

强烈推荐-A (维持)

隆基股份 601012.SH

目标估值: 24-25 元

当前股价: 21.69 元

2017 年 08 月 30 日

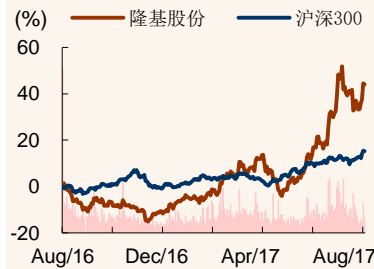
毛利率提升带动业绩高增长, 成本持续领先

基础数据

上证综指	3365
总股本(万股)	199589
已上市流通股(万股)	175638
总市值(亿元)	433
流通市值(亿元)	381
每股净资产(MRQ)	5.6
ROE(TTM)	17.2
资产负债率	58.2%
主要股东	李振国
主要股东持股比例	14.95%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	49	45
相对表现	6	38	29



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《隆基股份(601012)——光伏平价并不遥远, 龙头增长清晰》2017-07-27
- 2、《隆基股份(601012)——美国抢装与竞争格局优化, 光伏高效产品将一枝独秀》2017-06-27
- 3、《隆基股份(601012)——以量补价, 向产业链下游延伸》2017-06-01

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

陈术子

chenshuzi@cmschina.com.cn
S1090516080001

公司发布 2017 年中报: 公司实现营业收入 62.76 亿元, 同比下降 23%; 实现净利润 12.28 亿元, 较上年同期增长 41.47%; 实现归属于上市公司股东的净利润 12.36 亿元, 较上年同期增长 43.60%, 业绩整体符合预期。公司毛利率比上年同期增长 9.23 个百分点, 随研发投入的持续增加, 成本将进一步下降, 保持行业领先地位。

- **业绩基本符合预期。**公司实现营业收入 62.76 亿元, 同比下降 23%; 实现净利润 12.28 亿元, 较上年同期增长 41.47%; 实现归属于上市公司股东的净利润 12.36 亿元, 较上年同期增长 43.60%, 业绩整体符合预期。
- **毛利率提升带动业绩高增长:**报告期内公司硅片毛利率从去年同期的 27.73% 上升至今年的 35.48%, 同比上升 7.75 个百分点; 单晶组件毛利率从上年同期的 24.26% 上升至 34.97%, 同比上升 10.72 个百分点; 综合毛利率上升至 35.11%, 上升 9.23 个百分点, 从而收入略微下降的前提下实现的增长。
- **组件与硅片自用增加使收入略微下滑:**报告期内公司收入为 62.76 亿元, 比上年同比下降 2.3%, 上半年公司组件销量外销同比增长仅 44.19%、单位销售价格下滑 19.42%, 因此组件总收入仅上升 16.19%; 上半年硅片外销量同比下降 21.91%、价格同比下降 2.7%, 因此硅片总收入下滑 24.02%。公司自用组件 796MW, 若全部外销, 将增加 25 亿的收入, 5 亿元的净利润。
- **公司研发投入不断增加, 成本持续下降:**报告期内公司研发支出 4.4 亿元, 比上年同比增长 30.6%, 单晶硅片非硅成本同比降低 18%, 组件环节非硅成本同比降低 23%, 未来随着研发投入的持续增加, 公司成本将持续下降, 保持领先地位。
- **公司评级: 维持强烈推荐-A 评级。**目标价 24-25 元
- **风险提示:** 硅料双反导致国内价格暴涨, 海外战略不及预期

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	5947	11531	16719	22571	28214
同比增长	62%	94%	45%	35%	25%
营业利润(百万元)	569	1766	2926	3569	4244
同比增长	94%	211%	66%	22%	19%
净利润(百万元)	520	1547	2538	3090	3670
同比增长	77%	197%	64%	22%	19%
每股收益(元)	0.29	0.77	1.27	1.55	1.84
PE	74.0	28.0	17.1	14.0	11.8
PB	6.8	4.3	3.5	2.8	2.3

资料来源: 公司数据、招商证券

1、毛利率超预期

业绩摘要：报告期内公司实现营业收入 62.76 亿元，同比下降 23%；实现净利润 12.28 亿元，较上年同期增长 41.47%；实现归属于上市公司股东的净利润 12.36 亿元，较上年同期增长 43.60%。每股收益达到 0.62 元/股，同比增长 26.53%，业绩符合预期。

