



阳光电源 (300274)：光伏逆变器龙头，受益光伏装机大增

审慎推荐(首次)

电气设备

当前股价：16.76 元

报告日期：2017 年 10 月 25 日

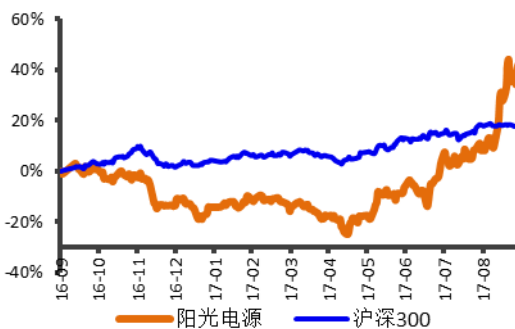
主要财务指标 (单位：百万元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6003.66	9605.86	13448.20	17482.67
(+/-)	31.39%	60.00%	40.00%	30.00%
归属母公司				
净利润	553.61	960.83	1256.81	1542.03
(+/-)	30.14%	73.56%	30.80%	22.69%
EPS (元)	0.382	0.663	0.868	1.064
市盈率	43.05	24.80	18.96	15.46
毛利率	24.59%	24.50%	24.50%	24.50%
ROE	9.31%	14.14%	15.90%	16.65%

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	14.48/10.57
流通市值 (亿元)	173.93
每股净资产 (元)	8.15
资产负债率 (%)	20.15

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

- **光伏逆变器龙头，毛利率趋于稳定为公司业绩提供有力支撑。** 2017 年上半年公司光伏逆变器实际产量约 9.93GW，共实现营业收入 16.20 亿元。公司目前光伏逆变器出货量位居全球第一，且毛利率已趋于稳定，伴随着光伏新增装机持续维持高位，光伏逆变器业务为公司业绩提供了有力支撑。
- **光伏电站集成业务快速增长，借光伏扶贫东风，光伏电站集成业务已成为公司业绩最大增量。** 2017 年上半年公司共完成光伏电站集成业务 1164.38MW，其中光伏扶贫项目达 470MW，占比超过 40%。在国家电网确保光伏扶贫项目并网的大逻辑下，公司未来光伏电站集成业务有望继续保持高景气度，也有利于推动公司逆变器出货量上升。
- **储能逆变器业务高速增长，未来有望成为公司第三个主要盈利增长点。** 2016 年公司国内储能逆变器市占率已排名第一。我们认为随着国内户用光伏市场的快速增长和电池成本的下降，国内储能逆变器的潜在市场规模已经打开。
- **新能源车电机控制器业务快速增长。** 目前国内乘用车电控以进口产品为主，阳光电源主打额定功率 16-30kW、额定电压 144V/336V 的电驱动系统，凭借与下游汽车厂商良好的合作关系，我们预计公司今年电机控制器中新能源乘用车/物流车与客车的占比能够上升至 1:1 的水平。
- **前三季度业绩大增，全年业绩高增长态势已经明朗。** 公司于 2017 年 9 月 22 日预告前三季度归母净利润在 7-7.572 亿之间，预计同比增长 135%-155%。我们认为，随着下半年光伏新增装机同比稳定以及新能源车产销同比超预期，公司全年业绩高增长态势已经明朗。
- **盈利预测：**公司于 2016 年 7 月 13 日完成的 1.2 亿股定增已经解禁。考虑到公司在光伏逆变器领域的龙头地位、高速增长的光伏电站集成业务以及储能逆变器、新能源车电控这两项新业务对公司未来业绩增长的贡献，我们预计 2017、2018、2019 年公司 EPS 分别为 0.663、0.868、1.064 元，首次给予其“审慎推荐”的投资评级。
- **风险提示：**光伏新增装机大幅下滑；储能逆变器推广进度不及预期；新能源车电机控制器市场拓展不及预期等。



目录

1 公司基本情况	3
2 光伏逆变器全球龙头，期待估值溢价	5
2.1 公司光伏逆变器产品线广，技术领先	5
2.2 穿越周期，光伏逆变器出货量稳健增长	7
2.3 光伏新增装机维持高位强化公司蓝筹属性	8
3 电站建设加速，已成利润重要增长点	11
4 储能逆变器业务高速增长，未来有望成为公司第三个主要盈利增长点	12
5 新能源汽车电机控制器业务快速增长，进军乘用车市场	14
6 风能变流器受市场影响大幅下滑	14
7 公司盈利预测与估值	15
8 风险提示	15
9 预测财务报表（单位：百万元）	16

图表目录

图表 1：阳光电源股权结构	3
图表 2：阳光电源发展历程	3
图表 3：阳光电源营收变化情况	4
图表 4：阳光电源归母净利润变化情况	4
图表 5：阳光电源营收占比情况	4
图表 6：阳光电源毛利润占比情况	4
图表 7：光伏逆变器工作原理	5
图表 8：独立光伏发电系统结构	6
图表 9：并网光伏发电系统结构	6
图表 10：阳光电源光伏逆变器产品线	6
图表 11：全球光伏行业发展周期	7
图表 12：阳光电源国内光伏逆变器出货量与国内光伏新增装机量（右轴）	8
图表 13：阳光电源国外光伏逆变器出货量与国外光伏新增装机量（右轴）	8
图表 14：我国逐季度光伏新增装机情况（单位：GW）	9
图表 15：阳光电源近 5 年来光伏逆变器毛利率变化情况	9
图表 16：阳光电源户用光伏系统架构图	10
图表 17：阳光电源村级电站系统架构图	10
图表 18：2017 年上半年公司光伏电站建设情况	11
图表 19：阳光电源光伏电站集成业务毛利率变化	12
图表 20：阳光电源能量搬移系统集中存储解决方案示意图	13
图表 21：阳光电源能量搬移系统分散存储解决方案示意图	13
图表 22：阳光电源乘用车电机控制器解决方案	14

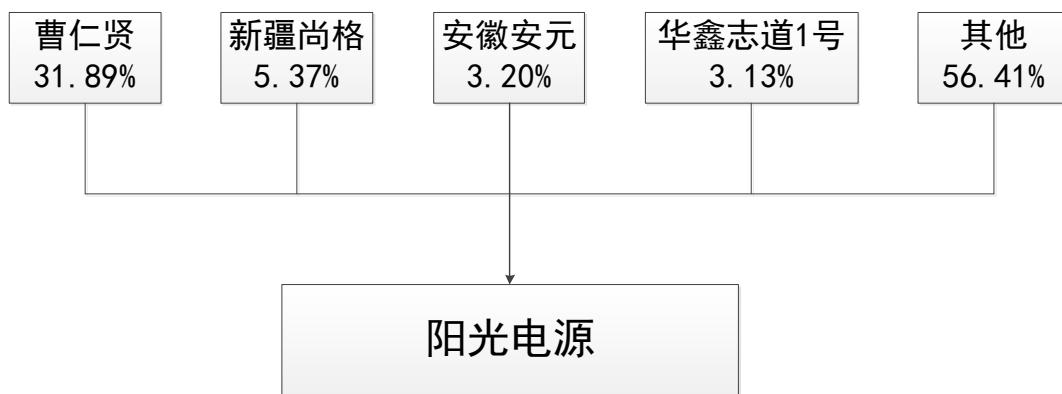


1 公司基本情况

阳光电源是一家专注于太阳能、风能、储能等新能源电源设备的研发、生产、销售和服务的国家重点高新技术企业，2011年11月在创业板上市，主要产品有光伏逆变器、风能变流器、储能系统、电动车电机控制器，并致力于提供全球一流的光伏电站解决方案。

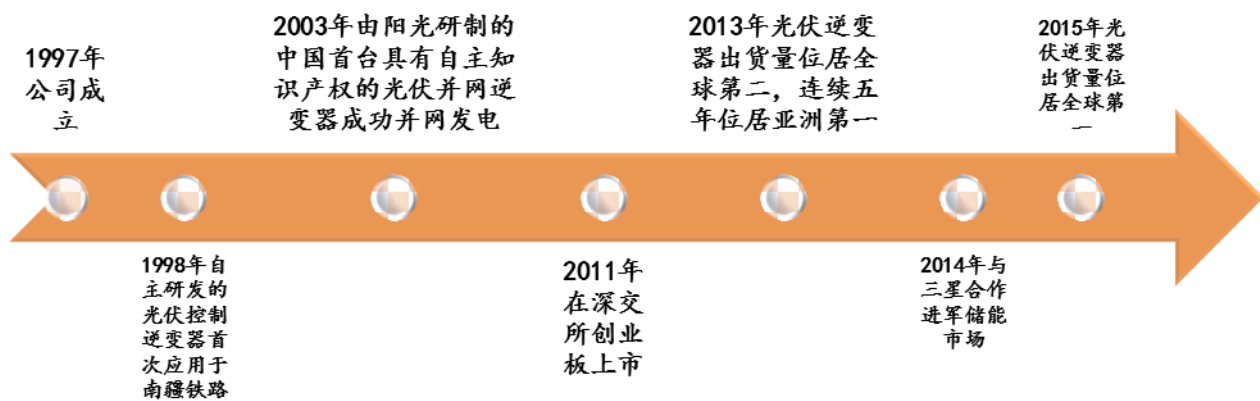
公司第一大股东、实际控制人曹仁贤先生专注可再生能源发电领域研究20余年，是我国太阳能、风能领域的著名专家，先后主持承担了10多项国家“十五”、“十一五”重大科研攻关项目，享受国务院特殊专家津贴。

图表 1：阳光电源股权结构



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 2：阳光电源发展历程



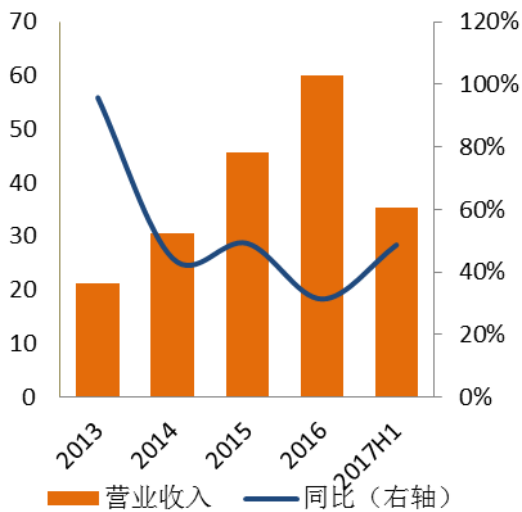
资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

2017年上半年，受国内光伏市场受上半年政策驱动增长较快影响，公司营业收入、营业成本同比稳步增长，海外市场拓展进一步扩大及分布式电站系统集成业务增长较快。2017年上半年公司实现营业收入35.41亿元，同比增长48.68%；实现归母净利润3.69亿元，同比增长63.99%。光伏逆变器业务实现营收16.20亿元，同比增长38.57%；毛利5.48亿元，同

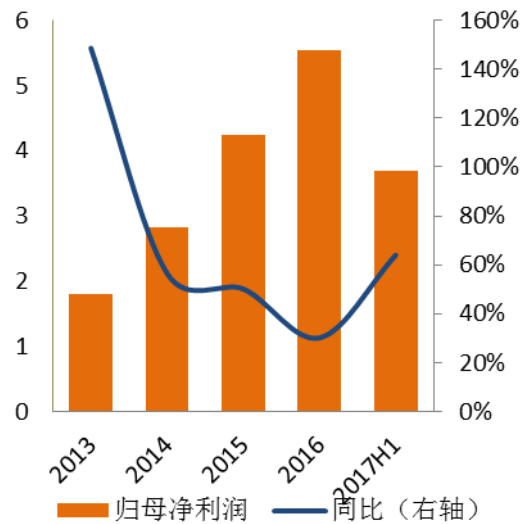


比增长 37.13%；毛利率 33.86%，同比下滑 0.4pct.。风能变流器业务实现营收 0.02 亿元，同比下滑 83.10%。储能逆变器实现营收 0.23 亿元，同比上升 279.34%。新能源汽车电机控制器业务实现营收 0.19 亿元，同比上升 142.53%。电站业务实现营收 18.31 亿元，同比增长 53.42%；实现毛利 3.95 亿元，同比增长 123.34%；毛利率 21.59%，同比上升 6.73pct.。

图表 3：阳光电源营收变化情况



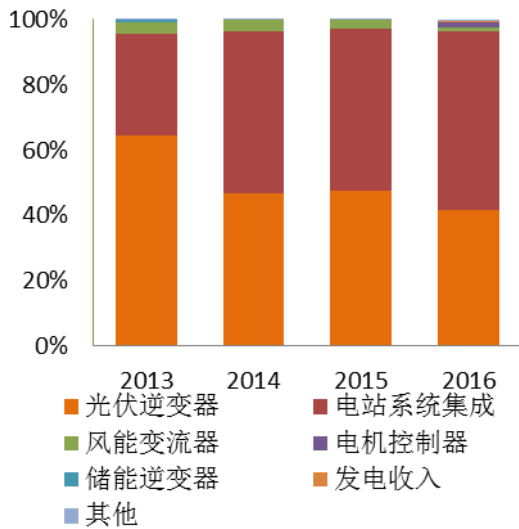
图表 4：阳光电源归母净利润变化情况



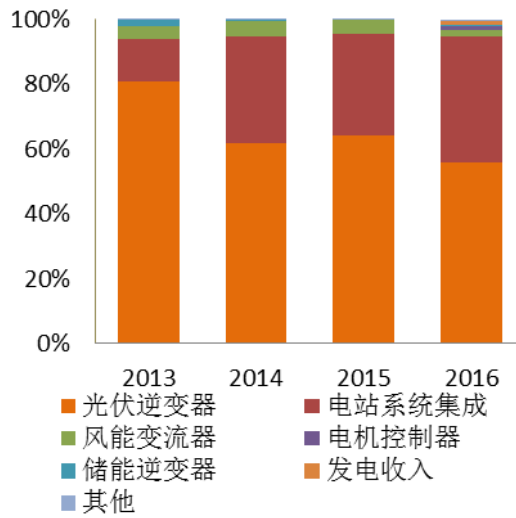
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 5：阳光电源营收占比情况



