

公用事业

2016 年 11 月 22 日

吉电股份 (000875)

——新能源平台定位清晰 产业基金助力加速转型

报告原因：有新的信息需要补充

增持 (维持)

市场数据：2016 年 11 月 21 日

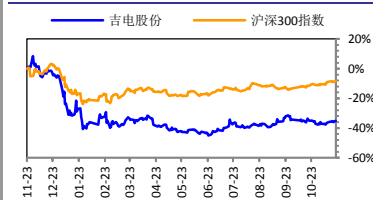
收盘价 (元)	6.29
一年内最高/最低 (元)	10.69/5.2
市净率	2.4
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	7017
上证指数/深证成指	3218.15/10899.92

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	2.68
资产负债率%	82.51
总股本/流通 A 股 (百万)	1461/1116
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《吉电股份 (000875) 点评：业绩符合预期 新能源板块加速推进》2016/10/28

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
叶旭晨 A0230515030001
yexc@swsresearch.com
韩启明 A0230516080005
hanqm@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

联系人

王璐
(8621)23297818×7618
wanglu@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **东北振兴规划出台利好当地用电需求回升，公司热电联产装机有望充分受益。**今年初以来中央陆续出台多项扶持东北发展政策，前三季度东北地区经济状况有所好转。吉林省前三季度 GDP 增速达 6.7%，同期用电量增速达 3.36%，改善明显。日前东北振兴“十三五”规划正式获得批复，区域经济有望稳步回升。公司位于吉林省的热电联产发电业务未来有望充分受益经济回升带来的用电需求改善。公司原料煤约 50-60% 比例是同集团单位签订的长协合同，保障货源且长期价格稳定，成本端压力增长相对较小。
- **公司坚定转型新能源，项目储备丰富开发速度有望加快。**公司是国家电投集团在东北地区的主要上市平台，近年来开始在全国范围内布局新能源业务。截至 2016 年年中，公司新能源装机总量已达 161.42 万千瓦，占公司总装机容量的 36.4%。随着公司新能源业务的稳步推进，公司发电结构不断优化，新能源成为公司最主要的业绩增长点。公司目前已在全国范围内建立四个新能源发展基地，规划年增量 100~200 万 kW。
- **设立产业基金获集团国家电投支持，推动公司新能源发展战略目标实现。**公司以有限合伙人身份与深圳前海中电投融和基金共同设立规模不超过 20 亿元的新能源产业基金产业。合作方融和基金是国家电投唯一的产业基金平台。产业基金拟投资项目将主要用于新能源和配售电等项目，将助力公司提前锁定、孵化和培育新能源项目以及配电网项目。产业基金获得集团公司、关联方的资金、项目支持，将助力公司实现新能源发展战略目标。
- **集团公司资产证券化率低，产业基金获集团支持，有望加快资产注入。**国家电投清洁能源发电资产中约 70% 的装机尚在上市公司体外。集团已明确对其成熟的优质项目，新能源产业基金可优先获得投资机会，运作成功后，优质项目将逐步进入公司，意味着集团有意通过资产证券化将公司打造为集团旗下的新能源投资运营及资本平台。
- **维持盈利预测与评级：**我们维持预计 16~18 年归母净利润分别为 1.81、3.68 和 6.78 亿元。考虑增发，EPS 分别为 0.08、0.17 和 0.32 元/股，对应 PE 分别为 79、37 和 20 倍，17 年 PE 与行业内同类型公司基本持平，若不考虑增发公司估值将低于行业平均。鉴于公司处于新能源快速成长期，通过并购基金和增发获得集团支持力度较大，我们认为公司在集团新能源平台的定位逐步清晰，且股价处在增发价附近安全边际较高，维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	4,302	3,020	4,728	5,963	7,196
同比增长率 (%)	-9.49	-1.19	9.90	26.12	20.68
净利润 (百万元)	118	60	181	368	678
同比增长率 (%)	57.57	2.16	53.71	103.31	84.24
每股收益 (元/股)	0.08	0.04	0.08	0.17	0.32
毛利率 (%)	20.9	23.5	24.6	25.8	29.0
ROE (%)	3.1	1.5	2.4	4.6	7.8
市盈率	78		79	37	20