毛利率上涨明显，带动税后净利率增长。上半年公司综合毛利率为 35.11%，比去年同期上涨 9.3 个百分点，保持行业领先水平。在管理费用同比提升 34.07%、财务费用同比提升 154.65%的情况下，公司的税后净利率比同期上涨 6.06 个百分点。财务费用增加主要由于债券、贷款利息浮现增加。

在建产能扩大，固定资产投资增加。报告期内，Q1 和 Q2 在建工程分别同比增加 190%、511%，固定资产连续四个季度同比增长 70%以上，公司扩张明显。

报表整体稳健：公司预收账款、存货等指标稳定增长，固定资产、在建工程等指标良好，整体报表稳健。

表 1：业绩摘要（单位：百万元）

	2015 年	2016 年	同比增长(%)	2016H1	2017H1	同比增长(%)
营业收入	5,947.03	11,530.53	93.89	6,423.79	6,276.21	-2.30
销售税金	9.87	109.98	1014.10	30.68	57.15	86.28
营业成本	4,735.74	8,361.43	76.56	4,760.89	4,072.45	-14.46
毛利润	1,211.29	3,169.10	161.63	1,662.90	2,203.76	32.53
销售费用	132.99	467.83	251.77	195.54	262.16	34.07
管理费用	275.23	441.10	60.27	303.19	267.54	-11.76
财务费用	89.99	101.98	13.32	38.11	97.05	154.65
投资收益	0.61	50.91	8278.35	11.45	51.10	346.18
经营利润	568.63	1,766.34	210.63	1,000.55	1,524.20	52.34
资产减值损失	135.18	332.78	146.17	106.28	46.76	-56.00
营业外收入	64.93	47.74	-26.48	16.27	12.56	-22.79
营业外支出	40.99	21.38	-47.83	9.30	8.50	-8.62
税前利润	592.57	1,792.70	202.53	1,007.52	1,528.26	51.69
所得税	71.84	241.64	236.37	138.96	299.54	115.56
净利润	520.73	1,551.06	197.86	868.56	1,228.72	41.47
少数股东权益	0.41	3.82	838.47	7.73	-7.44	-196.21
归上净利润	520.33	1,547.24	197.36	860.83	1,236.16	43.60
主要比率(%)			变动百分点			变动百分点
毛利率	20.37	27.48	7.12	25.89	35.11	9.23
销售费用率	2.24	4.06	1.82	3.04	4.18	1.13
管理费用率	4.63	3.83	-0.80	4.72	4.26	-0.46
财务费用率	1.51	0.88	-0.63	0.59	1.55	0.95
经营利润率	9.56	15.32	5.76	15.58	24.29	8.71
税后净利率	8.76	13.45	4.70	13.52	19.58	6.06

资料来源：Wind，招商证券

表 2: 资产负债表先行指标 (单位: 百万元)

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
预付账款	537.91	237.54	314.50	727.79	871.86	359.66
YoY	847%	76%	123%	339%	62%	51%
QoQ	224%	-56%	32%	131%	20%	-59%
预收账款	693.74	425.81	636.90	1,161.01	1,197.22	844.84
预收占比	31%	10%	30%	39%	45%	24%
YoY	1311%	453%	350%	126%	73%	98%
QoQ	35%	-39%	50%	82%	3%	-29%
存货	1,693.34	1,006.92	1,781.47	1,213.42	1,700.92	1,561.99
YoY	31%	-40%	-19%	-21%	0%	55%
QoQ	10%	-41%	77%	-32%	40%	-8%
固定资产	2,789.04	4,214.86	4,488.26	4,590.66	4,790.86	7,513.36
YoY	33%	98%	93%	75%	72%	78%
在建工程	846.20	544.56	750.26	1,320.65	2,456.28	3,325.15
YoY	278%	100%	49%	129%	190%	511%

资料来源: Wind, 招商证券

表 3: 公司季度运营周期情况 (单位: 百万元)

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
应收账款	1,746.68	2,561.49	1,748.88	2,299.70	2,600.34	3,262.23
应收票据	413.08	781.28	1,011.18	1,533.19	1,809.73	1,742.26
(应收账款+应收票据) 周转天数	86.40	58.75	130.70	98.71	138.04	118.04
应付账款	1,583.77	1,801.71	1,419.69	2,009.34	2,266.44	3,270.65
应付票据	671.30	682.21	688.81	1,067.45	1,935.31	3,250.66
(应付账款+应付票据) 周转天数	117.69	69.11	135.03	112.72	177.50	216.66
存货	1,693.34	1,006.92	1,781.47	1,213.42	1,700.92	1,561.99
存货周转天数	86.70	39.38	81.99	65.10	71.07	65.93
净运营周期	55.41	29.02	77.66	51.10	31.61	-32.69

