

## LED 芯片业务领先，外延并购助力成长

### 投资要点

- 供求关系紧张，芯片涨价潮起。**LED 照明和小间距显示千亿市场规模，当前市场渗透率还处于较低阶段。需求侧小间距显示和 LED 照明渗透率持续提升，供应侧芯片厂商扩产谨慎，全球 LED 芯片产能紧缩造成供求关系紧张，导致上游芯片厂商提价。龙头台湾晶圆光电和福建三安光电部分产品已实行不同程度的提价，其他芯片厂商有望跟进。价格提升将有力增强公司盈利能力。
- LED 芯片业务领先，业绩实现扭亏为盈。**公司是国内 LED 显示屏芯片市场的龙头供应商，拥有利亚德、木林森、洲明科技等优质客户。业界首创推出小间距显示屏专用芯片，中功率及高压芯片产品市场份额不断增长，倒装芯片已达国内一流技术水平，背光芯片成功打入主流背光供应链。LED 外延芯片扩产项目 2020 年达产后将新增年产能 300 万片产能。预计 2016 年度公司全年实现归母净利润在 2.63 亿元至 2.68 亿元之间，实现业绩扭亏为盈。
- 并购蓝晶科技，实现产业链整合。**收购蓝宝石材料商蓝晶科技，打通上游材料环节，完善芯片+外延片+材料产业链上中游布局，协同效应将逐步显现。蓝晶科技公司的蓝宝石衬底片业务毛利率高达 45.24%，2016 年上半年度自并表日起为公司贡献 7033.58 万元的营业收入和 2390.6 万元的净利润，有效改善公司盈利水平。
- 收购美国 MEMSIC，布局传感器市场。**全球 MEMS 器件市场规模 2018 年预计达到 220 亿美元以上，年复合增速约 13%，中国已成为 MEMS 器件需求最大的市场。公司拟收购美国传感器企业 MEMSIC，加码消费电子和汽车电子领域。MEMSIC 加速度传感器和磁传感器业务规模位列全球前茅，若收购完成将有力增强公司在传感器领域的实力，为公司提供另一业绩增长点。
- 盈利预测与投资建议。**公司业绩实现扭亏为盈，受益于 LED 芯片涨价风潮盈利能力增强，通过外延并购实现 LED 产业链整合，多点布局拓宽业务领域。预计未来三年归母净利润将保持 63%左右的复合增长率。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**LED 芯片价格上涨空间或不及预期；收购的蓝晶科技整合或不及预期、业绩实现或不及承诺；拟收购 MEMSIC 进度或不及预期。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 杨镇宇  
电话: 023-67563924  
邮箱: yzyu@swsc.com.cn

联系人: 赵琦  
电话: 021-68415379  
邮箱: zhaoq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	8.36
流通 A 股(亿股)	6.75
52 周内股价区间(元)	5.63-9.87
总市值(亿元)	73.29
总资产(亿元)	63.16
每股净资产(元)	3.98

### 相关研究

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	955.39	1480.66	2048.34	2685.25
增长率	35.31%	54.98%	38.34%	31.09%
归属母公司净利润(百万元)	-95.96	265.11	346.08	418.58
增长率	-205.56%	176.26%	30.54%	20.95%
每股收益 EPS(元)	-0.11	0.32	0.41	0.50
净资产收益率 ROE	-5.75%	7.65%	9.09%	9.92%
PE	-76	28	21	18
PB	4.39	2.11	1.92	1.74

数据来源: Wind, 西南证券

## 目 录

1 国内 LED 显示屏芯片市场龙头 .....	1
2 供需关系紧张，芯片价格上涨 .....	2
2.1 中国成全球 LED 生产中心，行业集中度提升 .....	2
2.2 LED 照明渗透率快速提升，小间距引爆新热点 .....	3
2.3 全球产能紧缩，芯片价格上涨 .....	4
3 LED 芯片国内领先 .....	4
4 开启外延并购新格局，拓宽业务方向 .....	5
4.1 并购蓝晶科技，完善 LED 产业链整合 .....	5
4.2 收购美国 MEMSIC，进军传感器市场 .....	5
5 盈利预测与估值 .....	6
6 风险提示 .....	7