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计 16~18 年归母净利润分别为 1.81、3.68 和 6.78 亿元。考虑增发，EPS 分别为 0.08、0.17 和 0.32 元/股，对应 PE 分别为 79、37 和 20 倍，17 年 PE 与行业内同类型公司基本持平，若不考虑增发公司估值将低于行业平均。鉴于公司处于新能源快速成长期，通过并购基金和增发获得集团支持力度较大，我们认为公司在集团新能源平台的定位逐步清晰，且股价处在增发价附近安全边际较高，维持“增持”评级。

关键假设点

公司 16-18 年新能源装机容量分别为 210、310 和 460 万千瓦。

有别于大众的认识

东北振兴规划出台，公司的热电业务经营有望触底回升。与市场上因煤价上涨担心燃料成本有压力的一般认识不同，我们考虑到公司原料煤约 50-60%比例是同集团单位签订的长协合同，保障货源且长期价格稳定，成本端压力增长相对较小。东北振兴规划出台后区域经济状况有所好转。吉林省前三季度 GDP 增速达 6.7%，同期用电量增速达 3.36%，改善明显。日前东北振兴“十三五”规划正式获得批复，我们预期区域经济有望稳步回升。公司位于吉林省的热电联产发电业务未来有望充分受益经济回升带来的用电需求改善。

公司新能源发展的全国布局已经初步完成，集团支持获超预期。2016 年上半年公司积极扩张新能源发电装机规模，较 2015 年底增长 49%，在国家电投集团体系内属于新能源发展较快的上市公司。我们通过分析国家电投的发电资产结构发现，其资产证券化率仅 30%。公司参与设立新能源产业基金，已获得集团公司的项目、资金支持，产业基金孵化的新能源项目将优先注入吉电股份。据此，我们认为集团公司资产注入的预期将高于市场对公司的一般认识。

股价表现的催化剂

新能源资产注入；火电业务利用小时数上升。

核心假设风险

火电业务利用小时数下滑；新能源限电恶化。

目录

1. 东北振兴规划出台，利好当地用电需求回升	5
2. 坚定转型新能源 公司在手项目充沛	7
3. 设立并购基金 新能源资产证券化有望加速	9
3.1 获批设立新能源产业基金 新能源平台定位更加清晰	9
3.2 集团新能源项目储备丰富 资产证券化率有望提升	10
4. 集团新能源平台定位逐步清晰	11

