

京运通 (601908.SH)

电站运营与脱硝催化剂双轮驱动

核心观点:

● 公司光伏电站运营规模快速扩张, 贡献主要利润

公司原有主业为光伏上游的设备制造, 2011 年上市, 在随之到来的光伏行业寒冬中, 公司手握现金, 经营稳健。2013 年, 公司进入下游电站运营, 上市的募集资金为公司提供了充足的资金储备。2013 年底, 公司持有运营的并网电站规模为 130MW, 我们预计 2014-2016 年新增的持有运营电站规模分别为 180MW (地面 130MW、分布式 50MW)、490MW (地面 390MW、分布式 100MW)、600MW (地面 500MW、分布式 100MW), 累计持有电站运营规模分别为 310MW (地面 260MW、分布式 50MW)、800MW (地面 650MW、分布式 150MW)、1400MW (地面 1150MW、分布式 250MW)。2014-2016 年贡献的净利润分别为 1.08、2.49 和 4.77 亿元。

● 无毒脱硝催化剂发展空间巨大, 15 年开始贡献较多利润

公司无毒脱硝催化剂设计产能 50000 立方米/年, 其中一期产能 12000 立方米/年, 二期产能 38000 立方米/年 (2014 年 7 月投产)。我们预计公司 2014-2016 年销售的无毒脱硝催化剂分别为 3000、7000 和 15000 立方米, 贡献净利润分别为 756 万元、3500 万元和 9750 万元。

● 硅片业务扭亏为盈, 逐步复苏

目前, 公司硅片产能约 300MW, 供应国内组件大厂, 2014 年上半年硅片收入 1.23 亿, 同比增长 86.55%, 硅棒的毛利率为 26%, 盈利情况有所改善。随着光伏行业的逐步复苏, 公司硅片业务有望扭亏为盈。

● 盈利预测与估值: 我们预计公司 14-16 年的 EPS 为 0.41 元、0.49 元和 1.01 元, 公司合理价值为 15 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示: 光伏行业复苏低于预期; 公司光伏电站运营规模低于预期; 无毒脱硝催化剂长销量低于预期的风险。

盈利预测:

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	568.53	465.87	794.75	1,329.53	2,391.28
增长率 (%)	-67.98%	-18.06%	70.60%	67.29%	79.86%
EBITDA (百万元)	96.22	6.27	333.63	743.27	1,473.16
净利润 (百万元)	75.88	56.91	352.49	417.71	870.56
增长率 (%)	-83.29%	-25.00%	519.39%	18.50%	108.41%
EPS (元/股)	0.088	0.066	0.410	0.486	1.013
市盈率 (P/E)	68.55	123.88	31.76	26.80	12.86
市净率 (P/B)	1.43	1.92	2.78	2.52	2.11
EV/EBITDA	39.05	1,101.55	34.32	18.11	10.72

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级

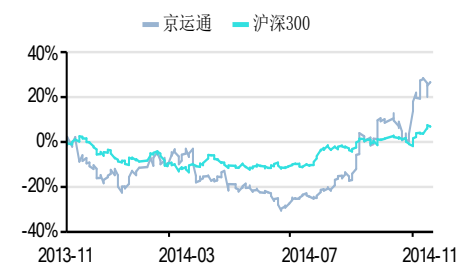
买入

当前价格	13.02 元
合理价值	15.00 元
报告日期	2014-11-18

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	860/286
流通 A 股市值 (百万元)	11,194
每股净资产 (元)	4.27
资产负债率 (%)	18.86
一年内最高/最低 (元)	13.02/6.70

相对市场表现



分析师: 韩玲 S0260511030002



021-60750603



gfhl@gf.com.cn

相关研究:

请务必阅读末页的免责声明

目录

一. 公司简介.....	4
二. 进军光伏产业下游，快速布局光伏电站运营.....	6
（一）进军光伏电站，优势明显.....	6
（二）执行力迅速，已并网 160MW 光伏电站.....	7
三. 无毒脱硝催化剂增长潜力巨大.....	9
（一）脱硝催化剂市场供过于求，行业将重新洗牌.....	9
（二）政策推动，无毒脱硝催化剂市场替代可期.....	10
四. 硅片业务扭亏为盈，逐步复苏.....	11
五. 盈利预测与估值.....	12
六. 风险提示.....	13