资料来源: Wind, 招商证券

表 4: 季度现金流量表关键指标 (单位: 百万元)

现金流量表	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
销售商品、提供劳务收到的现金	1,469.08	1,914.47	1,455.61	2,635.77	1,195.35	2,393.48
YoY	131%	157%	106%	41%	-19%	25%
QoQ	-21%	30%	-24%	81%	-55%	100%
购买商品、接受劳务支付的现金	961.95	1,226.83	1,382.06	1,722.35	1,265.37	972.01
YoY	42%	75%	73%	102%	32%	-21%
QoQ	13%	28%	13%	25%	-27%	-23%
经营活动产生的现金流量净额	149.10	381.49	-436.20	441.36	-818.62	932.56
YoY	-252%	-342%	22%	-55%	-649%	144%
QoQ	-85%	156%	-214%	-201%	-285%	-214%
销售商品、提供劳务收到的现金/收入	67%	45%	69%	88%	44%	67%
经营活动产生的现金流量净额/净利润	55%	64%	-194%	97%	-187%	118%

资料来源: Wind, 招商证券

表 5: 季度盈利分析

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
季度同比						
收入 YoY	169%	391%	87%	-4%	22%	-15%
管理费用 YoY	80%	273%	79%	-82%	51%	-37%
销售费用 YoY	686%	984%	50%	195%	72%	13%
净利润 YoY	198%	1310%	89%	70%	61%	33%
占比分析						
管理费用占比	4%	5%	6%	1%	5%	4%
销售费用占比	3%	3%	3%	7%	4%	4%
财务费用占比	1.4%	0.2%	1.3%	1.2%	1.6%	1.5%
盈利能力						
毛利率	24%	27%	27%	31%	31%	38%
净利润率	12%	14%	11%	15%	16%	22%

资料来源: Wind, 招商证券

2、硅片、组件自用与价格下滑使公司收入略有下降

公司收入有所下降，符合预期：报告期内公司收入为 62.76 亿元，比上年同比下降 2.3%，由下表可看出公司硅片销售收入同比下降 24.02%，组件销售收入同比上升 16.19%，整体符合预期。

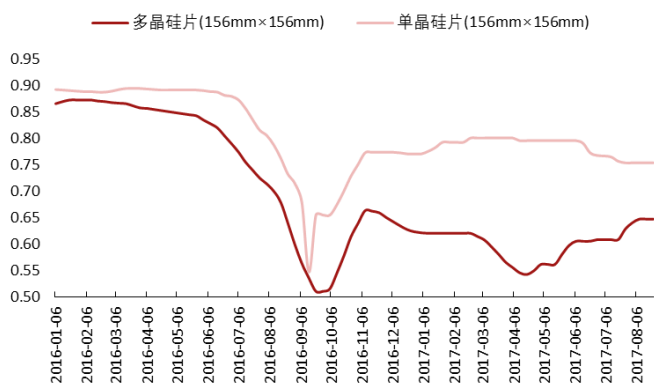
表 6: 公司分产品收入情况 (单位 百万元)

	2016H1		2017H1		收入同比增长
	营业收入	收入占比	营业收入	收入占比	
营业总收入	6,423.79		6,276.21		-2.30%
硅棒	0.02	0.00%	16.78	0.27%	7053.46%
硅片	3,053.14	47.53%	2,319.77	36.96%	-24.02%
多晶硅料	33.70	0.52%	32.22	0.51%	-4.40%
聚乙二醇	0.89				
碳化硅粉	0.66				
受托加工	79.18	1.23%	64.29	1.02%	-18.81%
光伏设备系统	4.36	0.07%	40.74	0.65%	833.96%
电力	8.65	0.13%	77.40	1.23%	795.06%
太阳能组件	2,971.90	46.26%	3,453.17	55.02%	16.19%
电池片	194.27	3.02%	206.27	3.29%	6.18%
其他	77.00	1.20%	65.57	1.04%	-14.84%