## 图 目 录

图 1：公司主营业务结构情况 .....	1
图 2：公司 2009-2015 年产品毛利率情况 .....	1
图 3：公司 2012 年以来营业收入及增速 .....	2
图 4：公司 2012 年以来净利润及增速 .....	2
图 5：2014 年全球 LED 应用市场结构 .....	2
图 6：2011 年以来 MOCVD 投入分析 .....	2
图 7：华灿光电产品系列 .....	4
图 8：华灿光电产品主要应用 .....	4

## 表 目 录

表 1：公司主要产品及应用市场 .....	1
表 2：室内大屏显示主流技术对比 .....	3
表 3：分业务收入及毛利率 .....	6
附表：财务预测与估值 .....	8

## 1 国内 LED 显示屏芯片市场龙头

华灿光电是国内领先的发光二极管芯片供应商，从事 LED 外延片及芯片的研发、生产和销售业务，主要产品为以 GaN 基蓝、绿光系列产品为主的高质量 LED 外延材料与芯片。公司 LED 芯片抗静电(ESD)能力、亮度、可靠性和稳定性整体达到国际先进水平，被广泛应用于全彩显示屏、背光源及照明等中高端应用领域，与国星光电、雷曼光电、路升光电、深圳锐拓、洲明科技、联建光电及英特来等国内主要 LED 封装或应用企业建立了稳定的合作关系。

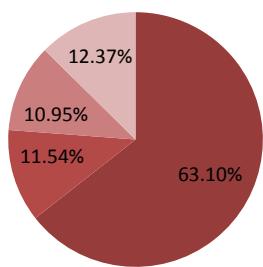
表 1：公司主要产品及应用市场

产品分类	产品品种	产品特点	应用领域
LED 芯片	高压 LED 芯片	高光效、高性价比取代三芯串联	球灯泡、LED 灯管
	灯丝 LED 芯片	高光效、高光通维持率、可靠性好	灯丝球灯泡、灯丝烛灯泡
	倒装 LED 芯片	免打线，系统性成本节约、超电流使用下高可靠性、低电压、低热阻，有效解决芯片散热问题	路灯等户外照明及特种照明、直视下电视背光
	背光 LED 芯片	高亮度、良好的抗 ESD 能力、可靠性好	电视背光、高光效球泡灯
	户外高亮显示屏 LED 芯片	亮度高、耐候性好、一致性好、可靠性好	世博会南非馆、北京丰联广场
	户内高密显示屏 LED 芯片	光效高、良好的耐电流冲击能力、一致性好、可靠性好	人民大会堂舞台背景、2014 达沃斯世界经济论坛
	红光 LED 显示屏芯片	光效高、良好的耐电流冲击能力、一致性好、可靠性好	户内全彩显示屏、单红显示屏
	小间距显示屏 LED 芯片	真正的小尺寸芯片、可靠性好、小电流下良好一致性	云南省森林公安监控指挥中心、中国电信云南分公司会议室
LED 外延片	LED 外延片	工作寿命较长、发光效率较高	LED 芯片原材料

数据来源：公司官网，百度资料，西南证券整理

公司是国内 LED 显示屏芯片市场的龙头供应商，主要收入来源于 LED 蓝光芯片，2016 年上半年度其销售收入占营业收入比例超过 63%，毛利率为 12.78%。公司于 2016 年 5 月份正式将全资子公司蓝晶科技纳入公司合并报表范围，其中因并购增加的蓝宝石衬底片业务毛利率高达 45.24%，2016 年上半年度自并表日起为公司贡献 7033.58 万元的营业收入和 2390.6 万元的净利润。

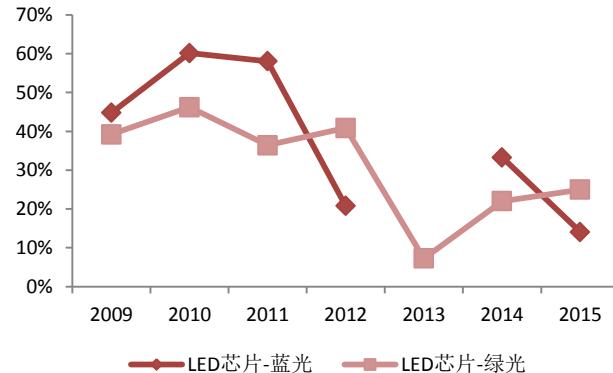
图 1：公司主营业务结构情况



■ LED 芯片-蓝光 ■ 蓝宝石衬底片 ■ LED 芯片-绿光 ■ 其他

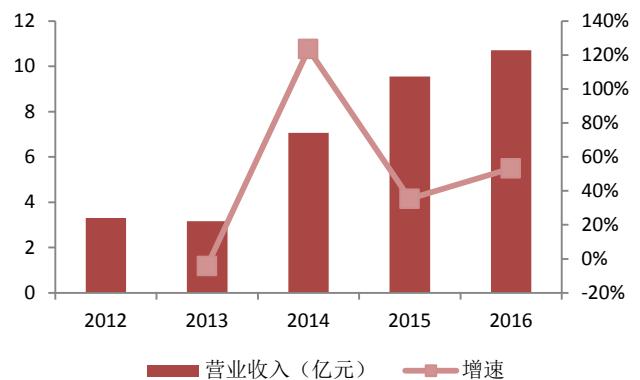
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司 2009-2015 年产品毛利率情况

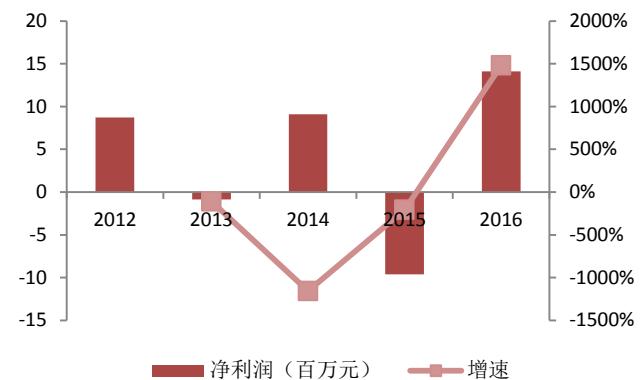


数据来源：wind，西南证券整理

公司在 2016 年度业绩预告中预计全年营业收入同比去年上升 6.27 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润为 2.63 亿元至 2.68 亿元之间，与去年同期相比大幅上升 3.59 至 3.64 亿元，实现扭亏为盈。由于 LED 行业因落后产能淘汰及市场需求变化，公司 LED 芯片业务竞争力提升，加上蓝晶科技 2016 年 5 月并表因素，使得公司 2016 年收入和毛利均实现大幅增长。

**图 3：公司 2012 年以来营业收入及增速**


数据来源: wind, 西南证券整理

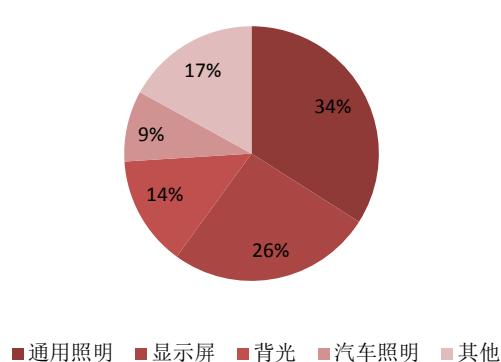
**图 4：公司 2012 年以来净利润及增速**


数据来源: wind, 西南证券整理

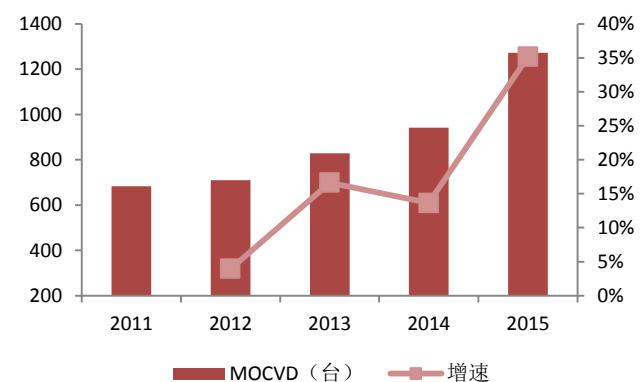
## 2 供需关系紧张，芯片价格上涨

### 2.1 中国成全球 LED 生产中心，行业集中度提升

中国已经成为全球主要的 LED 应用生产基地，据高工 LED 产业研究所(GGII)统计，全球 70%以上 LED 应用产品集中在中国生产。2016 年中国 LED 行业总体市场规模达 4576 亿元，同比增长 15.35%。其中，LED 上游外延芯片、LED 中游封装、LED 下游应用规模分别为 145 亿元、734 亿元和 3697 亿元，同比分别增长 11.54%、14.33% 和 15.71%。

**图 5：2014 年全球 LED 应用市场结构**


数据来源: 中国台湾工研院, 西南证券整理

**图 6：2011 年以来 MOCVD 投入分析**


数据来源: 中国 LED 网, 西南证券整理

2010-2015 年 LED 厂商疯狂扩张，导致产能过剩，竞争异常激烈，许多中小厂商惨遭淘汰退出市场。根据高工 LED 研究所数据，2015 年有超过 20%，约 4000 家 LED 相关企业退出市场消失。以芯片企业为例，2015 年中国 LED 芯片前五大企业市场份额已经提升至 64.8%。行业集中度的显著提升，增强了业内龙头企业的议价能力。

经过新一轮深度洗牌后，政府补贴面收窄，补贴对象仅限于有望成为行业龙头的优质企业，一些中小型企业失去了获得政府补助的机会。企业新增产线机台的投入增加巨大，单台 MOCVD 的价格在 1500 万-2000 万左右，2015 年补贴取消后，许多企业无力承担购买 MOCVD 的费用，使 LED 产能的无序扩张得到了有效抑制。

## 2.2 LED 照明渗透率快速提升，小间距引爆新热点

LED 产品主要的下游应用集中在照明和显示两个领域，受益于产业升级，两大下游应用市场都有了新的增长点。LED 照明是目前全球 LED 产品占比最大的应用领域，2014 年占据 34%的应用市场份额。2016 年我国 LED 通用照明产品市场渗透率达 42%，实现产值 2040 亿元，同比增长 31.5%。受益于白炽灯的全面停产禁用，各地区国家对 LED 照明产品政策的倾斜，未来 LED 照明产品的市场渗透率会进一步提高，为 LED 产品市场空间带来巨大的增长潜力。

显示屏应用是 LED 产品另一重要的下游应用领域。随着 LED 封装技术的不断成熟，封装器件体积逐步缩小，显示屏像素间距越来越小、分辨率越来越高，小间距 LED 市场迅速扩张，逐步完成对现有 DLP 及 LCD 拼接屏的替代。2014 年我国大尺寸显示市场中，DLP 占据 48%的市场份额，而小间距 LED 仅为 7%；据高工产业研究院数据显示，2015 年我国小间距 LED 显示屏的市场规模为 15.5 亿元，市场渗透率 21.7%。小间距 LED 凭借无拼缝、显示效果好、使用寿命长等优势正在不断开拓交通、广播和军队等更多市场，预计 2017 年户内小间距需求量可达 102 万片，到 2020 年小间距 LED 市场规模有望超过百亿。

小间距 LED 的发展，对芯片提出新的需求，芯片尺寸缩小，相对亮度提升，小电流下亮度均匀性好，寄生电容一致性好，可靠性高，未来死灯率要控制在十万分之一甚至是百万分之一才能满足长期使用需求。这对于芯片厂商来说技术门槛更高，在研发、管理、资金等方面具备较强竞争力的企业更具优势。小间距 LED 屏主流产品间距的缩小将给上游芯片和灯珠的需求带来几何级的增长，从而带动上游芯片厂商市场空间的进一步提升。

表 2：室内大屏显示主流技术对比

显示技术	显示效果	分辨率	特点
LCD 拼接屏	显示技术已成熟拥有较好的灰度、对比度及色彩饱和度，但在亮度方面要弱于 LED 显示	点间距小，分辨率高	可近距离观赏，有明显拼缝影响体验，成本低，使用寿命较短
PDP 拼接屏	显示效果较好，但容易出现一致性问题	点间距小，分辨率高	使用久后会出现一致性差异，影响体验，成本较低
DLP 背投	色彩还原度高，有较宽的色域和灰度，但易受光环境影响且可视范围有限	分辨率高，单一显示单元即可实现 2k 高清分辨率	可视范围窄不便于多角度观看，且易受外界光幻境影响，成本较高，使用寿命较长
LED 小间距显示屏	像素点自发光，拥有较高的亮度和色彩饱和度。通过显示控制，在灰度和对比度方面也较为出色	1.25mm 的点间距已可在 110 寸屏上实现 4k 分辨率	色彩明艳，亮度高，可视角度大，拥有良好的观看体验，成本高，使用寿命长

数据来源：百度资料，西南证券整理

## 2.3 全球产能紧缩，芯片价格上涨

在经历了 2010-2015 年的疯狂产能扩张之后，全球芯片厂商利润大幅下降，产品毛利率较低，多家企业面临亏损状态选择减产策略。LED 芯片龙头台湾晶电从 2015 年下半年开始多次减产，到 2016 年年初已累计减产 25%，并关闭两座厂房；国际企业 CREE 大幅减产，高功率芯片减产 25%；三星电子也关停部分产能；新世纪已有三年没有扩产计划。LED 产业的产能军备竞赛放缓。

全球 LED 芯片产能紧缩造成供求关系紧张。2017 年 LED 芯片有效产能不足 8500 万片，而需求超过 9000 万片。需求侧小间距 LED 渗透率和 LED 照明渗透率持续提升，供给侧芯片厂商扩产谨慎，供需缺口导致上游芯片厂商提价。台湾晶元光电于 2016 年 3 月份率先公告称部分产品提价 15% 左右；三安光电从 2016 年 9 月份开始抬高显示屏芯片价格 10%，近期其部分产品提价 8%。此外，国内几家封装企业木林森、鸿利智汇等也对部分产品提价 5%。

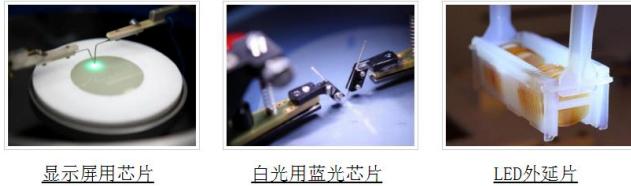
## 3 LED 芯片国内领先

公司从事 LED 外延片及芯片的研发、生产和销售业务，主要产品为全色系 LED 芯片。LED 芯片经客户封装后可广泛应用于全彩显示屏、背光源及照明等中高端应用领域，2015 年公司首创推出“小间距”显示屏专用芯片，为业内首款小间距专用芯片，其高可靠性和高度一致性得到客户认可。

目前公司目前已经推出了高压芯片解决方案、倒装芯片解决方案、灯丝芯片解决方案和背光芯片解决方案。中功率及高压芯片产品在终端客户口碑良好，市场份额不断增长；倒装芯片产品技术继续创新和优化，目前已达国内一流技术水平，与主流客户协同开发以满足细分市场需求；公司背光芯片产品承接台湾背光产业转移明显，在 2015 年下半年放量明显，已成功打入主流背光供应链。

公司与国内一流的显示屏和 LED 封装客户形成良好而稳定的合作关系，显示屏企业客户包括利亚德、洲明科技等厂商，是木林森、国星光电、雷曼光电等主流 LED 封装厂商的蓝绿光 LED 芯片核心供应商。

图 7：华灿光电产品系列



数据来源：华灿光电官网，西南证券整理

图 8：华灿光电产品主要应用



数据来源：华灿光电官网，西南证券整理

2015 年上半年公司共计 90 余台 MOCVD 投入生产。2016 年 6 月公司 60.3 亿元光电项目正式在义乌开工，2020 年项目达产后将形成年产 300 万片 LED（折合成 2 寸片）外延芯片和 1300 万片（折合成 2 寸片）蓝宝石材料，预计贡献年收入 30 亿元以上。

2016年4月公司与主要客户木林森签订战略合作协议，木林森承诺将在同等条件下优先采购公司的产品，未来3年内从公司采购的LED芯片产品价值金额将不少于15亿元。木林森是全球最大规模的LED封装企业，双方的合作将进一步促进公司产能扩张，推进公司LED芯片技术在行业竞争过程中不断成熟，为公司业绩的增长创造条件。

## 4 开启外延并购新格局，拓宽业务方向

### 4.1 并购蓝晶科技，完善 LED 产业链整合

2015年9月公司通过非公开发行股份及支付现金相结合的方式以10.8亿元的对价收购蓝晶科技100%股权。公司共计向发行股份及支付现金收购资产的交易对方发行股份9341.95万股，发行价格为9.91元/股，支付现金1.54亿元；向发行股份募集配套资金的发行对象发行股份6726.46万股，发行价格为8.92元/股，募集资金6亿元，其中1.54亿元用于支付收购蓝晶科技股权的现金对价，3.24亿元用以对收购完成后的蓝晶科技进行增资并投入蓝晶科技的项目建设，1.22亿元用以补充上市公司的流动资金。

蓝晶科技是一家完全自主掌握蓝宝石晶体生长技术，集技术研发、关键晶体生长设备制造、蓝宝石晶体生长、蓝宝石切割及蓝宝石衬底生产和销售为一体的高新技术企业，主要产品为蓝宝石衬底，是LED产品的重要原材料，属于高效半导体照明产业中不可或缺的一环。华灿光电的主要产品是LED外延片及LED芯片，是蓝晶科技的下游行业，同属LED产业链。

收购后公司与蓝晶科技在业务形态上形成互补，可整合共享客户资源，利用现有客户渠道和业务资源，进行客户渗透，扩大整体业务规模，提高盈利水平。公司实现从LED产业链的中游向上游延伸，完善芯片+外延片+材料产业链上中游布局，协同效应将逐步显现。此外，蓝晶科技承诺2015-2017税后净利润分别不低于3500万元、9500万元和1.4亿元，经审计的三年合计税后净利润不低于2.7亿元人民币，将有力增厚公司的业绩。

### 4.2 收购美国 MEMSIC，进军传感器市场

华灿光电拟以发行股份购买资产方式向NSL、和谐芯光购买其持有的和谐光电100%股权，和谐光电的主要资产为通过其香港子公司持有的美国MEMSIC的100%股权。公司通过本次收购间接获得MEMSIC 100%的股权。

MEMSIC是全球领先的MEMS芯片制造商，长拥有目前业界领先的晶圆级封装、单芯片集成的制造工艺技术。产品包括加速度传感器、磁传感器，并拥有陀螺仪、多轴惯性传感器的技术储备，广泛应用在汽车电子、消费电子、工业设备、导航定位、生物医疗等领域，2015年加速度计的市场份额在3%-5%之间，磁传感器市场份额5%-10%。

MEMSIC的消费类加速度计拥有独有专利的热对流技术，采用CMOS技术把传感器和信号处理单元集成到单一芯片上，传感器产品面积小于竞争对手，加速度计内部没有可运动部件，抗冲击性良好，具备良好的稳定性和可靠性，一般失效率在百万分之十，显著低于同类产品。工业类加速度计采用热对流技术，可对高频信号滤波，适合汽车产品测量低频响应的使用环境，产品失效率在百万分之五，适合汽车等对安全要求较高的场景。磁传感器采用AMG（各向异性磁阻）技术，其频率响应可达到几兆赫兹，可实时反映外界磁场的变化，缩短数据采集时间从而降低系统功耗。

根据 Yole Development 预测，全球 MEMS 市场规模将从 2012 年的 110 亿美元增长到 2018 年的 220 亿美元以上，年复合增速约为 13%，增速超过半导体市场。在消费电子、工业及汽车应用的巨大市场和快速发展的强力拉动下，中国已经成为过去五年 MEMS 市场规模发展最快的地区。2015 年我国 MEMS 市场规模超过 300 亿元，且连续两年增幅高达 15% 以上，已成为全球 MEMS 器件需求最大的市场。

本次公司通过发行股份购买资产方式收购和谐光电间接持有的 MEMSIC 股权，布局集成电路业务，实现在消费电子市场领域、工业应用领域的进一步产业链延伸。通过本次收购，公司可快速切入 MEMS 传感器市场，形成 LED 业务和 MEMS 业务齐头并进的格局，通过多元化产品结构，增强公司的市场竞争力，为公司提供另一业绩增长点。

## 5 盈利预测与估值

**关键假设：**

假设 1：LED 照明和小间距显示渗透率持续提升，未来三年市场规模每年 30% 左右增速。

假设 2：LED 照明和小间距显示市场需求推动公司芯片业务放量，同时作为上游的蓝晶科技的衬底材料销售直接受益。

假设 3：芯片涨价将提升产品的毛利率水平。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

**表 3：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
LED 蓝光芯片	收入	717.32	975.55	1,317.00	1,751.60
	增速	61.40%	36.00%	35.00%	33.00%
	毛利率	14.05%	21.00%	21.00%	21.00%
LED 绿光芯片	收入	154.89	147.14	154.50	177.68
	增速	-38.55%	-5.00%	5.00%	15.00%
	毛利率	24.96%	12.00%	12.00%	12.00%
蓝宝石衬底片	收入		150.00	202.50	269.33
	增速			35.00%	33.00%
	毛利率		49.00%	49.00%	49.00%
其他	收入	83.19	207.97	374.34	486.64
	增速	766.40%	150.00%	80.00%	30.00%
	毛利率	24.74%	28.00%	28.00%	28.00%
合计	收入	955.39	1,480.66	2,048.34	2,685.25
	增速	35.31%	54.98%	38.34%	31.09%
	毛利率	16.75%	23.93%	24.37%	24.48%

数据来源：公司公告，西南证券

根据以上假设，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.32 元、0.41 元、0.50 元，对应动态 PE 分别为 28 倍、21 倍和 18 倍。公司业绩实现扭亏为盈，受益于 LED 芯片涨价风潮盈利能力增强，通过外延并购实现 LED 产业链整合，多点布局拓宽业务领域。预计未来三年归母净利润将保持 63% 左右的复合增长率。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 6 风险提示

LED 芯片价格上涨空间或不及预期；收购的蓝晶科技整合或不及预期、业绩实现或不及承诺；拟收购 MEMSIC 进度或不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	955.39	1480.66	2048.34	2685.25	净利润	-95.96	265.11	346.08	418.58
营业成本	795.40	1126.41	1549.19	2027.86	折旧与摊销	260.72	256.25	290.27	310.46
营业税金及附加	0.61	0.80	1.17	1.51	财务费用	148.01	151.03	161.82	182.60
销售费用	9.64	11.85	16.39	21.48	资产减值损失	63.16	10.00	6.00	4.00
管理费用	138.33	140.66	153.63	179.91	经营营运资本变动	-505.22	-365.83	-55.54	-352.74
财务费用	148.01	151.03	161.82	182.60	其他	103.20	-34.13	-2.38	-1.79
资产减值损失	63.16	10.00	6.00	4.00	经营活动现金流净额	-26.10	282.43	746.25	561.11
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-26.41	-310.00	-284.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-199.63	-147.65	-71.65	-29.57
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-226.04	-457.65	-355.65	-29.57
<b>营业利润</b>	<b>-199.75</b>	<b>39.92</b>	<b>160.15</b>	<b>267.89</b>	短期借款	485.42	-674.82	0.00	0.00
其他非经营损益	107.97	248.24	216.02	187.09	长期借款	-24.44	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-91.77</b>	<b>288.16</b>	<b>376.17</b>	<b>454.97</b>	股权融资	0.00	1525.79	0.00	0.00
所得税	4.19	23.05	30.09	36.40	支付股利	0.00	3.66	-5.06	-7.70
<b>净利润</b>	<b>-95.96</b>	<b>265.11</b>	<b>346.08</b>	<b>418.58</b>	其他	-184.16	-420.94	-159.82	-180.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	276.82	433.69	-164.88	-188.30
归属母公司股东净利润	-95.96	265.11	346.08	418.58	<b>现金流量净额</b>	26.23	258.47	225.73	343.24
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
货币资金	188.27	446.74	672.47	1015.71	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1001.12	1537.23	1838.31	2332.22	销售收入增长率	35.31%	54.98%	38.34%	31.09%
存货	403.70	536.69	666.99	778.79	营业利润增长率	-1821.47%	-80.02%	301.21%	67.28%
其他流动资产	223.48	396.55	525.43	698.92	净利润增长率	-205.56%	176.26%	30.54%	20.95%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-12.12%	113.99%	36.91%	24.29%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2247.04	2312.17	2317.28	2018.20	毛利率	16.75%	23.93%	24.37%	24.48%
无形资产和开发支出	118.96	107.58	96.20	84.82	三费率	30.98%	20.50%	16.20%	14.30%
其他非流动资产	32.53	180.18	251.82	281.39	净利润率	-10.04%	17.90%	16.90%	15.59%
<b>资产总计</b>	<b>4215.11</b>	<b>5517.14</b>	<b>6368.52</b>	<b>7210.06</b>	ROE	-5.75%	7.65%	9.09%	9.92%
短期借款	674.82	0.00	0.00	0.00	ROA	-2.28%	4.81%	5.43%	5.81%
应付和预收款项	580.71	874.23	1253.38	1592.30	ROIC	-1.82%	5.06%	7.86%	10.70%
长期借款	732.48	732.48	732.48	732.48	EBITDA/销售收入	21.87%	30.20%	29.89%	28.34%
其他负债	557.74	443.68	574.89	666.64	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2545.75</b>	<b>2050.40</b>	<b>2560.76</b>	<b>2991.42</b>	总资产周转率	0.24	0.30	0.34	0.40
股本	675.00	835.68	835.68	835.68	固定资产周转率	0.48	0.74	0.98	1.33
资本公积	818.87	2183.98	2183.98	2183.98	应收账款周转率	1.79	1.79	1.83	2.00
留存收益	178.32	447.08	788.10	1198.97	存货周转率	1.90	2.21	2.46	2.69
归属母公司股东权益	1669.36	3466.75	3807.76	4218.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	69.59%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1669.36</b>	<b>3466.75</b>	<b>3807.76</b>	<b>4218.63</b>	资产负债率	60.40%	37.16%	40.21%	41.49%
负债和股东权益合计	4215.11	5517.14	6368.52	7210.06	带息债务/总负债	55.28%	35.72%	28.60%	24.49%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	流动比率	1.09	2.49	2.20	2.29
EBITDA	208.98	447.20	612.24	760.95	速动比率	0.85	2.03	1.81	1.92
PE	-76.37	27.65	21.18	17.51	股利支付率	0.00%	-1.38%	1.46%	1.84%
PB	4.39	2.11	1.92	1.74	<b>每股指标</b>				
PS	7.67	4.95	3.58	2.73	每股收益	-0.11	0.32	0.41	0.50
EV/EBITDA	35.32	16.62	11.66	8.89	每股净资产	2.00	4.15	4.56	5.05
股息率	0.00%	—	0.07%	0.11%	每股经营现金	-0.03	0.34	0.89	0.67
					每股股利	0.00	0.00	0.01	0.01

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn