

隆基股份 (601012.SH) 太阳能行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

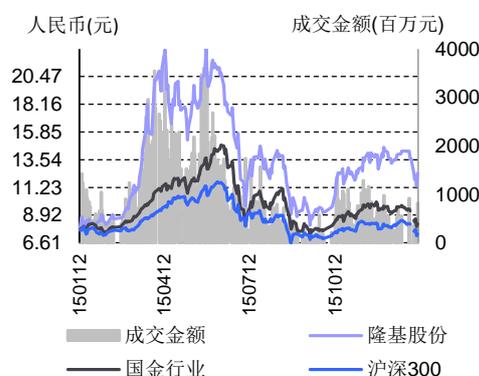
市场价格 (人民币): 12.41 元

目标价格 (人民币): 24.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

| | |
|----------------|------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 1,621.11 |
| 总市值(百万元) | 21,982.82 |
| 年内股价最高最低(元) | 22.75/7.67 |
| 沪深 300 指数 | 3361.56 |
| 上证指数 | 3186.41 |



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.040 | 0.166 | 0.300 | 0.552 | 0.810 |
| 每股净资产(元) | 5.50 | 5.87 | 8.39 | 9.86 | 11.98 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.11 | 0.67 | -0.04 | -0.07 | 0.99 |
| 市盈率(倍) | 384.83 | 125.75 | 47.46 | 25.79 | 17.58 |
| 行业优化市盈率(倍) | 42.54 | 60.02 | 82.51 | 82.51 | 82.51 |
| 净利润增长率(%) | N/A | 313.85% | 81.05% | 84.03% | 46.70% |
| 净资产收益率(%) | 2.39% | 9.12% | 9.37% | 14.68% | 17.72% |
| 总股本(百万股) | 1,771.38 | 1,771.38 | 1,771.38 | 1,771.38 | 1,771.38 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **性价比优势由量变到质变, 单晶大潮已势不可挡:** 近一年来, 单晶硅片成本凭借快速拉晶、金刚线切片、薄片化等技术升级的批量导入快速降低, 叠加 Q4 抢装造成多晶硅片小幅涨价, 单多晶硅片价差已经从 2015 年初的单晶贵 30% 变成单多晶同价; 后续随着单晶硅片生产中薄片、细线化的持续进步、以及 PERC 等高效电池技术的逐渐普及 (对单晶的提效高于多晶), 单晶组件的降本速度将持续快于多晶、并将很快实现全面低于多晶的每瓦成本。
- 在这一趋势下, 国内电站业主的组件采购倾向、一线组件厂的产能规划方向正快速向单晶倾斜。跟据我们的测算, 国内电站市场的单晶份额已从 2014 年的 5% 提升至 2015 年的 10%, 2016 年有望加速上升至 25%。资本市场期待多时、又似乎迟迟得不到验证的“单晶替代多晶”大幕已正式拉开。
- **公司将凭借巨大的成本和技术优势, 趁行业东风, 借资本之力实现“野蛮生长”、成就霸业:** 基于对行业发展趋势 (高效化诉求加强、单晶优势扩大) 的深刻理解、以及充分的成本优势和深厚的技术积累, 公司未来两年将借助资本之力快速扩大从单晶硅片到高效单晶电池组件的产能规模, 在行业集中度持续提升叠加技术路线格局大变的背景下, 充分获取作为技术路线变革推动者和成本结构最优者所应得的超额利润 (具体数据和详细分析详见正文)。
- **光伏制造业高景气背景提供业绩高增长的确切性、及进一步超预期空间:** 中国、美国、印度的需求持续增长支撑行业 20%~30% 增速, 供应端扩产围绕海外产能布局和技术升级展开, 供需关系无失衡之忧, 光伏制造环节中高景气未来一年内大概率维持; 2016 年上半年国内抢装需求延续、下半年公司内部低成本电池片产能释放, 公司 2016 年各季度盈利有望保持强势释放。

盈利预测及投资建议

- 由于 2015Q4 国内电站抢装造成公司组件交付进度超预期, 以及国内电站业主采购倾向和其他一线组件企业产能规划加速向单晶倾斜, 我们再次上调公司盈利预测, 预计 2015~2017E 年 EPS 分别为 0.30、0.55、0.81 元 (较前次预测分别+7%、+16%、+8%, 暂未考虑增发摊薄), 三年净利润复合增速 70%。
- 目前公司股价仅对应 26 倍 2016PE, 维持“买入”评级及 24 元目标价, 重申重点推荐, 2015 年度和 2016Q1 业绩的超预期高增长将是强力催化剂。

相关报告

1. 《推动产业技术路线升级, 成就自身霸主地位-隆基股份增发预案点评》, 2015.12.20
2. 《单晶组件交货提速推升业绩重回高速增长-隆基股份三季报业绩点评》, 2015.10.20
3. 《中民投招标 1GW 单晶组件, 单晶趋势日渐明朗-隆基股份公司点评》, 2015.10.12
4. 《全球化布局跨出第一步, 印度设厂意义重大-隆基股份公司点评》, 2015.9.25
5. 《单晶组件推广超预期, 蓄力迎接二次腾飞-隆基股份半年报业绩点评》, 2015.8.20