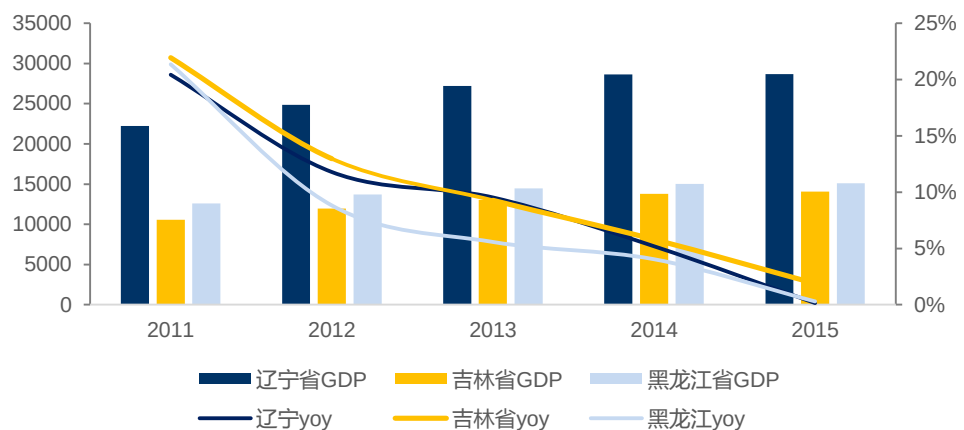
图表目录

图 1：最近五年东北三省 GDP 及其增速（单位：亿元）	5
图 2：2016 前三季度东北三省经济增长情况（亿元）	6
图 3：2016 前三季度东北三省用电量情况（亿千瓦时）	6
图 4：公司拟建和在建的光伏项目区域分布（绿色为已投产，黄色为在建和拟建） 7	
图 5：公司拟建和在建的风电项目区域分布（绿色为已投产，黄色为在建和拟建） 7	
图 6：2013 至今公司新能源装机占比逐年提高（单位：万千瓦）	8
图 7：2015 年国家电投集团发电装机结构（单位：万 kW）	10
图 8：国家电投集团发电装机结构 2020 年规划（单位：万 kW）	10
表 1：2016 年初至今中央出台的有关东北振兴的政策	5
表 2：公司在建及拟建光伏项目情况.....	8
表 3：公司在建及拟建风电项目情况.....	9
表 4：2015 年国家电投集团及控股上市公司发电装机结构（单位：万 kW）	10
表 5：可比公司估值表.....	12
表 6：公司主营业务收入拆分（单位：百万元）	12
表 7：公司盈利预测表（单位：百万元，元/股）	12

1. 东北振兴规划出台，利好当地用电需求回升

东北经济经历断崖式下跌，中央密集推出政策解决东北发展难题。近几年来东北经济一直在经历转型阵痛，GDP 增速呈现断崖式下跌的局面。2015 年，辽宁、吉林、黑龙江等东北三省 GDP 增速分别为 0.15%、1.88%、0.29%，经济增长基本处于停滞状态。东北经济持续下滑引起党中央、国务院高度重视，今年年初以来，中央陆续出台多项政策，旨在全面激发东北地区活力，调结构、促增长。

图 1：最近五年东北三省 GDP 及其增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 1：2016 年初至今中央出台的有关东北振兴的政策

政策名称	发布时间	具体内容
关于推进东北地区民营经济发展的指导意见	20160324	目标是经过五年左右时间，通过推动民营经济发展改革方面的锐意创新，初步形成具有东北地区区域特色的民营经济发展新模式。争取再用 10 年左右时间，东北地区实现全面振兴，走进全国现代化建设前列，成为全国重要的经济支撑带，具有国际竞争力的先进装备制造业基地和重大技术装备战略基地，国家新型原材料基地、现代农业生产基地和重要技术创新与研发基地。
中共中央 国务院关于全面振兴东北地区等老工业基地的若干意见	20160426	提出拟于 2016 年-2018 年开工建设的对东北振兴有全局性重要影响的、能够有效补短板 and 培育新动能的重大项目，共 127 项，其中主要涉及交通、能源、水利、工业、农业、城乡建设等多个领域。
国家发展改革委印发《推进东北地区等老工业基地振兴三年滚动实施方案（2016-2018 年）》	20160822	东北振兴“十三五”规划亮点：（一）多项措施解决发展资金问题 1. 设立东北产业振兴基金；2. 推行天使基金，创投基金和 PPP 模式；3. 进行保障转移性支付，保障民生；（二）设立沈阳自贸区 辽宁将成为第五个国务院设立自由贸易试验区，设立在沈阳，推进“一带一路”；（三）推动东北和东北发达地区对口合作，将东北板块与东部板块对标：与北京，上海，天津，深圳建立对口合作机制，通过市场合作方式积极吸引项目和投资在东北落实。
国务院关于东北振兴“十三五”规划的批复	20161107	

