

电子

2017年09月18日

北方华创 (002371)

——大陆半导体设备龙头，先进制程渗透加速—— A股电子的公司模型和产业假设剖析系列一

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据： 2017年09月15日

收盘价(元)	28.55
一年内最高/最低(元)	37/21.67
市净率	4.0
息率(分红/股价)	0.08
流通A股市值(百万元)	9997
上证指数/深证成指	3353.62/11063.10

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年06月30日

每股净资产(元)	7.06
资产负债率%	52.03
总股本/流通A股(百万)	458/350
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《半导体景气复苏和电子产业的增量趋势投资——2016年下半年电子行业策略(PPT)》2016/07/14

证券分析师

王谋 A0230517080003
wangmou@swsresearch.com

联系人

王谋
(8621)23297818x7321
wangmou@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 在结束了 29 家海外电子公司营运和供应链剖析系列后，截止目前，我们已自上而下搭建起全球电子/半导体景气周期分析框架、全球海内外电子营运和估值的比较体系，自下而上搭建了基于财务的公司营运和治理分析框架，以及规范可跟踪的标的季度盈利预测体系。我们剩下的工作之一，便是将以上交叉的研究体系泛化至 A 股标的研究和覆盖，以建立下游的关键假设表。在接下来这个新的系列中，我们将向各位投资者分享 A 股各电子细分领域代表公司的业绩拆分和产业核心假设。和市场同行相比，我们的工作有 3 点特色值得投资者关注。见正文)
- 公司 1Q17 经调整后收入增速 59%，1H17 经调整后增速 49%，人均指标持续改善，资产整合导致三费占比升高的影响基本消除。公司毛利率整合前后均稳定维持在 40% 上下，2Q17 三费占比已降低至历史水平，整合进展较为顺利。截止 2Q17 公司存货周转并未发生较大变化，预计 3Q17 增长超预期概率较小，但公司人均指标改善明显，公司盈利有望进一步提升。
- 我们假设预测期公司产能能够满足需求，并且下游需求空间足够满足公司未来 10 年的高速增长需要。我们用设备成本占比进行拆分估算，2016-2018 年国内光刻机市场空间至少在 1289 亿元以上，沉积设备和刻蚀设备合计 1256 亿元以上，表面清洗设备也达 66 亿元。反观国内半导体设备代表厂商营收规模，北方微电子 2015 年(1-11 月)收入 3.47 亿元，七星电子半导体设备收入 3.09 亿，两者合计仅 6.56 亿，面对千亿级别的市场，尚无须有天花板的顾虑。本文认为，国内半导体设备厂商将在相对长的时间里高速增长，逐步满足国内市场需求和渗透国际市场。
- 因此直接对公司 4 块业务做内生成长的假设：半导体设备 2017~2019 年收入增速分别为 43.9%、41.52% 和 47.43%；假设电子元器件 2017~2019 年收入增速分别为 15%、9% 和 9%；假设锂电设备 2017~2019 年收入增速分别为 55%、35% 和 40%；假设真空设备 2017~2019 年收入增速分别为 300%、-30% 和 0%。
- 首次覆盖，给予“增持”评级。预计北方华创 2016--2018 年收入为 23.98、28.94 和 38.30 亿元，归母净利润为 1.56、2.14 和 3.34 亿元，每股收益为 0.34、0.47 和 0.73 元，当前股价对应 2016-2018 年 PE 为 85x、62x 和 40x。半导体设备产业相对于可比标的显示面板产业未来 5 年国产替代的市场空间更大，我们认为公司当前估值合理。考虑到未来 3 年大陆半导体设备将随着在建晶圆厂陆续投产深度受益，无论在产业组织变化、产业政策推动，抑或是公司治理变化上均存在可能的持续的催化剂，因此我们给予“增持”评级。
- 风险提示：核心产品量产线渗透缓慢，14nm 核心设备研发进展缓慢

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,622	1,045	2,398	2,894	3,831
同比增长率(%)	89.87	110.25	47.80	20.70	32.40
净利润(百万元)	93	53	156	214	334
同比增长率(%)	140.36	154.78	68.00	36.90	56.10
每股收益(元/股)	0.20	0.12	0.34	0.47	0.73
毛利率(%)	39.7	35.9	37.8	38.7	38.8
ROE(%)	2.9	1.6	4.7	6.0	8.6
市盈率	143		85	62	40

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

预计北方华创 2016--2018 年收入为 23.98、28.94 和 38.30 亿元，归母净利润为 1.56、2.14 和 3.34 亿元，每股收益为 0.34、0.47 和 0.73 元，当前股价对应 2016-2018 年 PE 为 85x、62x 和 40x。