图表索引

图 1: JD-1100 型单晶炉	4
图 2: 稀土催化剂	4
图 3: 2007-2014Q3 公司营收及归母净利 (百万元)	5
图 4: 2007-2014Q3 年公司毛利率和净利率	5
图 5: 2012-2016 年公司收入构成 (百万元)	6
图 6: 2012-2016 年公司毛利润构成 (百万元)	6
图 7: 2011-2014Q3 公司的资产负债率	7
表 1: 公司光伏项目	8
表 2: 2014-2016 年公司光伏电站持有运营规模预测 (MW)	8
表 3: 2014-2016 年公司光伏电站盈利预测 (百万元)	9
表 4: 三种结构不同的脱硝催化剂特点对比	9
表 5: 公司无毒脱硝催化剂优点	10
表 6: 2014-2016 年公司无毒脱硝催化剂盈利预测 (百万元)	11

一.公司简介

公司成立于2002年8月，注册资本为85977万元人民币，是一家以光伏设备制造业务为核心、光伏设备与晶体硅生长和晶片业务互补发展的高新技术企业，上市时的主导产品为单晶硅生长炉和多晶硅铸锭炉等光伏设备以及硅棒、硅锭和硅片等光伏产品。2011年9月8日，公司在上海证券交易所成功上市。

目前，公司业务主要包括高端装备制造、新材料、新能源、节能环保四大战略新兴产业，其中高端设备包括单晶硅生长炉、多晶硅铸锭炉、区熔单晶炉、环保设备等，新材料产品包括硅棒、硅锭、硅片等，新能源主要是光伏发电，节能环保主要是无毒稀土脱硝催化剂。

图1: JD-1100型单晶炉



图2: 稀土催化剂



数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

2009年至2011年，公司实现收入分别为：4.7亿、11.4亿、17.7亿，复合增速超过90%。公司收入大幅增长的主要原因为欧洲光伏市场需求强劲，国内光伏行业内各公司积极扩张产能，带动公司收入持续增长。2012年至2013年，受累于欧债危机，欧洲光伏市场需求急速下滑，行业产能过剩问题突显。同时，欧美双反使国内光伏行业雪上加霜。2012年，公司实现收入5.6亿，同比下滑68%。2013年，国家连续出台多项政策扶持光伏行业发展，行业景气度有所回升，但传导至光伏设备行业的过程相对迟缓，公司光伏设备业务仍没有明显起色。2013年，公司实现营业收入4.6亿，同比下降18%。截至2014年第三季度，公司营收已超过2013年全年，达5.1亿，收入增长部分来自于光伏电站及子公司天壕环保，部分是由于行业需求复苏所致。

自2007年以来，公司成本费用控制较为得当，公司净利润水平主要受收入波动影响较大。2009年至2011年，公司收入实现大幅增长，净利润也实现持续高增长，实现净利润分别为1亿、3.4亿和4.5亿。2012年至2013年，行业需求低迷，公司收入下滑，公司净利润随之下降，分别为7500万及5600万。2014年前三季度，公司实现收入5.13亿元，同比增长48.90%，实现归属于母公司净利润为1.26亿元，同比增长37.98%，主要是公司13年底并网的130MW电站贡献了大部分利润，同时随着光伏行业需求的复苏，公司硅片盈利情况有所好转。

2007年至2011年，公司毛利率维持在35%以上水平，净利率超过25%。其中，2010年及2011年毛利率均超过40%。2012年，行业景气度下降，公司毛利率水平亦下降至26%的水平，净利率为13%。2013年，毛利率水平进一步下降至17%，净利率为12%。2014年前三季度，公司毛利率为34.16%，同比上升14个百分点，主要是光伏电站发电业务高毛利率的拉动。

图3：2007-2014Q3公司营收及归母净利（百万元）

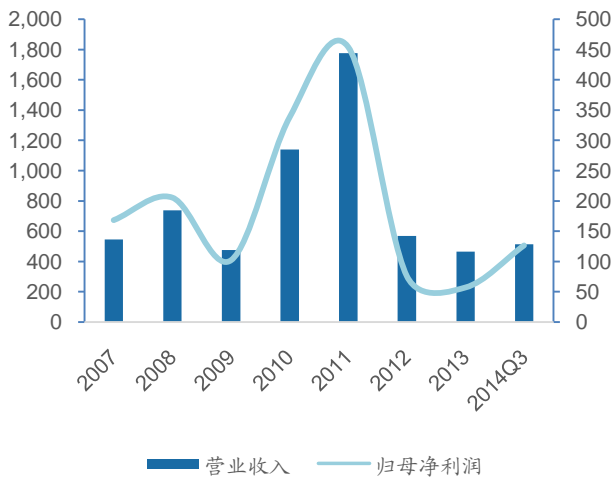
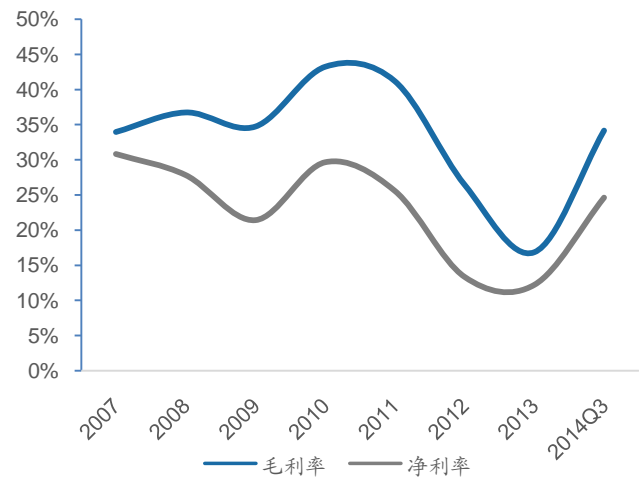


