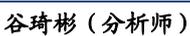
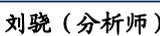


华仪电气 (600290)

2015 年迎来业绩拐点, 环保业务重塑估值

 洪荣华 (分析师)	 谷琦彬 (分析师)	 刘骁 (分析师)
021-38675854	010-59312711	010-59312823
hongronghua@gtjas.com	guqibin@gtjas.com	liuxiao009336@gtjas.com
证书编号 S0880514080002	S0880513050004	S0880512040002

本报告导读:

定增加码风电“EPC+运营”, 拉动风机销量翻倍增长, 2015 年将迎来业绩拐点; 外延扩张快速切入农村污水处理蓝海市场, 布局已近完成, 估值有望大幅提升。

投资要点:

- **维持增持评级。**风电 EPC 和运营将助推业绩快速增长, 2015 年迎来业绩拐点, 预计 2015-2017 EPS 0.42 (-0.33)/0.65 (-0.39)/0.87 元, 参考同行可比公司估值, 考虑环保业务布局已近完成, 打开新的成长空间, 2016 年风电运营开始贡献业绩, 给予 2016 年 28 倍 PE, 维持 18 元目标价。
- **定增加码“运营+EPC”, 助力风电业绩翻倍增长。**华仪集团 (26%) 和员工持股计划 (约 4%, 对象 42 人, 主要管理层均参与) 认购定增, 认购价格为 9.63 元/股 (距离现价仅 35%), 锁定 3 年, 彰显大股东和管理层对公司未来发展前景的信心。依托近 1GW 路条资源储备, 风电业务由单纯整机制造拓展至“制造+EPC+运营”, 增长持续性更强, 避免 2015 年抢装后风电业务下滑风险。预计 2015、2016 年 EPC 各确认 75MW, 共带来 1 亿元利润增厚。公司转变过往资源换市场策略, 将持有最优质资源运营, 预计 2015-2017 年风电运营新增 150/150/200MW, 2017 年风电运营利润贡献占比将超过 25%。
- **农村污水处理业务布局渐趋完整, 订单落地可期。**目前市场忽视公司环保业务的价值和成长性, 我们认为针对潜在市场空间 1000 亿的农村污水处理蓝海市场, 公司从“技术 (博汇特、法国 Vivirad) - 设备 (与北控水务合作) - 工程 (预计通过外延并购) - 运营”全面布局, 借力浙江“五水共治”, 有望实现跨越式发展。
- **风险因素。**风电场建设和并网低预期, 环保外延扩张进度低预期。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,533	1,749	2,643	3,222	3,781
(+/-)%	16%	14%	51%	22%	17%
经营利润 (EBIT)	142	153	243	418	598
(+/-)%	119%	8%	58%	72%	43%
净利润	45	91	221	342	458
(+/-)%	34%	103%	144%	55%	34%
每股净收益 (元)	0.08	0.17	0.42	0.65	0.87
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	9.3%	8.8%	9.2%	13.0%	15.8%
净资产收益率 (%)	2.3%	4.5%	10.5%	14.6%	16.9%
投入资本回报率 (%)	6.7%	7.0%	6.0%	10.2%	9.2%
EV/EBITDA	43.0	37.6	29.0	15.9	13.1
市盈率	162.9	80.1	32.8	21.2	15.9
股息率 (%)	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 18.00

上次预测: 17.87

当前价格: 13.11

2015.05.06

交易数据

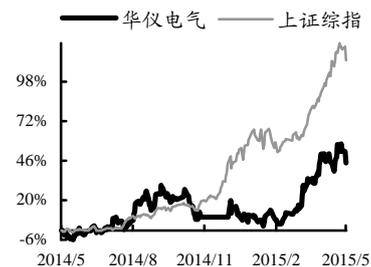
52 周内股价区间 (元)	8.37-14.55
总市值 (百万元)	6,907
总股本/流通 A 股 (百万股)	527/527
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	1712.38
日均成交值 (百万元)	212.86

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,028
每股净资产	3.85
市净率	3.4
净负债率	8.04%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.05	0.06
Q2	0.09	0.09
Q3	0.05	0.11
Q4	-0.02	0.15
全年	0.17	0.42

