	41244.5	35002.9	45023.0	38198.6
股本	2735.54	2735.54	2735.54	2735.54	2735.54
资本公积	8194.80	8185.30	8185.30	8185.30	8185.30
留存收益	5831.10	9055.32	11611.3	14515.5	17973.4
归属母公司股东权益	16761.4	19976.1	22532.2	25436.3	28894.2
少数股东权益	629.16	722.64	849.60	993.84	1165.59
股东权益合计	17390.6	20698.7	23381.8	26430.2	30059.8
负债和股东权益合计	50858.9	61943.3	58384.7	71453.3	68258.5

资料来源：WIND，华鑫证券研发部



分析师简介

潘永乐：厦门大学金融硕士，八年证券研究经验，2017年9月加入华鑫证券研究发展部，主要研究和跟踪领域：电力设备新能源行业、非银金融行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>