姚彦 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)60230214
yaoy@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|--|---|
| 性价比优势由量变到质变，单晶大潮已势不可挡..... | 3 |
| 单多晶硅片价差持续缩小，终端电站采购及组件厂产能规划快速向单晶倾斜3 | |
| 国内央企及主流民营电站业主已全面接受单晶组件，替代大潮势不可挡..... | 4 |
| 持续降本能力+平稳行业景气，确保公司盈利进入新一轮高速增长期..... | 5 |
| 凭借巨大的成本和技术优势，借资本之力实现“野蛮生长”..... | 5 |
| 行业集中度持续提升，最优秀企业将获取行业利润大头、成就霸业..... | 6 |
| 终端需求有望维持较高增速，限电、补贴拖欠无损制造环节景气度..... | 7 |
| 上调盈利预测，预计 2015~2017E 年 EPS 分别为：0.30, 0.55, 0.81 元..... | 8 |

图表目录

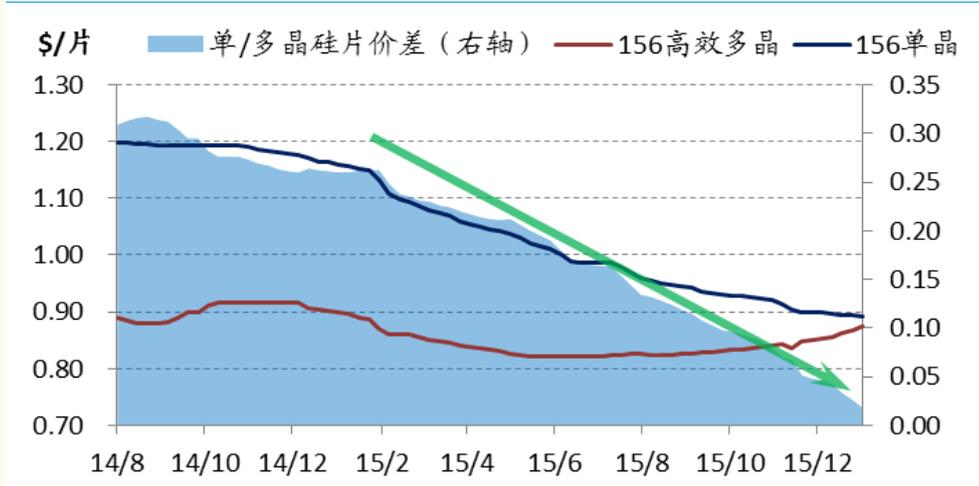
| | |
|---|---|
| 图表 1：单、多晶硅片价差持续缩小..... | 3 |
| 图表 2：单、多晶组件成本结构变化趋势..... | 3 |
| 图表 3：2015 年组件中标/订单情况（不完全统计）..... | 4 |
| 图表 4：2014/2015 年国内光伏终端市场单/多晶组件市场份额分布..... | 5 |
| 图表 5：公司目前产能、以及中期产能扩张规划..... | 5 |
| 图表 6：公司季度收入、毛利率、费用率情况..... | 6 |
| 图表 7：公司季度净利润、净利率情况..... | 6 |
| 图表 8：近三年全球光伏新增装机及组件供应商集中度变化..... | 6 |
| 图表 9：2014~2016E 年全球光伏新增装机情况及预测..... | 7 |
| 图表 10：一线光伏组件企业近三年毛利率变化情况..... | 8 |
| 图表 11：分项目收入预测..... | 9 |

性价比优势由量变到质变，单晶大潮已势不可挡

单多晶硅片价差持续缩小，终端电站采购及组件厂产能规划快速向单晶倾斜

- 在最近一年的时间里，根据第三方价格网站统计，主流 156mm 规格的单晶、高效多晶硅片的价差由年初的接近 0.3 美元/片持续缩小至目前不到 0.02 美元/片，而根据我们了解的近期实际现货成交情况，单、多晶硅片价格甚至出现倒挂，在这样的硅片价格形势下，单晶组件的每瓦生产成本将显著低于多晶组件。

图表 1：单、多晶硅片价差持续缩小



来源：PVinsights，国金证券研究所

- 令单多晶硅片价差持续缩小直至持平的核心原因：是龙头单晶硅片生产企业依靠引入连续拉晶、金刚线切片、薄片化等技术升级，将生产成本快速降低，而多晶硅片由于工艺上的限制，成本几乎已经没有下降空间。今年下半年以来，国内市场抢装对多晶硅片需求的强力拉动（由于大部分组件厂仍以多晶产能为主，在旺季中很难做改造和调整），更是加剧了这一现象。