图表 6：阳光电源毛利润占比情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

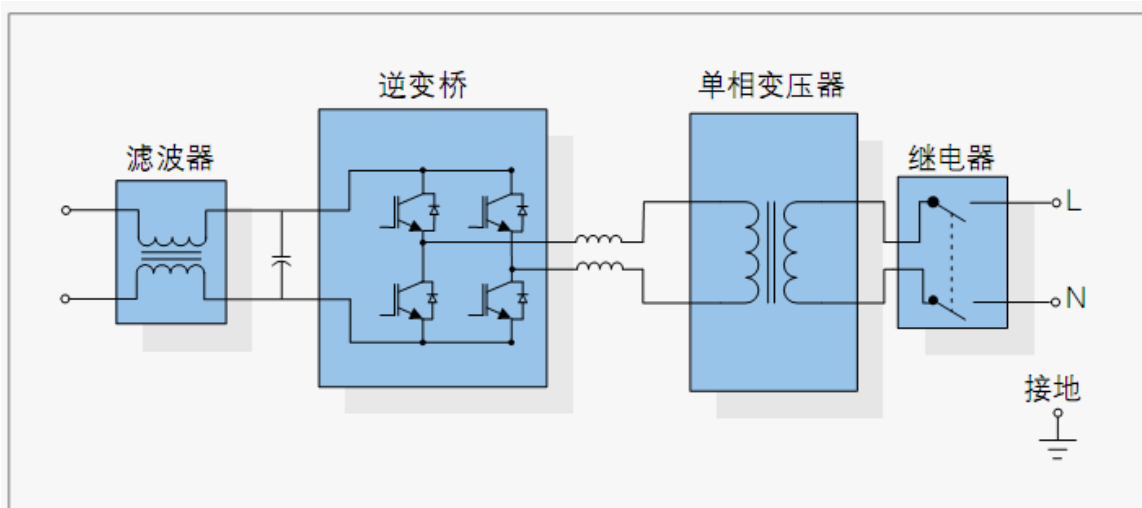
2 光伏逆变器全球龙头，期待估值溢价

阳光电源是国内最早从事光伏逆变器产品研发生产的企业，且龙头地位稳固，国内市占率保持连续多年保持第一，2015 年出货量首次超越连续多年排名全球发货量第一的 SMA 公司，成为全球光伏逆变器出货量最大的公司。公司是国内最早研发及商业化应用组串式逆变器的厂家，主打产品 SunAccess 系列组串式和集中式光伏逆变器涵盖了 3~2500kW 功率范围，转换效率全线突破 99%，全面满足各种类型光伏组件和电网并网要求，是全球市占率最高的亚洲第一品牌，在国内市场更是凭借绝对领先的技术优势和市场优势，市占率连续十多年位居第一。2017 年上半年，公司光伏逆变器产能为 8.5GW，通过外部协作实际产能可达 15GW，另外公司正投资建设 5GW 光伏逆变成套装备项目。2017 年上半年公司光伏逆变器实际产量约 9.93GW，共实现营业收入 16.20 亿元。

2.1 公司光伏逆变器产品线广，技术领先

在太阳能光伏发电系统中，太阳能通过太阳电池组件转化为直流电能，再通过光伏逆变器中的功率变换及控制系统将直流电能转化为符合电网电能质量要求的交流电。光伏逆变器的可靠性、高效性和安全性直接影响到整个太阳能光伏发电系统的发电量及运行稳定性，是整个光伏发电系统中的关键设备。

图表 7：光伏逆变器工作原理

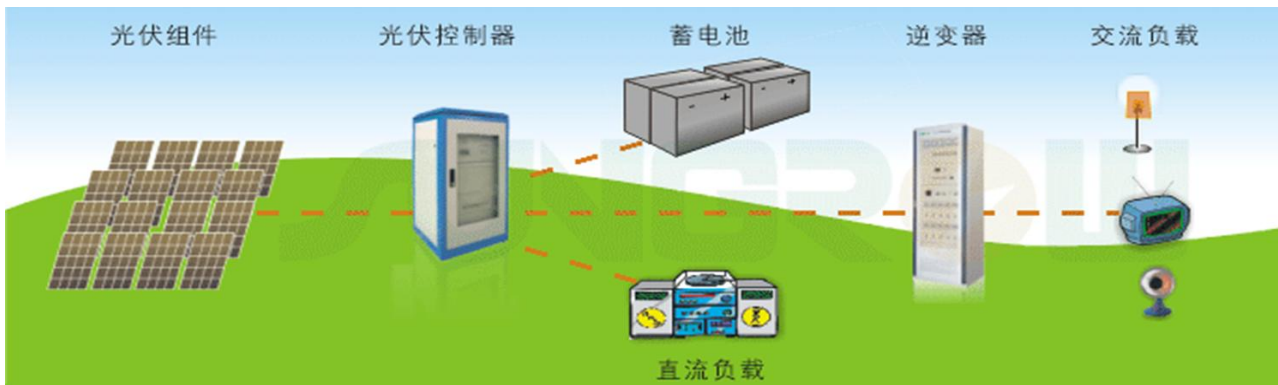


资料来源：公开资料，华鑫证券研发部

光伏逆变器按照所使用的电网系统主要可以分为独立光伏系统逆变器和并网光伏系统逆变器。其中独立光伏系统逆变器主要用于边远地区的村庄供电系统，太阳能户用电源系统，通信信号电源，阴极保护，太阳能路灯等带有蓄电池的独立发电系统；并网光伏系统逆变器

则主要用于与电网相连并向电网输送电力的光伏发电系统，它将光伏组件产生的高压直流电经过逆变器逆变后转换后向电网输出与电网电压同频、同相的正弦交流电流。

图表 8：独立光伏发电系统结构



资料来源：公开资料，华鑫证券研发部

图表 9：并网光伏发电系统结构



资料来源：公开资料，华鑫证券研发部

阳光电源的光伏逆变器产品线包括了组串式光伏逆变器、集中式光伏逆变器、集成方案、控制逆变一体机等，并且还在不断推动研发升级。2017 年上半年公司推出了首款户外集中逆变器 SG1500。SG1500 产品输出功率 1500kW，采用最新三电平技术，最大效率超越 99%，整体可节省系统初始投资、运维投资合计约 5 分钱/W。同期发布的特色新品还包括新一代户用逆变器 SG3/5KTL；业内同类产品功率密度最高的组串逆变器 SG10/12KTL-M；全球单机功率最大的 1500V 组串逆变器 SG160HV；中国首款高压储能系统 PowCube8000 等。