图4：2007-2014Q3年公司毛利率和净利率



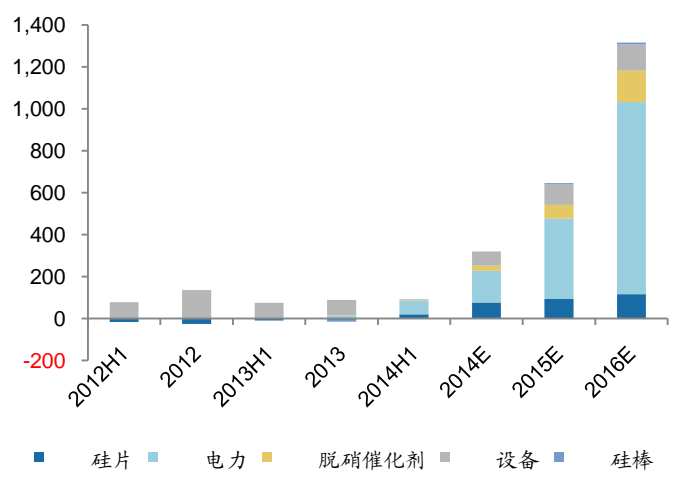
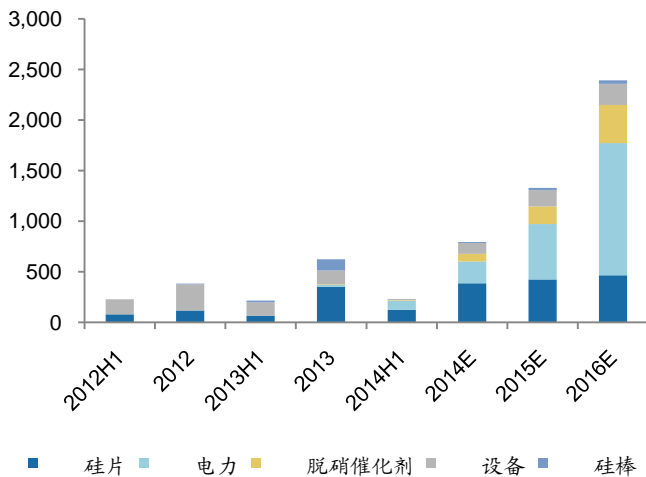
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司主营业务为单晶硅生长炉和多晶硅铸锭炉等光伏设备以及硅棒、硅锭和硅片等光伏产品。2008年至2012年，公司的光伏设备销售占总收入比例均超过65%，其余为硅片及硅棒收入。2013年，为摆脱行业低迷对公司的不利影响，公司一方面收购专业从事催化剂研发、生产、销售的高新技术企业山东天璨环保，另一方面购买及自建130MW地面光伏电站，实现收入来源的多元化。光伏设备收入比例也从2012年的67%下降到2013年的22%。这将对稳定公司收入及利润水平产生重大有利影响。

图5: 2012-2016年公司收入构成(百万元)

图6: 2012-2016年公司毛利润构成(百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二.进军光伏产业下游,快速布局光伏电站运营

(一) 进军光伏电站,优势明显

资金优势。公司于2011年8月29日首次公开发行人民币普通股股票6,000万股,募集资金总额为人民币2,520,000,000元,扣除发行费用人民币1.06亿,本次发行募集资金净额为人民币2,413,713,114元。由于光伏行业形势发生了重大变化,市场对光伏设备的需求急剧放缓,故公司对原募投项目剩余建设内容进行变更,将其中50,400万元进行变更,投资100MW地面光伏项目。

