

电子

2017年09月27日

水晶光电 (002273)

——双摄与 3D Sensing 双轮驱动成长——A 股电子代表标的业绩拆分以及产业核心假设剖析系列七

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2017年09月26日

收盘价(元)	24.74
一年内最高/最低(元)	29.08/17.31
市净率	5.5
息率(分红/股价)	0.40
流通A股市值(百万元)	15135
上证指数/深证成指	3343.58/10950.77
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)	4.52
资产负债率%	14.89
总股本/流通A股(百万)	663/612
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《蓝宝石产业的机遇与挑战系列报告之一：新需求引爆十倍空间》 2014/04/10
《水晶光电(002273)2013年中报点评》 2013/08/22

证券分析师

王谋 A0230517080003
wangmou@swsresearch.com

联系人

王谋
(8621)23297818×7321
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。
- 公司 1Q17 收入增速 45%，1H17 增速 43%，人均指标同比改善，毛利率和三费占比收入稳定。公司毛利率稳定维持在 30% 上下，1H17 毛利上升主要原因为 LED 衬底和反光材料毛利率提升；受到 2Q17 行业需求疲弱和竞争的影响，光学元器件产品毛利率下降 2%。2015 年以来，应收账款和存货周转天数持续下降，公司营运能力不断改善。公司人均指标持续改善，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未来三年窄带滤光片 20、120 和 318 百万片的出货量和蓝玻璃 IRCF 29%、35% 和 27% 的出货量成长。考虑到公司蓝玻璃及生物识别率滤光片项目在建，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窄带滤光片和 IRCF 产能供给充足，因此公司的盈利预测主要依据下游需求成长测算。
- 未来水晶光电重点围绕 3D 成像领域相关光学组件进行布局。目前全球可批量供应窄带滤光片的企业只有少数几家，公司具有一定的规模、成本及技术先发优势。随着公司产能的逐步释放，我们预计未来水晶光电窄带滤光片业务会快速发展，我们基于下游需求的测算预测公司该业务成长趋势。
- 首次覆盖，给予“增持”评级。预计水晶光电 2017-2019 年收入为 22.2、33.7 和 48.6 亿元，归母净利润为 3.6、5.58 和 7.99 亿元，每股收益为 0.54、0.84 和 1.21 元，当前股价对应 2017-2019 年 PE 为 46x、29x 和 20x。参考 A 股可比光学镀膜公司激智科技，以及同样受益与双摄/3D Sensing 的欧菲光，其 2018 年 PE 均值为 29.5x，PB 均值为 5.3x。我们预计水晶光电 2018 年 EPS 为 0.84 元，对应 PE 为 29.5x，PB 为 4.1x，以 2017~2019 年 3 年增长为基准计算 2017 年水晶光电 PEG 为 1.0x，可比公司平均 PEG 为 2.9x，因此首次覆盖，我们给予水晶光电“增持”评级。
- 风险提示：iPhone X 需求不振，安卓智能手机结构光技术渗透速度慢

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,680	940	2,218	3,369	4,856
同比增长率(%)	42.20	42.89	32.00	51.90	44.20
净利润(百万元)	254	154	360	558	799
同比增长率(%)	70.05	49.15	41.70	55.10	43.30
每股收益(元/股)	0.38	0.23	0.54	0.84	1.21
毛利率(%)	31.6	31.1	33.9	35.0	34.9
ROE(%)	8.8	5.1	11.0	13.6	15.3
市盈率	65		46	29	20

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

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

投资案件

投资评级与估值

预计水晶光电 2017-2019 年收入为 22.2、33.7 和 48.6 亿元，归母净利润为 3.6、5.58 和 7.99 亿元，每股收益为 0.54、0.84 和 1.21 元，当前股价对应 2017-2019 年 PE 为 46x、29x 和 20x。

参考 A 股可比光学镀膜公司激智科技，以及同样受益与双摄/3D Sensing 的欧菲光，其 2018 年 PE 均值为 29.5x，PB 均值为 5.3x。我们预计水晶光电 2018 年 EPS 为 0.84 元，对应 PE 为 29.5x，PB 为 4.1x，以 2017~2019 年 3 年增长为基准计算 2017 年水晶光电 PEG 为 1.0x，可比公司平均 PEG 为 2.9x，因此首次覆盖，我们给予水晶光电“增持”评级。

关键假设点

我们假设预测期公司产能能够满足未来三年窄带滤光片 20、120 和 318 百万片的出货量和蓝玻璃 IRCF 29%、35%和 27%的出货量成长。考虑到公司蓝玻璃及生物识别率滤光片项目在建，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窄带滤光片和 IRCF 产能供给充足，因此公司的盈利预测主要依据下游需求成长测算。

假设 1: 预计 2017~2019 年全球智能手机出货量分别为 1517、1585 和 1642 百万部；其中苹果智能手机出货量 224、240 和 244 百万部。预计 2017~2019 年苹果智能手机 3D sensing 机型渗透率为 18%、55%和 100%，其他智能手机 3D sensing 机型的渗透率为 0%、5%和 15%。

假设 2: 预计 2017~2019 年窄带滤光片和铬膜的单价为 5.85，5.3 和 5.1 元。

假设 3: 预计 2017~2019 年水晶光电供应窄带滤光片和铬膜的份额为 50%，60%和 70%。

假设 4: 预计未来三年后置双摄像头渗透率为 15%、30%和 45%。

假设 5: 预计未来三年 2017~2019 前置摄像头 800 万像素以上的渗透率分别为 15.8%、30%和 40%；后置摄像头 800 万像素以上的渗透率分别为 85%、90%和 93%。

有别于大众的认识

我们对水晶光电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，我们全市场首次对前置及后置摄像头像素趋势做出假设，能够更加有效的估计公司下游市场增速。

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。我们对双摄、前后置摄像头像素升级的预估均基于

IDC 的全球数据库。

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，我们能够提供水晶光电市场唯一的季度盈利预测。

股价表现的催化剂

iPhone X 出货超预期， 安卓智能手机结构光模组渗透超预期

核心假设风险

iPhone X 需求不振， 安卓智能手机结构光技术渗透速度慢

目录

1. 水晶光电：全球红外截止滤光片龙头，3D Sensing 窄带滤光片成新动力	6
1.1 核心技术支撑多元战略，1H17 公司营收大幅改善.....	6
1.2 水晶光电加大蓝玻璃 IRCF、窄带滤波片投资.....	8
2. 水晶光电业务拆分和费用假设	9
2.1 窄带滤光片业务拆分和核心假设.....	9
2.2 红外截止滤光片 IRCF 业务拆分和核心假设.....	10
2.3 其他业务拆分和核心假设.....	11
3. 首次覆盖，给予“增持评级”	12

图表目录

图 1: 水晶光电控股股东为星星集团有限公司, 实际控制人为叶仙玉	6
图 2: 1H17 水晶光电收入结构, %	8
图 3: 2014~2017 上半年水晶光电收入结构, 百万元	8
图 4: 公司人均指标持续改善, 三费和毛利稳定, 万, %	8
图 5: 存货和应收账款周转天数下降, 天	8
图 6: 全球 3D Sensing 出货量增长迅速, 百万台	10
图 7: 水晶光电窄带滤光片供应份额及出货量, 百万片	10
图 8: 800 万像素以上摄像头出货量和增速, 百万个	11
图 9: 水晶光电 IRCF 出货量及增速, 百万片, %	11
图 10: 预计公司 OLPF 营收 2017-2019 增速不变, 百万片	11
图 11: 预计公司蓝宝石营收增速前高后底, 百万个	11
图 12: 预计公司反光材料营收 2017-2019 增速下降, 百万片	12
图 13: 水晶光电 PE Band	13
图 14: 水晶光电 PB Band	13
表 1: 水晶光电光学、蓝宝石、新型显示和反光材料业务及下游应用明细	7
表 2: 1H17 水晶光电主要子公司业务、营收和利润规模, 百万元	7
表 3: 公司在建募投项目包括蓝玻璃、生物识别率滤光片组和增强现实投影引擎 ..	9
表 4: 水晶光电可比公司估值表	12
表 5: 水晶光电利润表	14

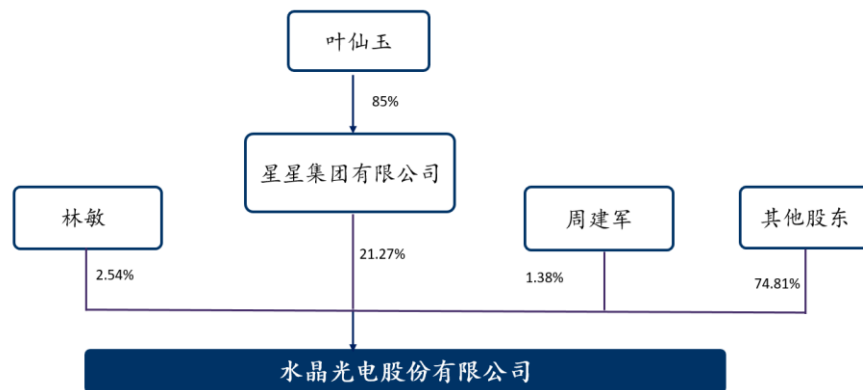
1. 水晶光电：全球红外截止滤光片龙头，3D Sensing 窄带滤光片成新动力

水晶光电是全球光学低通滤波器（OLPF）和红外截止滤光片（IRCF）产能最大的企业。公司主营业务以光学薄膜产品为七点，延伸至光学组件、LED 蓝宝石衬底产品、新型显示产品以及反光材料产品。公司光学薄膜产品普遍应用于消费电子摄像头、微型投影仪等等。目前公司资本支出重点为双摄应用驱动的智能手机摄像头蓝玻璃 IRCF，以及包括窄带滤光片在内 3D sensing 所需的光学器件。