国务院关于深入推进实施新一轮东北振兴战略加快推动东北地区经济企稳向好若干重要举措的意见

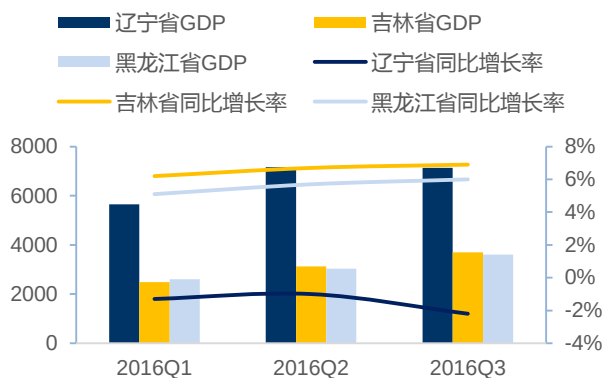
20161116

加快传统产业转型升级：支持东北地区开展“中国制造 2025”试点；加快补齐基础设施短板：抓紧推进已纳入各领域“十三五”专项规划和推进东北地区等老工业基地振兴三年滚动实施方案的铁路、公路、机场、水利、农业、能源等重大基础设施项目建设

资料来源：政府网站，申万宏源研究

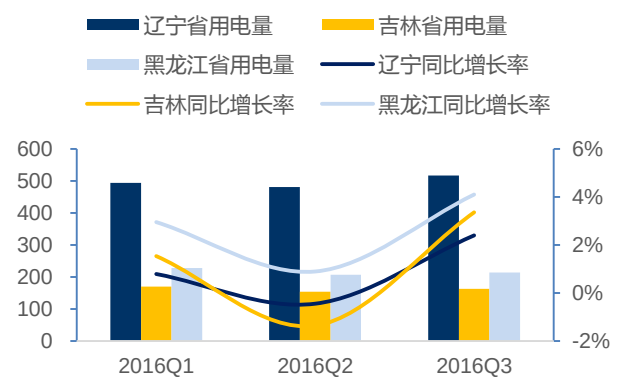
中央政策逐步见效，前三季度东北经济企稳社会用电量回升。此轮政策的密集出台，给东北三省经济带来积极影响，今年前三季度东北三省经济逐步企稳。除辽宁外，吉林、黑龙江经济改善非常明显，前三季度吉林 GDP 增速为 6.9%，跑赢全国平均水平 6.7%；黑龙江前三季度经济增速 6.0%，较去年同期改善明显。东北地区经济的回暖亦带动社会用电需求回暖，前三季度社会用电需求呈现初步回升态势。以吉林省为例，前三季度用电量增速呈现“V”形走势，累计用电量增速回升到 3.36%，改善明显。

图 2：2016 前三季度东北三省经济增长情况（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：2016 前三季度东北三省用电量情况（亿千瓦时）



资料来源：Wind，申万宏源研究

东北振兴“十三五”规划获得批复，政策持续加码东北经济有望步入回升通道。2016 年 11 月 7 日，国务院正式批复《东北振兴“十三五”规划》。东北振兴“十三五”规划在梳理前述政策的基础上，系统规划了十三五期间东北振兴的系列重大举措。东北振兴“十三五”规划出台，体现了中央对东北地区经济情况的持续关注，随着东北振兴“十三五”规划和后续配套措施的陆续出台，我们认为东北经济有望正式筑底，开始步入回升通道。

公司热电联产装机全位于省内，且煤炭成本通过集团大比例长协基本可控，有望充分受益经济回升带来的用电需求改善。东北地区经济改善将对当地的用电需求带来直接影响，今年前三季度用电量回升的趋势有望持续。截至 2016 年中，公司火电项目装机容量 281.5 万千瓦，全部位于吉林省内，且公司原料煤约 50-60% 比例是同集团单位签订的长协合同，保障货源且长期价格稳定。在电力供给普遍过剩的情况下，火电项目的利用小时数与当地用电需求高度关联。东北振兴规划出台，将给筑底中的东北经济带来新动能，吉林省经济改善在东三省中领先，公司热电机组将充分受益。

2. 坚定转型新能源 公司在手项目充沛

坚定转型新能源，全国布局初步形成。公司是国家电投集团在东北地区的电力上市平台，近年开始承载集团在全国范围内的新能源业务发展。公司坚持将新能源作为自身发展的主要方向，目前已建立起东北、西北、华东、江西四个新能源发展基地，触角从吉林省延伸至国内多个省市自治区。随着公司规划中的新能源项目逐步投产，未来公司将转型成长为全国布局的新能源运营商。