图表 2：单、多晶组件成本结构变化趋势

| 年份 | 品种 | 硅片价格 (\$/片) | 电池片加工成本 (\$/片) | 组件成本 (\$/块) 60片 | 组件功率 (W) | 每瓦成本 (\$/W) |
|-------|---------|-------------|----------------|-----------------|----------|-------------|
| 2013 | 单晶 | 1.15 | 0.55 | 50 | 260 | 0.59 |
| | 多晶 | 0.82 | 0.55 | 50 | 250 | 0.53 |
| 2015 | 单晶 | 0.94 | 0.45 | 45 | 275 | 0.47 |
| | 多晶 | 0.82 | 0.45 | 45 | 260 | 0.47 |
| 2017E | 单晶 PERC | 0.80 | 0.45 | 40 | 290 | 0.40 |
| | 多晶 PERC | 0.75 | 0.45 | 40 | 270 | 0.42 |

来源：国金证券研究所

- 尽管目前的硅片价格倒挂现象有短期抢装因素的影响，但中长期看，随着单晶硅片生产工艺中薄片化、细线化的持续进步、以及 PERC 等高效电池技术的逐渐普及（对单晶的提效高于多晶），单晶降本速度将持续快于多晶，并将很快实现全面低于多晶的每瓦成本。因此，具有先见之明的主流终端电站业主从 2015 年已经显著加大了对单晶组件的采购力度，而一线组件企业（如阿特斯、天合等）也在新的产能规划中大比例建设单晶产能，并开始对部分老产能实施多晶转单晶的改造。

- 采用常规工艺的单、多晶电池片生产线仅在硅片制绒环节的设备 and 工艺不同，据我们了解，由于大量组件厂开始将多晶线向单晶线改造，部分国内著名单晶硅片制绒设备供应商已经出现产品脱销的情况。
- 此外，由于大量一线组件企业计划实施 PERC 高效化改造或新建单晶 PERC 生产线，令 PERC 技术关键设备核心供应商 Meyer Burger 的订单交货期已长达 9 个月。

国内央企及主流民营电站业主已全面接受单晶组件，替代大潮势不可挡

- 单晶作为晶硅太阳能电池诞生时的形态，由其完美物理结构带来的高可靠性、高提效空间等先天优势是终端采购者（电站业主）一直以来的共识，只不过由于产业链完善度和行业发展历史的原因，单晶组件的每瓦价格始终高于多晶组件 10% 左右，因此在对价格高度敏感的国内市场，单晶组件始终是非主流产品，简而言之，单晶组件就是“高质高价”的代名词。
- 然而，在隆基股份一己之力的持续努力下，到 2015 年底，单晶不仅在电站层面实现了每瓦成本与多晶持平，甚至超预期地实现了组件层面与多晶的每瓦同价（意味着电站层面每瓦成本单晶已经低于多晶），这对国内的电站业主可谓是致命的吸引力，这还没考虑单晶相比多晶每瓦发电量更高的优势（因更低的温度系数）。
- 这就好比成品油消费市场上，燃烧效率更高、令汽车动力更足的 98 号汽油，从原本比 95 号贵 10% 突然降价到与 95 号汽油同价，甚至更低，可想而知，届时汽油消费市场会发生怎样的格局变化。
- 因此，国内电站业主在对单、多晶组件的选择上可谓发生了 180 度的大转变，中民投、林洋等主流民营电站投资商甚至在最近的组件招标中已全面放弃采购多晶组件，转而全部指定选用单晶组件。

图表 3：2015 年组件中标/订单情况（不完全统计）

| 获得时间 | 订单金额 | 中标量（估） | 业主 | 来源 |
|-----------|--------------|----------------|---------|------|
| 2015.04 | 4 亿元 | 100MW | 中民新能第二批 | 公司公告 |
| 2015.07 | 4 亿元 | 100MW | 北控光伏 | 公司公告 |
| 2015.07 | 4.35 亿元 | 100MW | 特变电工 | 公司公告 |
| 2015.07 | 12 亿元 | 300MW | 中民新能第三批 | 公司公告 |
| 2015.09 | 2 亿元 | 50MW | 中广核 | 公司公告 |
| 2015.11 | 12 亿元 | 300MW | 中民新能第四批 | 公司公告 |
| 2015.12 | 4 亿元 | 100MW | 联合光伏 | 公司公告 |
| 合计 | 45 亿元 | 1050 MW | | |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2014 年国内约 12GW 的新增光伏装机量中，单晶组件的应用比例约为 5%，即 600MW 左右。2015 年隆基股份携乐叶品牌大举进军组件市场，一年内斩获国内订单超过 1.5GW，预计年内交货接近 1GW，其他组件企业在国内的单晶组件销量也略有提升，预计 2015 年国内单晶总用量超过 10%。
- 隆基股份自 2015 年初正式全面进入国内组件市场以来，与其签下单晶组件大订单的客户已全面覆盖中电投、中广核、华电等传统国有发电集团，以及中民投、联合光伏（招商新能源）、特变电工、北控、林洋等国内主流的央企背景、新兴民营电站投资商。
- 以目前的单多晶组件的相对价格水平、下游电站业主对单晶的接受度、以及主流组件企业的产能调整规划来看，2016 年国内市场上单晶组件的份额进一步提升到 20%、甚至 25% 以上将是大概率事件，将对应约 4-5GW 的单晶组件需求。

图表 4: 2014/2015 年国内光伏终端市场单/多晶组件市场份额分布



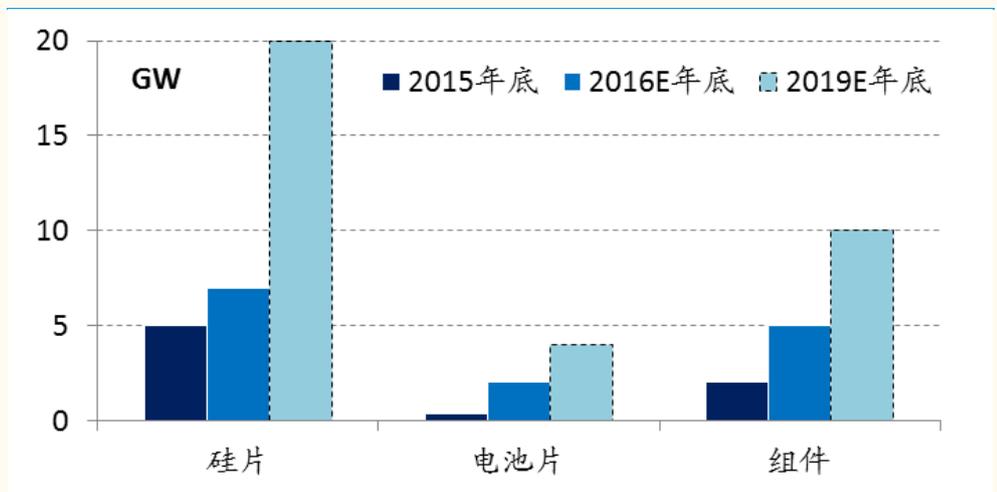
来源: 国金证券研究所

持续降本能力+平稳行业景气，确保公司盈利进入新一轮高速增长期

凭借巨大的成本和技术优势，借资本之力实现“野蛮生长”

- 公司 2015 年 6 月完成上市以来的首次非公开增发，募资 19.6 亿元用于单晶硅棒及硅片产能的扩张。今日公司再次发布非公开增发预案，拟募资 29.8 亿元，用于 2GW 高效单晶电池组件产能的建设（详见我们 12 月 29 日发布的点评报告《推动产业技术路线升级，成就自身霸主地位》）。
- 截止 2015 年底，公司单晶硅片、电池片、组件的内部产能分别约为 5GW、400MW、2GW，我们预计到 2016 年底，公司三个产业链环节的产能将分别达到 7GW、2GW、5GW 左右，根据公司的中期规划，到 2019 年底，内部产能将进一步达到 20GW 硅片、3~5GW 电池片、10GW 组件。

图表 5: 公司目前产能、以及中期产能扩张规划



来源: 国金证券研究所

- 与上一轮行业扩产周期中大部分光伏企业盲目追求规模的简单扩张不同，我们认为，公司自去年下半年以来，对高效单晶电池组件领域坚定且大手笔的产业链延伸投资，是基于对行业发展趋势（高效化诉求加强、单晶优势扩大）的深刻理解、并建立在充分的成本优势和深厚的技术积累基础上的。
- 与大部分一体化光伏组件企业早期的“直筒式”（及硅片、电池、组件）及近期流行的“金字塔式”（硅片<电池<组件）产能布局也不同，公司对三个产业链环节的产能规划也反映出公司对自身优势和产业特点的充分理解：

- 单晶硅片作为公司优势最大、最稳固的环节无疑将是产能重头所在，除了保证自供硅片外，还将大量对外销售（类比上文提到的汽油例子，卖硅片相当于卖原油）；
- 电池片环节由于技术升级快、单位投资大、在行业景气波动中容易受到产业链两端的影响，从而呈现最大的景气波动属性，因此为控制风险，产能规划相对较小，令公司能够通过调整内部、合作伙伴、OEM厂商三者之间的产能使用比例实现风险收益的最优化配置。
- 组件环节则由于单位投资较小、技术变化缓慢，却直接对接终端市场，因此产能配置相对较大。
- 2015 第三季度，在毛利率相对较低（与硅片相比）的组件产品出货量环比放大的情况下，公司单季综合毛利率创下 2011 年以来的新高，充分证明公司在国内推广单晶组件应用的同时并未以牺牲盈利能力为代价。

图表 6：公司季度收入、毛利率、费用率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司季度净利润、净利率情况