资料来源: 公司公告, 招商证券

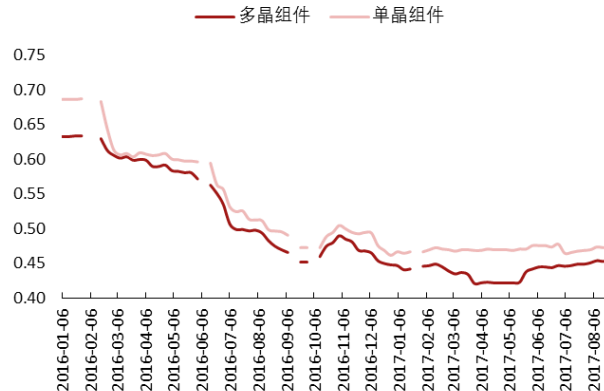
成本持续下降带动价格持续下降：从 2016 年至今，由于硅片生产成本的持续下降带动硅片和组件价格的下降，同时组件生产成本也在持续下降，比如隆基股份到 2017 年 6 月 30 日硅片生产非硅成本同比降低 18%，组件生产成本同比降低 23%，因此硅片与组件价格也随之下降。虽然今年上半年由于单晶硅片短期供不应求价格较为稳定，但是比 2016 年上半年仍下降不少，从 2016 年至今单晶硅片价格下降 15.73%；同时单晶组件价格从 2016 年至今下降 31.9%。

图 1：硅片价格路线（美元/片）



资料来源：wind，招商证券

图 2：组件价格走势（美元/W）



资料来源：BNEF，招商证券

外销增长远小于自用：上半年公司组件销量虽然大幅上升，但外销同比增长仅 44.19%，远小于总销量的增长，单位销售价格下滑 19.42%，因此组件总收入仅上升 16.19%；上半年硅片外销量同比下降 21.91%，价格同比下降 2.7%，因此硅片总收入下滑 24.02%。综合以上两个因素，公司同比收入下滑。

公司自建电站自用组件 796MW，如果自用组件全部外销，将增加 25 亿的收入，5 亿元的净利润。

表 7：组件产量及销量（MW）

	2016H1	2016A	2017H1	同比
组件销量	922.85	1,847.45	2055	122.68%
内销	49.71	281.32	796	1501.29%
外销	873.14	1847.45	1259	44.19%
组件产量	910.28	2,179.42	2,051	140.37%
ASP(含税)	3.98	3.61	3.21	-19.42%

资料来源：公司公告，招商证券

表 8：硅片产量及销量（百万片）

	2016H1	2016A	2017H1	同比
销量	740	989.46	868	17.30%
内销	165	529	419	153.94%
外销	575	989	449	-21.91%
产量	667	1,422.65	868	30.13%
ASP(不含税)	5.31	5.13	5.17	-2.70%

资料来源：公司公告

3、硅片与组件毛利率超预期增长

报告期内公司硅片收入 23.20 亿元，比上年同期下降 24%，但是硅片毛利率从去年同期的 27.73% 上升至今年的 35.48%，同比上升 7.75 个百分点，大幅增长。

2017 年上半年，公司单晶硅片非硅成本同比降低 18%。

表 9：单晶硅片收入及销量变化（单位：百万元）

	2015	2016	同比增长	2016H1	2017H1	同比增长
收入	2,557.05	5,074.57	98.45%	3,053.14	2,319.77	-24.02%
成本	2,006.51	3,645.58	81.69%	2,206.46	1,496.73	-32.17%
毛利率	21.53%	28.16%	6.63%	27.73%	35.48%	7.75%
销量(百万片)	417.13	989.46	137.21%	740	868	17.30%
产量(百万片)	641.16	1,422.65	121.89%	667	868	30.13%

资料来源：公司公告，招商证券

报告期内公司单晶组件收入 34.53 亿元，同比增长 16.19%，毛利率从上年同期的 24.26% 上升至 34.97%，同比上升 10.72 个百分点。

公司上半年组件单位成本下降至 1.78 元/W，同比下降 30.82%；而组件含税平均销售价格同比仅下降 19.42%，为 3.21 元/W，因此公司组件毛利率同比大幅上升

