

强烈推荐-A (维持)

隆基股份 601012.SH

目标估值: 30-35 元

当前股价: 26.73 元

2017 年 09 月 17 日

成本优势与产业链延伸推动公司快速增长

基础数据

上证综指	3354
总股本(万股)	199589
已上市流通股(万股)	196624
总市值(亿元)	534
流通市值(亿元)	526
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



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《隆基股份(601012)——毛利率提升带动业绩高速增长,成本持续领先》2017-08-30
- 2、《隆基股份(601012)——光伏平价并不遥远,龙头增长清晰》2017-07-27
- 3、《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

游家训

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

陈术子

chenshuzi@cmschina.com.cn  
S1090516080001

本文回顾隆基股份十年的成长里程的,试图找出隆基股份十倍增长的主要原因和历程。上市之初,隆基股份业绩下滑,当年亏损5270万元,较2011年下滑117%,2013年公司遭到证监会立案稽查,曾一度被媒体认为是骗子公司。从2012年开始到2015年,隆基股份韬光养晦,不断积累成本优势,最终于2014年底到2015年实现了单晶组件成本与多晶组件成本持平,于是2014年隆基启动定增扩张产能同时收购乐叶光伏奠定产业链延伸的基础。2015年至今,隆基股份凭借单晶硅片的成本优势,迅速扩产抢占市场份额,同时通过组件营销影响客户的客户,加速单晶产品的应用,在行业复苏的背景下净利润从亏损到2016年15.42亿元,股价也从最低点1.84上涨至今年最高点28.18。展望未来,公司在电池片领域的积累已经初显成效,未来公司有望在电池片领域与竞争对手产生极大的差异。

- 5年10倍的股价背后是业绩高增长:专注与执着,在单晶领域坚守,在行业复苏的背景下,通过成本优势和战略性产业链延伸实现净利润大幅增长,归母净利润从亏损5467万元到15.38亿元,股价上涨15倍。
- 2000-2012年,专注单晶,但遭遇行业低谷导致业绩上市首年下滑:公司从半导体领域进入光伏领域,凭借对单晶的深刻理解,专注于单晶;但2012年光伏行业进入低谷,公司上市首年即亏损;多晶成本快速下降,单晶市占率不断下滑。
- 2012-2015年,厚积薄发,为产能扩张和产业链延伸奠定基础:公司2012年至2015年公司实现了金刚线的改造,长晶速度的快速提升,单晶硅片成本快速下降,推动单晶组件与多晶组件成本持平。2014年隆基定增扩产,同时完成乐叶光伏收购,奠定产能扩张和产业链延伸的基础。
- 2015-至今,产业链延伸与产能扩张:公司产能快速扩张,预计2020年产能将从2015年3GW提升至30GW左右,同时通过产业链延伸放大硅片优势,组件收入快速增长。
- 未来,成本优势进一步强化,高效电池片业务是重点:公司成本控制在产业链上各个环节进一步强化,从技术输出到耗材自产;同时高效电池的布局已经初显成效,预计未来成为重要盈利点。
- 维持“强烈推荐-A”投资评级。强烈推荐,预计17/18年归母净利润有望达到25.3/33.8亿元,目标价30-35。

□ 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	3909	4247
同比增长	94%	211%	66%	34%	9%
净利润(百万元)	520	1547	2538	3382	3673
同比增长	77%	197%	64%	33%	9%
每股收益(元)	0.29	0.77	1.27	1.69	1.84
PE	91.2	34.5	21.0	15.8	14.5
PB	8.4	5.3	4.3	3.4	2.8

资料来源:公司数据、招商证券

## 正文目录

一、五年十五倍，专注与执着的牛股.....	5
二、光伏复盘，资产重，技术迭代快.....	6
2.1 光伏行业复盘概览—两落三起.....	6
2.2 行业特点：资产重，技术迭代快.....	8
2.2.1 第一轮：中国入场（2008 年前）.....	9
2.2.2 第二轮：中国崛起（2008-2012）.....	10
2.2.3 第三轮：中国主导（2013-至今）.....	12
三、隆基的成长，成本优势与产业链战略性延伸.....	13
3.1 2000-2011，聚焦单晶.....	13
3.2 2011-2012，行业寒冬，亏损.....	14
3.3 2012-2015，厚积薄发，积累成本优势.....	15
3.4 2015-至今，扩产与产业链延伸.....	19
3.5 公司再出发，电池、电池、电池.....	22

## 图表目录

图 1：隆基股份复盘.....	5
图 2：隆基股份营收与净利润变迁.....	6
图 3：光伏组件毛利率变化.....	7
图 4：光伏行业历史变迁.....	8
图 5：光伏产业链各环节投资需求.....	9
图 6：组件价格下降速度.....	9
图 7：光伏技术提升降成本路线.....	9
图 8：国内光伏企业变迁时间轴（2008 年之前）.....	9
图 9：全球光伏新增装机结构（MW）.....	10
图 10：晶硅产业链各环节国产占比.....	10
图 11：国内主要光伏企业营业收入.....	10
图 12：国内光伏新增装机容量（MW）.....	11
图 13：晶硅产业链各环节国产占比.....	11
图 14：2011-2012 年贸易战时间节点.....	11
图 15：晶硅产业链各环节产能利用率.....	11

图 16: 主要光伏企业净利润.....	11
图 17: 晶硅产业链各环节国产占比.....	12
图 18: 全球光伏装机结构及中国占比 (MW) .....	12
图 19: 隆基股份历史事件 (2009 年之前) .....	13
图 20: 隆基股份发展阶段.....	13
图 21: 隆基股份历史事件 (2009-2011) .....	13
图 22: 隆基股份固定资产及总资产变化.....	13
图 23: 隆基股份上市前财务指标 (百万元) .....	14
图 24: 公司季度收入及利润变化 (2010-2013) .....	15
图 25: 公司股价变化分析 (2012-2013) .....	15
图 26: 隆基股份研发投入.....	16
图 27: 单多晶非硅成本差异 (美元/W) .....	16
图 28: 隆基股份单晶硅片非硅成本变化.....	16
图 29: 公司季度毛利率和净利率变化 (2013-2015) .....	16
图 30: 连城数控股权结构.....	17
图 31: 连城数控发展历程.....	17
图 32: 晶硅生长炉毛利率对比 .....	18
图 33: 连城数控与可比公司销售净利率对比 .....	18
图 34: 隆基股份季度收入及毛利率变化.....	18
图 35: 隆基股份股价走势分析 (2013-2015.08) .....	18
图 36: 主要单晶硅片企业毛利率变化 .....	19
图 37: 公司发展所处阶段 (2015-至今) .....	19
图 38: 隆基股份收入结构变化 .....	20
图 39: 单晶组件产能及其扩张 (GW) .....	20
图 40: 隆基股份单晶组件毛利率变化 .....	20
图 41: 隆基股份扣除硅片毛利后单晶组件毛利变化 .....	20
图 42: 隆基股份季度营收及盈利能力的变化 (2014 至今) .....	21
图 43: 隆基股份股价走势分析 (2015.07 至今) .....	21
图 44: 隆基股份技术人员变化 .....	22
图 45: 隆基股份历史 PE Band.....	23
图 46: 隆基股份历史 PB Band.....	23

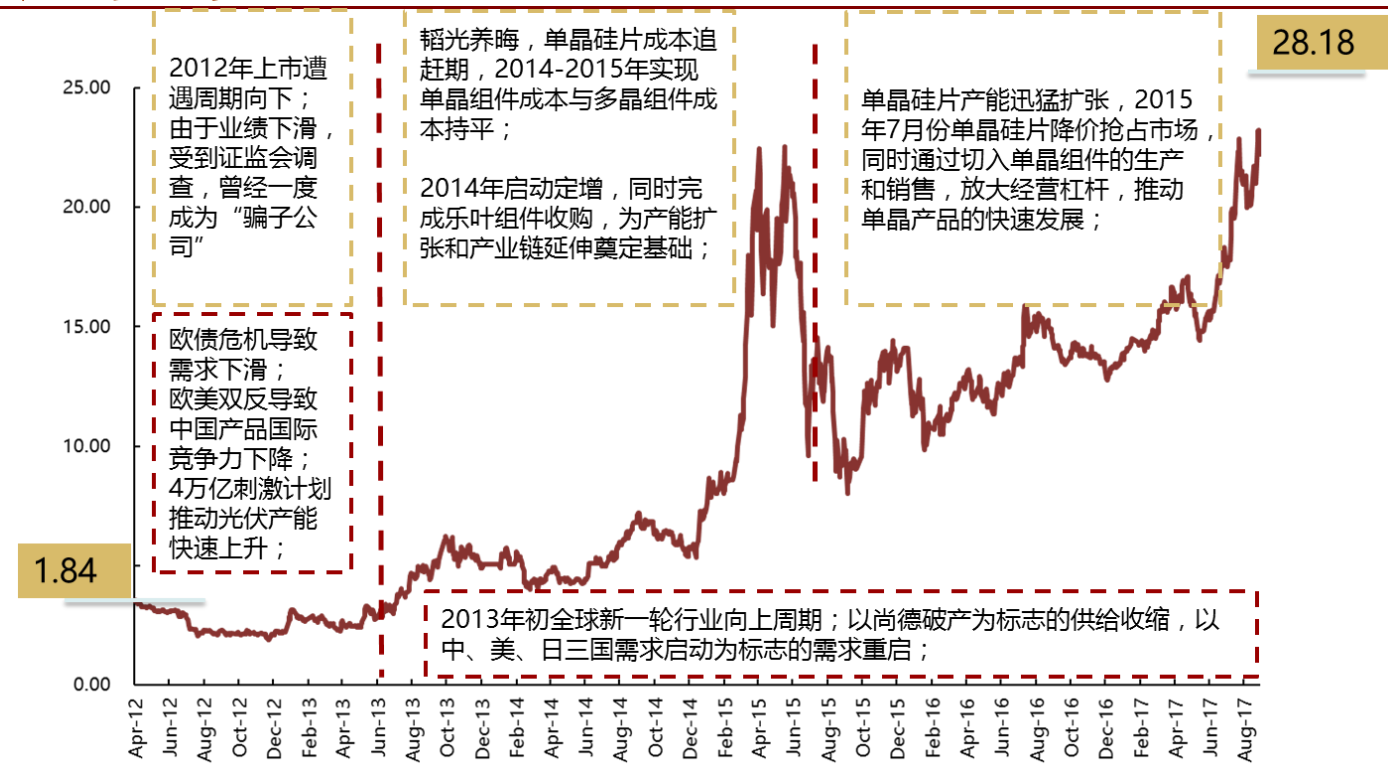
表 1：光伏产业链主要环节前 10 名企业产量及占比 .....	12
表 2：隆基股份关联方采购情况.....	16
表 3：连城数控主要子公司情况.....	17
表 4：主要单晶硅片企业产能扩张（GW） .....	19
附：财务预测表 .....	24

## 一、五年十倍，专注与执着的牛股

2012年，上市即遭遇行业低谷，业绩、估值双杀（也不存在估值一说），在2012年12月03日股价达到1.84元。

专注与执着，在单晶领域坚守，在行业复苏的背景下，通过成本领先和战略性产业链延伸实现净利润大幅增长，归母净利润从亏损5500万元到15.3亿元，股价上涨15倍。

图1：隆基股份复盘



资料来源：wind，招商证券

成本实现持续下降，非硅成本从2011年6.38元/片下降至2016年1.94元/片。

产能迅速扩张，同时产业链延伸放大单晶硅片的成本优势，从而实现利润的快速增长，净利润实现从亏损5467万元到15.47亿元，实现数十倍的跨越。

图 2：隆基股份营收与净利润变迁

单位：亿元	营业收入	YOY	累计同比	归母净利润	YOY	累计同比
2007	2.23			0.75		
2008	6.17	176.96%	176.96%	1.01	34.10%	34.10%
2009	7.65	24.03%	243.51%	1.02	1.19%	35.69%
2010	16.52	115.99%	641.96%	4.40	330.86%	484.63%
2011	20.18	22.14%	806.19%	2.84	-35.43%	277.50%
2012	17.08	-15.34%	667.13%	-0.55	-119.24%	-172.64%
2013	22.80	33.49%	924.05%	0.71	229.74%	-5.75%
2014	36.80	61.38%	1552.60%	2.94	313.86%	290.05%
2015	59.47	61.60%	2570.54%	5.20	77.25%	591.38%
2016	115.31	93.89%	5077.84%	15.47	197.36%	1955.86%

初始蓄力期

寒冬调整期

产业链延伸

资料来源：wind，招商证券

## 二、光伏复盘，资产重，技术迭代快

经过 2015-2017 年产能的快速扩张，光伏行业各个环节的产能已经出现了一定的过剩；同时由于中、美、日三国需求增长缺乏后劲，行业普遍认为新一轮洗牌即将来临。故而部分投资者极为悲观的认为此次洗牌将会较 2012 年更为严重。

而我们则认为需求方面出现了内生性需求，而供给方面企业更加成熟、理智，供需格局可能有所恶化，但会好于 2012 年。

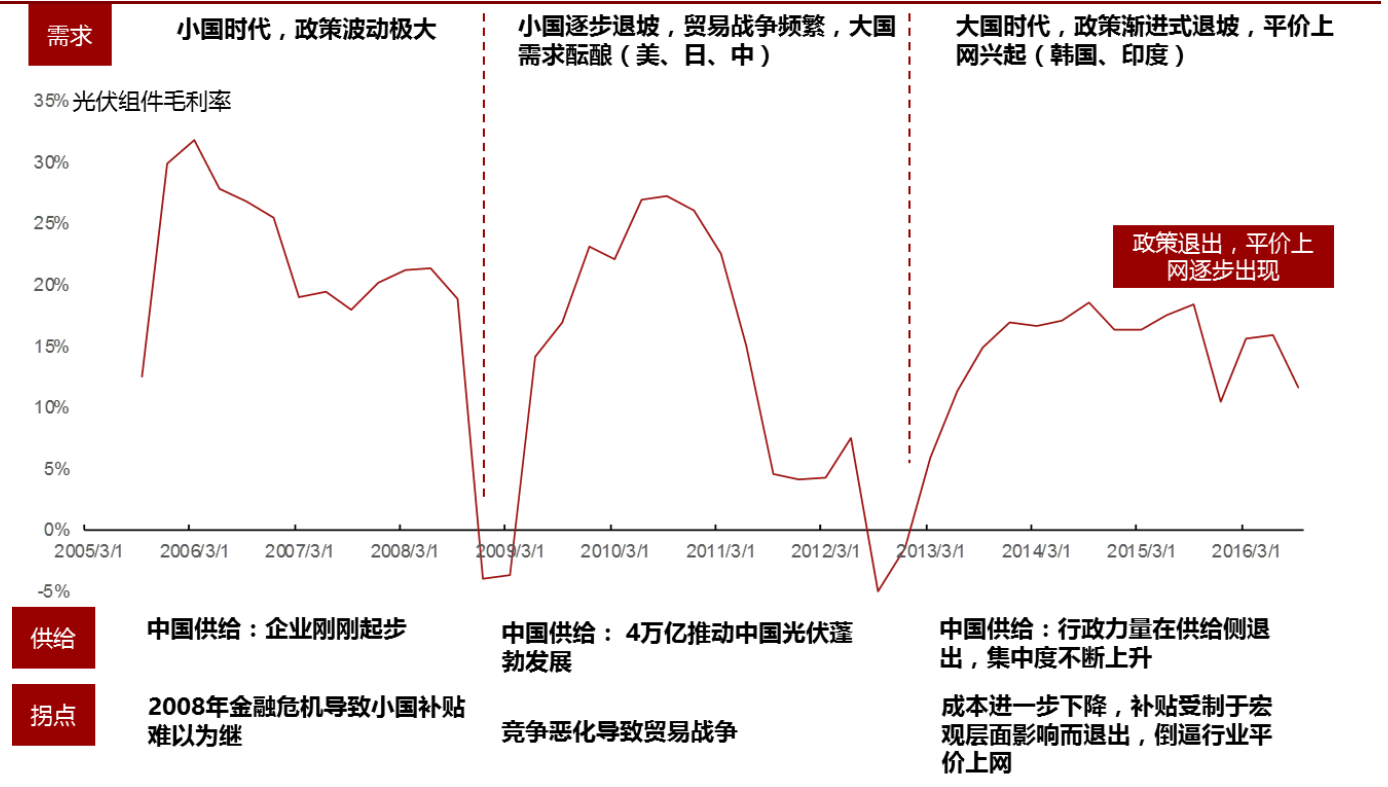
### 2.1 光伏行业复盘概览一两落三起

**2000-2008：**以德国、西班牙为主的欧洲国家主导需求，中国企业刚起步，以金融危机结束；

**2008-2012：**意大利崛起，产品价格下降推动德国复苏，2012 年欧美“双反”贸易战为讯号终结；四万亿推动中国供给的崛起；

**2012-至今：**中、美、日大国需求快速崛起，制造 50%以上聚集中国，迎接平价上网的时代。

图 3：光伏组件毛利率变化

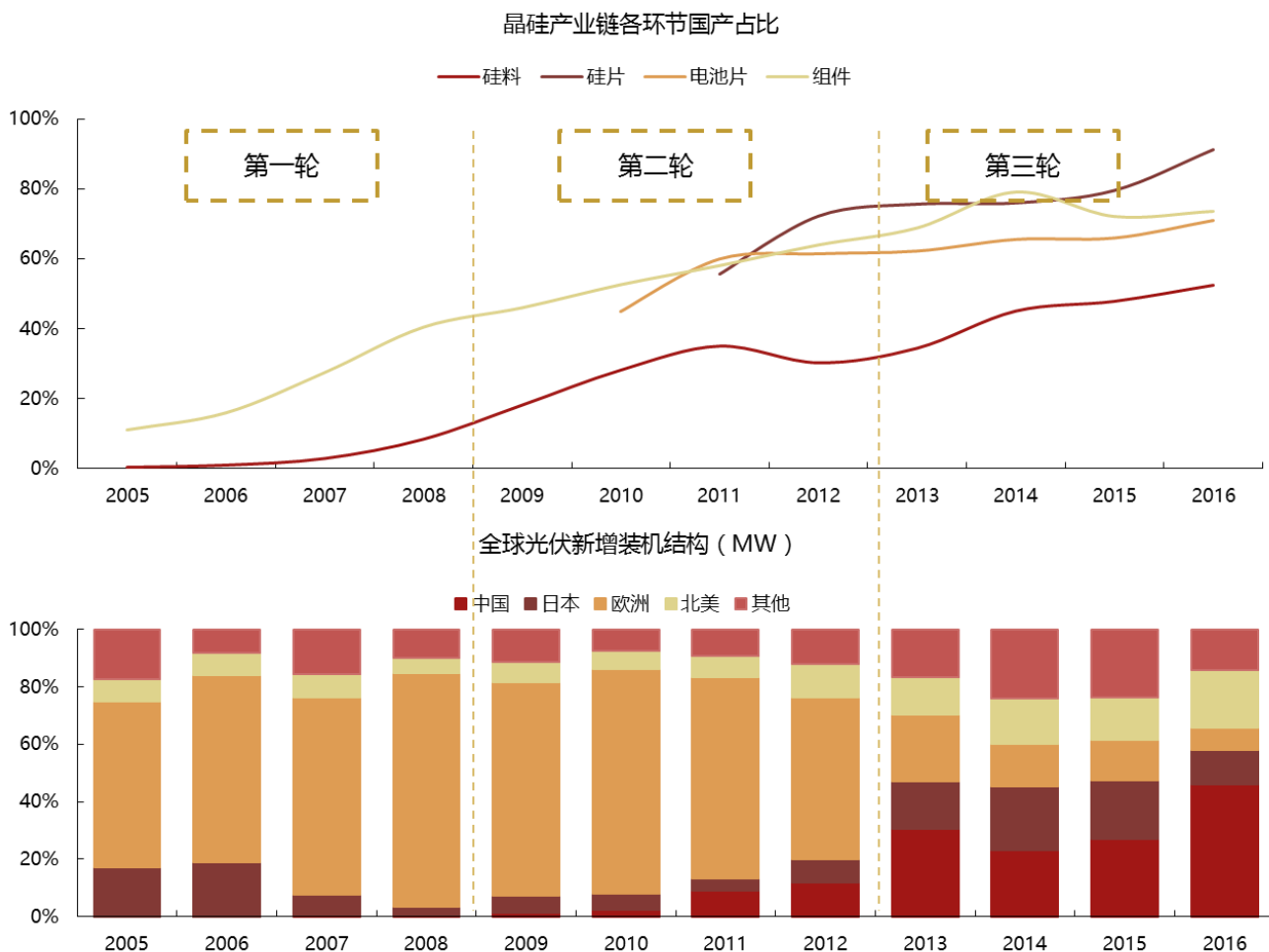


资料来源：招商证券



中国需求（市场）：第一轮初入，第二轮发展，第三轮主导  
 中国供给（企业）：第一轮入场，第二轮崛起，第三轮主导

图 4：光伏行业历史变迁



资料来源：招商证券

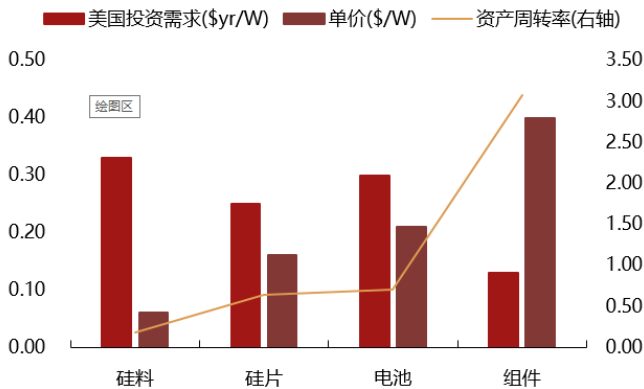
## 2.2 行业特点：资产重，技术迭代快

**投资成本高，重资产：**除组件环节外，其他环节的资产周转率均低于 1；硅料、硅片、电池的投资需求分别为 0.33、0.25、0.3 美元/W，是典型的重资产行业

**技术进步快：**技术进步带动价格（成本）指数速度下降

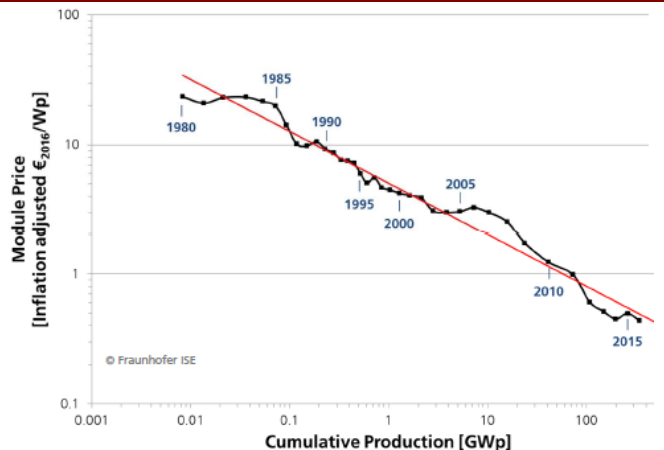


图 5：光伏产业链各环节投资需求



资料来源：NREL，招商证券

图 6：组件价格下降速度



资料来源：Fraunhofer，招商证券

图 7：光伏技术提升降成本路线



资料来源：招商证券

### 2.2.1 第一轮：中国入场（2008 年前）

**第一轮周期（2008 年之前）：**欧洲小国（主要是德国）与日本补贴刺激的行业发展；

**中国处于起步期：**供给（设备制造）与需求（装机）均以国外企业为主；

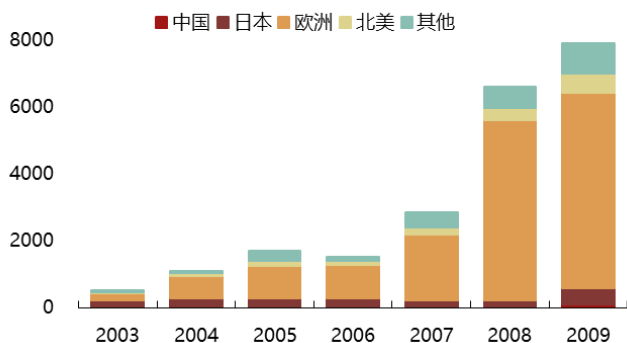
**国内企业开始入场：**尚德、LDK 等第一批光伏企业成立，且赴美上市；

图 8：国内光伏企业变迁时间轴（2008 年之前）



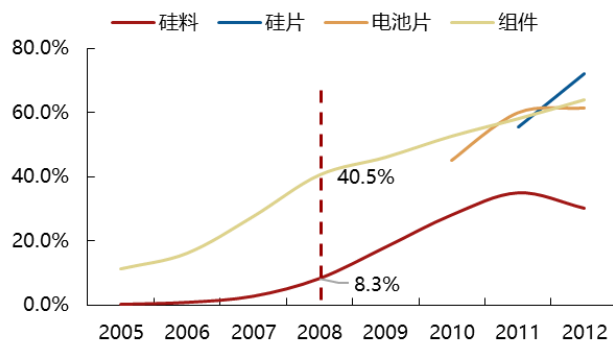
资料来源：招商证券

图 9：全球光伏新增装机结构 (MW)



资料来源：BNEF，招商证券

图 10：晶硅产业链各环节国产占比



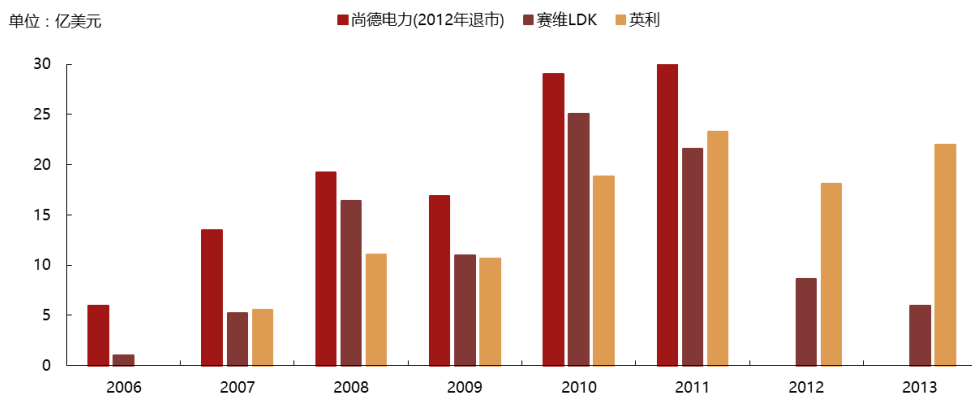
资料来源：wind，招商证券

### 2.2.2 第二轮：中国崛起（2008-2012）

**装机大幅上升：**西班牙导致行业需求上升，德国维持高位，中国开始发展，政策刺激装机量上升；

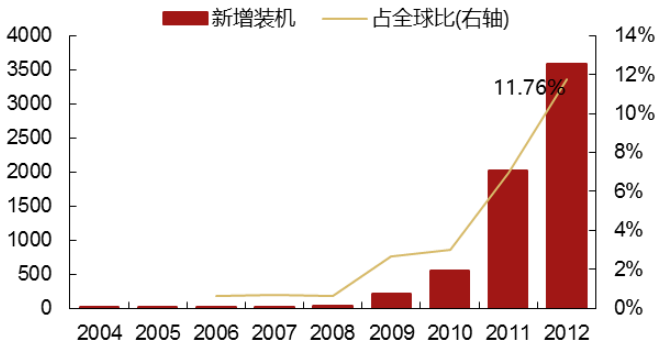
**国内企业崛起：**制造端占比大幅上升，国内企业收入大幅上升。

图 11：国内主要光伏企业营业收入



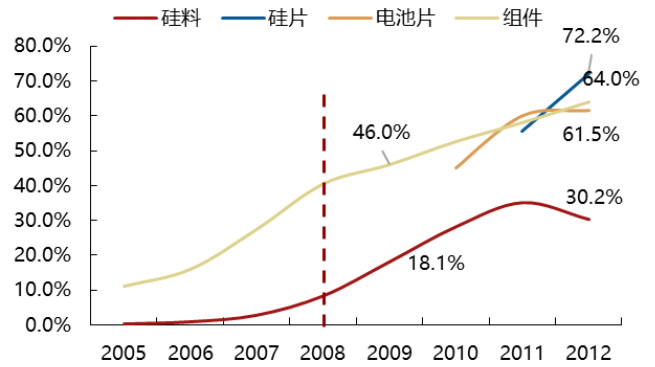
资料来源：wind，招商证券

图 12: 国内光伏新增装机容量 (MW)



资料来源: BNEF, 招商证券

图 13: 晶硅产业链各环节国产占比

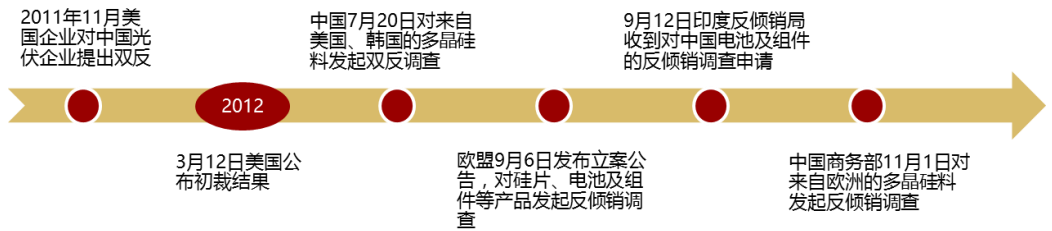


资料来源: wind, 招商证券

**拐点, 国内洗牌:** 贸易战争, 欧债危机, 供给过度扩张, 供需失衡

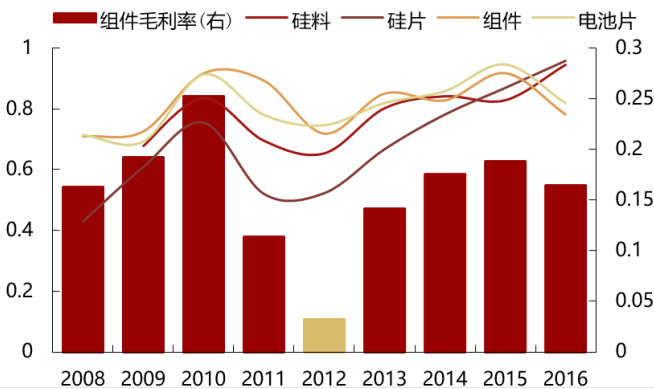
**行业大洗牌:** 许多在这一周期中成长起来的企业受此影响, 出现亏损, 停产裁员频现。最后尚德、LDK、英利等第一批光伏企业倒下, 或宣布破产重组, 或被收购

图 14: 2011-2012 年贸易战时间节点



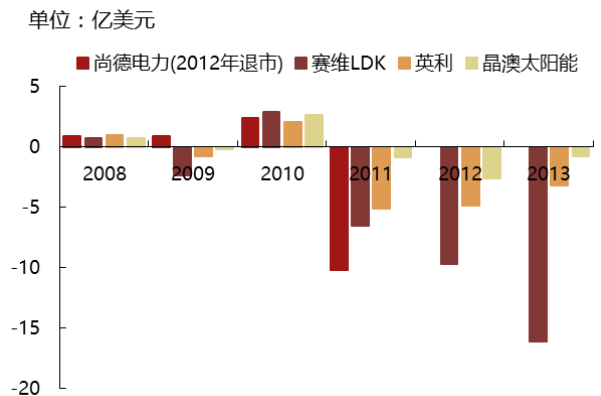
资料来源: 招商证券

图 15: 晶硅产业链各环节产能利用率



资料来源: BNEF, 招商证券

图 16: 主要光伏企业净利润



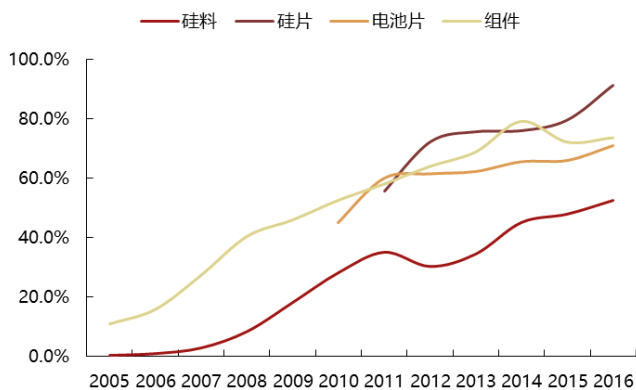
资料来源: wind, 招商证券

### 2.2.3 第三轮：中国主导（2013-至今）

**下游需求：**国内光伏装机占全球总装机接近 50%

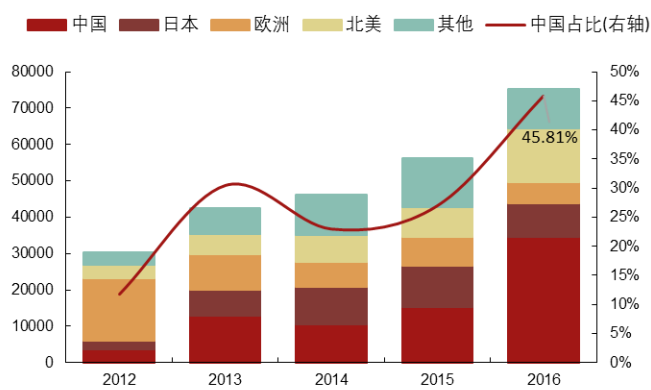
**上游制造：**中国企业成为产业链各环节的主要企业，装备、辅料均实现国产化

图 17：晶硅产业链各环节国产占比



资料来源：BNEF，招商证券

图 18：全球光伏装机结构及中国占比（MW）



资料来源：wind，招商证券

表 1：光伏产业链主要环节前 10 名企业产量及占比

硅片 CR10	产量/MW	电池片 CR10	产量/MW	组件 CR10	产量/MW
保利协鑫	17300	天合	4700	晶科	5700
西安隆基	7000	晶澳	4600	天合	5500
晶科能源	3900	韩华	4000	晶澳	4700
晶澳太阳能	3700	晶科	3500	阿特斯	4500
中环光伏	3100	茂迪	3200	韩华	4300
赛维 LDK	2900	英利	3200	协鑫集成	3700
英利集团	2700	顺风(含尚德)	3000	Firstsolar	3100
浙江昱辉	2600	通威	2200	英利	2800
台湾绿能	2600	阿特斯	2100	乐叶(隆基)	1800
旭阳雷迪	2300	新日光	2000	苏州腾辉	1600
CR10 占比	69.71%		47.10%		52.36%

资料来源：CPIA，招商证券

### 三、隆基的成长，成本优势与产业链战略性延伸

#### 3.1 2000-2011，聚焦单晶

隆基股份聚焦单晶生产制造：

图 19：隆基股份历史事件（2009 年之前）



资料来源：公司官网，招商证券

从半导体切入，2007 年公司开始单晶硅棒的生产，2009 年开始单晶硅片的生产。

随后隆基分别在无锡、银川进行单晶硅棒和单晶硅片的扩产，到 2012 年 10 月硅片产能突破 1GW；2011 年 6 月成立研发中心。

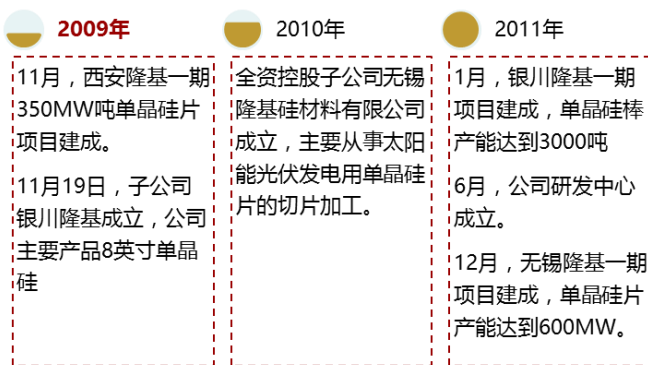
图 20：隆基股份发展阶段



资料来源：招商证券

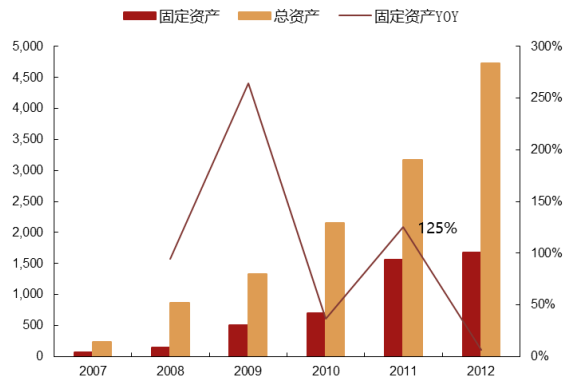
2010-2011 年由于公司硅棒和硅片产能的建设与投放，固定资产增加超过 100% 随着产能释放，公司收入实现了较快的增长。

图 21：隆基股份历史事件（2009-2011）



资料来源：招商证券

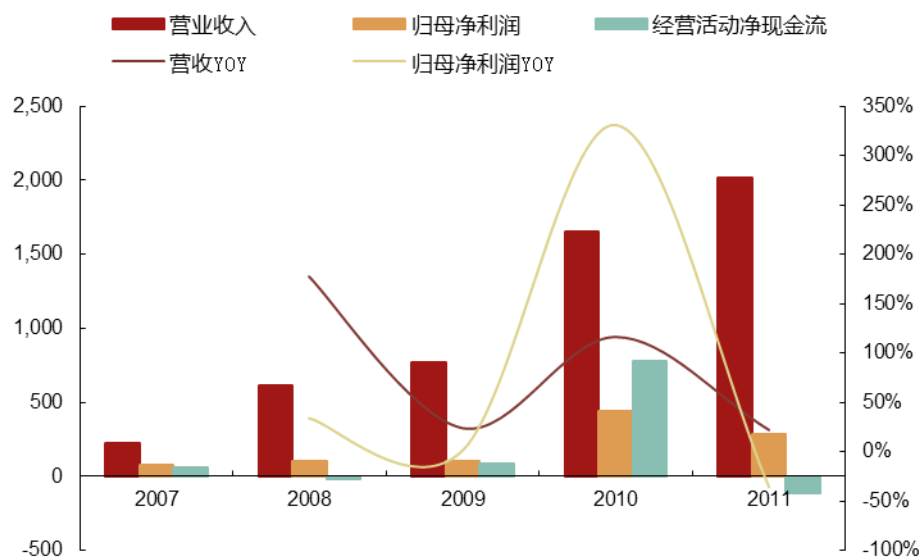
图 22：隆基股份固定资产及总资产变化



资料来源：wind，招商证券

上市前公司高速增长，准备上市。

图 23：隆基股份上市前财务指标（百万元）

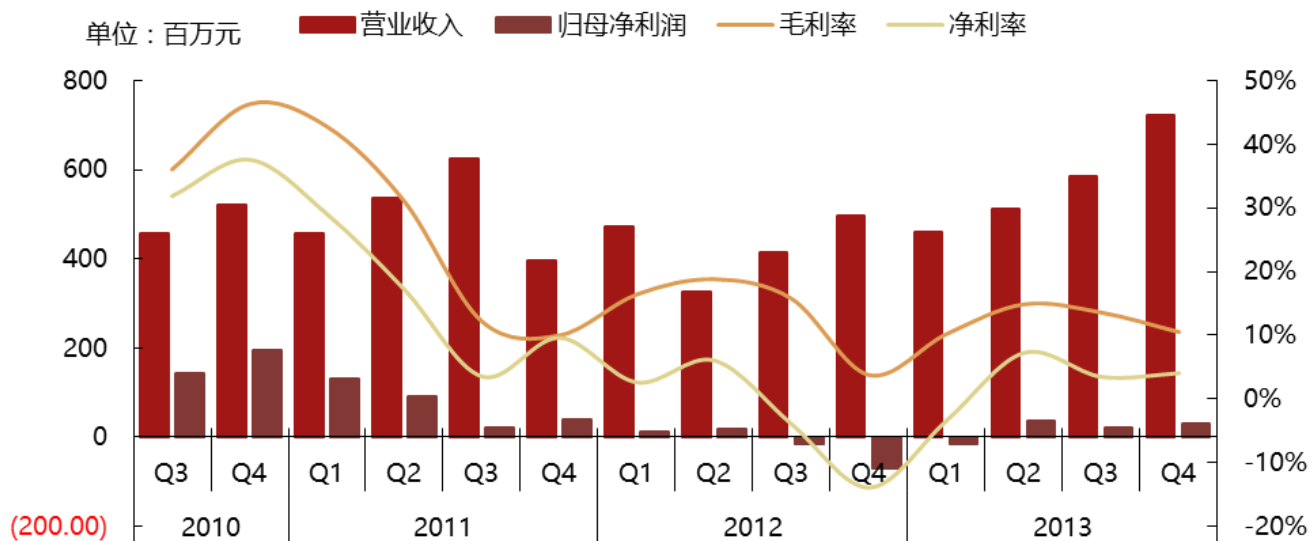


资料来源：wind，招商证券

### 3.2 2011-2012，行业寒冬，亏损

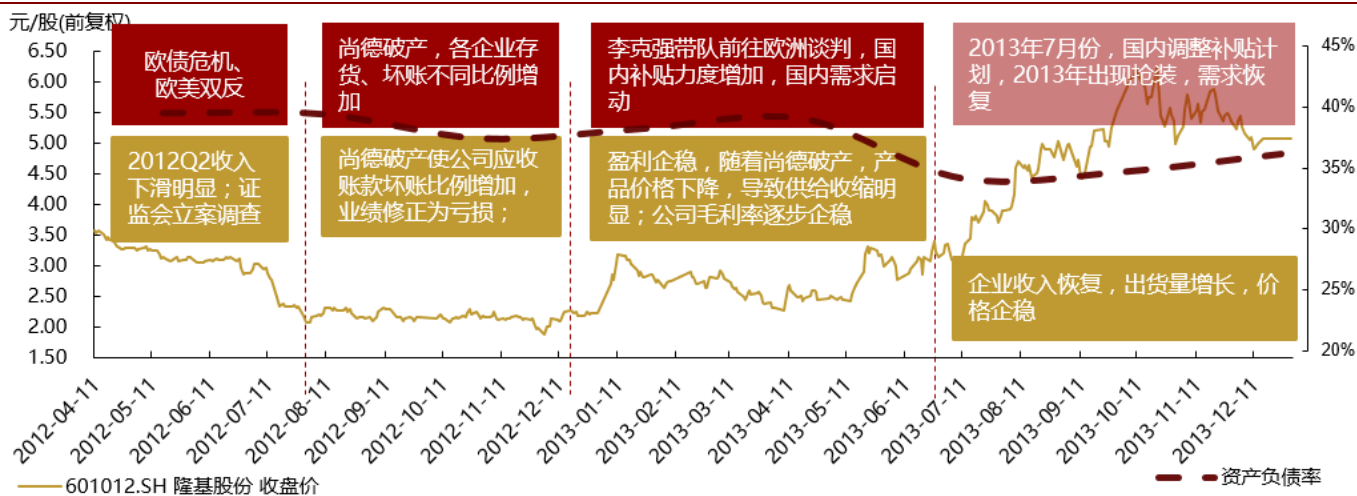
上市后遭遇行业寒冬（欧债危机和双反），股价随市场调整。

图 24：公司季度收入及利润变化（2010-2013）



资料来源：wind，招商证券

图 25：公司股价变化分析（2012-2013）



资料来源：wind，招商证券

### 3.3 2012-2015，厚积薄发，积累成本优势

执着而坚定的研发投入，通过股权合作打造供应链体系，将工艺理解融入生产各个环节，确立硅片成本优势：

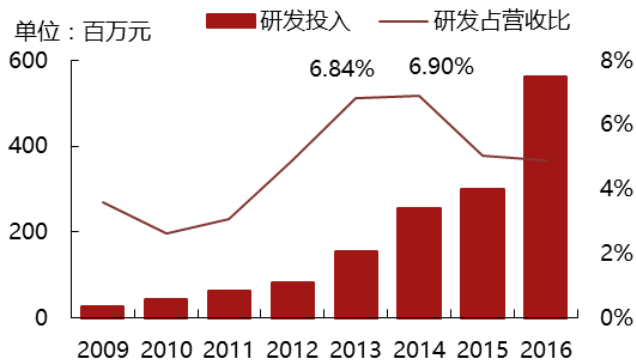
2007 年连城数控成立（最重要的关联公司），2013 年收购美国单晶设备厂商 KAYEX；

2013 年完成“金刚线切割工艺”的全面推广；

2014 年在生产中全面导入单晶快速生长技术。

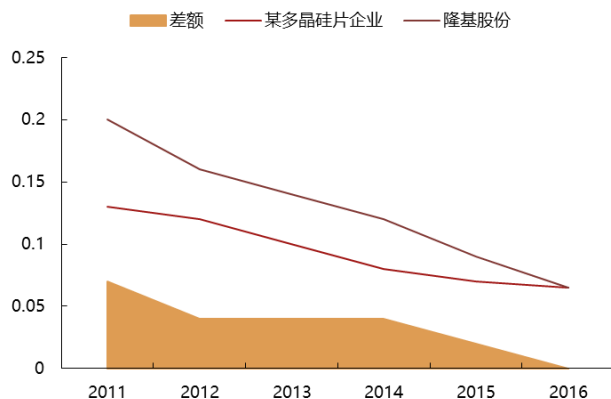


图 26: 隆基股份研发投入



资料来源: wind, 招商证券

图 27: 单多晶非硅成本差异 (美元/W)

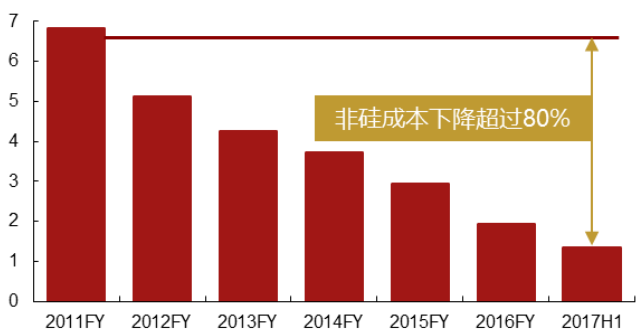


资料来源: 招商证券

2012-2015 年, 持续的研发投入, 参股的形式将对工艺和技术的理解渗透至产业链上下游, 随着行业企稳, 毛利率、净利率不断恢复;

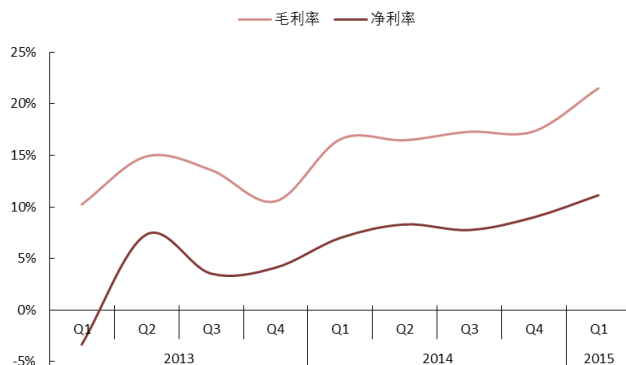
非硅成本不断下降, 金刚线的全面引入, 长晶速度的快速提高, 非硅成本从 2012 年 5.12 元/片下降至 2015 年 2.94 元/片, 2015 年单晶组件成本与多晶组件成本比较达到一致。

图 28: 隆基股份单晶硅片非硅成本变化



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 29: 公司季度毛利率和净利率变化 (2013-2015)



资料来源: 招商证券

表 2: 隆基股份关联方采购情况

关联方 (成立时间)	产品	关联人	关联交易内容	采购金额(百万元)				任职(隆基/关联方)
				2013	2014	2015	2016	
大连连城数控机器股份有限公司	多线切割设备	李春安 钟宝申	备品备件	0.41	2.63	0.48	1.43	董事/董事长
	单晶生长设备		生产设备	23.72	110.30	92.46	94.26	
美国连城晶体技术有限公司(2013)	连城数控子公司, 单晶生长炉	N/A	生产设备	15.27	148.53	65.68	30.10	-
宁夏晶隆石英有限公司(2007)	单晶硅石英坩埚	参股公司	石英坩埚	92.17	已于 2012 年出售, 但依然采购石英坩埚			

资料来源: 工资公告, 招商证券

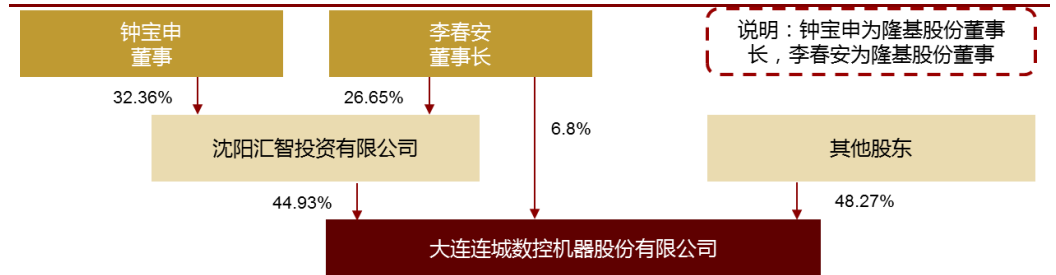
敬请阅读末页的重要说明

大连连城数控成立于 2007 年，实际控制人为李春安、钟宝申；

连城数控为隆基股份金刚线切割技术以及单晶快速生长技术的导入起到了非常重要的作用；

2013 年收购 KAYEX 单晶炉事业部，实现研发向技术的快速导入。

图 30：连城数控股权结构



资料来源：公司公告，招商证券

图 31：连城数控发展历程



资料来源：公司公告，招商证券

连城数控的单晶生长炉毛利率与净利率长期低于可比公司。

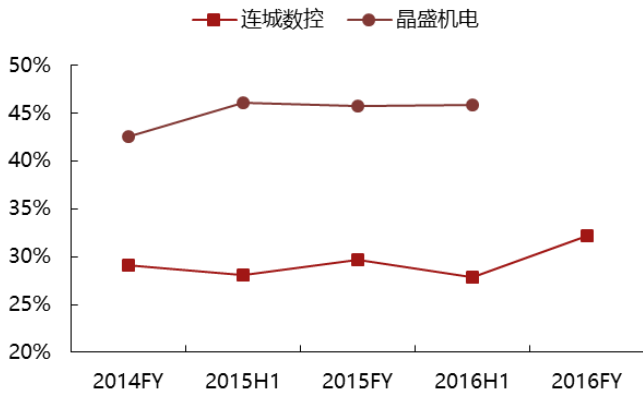
连城数控在售价上或低于市场，主要原因是连城数控设备主要是炉体，而控制是隆基股份自行设计并制造。成本上的优惠并不是连城数控的最大优势，最大的优势是隆基股份可以在设备制造时加入自己的工艺理解，加速研发成果向生产导入；

表 3：连城数控主要子公司情况

子公司名称	产品	成立时间
沈阳连城精密机器有限公司	光伏产业晶体硅切割砂浆在线回收设备的研发、制造和销售	2010 年 11 月 01 日
连城晶体技术有限公司	半导体及光伏生长炉的研发、制造、销售	2013 年 06 月 04 日
上海釜川自动化设备有限公司	超声波清洗设备	2013 年 10 月 08 日
无锡连城机器技术服务有限公司	切片机、生长炉等产品的售后维修和培训服务及零部件销售	2011 年 08 月 31 日

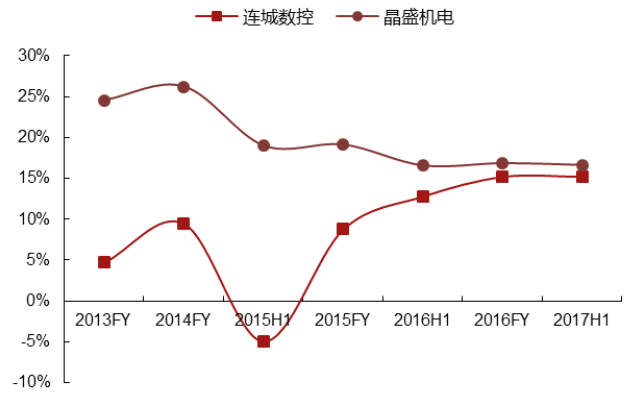
资料来源：公司公告，招商证券

图 32: 晶硅生长炉毛利率对比



资料来源: wind, 招商证券

图 33: 连城数控与可比公司销售净利率对比

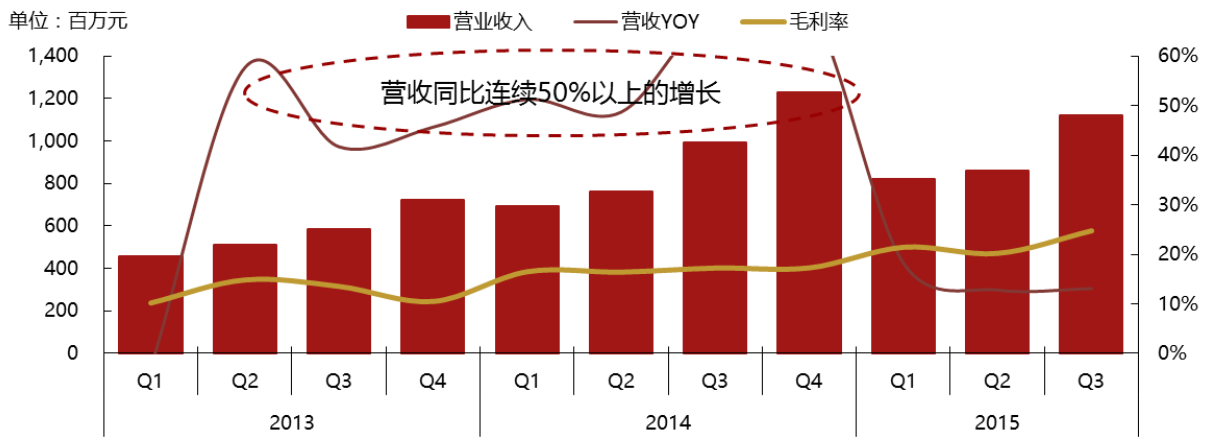


资料来源: 招商证券

上市后阶段公司不断投入研发, 打造供应链体系, 确立成本优势:

2014 年开始为产能扩张和产业链衍生做准备, 2014 年 7 月份启动定增扩产, 2014 年 10 月份完成乐叶收购, 奠定产业链延伸基础。

图 34: 隆基股份季度收入及毛利率变化



资料来源: wind, 招商证券

图 35: 隆基股份股价走势分析 (2013-2015.08)



资料来源: wind, 招商证券

### 3.4 2015-至今，扩产与产业链延伸

成本优势清晰后，硅片强势扩产（准备工作是2014年下半年完成的，定增的启动和乐叶光伏的收购），同时通过产业链延伸放大硅片的净利润；

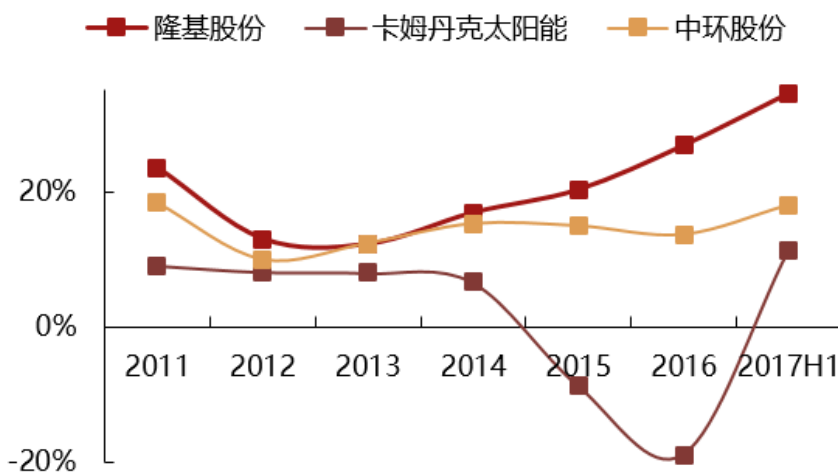
持续研发投入，保持低成本优势；

表 4：主要单晶硅片企业产能扩张（GW）

企业	2014	2015	2016	2017E	目标产能
隆基股份	3	5	7.5	15	20-25
中环股份	2	2.3	3.5	10	14
协鑫			1	1	3
晶澳太阳能	1	1	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	0.5	0.5
阳光能源	0.5	0.5	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：招商证券

图 36：主要单晶硅片企业毛利率变化



资料来源：wind，招商证券

图 37：公司发展所处阶段（2015-至今）



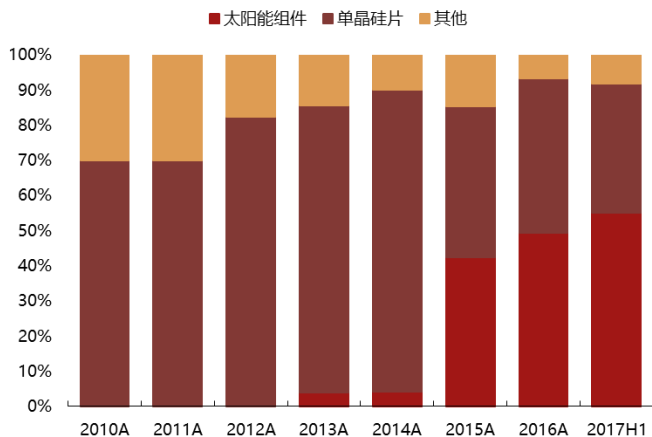
资料来源：wind，招商证券

产业链延伸，进军组件，营销客户的客户，推动单晶产品的加速应用

公司 2013 年着手规划组件业务，到目前单晶组件有 5GW 产能，强势占据单晶组件龙头位置

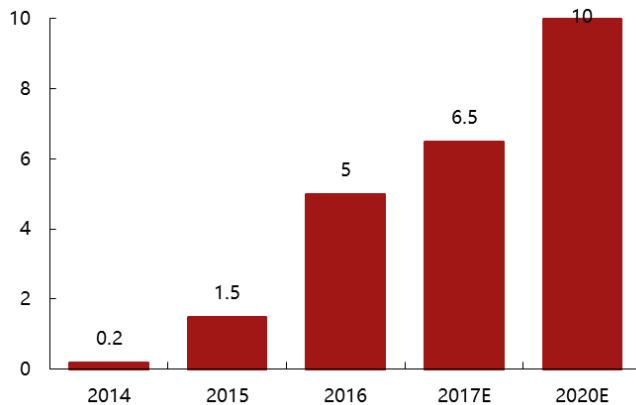
2015 年单晶组件开始发力，为公司贡献收入和利润

图 38：隆基股份收入结构变化



资料来源：wind，招商证券

图 39：单晶组件产能及其扩张 (GW)

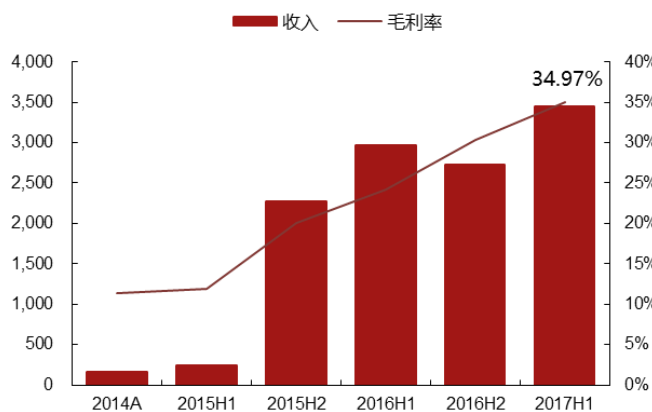


资料来源：招商证券

一方面公司通过研发组件降成本能力极强，成本降至极低水平，即使扣除硅片毛利，公司组件毛利率仍高于同行业可比公司；

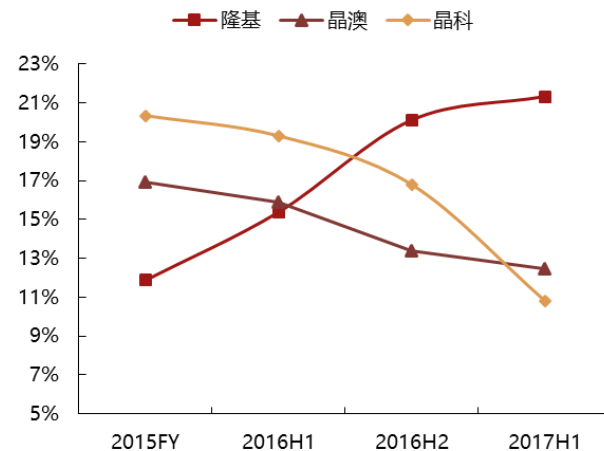
另一方面公司通过价格战略，把单晶组件价格调整至合理位置，使市场接受：在 2015 年和 2016 年部分时间段时，公司让单晶组件与多晶组件价差保持在 0.1 元/瓦，使单晶性价比更高。即使在这种情况下，公司依旧保持较高的毛利率，但是同时也收获了较高的市场份额、获得组件收入的增长。

图 40：隆基股份单晶组件毛利率变化



资料来源：wind，招商证券

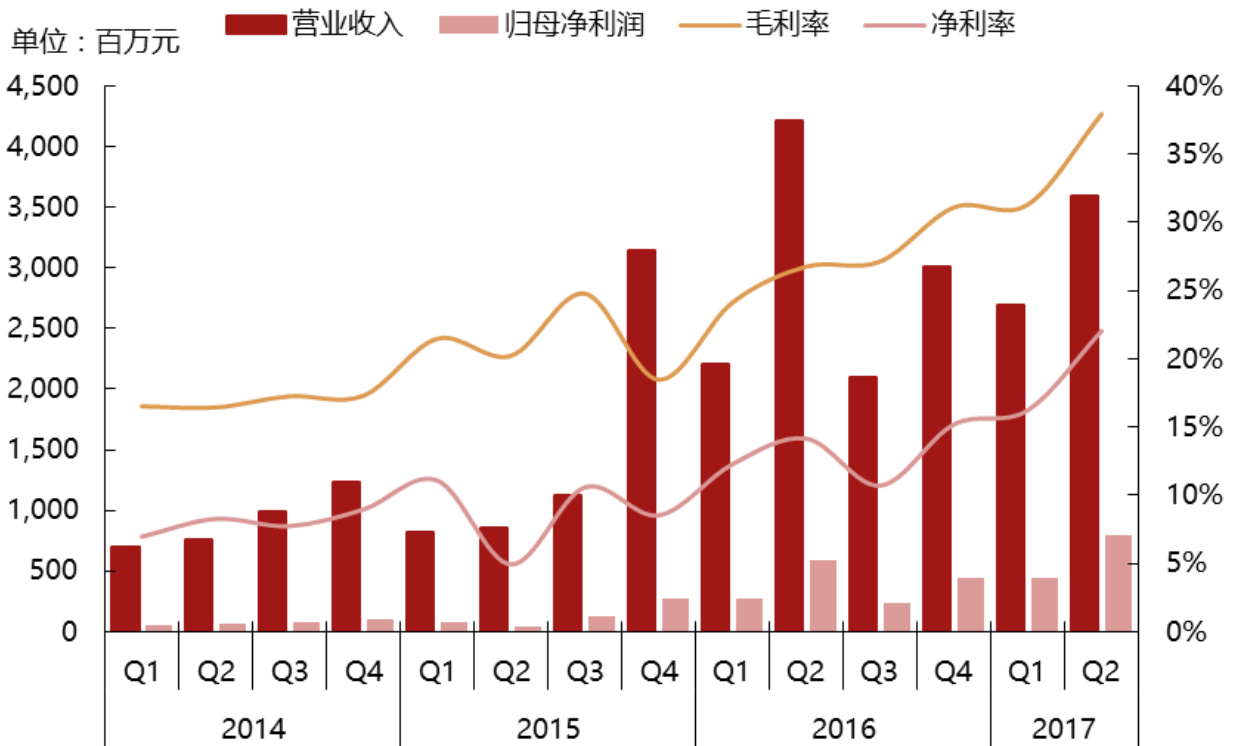
图 41：隆基股份扣除硅片毛利后单晶组件毛利变化



资料来源：招商证券

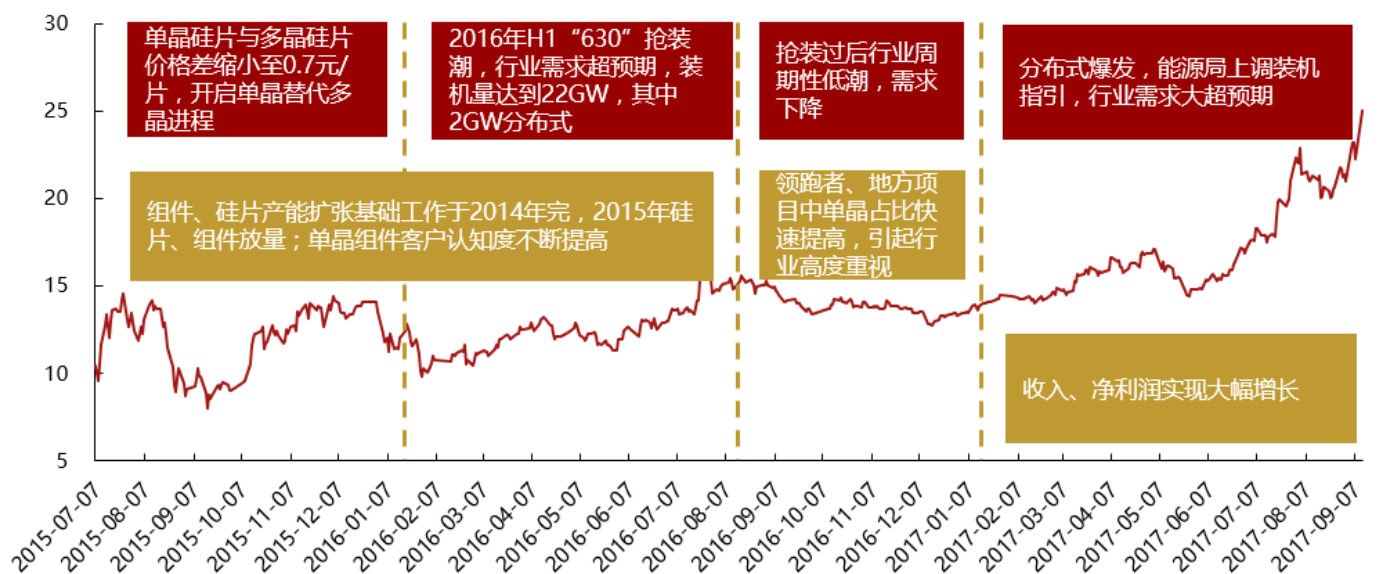
需求持续增长的背景下，供给格局不断优化，ROE 持续上升。

图 42：隆基股份季度营收及盈利能力的变化（2014 至今）



资料来源：wind，招商证券

图 43：隆基股份股价走势分析（2015.07 至今）



资料来源：wind，招商证券

### 3.5 公司再出发，电池、电池、电池

#### 未来：再出发—电池战略

隆基股份目前是单晶硅片的龙头。

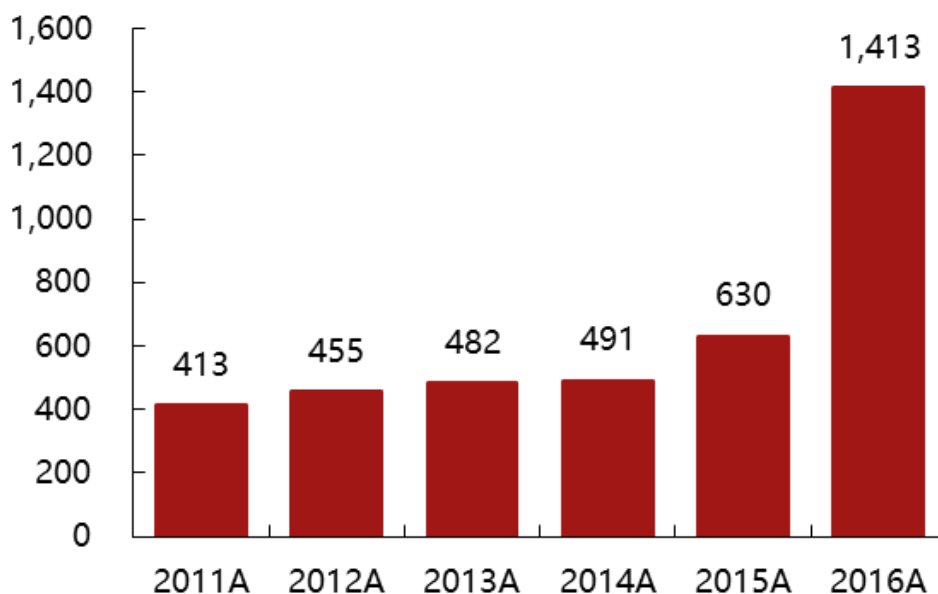
**技术：**目前其单晶组件量产转换效率最高已经可达到 20.6% 以上；公司 PERC 高效电池片效率达到 21.6%；目前隆基的技术人员扩张主要是在电池领域；

**产能：**目前单晶电池产能 2GW，其中 1GW 为 PERC 电池，目标产能为 5GW

**研发投入：**公司成立泰州电池研究中心（也是组件设计中心），2016 年公司技术人员增加一倍

**盈利能力：**由于高效电池片带来的溢价，组件单瓦盈利能力强于竞争对手；目前隆基单晶组件已经进入 285W/组，行业还处于 280W/组。

图 44：隆基股份技术人员变化



资料来源：wind，招商证券

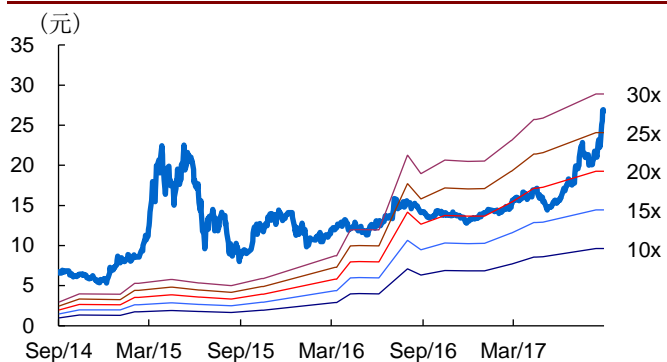
## 四、风险提示

**硅料上涨或导致毛利率低于预期：**公司硅片成本结构中超过 50% 是硅料，由于硅料扩产周期长，所以行业需求上升时将导致硅料快速上涨。目前硅料供应偏紧，未来需求进一步提升或将导致硅料价格持续上升。

**需求不及预期：**光伏行业需求难以预测，土地、补贴拖欠等问题有可能导致需求不及预期，从而导致盈利性低于预期。

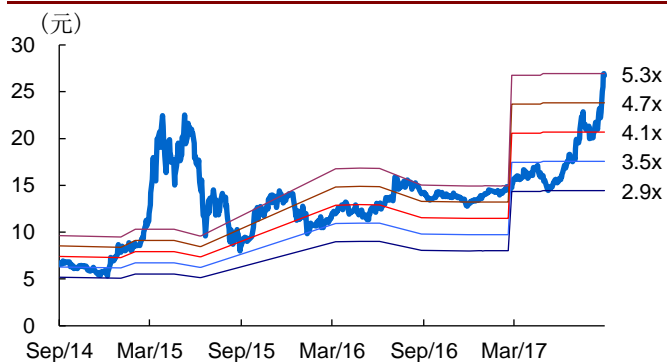


图 45: 隆基股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 46: 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
<b>流动资产</b>	6439	12042	14551	20091	26335
现金	2246	5817	5310	7580	10532
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	2358	3050
其他	372	1120	1606	2182	2789
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>10209</b>	<b>19172</b>	<b>23352</b>	<b>29895</b>	<b>36763</b>
<b>流动负债</b>	3781	6451	7488	9973	12712
短期借款	504	822	577	780	1001
应付账款	1379	2009	2865	3905	5051
预收账款	513	1161	1655	2257	2919
其他	1384	2459	2391	3032	3741
<b>长期负债</b>	774	2627	3377	4277	5027
长期借款	198	1024	1774	2674	3424
其他	576	1603	1603	1603	1603
<b>负债合计</b>	<b>4555</b>	<b>9079</b>	<b>10865</b>	<b>14251</b>	<b>17739</b>
股本	1774	1997	1997	1997	1997
资本公积金	2454	5222	5222	5222	5222
留存收益	1406	2874	5278	8442	11824
少数股东权益	19	1	(10)	(16)	(19)
归属于母公司所有者权益	5634	10093	12497	15661	19043
<b>负债及权益合计</b>	<b>10209</b>	<b>19172</b>	<b>23352</b>	<b>29895</b>	<b>36763</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	365	536	1704	3270	3889
净利润	520	1547	2538	3382	3673
折旧摊销	285	426	657	797	876
财务费用	88	83	86	120	156
投资收益	(1)	(51)	(49)	(49)	(50)
营运资金变动	(501)	(1414)	(1567)	(1000)	(785)
其它	(26)	(55)	40	20	20
<b>投资活动现金流</b>	(1216)	(2152)	(2345)	(1814)	(1511)
资本支出	(980)	(2082)	(2500)	(1800)	(1500)
其他投资	(236)	(70)	155	(14)	(11)
<b>筹资活动现金流</b>	1759	5001	135	814	574
借款变动	(468)	1080	305	1103	971
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)	(291)
其他	36	975	(37)	(71)	(106)
<b>现金净增加额</b>	<b>908</b>	<b>3385</b>	<b>(506)</b>	<b>2270</b>	<b>2952</b>

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
<b>营业收入</b>	5947	11531	16719	22571	28214
营业成本	4736	8361	11921	16251	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	120	156
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
<b>营业利润</b>	569	1766	2926	3909	4247
营业外收入	65	48	30	30	30
营业外支出	41	21	10	10	10
<b>利润总额</b>	593	1793	2946	3929	4267
所得税	72	242	402	538	585
<b>净利润</b>	521	1551	2544	3390	3682
少数股东损益	0	4	6	8	9
<b>归属于母公司净利润</b>	520	1547	2538	3382	3673
<b>EPS (元)</b>	0.29	0.77	1.27	1.69	1.84

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	62%	94%	45%	35%	25%
营业利润	94%	211%	66%	34%	9%
净利润	77%	197%	64%	33%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.4%	27.5%	28.7%	28.0%	25.5%
净利率	8.7%	13.4%	15.2%	15.0%	13.0%
ROE	9.2%	15.3%	20.3%	21.6%	19.3%
ROIC	8.9%	13.3%	17.5%	18.2%	16.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.6%	47.4%	46.5%	47.7%	48.3%
净负债比率	8.3%	10.7%	10.1%	11.6%	12.0%
流动比率	1.7	1.9	1.9	2.0	2.1
速动比率	1.3	1.7	1.7	1.8	1.8
<b>营运能力</b>					
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	7.8
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
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.29	0.77	1.27	1.69	1.84
每股经营现金	0.21	0.27	0.85	1.64	1.95
每股净资产	3.18	5.05	6.26	7.84	9.54
每股股利	0.03	0.07	0.11	0.15	0.16
<b>估值比率</b>					
PE	91.2	34.5	21.0	15.8	14.5
PB	8.4	5.3	4.3	3.4	2.8
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。

**游家训：**浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**陈术子：**上海交通大学硕士，曾任职于光大证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究新能源行业。

**赵智勇：**曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

**陈雁冰：**曾就职于远景能源、博世联电、华金证券，2017 年加入招商证券，主要研究新能源汽车上游产业。

**龙云露：**清华大学硕士，2017 年加入招商证券，主要研究电力设备、新能源汽车上游产业。

## 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。