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	35%	44%
相对指数	-15%	-2%	-68%

相关报告

《订单充足, 季度业绩延续高增趋势》
2014.04.22

《风机再中大单, 年内销量上冲动力强》
2014.03.18

《资源换市场模式发力, 风机进入高增轨道》
2014.03.03

股票研究

工业
资本货物

华仪电气 (600290)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **18.00**

上次预测: 17.87

当前价格: 13.11

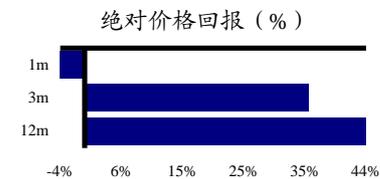
公司网址

www.heag.com

公司简介

公司是一家全国输配电设备和风电设备制造企业。

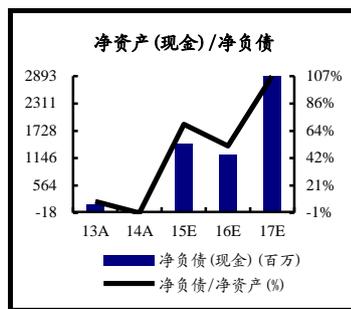
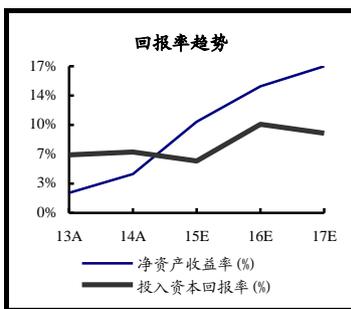
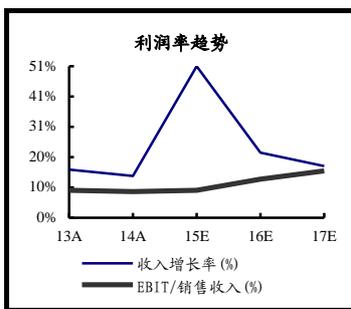
公司的主营产品主要包括户外高压真空断路器系列产品、户内交流高压真空断路器系列产品、成套高低压开关柜、配电自动化产品和风力发电设备等五个系列。



52 周价格范围 8.37-14.55
市值 (百万) 6,907

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	1,533	1,749	2,643	3,222	3,781
营业成本	1,162	1,331	2,043	2,377	2,713
税金及附加	8	10	14	17	20
销售费用	94	110	153	184	204
管理费用	126	144	190	226	246
EBIT	142	153	243	418	598
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	52	21	60	60	70
财务费用	54	62	36	66	116
营业利润	49	115	267	412	552
所得税	4	17	40	62	83
少数股东损益	1	2	5	8	11
净利润	45	91	221	342	458
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	970	793	200	300	350
其他流动资产	28	37	0	0	0
长期投资	156	183	183	183	183
固定资产合计	687	732	1,444	2,380	3,254
无形及其他资产	197	210	182	182	182
资产合计	4,561	4,741	7,293	7,112	10,427
流动负债	1,878	2,156	4,607	4,179	7,128
非流动负债	717	534	514	516	519
股东权益	1,919	1,996	2,112	2,348	2,701
投入资本(IC)	1,968	1,860	3,460	3,464	5,498
现金流量表					
NOPLAT	131	130	206	355	508
折旧与摊销	30	39	59	114	176
流动资金增量	-26	177	-1,081	932	-1,159
资本支出	-187	-154	-742	-1,050	-1,050
自由现金流	-51	192	-1,558	351	-1,526
经营现金流	241	-279	-729	1,407	-462
投资现金流	-349	222	-682	-990	-980
融资现金流	188	-313	818	-317	1,492
现金流净增加额	80	-371	-593	100	50
财务指标					
成长性					
收入增长率	16.2%	14.1%	51.1%	21.9%	17.4%
EBIT 增长率	118.9%	7.8%	58.4%	72.2%	43.0%
净利润增长率	34.4%	103.4%	143.8%	54.6%	33.8%
利润率					
毛利率	24.2%	23.9%	22.7%	26.2%	28.2%
EBIT 率	9.3%	8.8%	9.2%	13.0%	15.8%
净利润率	2.9%	5.2%	8.4%	10.6%	12.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	2.3%	4.5%	10.5%	14.6%	16.9%
总资产收益率(ROA)	1.0%	1.9%	3.0%	4.8%	4.4%
投入资本回报率(ROIC)	6.7%	7.0%	6.0%	10.2%	9.2%
运营能力					
存货周转天数	113	111	111	111	111
应收账款周转天数	374	384	384	360	340
总资产周转天数	992	971	831	816	847
净利润现金含量	5.40	-3.08	-3.29	4.11	-1.01
资本支出/收入	12%	9%	28%	33%	28%
偿债能力					
资产负债率	56.9%	56.7%	70.2%	66.0%	73.3%
净负债率	8.2%	-0.9%	69.2%	52.0%	107.1%
估值比率					
PE	162.9	80.1	32.8	21.2	15.9
PB	3.8	3.6	3.4	3.1	2.7
EV/EBITDA	43.0	37.6	29.0	15.9	13.1
P/S	4.7	4.2	2.7	2.3	1.9
股息率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%



目 录

1. 定增加码“运营+EPC”，助力风电业绩翻倍增长.....4	
1.1. 延伸风电产业链，进军风电场运营和风电场 EPC 总包业务.....4	
1.2. 风电运营盈利能力回升，风电行业景气度将保持高位.....6	
2. 招标改革提升集中度，新增长极显现增长无忧.....8	
3. 全面布局环保，打造“一站式”水处理业务.....8	
3.1. 发展思路确定，外延扩张打造“一站式”污水处理业务.....8	
3.2. 初期借力浙江“五水共治”，未来拓展全国.....9	
4. 2015 年将迎来业绩拐点，新业务拓展提升估值.....10	
5. 风险提示.....11	

图表目录

图 1、风电场投资回报率是影响新增风机需求的核心因素.....5	
图 2、风电新增装机增速在 2016 年将趋于平缓.....5	
图 3、平均风电利用小时数由 2013 年高点回落.....6	
图 4、2020 年规划建成的特高压线路将解决“三北”电能外送问题..7	
图 5、东北、西北、华北及东部沿海风能资源丰富.....7	
图 6、BioComb 处理装置集成度高.....10	
图 7、BioComb 便携性高.....10	
图 8、华仪电气各项分业务贡献净利润预测（单位：亿元）.....11	
表 1: 定增项目一览，包括 3 个风电场项目和 1 个 EPC 项目.....4	
表 2: 定增认购情况一览表，华仪集团和员工持股计划总计认购 30%..4	
表 3: 华仪电气环保业务布局渐趋完成.....8	
表 4、同行可比上市公司估值对比.....11	

1. 定增加码“运营+EPC”，助力风电业绩翻倍增长

1.1. 延伸风电产业链，进军风电场运营和风电场 EPC 总包业务

定增加码风电 EPC 和运营，打造新业务板块。14 年底公司公告称定增募资 25 亿元，分别投入 1) 3 个风电场总计 148.5MW 项目；2) 150MW 风电场 EPC 总包项目；3) 补充流动资金及偿还贷款。本次定增标志着公司正式进军风电产业链两大新业务板块，扩大了业务范围，可以贡献更多业绩。随着风电景气度回升，未来有望持续加码 EPC 和电场运营。

表 1: 定增项目一览，包括 3 个风电场项目和 1 个 EPC 项目

序号	项目名称	实施主体	投资总额(万元)	拟投入募集资金(万元)
1	风电场项目		113891	90000
1.1	黑龙江鸡西平岗风电场(49.5MW)	黑龙江梨树风力发电有限公司	42361	29703
1.2	黑龙江鸡西恒山风电场(49.5MW)	鸡西新源风力发电有限公司	35826	30808
1.3	宁夏平罗五堆子风电场(49.5MW)	华仪风能有限公司	35604	29489
2	平鲁红石峁风电场 150MW 工程 EPC 项目	华仪风能有限公司	23229	20000
3	补充流动资金及偿还银行贷款	华仪电气	140000	140000
	合计		277020	250000

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究。

集团公司和员工持股计划大额认购定增，彰显发展信心。定增发行的股份中有总计 30.07% 是由华仪电器集团和员工持股计划认购，认购价格为 9.63 元/股，锁定期 3 年，展示了公司对于发展前景的信心。当前股价仅高于认购价格 40% 左右，股价有一定的安全边际。

表 2: 定增认购情况一览表，华仪集团和员工持股计划总计认购 30%

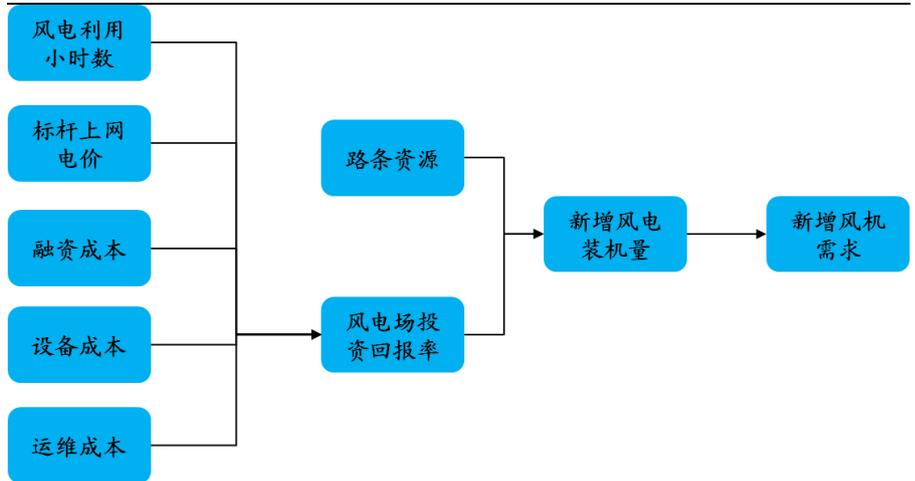
序号	认购人	认购比例
1	华仪电器集团	26%
2	员工持股计划	4.07%
3	深圳市华盛股权投资	12%
4	中广核财务	6%
5	上海景贤投资	3.93%
6	前海开源基金	12%
7	东吴基金	6%
8	上银基金	4%
9	万家基金	12%
10	北信瑞丰基金	14%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

风电制造周期性较强，盈利能力受供需影响显著。风机需求与当年新增风电场投资正相关，而风电场投资则与风电场的预期回报率正相关，投资回报率受多方面因素影响，因此每年风机需求波动性较大，不利于风机制造企业获得稳定的盈利。

- 例如：03年-09年我国风电场投资蓬勃发展，风机需求增长迅速，风机企业经历了一段甜蜜期。自10年开始直到13年，风电受消纳能力不足影响，遭遇弃风限电，风电场盈利能力恶化，年新增投资骤减，导致风机厂商收入和利润大幅下滑。

图 1、风电场投资回报率是影响新增风机需求的核心因素



数据来源：国泰君安证券研究

预计 2015 年抢装潮过后，年新增风机装机量趋于稳定，单纯风机制造业务弹性有限。风电上网标杆电价下调，2015 年将迎来风电抢装潮，预计全年风机吊装超过 25GW。但抢装结束后目前还看不到更多的催化剂能持续驱动风机吊装快速增长，预计 2016 年以后年新增风机吊装将趋于稳定，因此风机制造企业弹性非常有限。

图 2、风电新增装机增速在 2016 年将趋于平缓



数据来源：风电行业协会、国泰君安证券研究

风电运营收入盈利持续性强，EPC 业务能大幅拓展盈利面，有望显著提升估值。

- 风电运营持续性强，能够贡献稳定现金流。风电运营的年收入与风机装机保有量正相关，随着保有量的逐渐提升，风电运营收入利润将稳健增长。本次募投的风电场静态 IRR 在 10% 左右，预计 2015 年底或 2016 年初开始贡献利润，初期对业绩影响较小，但装

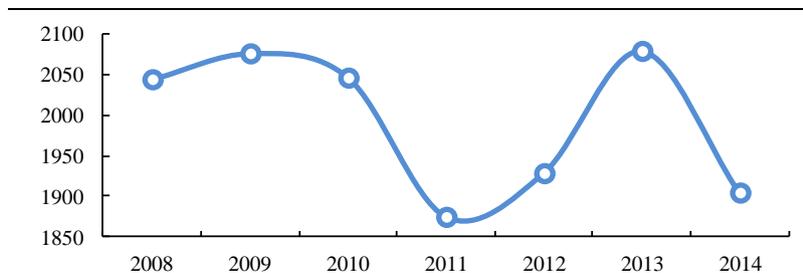
- **EPC 业务扩大盈利面，拉动设备销售。**EPC 总包业务主要有两方面优势：1) 业务体量大，净利率适中，预计在 10%左右，拓展盈利范围；2) EPC 总包业务将形成设备垄断，拉动自家风机销售。以平鲁红石岭 150MW 风电项目为例，总计需要 60 台单机容量为 2.5MW 的双馈异步发电机组，形成设备销售逾 6 亿元，总收入 11.13 亿元，且 2.5MW 产品属于有相当竞争优势的产品，未来将成为国内最大的 2.5MW 风电基地，可形成品牌效应。

1.2. 风电运营盈利能力回升，风电行业景气度将保持高位

风电利用小时增加趋势形成，风电场盈利能力回升。2013 年以来随着电网配合度提升以及风电外送能力显著增强，风电利用小时数回升趋势已经确认。而风电利用小时数是风电场盈利的关键因素，目前风电场净利率在 15%以上，内部回报率在 10%左右。随着风电利用小时数继续增加，风电场盈利能力或持续改善。

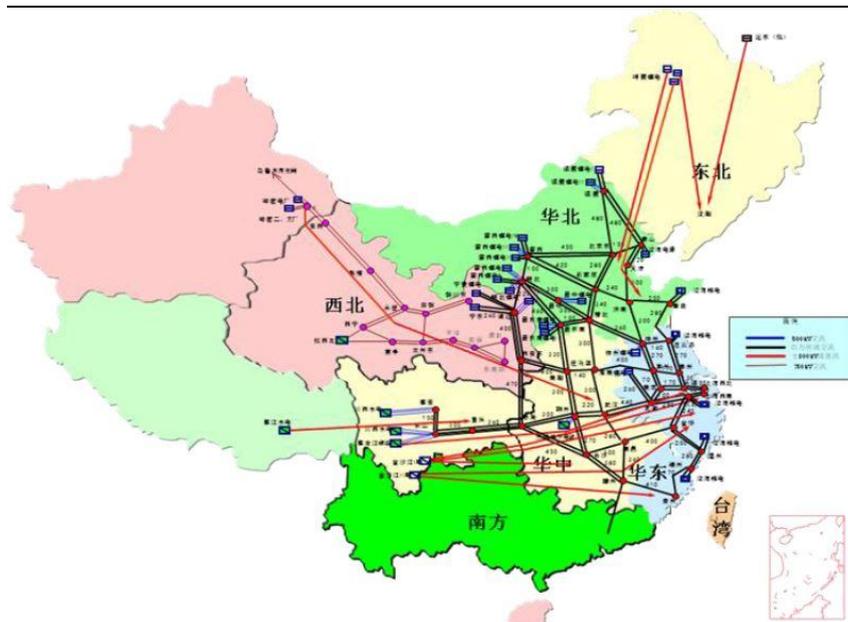
- **2014 年风电利用小时数下降，主要受装机增长过快的影响。**随着煤炭价格大幅度下跌而上网电价保持不变的影响，发电企业盈利显著改善，因此加大了对风电的投资。2014 年新增风机吊装容量 23.35GW，同比大增 45.1%。风电供给大增的同时电网及风电场当地一时间难以消纳，导致风电利用小时数下降。

图 3、平均风电利用小时数由 2013 年高点回落



数据来源：国家能源局、国泰君安证券研究

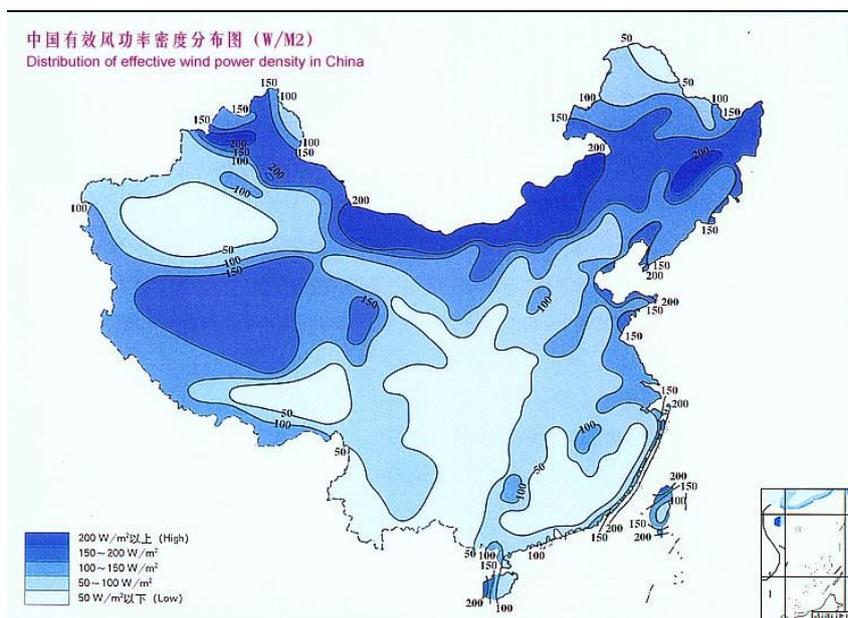
- **特高压建设以及可再生能源配额制将逐渐解决弃风问题。**风电存在生产地与消费地不匹配的问题，遭遇并网难。特高压将可以大大延长电能的输送距离，从而连接风电生产地和消费地，解决风电消纳问题。国家电网计划在 2020 年建成“五纵五横”的特高压输电网络，致力于解决主要风电产区“三北”地区的风电消纳问题。未来或推出的可再生能源“配额制”将强制规定一定的可再生能源并网比例，用行政手段解决弃风问题。