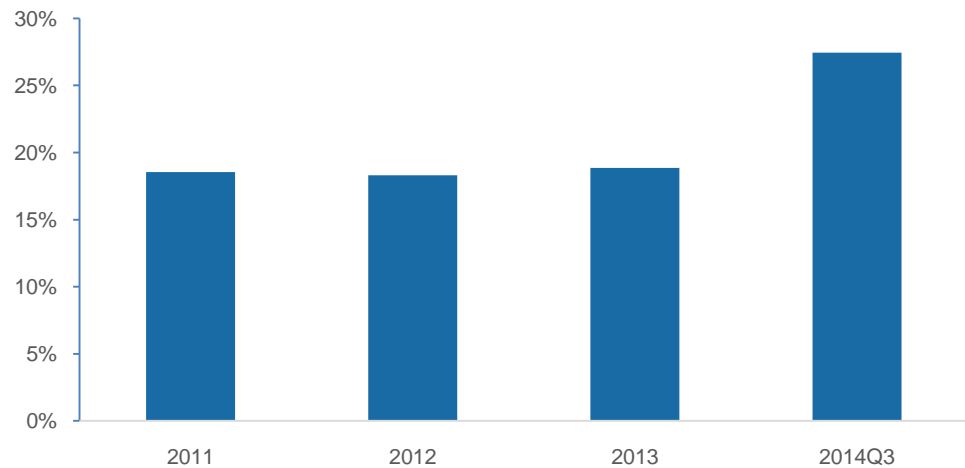
2012年11月4日召开的第二届董事会第七次会议审议通过了《关于使用超募资金对外投资设立全资子公司进行100MW光伏并网电站项目建设的议案》。同意通过设立全资子公司在宁夏回族自治区中卫市建设总装机容量为100MW的并网光伏发电项目,项目总投资为94,300万元,其中34,300万元使用超募资金,60,000万元采用银行贷款。

目前公司已并网电站160MW,预计至2014年底,公司并网项目可达到310MW,可每年给公司带来稳定的约4.5亿收入,极大推动公司光伏电站业务发展。

经验优势。公司自成立以来,深耕光伏行业,具有12年光伏行业经验,对光伏行业运行情况较为熟悉,在光伏电站质量把控、运营维护等方面有一定优势。此外,公司已成功并网运行160MW电站的经验,将极大提升公司在收购及建设电站方面的知名度,利于公司日后的电站收购与建设,也为日后运营电站积累宝贵经验。

财务优势。从历史来看,公司的资产负债率一直处于较低水平,不超过20%。2014年Q3有所上升,但仅为27%的水平,同行业中属于较低水平。较低的资产负债率,有利于公司从银行获得贷款,实现快速扩张。

图 7: 2011-2014Q3 公司的资产负债率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 执行力迅速, 已并网 160MW 光伏电站

2012年11月, 公司通过子公司宁夏振阳投资94,300万元在宁夏建立100MW光伏并网电站项目, 由中卫市银阳新能源有限公司代建。2014年1月, 公司公告该100MW 并网光伏电站项目成功实现并网发电。预计年均发电量为 15,100万千瓦时。同时, 该项目已经取得宁夏回族自治区物价局关于上网电价的核定文件, 核定该项目的上网电价为 1.00 元/千瓦时。

2013年3月, 公司公告拟收购宁夏盛阳新能源有限公司30MW光伏项目。待该项目正式取得并网接入的批复后, 以1,500万元价格收购宁夏盛阳100%股权, 并对其增资28,500万元。2013年7月, 宁夏盛阳30MW光伏电站项目于并网发电, 公司完成对其收购。

2014年1月, 公司公告将收购宁夏盛宇太阳能电力有限公司100%股权并进行 30MW 并网光伏电站项目建设。2014年8月, 公司全资子公司宁夏盛宇太阳能电力有限公司投资建设的 30MW 光伏电站项目成功实现并网发电, 正常情况下, 预计年均上网电量约为 4,452 万千瓦时。

2014年3月, 公司公告变更募集资金投资项目。将原用于硅晶材料产业园项目(一期)剩余建设内容的50,400万元资金用于宁夏远途 50MWp光伏农业大棚项目与宁夏银阳 50MWp 光伏农业大棚项目, 每个项目投资额达 42,000 万元。项目预计可于2014年底并网, 每个电站年均上网电量可达7,420万kWh, 每千瓦时上网电价0.9元。