参考 A 股可比设备类上市公司联得装备、精测电子和智云股份，其 2018 年 PE 均值为 30.3x，PB 均值为 6.2x。北方华创正处研发投入巨大，研发周期较长但销售拓展刚起步的阶段，另外半导体设备产业相对于可比标的显示面板产业未来 5 年国产替代的市场空间更大，北方华创的成长将充分受益于行业发展、潜在的政策红利以及可能的外延并购，我们认为公司当前估值合理。考虑到未来 3 年大陆半导体设备将随着在建晶圆厂陆续投产深度受益，无论在产业组织变化、产业政策推动，抑或是公司治理变化上均存在可能的持续的催化剂，因此我们给予“增持”评级。

关键假设点

我们假设预测期公司产能能够满足需求，并且下游需求空间足够满足公司未来 10 年的高速增长需要。

假设半导体设备 2017~2019 年收入增速分别为 43.9%、41.52%和 47.43%；假设电子元器件 2017~2019 年收入增速分别为 15%、9%和 9%；假设锂电设备 2017~2019 年收入增速分别为 55%、35%和 40%；假设真空设备 2017~2019 年收入增速分别为 300%、-30%和 0%。

有别于大众的认识

我们对北方华创盈利的预测判断与市场大众相比，有以下区别：

1、 基于丰富的海内外各领域的研究经验，以及对全球供应链景气的长期跟踪，我们对产业核心需求和趋势的假设和逻辑更值得参考。例如，我们对全球半导体设备各制程采购占比做了更细致的研究，有助于帮助投资者更细致认识公司所面对市场的空间。

2、 产业和公司盈利预测基于详尽的全球数据，包括 IDC、Dramexchange、ihs 等，方便投资者进一步分析和判断。例如，我们对全球 Dram/Nand、晶圆代工 Capex 投入的预计是在 IDC、Gartner 的预测基础之上，审慎做出调整和跟踪。

3、 提供标的公司的季度盈利跟踪，便于投资者判断预期差。截止目前，我们能够提供最北方华创市场唯一的季度盈利预测。

股价表现的催化剂

PVD/CVD/Etch 28/14nm 核心产品加快量产线销售

核心假设风险

核心产品量产线渗透缓慢，14nm 核心设备研发进展缓慢

目录

1. 北方华创：大陆半导体设备龙头，核心产品加速进入量产线	6
1.1 核心技术支撑多元战略，泛半导体领域结硕果	6
1.2 北方微电子 Etch/PVD/CVD 设备扩产持续	9
2. 北方华创模型拆分和产业假设	9
2.1 业务拆分和核心假设	9
2.2 期间费用和其他假设	12
3. 估值合理，给予“增持”评级	13

图表目录

图 1: 北方华创自上市以来实际控制人为北京电子控股, 即北京国资委	6
图 2: 1H17 北方华创收入结构	8
图 3: 北方微电子收入结构 (2015 年 1~11 月), 百万元	8
图 4: 公司人均效益指标改善明显	8
图 5: 公司库存周转无大变化, 天	8
图 6: 设备采购与安装成本结构	10
图 7: 预计公司半导体设备销售 2018~2019 增速走高, 百万元	11
图 8: 预计公司电子元器件销售 2018~2019 增速维持 9%, 百万元	11
图 9: 预计公司锂电设备销售 2017~2019 增速位 55%、35%和 40%, 百万元	12
图 10: 预计公司真空设备销售 2018~2019 年受周期性影响疲弱, 百万元	12
图 11: 北方华创 PE Band	14
图 12: 北方华创 PB Band	14
表 1: 北方华创半导体设备产品 (部分) 技术和下游应用明细	7
表 2: 北方华创主要子公司业务、营收和利润规模 (2016 年)	7
表 3: 公司在建募投项目包括 G8.5 玻璃基板生产线和 G5 彩色滤光片生产线	9
表 4: 2019 年前, 国内晶圆厂资本支出达 3932 亿元	9
表 5: 北方华创可比公司估值表	13
表 6: 北方华创利润表	15

以最核心的半导体设备业务为例，公司半导体设备产品主要包括等离子刻蚀（Etch）、物理气相沉积(PVD)、化学气相沉积(CVD)、氧化扩散设备(Oxide/Diff)和清洗设备（Cleaning Tool）等。公司核心半导体设备产品可用于 8 寸和 12 寸集成电路、功率器件、MEMS、先进封装等领域，可应用于 28nm 及以上集成电路 IC 量产产线。

表 1：北方华创半导体设备产品（部分）技术和下游应用明细

产品类别	产品细分	技术细节	适用制程	用途/下游应用	产品图示
等离子刻蚀 (Etch)	NMC508 系列	8 寸，包括铝/钨金属互连刻蚀、硅刻蚀	0.11~0.35um	集成电路 IC	
	NMC612 系列	硬掩膜/铝线金属互连刻蚀、硅刻蚀、干法刻蚀	90~40nm、28~14nm	集成电路 IC	
物理气相沉积 (PVD)	eVictor A830 Al pad	12 寸，后道金属互连	40~28nm	集成电路 IC	
	exiTin H430 TiN	12 寸，金属硬掩膜处理	40~28nm	集成电路 IC	
化学气相沉积 (CVD)	HORIS L6471A 多功能	Si ₃ N ₄ (含低应力)、SiO ₂ 、Poly-Si 等薄膜淀积	-	IC、MEMS、功率器件、光伏等	
	SES630A 硅 APCVD	6~8 寸，硅外延薄膜生长	-	集成电路、功率半导体、分立器件、IGBT	
	HORIS P8571A	SiN _x 、SiO _x 、SiON _x 、AlO _x 薄膜淀积	-	光伏、MEMS、功率器件	
	THEORIS D302/D201	氮化硅薄膜淀积、多晶硅薄膜淀积、非晶硅薄膜淀积、二氧化硅薄膜淀积	28nm 以上	集成电路 IC	
	EPEE550	氧化硅 SiO ₂ 、氮化硅 SiN _x 、氮氧化硅 SiON 薄膜沉积	-	LED、功率器件、MEMS、LED 等	
氧化扩散设备 (Oxide/Diff)	THEORIS O302/O201	8、12 寸，干氧氧化、湿氧氧化、DCE 氧化、氮氧化硅氧化	28nm 以上	集成电路、先进封装、IGBT	
	THEORIS A302/A201	高，中，低温退火	28nm 以上	集成电路、先进封装、IGBT	
	THEORIS A302L/A201L	低温合金	28nm 及以上	集成电路、先进封装、IGBT	
清洗设备 (Cleaning Tool)	Saqua 系列	12 寸，单片/叠式清洗机	90-28nm	集成电路、先进封装、MEMS	

资料来源：公司官网，申万宏源研究

注：并未包含公司所有的半导体设备产品；

北方华创子公司业务划分明晰。公司电子元器件业务主要通过七一八相关全资子公司运营，等离子刻蚀和 PVD 为北方微电子有竞争力的业务产品，清洗机和 CVD 为原七星电子有竞争力的产品，公司流量计由子公司七星弗洛尔电子运营。

表 2：北方华创主要子公司业务、营收和利润规模（2016 年）

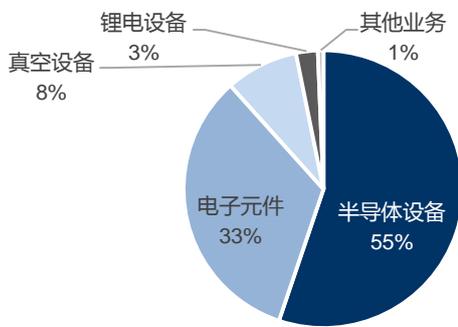
业务类型	子公司	所在地	持股比例	营业收入（百万元）	净利润
------	-----	-----	------	-----------	-----

Etch/PVD	北方微电子基底设备工艺研究中心	北京	100	513.27	66.82
电子元器件	北京七一二有晟电子	北京	74.15	181.98	68.04
清洗机/CVD等	北京七星华创集成电路装备	北京	100	124.9	-1.87
电子元器件	北京晨晶电子有限公司	北京	100	145.8	33.61
流量计	北京七星弗洛尔电子	北京	100	58.78	5.9
电子元器件	北京七一二友益电子	北京	58.19	120.13	32.31

资料来源：申万宏源研究

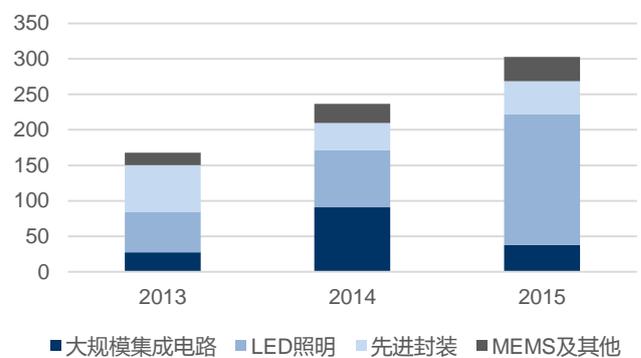
1H17 北方华创收入中 55%来自于半导体设备，33%来自于电子元器件。真空设备、锂电设备营收占比合计约 11%，当前并不是公司产品战略发展的重点。原北方微电子业务划分主要为集成电路、LED、先进封装、MEMS 和其他，整合前（2016 年前）LED 业务和集成电路是主要收入来源，2015 年集成电路收入减少的原因包括尚未统计入当年 12 月营收，以及集成电路设备收入确认年末居多。

图 2：1H17 北方华创收入结构



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：北方微电子收入结构（2015 年 1~11 月），百万元



资料来源：Wind，申万宏源研究

公司 1Q17 经调整后收入增速 59%，1H17 经调整后增速 49%，人均指标持续改善，资产整合导致三费占比升高的影响基本消除。公司毛利率整合前后均稳定维持在 40%上下，2Q17 三费占比已降低至历史水平，整合进展较为顺利。截止 2Q17 公司存货周转并未发生较大变化，预计 3Q17 增长超预期概率较小，但公司人均指标改善明显，公司盈利有望进一步提升。

图 4：公司人均效益指标改善明显



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：公司库存周转无大变化，天



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 北方微电子 Etch/PVD/CVD 设备扩产持续

截止 2Q17，公司在建募投项目“北方微装备扩产”完成比例 29.61%。2016 年公司定增募集配套资金用于整合标的北方微电子设备产能扩产项目，建设期 30 个月，拟投入 5.73 亿元，预计项目达成后实现年净利润 1.9 亿元。截止 2Q17 该项目完成百分比 29.61%，该项目用于公司核心半导体设备等离子刻蚀机、物理气相沉积设备和 CVD 等设备扩产。

表 3：公司在建募投项目包括 G8.5 玻璃基板生产线和 G5 彩色滤光片生产线

时间	融资方式	发行价 (元)	发行股数 占比总股本 (%)	募投项目名称	项目建 设周期 (月)	年产能	销售收 入 (亿 元)	预计/承诺利 润 (亿元)	计划投 资额(百 万元)	完成比 例 (%)
2016	定向 增发	17.46		微电子(北方微 电子)装备扩产 项目	30 个月	年产 Etch54 台、PVD25 台、 CVD5 台等	-	1.9	573	29.61%

资料来源：北方华创，申万宏源研究

2. 北方华创模型拆分和产业假设

2.1 业务拆分和核心假设

我们假设预测期公司产能能够满足需求。公司主营业务包括半导体设备、电子元器件、锂电设备和真空设备。考虑到公司半导体设备募投项目在建（完成度 30%），公司人力、资金等资源需求均在规划之中，我们假设预测期公司半导体设备产能供给充足。另外，公司电子元器件业务主要面对军工客户，需求较为稳定，我们亦假设预测期公司电子元器件产能能够逐步满足需求。

我们认为下游需求空间足够满足公司未来 10 年的高速增长需要。另外，我们认为，至少在未来 10 年公司半导体设备所面对的下需求空间足够，公司在预测期将处于高速的内生成长阶段，理由如下：

未来 3 年国内半导体设备投入将达 3305 亿元。如果和 2008 至 2014 年国内集成电路新增固定资产额相比，可以明显体会 2016 年至 2018 年国内半导体资本支出的井喷态势。如果按照上述资本支出成本结构来计算，其中设备投资未来 3 年将累计达到 3305 亿元，厂房设计达到 42-82 亿元。半导体产业的地区政策可逆性不强（可参考面板产业的发展），因此即使到 2018 年以后，国内政策支持的晶圆厂如武汉新芯、紫光国芯和中芯国际仍然有充足的再投资动力。再退一步讲，国内半导体设备的工艺先进程度仍在渗透初阶段，在可预见的投资年限中，国内晶圆厂上下游供应商成长动力十分充足。

表 4：2019 年前，国内晶圆厂资本支出达 3932 亿元

公司	地点	投资金额(亿 元)	用途	制程 (nm)	晶圆尺寸 (寸)	产能 (片/月)	投产日期
----	----	-----------	----	---------	----------	----------	------

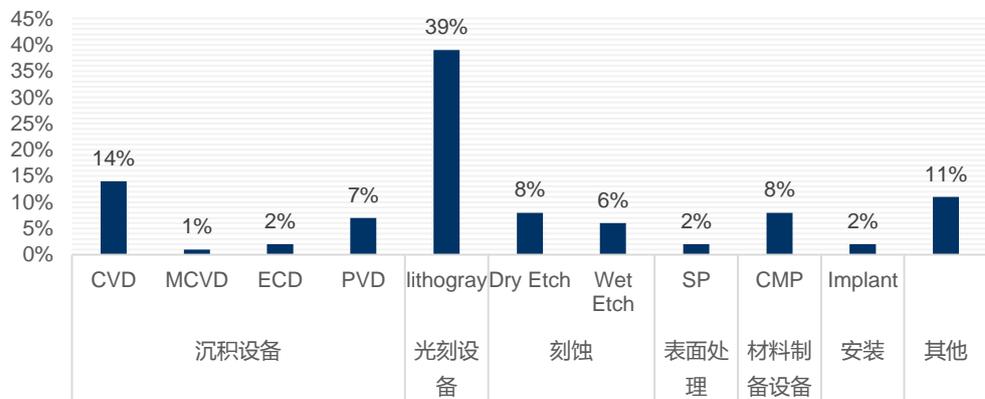
联电	厦门	380	通信、信用卡、银联卡等领域	28	12	6000	2016 年底
武汉新芯	武汉	1500	DRAM、3D NAND	45-20 (预计)	12	30 万片/月	2018 年底
合肥力晶	合肥	135	LCD(液晶) 面板驱动 IC(芯片)	90	12	4 万片	2017 年中
合肥/兆基	合肥	460	DRAM	65	12	4 万	2018 年底投产, 当前合作仍待定
同方国芯	深圳	600	DRAM	45	12	5 万	2018 年底
南京台积电	南京	200	代工	16/14	12	2 万	2018 年下半年
intel	大连	360	改变生产线, 生产 3D NAND	65	12	5 万	/
上海华力微	上海	200	代工	28	12	4 万	2018 年底
德科玛	南京	167	图像传感器	/	8/12	8 寸 6 万, 12 寸 2 万	预计 2017 年底投产
中芯国际	上海/北京	130	购买设备	/	/	/	/
合计:				4132 亿元			

资料来源: IDC, 申万宏源研究

注 1: 截止 2016 年 9 月统计;

进一步用设备成本占比进行拆分估算, 2016-2018 年国内光刻机市场空间至少在 1289 亿元以上, 沉积设备和刻蚀设备合计 1256 亿元以上, 表面清洗设备也达 66 亿元。反观国内半导体设备代表厂商营收规模, 北方微电子 2015 年 (1-11 月) 收入 3.47 亿元, 七星电子半导体设备收入 3.09 亿, 两者合计仅 6.56 亿, 面对千亿级别的市场, 尚无须有天花板的顾虑。值得注意的是, 这仅仅是国内的设备市场规模, 并且针对晶圆厂设备 (此外还有封装测试厂、LED 等等市场领域), 本文认为, 国内半导体设备厂商将在相对长的时间里高速增长, 逐步满足国内市场需求和渗透国际市场。

图 6: 设备采购与安装成本结构



资料来源: IDC, 申万宏源研究

注 1: “其他” 包括离子注入机、热处理设备等;

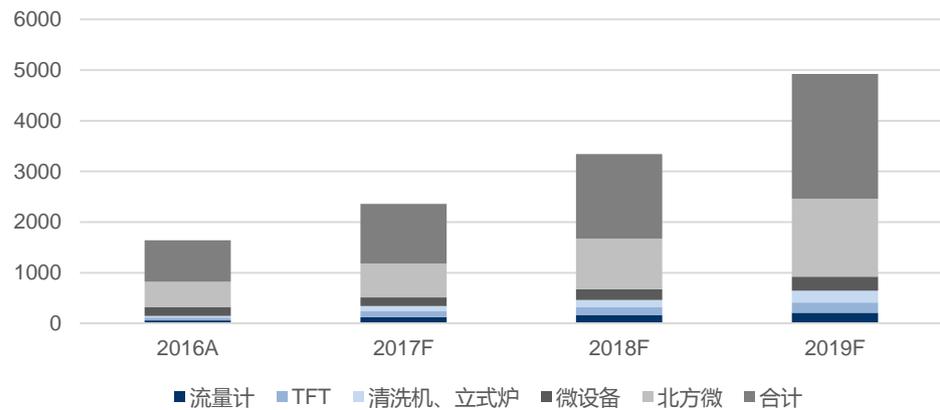
注 2：图 2 仅代表晶圆厂设备成本结构，若以半导体设备范围（包括封装测试厂）拆分，那么刻蚀和沉积设备成本合计占比可达 52%，Gartner（2015）；

因此我们直接对公司 4 块业务做内生成长的假设：

1、假设半导体设备 2017~2019 年收入增速分别为 43.9%、41.52%和 47.43%，其中：

考虑到 2018~2019 年国内晶圆厂设备采购加速，公司先进制程设备逐步进入量产线，我们假设公司 PVD/CVD/Etch 产品出货增速逐步走高，流量计、TFT 设备和微设备等增速保持平稳约 30%。整体毛利率假设维持在 41%上下。2017 年公司半导体设备成长主要驱动力为 LED 产业投资加速（国内三安、华灿和乾照光电扩产迅速）。

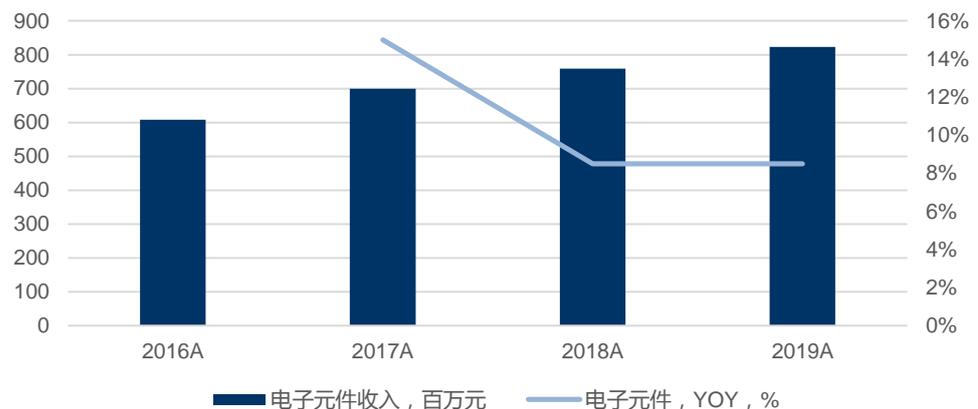
图 7：预计公司半导体设备销售 2018~2019 增速走高，百万元



资料来源：申万宏源研究

2、假设电子元器件 2017~2019 年收入增速分别为 15%、9%和 9%。该假设结合中国军费增速和电子半导体整体景气预测，考虑到军工业务毛利率长期稳定，假设其毛利率稳定在 45%左右。

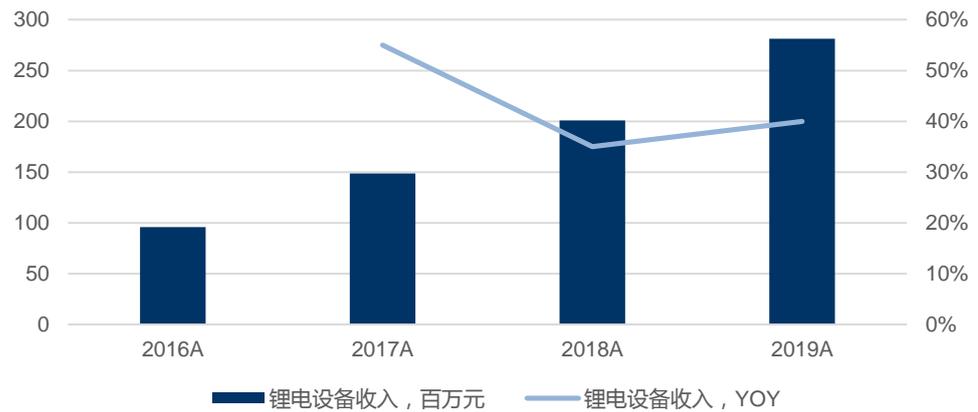
图 8：预计公司电子元器件销售 2018~2019 增速维持 9%，百万元



资料来源：申万宏源研究

3、假设锂电设备 2017~2019 年收入增速分别为 55%、35%和 40%。下游新能源趋势明确，我们给予公司锂电设备业务较高的增速假设，但考虑到 2017 年供给增加过度，我们适当下调 2018~2019 年增速水平。

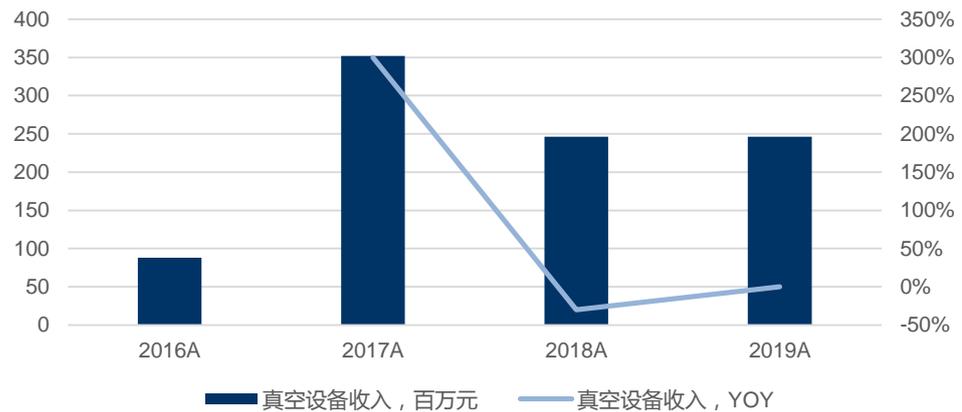
图 9：预计公司锂电设备销售 2017~2019 增速位 55%、35%和 40%，百万元



资料来源：申万宏源研究

- 4、假设真空设备 2017~2019 年收入增速分别为 300%、-30%和 0%。2017 年公司接到隆基等光伏厂设备订单较多，本年真空设备增速较快，考虑到光伏产业具有较明显的周期性，我们假设 2018~2019 年公司该业务收入下降。

图 10：预计公司真空设备销售 2018~2019 年受周期性影响疲弱，百万元



资料来源：申万宏源研究

2.2 期间费用和其他假设

假设北方华创 2017~2019 年三费占比合计 50.6%、46.6%和 40.6%，考虑到：

- 1、预测期在研项目不发生大的变化，研发费用（亦即营业外收入）维持 6.2 亿规模，但是根据会计调整，与经营有关的营业外收入调入“其他收益”科目；
- 2、公司当前处资产整合后期，销售费用、财务费用在预测期内与收入同步增长；

另外，假设公司 2017~2019 设备类资产库存逐步清空（光伏类为主），半导体设备逐步投入量产线，资产减值逐年减少；

3. 估值合理，给予“增持”评级

预计北方华创 2016--2018 年收入为 23.98、28.94 和 38.30 亿元，归母净利润为 1.56、2.14 和 3.34 亿元，每股收益为 0.34、0.47 和 0.73 元，当前股价对应 2016-2018 年 PE 为 85x、62x 和 40x。

参考 A 股可比设备类上市公司联得装备、精测电子和智云股份，其 2018 年 PE 均值为 29.4x，PB 均值为 5.97x。北方华创正处研发投入巨大，研发周期较长但销售拓展刚起步的阶段，另外半导体设备产业相对于可比标的显示面板产业未来 5 年国产替代的市场空间更大，我们预计 2016-2018 年国内光刻机市场空间至少在 1289 亿元以上，沉积设备和刻蚀设备合计 1256 亿元以上，表面清洗设备也达 66 亿元。反观国内半导体设备代表厂商营收规模，北方微电子 2015 年（1-11 月）收入 3.47 亿元，七星电子半导体设备收入 3.09 亿，两者合计仅 6.56 亿，国产半导体设备渗透空间巨大。

北方华创的成长将充分受益于行业发展、潜在的政策红利以及可能的外延并购，我们认为公司当前估值合理。考虑到未来 3 年大陆半导体设备将随着在建晶圆厂陆续投产深度受益，无论在产业组织变化、产业政策推动，抑或是公司治理变化上均存在可能的持续的催化剂，因此我们给予“增持”评级。

表 5：北方华创可比公司估值表

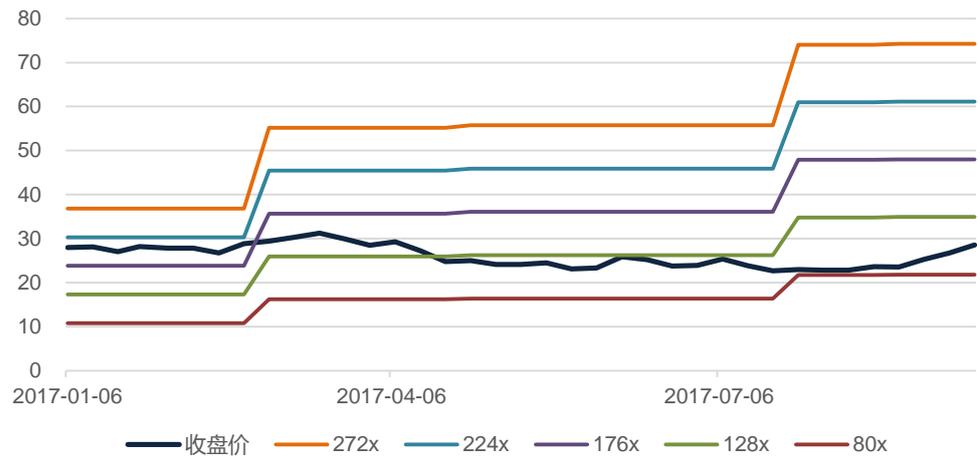
代码	简称	股价	市值 (亿元)	EPS LTM	EPS			PE			EPS Growth			PB		
					17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E
300545	联得装备	59.9	43	0.66	1.32	1.99	2.67	45.5	30.0	22.4	99%	52%	34%	7.7	6.2	4.9
300567	精测电子	97.3	80	1.60	1.88	2.64	3.57	51.8	36.8	27.3	17%	41%	35%	9.5	7.6	5.9
300097	智云股份	29.8	86	0.63	0.84	1.40	1.99	35.3	21.4	15.0	34%	65%	43%	5.1	4.2	3.3
	均值			0.96	1.35	2.01	2.75	44.2	29.4	21.5	40%	49%	36%	7.44	5.97	4.72
002371	北方华创	28.5	131	0.22	0.33	0.42	0.62	86.5	68.0	46.0	50%	27%	48%	4.0	3.7	3.4

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：北方华创盈利预测来源于申万宏源，其他公司来源于 Wind；

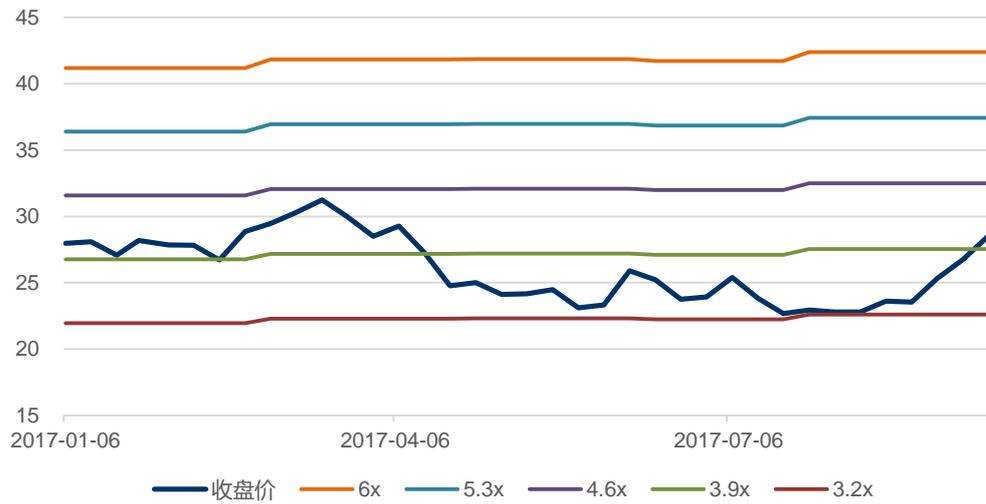
注：基准日期为 2017 年 9 月 15 日；

图 11: 北方华创 PE Band



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 12: 北方华创 PB Band



资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 6：北方华创利润表

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	961.7	854.5	1622.4	2398.0	2893.9	3830.7
营业总成本	905.2	809.3	2063.3	2211.5	2613.9	3390.6
营业成本	628.8	507.4	977.8	1491.8	1774.5	2342.7
营业税金及附加	4.8	5.6	9.4	18.0	21.7	28.7
销售费用	44.6	44.6	108.8	132.4	159.8	211.5
管理费用	179.0	203.4	904.0	1054.6	1157.0	1301.7
财务费用	10.2	16.8	27.4	25.7	31.0	41.0
资产减值损失	37.9	31.4	35.9	25.0	20.0	15.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他收益	0.0	0.0	0.0	536.0	550.0	550.0
三、营业利润	56.5	45.2	(440.9)	186.5	280.0	440.1
营业外收入	45.0	51.8	616.9	84.0	70.0	70.0
营业外支出	1.3	1.1	1.8	1.4	1.4	0.0
四、利润总额	100.2	95.9	174.2	269.1	348.6	510.1
所得税	26.7	20.8	36.2	58.5	75.8	110.6
五、净利润	73.5	75.1	137.9	210.6	272.8	399.5
少数股东损益	31.7	36.5	45.0	54.1	59.2	64.5
归属于母公司所有者的净利润	41.9	38.6	92.9	156.4	213.6	334.0

资料来源：申万宏源研究

财务摘要

合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,293	3,346	4,065	4,575	5,866
现金及等价物	380	964	751	725	938
应收款项	970	1,087	1,414	1,621	2,016
存货净额	865	1,178	1,784	2,113	2,796
其他流动资产	78	116	116	116	116
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,435	1,596	1,764	1,927	1,777
无形资产及其他资产	1,512	1,600	1,600	1,600	1,600
资产总计	5,241	6,541	7,429	8,102	9,243
流动负债	1,290	1,707	2,325	2,665	3,348
短期借款	399	437	437	437	437
应付款项	804	1,209	1,827	2,167	2,851
其它流动负债	1	1	1	1	1
非流动负债	1,612	1,470	1,530	1,590	1,650
负债合计	2,903	3,177	3,855	4,255	4,998
股本	352	458	458	458	458
资本公积	1,011	1,888	1,888	1,888	1,888
盈余公积	68	69	70	71	74
未分配利润	697	778	933	1,145	1,476
少数股东权益	211	172	226	285	350
股东权益	2,338	3,364	3,574	3,847	4,245
负债和股东权益合计	5,241	6,541	7,429	8,102	9,243

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	108	138	210	273	398
加：折旧摊销减值	142	229	136	150	165
财务费用	20	25	26	31	41
非经营损失	-6	-4	-536	-550	-550
营运资本变动	-404	-587	-340	-216	-409
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	-139	-201	-503	-312	-356
资本开支	102	178	280	293	0
其它投资现金流	0	0	536	550	550
投资活动现金流	-102	-178	256	257	550
吸收投资	0	917	0	0	0
负债净变化	104	99	60	60	60
支付股利、利息	25	49	26	31	41
其它融资现金流	22	0	0	0	0
融资活动现金流	102	967	34	29	19
净现金流	-139	588	-213	-26	213

资料来源：申万宏源研究

重要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.14	0.20	0.34	0.47	0.73
每股经营现金流	-0.30	-0.44	-1.10	-0.68	-0.78
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	4.64	6.97	7.31	7.78	8.51
关键运营指标(%)					
ROIC	-4.1	-7.6	4.4	6.0	8.9
ROE	3.0	2.9	4.7	6.0	8.6
毛利率	40.7	39.7	37.8	38.7	38.8
EBITDA Margin	-8.7	-13.6	-8.9	-3.8	2.1
EBIT Margin	-16.8	-25.5	-13.5	-8.3	-1.8
收入同比增长	26.9	33.0	47.8	20.7	32.4
净利润同比增长	51.4	46.5	68.0	36.9	56.1
资产负债率	55.4	48.6	51.9	52.5	54.1
净资产周转率	0.57	0.51	0.72	0.81	0.98
总资产周转率	0.23	0.25	0.32	0.36	0.41
有效税率	19.9	20.8	-	-	-
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	209.3	142.9	85.0	62.1	39.8
P/B	6.2	4.2	4.0	3.7	3.4
EV/Sale	12.4	8.9	6.1	5.1	3.9
EV/EBITDA	-142.2	-65.3	-69.2	-136.8	183.2

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。