图 4：公司拟建和在建的光伏项目区域分布（绿色为已投产，黄色为在建和拟建）



资料来源：公开资料，申万宏源研究

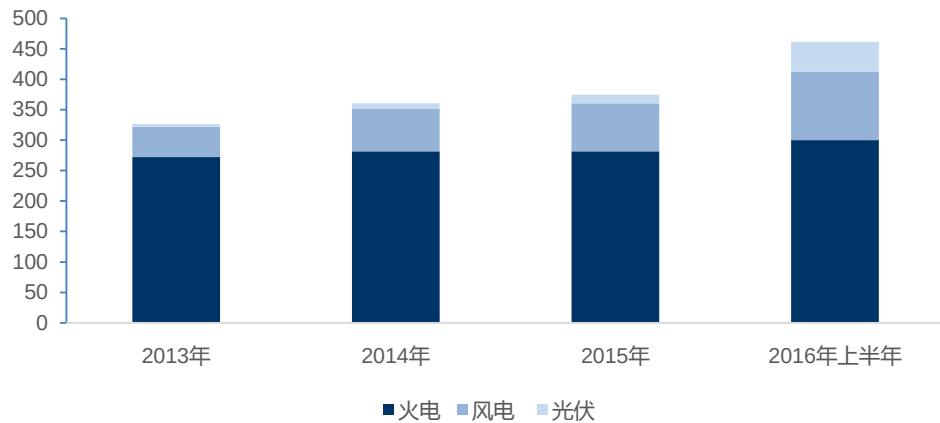
图 5：公司拟建和在建的风电项目区域分布（绿色为已投产，黄色为在建和拟建）



资料来源：公开资料，申万宏源研究

新能源装机占比稳步提升，成为业绩新增长点。根据 2016 年中报，公司新能源装机总量已达 161.42 万千瓦，占公司总装机容量的 36.4%。其中，风电装机容量 112.8 万千瓦，光伏装机容量 48.62 万千瓦。公司近期火电项目装机容量保持稳定，随着新能源业务稳步推进，公司发电结构进一步得到优化，新能源项目逐渐成为公司收入的重要来源。根据公司规划，未来新增装机量仍然将以新能源为主，新能源将是公司未来业绩的主要增长点。

图 6：2013 至今公司新能源装机占比逐年提高（单位：万千瓦）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司项目储备充足，新能源开发正逐步提速。截至 2016 年中期公司新能源项目在建规模 101.55 万千瓦，核准规模 51.55 万千瓦。另据不完全统计，公司目前在手的光伏项目拟建项目达 134.75 万千瓦，风电拟建项目达 83 万千瓦。我们认为公司目前新能源储备项目丰富，公司新能源开发提速趋势明显。

表 2：公司在建及拟建光伏项目情况

项目名称	公告时间	装机容量（万千瓦）
河南省辉县市 50MW 地面并网光伏发电项目	2015/8/24	5
吉林省白城市 12MW 分布式光伏电站项目	2015/10/28	1.2
贵溪硬石岭水库 23MW 滩涂生态光伏电站项目	2015/12/21	2.3
淮南市采煤沉陷区水面漂浮式光伏创新示范项目投资协议	2016/6/1	50
安徽来安 40MWp 生态光伏发电项目	2016/6/13	4
安徽来安 40MWp 生态光伏发电项目	2016/6/13	4
收购陕西定边 150MW 并网光伏发电项目	2016/6/21	15
来宾市兴宾区 300MW 渔光互补并网光伏项目意向协议	2016/6/30	30
天津静海 30MW 屋顶分布式光伏电站项目	2016/7/7	3
江西星子沙岭 20MW 光伏项目	2016/8/12	2
合肥广银 22.5MWp 屋顶分布式光伏发电项目	2016/8/24	2.25
山东寿光吉电景华羊口镇 50MWp 光伏电站项目	2016/8/24	5
河北定州二期 20MWp 牧光互补光伏电站项目	2016/8/26	2
长岭县世景新能源有限公司 20MWp 并网光伏发电项目	2016/9/26	2
江西余江 50MWp 农光互补光伏发电项目	2016/11/14	5
长岭县大兴二期 20MWp 光伏发电项目	2016/11/14	2
合计		134.75