表 10：单晶组件收入及销量变化

	2015	2016	同比增长	2016H1	2017H1	同比增长
收入	2,519.42	5,701.21	126.29%	2,971.90	3,453.17	16.19%
成本	2,032.86	4,150.48	104.17%	2,251.04	2,245.56	-0.24%
毛利率	19.31%	27.20%	7.89%	24.26%	34.97%	10.72%
组件销量(MW)	720.91	1,847.45	156.27%	922.85	2055	122.68%
外销	682.15	1847.45	1.71	873.14	1259	0.44
内销	38.76	281.32	6.26	49.71	796	15.01
组件产量	782.07	2,179.42	178.67%	910.28	2,188	140.37%
ASP(含税,元/W)	4.32	3.61	-16.44%	3.98	3.21	-19.42%
ASC(不含税,元/W)	2.98	2.25	-24.61%	2.58	1.78	-30.82%

资料来源：公司公告，招商证券

4、公司电站快速发展

公司顺应行业发展，增加电站投资：公司充分发挥项目资源优势，加大了国内光伏电站的开发力度，实现地面电站并网 405MW。与此同时，公司积极把握分布式发展机遇，2017 年上半年分布式电站并网 564MW，分布式并网量位居行业前列。

表 11：公司重要电站投资情况

项目	投资预算(百万元)	规模(MW)	单位投资成本(元/瓦)
菏泽市曹县一期 45MW 屋顶分布式电站项目	296.06	45	6.58
寿光羊口 40MW 分布式并网光伏发电项目	277.48	40	6.94
立马产业园 30MW 分布式光伏电站项目	180.91	30	6.03
香河建材城 30MW 分布式电站项目	205.45	30	6.85
隆潭新能源北票市 40MWp 林光互补光伏发电项目	305.89	40	7.65
湛江市南三麻弄村 30MW 渔光互补发电项目	234.86	30	7.83
隆扶黄龙 30 兆瓦光伏扶贫电站项目	226.34	30	7.54
中宁 200MW 地面电站项目	1,351.57	200	6.76
合计	3,078.56	445.00	6.92

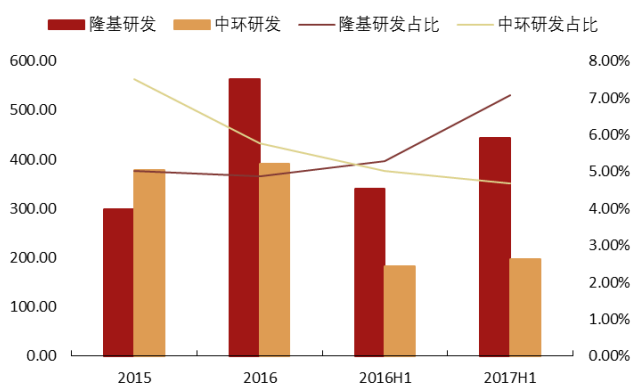
资料来源：公司公告，招商证券

5、公司研发投入不断增加，成本持续下降

研发投入大幅增加：报告期内公司研发支出 4.4 亿元，比上年同比增长 30.6%，占当期营业收入的 7.08%，新技术和新工艺快速应用于规模化生产，在成本控制和高效产品创新方面成果显著。截至 2017 年 6 月底，公司累计获得各类已授权专利 207 项，在单晶生长、硅片切割和新型电池组件工艺等方面不断突破。2017 年 6 月底，公司单晶硅片非硅成本同比降低 18%，组件环节非硅成本同比降低 23%。

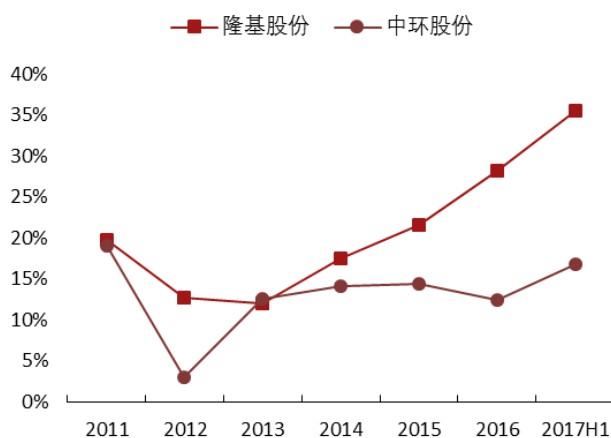
公司成本依旧领先于行业。

图 3：公司与中环股份研发收入及占比



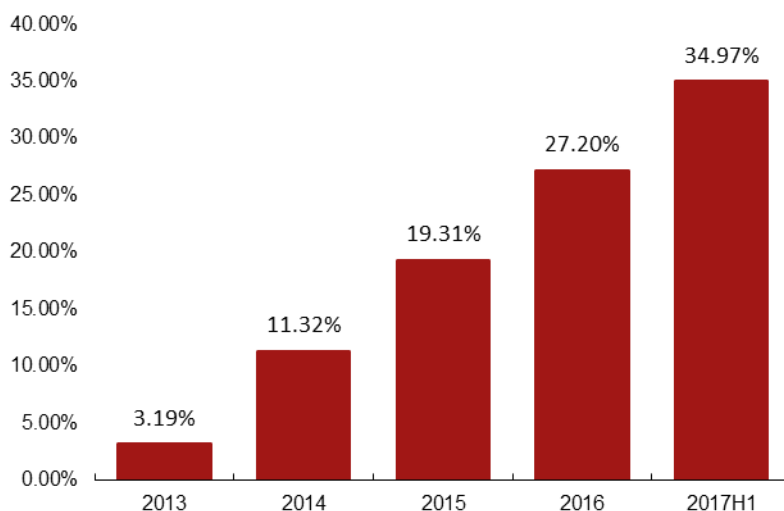
资料来源：wind，招商证券

图 4：公司与中环股份硅片毛利率对比



资料来源：BNEF，招商证券

图 5：公司组件毛利率变化



资料来源：招商证券

6、坚决的扩产，壁垒清晰

公司产能扩张极为坚决，2018 年底产能有望达到 20-25GW；同时目前公司的成本优势极强，这得益于集约的投资、构建完善的供应链和长远战略布局。

从目前成本结构的分析可以知道，隆基股份的成本在技术和投资成本上明显领先于其他竞争对手，未来 2-3 年其竞争地位无法撼动。

6.1 坚决的产能扩张

隆基股份产能扩张极为坚决，预计 2018 年底将达到 20-25GW。而除了中环股份其他竞争对手产能扩张均处于试探阶段，产能规划均在 5GW 以下。

目前隆基的单晶硅片供不应求，预计到 2017 年为止有高达 4GW 的单晶硅片供给缺口，而未来随着隆基单晶硅片成本的进一步下降，其市场份额会进一步上升。

表 12：2016-2017 年各企业产能规划

企业	2016	2017E	目标产能
隆基股份	7.5	15	20-25
中环股份	3.5	10	14
保利协鑫	1	1	3
晶澳太阳能	1	3	4
晶科能源	1	2	3-5
阿特斯	0	2	2
卡姆丹克	0.5	0.5	0.5
阳光能源	0.5	1	1
合计	15	34.5	47.5-55.5
隆基占比	50.00%	43.48%	42%-45%

资料来源：各公司年报、招商证券

6.2 公司成本优势明显

设备核心零配件自行设计及制造：公司单晶炉对外采购仅为 80-100 万/台，而其竞争对手采购需要 150-200 万/台，其中最主要的差异在于隆基股份单晶炉的控制系统自行设计。

单位投资低于同行：隆基股份单晶硅棒和硅片生产项目的初始投资成本较低，硅棒投资成本最低为 0.53 元/W，硅片最低为 0.33 元/W，而中环股份的硅棒和硅片投资在 1 元/W 左右，卡姆丹克的单晶硅片生产项目初始投资在 0.73 元/W 左右。

表 13：主要单晶企业硅棒和硅片项目投资情况

投资方	项目名称	起始时间	总投资	硅棒	硅片	单 W 投资
隆基股份	500MW 单晶硅棒/片建设项目-切片	2011	55,231	-	500	1.105
	500MW 单晶硅棒/片建设项目-硅棒	2011	66,807	500	-	1.336
	宁夏隆基年产 800MW 单晶硅棒项目	2014	55,442	800	-	0.693
	银川隆基年产 1.2GW 单晶硅棒建设项	2014	64,033	1,200	-	0.534
	西安隆基年产 1.15GW 切片项目	2015	38,064	-	1,150	0.331
	无锡隆基年产 850MW 切片项目	2015	31,792	-	850	0.374
合计	-	-	311,369	2,500	2,500	-

	单晶材料产业化一期	2009	51,260	110	50	
	单晶材料产业化二期	2011	104,893	290	150	
中环股份	单晶材料产业化二期扩能	2011	221,105	1,050	260	
	CFZ 单晶用晶体硅及超薄金刚石线单	2013	147,401	500	1,000	1.020
	CFZ 区熔单晶硅及金刚石线切片项目	2013	120,656	-	428	2.819
合计	-	-	645,315	1,950	1,935	-
卡姆丹克	马来西亚 300MW 太阳能晶锭及晶片项	2013	22,000	-	300	0.733