图表 10：阳光电源光伏逆变器产品线

产品名称	主要应用领域
组串式光伏逆变器	可满足户内、户外等不同的应用环境要求，广泛应用于住宅、商业屋顶、农场等中小型光伏发电系统。



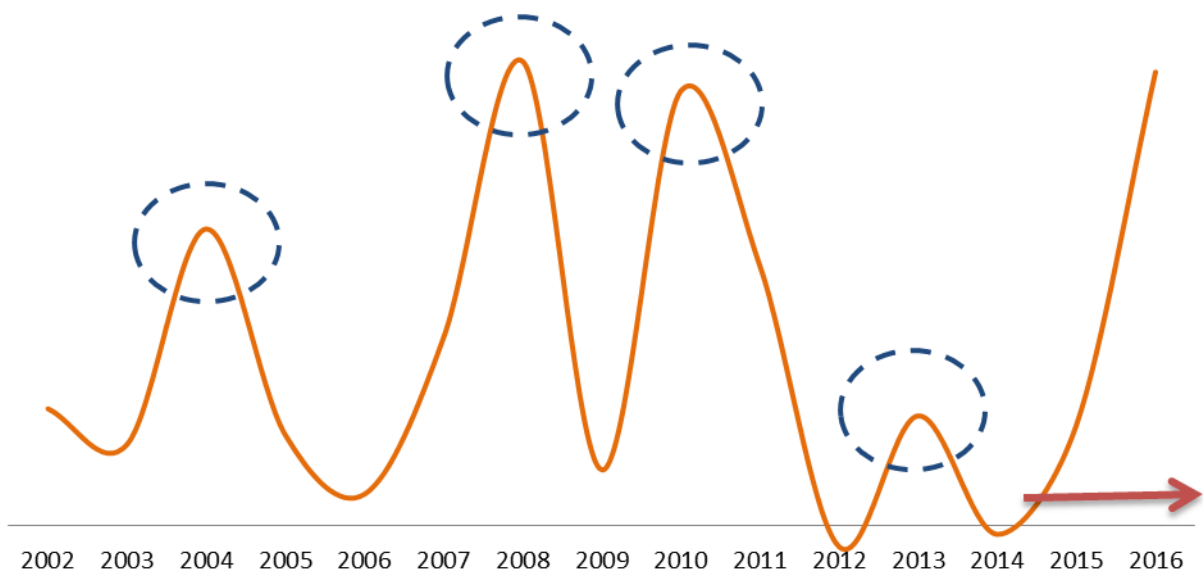
集中式光伏逆变器	能适应高寒、低温、高海拔等多种环境，广泛应用于荒漠、高原、商业屋顶等大、中型光伏发电系统。
集成方案	集成了光伏逆变器、交直流配电（选配）、中压变压器、环网柜、系统监控、火灾报警、环境监测（选配）等功能模块、集成了大量的交流电缆，降低了损耗，为客户创造更高的经济效益。能适应高寒、低温、高海拔等多种环境
控制逆变一体机	离网型控制逆变一体机主要应用于西部偏远无电网覆盖的地区，就地解决生产生活用电所需。是将控制和逆变集成于一体的智能电源。可控制太阳能电池对蓄电池进行智能充电，同时将蓄电池的直流电能逆变成 220V 的交流电，供用户负载使用。

资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

2.2 穿越周期，光伏逆变器出货量稳健增长

从全球光伏行业 15 年的发展历史来看，出人意料地呈现出鲜明的强周期性的特征。根据我们的统计，全球光伏行业自 2002 年以来大约经历了 4 个大周期，目前正在第 5 个周期之中。从历史的角度看，光伏行业前 4 个大周期平均持续时间均在 2-3 年之间，我们认为，这与政策刺激、技术进步以及资本活动等等均有着密切的关系。目前我们正处在光伏行业发展的第五个周期中，这一周期已经持续了 2 年。

图表 11：全球光伏行业发展周期

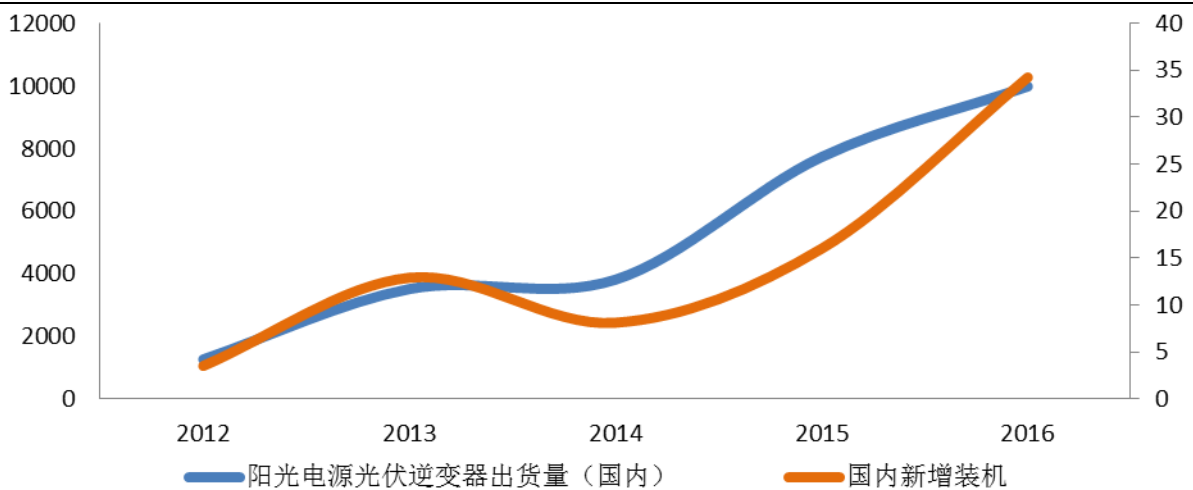


资料来源：WIND，华鑫证券研发部



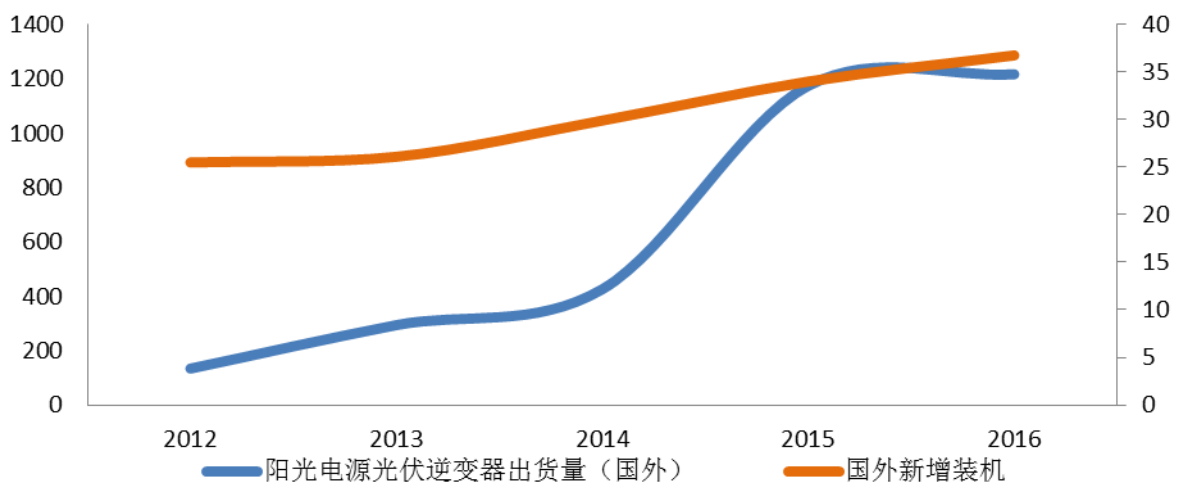
阳光电源的光伏逆变器业务在 2012-2016 年这一轮光伏周期中更好地抵御了市场波动，其国内光伏逆变器出货量自 2011 年的 856MW 增长至 2016 年的 9985.2MW，增长了接近 11.66 倍。并且在国内新增装机下滑 37.21% 的 2014 年，阳光电源国内光伏逆变器出货量依然同比增长了 8.55%。出口方面，在阳光电源光伏逆变器出口业务开展初期，其出口业务一度出现了快速的增长，但 2016 年起其增速恢复至市场平均水平。目前阳光电源组串式逆变器涵盖 3-160kW 功率范围，各项技术指标均代表行业最佳水平，全球组串逆变器安装量 6GW 以上。

图表 12：阳光电源国内光伏逆变器出货量与国内光伏新增装机量（右轴）



资料来源：国家能源局，公司公告，华鑫证券研发部

图表 13：阳光电源国外光伏逆变器出货量与国外光伏新增装机量（右轴）



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

2.3 光伏新增装机维持高位强化公司蓝筹属性

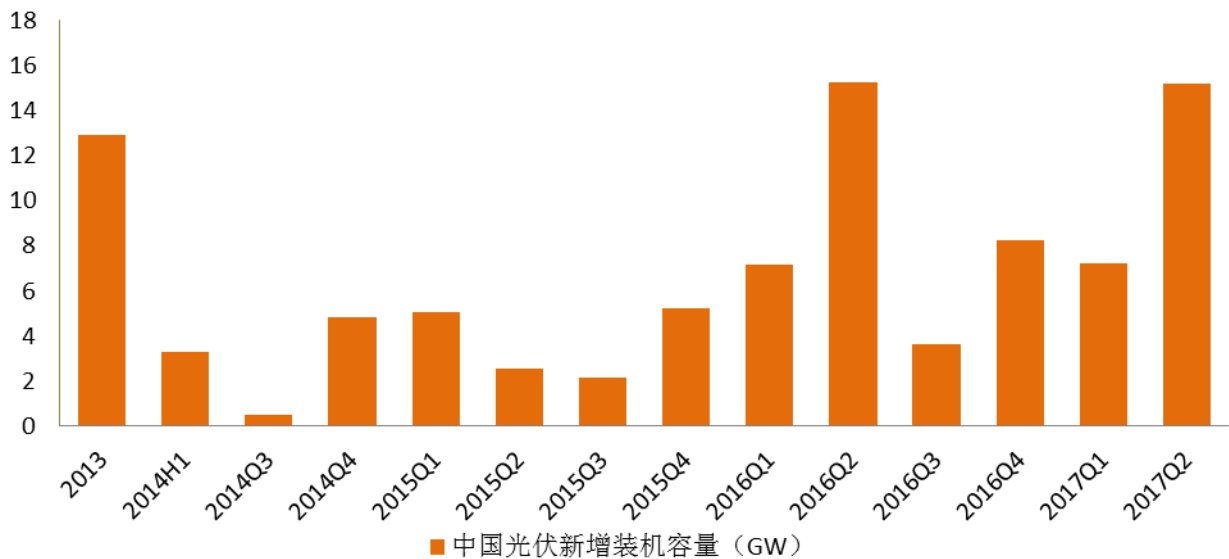
2017Q2 全国光伏新增装机容量 15.19GW，总装机量已高达 101.82GW。而 2017 年 7 月份仅一个月国内光伏新增装机即高达 11GW。在分布式、领跑者计划以及光伏扶贫的三重推动下，



我国光伏新增装机容量今年有望达到 40GW 以上。今年光伏领域的一个新趋势就是户用分布式的崛起，随着户用分布式的推广，2018 年光伏装机仍大概率有望维持高位。

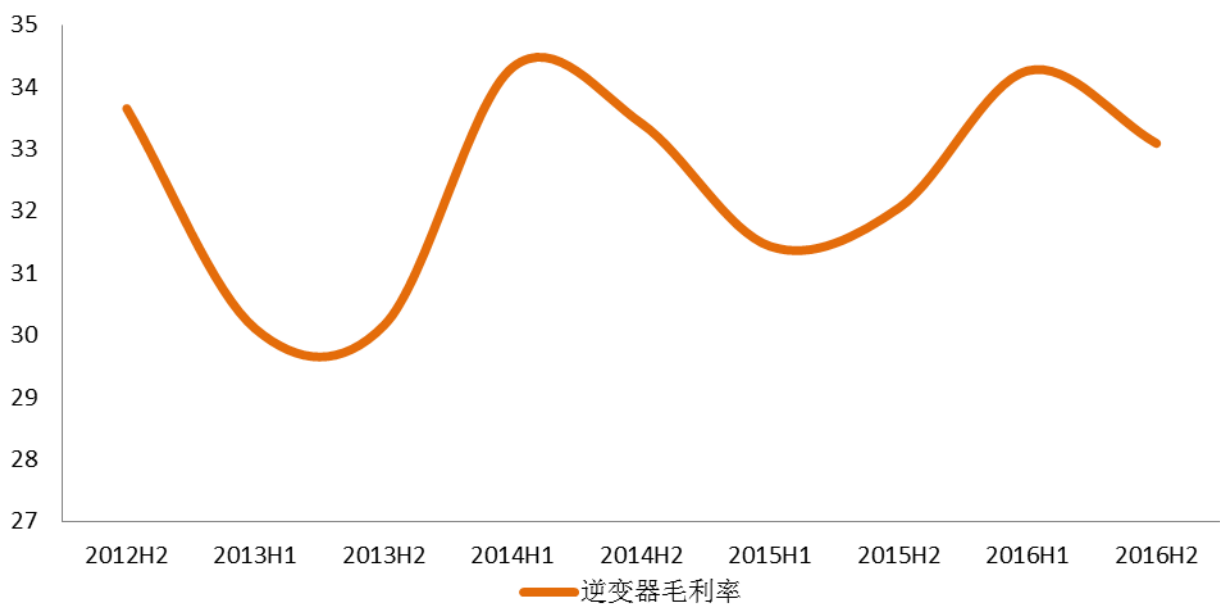
目前国内光伏逆变器领域公司依旧牢牢占据市场份额第一的位置，2016 年底市占率约为 35%，华为 25%。目前光伏逆变器领域去产能基本完成，逆变器价格稳定在 0.18-0.2/W，未来再度下降的空间不大。在需求扩张的基础上，剩下的几个龙头企业有望成为光伏新增装机维持高位的受益者。

