

# 浪潮信息 (000977)

证券研究报告

2019年11月10日

## 行业回暖+市占率提升驱动收入高成长，规模效应提升利润率

**5G 商业化渐行渐近，制式升级驱动流量高增长。IaaS 巨头资本支出逐步回暖，云服务器行业复苏在即**

(1) 5G 方面，当前，三大运营商均已获得 5G 牌照，5G 产业链进一步发展，5G 商业化全面商用化指日可待。5G 的建设有望带来全网设备接入量的大幅上升，带来流量的高速增长。据思科预测，从 2016-2021 年，流量消费增速将不断提升，2019 年流量消费为每月 24EB，而 2021 年，流量消耗将翻倍增长；(2) 云计算方面，云计算资本支出周期通常在 3-5 年。当前，美国云计算巨头资本支出出现上行信号。对比美国巨头，中国云计算厂商阿里云、腾讯云体量相差甚远（阿里云 2019 年营收 213 亿元，AWS 云服务在 2018 年营收 1732 亿元）国内 IaaS 厂商存在广阔的发展空间。在阿里云收入持续保持高增长的前提下，我们预计，后续阿里云的资本支出将逐步回暖。5G 制式升级+IaaS 巨头资本支出回暖的背景下，服务器需求将会迎来新一轮高峰。

### 贸易战影响供给端格局，公司市占率有望进一步提升

2018 年以来，美国展开全面的贸易战和科技战，贸易摩擦使得国内服务器市场供给端格局发生变化。浪潮信息业务已覆盖 113 个国家和地区，有 8 个全球研发中心及 2 个全球服务中心。根据 IDC 数据，2019 年第一季度，公司在国内 X86 服务器市场份额达 27.3%。公司在产品、技术实力得到充分认可，有望成为本次贸易摩擦服务器转单的主要承接方，市场份额有望进一步扩大。

### 智能工厂协助人均效能持续提升，规模效应摊薄成本

公司已建成业界领先的智能高端服务器工厂，集成了“中国制造 2025”核心技术，成为业界领先的标杆工厂。2012-2018 年的 7 年中，营收增长了 21.42 倍，而生产人员和销售人员仅增长了 6.07 倍和 2.94 倍。人均效率进一步提升。近年公司体量迅速扩张，三费比率呈现下降趋势，在行业需求回暖+公司份额上升的驱动下，公司收入规模将进一步扩大，费用率有望持续降低，带动公司利润率水平上升。

**投资建议：**我们预测，预计公司 2019-2021 年实现净利润 8.76、13.47、19.31 亿元，参考可比公司估值，可比公司当前股价对应 2019-2021 PE 均值为 48.01 倍、33.93 倍和 25.18 倍。考虑行业回暖及公司市占率的提升，我们给予公司 2020 年 35 倍目标 PE，对应 2020 年市值 471.45 亿元，对应目标价 36.57 元/股，看好公司业务发展前景，维持“买入”评级。

**风险提示：**5G 商用节奏低预期、IaaS 厂商资本支出低预期导致 IDC 需求延后、贸易摩擦的不确定性

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25,488.18	46,940.82	54,451.35	72,692.55	93,773.40
增长率(%)	101.21	84.17	16.00	33.50	29.00
EBITDA(百万元)	790.07	3,293.81	2,076.82	3,014.93	4,245.11
净利润(百万元)	427.53	658.60	875.97	1,346.83	1,931.32
增长率(%)	48.95	54.05	33.00	53.75	43.40
EPS(元/股)	0.33	0.51	0.68	1.04	1.50
市盈率(P/E)	86.70	56.28	42.31	27.52	19.19
市净率(P/B)	5.09	4.13	4.21	3.69	3.13
市销率(P/S)	1.45	0.79	0.68	0.51	0.40
EV/EBITDA	34.17	5.33	18.69	12.97	9.15

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	计算机/计算机设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	28.75 元
目标价格	36.57 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,289.25
流通 A 股股本(百万股)	1,289.25
A 股总市值(百万元)	37,066.00
流通 A 股市值(百万元)	37,066.00
每股净资产(元)	6.65
资产负债率(%)	60.27
一年内最高/最低(元)	30.88/15.21

### 作者

**沈海兵** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030001  
shenhaibing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《浪潮信息-季报点评:业绩超预期，行业景气向上+份额提升驱动公司新一轮高成长》2019-11-02
- 《浪潮信息-半年报点评:运营效率提高利润超预期，中期受益 5G 和竞争优化》2019-09-01
- 《浪潮信息-年报点评报告:现金流超预期，19 年有望持续高增长》2019-03-30



## 内容目录

1. 5G 驱动流量高增长，IaaS 巨头资本支出逐步回暖 .....	3
1.1. 5G 商用逐步临近，流量消耗高速增长驱动服务器需求激增 .....	3
1.2. IaaS 巨头资本支出逐步回暖 .....	4
2. 公司市占率有望持续提升，规模效应摊薄成本 .....	6
2.1. 贸易战导致供给端格局变化，公司市占率有望进一步提升 .....	6
2.2. 智慧工厂提升人效，规模迅速扩张摊薄成本 .....	6
2.3. AI 大浪潮开启，公司 AI 服务器市占率高达 50% .....	8
3. 盈利预测及投资建议 .....	9
4. 风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1：5G 建设节奏表 .....	3
图 2：2019-2026 年中国 5G 基站建设规模预测 .....	3
图 3：5G 的应用场景广泛 .....	4
图 4：5G 刺激流量大幅增加 .....	4
图 5：微软公司资本支出呈现回暖趋势（时间轴：财年） .....	4
图 6：谷歌公司资本支出呈现回暖趋势（时间轴：财年） .....	4
图 7：亚马逊公司资本支出呈现回暖趋势（时间轴：财年） .....	5
图 8：阿里巴巴云收入及增长率（%） .....	5
图 9：2019Q1 中国 X86 服务器市场份额 .....	6
图 10：2012-2018 公司人均年度创收统计（单位：万元） .....	6
图 11：浪潮信息智慧化工厂 .....	7
图 12：浪潮信息智慧化工厂 .....	7
图 13：人均产能（万元，营收/生产人员） .....	7
图 14：人均销量（万元，营收/销售人员） .....	7
图 15：公司三费今年来呈持续下降趋势 .....	7
图 16：2018-2022 中国 AI 市场规模预测 .....	8
图 17：2013-2018 中国 AI 创投融资数量 .....	8
图 18：2014-2019 中国智能硬件产业市场规模及预测（单位：亿元） .....	8
图 19：浪潮信息占据中国 AI 服务器 50% 市场份额 .....	9
图 20：浪潮信息丰富的 AI 产品体系 .....	9
表 1：浪潮信息与友商估值对比 .....	10

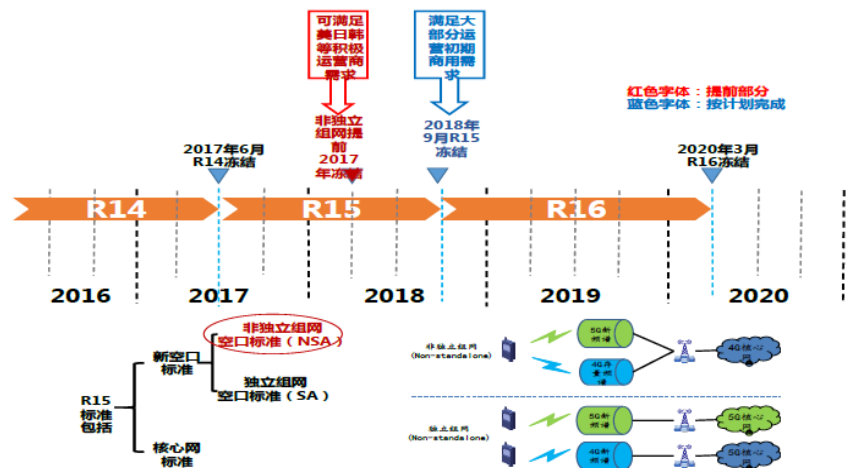
## 1. 5G 驱动流量高增长，IaaS 巨头资本支出逐步回暖

### 1.1. 5G 商用逐步临近，流量消耗高速增长驱动服务器需求激增

5G 是新一轮科技浪潮的开始，新经济浪潮的引擎。5G 作为国家意志和市场经济的结合，产业发展阻力最小，产业趋势相对明确。5G 是新一轮科技浪潮的开始 & 新经济浪潮的引擎，因此 5G 既是市场经济的自发需求，同时它又是国家意志。

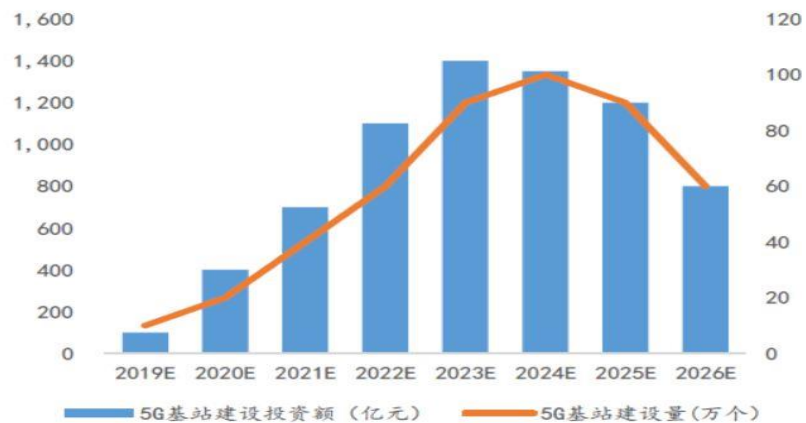
中国 5G 产业链进一步成熟，5G 商用化发展大步向前。2013 年，IMT-2020 (5G) 推进组成立，旨在集结各方力量，推动 5G 技术的产业化发展。研发技术方面，从 2015 年到 2018 年，5G 技术相继通过了关键技术、技术方案和系统验证，初步完成了第一阶段的全功能标准化工作，进入到全面冲刺的新阶段。从产业发展角度，2019 年 6 月，国内三大运营商积极开展应用试验工作，为 5G 在 2020 年实现商业化的目标提前做好战略规划。同时，以华为为代表的主设备商相继推出 5G 核心网解决方案，应对 5G 多场景应用和商业部署需求。配合技术推进，终端厂商加快研发步伐，在商用芯片和智能手机方面不断推出符合 5G 应用标准的新商用终端，促进 2020 年智慧手机的成功商用。研发投入方面，为推动 5G 顺利实现商用化，预计未来 5 年，基站建设投入额逐渐递增，增速不断扩大，于 2023 年达到巅峰，约 1400 亿元，基站建设数量预计于 2024 年突破 100 万个。当前，超过 8.6 万座基站开始发射 5G 信号，20 余款 5G 手机进行终端入网测试，三大运营商均已获得 5G 牌照，5G 产业链进一步发展，5G 商业化正式运行指日可待。

图 1: 5G 建设节奏表



资料来源：3GPP、天风证券研究所

图 2: 2019-2026 年中国 5G 基站建设规模预测



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

5G 应用场景广泛，数据流量消费会大幅度增加。作为新基建的先行者，5G 的建设有望带来全网设备接入量的大幅上升，在支撑物联网、车联网、工业互联网等的基础上，带来流

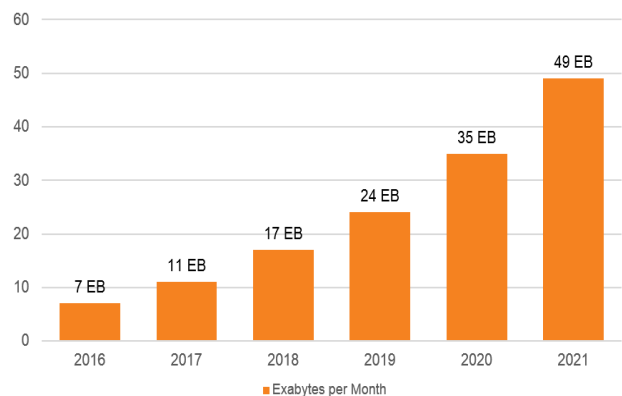
量的快速增长。据思科预测，从 2016 年到 2021 年，流量消费增速将不断提升，2019 年流量消费为每月 24EB，而 2021 年，流量消耗将翻倍增长。

图 3：5G 的应用场景广泛



资料来源：Tratica, 天风证券研究所

图 4：5G 刺激流量大幅增加



资料来源：Cisco, 天风证券研究所

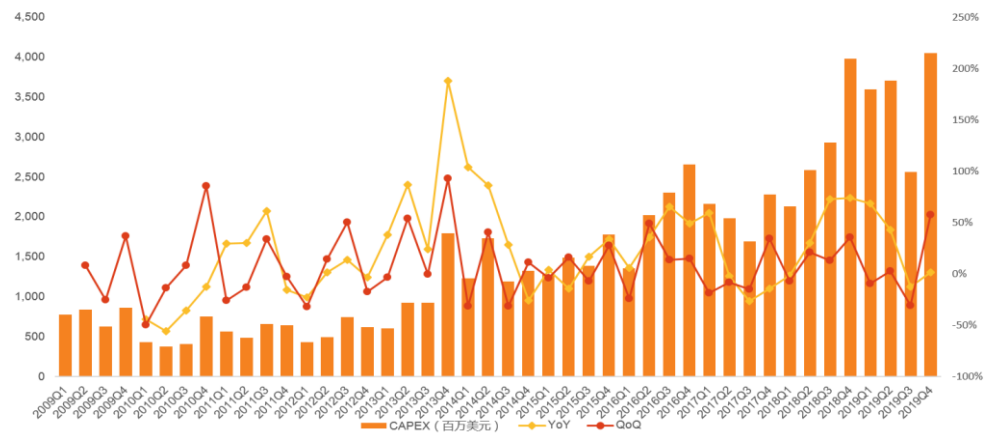
我国数据流量增速与 IDC 建设存在明显的脱节，IDC 扩张规模远不及数据流量增速。在巨大的蛋糕吸引下，各路资金纷纷投入 IDC 项目。三大运营商、BAT 等互联网巨头以及以及其他原有参与者都在通过各种形式积极扩建 IDC 规模。服务器需求有望逐步回暖，迎来新一轮采购高峰。

### 1.2. IaaS 巨头资本支出逐步回暖

从历史经验来看，云计算资本支出存在典型的周期特征，其中，硬件及技术升级的周期通常在 3-5 年。美国云计算巨头资本支出数据显示，2010 年、2013 年、2017 年分别是美国云计算巨头的资本支出大年。在行业周期趋势下，2018 年下半年开始，美国 IaaS 厂商资本支出增长同比出现下滑，行业进入下行周期。2019 年二、三季度开始，我们观察到，美国云计算巨头微软、谷歌、亚马逊资本支出均出现上行信号：

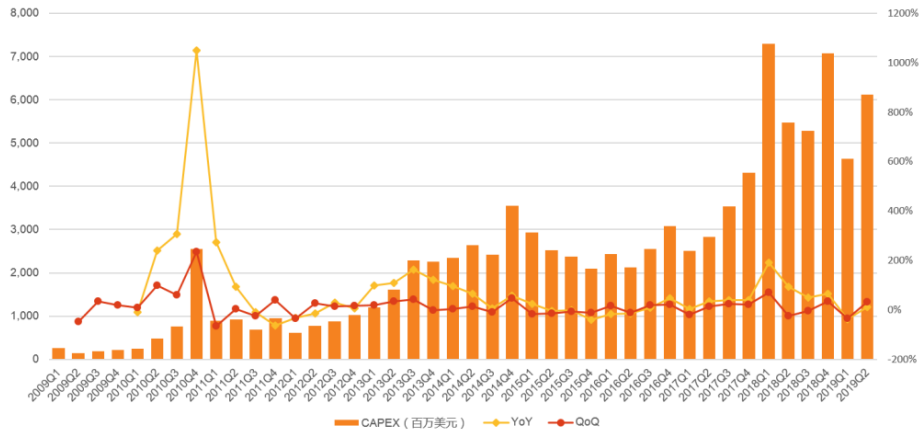
- **微软**：2019 财年 Q4 资本支出 40.51 亿美金，同比增长 2%，环比增长 58%；
- **谷歌**：2019 财年 Q2 资本支出 61.26 亿美金，同比增长 12%，环比增长 32%；
- **亚马逊**：2019 财年 Q2 资本支出 26.43 亿美金，同比增长 -10%，环比增长 -3%；

图 5：微软公司资本支出呈现回暖趋势（时间轴：财年）



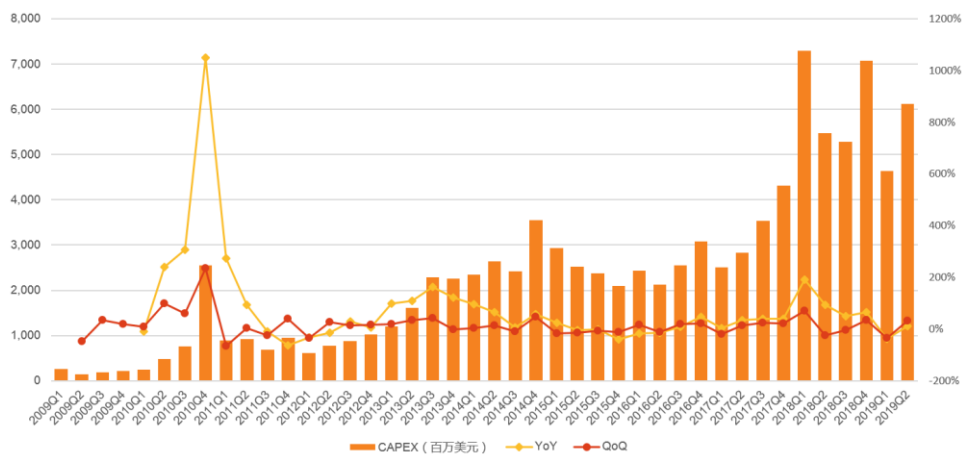
资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 6：谷歌公司资本支出呈现回暖趋势（时间轴：财年）



资料来源：Wind、天风证券研究所

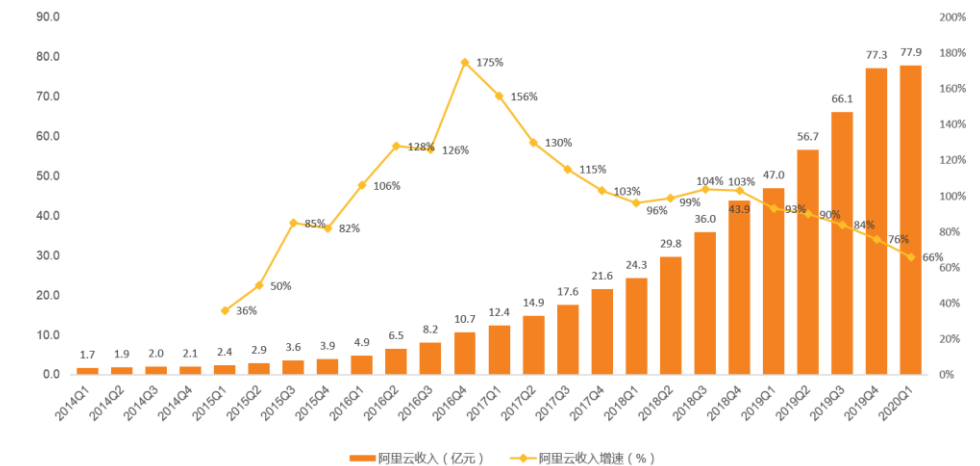
图 7：亚马逊公司资本支出呈现回暖趋势（时间轴：财年）



资料来源：Wind、天风证券研究所

**阿里云收入持续高增长，资本支出持续推进。**对比美国科技巨头，中国云计算厂商阿里云、腾讯云体量相差甚远（阿里云 2019 年营收 213 亿元，AWS 云服务在 2018 年营收 1732 亿元），而无论是 To C 端还是 To B 端，中国整体云市场的体量与美国不会相差太远。在阿里云收入持续保持高增长的前提下，我们预计，后续阿里云的资本支出将逐步回暖，带动云服务器行业进入新一轮高增长。

图 8：阿里巴巴云收入及增长率（%）



资料来源：阿里巴巴财报、天风证券研究所



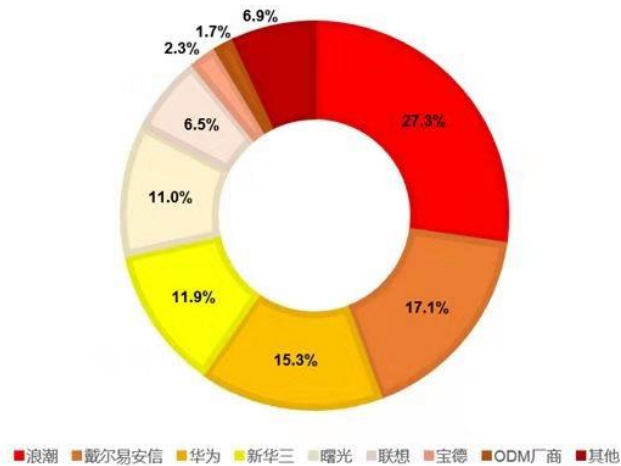
## 2. 公司市占率有望持续提升，规模效应摊薄成本

### 2.1. 贸易战导致供给端格局变化，公司市占率有望进一步提升

贸易战导致服务器行业供给端格局变化，浪潮市场份额有望进一步增加。2018 年以来，美国展开全面的贸易战和科技战，贸易摩擦使得国内服务器市场供给端格局发生变化。浪潮信息业务已覆盖 113 个国家和地区，有 8 个全球研发中心及 2 个全球服务中心。根据 IDC 数据，2019 年第一季度，公司在国内 X86 服务器市场份额达 27.3%。公司在产品、技术实力得到充分认可，有望成为本次贸易摩擦服务器转单的主要承接方，市场份额有望进一步扩大。

图 9：2019Q1 中国 X86 服务器市场份额

2019年第一季度中国X86服务器厂商市场份额（按出货量）

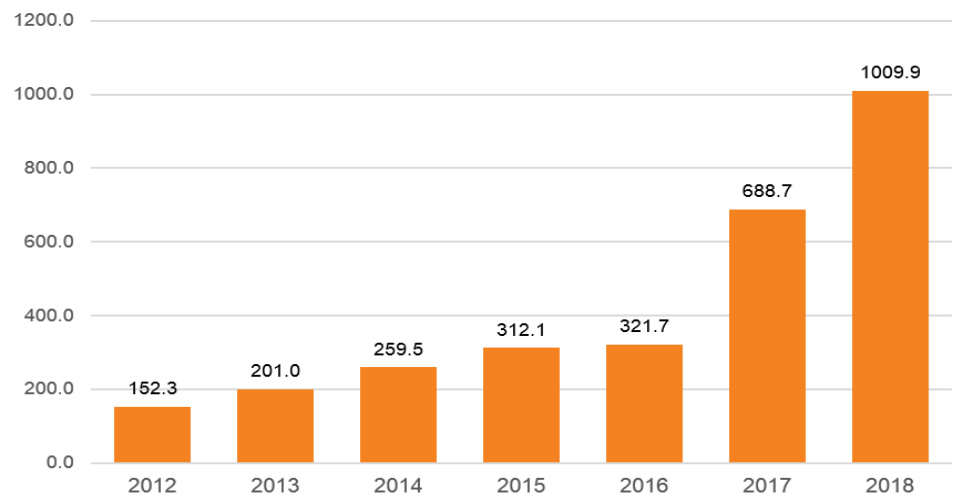


资料来源：IDC，天风证券研究所

### 2.2. 智慧工厂提升人效，规模迅速扩张摊薄成本

近年来，公司人均年度创收逐步提升，人均效能整体稳定向好。数据显示，公司 2018 年度人均创收约 1009.9 万元，竞争对手中科曙光为 331 万元。从公司员工成本角度观察，尽管人均薪酬有一定上升，但薪酬的增速远不及人均创收增速，并且较国内厂商的用工成本更低。

图 10：2012-2018 公司人均年度创收统计（单位：万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司已建成业界领先的智能高端服务器工厂，集成了“中国制造 2025”所有核心的技术，集智能化、自动化、模块化、数字化、精益柔性制造于一体，成为业界领先的标杆工厂。

图 11：浪潮信息智慧化工厂



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 12：浪潮信息智慧化工厂

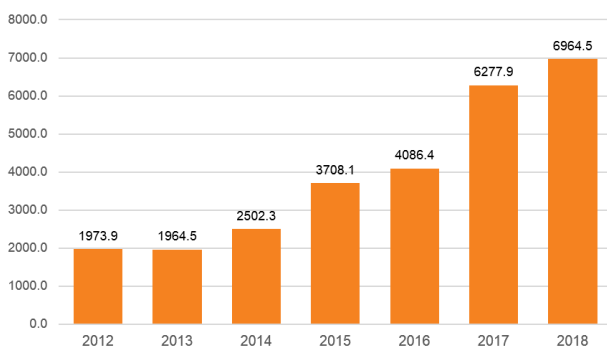


资料来源：公司官网，天风证券研究所

营销方面，公司进一步优化产品运营体系、攻坚重点省区和行业市场，坚定不移地推进“合作是两翼”的渠道策略。浪潮服务器存储全国合作伙伴大会上，Intel、VMware、IBM 等业界领袖企业，主机生态成员，行业解决方案商等千余家合作伙伴出席，进一步提升合作伙伴对公司整体实力、研发能力、生产制造水平的全面了解，进一步巩固和提升浪潮国产化领导品牌形象，发挥聚合优势，实现公司与合作伙伴的共赢发展。截止 2018 年底，公司合作伙伴数量已超 9000 家。

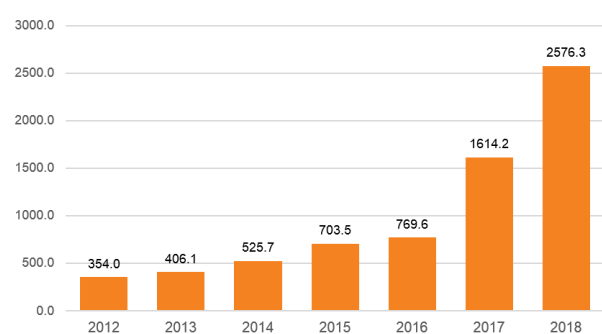
受益于优质的生产与营销策略，公司的生产效率和销售效率均保持较高水平并持续提升。2012-2018 年的 7 年中，营收增长了 21.42 倍，而生产人员和销售人员仅增长了 6.07 倍和 2.94 倍。人均效率进一步提升，2018 年报显示，公司每生产人员产值达到 6965 万元，每销售人员销量达到 2576 万元。

图 13：人均产能（万元，营收/生产人员）



资料来源：Wind，天风证券研究所

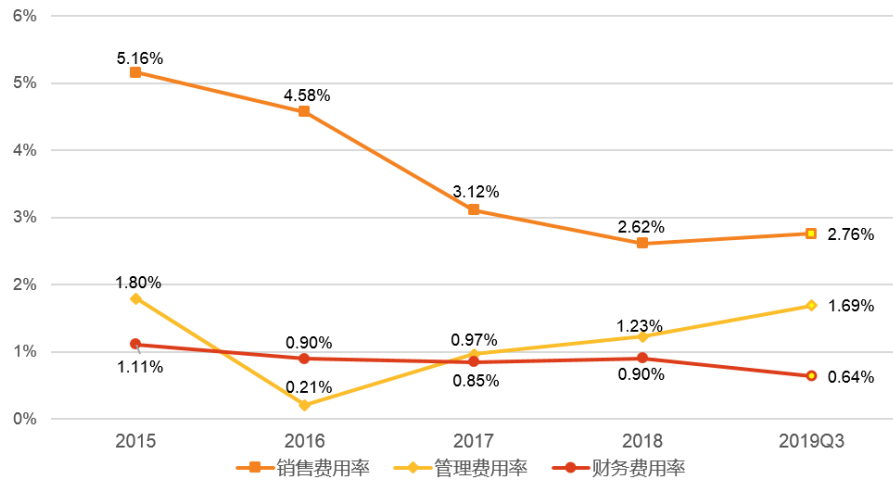
图 14：人均销量（万元，营收/销售人员）



资料来源：Wind，天风证券研究所

随着公司近年来规模迅速扩张，公司费用率呈现下降趋势，2015 年公司管理费用率达到 1.8%，此后下降到最低点为 2016 年年报的 0.21%。与此同时，公司业务渠道快速扩张，在 2015 年达到销售费用率峰值 5.16%，此后持续下降，2018 年达到 2.62%。而财务费用率方面，受到公司业务快速增长，补充流动性资金借款所用贷款导致 2015-2018 年期间财务费用率维持在 1%左右。随着公司规模进一步扩大，费用率有望持续降低，并提升公司整体利润率水平。

图 15：公司三费今年来呈持续下降趋势



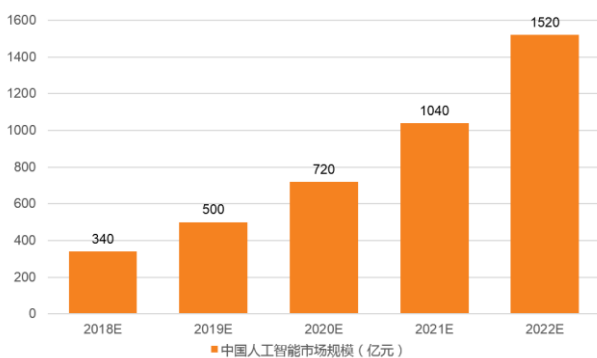
资料来源：Wind，天风证券研究所

从长期角度观察，公司 2017 年 8 月 3 日公司配股上市帮助公司获得较大流动性资金，未来财务费用有望持续下降。销售费用方面，由于客户集中度上升，渠道持续固化，销售人均销售业绩持续提升，销售费用有望持续摊薄。管理费用方面，虽然研发费用率仍然会持续保持一定水平，但消耗在公司运营方面的运营管理费用率有望稳步下降。

### 2.3. AI 大浪潮开启，公司 AI 服务器市占率高达 50%

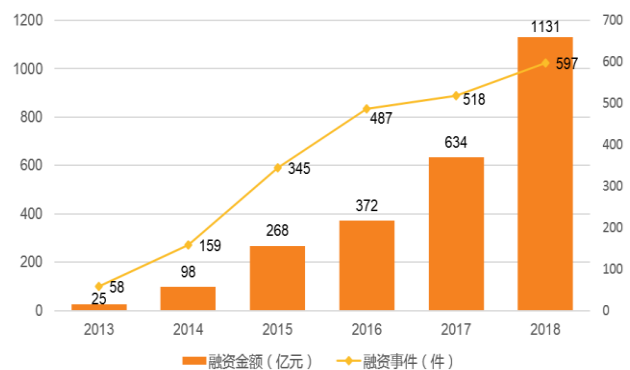
**AI 浪潮来袭，资本市场高度关注。**根据中投顾问产业研究中心预测，AI 人工智能的行业规模将从 2018 年的 340 亿元增至 2022 年的 1520 亿元，年复合增长率达 45%。与此同时，近年来资本市场关注度不断提升，在 2013 至 2018 年期间，全球 AI 创投的融资数量从 58 个增至 597 个，增速达 10 倍。

图 16：2018-2022 中国 AI 市场规模预测



资料来源：中投顾问产业研究中心，天风证券研究所

图 17：2013-2018 中国 AI 创投融资数量

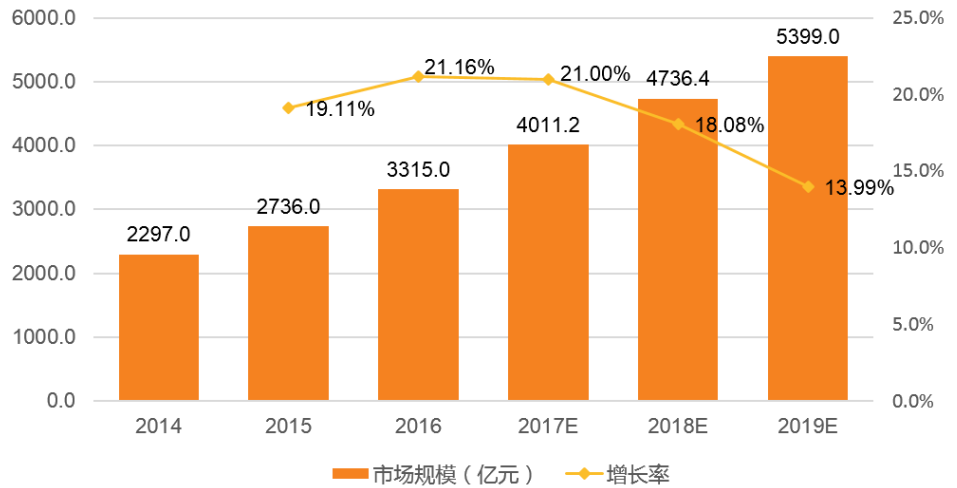


资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

**中国 AI 硬件市场迎来快速发展，未来面向千亿级别市场蓝海。**智能硬件是以平台性底层软硬件为基础，以智能传感互联、人机交互、新型显示及大数据处理等新一代信息技术为特征，以新设计、新材料、新工艺硬件为载体的新型智能终端产品及服务。《2017 年中国智能硬件产业市场研究报告》数据显示，2016 年中国智能硬件产业市场规模为 3315 亿元，同比增长 21.16%，随着产业链的逐步发展成熟，芯片、传感器、通信技术、云平台以及大数据等的有效支撑，智能硬件厂商不断创新人机交互模式、完善智能化性能，将成为物联网生活的重要组成部分，预计 2017 年中国智能硬件产业市场规模将超 4000 亿元，同比增长 21%。

图 18：2014-2019 中国智能硬件产业市场规模及预测 (单位：亿元)



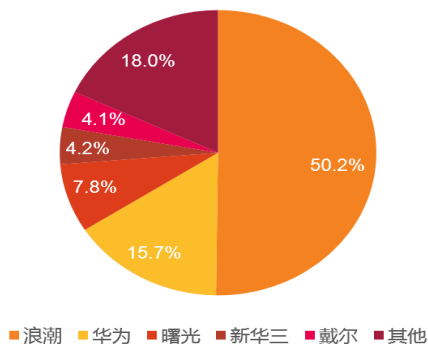


资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

**顺应市场潮流，公司 AI 服务器即将起航扬帆。** AI 浪潮如同云计算浪潮一样将成为 2020 年代飞速发展的全新 IT 革命，目前公司已形成两种核心架构的 AI 服务器产品：与英伟达密切合作下推出的 CPU+GPU 的产品架构和与 Intel 密切合作推出的 CPU+FPGA 产品架构。以公司 AGX-2 产品为例，其配置灵活，支持 8 个 NVIDIA® Tesla® P100 或 8 个 NVIDIA® Tesla® P40 GPU，同时拥有 10 个 GPU 拓扑结构配置选项，用于各种深度学习或 HPC 应用，既支持纵向扩展和横向扩展，又支持在一个深度学习服务器系统内最多 16 个 GPU 的 GPU 扩展盒 (JBOG)。根据公司 17 年 12 月 22 日投资者关系活动公开内容显示，公司发布一系列全球领先的 AI 服务器，全面发力人工智能产业。2017 年，浪潮与百度联合发布了面向智慧计算的创新产品—SR-AI 整机柜服务器，此后公司陆续发布了全球最高计算密度的 AI 超级服务器 AGX-2 和 AI 加速计算产品 GX4 等，并且是唯一具有 FPGA 产品应用研发能力的服务器厂商，公司的 AI 硬件服务器全面覆盖 2/4/8/16 卡服务器。此外，在 AI 系统软件和框架开发上，浪潮的 AI Station 管理软件、Teye AI 性能调优工具、并行深度学习框架 Caffe-MPI 从功能和性能上都是业界领先。扎实的研发能力与核心技术储备均是一般白牌厂商无法企及的。

图 19：浪潮信息占据中国 AI 服务器 50% 市场份额

2019H1 中国 AI 服务器市场厂商份额



资料来源：IDC，天风证券研究所

图 20：浪潮信息丰富的 AI 产品体系

计算平台

AGX-5	AGX-2
NF5488M5	NF5468M5
NF5280M5	NF5280M5-V
F10A FPGA 加速卡	F37X

管理套件

AIStation	Teye
-----------	------

资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3. 盈利预测及投资建议

考虑行业回暖及贸易摩擦有望驱动公司市占率的提升，我们预计公司 2019-2021 年将实现净利润 8.76、13.47、19.31 亿元，参考可比公司估值，可比公司当前股价对应 2019-2021 PE 均值为 48.01 倍、33.93 倍和 25.18 倍。考虑行业回暖及公司市占率的提升，我们给予公司

2020 年 35 倍目标 PE，对应 2020 年市值 471.45 亿元，对应目标价 36.57 元/股，看好公司业务发展前景，维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值对比

	2019	2020	2021
中科曙光 P/E	52.36	38.10	28.86
易华录 P/E	43.66	29.76	21.49
均值 P/E	48.01	33.93	25.18

资料来源: Wind, Bloomberg, 天风证券研究所

#### 4. 风险提示

- 1、5G 商用节奏低预期导致 IDC 需求延后
- 2、IaaS 厂商资本支出低预期导致 IDC 需求延后、
- 3、贸易摩擦的不确定性

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,409.83	5,534.67	4,356.11	5,815.40	7,501.87
应收票据及应收账款	4,181.93	5,085.80	5,664.77	5,760.91	8,978.21
预付账款	64.15	64.15	83.59	113.31	140.12
存货	4,987.14	8,216.72	7,069.10	20,139.73	14,880.47
其他	4,233.41	4,547.86	3,285.01	4,184.55	3,994.90
<b>流动资产合计</b>	<b>15,876.47</b>	<b>23,449.21</b>	<b>20,458.57</b>	<b>36,013.90</b>	<b>35,495.58</b>
长期股权投资	322.24	313.83	313.83	313.83	313.83
固定资产	402.94	592.89	645.96	696.30	731.98
在建工程	8.67	132.69	115.61	117.37	100.42
无形资产	1,058.79	831.88	524.36	216.84	0.00
其他	212.40	278.78	208.52	212.50	216.19
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,005.03</b>	<b>2,150.07</b>	<b>1,808.28</b>	<b>1,556.83</b>	<b>1,362.42</b>
<b>资产总计</b>	<b>17,881.50</b>	<b>25,599.27</b>	<b>22,266.85</b>	<b>37,570.73</b>	<b>36,858.00</b>
短期借款	3,582.57	2,090.30	5,327.69	6,918.40	8,292.84
应付票据及应付账款	5,483.56	10,479.81	4,773.09	16,825.02	11,729.51
其他	1,102.23	3,156.06	2,293.39	2,538.58	3,672.81
<b>流动负债合计</b>	<b>10,168.35</b>	<b>15,726.17</b>	<b>12,394.17</b>	<b>26,282.00</b>	<b>23,695.16</b>
长期借款	400.00	222.79	604.09	756.81	800.55
应付债券	0.00	200.00	66.67	88.89	118.52
其他	31.50	140.58	65.13	79.07	94.93
<b>非流动负债合计</b>	<b>431.50</b>	<b>563.37</b>	<b>735.88</b>	<b>924.77</b>	<b>1,013.99</b>
<b>负债合计</b>	<b>10,599.85</b>	<b>16,289.54</b>	<b>13,130.06</b>	<b>27,206.77</b>	<b>24,709.15</b>
少数股东权益	3.25	334.46	325.57	312.80	293.07
股本	1,289.25	1,289.25	1,289.25	1,289.25	1,289.25
资本公积	4,229.75	4,279.71	4,279.71	4,279.71	4,279.71
留存收益	5,989.02	6,646.00	7,521.97	8,761.91	10,566.53
其他	(4,229.63)	(3,239.69)	(4,279.71)	(4,279.71)	(4,279.71)
<b>股东权益合计</b>	<b>7,281.65</b>	<b>9,309.73</b>	<b>9,136.79</b>	<b>10,363.97</b>	<b>12,148.85</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>17,881.50</b>	<b>25,599.27</b>	<b>22,266.85</b>	<b>37,570.73</b>	<b>36,858.00</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	424.42	651.35	875.97	1,346.83	1,931.32
折旧摊销	176.49	430.69	331.52	335.43	248.10
财务费用	225.59	385.37	538.86	895.16	1,102.41
投资损失	(90.32)	(65.91)	(90.00)	(120.00)	(148.00)
营运资金变动	(3,936.49)	1,468.59	(4,762.50)	(1,788.96)	(1,744.32)
其它	3,455.16	(1,539.73)	(8.89)	(12.77)	(19.73)
<b>经营活动现金流</b>	<b>254.85</b>	<b>1,330.36</b>	<b>(3,115.05)</b>	<b>655.69</b>	<b>1,369.78</b>
资本支出	350.86	393.40	135.45	66.06	34.14
长期投资	(9.59)	(8.41)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,600.68)	(628.36)	(105.45)	(26.06)	63.86
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,259.41)</b>	<b>(243.36)</b>	<b>30.00</b>	<b>40.00</b>	<b>98.00</b>
债权融资	3,982.57	2,513.09	5,998.45	7,764.10	9,211.91
股权融资	2,719.96	665.56	(1,578.87)	(895.16)	(1,102.41)
其他	(2,607.53)	(1,585.75)	(2,513.09)	(6,105.33)	(7,890.80)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,095.00</b>	<b>1,592.90</b>	<b>1,906.48</b>	<b>763.61</b>	<b>218.69</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,090.44</b>	<b>2,679.90</b>	<b>(1,178.57)</b>	<b>1,459.30</b>	<b>1,686.47</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>25,488.18</b>	<b>46,940.82</b>	<b>54,451.35</b>	<b>72,692.55</b>	<b>93,773.40</b>
营业成本	22,791.92	41,767.06	48,352.80	64,441.95	82,942.57
营业税金及附加	33.64	53.33	61.87	82.59	106.55
营业费用	794.10	1,229.25	1,366.73	1,737.35	2,109.90
管理费用	1,072.17	576.76	658.86	872.31	1,078.39
研发费用	800.56	1,746.67	1,905.80	2,398.85	2,906.98
财务费用	217.21	424.29	538.86	895.16	1,102.41
资产减值损失	267.92	510.36	450.00	600.00	780.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	90.32	65.91	90.00	120.00	148.00
其他	(1,085.49)	(216.51)	(180.00)	(240.00)	(296.00)
<b>营业利润</b>	<b>505.82</b>	<b>783.70</b>	<b>1,206.44</b>	<b>1,784.33</b>	<b>2,894.60</b>
营业外收入	0.53	6.69	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.39	0.80	155.31	167.10	577.24
<b>利润总额</b>	<b>505.96</b>	<b>789.60</b>	<b>1,051.13</b>	<b>1,617.23</b>	<b>2,317.36</b>
所得税	81.55	138.25	184.05	283.18	405.77
<b>净利润</b>	<b>424.42</b>	<b>651.35</b>	<b>867.08</b>	<b>1,334.05</b>	<b>1,911.59</b>
少数股东损益	(3.12)	(7.25)	(8.89)	(12.77)	(19.73)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>427.53</b>	<b>658.60</b>	<b>875.97</b>	<b>1,346.83</b>	<b>1,931.32</b>
每股收益(元)	0.33	0.51	0.68	1.04	1.50

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	101.21%	84.17%	16.00%	33.50%	29.00%
营业利润	76.99%	54.94%	53.94%	47.90%	62.22%
归属于母公司净利润	48.95%	54.05%	33.00%	53.75%	43.40%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.58%	11.02%	11.20%	11.35%	11.55%
净利率	1.68%	1.40%	1.61%	1.85%	2.06%
ROE	5.87%	7.34%	9.94%	13.40%	16.29%
ROIC	11.88%	11.53%	23.95%	20.91%	27.25%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.28%	63.63%	58.97%	72.41%	67.04%
净负债率	21.60%	-32.46%	17.98%	18.80%	14.08%
流动比率	1.56	1.49	1.65	1.37	1.50
速动比率	1.07	0.97	1.08	0.60	0.87
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	8.22	10.13	10.13	12.72	12.72
存货周转率	6.58	7.11	7.12	5.34	5.36
总资产周转率	1.89	2.16	2.28	2.43	2.52
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.33	0.51	0.68	1.04	1.50
每股经营现金流	0.20	1.03	-2.42	0.51	1.06
每股净资产	5.65	6.96	6.83	7.80	9.20
<b>估值比率</b>					
市盈率	86.70	56.28	42.31	27.52	19.19
市净率	5.09	4.13	4.21	3.69	3.13
EV/EBITDA	34.17	5.33	18.69	12.97	9.15
EV/EBIT	43.63	6.12	22.25	14.60	9.72

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com