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 3：公司在建及拟建风电项目情况

项目名称	公告时间	装机容量（万千瓦）
云南五台山、大石山、大营盘风电项目	2015/8/13	13.6
安徽宿松九成 100 兆瓦风电项目	2015/8/13	10
河南省三门峡 70MW 风力发电项目	2015/8/24	7
河南辉县风电项目	2015/8/26	10
江西江州风电项目	2015/8/26	4.8
河南叶县将军山 48MW 风力发电项目	2016/7/8	4.8
江西兴国大水山 176MW 风电项目	2016/8/12	17.6
江西兴国莲花山 102MW 风电项目	2016/8/12	10.2
河南林州市龙泉 50MW 风电项目	2016/11/14	5
合计		83

资料来源：公司公告，申万宏源研究

综合公司已披露的项目储备，以及公司“十三五”新能源发展思路，我们预计公司 2016-2018 年新能源（风电和光伏）的投产装机容量有望分别达到 210 万千瓦、310 万千瓦和 460 万千瓦，并有望到“十三五”末期实现 1000 万千瓦的目标，较 16 年上半年 161 万千瓦的装机规模有 5 倍以上的增长。

3. 设立并购基金 新能源资产证券化有望加速

3.1 获批设立新能源产业基金 新能源平台定位更加清晰

与国家电投唯一的产业基金平台合作设立新能源产业基金，加强公司在新能源、配售电领域的投资、建设和运营能力。11 月公司公告，出资不超过 4 亿元，以有限合伙人身份与深圳前海中电投融和基金管理有限责任公司共同设立规模不超过 20 亿元的新能源产业基金。产业基金拟投资项目将主要用于新能源和配售电等项目。融和基金与公司同受国家电投控制，系国家电投唯一的产业基金平台。成立产业基金有助于拓宽公司融资渠道，降低融资成本。

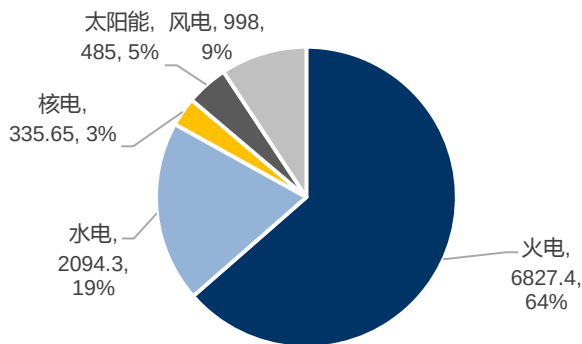
新能源产业基金获批表明公司的国电投新能源平台定位更加清晰。对国家电投成熟的优质项目，产业基金可优先获得投资机会，运作成功后，优质项目将逐步进入上市公司，意味着集团有意通过资本证券化将公司打造为集团旗下的新能源投资运营及资本平台。

积极参与配电网建设运营，延伸发电产业链。公司于 11 月 3 日公告与龙翔集团签署综合智慧能源及增量配电网 PPP 项目合作框架协议，拟参与投资长春新区综合智慧能源供应项目及增量配电网项目。在电改放开增量配电网运营市场的背景下，公司积极尝试向电力行业下游的配售电业务延伸，并购基金成立后公司有望在配网领域获得更多投资机会。