图表 14：我国逐季度光伏新增装机情况（单位：GW）



资料来源：国家能源局，华鑫证券研发部

图表 15：阳光电源近 5 年来光伏逆变器毛利率变化情况

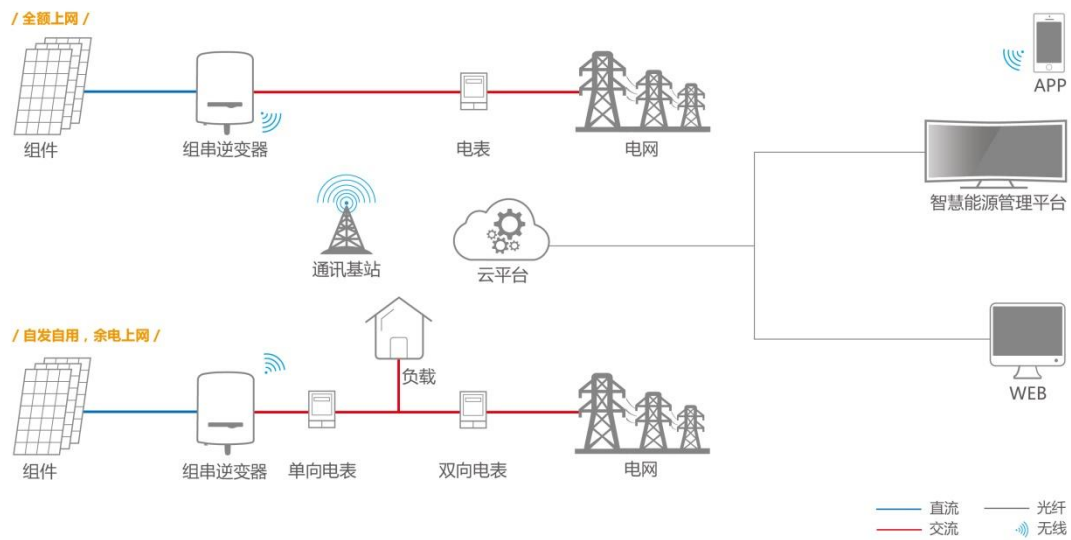


资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



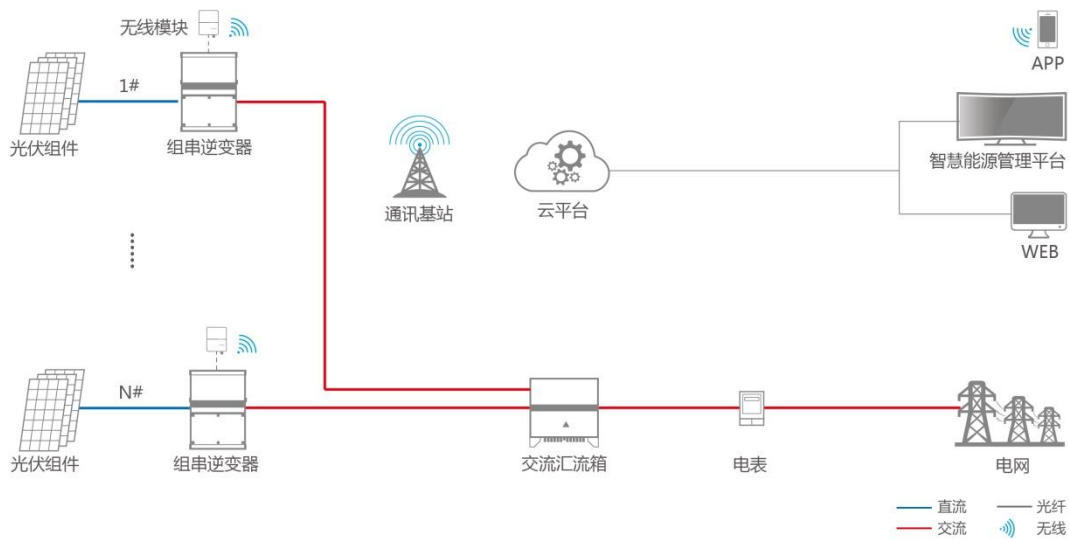
伴随着光伏新增装机持续维持高位和公司逆变器毛利率稳中有升，我们认为在这一光伏扩张周期内公司兼具了业绩稳定性和成长性双重特色。并且公司抓住户用分布式发展的机遇单独设立了户用光伏品牌 Sunhome 来大力推广户用分布式逆变器，目前公司户用主推的是 3KW、5KW、8KW 三个标准化的产品，计划今年至少安装 1 万户。

图表 16：阳光电源户用光伏系统架构图



资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

图表 17：阳光电源村级电站系统架构图



资料来源：公司网站，华鑫证券研发部



3 电站建设加速，已成利润重要增长点

公司 2013 年介入光伏电站系统集成业务，并于 2014 年底投资 5 亿元成立合肥阳光新能源科技有限公司，专门从事光伏电站开发、投资、建设和运营管理等业务。2017 年上半年，光伏电站系统集成业务收入占比已经上升至 2017 年上半年，公司又有多个光伏扶贫示范项目成功并网，项目主要分布在安徽、山东、湖北、江西、河北 5 个省份 11 个贫困县区，项目总装机容量超过 470MW，单体规模最大的项目有湖北麻城 70MW、安徽裕安 70MW，单体规模最小的户用电站仅 3kW，项目全部投产运营后，预计每年可直接带来发电收益超过 4.6 亿元。

图表 18：2017 年上半年公司光伏电站建设情况

项目	规模 (MW)	业务模式	进展情况	逆变器供应
淮南潘集漂浮项目	40	BT	已并网	全部自供
巢湖栏杆项目	50	EPC	已并网	全部自供
河北康保项目	20	EPC	已并网	全部自供
广东仁化项目	150	EPC	已并网	全部自供
六安苏埠园艺场项目	70	EPC	已并网	全部自供
临泉一期扶贫项目	77.15	EPC	已并网	全部自供
麻城农光互补项目	70	EPC	已并网	全部自供
江西万年项目	50	BT	已并网	全部自供
福建漳浦盐场项目	100	BT	已并网	全部自供
安徽金寨项目	50	BT	已并网	全部自供
甘肃敦煌项目	30	BT	已并网	全部自供
安徽高速公路项目	3.787	EPC	已并网	全部自供
广银铝业屋顶项目	22.5	EPC	已并网	全部自供
安徽望江扶贫项目	9.282	EPC	已并网	全部自供
舒城二期扶贫项目	11.77	EPC	已并网	全部自供
河南社旗县扶贫项目	4.185	EPC	已并网	全部自供
曹县 PPP 项目	50	EPC	已并网	全部自供
宿州埇桥扶贫项目	5.64	EPC	已并网	全部自供
宿州埇桥扶贫项目	11.4	EPC	已并网	全部自供
阜南二期扶贫项目	55	EPC	已并网	全部自供
阜南三期扶贫项目	35.9	EPC	已并网	全部自供
合肥宇航仓储项目	5	BT	已并网	全部自供
江西供储物流项目	7	BT	已并网	全部自供
天津鸿图屋顶项目	9	BT	已并网	全部自供
安阳万庄物流园一期项目	6.971	BT	已并网	全部自供
江苏兰蒂斯项目	12	BT	已并网	全部自供
江西宜黄扶贫项目	17.7	EPC	已并网	全部自供
安徽枞阳扶贫项目	8.65	EPC	已并网	全部自供