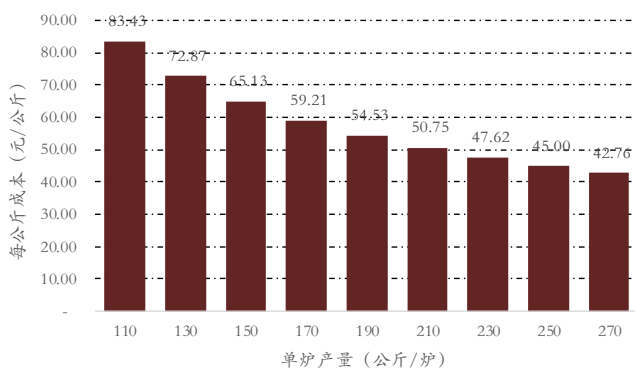
资料来源：公司资料，招商证券

表 14：隆基股份和中环股份历年购买资产支出（单位 百万元）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q1
隆基股份	313	591	520	161	329	496	980	2,082	639
中环股份	480	889	1,436	1,183	1,421	1,864	1,988	2,093	353
隆基股份 累计		904	1,424	1,585	1,914	2,410	3,390	5,472	6,111
中环股份 累计		1,370	2,806	3,989	5,410	7,273	9,261	11,354	11,707

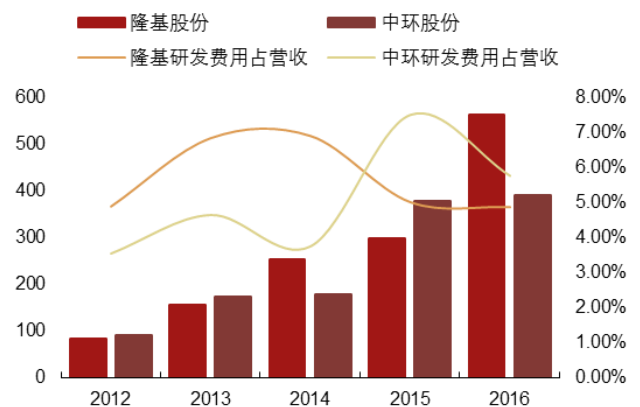
资料来源：公司资料，招商证券

图 6：单炉产量对成本的影响



资料来源：招商证券

图 7：公司研发投入



资料来源：WIND 招商证券

持续研发投入，致力于降成本。公司拥有单晶全产业链的研发系统，致力于技术提升，目前单晶金刚线切割与 PERC 技术都已实现量产，并不断在单晶长晶技术、单晶硅片薄片化做出技术改进。

培养产业链企业，技术输出：公司利用其技术优势以及对产品的理解，培育产业链上下游企业，从单晶炉、切片机等大型生产设备，到金刚线、坩埚等辅料，公司均有深度合作的企业，部分以股权形式，部分以高管介入的形式。

隆基相当于打造了自己的设备供应链，从前期的设备采购价格到中期的机器维修服务，甚至后期的资产处置，隆基都具有强大的议价能力，可将设备采购及维修成本压至最低水平。

大连连城数控在设备上具有极强的生产和制造能力，为公司降低折旧成本做出了极大的贡献。

表 15: 公司关联方采购情况 (单位 百万元)

关联方	关联人	任职(隆基/关联方)	关联交易内容	2016	2015
大连连城数控机器股份有限公司	李春安	董事/ 董事长	备品备件	1.43	0.48
			生产设备	94.26	92.46
美国连城晶体技术公司	N/A	-	生产设备	30.10	65.68
宁夏中晶半导体材料有限公司	王晓哲	董事/ 董事	母合金	1.76	
			辅料	1.07	
			备品备件	0.03	
苏州晶能新能源科技有限公司	孙卓	独立董事/ 董事长	备品备件	0.46	
北京富智投资管理有限公司	胡中祥	董事(已离任)/ 董事长	备品备件		0.17
上海釜川自动化设备有限公司	陈燕	-	生产设备	18.25	4.67
宁夏晶隆石英有限公司	参股公司		石英坩埚	已于 2012 年出售 公司依旧从该公司采购坩埚	

资料来源: 公司资料, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6439	12042	14551	19986	26065
现金	2246	5817	5310	7396	10262
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	373	1533	2508	3386	4232
应收款项	1708	2300	3310	4469	5586
其它应收款	207	59	86	116	144
存货	1534	1213	1730	2408	3050
其他	372	1120	1606	2212	2789
非流动资产	3769	7130	8801	9804	10429
长期股权投资	131	233	61	61	61
固定资产	2621	4591	6274	8356	9045
无形资产	134	210	189	170	153
其他	883	2097	2279	1218	1170
资产总计	10209	19172	23352	29790	36493
流动负债	3781	6451	7488	10161	12712
短期借款	504	822	577	794	1001
应付账款	1379	2009	2865	3987	5051
预收账款	513	1161	1655	2304	2919
其他	1384	2459	2391	3077	3741
长期负债	774	2627	3377	4277	5027
长期借款	198	1024	1774	2674	3424
其他	576	1603	1603	1603	1603
负债合计	4555	9079	10865	14439	17739
股本	1774	1997	1997	1997	1997
资本公积金	2454	5222	5222	5222	5222
留存收益	1406	2874	5278	8150	11555
少数股东权益	19	1	(10)	(17)	(19)
归属于母公司所有者权益	5634	10093	12497	15369	18773
负债及权益合计	10209	19172	23352	29790	36493

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	365	536	1704	3074	3794
净利润	520	1547	2538	3090	3670
折旧摊销	285	426	657	797	876
财务费用	88	83	86	121	158
投资收益	(1)	(51)	(49)	(49)	(50)
营运资金变动	(501)	(1414)	(1567)	(905)	(880)
其它	(26)	(55)	40	19	20
投资活动现金流	(1216)	(2152)	(2345)	(1814)	(1511)
资本支出	(980)	(2082)	(2500)	(1800)	(1500)
其他投资	(236)	(70)	155	(14)	(11)
筹资活动现金流	1759	5001	135	827	583
借款变动	(468)	1080	305	1117	957
普通股增加	1227	222	0	0	0
资本公积增加	1014	2769	0	0	0
股利分配	(49)	(45)	(133)	(218)	(266)
其他	36	975	(37)	(72)	(109)
现金净增加额	908	3385	(506)	2086	2866

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5947	11531	16719	22571	28214
营业成本	4736	8361	11921	16590	21019
营业税金及附加	10	110	159	215	269
营业费用	133	468	703	972	1154
管理费用	275	441	640	886	1108
财务费用	90	102	86	121	158
资产减值损失	135	333	333	267	311
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	51	49	49	50
营业利润	569	1766	2926	3569	4244
营业外收入	65	48	30	30	30
营业外支出	41	21	10	10	10
利润总额	593	1793	2946	3589	4264
所得税	72	242	402	491	585
净利润	521	1551	2544	3098	3679
少数股东损益	0	4	6	8	9
归属于母公司净利润	520	1547	2538	3090	3670
EPS (元)	0.29	0.77	1.27	1.55	1.84

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	62%	94%	45%	35%	25%
营业利润	94%	211%	66%	22%	19%
净利润	77%	197%	64%	22%	19%
获利能力					
毛利率	20.4%	27.5%	28.7%	26.5%	25.5%
净利率	8.7%	13.4%	15.2%	13.7%	13.0%
ROE	9.2%	15.3%	20.3%	20.1%	19.6%
ROIC	8.9%	13.3%	17.5%	16.9%	16.4%
偿债能力					
资产负债率	44.6%	47.4%	46.5%	48.5%	48.6%
净负债比率	8.3%	10.7%	10.1%	11.6%	12.1%
流动比率	1.7	1.9	1.9	2.0	2.1
速动比率	1.3	1.7	1.7	1.7	1.8
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
存货周转率	3.6	6.1	8.1	8.0	7.7
应收帐款周转率	5.4	5.8	6.0	5.8	5.6
应付帐款周转率	4.6	4.9	4.9	4.8	4.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.29	0.77	1.27	1.55	1.84
每股经营现金	0.21	0.27	0.85	1.54	1.90
每股净资产	3.18	5.05	6.26	7.70	9.40
每股股利	0.03	0.07	0.11	0.13	0.16
估值比率					
PE	74.0	28.0	17.1	14.0	11.8
PB	6.8	4.3	3.5	2.8	2.3
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。