

强烈推荐-A (维持)

通威股份 600438.SH

目标估值: 12.0-12.0 元

当前股价: 7.16 元

2017 年 08 月 26 日

电池成本行业领先，强势扩产将成新龙头

基础数据

上证综指	3332
总股本(万股)	388237
已上市流通股(万股)	228414
总市值(亿元)	278
流通市值(亿元)	164
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	10.8
资产负债率	48.9%
主要股东	通威集团有限公司
主要股东持股比例	52.45%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	17	15
相对表现	15	8	0



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《通威股份(600438)——硅料、电池成本双领先，业绩超预期增长》2017-08-22
- 2、《通威股份(600438)——成本优势明显，快速扩张实现进口替代》2017-08-13
- 3、《通威股份(600438)——成本领先，扩张优势明显》2017-08-10

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

陈术子

chenshuzi@cmschina.com.cn
S1090516080001

通威股份通过并购切入光伏产业链的电池环节，秉承精细化管理的理念，同时对电池产线进行自动化建设和改造，实现成本的降低，达到行业领先水平。同时公司进行 PERC 电池的快速扩产，电池产能目标是 10GW，有望成为全球第一大电池厂商。

- **收购通威太阳能后，电池业务成公司主要利润来源之一：**2016 年通威股份购买通威集团持有的合肥通威全部股权，将电池业务揽入旗下；2016 年合肥通威净利润达到 4.45 亿元，超出承诺 12%，且占公司总的净利润比达到 43.48%，表现不俗，成为公司利润的主要来源之一。
- **电池竞争格局分散，实现高效或超低成本生产的企业将获得机会：**高效电池技术路线多样，有部分电池技术在工艺上实现了突破可以量产，但由于设备投资成本过高，尚未实现大规模生产。而电池环节日前格局分散，目前企业之间技术水平和成本差异较小，未来能实现高效电池量产或者实现领先行业低成本生产的企业有望成为龙头。
- **公司通过自动化产线与精益化管理做到电池成本领先：**通威股份以精益化管理、成本控制能力强著称，而合肥通威通过对电池产线的自动化改造，减少人工成本，同时提高产能利用率，将折旧摊薄至最低水平，实现电池生产成本的降低，目前已经达到行业领先，即 0.2-0.3 元/瓦。另外公司初始投资成本不断下降，未来成本有望继续降低。
- **扩产以高效电池为主，有望成为第一大电池生产商：**公司在建产能 4.7GW，2.4GW 为单晶 PERC 电池，2.3GW 为多晶 PERC 电池；到 2017 年底公司产能可达到 6GW，2018 年底公司产能可达到 8.3GW，公司有望在 2018 年成为全球第一大电池生产企业。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**我们预测公司 2017-2019 年净利润分别为 17.42/21.87/29.65 亿元，给予强烈推荐-A 评级，目标价 12 元；
- **风险提示：产能投放不及预期；行业需求不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	14079	20884	24017	28820	35881
同比增长	-9%	48%	15%	20%	25%
营业利润(百万元)	383	1113	2028	2559	3482
同比增长	2%	191%	82%	26%	36%
净利润(百万元)	331	1025	1742	2187	2965
同比增长	1%	209%	70%	26%	36%
每股收益(元)	0.09	0.26	0.45	0.56	0.76
PE	83.9	27.1	16.0	12.7	9.4
PB	11.1	2.4	2.1	1.8	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、收购通威太阳能，电池业务为公司强势贡献利润	4
二、电池格局分散，实现低成本或高技术的企业将胜出	6
2.1 电池格局分散，低成本生产高效电池为难点	6
2.2 国内企业技术差异小，未来实现成本或技术领先的企业将胜出	7
三、太阳能电池成本实现领先，强势扩产	9
3.1 公司电池成本持续下降，达到行业领先	9
3.1.1 产线开工率高，产能利用率高于行业平均水平	10
3.1.2 产线自动化与精细化管理，降低人工成本	10
3.1.3 初始投资成本不断降低，成本有望持续降低	12
3.2 产能扩张迅速，或成为全球最大电池厂商	12
3.3 鼓励研发，提升电池转换效率	14

图表目录

图 1：通威股份主要经营业务	4
图 2：全球前 10 大电池企业及产量	6
图 3：PERC 电池产能及产量 (MW)	6
图 4：不同类型太阳能电池最高效率追踪图 (研发)	7
图 5：组件量产效率 (到 2016 年底)	8
图 6：主要电池片企业电池成本 (元/W)	8
图 7：同行业可比公司产能利用率	10
图 8：通威电池厂自动测试分选机	11
图 9：通威电池自动化装配车间	11
图 10：主流电池企业扩产计划	12
图 11：通威股份电池产能结构	12
图 12：电池片效率提升路线	14
图 13：通威股份历史 PE Band	14
图 14：通威股份历史 PB Band	14
表 1：通威太阳能收购重要时间节点	4
表 2：通威集团业绩承诺 (单位：百万元)	5

表 3: 通威太阳能(合肥)主要财务指标(单位:百万元)	5
表 4: 通威股份电池及组件成本估算	9
表 5: 阿特斯电池片成本	9
表 6: 晶科能源与阿特斯组件成本对比(单位:美元/W)	9
表 7: 公司产线改造与建设情况	11
表 8: 通威电池及组件业务人工工资大幅下降	11
表 9: 通威股份新建电池项目投资成本不断下降	12
表 10: 主流电池生产企业资产负债率	13
表 11: 主流电池生产企业有息负债率	13
表 12: 主流电池企业已获利息保障倍数	13
表 13: 主流电池企业经营性净现金流(亿元)	13
表 14: 主流电池企业净现金流(亿元)	14
附: 财务预测表	16

一、收购通威太阳能，电池业务为公司强势贡献利润

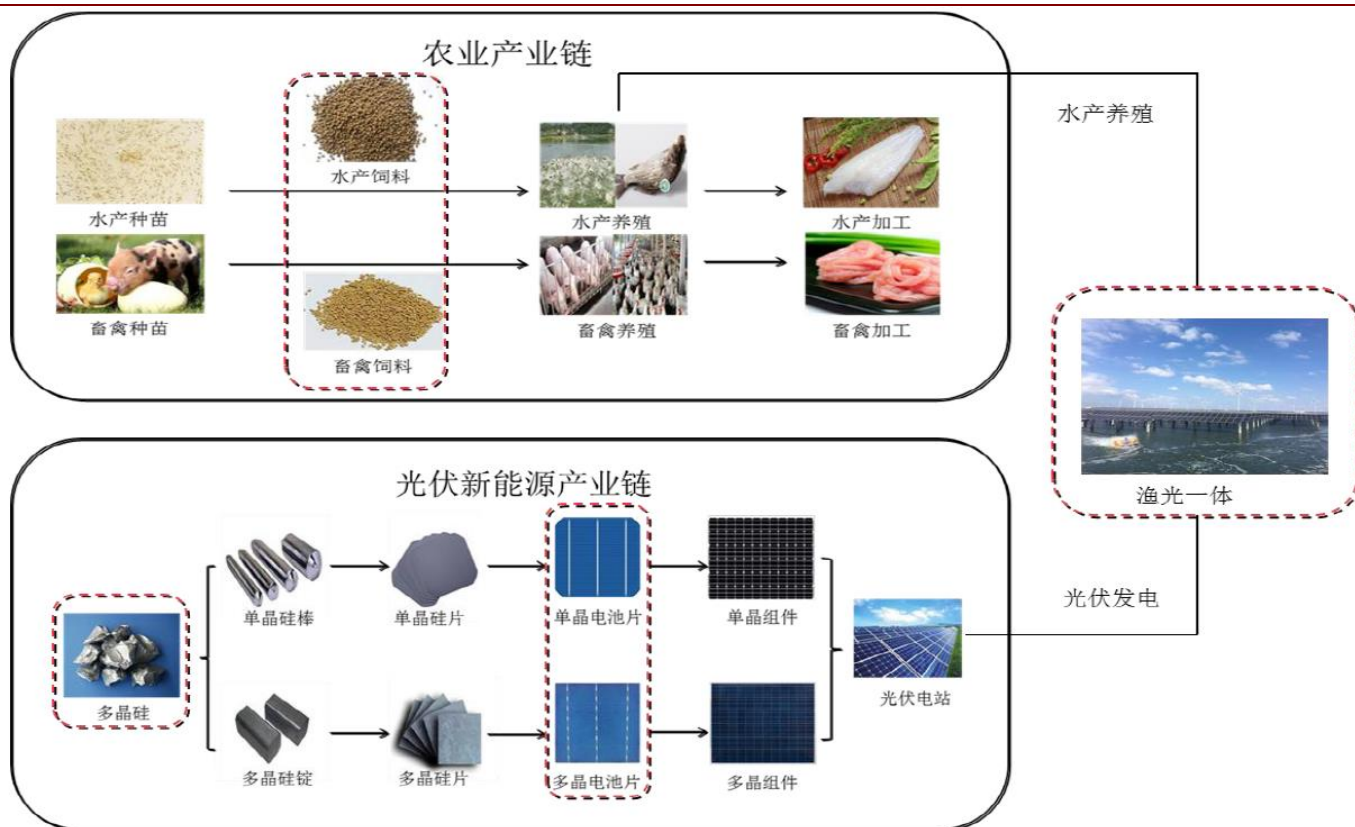
2013年通威股份母公司通威集团以8.7亿元中标购买合肥赛维并更名为合肥通威，扩大太阳能电池和组件的生产。2015年合肥通威通过技改多晶硅电池产能从1.2GW提升至1.6GW，全线恢复正常生产。2016年通威股份购买通威集团持有的合肥通威（以下简称通威太阳能）全部股权，继前次将永祥多晶硅并入后，又将通威太阳能并入，自此晶硅电池生产与销售业务也转入上市公司通威股份业务板块中。

表 1：通威太阳能收购重要时间节点

时间	事件
2013年9月16日	通威集团以8.7亿元的价格中标，收购合肥赛维，并更名为通威太阳能（合肥）有限公司
2016年2月18日	通威集团按账面净资产价格其持有的安徽通威80%股权、通威太阳能100%股权转让给通威太阳能（合肥），通威太阳能将其持有的安徽通威20%股权转让给通威太阳能（合肥），通威太阳能和安徽通威成为合肥通威的全资子公司
2016年4月15日	发布重组预案，拟作价49.84亿元向控股股东通威集团发行股份。购买其持有的通威太阳能（合肥）100%股权。
2016年4月29日	收到上交所对公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易草案信息披露问询函。
2016年8月24日	上交所通过公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得无条件。
2016年9月22日	上交所核准公司发行股份购买资产并募集配套资金。
2016年9月26日	通威股份已购买合肥通威100%股权过户完毕。

资料来源：wind，招商证券

图 1：通威股份主要经营业务



资料来源：公司年报，招商证券

注：红色虚线为通威股份业务

敬请阅读末页的重要说明

通威太阳能业绩超出承诺，占母公司净利润超 50%：根据通威集团对通威太阳能作出的业绩承诺，2016-18 年，通威太阳能的扣非净利润分别需达到 3.95 亿元、6.08 亿元和 7.69 亿元。而 2016 年通威太阳能净利润达到 4.45 亿元，超出承诺 12%，且占通威股份净利润比达到 43.48%，表现不俗，成为公司利润的主要来源之一。

表 2：通威集团业绩承诺（单位：百万元）

标的公司	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 (非承诺业绩)
通威太阳能	395.50	608.25	769.40	820.30

资料来源：公司公告，招商证券

表 3：通威太阳能（合肥）主要财务指标（单位：百万元）

项目	2014	2015	2016	占母公司比例(2016)
总资产	3,455.31	4,047.55	5,414	25.30%
净资产	425.10	801.31	2,396	20.31%
营业收入	1,412.63	3,287.92	3765.367	18.03%
毛利润	166.97	674.02	771.37	23.48%
净利润	70.64	376.20	445.02	43.48%
ROE	16.62%	46.95%	18.57%	-
毛利率	11.82%	20.50%	20.49%	-

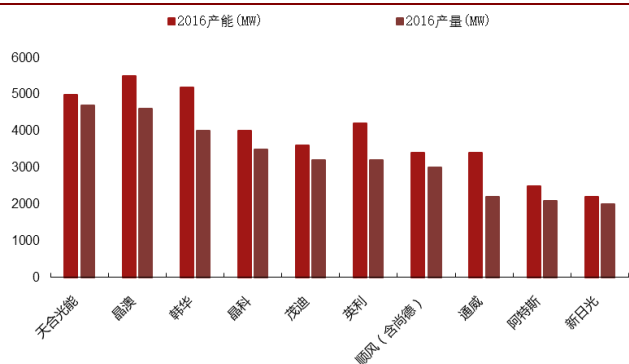
资料来源：公司公告，招商证券

二、电池格局分散，实现低成本或高技术的企业将胜出

2.1 电池格局分散，低成本生产高效电池为难点

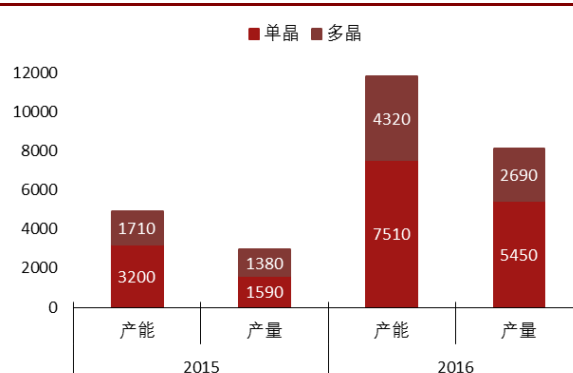
竞争格局分散，国内企业产能占比高：目前电池片环节企业格局分散，排名前五的企业产能多在 4-5.5GW 之间，差异较小，同时大多数生产电池的企业同时涉足硅片、组件的生产。另外电池片的生产排名靠前的多为国内企业，90%以上的产量来自中国。

图 2：全球前 10 大电池企业及产量



资料来源：CPIA，招商证券

图 3：PERC 电池产能及产量 (MW)

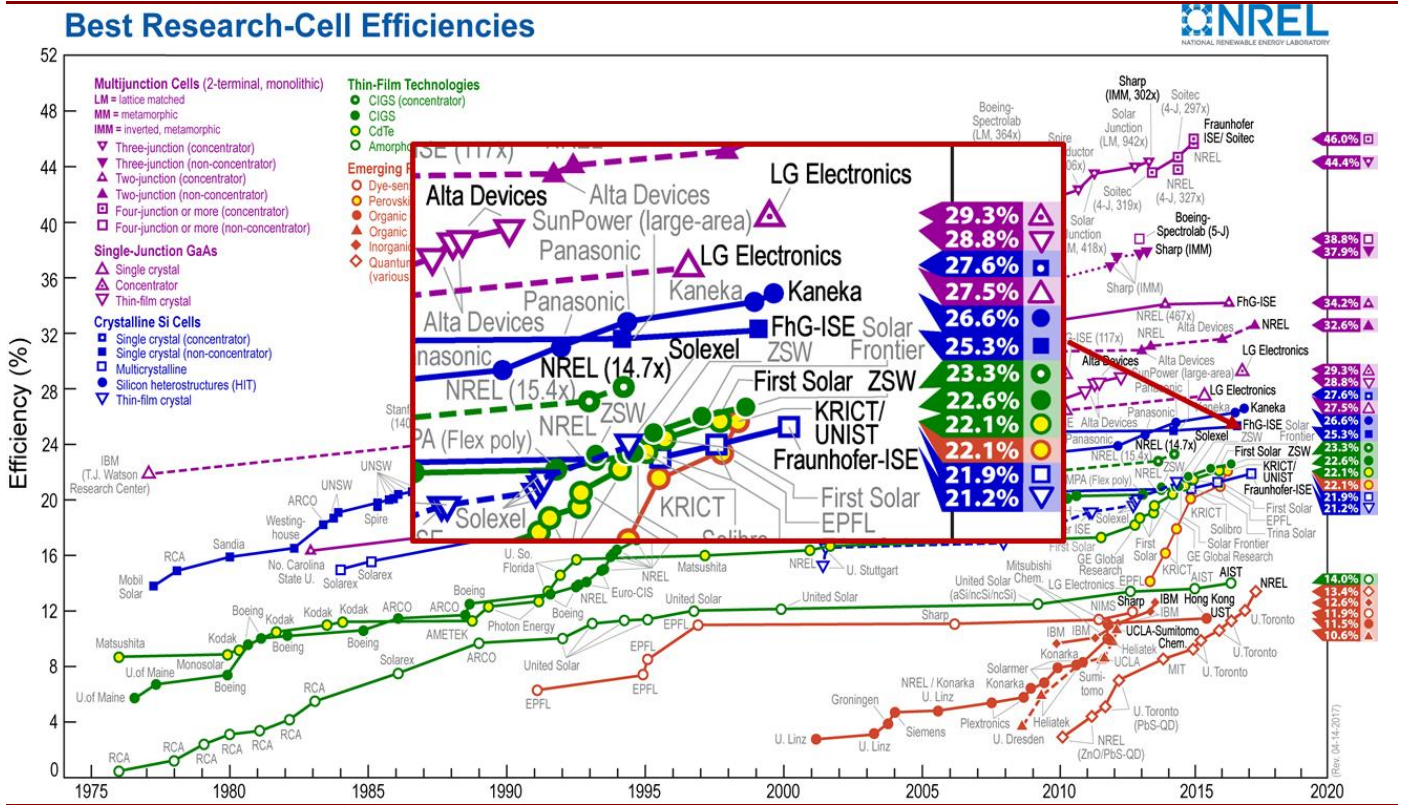


资料来源：CPIA，招商证券

电池路线多样化，但高成本是阻碍其量产主要原因：转换效率是衡量电池性能的最重要标准，高效电池可实现单位面积的高发电量。目前在实验室内实现高效率的电池技术路线很多，目前已经有部分电池技术在工艺上实现了突破可以量产，但由于部分实现高效电池的工艺环节设备投资成本过高，许多高效电池尚未实现大规模生产。

高效电池中仅有 PERC 电池实现量化大规模生产：高效电池虽然技术路线十分丰富，但是仅有 PERC（背面钝化）电池近年的投资成本降低最快，该技术可用于单晶硅片和多晶硅片。2016 年多晶 PERC 电池的平均转换效率为 18.6%-19.2%，单晶 PERC 电池的平均转换效率为 20.5%-20.8%，主流电池厂商都已经拥有 PERC 电池的产能或者正在规划中。其他高效晶硅电池 IBC、HJT 尚未实现大规模生产。

图 4：不同类型太阳能电池最高效率追踪图（研发）



资料来源：NREL、招商证券

2.2 国内企业技术差异小，未来实现成本或技术领先的企业将胜出

目前电池环节竞争格局分散，并未像硅料和硅片环节一样存在龙头企业，主要原因是目前技术尚未定型。随着电池技术的不断发展，未来有两类企业能够在电池片环节胜出，或将成为龙头企业：

第一类：技术领先策略

目前国内企业技术差异小，且尚未达到高效电池技术的最前沿：国内企业虽然是全球电池片生产的主流，整体来说单晶量产效率在 19%-21% 之间，多晶量产效率在 17%-19% 之间，单晶高效电池目前以 PERC 为主要技术，多晶高效电池目前以 PERC+黑硅为主要技术，国内各企业并没有显著的技术差异。

相比国外松下、LG、Sunpower 等企业已经实现 IBC、HJT 等高效电池的小部分量产，最前沿的电池技术尚在国外企业手或实验室手中，但也尚未实现量产。

目前前沿的高效技术，暂时没有解决成本问题，主要是由于设备门槛高，投资重（被海外公司垄断），技术上国内缺乏经验。

未来一定会有注重于持续研发的企业掌握高效电池技术，并将其快速实现规模化生产，保持 1-2 年甚至 3-5 年的领先水平，这样的企业有望成为行业的引领者。

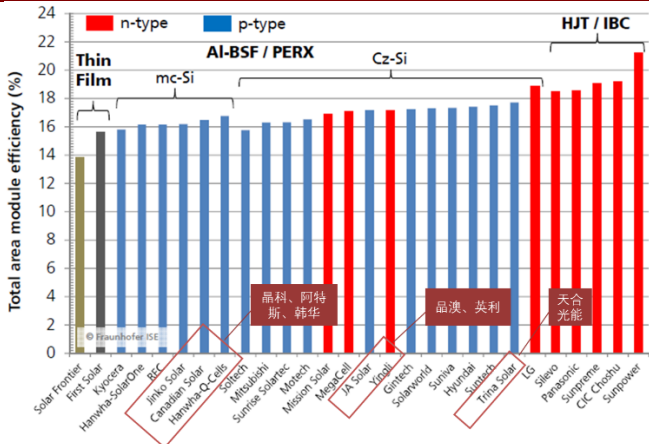
第二类：成本领先策略

目前国内主流电池生产商成本差异不大，但有分化趋势：从国内目前的主要电池生产企业来看，其电池生产成本多在 1.3-1.5 元/W 之间，通威股份成本更低，在 1.2 元/W 以

下。

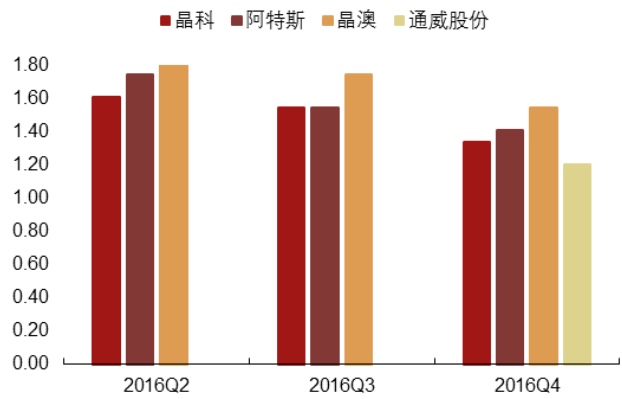
电池生产成本已经有分化趋势，在技术无明显差异的情况下，企业若能通过对生产过程控制与管理做到生产成本的降低，并远低于行业水平，则会以超强成本优势从众企业中胜出，加之迅速扩产，有可能成为行业龙头企业。

图 5：组件量产效率（到 2016 年底）



资料来源：Fraunhofer，招商证券

图 6：主要电池片企业电池成本（元/W）



资料来源：公司公告，招商证券

注：晶科能源与晶澳太阳能只公布了组件成本，假设晶科、晶澳的组件封装成本与阿特斯相同，测算电池生产成本结果如上。通威股份的数据为 2016 年全年数据

三、太阳能电池成本实现领先，强势扩产

3.1 公司电池成本持续下降，达到行业领先

公司通过不断提升产线自动化水平、强化管理效率及人员结构、突出与供应商的双赢合作等方式，降成本效果较好，到目前为止，公司多晶电池生产成本已经降至 1.2 元/W 以下，非硅成本已经下降至 0.3 元/W 以下；同时公司 PERC 电池的非硅成本降至约 0.4-0.45 元/W，普通多晶电池的生产成本已经达到行业领先水平。

表 4：通威股份电池及组件成本估算

	2015	2016
总成本(百万元)		
原材料	2,242.62	2,925.92
人工工资	97.75	111.47
折旧	65.16	98.71
能源	54.93	66.50
制造费用及其他	28.73	68.20
成本合计	2,489.18	3,270.80
销量(MW)	1619.18	2,424.40
电池片销量(MW)	1,598.00	2,157.00
组件销量(MW)	21.18	267.40
组件单位成本(元/W)	2.82	2.48
单位成本(元/W)		
电池片单位成本	1.52	1.21
人工工资	0.060	0.046
折旧	0.040	0.041
能源	0.034	0.027
制造费用及其他	0.018	0.028

资料来源：公司公告，招商证券

注：其中电池片单位成本为扣除组件成本后测算所得，组件单位成本根据市场情况假设

表 5：阿特斯电池片成本

	2015Q4	2016Q4
硅片(美元/W)	0.19	0.13
电池非硅(美元/W)	0.09	0.08
电池成本(美元/W)	0.28	0.21
电池成本(元/W)	1.79	1.34

资料来源：公司公告，招商证券

表 6：晶科能源与阿特斯组件成本对比(单位：美元/W)

企业	项目	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
晶科	非硅成本	0.35	0.34	0.33	0.32	0.30	0.29	0.27	0.25
	硅成本	0.09	0.08	0.08	0.07	0.07	0.08	0.08	0.07
	组件总成本	0.44	0.42	0.41	0.39	0.37	0.37	0.35	0.32
阿特斯	硅片成本	0.21	0.19	0.18	0.19	0.19	0.18	0.16	0.13
	电池非硅	0.11	0.10	0.10	0.09	0.09	0.08	0.07	0.08
	组件非硅	0.15	0.15	0.14	0.13	0.13	0.13	0.12	0.12
	组件总成本	0.47	0.44	0.42	0.41	0.41	0.39	0.35	0.33

资料来源：公司公告，招商证券

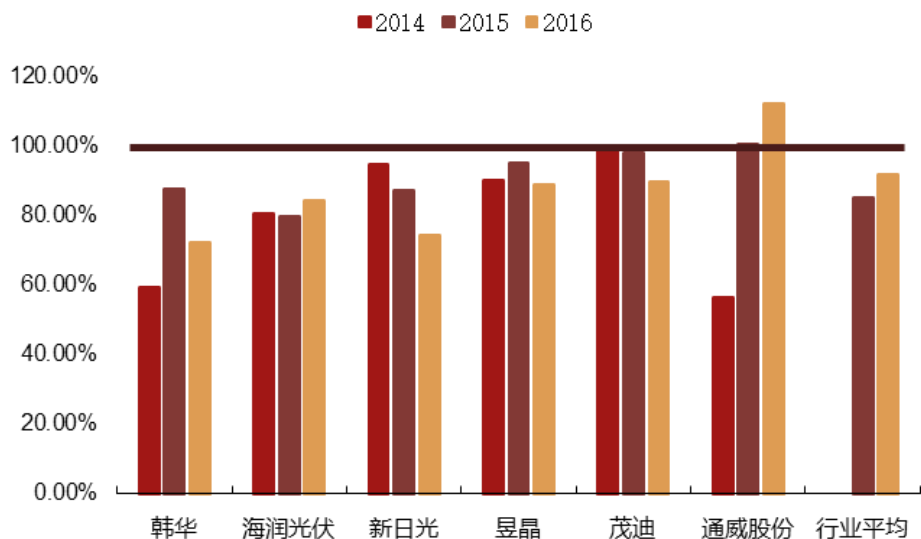
3.1.1 产线开工率高，产能利用率高于行业平均水平

产线开工率保持高水平：截至今年5月，公司合肥生产基地实现了连续10个季度持续盈利，连续10个季度保持开工率100%，连续10个季度各项生产指标创历史新高，电池片产量、出货量、生产成本等均达到了自公司投产以来最好水平，第二季度电池片出货量预计将首次突破单季度1GW，成为全球出货量第一的电池片生产企业。

产能利用率高于行业平均水平：公司目前在产能释放阶段（2014年由于刚刚收购合肥赛维，产线处于恢复期，2014年10月全部产线恢复正常生产），产能利用率超过100%，2016年公司多晶电池产能利用率达到113%，单晶电池产能利用率达到99%，综合产能利用率达到112%，远高于全行业92%的平均水平，同时也高于行业其他可比公司的水平。

优质产品是公司保持高产能利用率的重要因素：公司凭借优异的产品品质及管理水平，先后获得“全国质量奖鼓励奖”（光伏行业唯一获奖企业）、“全国质量信得过班组”、“全国用户满意工程先进企业”等12项国家、省、市级奖项；同时公司电池质量深受下游客户好评，获得晶科能源、天合光能、阿特斯国内外主流客户的16项太阳能电池供应商品质奖项。

图7：同行业可比公司产能利用率



资料来源：CPIA，招商证券

3.1.2 产线自动化与精细化管理，降低人工成本

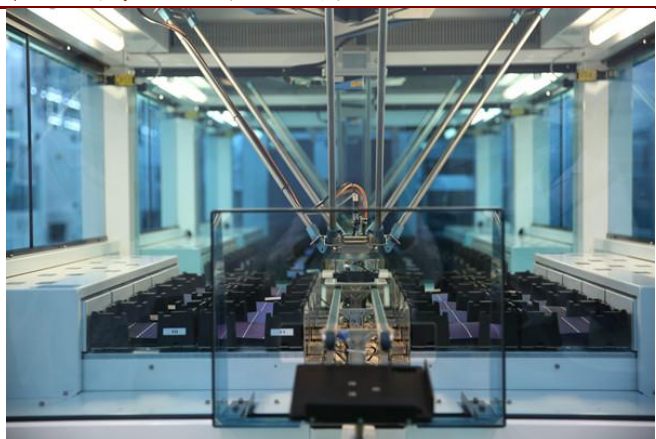
高自动化水平降低人工成本：公司从2015年开始就对产线进行自动化升级改造，同时新建产线也大多是智能化、数字化工厂。如公司成都一期1GW电池工厂仅有工人600多名，对比同行业公司，晶澳太阳能在马来西亚400MW电池生产基地（2015年10月建成投产）有大约700名员工，晶科能源在马来西亚500MW电池和450MW组件产能的工厂（2016年投产）共有工人将近1000名，相比之下公司的自动化水平较高。

表 7：公司产线改造与建设情况

产地	时间	产线	状态	性质	内容	产能变化	员工
成都一期	2015 年 11 月	高效单晶电池	已投产	新建	除了上下料外，太阳能电池片都全部是由高度智能化、自动化生产设备来完成	新增 1GW	600 多人
合肥	2016 年 1 月	P1、P2、P3、P4	已投产	技改	针对原材料进行改进、扩散工艺进行改进以及部分工序由手动改为自动等措施	从 1.2GW 到 1.6GW	-
合肥 P5	2016 年 11 月	P5, 多晶 PERC 电池	已投产	扩建	改造智能化生产线	新增 420MW	约 300 人
成都二期	2017 年 2 月	多晶 PERC 电池	建设中	新建	数字化车间、智能化工厂建设，调试运行全球第一条光伏电池无人生产线	新增 2GW	-

资料来源：公司公告，招商证券

图 8：通威电池厂自动测试分选机



资料来源：公开资料，招商证券

图 9：通威电池自动化装配车间



资料来源：公开资料，招商证券

电池及组件业务的单位人工工资从 2015 年到 2016 年下降 23.84%，效果显著。

表 8：通威电池及组件业务人工工资大幅下降

	2015	2016	下降幅度
人工工资（百万元）	97.75	111.47	
销量（MW）	1619.18	2,424.40	
单位人工工资(元/W)	0.060	0.046	-23.84%

资料来源：公司公告，招商证券

重奖一线技术与工人，提供分享机制降本收益：公司鼓励全员创新，对于通过创新实现降本增效的一线工人与技术人员采取重奖手段。

如，以合肥通威为例，某技术人员通过对电池片生产环节进行改进，增效达 200 万元（财务核算），当月奖金发放 2 万元。通过分享机制推动员工帮助企业实现快速降本。

3.1.3 初始投资成本不断降低，成本有望持续降低

公司新建的电池项目投资成本逐年下降，从 2015 年开工的 11.16 亿元/GW 下降至 2017 年新开工的 8.7 亿元，下降 22%。初始投资成本的降低将使公司未来电池生产非硅成本能够实现持续下降。

表 9：通威股份新建电池项目投资成本不断下降

公司	地点	项目投资(亿元)	开工日期	状态	规划产能(GW)	单位投资(亿元/GW)
通威股份	成都	11.16	2015 年 11 月	已投产	1	11.16
	成都	18.58	2017 年 2 月	在建	2	9.29
	合肥	20.01	未开工	已签约	2.3	8.70
隆基股份	泰州	19.82	2015 年 9 月	已投产	2	9.91
晶澳太阳能	马来西亚	7100 万美元	2015 年 4 月	已投产	0.4	11.89

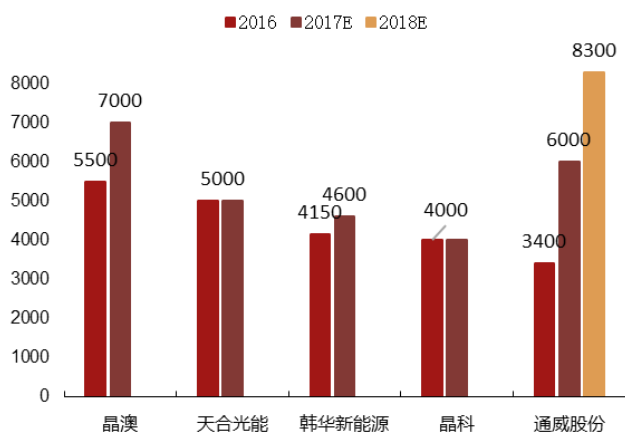
资料来源：公司公告，招商证券

3.2 产能扩张迅速，或成为全球最大电池厂商

产能不断扩张：公司在合肥基地目前有 2.4GW 电池产能，2.3GW 的 PERC 多晶电池即将开工；同时在成都拥有 1.2GW 的单晶高效电池，并有 2.4GW 在建的背钝化高效单晶电池，同时还有 2GW 的产能规划。预计 2017 年底公司产能可达到 6GW，2018 年底公司产能可达到 8.3GW。而其他主流电池企业产能扩张较慢，公司有望在 2018 年成为全球第一大电池生产企业。

新增产能全部为 PERC 高效电池：公司未来扩产计划中，成都基地的 2.4GW 为单晶 PERC 电池，合肥基地的 2.3GW 为多晶 PERC 电池。在未来 PERC 电池的大趋势下，公司将成为 PERC 电池的主要生产企业。

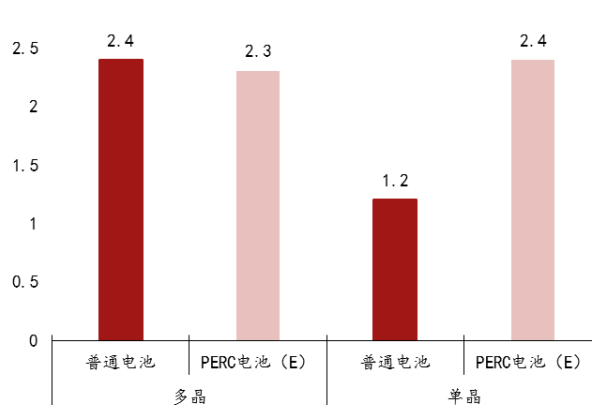
图 10：主流电池企业扩产计划



资料来源：各公司年报，招商证券

注：根据调研数据，通威今年产能有望达到 6GW

图 11：通威股份电池产能结构



资料来源：公司公告，招商证券

注：其中注明“E”的表示在建，根据调研所得实际产能数据

公司资产负债表强壮，现金流能力强，债权融资空间大：通威股份负债率处于历史低位，

2017Q1 仅为 47.74%；同时经营性现金流极强，2016 年经营性净现金流达到 24.31 亿元。

不论是资产负债率、净资产还是现金流能力均处于行业领先水平，未来债权融资空间较大，扩产能力更强。

表 10：主流电池生产企业资产负债率

	2015 年	2016 年
通威股份	57.61%	44.85%
天合光能	76.77%	
晶澳太阳能	63.71%	66.05%
晶科能源	78.04%	75.24%
韩华新能源	86.65%	81.52%
阿特斯太阳能	81.15%	83.37%

资料来源：Wind，招商证券

表 11：主流电池生产企业有息负债率

	2015 年	2016 年
通威股份	31.35%	20.19%
天合光能	37.47%	
晶澳太阳能	30.02%	32.26%
晶科能源	34.73%	24.76%
韩华新能源	42.01%	53.04%
阿特斯太阳能	43.31%	43.47%

资料来源：Wind，招商证券

表 12：主流电池企业已获利息保障倍数

	2015 年	2016 年
通威股份	4.52	7.19
天合光能	3.22	
晶澳太阳能	4.09	3.96
晶科能源	3.52	4.47
韩华新能源	1.81	3.26
阿特斯太阳能	5.12	2.19

资料来源：Wind，招商证券

表 13：主流电池企业经营性净现金流（亿元）

	2015 年	2016 年
通威股份	10.18	24.32
天合光能	12.22	0.00
晶澳太阳能	12.58	10.20
晶科能源	13.39	(18.03)
韩华新能源	16.27	9.53
阿特斯太阳能	26.86	(19.29)

资料来源：Wind，招商证券

表 14：主流电池企业净现金流（亿元）

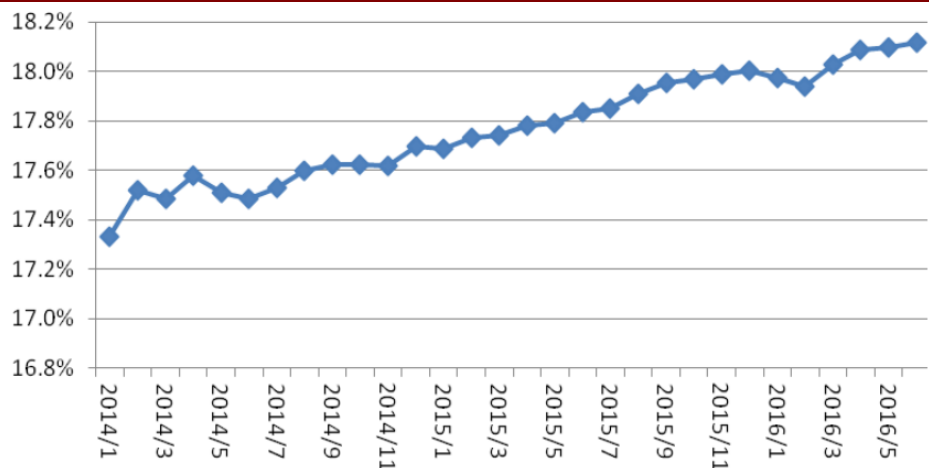
	2015 年	2016 年
通威股份	(3.61)	22.41
天合光能	4.71	
晶澳太阳能	7.28	(3.14)
晶科能源	19.07	1.09
韩华新能源	2.81	13.18
阿特斯太阳能	0.23	(2.92)

资料来源：Wind，招商证券

3.3 鼓励研发，提升电池转换效率

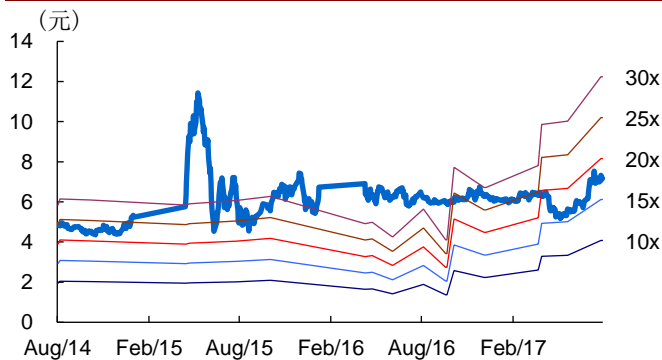
公司不断投入研发提升电池转换效率：合肥太阳能共有 83 名研发人员，在背钝化、黑硅、二次印刷、无网结等多项电池核心技术领域形成了具有自主知识产权的多项技术成果，处于国际先进水平。到 2016 年底，累计申请并获得授权专利 50 项，其中发明专利 18 项、实用新型 24 项、软件著作权 8 项。预计公司 PERC 单晶电池的转换效率可达到 21.5% 左右。未来公司将通过持续研发提升转换效率。

图 12：电池片效率提升路线



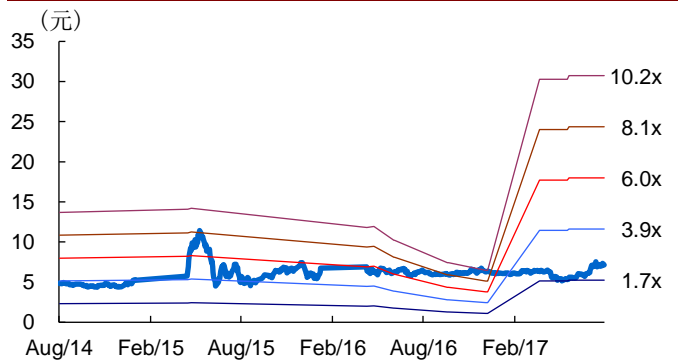
资料来源：公司公告，招商证券

图 13：通威股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 14：通威股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

其他参考报告:

- 1、《通威股份（600438）—硅料、电池成本双领先，业绩超预期增长》2017-08-22
- 2、《通威股份（600438）—成本优势明显，快速扩张实现进口替代》2017-08-13
- 3、《通威股份（600438）—成本领先，扩张优势明显》2017-08-10

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	2465	7824	9536	11254	13840
现金	1062	3653	5509	6576	8112
交易性投资	18	1	1	1	1
应收票据	6	566	234	358	589
应收款项	414	576	575	714	881
其它应收款	35	389	448	537	669
存货	842	1380	1489	1743	2201
其他	89	1258	1282	1325	1388
非流动资产	3625	13575	14700	16393	18874
长期股权投资	52	111	111	111	111
固定资产	2218	8681	11362	13203	15814
无形资产	682	1199	1079	971	874
其他	673	3584	2148	2108	2075
资产总计	6090	21399	24237	27647	32715
流动负债	2696	7921	9172	10709	13183
短期借款	1119	2668	4894	5703	7141
应付账款	406	1623	1809	2161	2664
预收账款	684	943	1051	1255	1547
其他	487	2687	1417	1590	1831
长期负债	812	1676	1676	1676	1676
长期借款	214	385	385	385	385
其他	598	1291	1291	1291	1291
负债合计	3508	9597	10848	12385	14859
股本	817	3882	3882	3882	3882
资本公积金	402	5703	5703	5703	5703
留存收益	1280	2092	3648	5495	8071
少数股东权益	82	123	156	180	199
归属于母公司所有者权益	2500	11678	13233	15081	17656
负债及权益合计	6090	21399	24237	27647	32715

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1018	2432	3814	4123	5024
净利润	331	1025	1742	2187	2965
折旧摊销	273	841	1545	1772	1974
财务费用	114	247	129	122	142
投资收益	(8)	(65)	(45)	(41)	(51)
营运资金变动	289	236	434	63	(31)
其它	19	148	10	20	25
投资活动现金流	(812)	(4393)	(2648)	(3445)	(4445)
资本支出	(815)	(3560)	(2682)	(3473)	(4467)
其他投资	4	(833)	34	28	22
筹资活动现金流	(571)	4193	689	389	958
借款变动	(390)	(4555)	959	809	1438
普通股增加	0	3065	0	0	0
资本公积增加	1	5301	0	0	0
股利分配	(81)	(103)	(187)	(339)	(389)
其他	(101)	486	(83)	(81)	(91)
现金净增加额	(365)	2231	1856	1067	1537

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	14079	20884	24017	28820	35881
营业成本	12196	17598	19622	23431	28884
营业税金及附加	4	52	60	72	90
营业费用	731	749	862	1034	1287
管理费用	653	1175	1351	1621	2018
财务费用	95	230	129	122	142
资产减值损失	20	34	12	23	29
公允价值变动收益	(5)	2	2	2	2
投资收益	8	65	44	39	49
营业利润	383	1113	2028	2559	3482
营业外收入	55	129	83	89	100
营业外支出	15	20	20	20	20
利润总额	423	1221	2090	2627	3562
所得税	81	198	350	443	601
净利润	342	1023	1740	2184	2961
少数股东损益	10	(1)	(2)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	331	1025	1742	2187	2965
EPS (元)	0.09	0.26	0.45	0.56	0.76

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-9%	48%	15%	20%	25%
营业利润	2%	191%	82%	26%	36%
净利润	1%	209%	70%	26%	36%
获利能力					
毛利率	13.4%	15.7%	18.3%	18.7%	19.5%
净利率	2.4%	4.9%	7.3%	7.6%	8.3%
ROE	13.2%	8.8%	13.2%	14.5%	16.8%
ROIC	9.6%	6.9%	9.6%	10.4%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	57.6%	44.8%	44.8%	44.8%	45.4%
净负债比率	23.1%	20.2%	21.8%	22.0%	23.0%
流动比率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.0
速动比率	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	2.3	1.0	1.0	1.0	1.1
存货周转率	12.6	15.8	13.7	14.5	14.6
应收帐款周转率	35.3	42.2	41.7	44.7	45.0
应付帐款周转率	25.3	17.3	11.4	11.8	12.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.09	0.26	0.45	0.56	0.76
每股经营现金	0.26	0.63	0.98	1.06	1.29
每股净资产	0.64	3.01	3.41	3.88	4.55
每股股利	0.01	0.05	0.09	0.10	0.14
估值比率					
PE	83.9	27.1	16.0	12.7	9.4
PB	11.1	2.4	2.1	1.8	1.6
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。