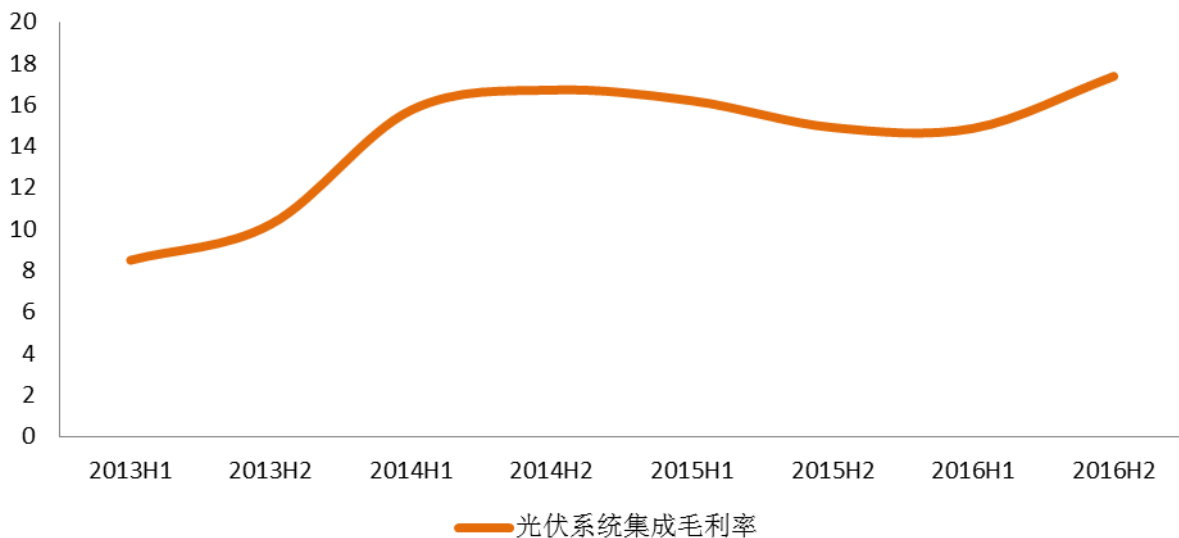


岳西 2017 扶贫项目	7.49	EPC	已并网	全部自供
石家庄灵寿项目	1.96	EPC	已并网	全部自供
凤台养殖场项目	2	EPC	已并网	全部自供
萧县扶贫项目	20	持有运营	已并网	全部自供
山西阳泉项目	50	持有运营	已并网	全部自供
重庆忠县项目	100	BT	已并网	全部自供
共计				1164.385MW

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

2017 年上半年，阳光电源光伏电站系统集成业务占比已经上升到 51.71%；毛利率也继续上升至 21.59%，较 2016 年底增加 4.22 pct.。公司近年来光伏电站系统集成业务的最大特色是大力参与了光伏扶贫项目，2017 年上半年扶贫项目占比已近 40%。随着国家电网力推光伏扶贫项目并网，我们认为公司光伏扶贫项目规模仍将继续上升，从而对光伏电站集成业务带来足够的边际贡献。

图表 19：阳光电源光伏电站系统集成业务毛利率变化



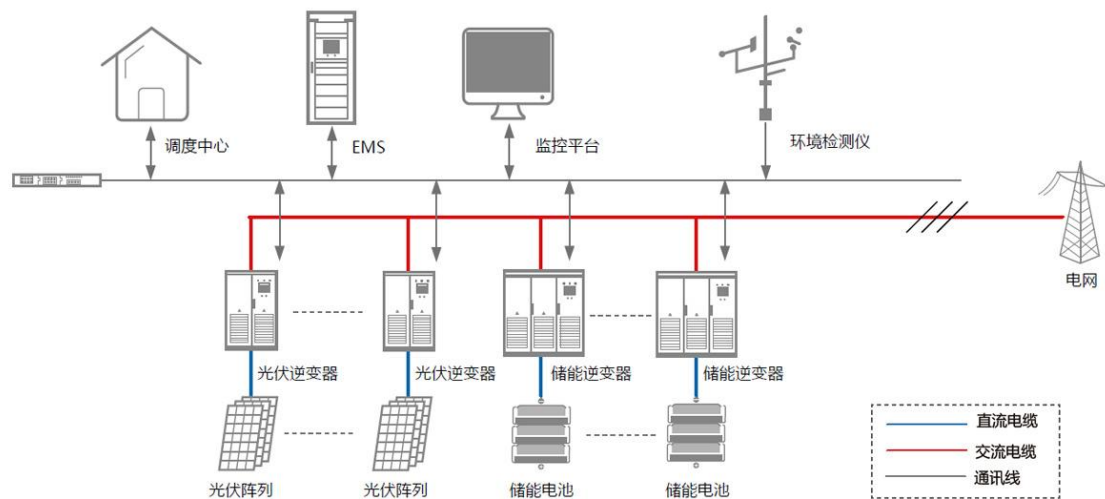
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

4 储能逆变器业务高速增长，未来有望成为公司第三个主要盈利增长点

储能逆变器的主要功能和作用是实现交流电网电能与储能电池电能之间的能量双向传递，也是一种双向变流器。其不仅可以快速有效地实现平抑分布式发电系统随机电能或潮流的波动，提高电网对大规模可再生能源发电（风能、光伏）的接纳能力，且可以接受调度指令，吸纳或补充电网的峰谷电能，在电网故障或停电时其还具备独立组网供电功能，以提高负载的供电安全性。阳光电源已经推出了 SC50、SC500L 等单机功率 5-1000kW 的储能逆变器和能量搬移解决方案、微电网应用解决方案、电力调频应用解决方案等储能系统解决方案。

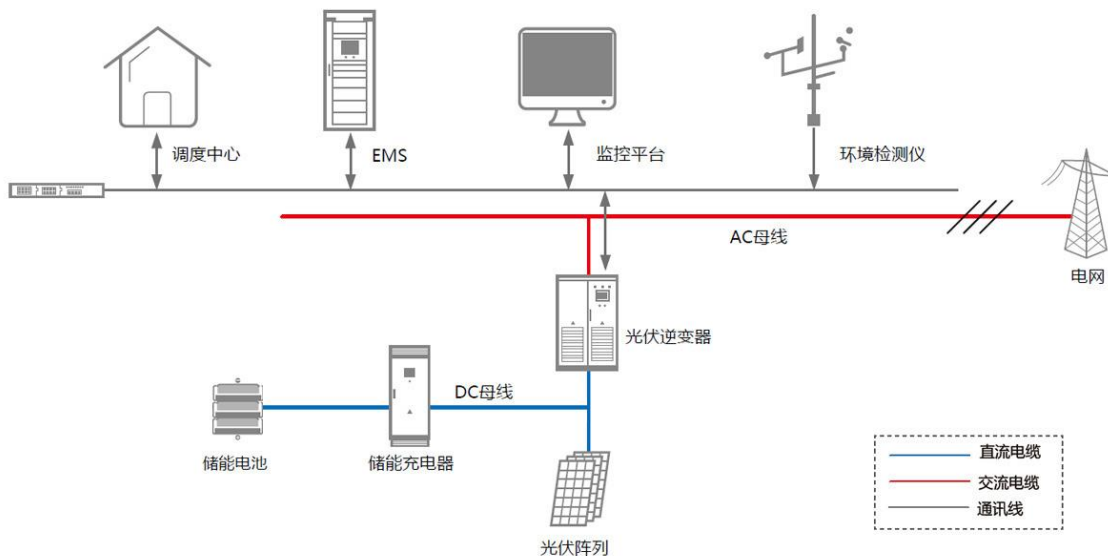
目前公司的储能逆变器出口占比仍有 40%-50%，主要以美国和澳大利亚市场为主。在国内市场上，根据中关村储能产业技术联盟发布的储能年度产业研究白皮书，2016 年公司国内储能逆变器市占率已排名第一。我们认为随着国内户用光伏市场的快速增长和电池成本的下降，国内储能逆变器的潜在市场规模已经打开。

