

强烈推荐-A (维持)

隆基股份 601012.SH

目标估值：24-25 元

当前股价：19.8 元

2017 年 07 月 26 日

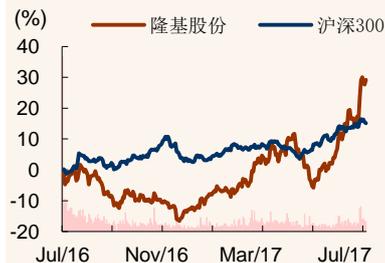
光伏平价并不遥远，龙头增长清晰

基础数据

上证综指	3248
总股本(万股)	199589
已上市流通股(万股)	175638
总市值(亿元)	395
流通市值(亿元)	348
每股净资产(MRQ)	5.3
ROE(TTM)	16.3
资产负债率	51.8%
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	21	37	23
相对表现	18	27	8



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《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
- 2、《隆基股份(601012)——以量补价，向产业链下游延伸》2017-06-01
- 3、《隆基股份(601012)——毛利率略有上升，先行指标保持强势增长》2017-04-28

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

陈术子

chenshuzi@cmschina.com.cn
S1090516080001

光伏行业单晶替代多晶的拐点已经出现，单晶硅片性价比显著，其未来渗透率将加速上升至 45%-50%；公司作为单晶硅片龙头企业，拥有强生态链、成本优势明显，竞争壁垒极强，同时公司硅片产能扩张坚决，未来增长清晰。上调业绩预期，维持“强烈推荐-A”评级。

- **单晶替代多晶的拐点已经出现，单晶应用进入加速阶段：**早在 2015 年以隆基股份的单晶硅片与保利协鑫的多晶硅片非硅价差就缩小至 2 美分/W，2016 年两者甚至实现非硅环节零成本差，单晶性价比显著，其替代多晶的拐点早已出现。随着高效电池技术的应用，单晶的应用将进入加速，未来单晶渗透率将会从 2016 年的 22%快速上升至 45%-50%。
- **光伏行业平价上网将会在 2020 年实现：**国内实现光伏全产业链的国产化，国内企业降成本能力极强，从 2016 年至今组件价格下降 38.4%，组件成本已降至目前的 6.5 元/W，我们预测随着组件成本的继续下降到 2020 年国内系统成本将降至 4 元/W 左右，届时度电成本降至 0.3 元/度以下，平价上网定会实现。
- **技术进步是投资唯一的路径：**回顾光伏行业发展历史，EBITDA 有大幅增长的公司有两个，保利协鑫和隆基股份。保利协鑫在 2010 年通过多晶硅料生产的冷氢化法改造实现成本降低，同时产能迅速扩张，为投资者创造投资机会；隆基股份 2015 年实现单晶硅片切片的金刚线切割技术改造，辅以其他方法实现单晶硅片成本降低，带来投资价值。未来技术进步仍然是投资唯一的路径。
- **公司竞争壁垒很强，产能扩张坚决：**公司通过自制设备降低初始投资成本，同时技术输出培育供应链、将产能布局至低电费地区，降低生产成本，形成极宽的护城河；另一方面公司产能扩张坚决，预计到 2018 年底产能有望增长 3 倍达到 20-25GW，保持行业龙头地位。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**我们预测公司 2017/2018 年归母净利润分别为 25/30 亿元，上调业绩预期给予目标价 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	67.5	25.6	15.6	12.8	10.8
PB	6.2	3.9	3.2	2.6	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、光伏行业的前途，引领能源变革.....	4
1.1 前景一：组件成本快速下降	4
1.2 前景二：用户侧快速实现平价.....	5
1.3 前景三：分布式快速发展	5
二、投资机会在于引领成本下降的企业	7
2.1 技术进步驱动成本迅速下降	7
2.2 技术进步为投资者带来巨大投资机会—保利协鑫	7
2.2 硅片路径已经清晰---单晶硅片渗透率确定提升	8
三、隆基股份：构建生态链，实现技术输出.....	10
3.1 隆基是一家硅片企业	10
3.2 生态链构建硅片成本优势	11
3.2.1 自制设备，低廉的投资成本	11
3.2.2 形成完整供应链，实现技术输出	12
3.2.3 低廉的能源投资	13
3.2.4 成本优势明显，护城河极宽	13
3.3 隆基的未来，电池片的崛起	14

图表目录

图 1：光伏产业链与半导体产业链的关系	4
图 2：晶硅组件成本下降速度	5
图 3：2016-2017 年组件价格从 0.55 美元/瓦，下降至 0.34 美元/瓦	5
图 4：德国系统成本快速下降	5
图 5：光伏的度电成本快速下降，逼近水电、火电	5
图 6：美国新增光伏装机结构及预测	6
图 7：日本新增光伏装机结构及预测	6
图 8：AEI 成本预测曲线	7
图 9：按照目前技术路线推测未来 2-3 年组件成本.....	7
图 10：各环节技术进步的可能性.....	7
图 11：保利协鑫股价变化图	8
图 12：单多晶产业链差异.....	9

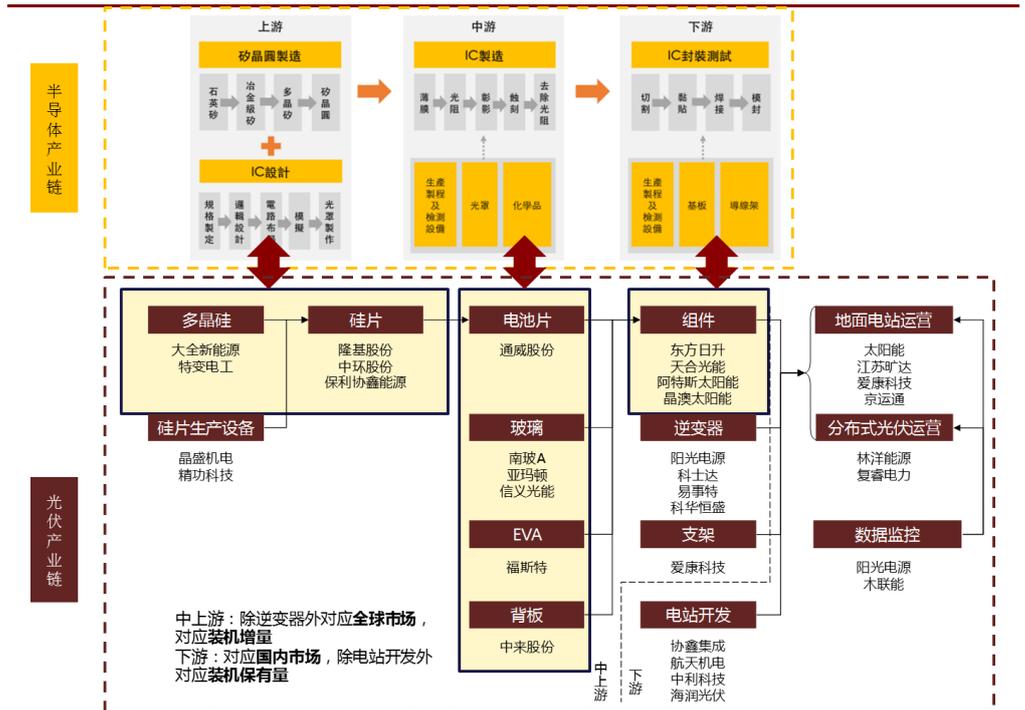
图 13: 单多晶占比未来趋势	9
图 14: 隆基股份治理结构.....	10
图 15: 隆基股份收入结构.....	10
图 16: 隆基股份产能扩张路线图 (单位: GW)	10
图 17: 主流单晶硅片企业毛利率.....	11
图 18: 单晶硅片市场格局 (2016 年)	11
图 19: 隆基股份高管任职情况	13
图 20: 全国各省电费情况 (含税)	13
图 21: 隆基股份非硅成本构成 (元/片)	14
图 22: 光伏电池片技术路线	14
图 23: 高效电池片大多以单晶硅片为基底材料.....	14
图 24: 隆基股份历史 PE Band.....	15
图 25: 隆基股份历史 PB Band.....	15
表 1: 光伏主要企业 09-16 年 EBITDA 情况 (单位: 百万元)	8
表 2: 2016 年各子公司盈利情况.....	11
表 3: 主要单晶企业硅棒和硅片项目投资情况.....	12
附: 财务预测表	16

一、光伏行业的前途，引领能源变革

光伏脱胎于半导体：光伏的设备最初均来自半导体，所以 05-09 年的投资极高，后来随着国内企业的增多，以及在大规模生产过程中对工艺的理解增强，设备逐步实现了国产化以及通用化。

成本下降空间巨大：根据对产业链的跟踪目前组件成本约 28-30 美分/瓦，但是到 2020 年有望下降至 20 美分/瓦。

图 1：光伏产业链与半导体产业链的关系



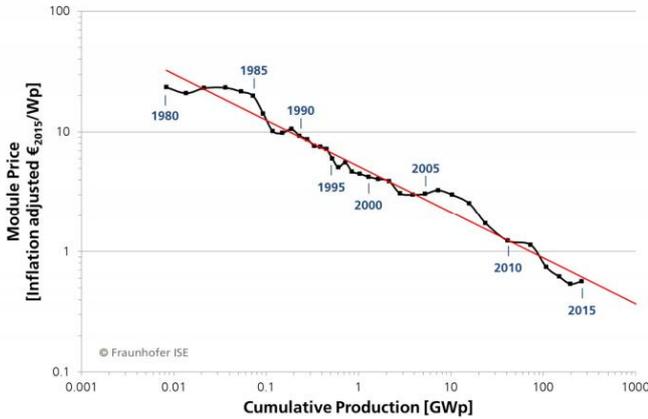
资料来源：招商证券

1.1 前景一：组件成本快速下降

国产化进程加速成本下降：过去 10 年，光伏全产业链均实现了国产化，辅料以中来股份、福斯特为代表，设备则以晶盛机电、先导智能、奥特维为代表。

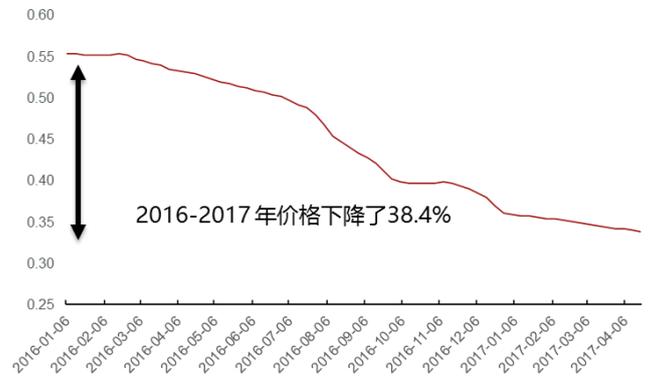
组件成本下降进入快速通道：随着产业链的国产化，成本进入快速下降的通道，同时国内企业擅长降成本，2016-2017 一年的时间晶硅组件成本从 0.55 美元/瓦下降至 0.38 美元/瓦。

图 2：晶硅组件成本下降速度



资料来源：Fraunhofer, 招商证券

图 3：2016-2017 年组件价格从 0.55 美元/瓦，下降至 0.34 美元/瓦



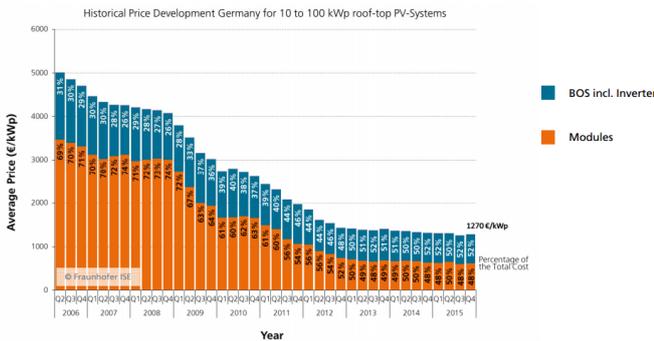
资料来源：WIND, 招商证券

1.2 前景二：用户侧快速实现平价

组件成本的下降导致投资成本快速下降：德国系统成本已经快速下降，目前已经接近了 2015 年年底已经达到 1.27 欧元/瓦。2016 年则仅为 1 欧元/瓦。这里下降的主要因素就是组件成本的快速下降。在中国，系统成本从 2016 年年初的 7.5-8 元/瓦，下降至目前 6.5 元/瓦。

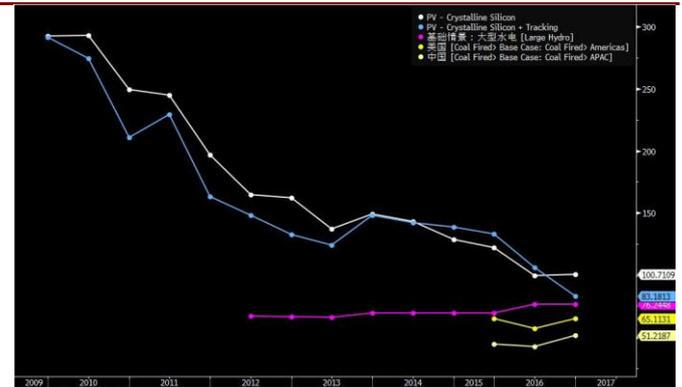
目前光伏的度电成本已经低于用户侧，内生生长特性已经具备：全球平均光伏度电成本从 228 美元/MWH，下降至 2016 年年底的 100 美元/MWH，带跟踪器的度电成本仅为 83 美元/MWH，接近大型水电 76 美元/MWH。而美国的居民用电成本为 100-243 美元/MWH，光伏的成本已经低于用户侧，没有补贴的情况下，内生性增长已经具备。

图 4：德国系统成本快速下降



资料来源：Fraunhofer, 招商证券

图 5：光伏的度电成本快速下降，逼近水电、火电



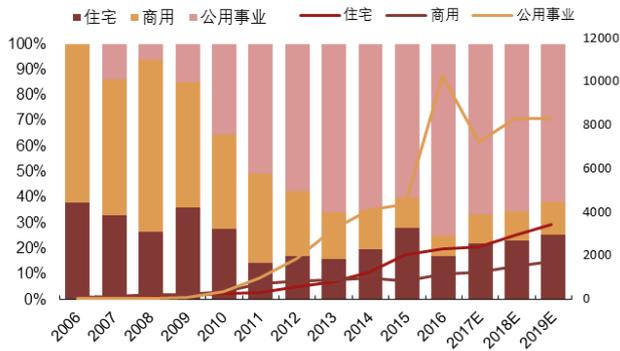
资料来源：BNEF, 招商证券

1.3 前景三：分布式快速发展

以分布式光伏为代表的分布式能源应用加速发展：以美国、日本、德国等发达国家为代

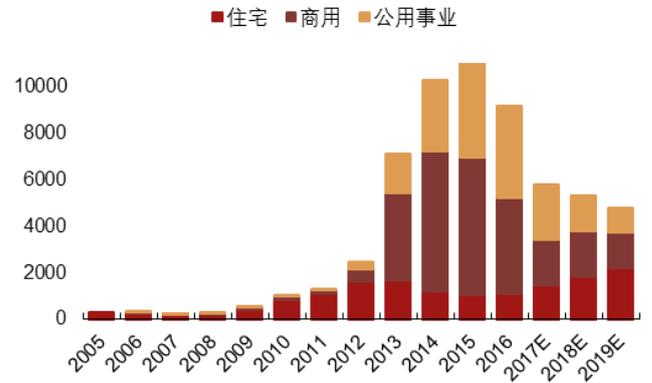
表的分布式在光伏中占比超过 30%；国内分布式过去也是加速增长，17 年 Q1 季度分布式装机超过 2GW，创历史新高。

图 6：美国新增光伏装机结构及预测



资料来源：BNEF，招商证券

图 7：日本新增光伏装机结构及预测



资料来源：BNEF，招商证券

二、投资机会在于引领成本下降的企业

2.1 技术进步驱动成本迅速下降

难以预测：2013 年 AEI 投入极大的人力、物力对技术进步和成本下降进行预测，预测 2016 年组件成本达到 45 美分瓦，但目前已经达到了 27-29 美分瓦；回顾历史，成本下降速度均超越人们预期；

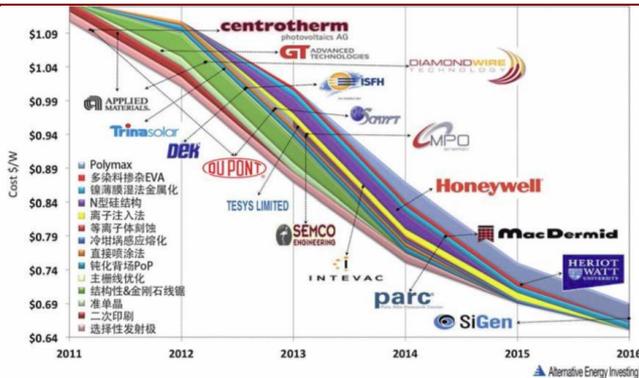
技术驱动成本下降：光伏组件的成本下降驱动力从原材料和设备国产化的推动向技术驱动成本下降演化。

技术驱动更容易形成壁垒，也容易形成先烈。

2016 年底，按照成本测算的组件成本约 1.71 元瓦；

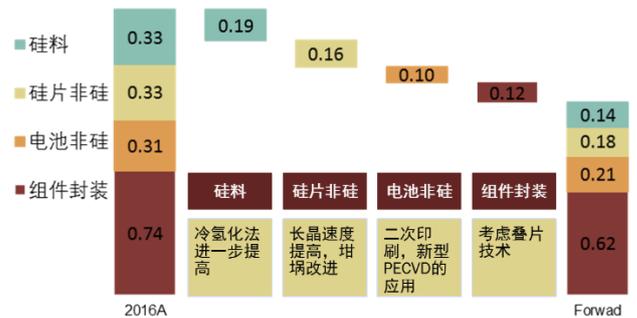
在目前已知的技术路线和可改进的工艺水平下，组件成本可以下降到 1.15 元瓦

图 8：AEI 成本预测曲线



资料来源：AEI，招商证券

图 9：按照目前技术路线推测未来 2-3 年组件成本



资料来源：招商证券

图 10：各环节技术进步的可能性



资料来源：招商证券

2.2 技术进步为投资者带来巨大投资机会——保利协鑫

回顾 2009-2017 年，EBITDA 有大幅增长的公司有两个，保利协鑫能源 (3800.HK) 和隆基股份 (601012.SH)，他们的崛起都伴随着的技术突破和成本下降；

公司利用成本的优势放大产能优势，而其成本优势大部分能够依靠技术进步来追踪。同时也为投资者带来了巨大的投资机会。

表 1: 光伏主要企业 09-16 年 EBITDA 情况 (单位: 百万元)

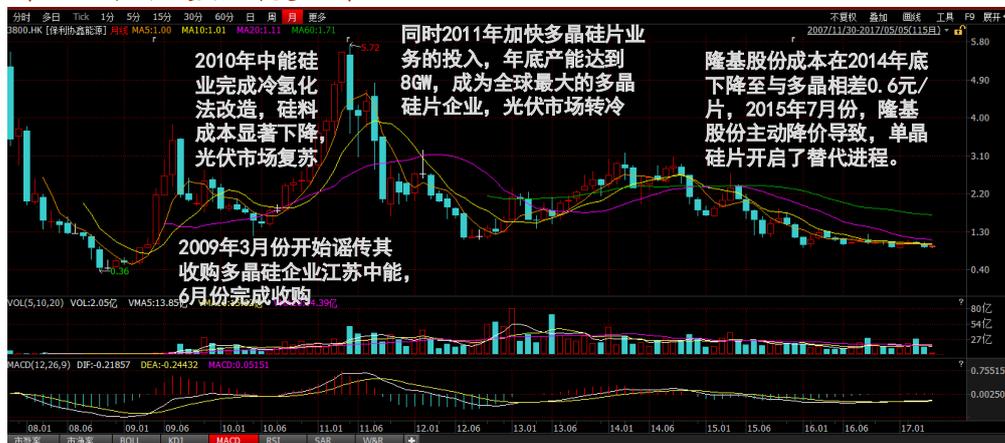
企业	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	16 年较 09 年的增长
保利协鑫	510	6352	7217	1465	4275	7456	8173	8399	16.46
隆基股份	149	600	492	166	331	605	968	2338	15.64
中环股份	27	306	522	286	614	921	993	1236	45.41
晶科能源	160	1194	807	-995	795	1321	1989	2386	14.88
晶澳太阳能	382	2671	485	-279	431	1435	1819	2040	5.34
阿特斯太阳能	352	802	162	-414	1099	2771	2410	1726	4.91

资料来源: WIND, 招商证券

保利协鑫最佳投资时期是完成冷氢化法改造的时间: 2010 年完成冷氢化法改造, 产能成为全球第一, 成本优势逐步体现。

2014 年开始多晶硅片成本优势不清晰, 隆基股份崛起, 单晶硅片开始替代进程。

图 11: 保利协鑫股价变化图

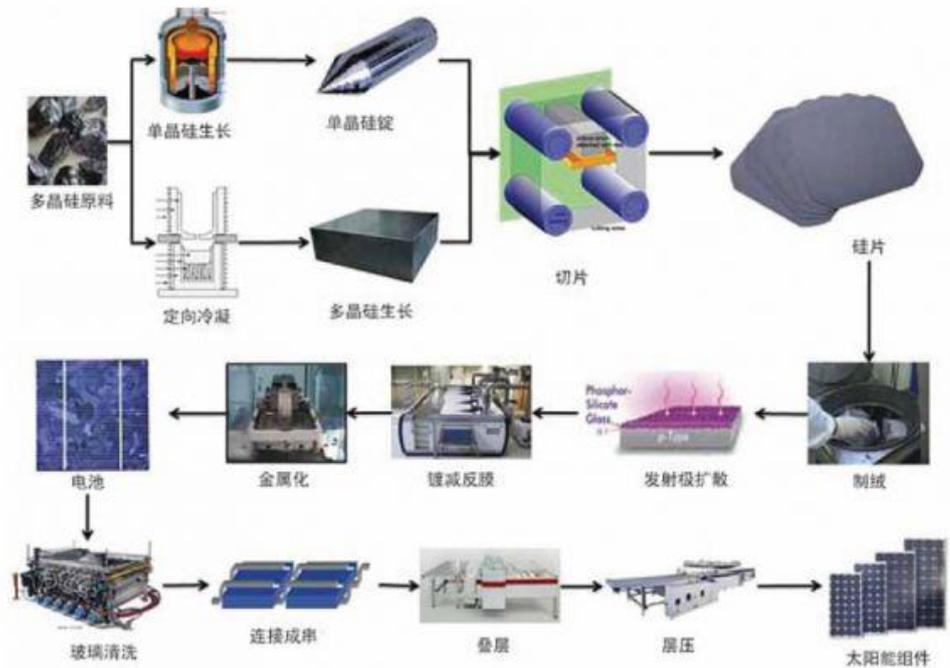


资料来源: WIND, 招商证券

2.2 硅片路径已经清晰---单晶硅片渗透率确定提升

单多晶技术路线之争, 其差别在于铸锭与长晶: 单晶硅片通过籽晶生长而来, 多晶硅片则是通过定向冷凝铸锭而来;

图 12：单多晶产业链差异



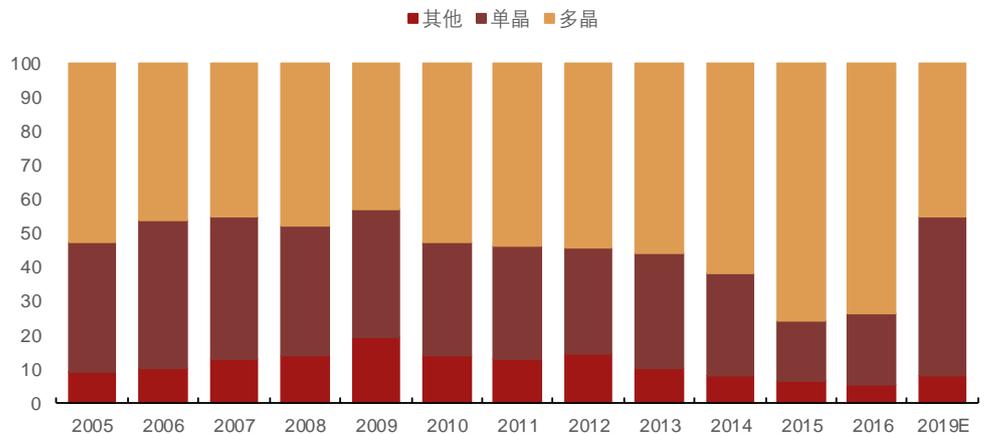
资料来源：WIND，招商证券

在目前的工艺水平下，单晶电池的转换效率比多晶电池转换效率高 1.5%，价格多晶转化效率为 20%，则单晶电池转换效率比多晶电池高 7.5%，按照目前多晶组件 34 美分/瓦计算，7.5%的效率提升价值 2.55 美分/瓦，单多晶之间除了拉晶有一定差异，则后端制造成本完全一致。

目前以隆基为代表单晶企业，将拉晶成本下降至 40-50 元/kg，即每瓦仅 1.9-2.3 美分/瓦，多晶即使完成金刚线和黑硅改造，成本优势依旧不明显。总体看来单晶性价比显著。

未来单晶渗透率将会从 2016 年的 22%快速上升至 45-50%。

图 13：单多晶占比未来趋势



资料来源：WIND，招商证券

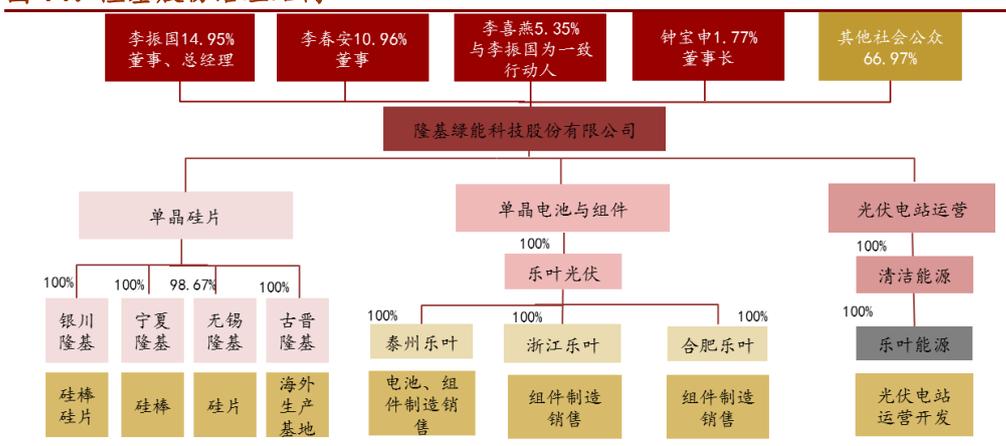
三、隆基股份：构建生态链，实现技术输出

3.1 隆基是一家硅片企业

全球最大的单晶硅片制造商：公司自成立以来专注于单晶硅棒、硅片的研发、生产与销售，目前单晶硅片产能达到 7.5GW，是全球最大的单晶硅片生产商。

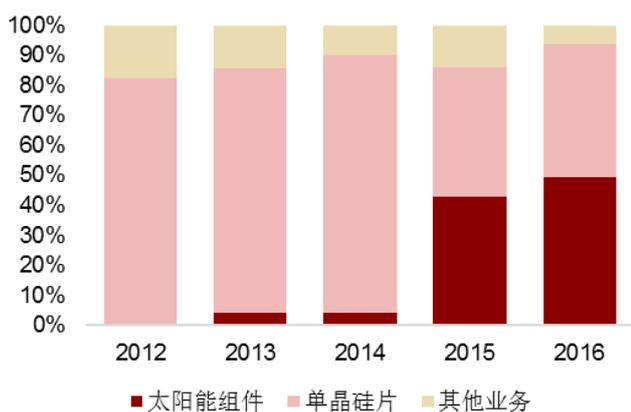
业务延伸至光伏全产业链：公司还从事单晶电池与组件的生产与销售，同时覆盖光伏电站的建设与运营。

图 14：隆基股份治理结构



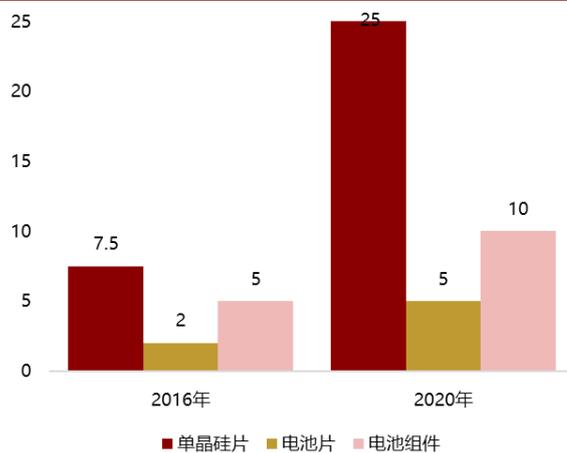
资料来源：WIND，招商证券

图 15：隆基股份收入结构



资料来源：WIND，招商证券

图 16：隆基股份产能扩张路线图（单位：GW）



资料来源：公司公告，招商证券

产能扩张硅片仍为重点：公司截至 2016 年底硅片产能为 7.5GW，计划截至 2020 年单晶硅片产能扩张至 25GW。无论是现在还是未来，公司产能都以单晶硅片为主，保持其在单晶硅片制造领域的地位。而组件的竞争相对分散，公司未来生产仍以单晶硅片为重点。

硅片贡献大部分利润：从硅片与组件产品的利润拆分与测算可以看出，硅片的净利率远高于电池组件，因此即使两者收入相当，硅片依然是公司净利润的主要贡献者。

表 2：2016 年各子公司盈利情况

公司名称	主要业务	营业收入	营业利润	净利润	净利润
银川隆基	硅片	3,241.52	661.24	598.17	18%
宁夏隆基	硅片	1,331.69	274.12	234.53	18%
无锡隆基	硅片	968.43	213.98	190.77	20%
乐叶光伏	组件	6,728.80	176.87	149.22	2%
泰州乐叶	组件	1,338.58	26.52	23.66	2%
浙江乐叶	组件	3,653.25	86.97	75.87	2%
合肥乐叶	电池	192.42	-14.05	-10.39	-5%
古晋隆基	海外硅片、电池、组件	92.55	-4.94	-5.28	-6%
清洁能源	运营	87.18	-10.86	-2.68	-3%
乐叶能源	运营	22.38	-31.82	-25.45	-114%

资料来源：WIND，招商证券

3.2 生态链构建硅片成本优势

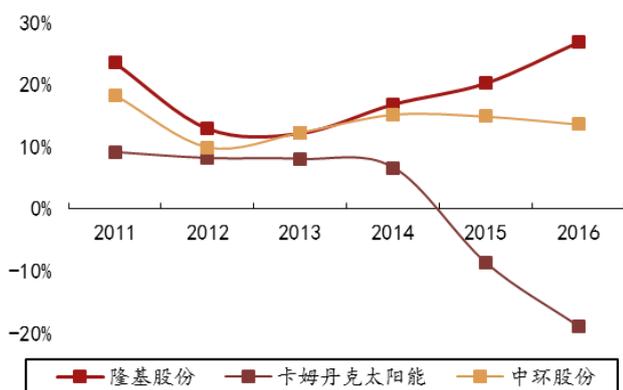
公司硅片成本优势明显：隆基作为单晶硅片生产龙头企业，其单晶硅片成本低于同行业其他企业。

隆基股份产能优势明显，作为单晶龙头单晶硅片的市占率达到 **40%**，硅片总体市占率为 **8%**；

成本优势从何而来？

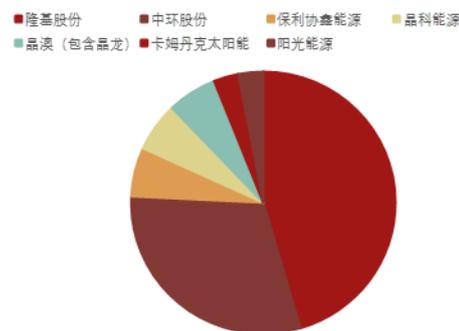
- a. 公司硅片环节设备投资关联公司，实现自制；同时生产项目的单位投资显著低于同行
- b. 生产设备、辅料等上游供货商大多为公司关联方，相当于形成自己低成本的供应链
- c. 硅棒生产基地电价低廉，享受低能源优势；切片工厂靠近江浙，利于产品推广销售

图 17：主流单晶硅片企业毛利率



资料来源：WIND，招商证券

图 18：单晶硅片市场格局 (2016 年)



资料来源：公司公告，招商证券

3.2.1 自制设备，低廉的投资成本

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 3：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	-
中环股份	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	
	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

3.2.2 形成完整供应链，实现技术输出

培养产业链关联方：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，到金刚石线、坩埚等辅料，公司均有深入合作的企业，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。

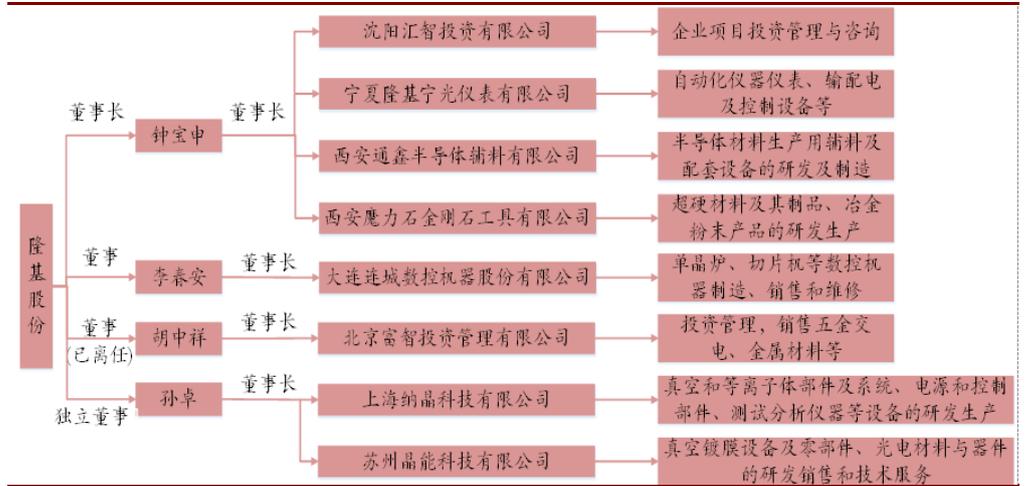
大连连城数控在设备上具有极强的生产和制造能力，为公司降低折旧成本做出了极大的贡献。

表 4：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	

资料来源：公司资料，招商证券

图 19：隆基股份高管任职情况



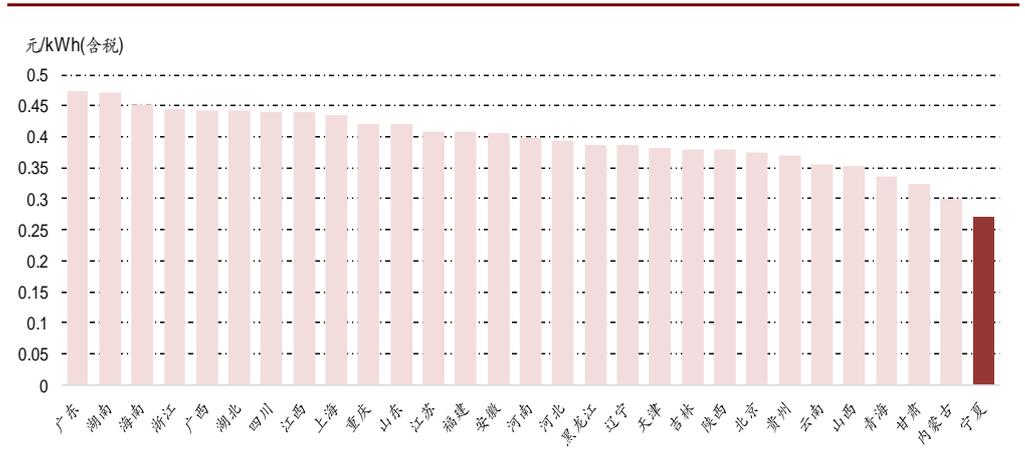
资料来源：WIND，招商证券

3.2.3 低廉的能源投资

公司产能布局非常具备前瞻性，两大硅棒生产基地位于宁夏的银川和中宁，利用宁夏电价低和劳动力廉价的优势降低生产成本，建立成本优势。

公司的切片生产厂立足无锡，更贴近消费市场。辐射 400 公里内的江苏、浙江，覆盖 60% 以上的中国太阳能企业，有利于单晶产品的推广与销售。同时无锡靠近沿海地区，便于产品的出口。

图 20：全国各省电费情况（含税）



资料来源：WIND，招商证券

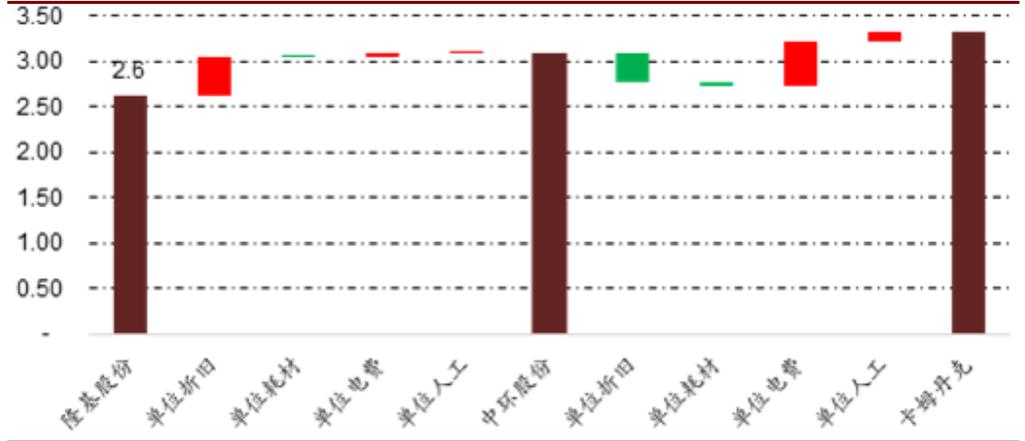
3.2.4 成本优势明显，护城河极宽

隆基股份与中环股份的技术能力基本处于同一水平和能力，但隆基股份通过装备自制实

现了投资成本仅为中环的 50%；

隆基股份技术水平大大领先于二线企业，通过产业链调研隆基的单炉单月产量达到 2.4-2.5 吨/月，而卡姆丹克等二线企业则仅为 1.8-2.0 吨/月；

图 21：隆基股份非硅成本构成（元/片）



资料来源：招商证券

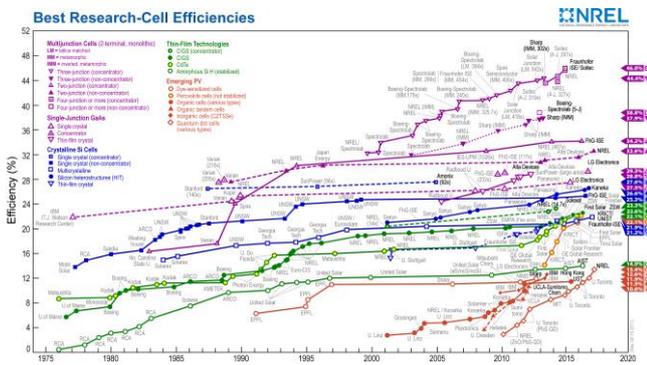
3.3 隆基的未来，电池片的崛起

效率提升是永无止境的工作。

光伏的电池技术路径极多，产业与资本徘徊不前：光伏电池技术路径很多，但成本唯一考核指标。许多技术在实验室已经成功，但产业化却面临设备、辅料、良品率等问题。

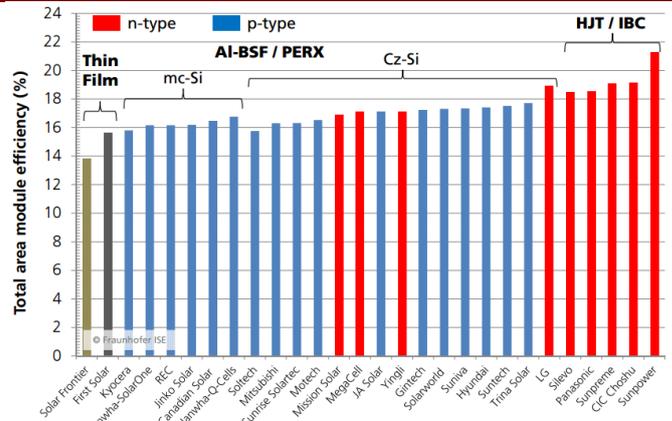
在高效电池的应用上，目前所有已知的高效电池技术均已经成功应用于单晶硅片，高效记录保持者 IBC 和 HIT 技术均是采用单晶硅片，而多晶硅片由于晶体的不规则，所以导致了应用上确实存在难度。

图 22：光伏电池片技术路线



资料来源：NREL，招商证券

图 23：高效电池片大多以单晶硅片为基底材料



资料来源：Fraunhofer，招商证券

图 24: 隆基股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 25: 隆基股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、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	67.5	25.6	15.6	12.8	10.8
PB	6.2	3.9	3.2	2.6	2.1
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。