2014年9月, 公司与浙江芯能光伏科技股份有限公司签署了《150MWp分布式光伏发电项目合作协议》。协议约定由双方合作在嘉兴地区(含下属市县)开发 150 MWp 分布式光伏发电项目, 其中一期 2014 年底前投资建设 50MWp, 二期 2015 年底前投资建设100MWp。

表 1: 公司光伏项目

项目名称	并网情况	发电量及上网电价情况
宁夏振阳新能源子公司 100MW 地面项目	已全部实现并网	预计年均发电量为 15,100 万千瓦时, 上网电价为 1 元/千瓦时
宁夏盛阳新能源子公司 30MW 地面项目	已全部实现并网	预计年均上网电量约为 4,452 万千瓦时, 上网电价 0.9 元/千瓦时
宁夏盛宇太阳能子公司 30MW 地面项目	已全部实现并网	预计年均上网电量约为 4,452 万千瓦时, 上网电价 0.9 元/千瓦时
宁夏远途 50MW 光伏农业大棚项目	预计 14 年底并网	预计年均上网电量可达 7,420 万 kWh, 上网电价 0.9 元/千瓦时
宁夏银阳 50MW 光伏农业大棚项目	预计 14 年底并网	预计年均上网电量可达 7,420 万 kWh, 上网电价 0.9 元/千瓦时
嘉兴 150MWp 分布式光伏发电地面项目	50MW14 年底并网, 剩余 100MW15 年底并网	预计年均上网电量约为 18,000 万千瓦时, 14 年底并网上网电价前 5 年 1.8 元/千瓦时, 14 年以后前 5 年 1.4 元/千瓦时, 剩余时间电价按相关政策规定计算

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

2014年9月, 公司光伏发电事业部完成上网电量 20,024,000 千瓦时, 其中宁夏振阳 100MW 光伏电站上网电量 12,511,000 千瓦时, 宁夏盛阳 30MW 光伏电站上网电量 3,784,000 千瓦时, 宁夏盛宇 30MW 光伏电站上网电量 3,729,000 千瓦时。每月形成约 20,000,000 元的电费收入, 且电站运营成本较小, 故预计对本年利润将产生较大有利影响。

表 2: 2014-2016 年公司光伏电站持有运营规模预测 (MW)

		2014	2015	2016
新增	地面	160	390	500
	分布式	50	100	100
累计	地面	260	650	1150
	分布式	50	150	250

数据来源: 广发证券发展研究中心

公司 2013 年并网的 130MW 电站以及 2014 年预计新增的 180MW 电站均为自有资金持有运营, 因此我们预计净利润率在 50% 左右, 而 2015 年及以后的电站均有负债, 因此预计净利润率在 30% 左右。

表 3: 2014-2016 年公司光伏电站盈利预测 (百万元)

		2014	2015	2016
地面	收入	207.72	438.53	1071.14
	净利润	103.86	199.85	389.64
分布式	收入	8.29	108.76	235.91
	净利润	4.15	49.22	87.36
合计	收入	216.01	547.28	1307.06
	净利润	108.01	249.07	477.00

数据来源: 广发证券发展研究中心

三.无毒脱硝催化剂增长潜力巨大

(一) 脱硝催化剂市场供过于求, 行业将重新洗牌

随着环境问题所引起的关注及影响越来越大, 国家出台了一系列政策规范重点行业氮氧化物排放及报废催化剂的处置。2012年8月出台的《节能减排“十二五”规划》明确规定, 十二五期间, 工业氮氧化物排放量下降15%; 火电行业氮氧化物排放量和水泥行业氮氧化物排放量分别下降29%和12%。2013年国家发布《大气污染防治行动计划》, 计划明确提出, 将加强工业企业大气污染综合治理, 加快重点行业脱硫、脱硝、除尘改造工程建设。

脱硝催化剂泛指应用在电厂 SCR (selective catalytic reduction) 脱硝系统上的催化剂 (Catalyst)。在 SCR 反应中, 还原剂选择性地与烟气中的氮氧化物在一定温度下发生化学反应以达到脱硝的目的。按结构不同, SCR 脱硝催化剂分为蜂窝式、板式和波纹式。目前, 蜂窝式催化剂为市场份额最高的催化剂形式。

表 4: 三种结构不同的脱硝催化剂特点对比

项目名称	主要成份	市场份额	催化性能保持情况	适宜环境
蜂窝式催化剂	以 TiO ₃ , V ₂ O ₅ , W ₃ O ₉ 为主要成分, 催化剂本体全部是催化剂材料	是市场份额最高的催化剂形式	表面遭到灰分等的破坏磨损后, 仍然能维持原有的催化性能	灰分低于 30 g/m ³ 、灰粘性较小的烟气环境

板式催化剂	以玻璃纤维和TiO ₂ 为载体，涂敷V205和W03等活性物质	是市场份额第二的催化剂形式	表面遭到灰分等的破坏磨损后，不能维持原有的催化性能	含灰量高及灰粘性较强的烟气环境
波纹式催化剂	以柔软纤维为载体，涂敷V205和W03等活性物质	是市场份额最小的催化剂形式	表面遭到灰分等的破坏磨损后，不能维持原有的催化性能	适用于含灰量较低的烟气环境

数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

随着国家政策的陆续出台，脱硝催化剂市场也迅速引起企业进入。目前，市场上企业大致可分为三类。一是大型电力公司下属的催化剂企业；二是有实力的民营企业，如公司子公司天璿环保；剩下的为一些中小企业。从数量上来看，目前市场上产能低于10000立方米中小企业仍占多数，整体占比大约为70%。这部分的产能合计大约有25万立方米/年。10000立方米产能以上的规模企业达到20多家，现有产能约为36万立方米/年。因此脱硝催化剂目前的总产能已经超过60万立方米/年。

需求方面，脱硝催化剂的需求主要来自于电力行业。电力行业脱硝催化剂的需求可以分为三类，新建电厂初装需求、已建机组改造需求及已投运机组加装或更换需求。一般情况下，脱硝催化剂的用量约为0.85立方米/MW，且其寿命按3年计。2013年底，全国火电装机容量为8.6亿千瓦。假设2014年新增4000万千瓦火电装机，脱硝催化剂的2014年需求量将会达到28万立方米。考虑其他非电力行业的应用，全年需求量可达30万立方米。

供给严重大于需求，将使行业迎来一次洗牌。大型电力公司下属脱硝催化剂企业可依托电力公司的订单，维持企业生存。而多数中小企业的生存将变得难以为继。有实力的民营企业凭借自身的技术及管理优势，市场份额有望进一步扩大。此外，供大于求的局面还将引起恶性竞争，诱导企业偷工减料，导致催化剂产品质量不过关，脱硝效果不佳等问题。因此，制定行业标准，对行业进行统一监管显得成为迫切。

（二）政策推动，无毒脱硝催化剂市场替代可期

2013年，公司收购山东天璿环保100%股权。天璿环保是无毒脱硝催化剂的研发型企业。与传统催化剂相比，公司无毒脱硝催化剂具有如下优点：

表 5：公司无毒脱硝催化剂优点

编号	优点
1	不含钒钛等重金属、不属于危险废物，无毒环保、无二次污染
2	高活性、高强度，脱硝效率高、氨气逃逸率少
3	耐水防湿、适应性强、适用温度窗口宽
4	使用寿命长并可多次再生利用
5	可完全替代现在商用的有毒钒钛系脱硝催化剂

数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

国家政策引导。2013年8月国务院发布《国务院关于加强节能环保产业的意见》，重点强调“大力发展脱硝催化剂制备和再生”技术。2014年8月，环保部发布了《关于加强废烟气脱硝催化剂监管工作的通知》，文件将废烟气脱硝催化剂(钒钛系)管理、再生、利用纳入危废管理的范畴，强调其再生和利用处置能力。目前，传统的钒钛系（V2O5，剧毒）催化剂后续处理成本达7000~8000元/方，接近售价的三分之一。

地方政府支持。2014年10月，山东省质监局发布了山东省地方标准《山东省选择性催化还原(SCR)脱硝催化剂技术要求》，该标准由山东环保厅指定京运通全资子公司山东天璨环保科技有限公司负责起草。标准对SCR 烟气脱硝催化剂理化性能和技术指标等提出了相关要求，旨在杜绝山东省烟气脱硝催化剂在生产和销售环节上的低价格低质量的恶性竞争，保障烟气脱硝催化剂的质量，促进新型无钒、可再生脱硝催化剂的推广应用，实现催化剂的高效化利用。

淄博市委书记周清利、市长徐景颜多次到企业厂区调研，要求逐步扩大无毒脱硝催化剂产能。淄博市环保局更是明确提出，自2014年8月1日起，鼓励市内企业使用非钒钛系脱硝催化剂，并优先给予该类企业资金和政策上的支持。

成功运用经验。目前，这种新型催化剂已应用于华能淄博白杨河发电有限公司、中石化扬子电厂等10余项脱硝工程。其中，天璨环保为白杨河发电有限公司300MW(6#锅炉)量身定制的规格为15×15的新型无毒高效脱硝催化剂已经顺利通过中试。

对2014， 2015年， 2016年光伏电站业务的收入利润预测

表 6: 2014-2016 年公司无毒脱硝催化剂盈利预测 (百万元)

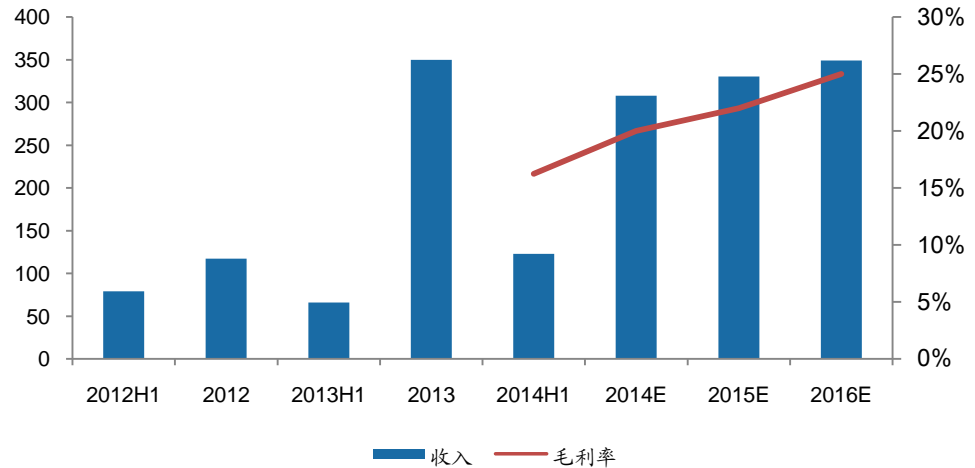
	2014	2015	2016
收入	75.00	175.00	375.00
收入增速	-	133%	114%
净利润	7.50	35.00	97.50

数据来源：广发证券发展研究中心

四、硅片业务扭亏为盈，逐步复苏

目前，公司硅片产能约300MW，供应国内组件企业，2014年上半年硅片收入1.23亿，同比增长86.55%，硅棒的毛利率为26%，毛利率逐步提升，发展趋势向好。

图 8: 2012-2016 年硅片收入预测 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五. 盈利预测与估值

表 7: 2012-2016 年公司分类产品盈利预测 (百万元)

百万元		2012	2013	2014E	2015E	2016E
硅片	营业收入	117	350	385	423	466
	同比增长	-	198.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-	-	20%	22%	25%
电力	营业收入	-	20	216	547	1307
	同比增长	-	-	983.9%	153.4%	138.8%
	毛利率	-	70%	70%	70%	70%
脱硝催化剂	营业收入	-	8	75	175	375
	同比增长	-	-	812.4%	133.3%	114.3%
	毛利率	-	9%	32%	38%	40%
设备	营业收入	258	135	108	162	210
	同比增长	-	-47.9%	-20.0%	50.0%	30.0%
	毛利率	52%	55%	60%	60%	60%
硅棒	营业收入	6	112	11	22	33
	同比增长	-	1743.3%	-90.0%	100.0%	50.0%
	毛利率	-	-	26%	27%	27%
收入合计		569	466	795	1330	2391
毛利率合计 (%)		26.45%	16.84%	40.23%	48.56%	55.05%
销售费用率 (%)		1.85%	3.11%	2.00%	1.90%	2.00%
管理费用率 (%)		17.26%	27.53%	15.00%	9.00%	7.00%
财务费用率 (%)		-7.25%	-4.05%	1.75%	6.29%	6.31%
实际所得税率 (%)		1.79%	3.49%	4.93%	3.50%	4.05%

归属母公司 净利润	76	57	352	418	871
(%)	-	-25.00%	519.39%	18.50%	108.41%
EPS	0.09	0.07	0.41	0.49	1.01

数据来源：广发证券发展研究中心

我们预计公司14-16年的EPS为0.41元、0.49元和1.01元，公司合理价值为15元，首次覆盖给予“买入”评级。

六. 风险提示

(1) 光伏行业复苏低于预期的风险，随着国家扶持政策的不断出台，光伏行业正在逐步复苏，但复苏进展存在低于预期的风险；

(2) 公司光伏电站运营规模低于预期，公司正在快速扩张光伏电站的持有运营规模，但是未来扩张的速度和规模有可能低于预期；

(3) 无毒脱硝催化剂销量低于预期的风险，公司无毒脱硝催化剂正处在快速增长的阶段，但在市场开拓未来扩张方面存在低于预期的风险。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014	2015	2016
流动资产	3374	2150	1688	2343	4102
货币资金	1628	567	499	491	962
应收及预付	900	391	669	1103	1962
存货	384	428	521	749	1178
其他流动资产	463	765	0	0	0
非流动资产	1090	2380	3675	5466	7632
长期股权投资	153	162	177	177	177
固定资产	721	1886	2937	4692	6811
在建工程	86	13	213	215	226
无形资产	103	283	318	354	393
其他长期资产	27	35	30	28	25
资产总计	4465	4530	5363	7809	11734
流动负债	742	672	787	1507	2741
短期借款	84	217	317	817	1617
应付及预收	608	385	470	691	1124
其他流动负债	50	71	0	0	0
非流动负债	75	182	440	1940	3940
长期借款	50	140	440	1940	3940
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	42	0	0	0
负债合计	817	855	1227	3447	6681
股本	860	860	860	860	860
资本公积	1899	1899	1899	1899	1899
留存收益	878	910	1262	1680	2550
归属母公司股东权	3637	3669	4021	4439	5309
少数股东权益	10	7	7	8	10
负债和股东权益	4465	4530	5255	7894	12000

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	569	466	795	1330	2391
营业成本	418	387	475	684	1075
营业税金及附加	4	3	5	8	15
销售费用	10	14	16	25	48
管理费用	98	128	119	120	167
财务费用	-41	-19	14	84	151
资产减值损失	40	60	80	5	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	22	157	5	5
营业利润	50	-86	243	409	933
营业外收入	34	163	150	58	39
营业外支出	0	7	1	2	2
利润总额	84	70	392	465	970
所得税	10	16	39	47	97
净利润	74	54	353	419	873
少数股东损益	-2	-3	0	1	2
归属母公司净利润	76	57	352	418	871
EBITDA	96	6	334	743	1473
EPS (元)	0.09	0.07	0.41	0.49	1.01

现金流量表

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	363	-95	818	276	546
净利润	74	54	353	419	873
折旧摊销	58	73	154	251	387
营运资金变动	239	-240	506	-442	-854
其它	-9	17	-195	48	141
投资活动现金流	-870	-840	-1148	-2181	-2703
资本支出	-390	-770	-1290	-2186	-2708
投资变动	-438	-126	142	5	5
其他	-42	56	0	0	0
筹资活动现金流	-237	-106	262	1897	2628
银行借款	276	437	400	3300	3800
债券融资	-400	-533	-107	-1300	-1000
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-113	-10	-31	-103	-172
现金净增加额	-745	-1042	-68	-8	471
期初现金余额	2296	1628	567	499	491
期末现金余额	1551	586	499	491	962

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	-68.0	-18.1	70.6	67.3	79.9
营业利润增长	-89.7	-271.1	382.6	68.4	128.1
归属母公司净利润增长	-83.3	-25.0	519.4	18.5	108.4
获利能力(%)					
毛利率	26.5	16.8	40.2	48.6	55.1
净利率	13.0	11.5	44.4	31.5	36.5
ROE	2.1	1.6	8.8	9.4	16.4
ROIC	1.6	-1.5	3.9	6.8	10.0
偿债能力					
资产负债率(%)	18.3	18.9	23.3	43.7	55.7
净负债比率	-0.4	-	0.1	0.5	0.9
流动比率	4.55	3.20	2.15	1.55	1.50
速动比率	3.45	2.48	1.40	0.99	1.01
营运能力					
总资产周转率	0.13	0.10	0.16	0.20	0.24
应收账款周转率	1.05	1.36	1.83	1.83	1.83
存货周转率	1.08	0.96	0.91	0.91	0.91
每股指标(元)					
每股收益	0.09	0.07	0.41	0.49	1.01
每股经营现金流	0.42	-0.11	0.95	0.32	0.64
每股净资产	4.23	4.27	4.68	5.16	6.18
估值比率					
P/E	68.5	123.9	31.8	26.8	12.9
P/B	1.4	1.9	2.8	2.5	2.1
EV/EBITDA	39.0	1,101.5	34.3	18.1	10.7

广发电力设备与新能源研究小组

- 韩 玲：首席分析师，工商管理硕士，电力系统自动化学士，8年证券从业经验，6年电力行业从业经验，获2012年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第二名，2011年及2010年新财富最佳分析师第五名，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：gfh1@gf.com.cn，021-60750603。
- 王 昊：资深分析师，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，010-59136700。
- 徐云飞：资深分析师，大连理工大学材料硕士，4年太阳能工厂主管经验，2012年加入广发证券发展研究中心，联系方式：xuyunfei@gf.com.cn，0755-88285816。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。