数据来源：国家电网、国泰君安证券研究

- 华仪风电场项目及储备项目资源禀赋优异，未来有特高压解决消纳问题。募投鸡西和平罗都属于风能资源非常丰富的地区，且黑龙江和宁夏都有国家规划的特高压线路，消纳问题可以得到解决，盈利能力有保证。益于前期布局，华仪储备有远期共 4.5GW 的风电资源，已取得路条项目 957MW，核准的有 297MW，主要集中在青海、山西、宁夏、内蒙、新疆、浙江等地，这些地区风能资源丰富，都位于特高压线路规划区（浙江位于风电消费区），盈利能力均有保证。

图 5、东北、西北、华北及东部沿海风能资源丰富



数据来源：国家气象局、国泰君安证券研究

风电运营盈利能力是影响风电行业景气度的核心因素，能够全面影响

公司业绩。对于华仪来说，风电运营盈利能力回升将增厚风机销售、EPC 总包、风电运营三部分业绩。具体逻辑为：1) 华仪的风电运营将受益于盈利能力回升；2) 运营盈利能力回升将促使发电企业加大风电投资，带来更多的 EPC 业务和风机销售。预计 2015 年风机销售可达 500MW，包括自建电场 150MW+EPC150MW+对外销售 200MW，同比 2014 年翻倍以上增长。

2. 招标改革提升集中度，新增长极显现增长无忧

国网固投持续增加，招标改革利好龙头企业。我国电网投资依然保持高增长，2015 年国网计划投资 4202 亿用于电网建设，同比增长 9%。同时国网招标改革：1) 通过向合格供应商发放“一纸证明”来限制投标门槛，利好华仪电气这种龙头企业；2) 中标标准由过去的“低价中标”改为“价格+技术”中标，避免恶性价格战，利好优质企业，提高产品毛利率。公司着力把业务重点向电网招投标集中，现金流及回款速度将改善。

轨交+二次设备，两大新增长级显现。我国高铁+城市轨道交通快速发展，输配电设备投资占总投资额 20% 左右，市场空间巨大。公司在轨交电器设备上已经形成销售，有一定的品牌效应，未来或大幅增长。同时，利用上海配网自动化公司的二次设备拉动一次设备的销售，业务模式由单纯的“卖设备”拓展到“设备+服务+系统集成”三位一体。

技术升级提质增产，在手订单充沛增长确定。输配电投资保持高位，随着公司市占率提升，预计现有产能将无法满足需求的增长。技术升级将采购最先进的加工设备，靠拢行业标杆森源电气，产能有望提升 50% 至 20 亿元水平。目前电器产业在手订单总额为 5.98 亿元，我们认为公司 2015 年输配电业务将继续超越行业增速。

3. 全面布局环保，打造“一站式”水处理业务

牵手法国 Vivirad、博汇特环保、北控水务，发力污水处理市场公司环保产业力求通过强强联合实现跨越式发展。

表 3: 华仪电气环保业务布局渐趋完成

时间	合作方简介	协议内容
2014.1.23	法国 VIVIRAD 公司、北京睿驰投资管理公司	三方合作成立浙江巍巍华仪环保科技有限公司，巍巍华仪获得法国 VIVIRAD 的电子束处理技术专利许可，应用在烟气净化、水净化、材料强化、种子和食品处理、杀菌消毒等领域
2014.7.24	北京佳润洁环保、北京博汇特环保	合作方授权华仪在浙江省使用其核心技术承揽 BOT 等环保项目
2015.1.28	北控水务、国观智库	合作方北控水务与华仪合作生产环保设备，一道共同开拓温州本地的环保项目及 PPP 资产收购和经营业务，国观智库为华仪和北控水务提供环保行业研究及并购支持

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究。

3.1. 发展思路确定，外延扩张打造“一站式”污水处理业务

华仪作为一家电气设备和风电企业，为了快速切入环保大市场，发展思路已经确定为：通过外延并购打造“一站式”水处理业务。业务涵盖四大板块：1)农村分散污染源处理；2)地表水(河道)生态修复；3)重污染工业废水处理；4)污水处理场精细化运营(主要是技术优化)。

从“技术+设备+项目+运营”四个方面打造全产品线服务，具备承揽BOT、BT等污水处理项目的的能力。

➤ **技术来源:**

1) 通过与博汇特开展合作，在浙江独家使用博汇特的全套污水处理技术，包括市政及工业污水处理 BioDopp、农村污水处理 BioComb、连续过滤技术 SurFilter、河道循环曝氧技术 BioMat 和高效气浮技术以及污泥热解处理 BioChar 等；

2) 通过与法国 Vivirad 合作，在亚洲，买断其高能电子束处理技术，应用在工业废水等领域。

➤ **设备制造:**

由华仪电气结合自身技术和制造优势，与北控水务一起研制基于污水治理、烟气治理、土壤治理的环保一体化设备。

➤ **项目施工:**

华仪作为环保市场的新入者，缺乏相关人才和资质，我们预计华仪通过收购整合团队、获取资质是大概率事件。

➤ **运营管理:**

未来将通过向政府收取污水处理费来获得稳定的现金流。北控水务是国内领军的水务公司，在市政污水处理、BOT、TOT 项目上有非常丰富的经验，能够帮助市场新入者华仪在环保业务上快速成长。

3.2. 初期借力浙江“五水共治”，未来拓展全国

依托技术和成本优势，借力“五水共治”，专攻农村污水处理蓝海市场。市政污水处理市场已经基本饱和，竞争者众多。农村水资源污染严重，而农村污水处理尚处蓝海市场。华仪产品技术先进成本低廉，处理水量适中专门针对农村市场，竞争力显著。“五水共治”政策又为农村污水处理提供资金支持，污水处理业务快速成长契机来临，预计持续有农村污水处理有项目落地。

➤ “五水共治”是浙江 2013 年底推出的重大方针政策，以“治涝治污”为核心，投资 1721 亿元治理污水。目标实现区市、县、镇污水处理率分别达到 95%、90%、60%，污泥无害化处置率 95%，所有污水处理场出水执行一级 A 标准，全面完成县以上污泥处置设施建设改造，并计划 3 年内完成浙江农村河道修复，2015 年底实现农村污水处理覆盖 65%的农户。

➤ 博汇特的农村污水处理技术有显著竞争优势。具有如下特点：1) 设备为集装箱式箱体，占地面积小，100 吨级别产品仅为 12 米的标准海洋集装箱；2) 出水水质高，可达 1 级 B 标准；3) 运维简单，成本低廉，吨水处理成本为 0.2 元/吨，仅为竞争对手成本的 40%-50%，基本免维护，半年清理一次淤泥。

图 6、BioComb 处理装置集成度高



数据来源：博汇特网站、国泰君安证券研究

图 7、BioComb 便携性高



数据来源：博汇特网站、国泰君安证券研究

- **市场空间巨大，行业短期看不到天花板。**浙江设备市场空间超过 80 亿元，全国潜在设备市场超过 1000 亿元，具体测算方法如下：保守估计一个村 300 户，需要 100 吨/日的处理设备，约 30 万元，浙江有 2.8 万个行政村，仅设备市场空间即 84 亿元。全国共有 58 万个行政村，潜在市场空间超过 1000 亿元。并且浙江“五水共治”要求 3 年内解决农村污水处理问题，短期即可看到业绩兑现。

环保业务处于预期低点，后续若有订单落地将大大提振市场预期。目前市场还是把华仪电气看作是一家风电及电气设备公司，忽视了其环保业务的价值和成长性。我们认为环保业务能够成为重要增长极，主要是因为 1) 切入的是农村污水处理市场，这块市场过去往往被忽视，市场空间大，竞争对手少；2) 发展思路确定，通过外延扩张技术合作来切入环保业务，布局逐渐完成，能够形成接单能力。如果下半年公司能够有环保业务订单或者与政府的合作框架协议落地，将大大提振市场预期，重塑估值水平。

4. 2015 年将迎来业绩拐点，新业务拓展提升估值

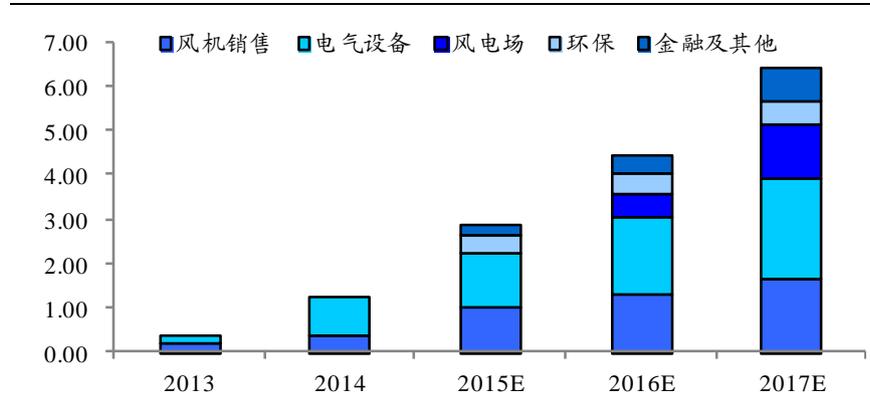
盈利预测遵循如下关键假设：

1. 风机 2014 年销量 200MW，2015 年由于 3 个 50MW 风电场及 1 个 150MW 风电场 EPC 拉动 300MW 销量，风机外销与 2014 年持平，则 2015 年销量 500MW，预计 2016 年增长 50%至 750MW。产能利用率提升导致风机业务毛利率提升约 2%。
2. 风电场运营大约 20-30MW 可贡献净利润 1000 万，公司的 3 个自建风电场预计 2016 年初并网，每年可贡献 5000-7500 万净利润。EPC 业务净利率约 8-10%，2015 年确认 5-6 亿收入（含 EPC 项目风机），贡献 5000-6000 万净利润。
3. 输配电业务 2015-2017 年保持 20-30%的符合增长率，毛利率参考行业平均水平逐步提升至 30%。
4. 环保业务预计 15 年有订单落实，结合“五水共治”规划，假设

2015 年可以形成 1 亿元的收入规模，40% 毛利率。

5. 其他业务如小额贷款等总计贡献 3000-4000 万元净利润。

图 8、华仪电气各项分业务贡献净利润预测（单位：亿元）



数据来源：国泰君安证券研究

维持增持评级和 18 元目标价。由于 2014 年风电场建设进度低于此前公司计划，同时风机销售确认进度延迟，我们调整此前的盈利预测水平，预计 2015-2017 EPS 0.42(-0.33)/0.65(-0.39)/0.87 元，同行可比公司 2015-2016 年平均 PE 为 39 和 29 倍，参考同行可比公司估值，考虑环保业务布局已近完成，打开新的成长空间，2016 年风电运营开始贡献业绩，给予 2016 年 28 倍 PE，维持 18 元目标价。

表 4、同行可比上市公司估值对比

证券代码	公司名称	现价	市值 (亿)	EPS			PE		
				2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
002531	天顺风能	22.08	91	0.43	0.67	1.12	51	33	20
300129	泰胜风能	17.04	55	0.30	0.38	0.46	57	45	37
601218	吉鑫科技	11.73	116	0.09	0.23	0.29	130	51	40
002358	森源电气	42	167	0.66	1.89	2.66	64	22	16
600187	国中水务	8.53	124	0.10	0.20	0.28	85	43	30
可比公司平均							77	39	29
600290	华仪电气	13.11	69	0.17	0.42	0.65	77	31	20

数据来源：wind，国泰君安证券研究（可比公司数据为 Wind 一致预期，数据更新为 2015 年 5 月 5 日）

5. 风险提示

风电运营项目建设和并网进度可能不达预期。三个 50MW 的风电场建设进度存在不达预期的可能，且在当前时点下，黑龙江弃风率还比较高，风电并网进度及风电场盈利能力尚存不确定性。

电网投资的不确定性可能影响公司输配电业务增长持续性。市场均预期电网将加大输配领域的投资，提升电网智能水平、提升接纳分布式的能力。但近期由于雾霾天气严重，政府倾向于加快跨区送电治理雾霾，特高压建设重获重视，有可能相对影响输配领域的投资增速。

环保业务外延扩张进度尚存不确定性，接单能力有待市场检验。目前

环保业务尚处于布局阶段，公司还需要外延扩张来获得项目施工能力，外延扩张进度存不确定性。布局完成有接单能力后，还需要跟踪市场认可度，是否有订单落地。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		