图表 20：阳光电源能量搬移系统集中存储解决方案示意图



资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

图表 21：阳光电源能量搬移系统分散存储解决方案示意图



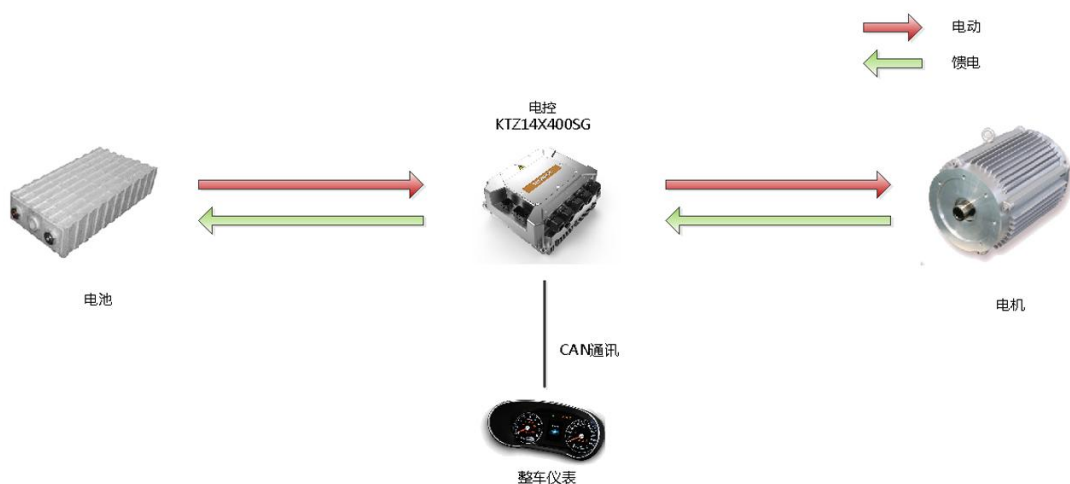
资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

5 新能源汽车电机控制器业务快速增长，进军乘用车市场

凭借雄厚的新能源电源变换技术积累和研发优势，阳光电源将逆变器应用拓展至新能源汽车产业，为新能源汽车提供高品质的电机控制系统和车载充电配电产品。该驱动系统适用于纯电动大、中、小型商用车及乘用车、物流专用车等，最高效率达 98.5%，目前主要的下游客户有安凯、金龙、江铃、众泰等电动车企业。

公司今年大力拓展新能源汽车电控在乘用车领域的市场。目前国内乘用车电控以进口产品为主，阳光电源主打额定功率 16-30kW、额定电压 144V/336V 的电驱动系统，凭借与下游汽车厂商良好的合作关系，我们预计公司今年电机控制器中新能源乘用车/物流车与客车的占比能够上升至 1:1 的水平。

图表 22：阳光电源乘用车电机控制器解决方案



资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

6 风能变流器受市场影响大幅下滑

公司风能变流器技术与光伏逆变器一脉相承，包括全功率风能变流器和双馈风能变流器两大类产品线。由于近年来国内风电设备制造景气度下降以及国内一些风机制造商自行制造风能变流器设备进行内部配套，风能变流器整体外购市场需求出现了较大下滑。在这一背景下，公司及时终止了“年产 60 万千瓦风能变流器技术改造项目”和“甘肃公司年产 1000 兆瓦光伏逆变器及风能变流器组装成套项目”这两个风能变流器项目。2017 年上半年，公司风能变流器业务仅录的营收 218 万元，同比大幅下滑 83.10%。



7 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

- (1) 公司光伏逆变器业务市占率稳中有升，光伏电站系统集成业务继续高增长。预测公司 2017、2018、2019 年营业收入同比增速分别为 60%、40%、30%。
- (2) 公司光伏逆变器业务毛利率保持现有水平，电站系统集成业务毛利率略有上升。
- (3) 公司储能逆变器业务未来三年维持 100%的年均增速。
- (4) 公司新能源汽车电机控制器业务未来三年维持 70%的年均增速。
- (5) 风能变流器市场竞争格局有所改善。

公司于 2016 年 7 月 13 日完成的 1.2 亿股定增已经解禁。考虑到公司在光伏逆变器领域的龙头地位、高速增长的光伏电站集成业务以及储能逆变器、新能源车电控这两项新业务对公司未来业绩增长的贡献，我们预计 2017、2018、2019 年公司 EPS 分别为 0.663、0.868、1.064 元，首次给予其“审慎推荐”的投资评级。

8 风险提示

- (1) 光伏新增装机大幅下滑；
- (2) 储能逆变器推广进度不及预期；
- (3) 新能源车电机控制器市场拓展不及预期等。



9 预测财务报表（单位：百万元）

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4569.25	6003.66	9605.86	13448.2	17482.6
减：营业成本	3486.39	4527.44	7252.26	10153.1	13199.1
营业税金及附加	18.53	31.17	49.87	69.82	90.77
营业费用	188.36	286.05	480.29	739.65	1048.96
管理费用	308.20	430.00	749.26	1075.86	1416.10
财务费用	-1.21	-3.67	-10.56	-24.99	-44.20
资产减值损失	124.00	130.24	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-1.41	10.86	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	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	443.56	613.29	1084.74	1434.70	1771.93
加：其他非经营损益	48.95	54.85	51.33	51.33	51.33
利润总额	492.51	668.14	1136.07	1486.03	1823.27
减：所得税	66.40	122.01	170.41	222.91	273.49
净利润	426.11	546.13	965.66	1263.13	1549.78
减：少数股东损益	0.71	-7.48	4.83	6.32	7.75
归母净利润	425.40	553.61	960.83	1256.81	1542.03

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	-321.10	857.95	484.15	822.37	1162.33
投资性现金净流量	-345.36	-2920.9	-9.84	-56.37	43.63
筹资性现金净流量	195.94	3049.87	-302.75	-124.64	-139.38
现金流量净额	-471.61	987.11	171.57	641.37	1066.58

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	607.34	1440.70	1612.27	2253.64	3320.21
应收和预付款项	3594.76	4632.04	5400.00	5930.00	6480.00
存货	1321.65	1339.70	1500.00	1700.00	1900.00
其他流动资产	6.24	1671.51	1671.51	1671.51	1671.51
长期股权投资	44.53	49.61	49.61	49.61	49.61
投资性房地产	5.45	5.23	4.38	3.53	2.67
固定资产和在建工程	448.19	1726.71	1537.35	1347.99	1158.63
无形资产和开发支出	86.11	87.38	77.21	67.03	56.85
其他非流动资产	504.70	367.89	413.89	506.41	506.41
资产总计	6618.98	11320.7	12266.2	13529.7	15145.8
短期借款	106.86	198.92	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	3474.18	4534.79	4827.87	4977.87	5227.87
长期借款	2.15	321.20	321.20	321.20	321.20
其他负债	200.00	302.20	302.20	302.20	302.20
负债合计	3783.19	5357.11	5451.27	5601.27	5851.27
股本	660.86	1414.31	1414.31	1414.31	1414.31
资本公积	1044.81	2952.25	2952.25	2952.25	2952.25
留存收益	1108.40	1582.88	2429.33	3536.51	4894.95
归属母公司股东权益	2814.07	5949.44	6795.88	7903.06	9261.50
少数股东权益	21.71	14.23	19.05	25.37	33.12
股东权益合计	2835.78	5963.66	6814.93	7928.43	9294.62
负债和股东权益合计	6618.98	11320.7	12266.2	13529.7	15145.8

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>