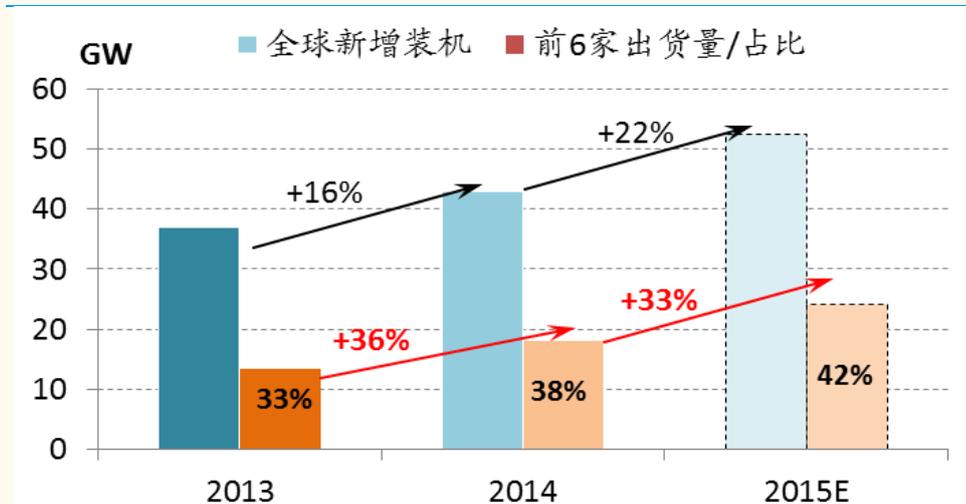


来源：公司公告，国金证券研究所

行业集中度持续提升，最优秀企业将获取行业利润大头、成就霸业

- 光伏行业自 2013 年景气复苏以来，组件制造环节的集中度持续提升，根据我们的统计数据，全球前六大晶硅组件供应商（均为美股上市企业）的合计市场占有率已从 2013 年的 33% 提升至 2015 年的 42%，预计 2016 年将进一步达到 50%。

图表 8：近三年全球光伏新增装机及组件供应商集中度变化



来源：公司公告，国金证券研究所

- 一线企业为应对欧美双反，开始加速海外产能布局，此外，近两年的“好日子”也令一线企业有能力进行较大规模的资本开支来建设自有产能。而

以作为一线企业“外部弹性产能”的 OEM 厂商为代表的二三线企业，则大多数即不具备海外扩产能力、又无法直接向终端大规模销售，因此市场份额下滑难以避免。

- 从行业本质来说，我们认为，除多晶硅提纯以外的光伏制造业（从硅片到组件），随着行业逐渐走向成熟，将渐渐体现出许多半导体芯片行业的特征：
 - 首先，行业完全不需要数十家、甚至上百家参与者，可能最后仅剩下十家以内的主流企业获得 95% 以上的市场份额；
 - 其次，企业之间技术及成本差距拉开，最优秀企业在引领行业技术升级趋势的同时，赚取最丰厚超额利润，其他企业则以跟随者身份参与行业竞争，分享剩余利润。
- 我们认为，以目前的形势看，光伏行业单晶替代多晶的大潮已势不可挡地袭来，而隆基股份作为这一浪潮的始作俑者，将在此过程中一举成就自身霸业。

终端需求有望维持较高增速，限电、补贴拖欠无损制造环节景气度

- 在中国、美国、印度的合力下，我们预计 2016 年全球光伏新增装机量仍将实现 20%~30% 的较高增速。
 - 根据能源局初步统计，中国 2015 年新增光伏装机量 14.95GW，同比增长 32%。由于 2015 年能源局共下发指标 23.1GW，当年完成的 15GW 中还包含约 3GW 的 2014 年指标项目，即 23.1GW 的 2015 年核准项目中仅约 12GW 在年底前完成并网，剩余约 11GW 项目只有在今年 6 月底前建成并网才能享受下调之前的上网电价，而作为十三五开局年的 2016 年，预计新增指标不会低于 15GW，因此，预计 2016 年我国新增光伏装机量不会低于 20GW；
 - 美国市场 ITC 补贴延期确保需求持续性：ITC（即 30% 投资税收抵免）作为美国最重要的联邦层面光伏补贴政策，原定 2016 年底到期，2017 年起降至 0%~10%；在 2015 年 12 月底由美国国会投票通过 30% 补贴比例延期至 2019 年不变，该结果大幅超越市场预期（原预期最好结果为 2017 年起阶梯式下降），将确保美国市场在未来五年内持续较快增长；
 - 此外，拥有极佳日照资源又缺电的印度，在政府积极的态度下，也将成为未来全球光伏需求的重要一极。

图表 9：2014~2016E 年全球光伏新增装机情况及预测



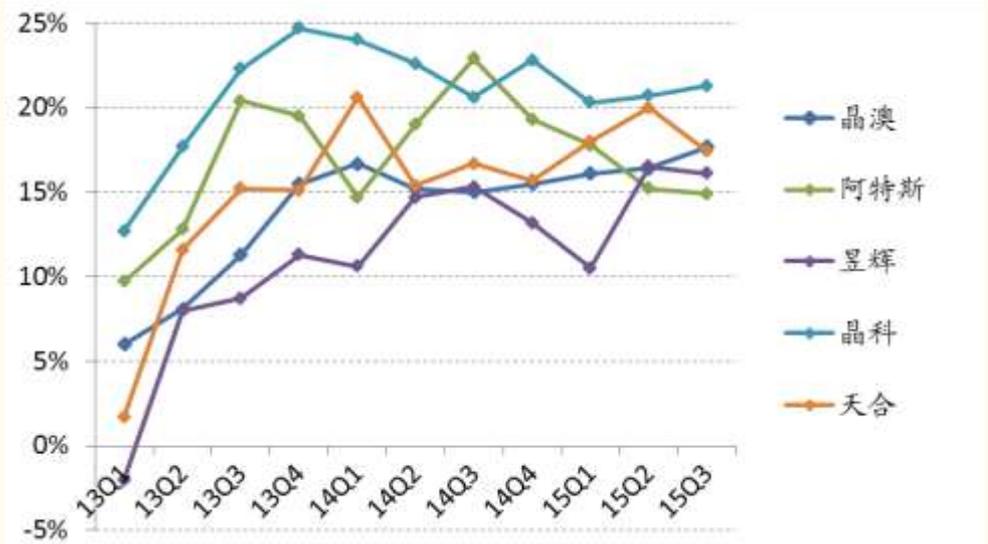
来源：国金证券研究所

- 2015 年以来，新疆、甘肃、内蒙等国内光伏电站集中建设区的限电情况确实有所恶化，补贴拖欠问题也始终没有得到解决，大部分光伏运营类企业

的利润表和现金流量表均受到不同程度的负面影响，导致市场担忧光伏电站的种种困难影响上游景气度。

- 然而实际情况是，尽管限电和补贴拖欠都是光伏电站面临的实实在在的问题和困难，但短期看，在目前的电价体系下，足够高的收益率仍能吸引钱袋子够深、能够承受项目前几年现金流压力的业主来投资光伏电站，因此能源局下发的电站配额指标仍然是各地遭争抢的资源，中期看，随着可再生能源附加费的上调、特高压的加速建设、以及三类资源区上网电价的非对称调整，都将令上述问题逐步得到缓解。
- 因此，从结论而言，尽管 2015 年行业充斥着各种由电站端传来的负面声音，但以综合毛利率衡量的上游制造环节景气度仍然维持 2013 年行业复苏以来的高位，且我们认为，这种中高景气度在 2016 年将大概率维持。

图表 10：一线光伏组件企业近三年毛利率变化情况



来源：国金证券研究所

上调盈利预测，预计 2015~2017E 年 EPS 分别为：0.30，0.55，0.81 元

- 由于 2015 年四季度国内电站抢装造成公司组件交付进度超预期，以及国内电站业主对单晶接受度快速提高、其他一线组件企业加速多晶转单晶的产能调整，我们再次上调对公司的盈利预测，预计 2015~2017E 年分别实现净利润 5.3、9.8、14.3 亿元（较前次预测分别上调 7%、16%、8%），对应 EPS 分别为 0.30、0.55、0.81 元（暂未考虑本次增发的股本摊薄），三年净利润增速分别为 81%、84%、47%。
- 由于 2016 年国内光伏上网电价调整后，对 2015 年项目留有 6 个月安装缓冲期（即 2015 年核准项目需要在今年 6 月底前建成并网才能享受下调前的电价，预计此类项目有 10GW），因此今年上半年国内市场将大概率呈现淡季不淡的抢装延续行情，产业链价格有望维持平稳。
- 因此，从 2016 年的季度利润分布预测来看，今年一二季度公司有望延续 2015Q4 的强劲表现，分别实现单季 2~3 亿的净利润，而下半年尽管面临组件及硅片价格下调的压力，但公司内部电池片产能的集中释放将对产品跌价带来的毛利率下滑压力形成有效对冲，叠加销量的增长，净利润释放将大概率保持强势。
- 由于 2015 上半年公司对台湾的硅片出口业务受美国二次双反影响而下滑明显，而当时组件业务又尚未放量，导致 2015 上半年呈现业绩低基数，Q1 和 Q2 单季净利润分别仅 7400 万元和 4325 万元，因此今年上半年的同比业绩暴增几乎已经板上钉钉。