1.1 核心技术支撑多元战略，1H17 公司营收大幅改善

水晶光电控股股东为星星集团有限公司，实际控制人为叶仙玉。水晶光电成立于 2002 年，主要产品为光学低通滤波器（OLPF），2003 年开发出智能手机用红外截止滤光片（IRCF），1H17 两款产品收入占比月 77%。公司于 2008 年 9 月在深圳证券交易所上市，目前星星集团有限公司为水晶光电最大控股股东，持有 21.27% 的股份，实际控制人为星星集团有限公司董事长兼总裁叶仙玉。

图 1：水晶光电控股股东为星星集团有限公司，实际控制人为叶仙玉



资料来源：2017 年中报、申万宏源研究

水晶光电主营业务包括光学镀膜/组件、蓝宝石、新型显示和反光材料。光学镀膜/组件的主要动力为智能手机双摄像头及 3D 识别应用趋势，市场对蓝玻璃 IRCF 和窄带滤光片的需求显著提升。水晶光电 2010 年投资建设 LED 用蓝宝石项目，目前蓝宝石业务主要包括蓝宝石盖板和指纹识别盖板。公司围绕新型显示有所布局，推动视频眼镜、智能汽车抬头显示器 HUD、EX60 超短焦投影业务的发展，未来将加强与 LUMUS 的紧密合作，为其配套开发与供应的零部件产品预计在 2017 年形成批量化生产。

表 1: 水晶光电光学、蓝宝石、新型显示和反光材料业务及下游应用明细

业务板块	主要产品种类	用途/下游应用	产品图示	
光学	精密光电薄膜元器件	红外截止滤光片 (IRCF) 及其组立件	用于手机摄像头、电脑摄像头、汽车摄像头等	
		光学低通滤波器 (OLPF)	用于数码相机、安防监控摄像头等	
		窄带滤光片及组立件	用于生物识别、动作追踪、空间建模等领域	-
	综合应用	光学玻璃窗口片	用于 CCD/CMOS 芯片的封装、可拍照手机镜头上的保护、数码相机 OVF 的保护、激光二极管上的盖片	
		投影机散热板	用于 LCD、LCOS 等投影系统	
蓝宝石	LED 蓝宝石衬底	图形化蓝宝石衬底 (PSS)	在 LED 芯片生产过程中, 用于各类基材料与器件等外延层生长的基板	
		普通蓝宝石衬底		
	蓝宝石光学应用	蓝宝石镜头保护 COVER、蓝宝石 表镜等	用于高端手机摄像头保护、智能穿戴设备的表盖等	
	蓝宝石晶体		用于衬底基片、智能终端设备等窗口材料	
新型显示	微型精密光学元器件及组件		主应用于视频眼镜	
	智能汽车抬头显示 (Qrios 游乐士 HUD)		主要应用于汽车领域	
	超短焦投影光引擎		用于超短焦投影仪	
反光材料	反光织物、反光膜等		应用于道路设施、交通工具、通信、海事、户外作业等专用领域, 以及服饰箱包、户外运动、体育休闲等民用领域	

资料来源: 公司官网, 2016 年年报, 申万宏源研究

水晶光电子公司业务划分明晰。公司部分主营业务精密光电薄膜元器件业务通过江西水晶光电营运, 反光材料则由 2013 年 12 月收购的公司浙江方远夜视丽反光材料负责营运; AR 引擎和汽车智能产品的研发、生产和销售由浙江晶景光电和晶途科技负责营运。

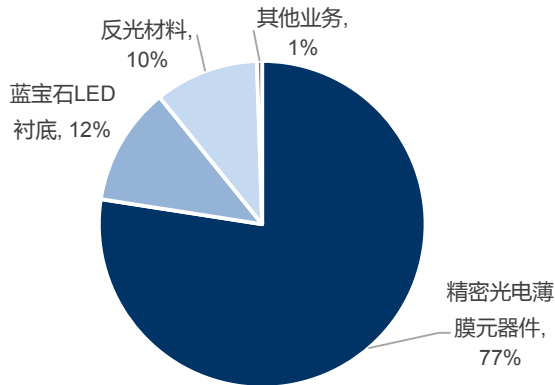
表 2: 1H17 水晶光电主要子公司业务、营收和利润规模, 百万元

业务类型	子公司	所在地	持股比例	营业收入	净利润
虚拟显示(AR)产品研发和生产	浙江晶景光电有限公司	杭州	100	7.8	-5.0
精密光电薄膜元器件产	江西水晶光电有限公司	鹰潭	100	366.6	22.7
电子元器件生产	浙江台佳电子科技有限公司	临海	80	57.4	9.7
反光材料生产	浙江方远夜视丽反光材料有限公司	台州	100	97.5	25.7
汽车智能产品研发和销售	浙江晶途科技有限公司	杭州	76	0.27	-1.5

资料来源: 2017 半年报, 申万宏源研究

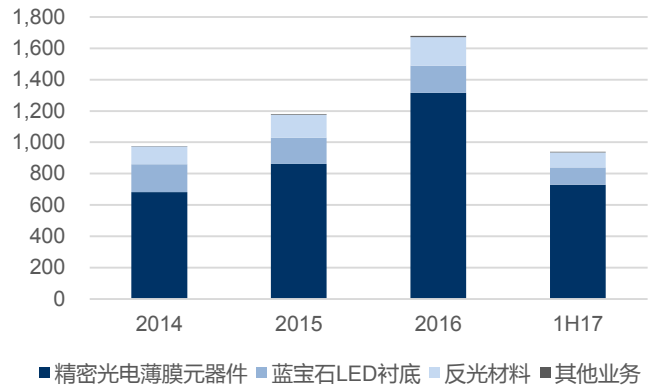
1H17 公司营业收入中 77%来自于精密光电薄膜元器件，12%来自于蓝宝石 LED 衬底，10%来自于反光材料。1H17 公司营收同比增加 43%，其中精密光电薄膜元器件同比增长 47.35%，受益于蓝玻璃 IRCF 需求增加；蓝宝石 LED 衬底受益于行业整体景气上行，营收同比增长 42.98%。2015~2016 年蓝宝石 LED 衬底营收成长缓慢主要受限于 LED 整体景气低迷，蓝宝石衬底价格大幅下降，2H16 产业景气度逐步回升，2017 市场已回归供需平衡，衬底价格的趋于稳定，公司 LED 衬底产能饱和，供不应求。

图 2：1H17 水晶光电收入结构，%



资料来源：Wind，申万宏源研究

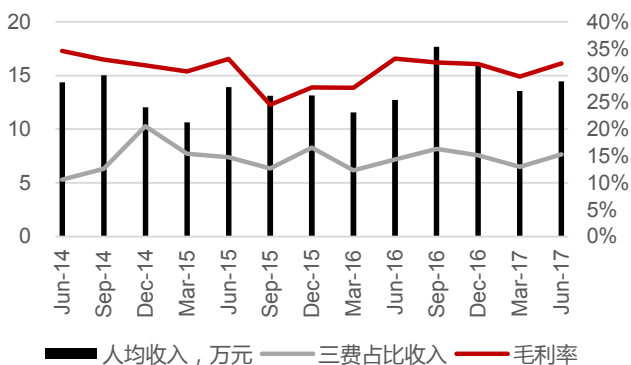
图 3：2014~2017 上半年水晶光电收入结构，百万元



资料来源：Wind，申万宏源研究

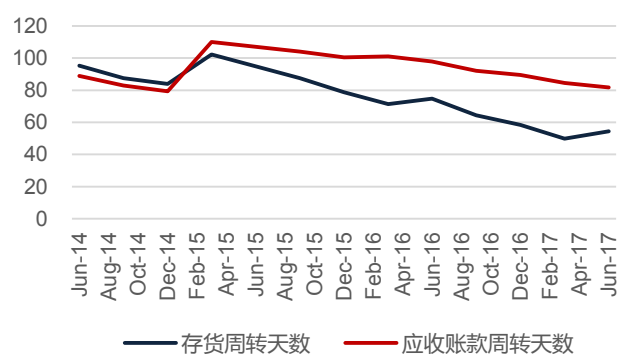
公司 1Q17 收入增速 45%，1H17 增速 43%，人均指标同比改善，毛利率和三费占比收入稳定。公司毛利率稳定维持在 30% 上下，1H17 毛利上升主要原因为 LED 衬底和反光材料毛利率提升；受到 2Q17 行业需求疲弱和竞争的影响，光学元器件产品毛利率下降 2%。2015 年以来，应收账款和存货周转天数持续下降，公司营运能力不断改善。公司人均指标持续改善，公司盈利有望进一步提升。

图 4：公司人均指标持续改善，三费和毛利稳定，万，%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：存货和应收账款周转天数下降，天



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 水晶光电加大蓝玻璃 IRCF、窄带滤波片投资

截止 2Q17，公司 2014 年 7 月募投项目“滤光片组立件扩产项目”完成比例 103.2%，“蓝宝石长晶及深加工项目”完成比例 26.32%。其中，由于 2015~2016 年行业景气下行，蓝宝石长晶及深加工项目未达到规划进度和预计收益，公司推迟该项目的实施进度。

2017年7月，公司发行可转债和定增募集配套资金用于蓝玻璃及生物识别率滤光片组立件技改项目，建设期24个月，拟投入10.06亿元，将新增年产5亿套蓝玻璃滤光片组立件的生产能力，其中单摄像头组立件年产能8,000万套，双摄像头组立件年产能4.2亿套，同时新增年产2.5亿套生物识别滤光片组立件的生产能力，预计年净利润2.3亿元。

表 3：公司在建募投项目包括蓝玻璃、生物识别率滤光片组和增强现实投影引擎

时间	融资方式	募投项目名称	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(亿元)	完成比例(%)
2017.07.12	可转债	蓝玻璃及生物识别率滤光片组立件技改项目	24	5亿套蓝玻璃滤光片组立件(单摄像头0.8亿,双摄像头4.2亿) 2.5亿套生物识别滤光片组立件	15.3	2.30	10.06	-
2014.07.29	定增	滤光片组立件扩产项目	12	4.8亿套红外截止滤光片组立件	7.2	0.91	3.86	103.2
		蓝宝石长晶及深加工项目	12	120万片4英寸图形化蓝宝石LED衬底 2400万片智能终端用蓝宝石窗口片 250万毫米蓝宝石晶棒	5.50	0.81	5.86	26.32

资料来源：水晶光电公告，申万宏源研究

2. 水晶光电业务拆分和费用假设

我们假设预测期公司产能能够满足未来三年窄带滤光片 20、120 和 318 百万片的出货量和蓝玻璃 IRCF 29%、35%和 27%的出货量成长。考虑到公司蓝玻璃及生物识别率滤光片项目在建，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窄带滤光片和 IRCF 产能供给充足，因此公司的盈利预测主要依据下游需求成长测算。

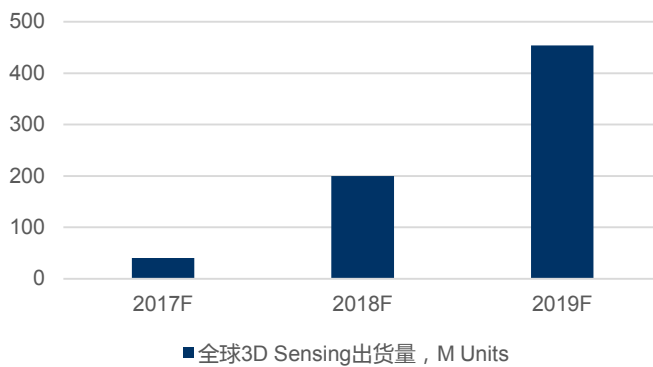
2.1 窄带滤光片业务拆分和核心假设

未来水晶光电重点围绕 3D 成像领域相关光学组件进行布局。3D 摄像头接收端需要将中心波长 5%以外的环境光剔除，为达到这一目的，需要使用窄带滤光片。目前全球可批量供应窄带滤光片的企业只有少数几家，公司具有一定的规模、成本及技术先发优势。随着公司产能的逐步释放，我们预计未来水晶光电窄带滤光片业务会快速发展，我们基于下游需求的测算预测公司该业务成长趋势。

假设 1：预计 2017~2019 年全球智能手机出货量分别为 1517、1585 和 1642 百万部；其中苹果智能手机出货量 224、240 和 244 百万部。预计 2017~2019 年苹果智能手机 3D sensing 机型渗透率为 18%、55%和 100%，其他智能手机 3D sensing 机型的渗透率为 0%、5%和 15%。

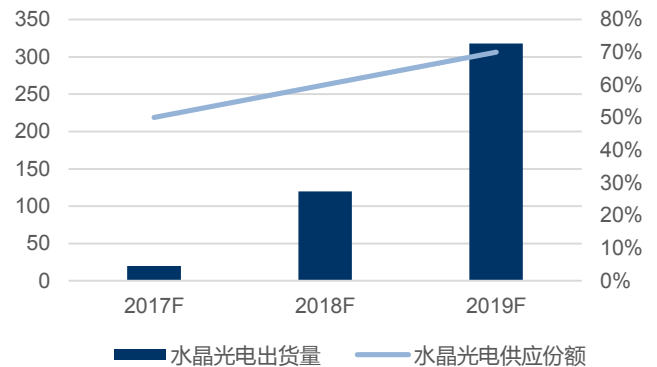
以结构光为代表的智能手机 3D 成像市场的爆发，会极大拓展滤光片的市场容量。我们通过预测智能手机出货量和 3D Sensing 渗透率，测算出 2017~2019 年全球 3D Sensing 模组出货量为 40、199 和 454 百万台。

图 6: 全球 3D Sensing 出货量增长迅速, 百万台



资料来源: 申万宏源研究

图 7: 水晶光电窄带滤光片供应份额及出货量, 百万片



资料来源: 申万宏源研究

假设 2: 预计 2017~2019 年窄带滤光片和铬膜的单价为 5.85、5.3 和 5.1 元。¹

假设 3: 预计 2017~2019 年水晶光电供应窄带滤光片和铬膜的份额为 50%、60%和 70%。

目前市场可批量供应窄带滤光片的主流厂商有两家, 分别是 ViaviSolution Inc. (NASDAQ:VIAV)和水晶光电。随着水晶光电在生物识别滤光片立件投资产能逐渐上量, 我们预计公司未来三年供应窄带滤光片的份额增长迅速, 预计 2017~2019 年出货量分别为 20、120 和 318 百万片。

2.2 红外截止滤光片 IRCF 业务拆分和核心假设

假设 4: 预计未来三年后置双摄像头渗透率为 15%、30%和 45%。

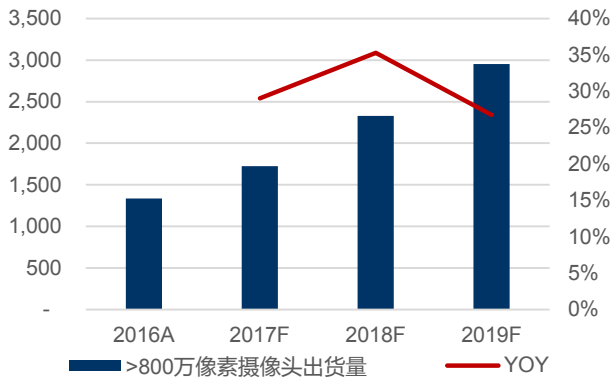
根据 IDC 数据, 我们计算未来三年前置摄像头的出货量为 1,517、1,585 和 1,642 百万个, 后置摄像头的出货量为 1,744、2,016 和 2,381 百万个。

假设 5: 预计未来三年 2017~2019 前置摄像头 800 万像素以上的渗透率分别为 15.8%、30%和 40%; 后置摄像头 800 万像素以上的渗透率分别为 85%、90%和 93%。

我们计算未来三年 800 万像素以上的摄像头出货量为 1,722、2,331 和 2,954 百万台, 增速为 29%、35%和 27%。在以上假设下, 我们预计水晶光电 2017~2019 红外截止滤光片出货量为 939、1,271 和 1,611 百万片。

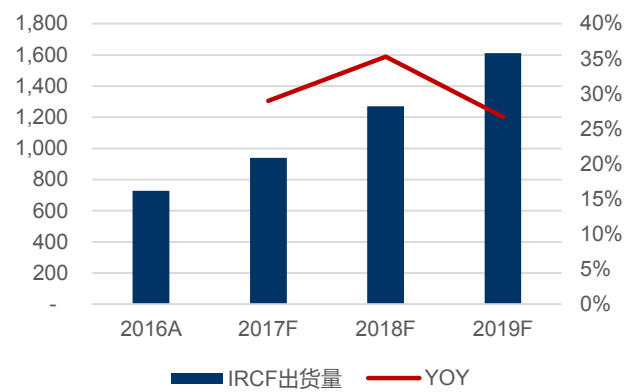
¹ 假设滤光片 0.4 美元/片加工费, 铬膜 0.5 美元/片加工费

图 8: 800 万像素以上摄像头出货量和增速, 百万个



资料来源: IDC, 申万宏源研究

图 9: 水晶光电 IRCF 出货量及增速, 百万片, %



资料来源: 公司调研, 申万宏源研究

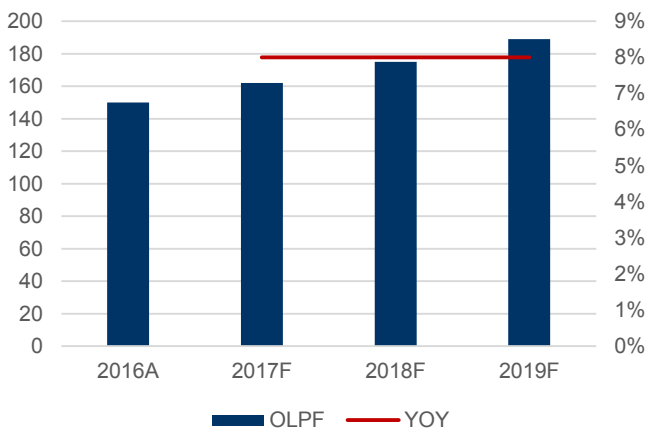
2.3 其他业务拆分和核心假设

假设 6: 考虑到相机业务产品向高端机种迈进, 假设 OLPF 营收能够维持历史增速, 预计 2017~2019 收入增速分别为 8%、8%和 8%。

假设 7: 我们预计 2017~2018 年 LED 产业景气恢复, 但 2019 年景气下滑, 预计公司蓝宝石 LED 衬底 2017~2019 收入增速分别为 43%、20%和-10%。

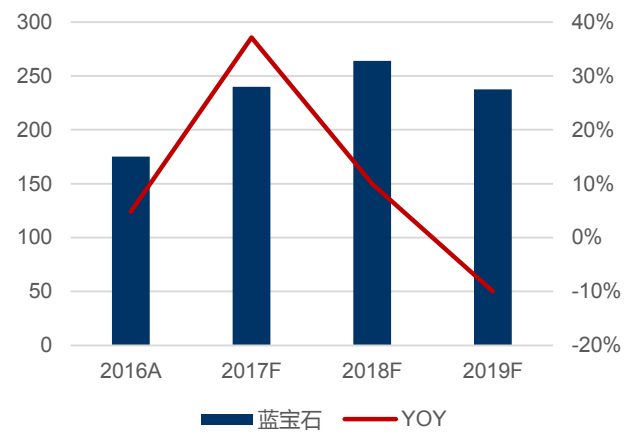
假设 8: 我们假设反光材料未来发展稳定, 预计 2017~2019 收入增速分别为 25%、25%和 25%。

图 10: 预计公司 OLPF 营收 2017-2019 增速不变, 百万片



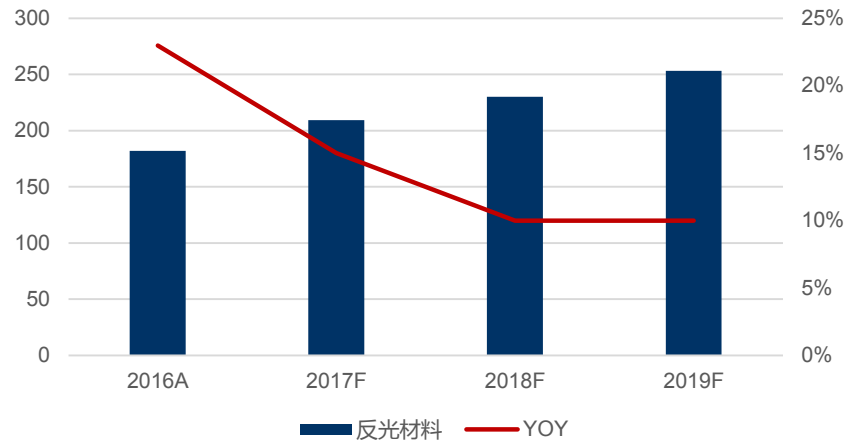
资料来源: 公司调研, 申万宏源研究

图 11: 预计公司蓝宝石营收增速前高后底, 百万个



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 12: 预计公司反光材料营收 2017-2019 增速下降, 百万片



资料来源: Wind, 申万宏源研究

3. 首次覆盖, 给予“增持”评级

预计水晶光电 2017-2019 年收入为 22.2、33.7 和 48.6 亿元, 归母净利润为 3.6、5.58 和 7.99 亿元, 每股收益为 0.54、0.84 和 1.21 元, 当前股价对应 2017-2019 年 PE 为 46x、29x 和 20x。

参考 A 股可比光学镀膜公司激智科技, 以及同样受益与双摄/3D Sensing 的欧菲光, 其 2018 年 PE 均值为 29.5x, PB 均值为 5.3x。我们预计水晶光电 2018 年 EPS 为 0.84 元, 对应 PE 为 29.5x, PB 为 4.1x, 以 2017~2019 年 3 年增长为基准计算 2017 年水晶光电 PEG 为 1.0x, 可比公司平均 PEG 为 2.9x, 因此首次覆盖, 我们给予水晶光电“增持”评级。

表 4: 水晶光电可比公司估值表

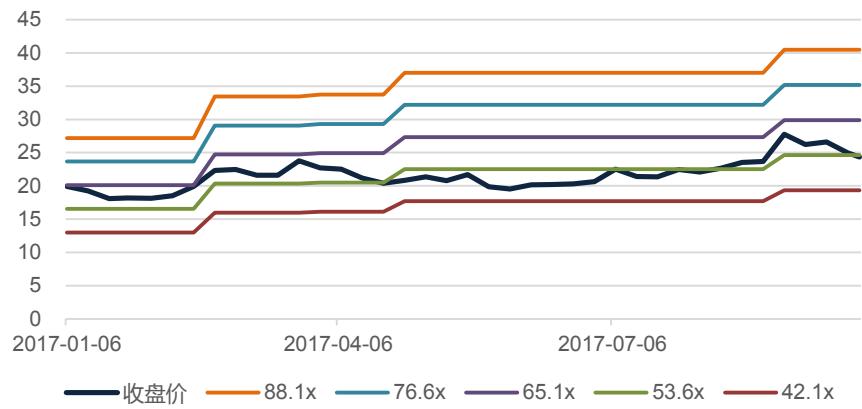
代码	简称	股价	市值 (亿元)	EPS	EPS			PE			EPS Growth			PB		
				LTM	17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E
300566	激智科技	35.80	45	0.97	0.71	1.03	1.39	50.1	34.7	25.8	-26%	45%	35%	7.1	5.9	4.2
002456	欧菲光	20.27	550	0.69	0.55	0.83	1.13	36.9	24.3	17.9	-20%	52%	36%	5.5	4.6	3.8
002273	水晶光电	24.74	164	0.39	0.54	0.84	1.21	45.8	29.5	20.4	38%	56%	44%	4.9	4.1	3.5

资料来源: Wind, 申万宏源研究

注: 水晶光电盈利预测来源于申万宏源, 其余来自于 Wind;

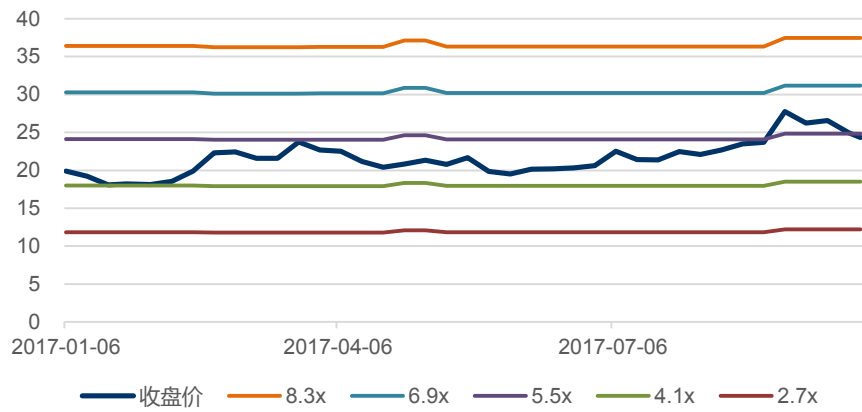
注: 基准日期为 2017 年 9 月 26 日;

图 13: 水晶光电 PE Band



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 14: 水晶光电 PB Band



资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 5：水晶光电利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1181.6	1680.2	2217.7	3368.9	4856.3
营业总成本	1013.4	1397.9	1810.4	2731.9	3940.2
营业成本	839.5	1149.6	1466.0	2190.7	3159.4
营业税金及附加	9.9	18.8	21.7	32.9	47.5
销售费用	21.8	29.1	39.7	60.3	86.9
管理费用	155.5	235.3	301.2	457.5	659.5
财务费用	(0.9)	(15.6)	14.9	22.6	18.0
资产减值损失	6.0	18.9	4.0	5.0	6.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	18.5	38.1	37.0	37.0	37.0
其他收益			10.0	10.0	10.0
三、营业利润	168.2	282.3	417.3	647.0	926.1
营业外收入	9.2	16.9	5.0	5.0	5.0
营业外支出	1.9	1.5	2.0	2.0	2.0
四、利润总额	175.5	297.7	420.3	650.0	929.1
所得税	23.1	39.5	55.6	85.9	122.8
五、净利润	152.4	258.3	364.8	564.1	806.3
少数股东损益	3.2	4.6	5.0	6.0	7.0
归属于母公司所有者的净利润	149.2	253.7	359.8	558.1	799.3

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	1,656	1,662	2,793	3,176	4,288
现金及等价物	392	445	1,382	1,335	1,887
应收款项	493	589	734	1,044	1,444
存货净额	183	189	240	359	519
其他流动资产	588	438	438	438	438
长期投资	172	252	252	252	252
固定资产	878	1,127	1,347	1,727	1,687
无形资产及其他资产	380	364	364	364	364
资产总计	3,086	3,404	4,756	5,518	6,591
流动负债	319	425	512	711	977
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	301	316	403	602	868
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	53	47	947	647	347
负债合计	372	472	1,459	1,358	1,324
股本	437	663	663	663	663
资本公积	1,585	1,361	1,361	1,661	1,961
盈余公积	83	101	127	168	225
未分配利润	579	771	1,105	1,622	2,364
少数股东权益	30	35	40	46	53
股东权益	2,714	2,932	3,297	4,160	5,267
负债和股东权益合计	3,086	3,404	4,756	5,518	6,591

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	152	258	365	564	806
加：折旧摊销减值	100	138	84	125	146
财务费用	8	0	15	23	18
非经营损失	-19	-43	-47	-47	-47
营运资本变动	-29	-24	-112	-235	-300
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	212	331	305	430	623
资本开支	272	452	300	500	100
其它投资现金流	-34	-38	47	47	47
投资活动现金流	-859	-332	-253	-453	-53
吸收投资	1,197	101	0	0	0
负债净变化	-160	0	0	0	0
支付股利、利息	66	46	15	23	18
其它融资现金流	-20	0	900	0	0
融资活动现金流	951	55	885	-23	-18
净现金流	304	56	936	-46	552

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	0.23	0.38	0.54	0.84	1.21
每股经营现金流	0.32	0.50	0.46	0.65	0.94
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	4.05	4.37	4.91	6.21	7.87
关键运营指标(%)					
ROIC	5.7	8.2	12.6	16.6	21.8
ROE	5.6	8.8	11.0	13.6	15.3
毛利率	29.0	31.6	33.9	35.0	34.9
EBITDA Margin	20.6	20.7	21.0	22.0	21.4
EBIT Margin	12.6	13.6	17.4	18.5	18.5
收入同比增长	20.9	42.2	32.0	51.9	44.2
净利润同比增长	-2.5	70.1	41.7	55.1	43.3
资产负债率	12.1	13.9	30.7	24.6	20.1
净资产周转率	0.44	0.58	0.68	0.82	0.93
总资产周转率	0.38	0.49	0.47	0.61	0.74
有效税率	14.7	15.2	14.9	14.3	13.9
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	108.1	63.6	44.9	28.9	20.2
P/B	6.0	5.6	5.0	3.9	3.1
EV/Sale	13.3	9.3	7.0	4.5	3.0
EV/EBITDA	64.4	44.9	33.3	20.5	13.9

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。