3.2 集团新能源项目储备丰富 资产证券化率有望提升

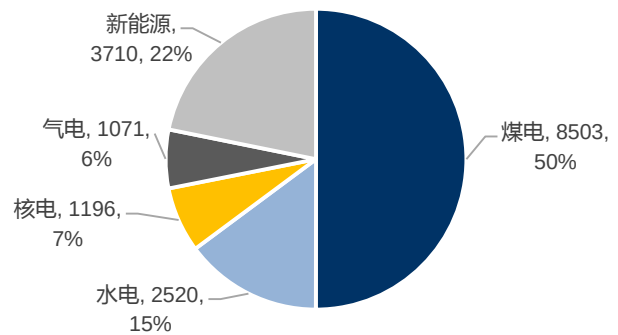
国家电力投资集团公司于 2015 年 6 月，由中国电力投资集团公司与国家核电技术公司合并重新组建的大型国有企业。国家电投是全国唯一同时拥有水电、火电、核电、新能源资产的综合能源企业集团，业务涵盖电力、煤炭、铝业、物流、金融、环保、高新产业等领域。截至 2015 年，电力总装机容量 1.07 亿 kW，其中火电 6827.4 万 kW，水电 2094.3 万 kW，核电 335.65 万 kW，太阳能发电 485 万 kW，风电 998 万 kW。全部电力装机容量中，清洁能源占比 40.06%。截至 2015 年底，集团在手新能源核准 761 万 kW。根据国家电投发展规划，到 2020 年风、光等新能源装将较 2015 年增长 150%。

图 7：2015 年国家电投集团发电装机结构（单位：万 kW）



资料来源：国家电投集团官网，申万宏源研究

图 8：国家电投集团发电装机结构 2020 年规划（单位：万 kW）



资料来源：国家电投集团官网，申万宏源研究

截至 2015 年底，国家电投集团电力资产证券化率低于 30%，其中水电、核电、太阳能及风电装机有 75% 以上的规模未资产证券化。其中，在上市公司体内的风电、光伏装机主要集中在吉电股份、中国电力新能源及东方能源三家公司中。吉电股份自身在 2016 年启动清洁能源装机规模高速增长，前三季度新增 53 万 kW，较 2015 年底增长 49%。

表 4：2015 年国家电投集团及控股上市公司发电装机结构（单位：万 kW）

国家电投集团	中国电力 02380. HK	中国电力新能源 0735. HK	东方能源 000958. SZ	吉电股份 000875. SZ	露天煤业 002128. SZ	上市公司 体外	上市公司体 外装机比重
火电	6827.4	1313.56	36	85.9	281.5	180	4930.44 72%
水电	2094.3	296.24	59.58	-	-	-	1738.48 83%
核电	335.65	-	-	-	-	-	335.65 100%
太阳能	485	-	14	41.37	14.17	2	413.46 85%
风电	998	15.66	142.95	14.85	94.1	-	730.44 73%
合计	10740.15	1625.46	260	142.12	389.77	182	8140.8 76%

资料来源：国家电投集团官网，上市公司公告，申万宏源研究

国家电投的太阳能发电已形成酒泉、共和、格尔木、哈密、盐城等大型新能源基地，资产主要分布在中国青海、新疆、河北、江苏、甘肃等 15 个省区。此外，国家电投具备晶硅制造、切片、电池制造、组件等光伏电池组件生产能力，目前在青海西宁拥有 2500 吨多晶硅项目，200MW 光伏电池和 200MW 光伏组件生产线，在陕西西安拥有 200MW 光伏电池和 100MW 组件生产线。国家电投兼具太阳能发电站设计能力，已设计亚洲最大非晶硅薄膜光伏电站——济宁 18MW 光伏电站。

国家电投的在运营风电装机主要分布在青海、新疆、甘肃、内蒙古、江苏等 25 个省区。国家电投在有序推进大型陆上风电基地项目，稳步开发沿海省区滩涂及海上风电。同时，国家电投也是我国最早开展风电设计单位之一，已累计完成 90 多个风电场的可研和施工图设计。

参考国家电投集团拥有丰富的风、光发电等新能源资产尚未资产证券化，十三五规划 150% 的新能源装机增长规模，以及公司参与设立的新能源产业基金获得了国家电投的优先支持，我们认为公司有望受益国家电投发电资产证券化率的提高，助力其清洁能源发展规划的快速推进。

4. 集团新能源平台定位逐步清晰

公司非公开发行股票申请已于 9 月获证监会核准。公司本次非公开发行 A 股股票数量不超过 68693 万股，发行价格不低于 5.59 元/股，拟募集资金不超过 38.3993 亿元，部分用于风、光电项目投建，其他用于补充流动资金。其中，吉林省能源交通总公司认购不低于总额的 25.96%，中国电能成套设备有限公司认购不低于总额的 1.14%，发行后国家电投及其全资子公司的合计持股比例不低于 27.10%，实际控制人的控制权不发生变化。

如果本次定增顺利完成，公司有望进一步在集团层面强化公司新能源平台的定位，设立新能源产业基金后将获得集团大力支持，助力加速转型。我们预计 16~18 年归母净利润分别为 1.81、3.68 和 6.78 亿元。考虑增发，EPS 分别为 0.08、0.17 和 0.32 元/股，对应 PE 分别为 79、37 和 20 倍，17 年 PE 与行业内同类型公司基本持平，若不考虑增发公司估值将低于行业平均。鉴于公司处于新能源快速成长期，通过并购基金和增发获得集团支持力度较大，我们认为公司在集团新能源平台的定位逐步清晰，且股价处在增发价附近安全边际较高，维持“增持”评级。

表 5：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
		2016/11/21		2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
600416.SH	湘电股份	13.70	130	0.09	0.24	0.4	0.66	152	57	34	21
600290.SH	华仪电气	13.78	105	0.08	0.22	0.34	0.47	172	63	41	29
000591.SZ	太阳能	14.93	204	0.65	0.41	0.49	0.58	23	36	31	26
630014.SH	爱康科技	3.78	170	0.15	0.07	0.1	-	25	54	38	-
	平均							93	53	37	25
000875.SZ	吉电股份	6.29	92	0.05	0.08	0.17	0.32	126	79	37	20

资料来源：WIND，申万宏源研究

注：可比公司盈利预测来自于 wind 一致预期

表 6：公司主营业务收入拆分（单位：百万元）

营业收入	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016E	2017E	2018E
电产品	3,021.53	3,376.68	3,377.52	3,749.62	3,167.71	3,801.42	5,036.35	6,269.26
yoy		12%	0%	11%	-16%	20%	32%	24%
热产品	303.97	361.24	408.40	584.95	555.86	555.86	555.86	555.86
yoy		19%	13%	43%	-5%	0%	0%	0%
光伏产品					150.64			
yoy								
其他	792.29	513.65	394.26	754.62	427.81	370.58	370.58	370.58
yoy			-23%	91%	-43%	-13%	0%	0%
内部抵消		-235.00	-228.81	-336.23				
yoy			-3%	47%				
合计	4,557.36	4,383.72	4,346.98	4,752.95	4,302.02	4,727.86	5,962.79	7,195.70
yoy		-4%	-1%	9%	-9%	10%	26%	21%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 7：公司盈利预测表（单位：百万元，元/股）

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	4,384	4,585	4,753	4,302	4,728	5,963	7,196
二、营业总成本	4,897	4,531	4,729	4,280	4,519	5,458	6,205
其中：营业成本	4,078	3,698	3,706	3,402	3,564	4,425	5,107
营业税金及附加	12	19	29	34	37	47	46
销售费用	0	0	0	0	0	0	0
管理费用	86	80	78	74	80	95	97
财务费用	736	699	734	757	837	891	955
资产减值损失	(14)	34	182	13	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	28	28	12	0	17	17	17
三、营业利润	(485)	82	36	23	225	521	1,008
加：营业外收入	29	63	44	142	50	50	50

减：营业外支出	4	38	1	0	0	0	0
四、利润总额	(460)	107	80	164	275	571	1,058
减：所得税	10	8	19	18	65	139	260
五、净利润	(470)	99	61	146	211	433	798
少数股东损益	(22)	17	(14)	29	30	65	120
归属于母公司所有者的净利润	(448)	82	75	118	181	368	678
六、基本每股收益	(0.53)	0.05	0.05	0.08	0.08	0.17	0.32
全面摊薄每股收益	(0.21)	0.04	0.03	0.05	0.08	0.17	0.32

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。