图表 11: 分项目收入预测

| | 2012A | 2013A | 2014A | 2015H1 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单晶硅片 | | | | | | | |
| 产量 (MW) | | | 2,220 | | 2,750 | 5,800 | 8,000 |
| 对外销量 (MW) | 715 | | 2,005 | 819 | 1,750 | 3,450 | 3,750 |
| 收入 (百万元) | 1,408 | 1,861 | 3,159 | 1,165 | 2,253 | 3,912 | 3,956 |
| YOY | | | 70% | | -29% | 74% | 1% |
| 毛利率 | 12.71% | 11.97% | 17.49% | 20.85% | 22.46% | 18.85% | 18.19% |
| 毛利占比 | 80% | 80% | 88% | 69% | 43% | 36% | 25% |
| 单晶组件 | | | | | | | |
| 销量 (MW) | | 24 | 41 | 69 | 900 | 2,200 | 4,000 |
| 收入 (百万元) | | 92 | 155 | 244 | 3,182 | 7,388 | 12,762 |
| YOY | | | 69% | | 1954% | 132% | 73% |
| 毛利率 | | 3.19% | 11.32% | 11.89% | 16.00% | 15.00% | 15.00% |
| 毛利占比 | | 1% | 3% | 8% | 43% | 54% | 66% |
| 收入合计 (百万元) | 1,708 | 2,280 | 3,680 | 1,679 | 5,999 | 12,010 | 17,718 |
| YOY | | 33% | 61% | 15% | 63% | 100% | 48% |
| 综合毛利率 | 13.07% | 12.26% | 17.01% | 20.87% | 19.61% | 17.08% | 16.41% |
| 净利润 (百万元) | -55 | 71 | 294 | 117 | 531 | 978 | 1,425 |
| YOY | | NA | 314% | 5% | 81% | 84% | 46% |
| 净利率 | | 3.11% | 7.98% | 6.98% | 8.86% | 8.14% | 8.04% |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 主营业务收入 | 1,708 | 2,280 | 3,680 | 5,999 | 12,010 | 17,718 | 货币资金 | 999 | 731 | 1,172 | 1,559 | 1,561 | 2,126 |
| 增长率 | | 33.5% | 61.4% | 63.0% | 100.2% | 47.5% | 应收款项 | 552 | 334 | 726 | 1,786 | 3,212 | 4,264 |
| 主营业务成本 | -1,485 | -2,001 | -3,054 | -4,823 | -9,959 | -14,810 | 存货 | 765 | 767 | 1,114 | 1,308 | 2,761 | 4,151 |
| %销售收入 | 86.9% | 87.7% | 83.0% | 80.4% | 82.9% | 83.6% | 其他流动资产 | 298 | 327 | 329 | 98 | 201 | 298 |
| 毛利 | 223 | 280 | 626 | 1,176 | 2,051 | 2,908 | 流动资产 | 2,614 | 2,159 | 3,341 | 4,752 | 7,735 | 10,840 |
| %销售收入 | 13.1% | 12.3% | 17.0% | 19.6% | 17.1% | 16.4% | %总资产 | 55.3% | 46.1% | 51.8% | 59.0% | 67.2% | 72.2% |
| 营业税金及附加 | -2 | -2 | -7 | -12 | -22 | -27 | 长期投资 | 77 | 77 | 67 | 68 | 67 | 67 |
| %销售收入 | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 固定资产 | 1,858 | 2,277 | 2,836 | 3,074 | 3,546 | 3,939 |
| 营业费用 | -22 | -25 | -39 | -132 | -240 | -319 | %总资产 | 39.3% | 48.6% | 44.0% | 38.2% | 30.8% | 26.2% |
| %销售收入 | 1.3% | 1.1% | 1.1% | 2.2% | 2.0% | 1.8% | 无形资产 | 127 | 134 | 160 | 151 | 157 | 162 |
| 管理费用 | -131 | -119 | -172 | -270 | -504 | -673 | 非流动资产 | 2,114 | 2,529 | 3,108 | 3,296 | 3,772 | 4,170 |
| %销售收入 | 7.6% | 5.2% | 4.7% | 4.5% | 4.2% | 3.8% | %总资产 | 44.7% | 53.9% | 48.2% | 41.0% | 32.8% | 27.8% |
| 息税前利润 (EBIT) | 69 | 133 | 408 | 762 | 1,285 | 1,889 | 资产总计 | 4,728 | 4,688 | 6,449 | 8,048 | 11,508 | 15,010 |
| %销售收入 | 4.0% | 5.8% | 11.1% | 12.7% | 10.7% | 10.7% | 短期借款 | 712 | 374 | 1,065 | 100 | 960 | 1,808 |
| 财务费用 | -89 | -65 | -79 | -88 | -91 | -245 | 应付款项 | 658 | 761 | 1,372 | 1,665 | 3,139 | 4,229 |
| %销售收入 | 5.2% | 2.8% | 2.1% | 1.5% | 0.8% | 1.4% | 其他流动负债 | 46 | 65 | 259 | 126 | 259 | 385 |
| 资产减值损失 | -137 | 5 | -39 | -160 | -146 | -91 | 流动负债 | 1,415 | 1,201 | 2,696 | 1,892 | 4,358 | 6,422 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 82 | 209 | 186 | 186 | 186 | 186 |
| 投资收益 | 46 | 0 | 2 | 70 | 50 | 70 | 其他长期负债 | 311 | 286 | 305 | 250 | 250 | 250 |
| %税前利润 | -60.8% | n.a | 0.6% | 11.4% | 4.4% | 4.2% | 负债 | 1,809 | 1,695 | 3,187 | 2,328 | 4,794 | 6,858 |
| 营业利润 | -111 | 73 | 293 | 584 | 1,098 | 1,623 | 普通股股东权益 | 2,892 | 2,963 | 3,218 | 5,673 | 6,663 | 8,098 |
| 营业利润率 | n.a | 3.2% | 8.0% | 9.7% | 9.1% | 9.2% | 少数股东权益 | 28 | 30 | 44 | 47 | 50 | 53 |
| 营业外收支 | 36 | 20 | 27 | 30 | 30 | 30 | 负债股东权益合计 | 4,728 | 4,688 | 6,449 | 8,048 | 11,508 | 15,010 |
| 税前利润 | -75 | 93 | 319 | 614 | 1,128 | 1,653 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | n.a | 4.1% | 8.7% | 10.2% | 9.4% | 9.3% | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 所得税 | 22 | -21 | -21 | -80 | -147 | -215 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | n.a | 22.2% | 6.5% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 每股收益 | -0.102 | 0.040 | 0.166 | 0.300 | 0.552 | 0.810 |
| 净利润 | -53 | 72 | 299 | 534 | 981 | 1,438 | 每股净资产 | 5.370 | 5.501 | 5.875 | 8.393 | 9.858 | 11.981 |
| 少数股东损益 | 2 | 1 | 5 | 3 | 3 | 3 | 每股经营现金净流 | -0.142 | 0.106 | 0.671 | -0.043 | -0.073 | 0.994 |
| 归属于母公司的净利润 | -55 | 71 | 294 | 531 | 978 | 1,435 | 每股股利 | 0.000 | 0.050 | 0.130 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | n.a | 3.1% | 8.0% | 8.9% | 8.1% | 8.1% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | -1.89% | 2.39% | 9.12% | 9.37% | 14.68% | 17.72% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | -1.16% | 1.51% | 4.55% | 6.25% | 8.17% | 10.31% |
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 投入资本收益率 | 1.30% | 2.90% | 8.46% | 10.38% | 13.27% | 16.34% |
| 净利润 | -53 | 72 | 299 | 498 | 848 | 1,337 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | -15.35% | 33.49% | 61.38% | 54.26% | 79.59% | 41.11% |
| 非现金支出 | 310 | 152 | 251 | 419 | 441 | 473 | EBIT 增长率 | -80.83% | 93.07% | 205.90% | 74.53% | 54.33% | 53.36% |
| 非经营收益 | 8 | 93 | 65 | 31 | 16 | 89 | 净利润增长率 | N/A | N/A | 313.85% | 68.67% | 70.74% | 57.77% |
| 营运资金变动 | -342 | -261 | -247 | -939 | -1,140 | -1,033 | 总资产增长率 | 49.13% | -0.85% | 37.58% | 22.78% | 30.61% | 25.10% |
| 经营活动现金净流 | -77 | 57 | 367 | 10 | 165 | 865 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | -161 | -319 | -495 | -468 | -779 | -780 | 应收账款周转天数 | 59.5 | 48.5 | 36.9 | 90.0 | 80.0 | 70.0 |
| 投资 | -77 | 21 | -7 | -1 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 144.8 | 139.7 | 112.4 | 110.0 | 110.0 | 110.0 |
| 其他 | 9 | 23 | 18 | 70 | 2 | 2 | 应付账款周转天数 | 51.9 | 44.4 | 58.2 | 50.0 | 45.0 | 40.0 |
| 投资活动现金净流 | -229 | -275 | -483 | -399 | -777 | -778 | 固定资产周转天数 | 357.3 | 318.3 | 235.7 | 168.1 | 110.5 | 88.3 |
| 股权募资 | 1,524 | 0 | 97 | 1,923 | 12 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | -210 | -184 | 446 | -1,020 | 375 | 434 | 净负债/股东权益 | -7.03% | -4.94% | 2.42% | -23.09% | -10.15% | -8.01% |
| 其他 | -194 | -142 | -38 | -88 | -48 | -121 | EBIT 利息保障倍数 | 0.8 | 2.1 | 5.2 | 8.1 | 23.0 | 14.0 |
| 筹资活动现金净流 | 1,119 | -326 | 505 | 816 | 339 | 314 | 资产负债率 | 38.25% | 36.16% | 49.41% | 28.22% | 36.72% | 39.09% |
| 现金净流量 | 813 | -544 | 390 | 426 | -273 | 401 | | | | | | | |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2015-02-25 | 买入 | 25.93 | 35.00~35.00 |
| 2 | 2015-03-10 | 买入 | 32.25 | 35.00~35.00 |
| 3 | 2015-04-30 | 买入 | 55.49 | N/A |
| 4 | 2015-08-28 | 买入 | 9.73 | 20.00~20.00 |
| 5 | 2015-09-25 | 买入 | 9.44 | N/A |
| 6 | 2015-10-12 | 买入 | 10.63 | N/A |
| 7 | 2015-10-30 | 买入 | 12.33 | 22.00 |
| 8 | 2015-12-30 | 买入 | 14.24 | 24.00 |

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD