

LED 芯片龙头，打造半导体大平台

投资要点

- **投资逻辑：**收购 MEMSIC 落地，多远化外延发展，美新是国内唯一具有车载规模的加速度计及地磁传感器芯片的公司；行业下游如小间距 LED，城市景观照明，汽车 LED 照明等细分行业需求旺盛，带来公司芯片需求高增长；公司研发投入持续加大，在外延芯片领域获得了 12 项核心专项授权。
- **LED 下游市场高度景气。**目前 LED 照明渗透率扩大到 40%，预计未来市场会进一步扩大；小间距 LED 近几年复合增速保持在 50%左右，持续发力且仍有成长空间；汽车与景观照明仍是 LED 重要的下游市场；mini LED 与 micro LED 的兴起是 LED 未来发展的重要领域。mini LED 已经具备生产工艺，micro LED 是目前大部分厂商研发的重点，预计新兴领域未来发展空间巨大。
- **更新生产设备，在降价战略下毛利率保持稳定。**2017 年华灿对 LED 产品进行了降价，但是由于华灿采取产线调整的措施，将武汉基地的旧设备淘汰，大大提升了生产效率，同时降低了管理费用与人力成本，从而使得华灿的毛利率未受到降价影响仍然保持稳定。LED 芯片产品方面，蓝光芯片毛利率 32.3%，同比-2.39pp；绿光芯片毛利率 29.4%，同比+5.5pp，公司蓝光毛利率保持平稳，绿光毛利率明显提升，超出市场预期。
- **并购美新，发展 MEMS 新领域。**2018 年上半年，公司实现营业收入 16.2 亿元，同比增长 36.0%，实现净利润 3.1 亿元，同比增长 45.0%。2018 年 3 月 27 日华灿完成对美新的收购，美新二季度实现部分并表，贡献净利润 0.27 亿元。美新是国内唯一具有车载级的加速度计及地磁传感器芯片的公司，其汽车传感器已进入通用、马自达等国际汽车厂商，并早已实现与合作厂商的大批量供货。本次收购将使公司进一步拓展集成电路产业中的业务领域，帮助公司实现相关业务的多元化外延式发展，进而加强公司在消费电子和汽车电子等应用领域的战略布局。
- **盈利预测与评级：**根据我们测算，华灿光电 2018/2019/2020 年的收入增速为 47.12%、25.00%、20.71%，未来三年营业收入复合增长率分别为 30.5%，归母净利润复合增长率为 40.0%，对应当前股价 14、11、9 倍 PE。公司所属行业下游市场景气，并且公司今年成功并购美新开拓 MEMS 新领域，给予公司 18 年 20 倍 PE，对应股价 15.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**LED 行业景气或不达预期；蓝宝石衬底业务增速或不达预期；美新业绩或不达预期。

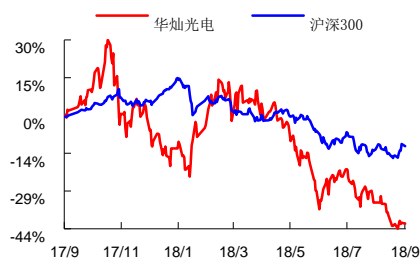
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2629.90	3869.24	4836.54	5838.23
增长率	66.21%	47.12%	25.00%	20.71%
归属母公司净利润（百万元）	502.11	825.82	1096.10	1378.72
增长率	87.92%	64.47%	32.73%	25.78%
每股收益 EPS（元）	0.46	0.76	1.01	1.28
净资产收益率 ROE	12.79%	13.14%	15.17%	16.42%
PE	24	14	11	9
PB	3.03	1.89	1.64	1.42

数据来源：Wind，西南证券

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：仇文妍
 邮箱：cwz@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)	10.81
流通 A 股(亿股)	7.02
52 周内股价区间(元)	10.08-23.4
总市值(亿元)	112.90
总资产(亿元)	124.68
每股净资产(元)	5.38

相关研究

目 录

1 LED 行业持续景气，芯片供求迎拐点	1
1.1 下游市场需求持续增长	1
1.2 LED 芯片供给释放	2
2 内部扩张，华灿稳坐行业第一梯队	3
2.1 芯片产业仍为主要营收	3
2.2 扩大产能，提升全球市占率	5
2.3 更新产线设备，降低成本	6
3 外部并购，发展 MEMS 新领域	7
3.1 大股东 IDG 一路相随，辅助华灿成长	7
3.2 收购美新，拓宽传感器业务	9
4 盈利预测与估值	11
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 照明行业市场渗透率分布	1
图 2: 华灿光电战略定位	3
图 3: 华灿光电主营业务收入 (亿元)	4
图 4: 照明行业市场渗透率分布	4
图 5: 华灿光电净利润 (亿元)	4
图 6: 2017 年全球 LED 市场占有率	5
图 7: 华灿光电产能 (万片/月)	5
图 8: 华灿光电战略定位	6
图 9: 华灿光电毛利率	6
图 10: IDG 在华灿光电持股情况	8
图 11: IDG 助力华灿光电并购美新	8
图 12: 全球 MEMS 加速度传感器市场份额	9
图 13: MEMS 全球市场规模 (亿美元)	9
图 14: 美新半导体未来传感器销量预测 (亿颗)	10
图 15: 新半导体净利润 (亿元)	10

表 目 录

表 1: LED 设备情况统计	2
表 2: IDG 投资的半导体类公司汇总	7
表 3: 华灿光电 2018~2020 年分业务收入	11
表 4: 可比公司相对估值	12
附表: 财务预测与估值	13

1 LED 行业持续景气，芯片供求迎拐点

1.1 下游市场需求持续增长

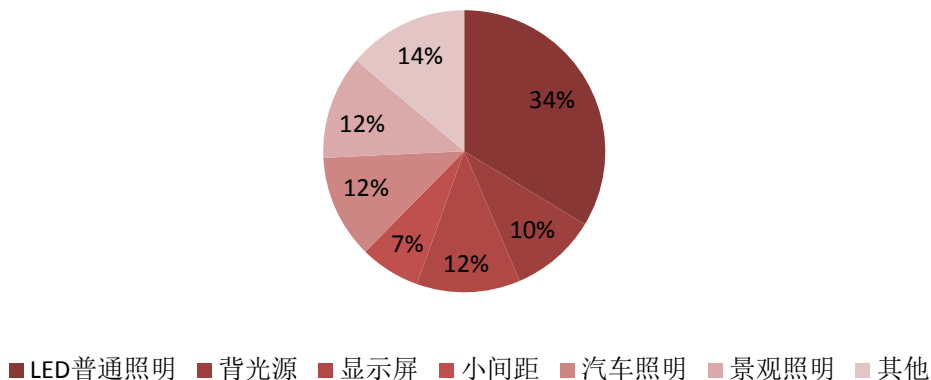
LED 照明渗透率有望再扩大。目前 LED 照明渗透率已经在 40% 左右，15 瓦以上白炽灯在大陆已经被禁售，LED 照明终端价格已经接近甚至低于节能灯，未来几年 LED 照明渗透率快速提升至 70% 以上是确定性事件，由于价格下降空间非常有限，未来几年 LED 照明行业增长率将稳定在 20% 左右，若按照三安和木林森分析，目前全球 LED 渗透率仅为 20-30%，则未来几年行业增速可望更高。

小间距 LED 市场成长空间大。小间距 LED 市场已经有一定规模，其未来三年复合 50% 左右增速，对 LED 全行业增长每年已能贡献几个百分点的明显拉动作用。

汽车市场、景观照明市场增速稳定。汽车照明已经有一定规模，其未来几年复合 30% 左右增速，将对 LED 全行业增长每年已能贡献几个百分点的明显拉动作用；景观照明已从楼宇亮化，全面升级为整个城市的夜景工程，对 LED 行业拉动整体增长也非常明显。

新兴领域前景广阔。mini LED 主要针对全彩显示 RGB 的 LED 背光应用，用于一些大型电视、影院。但是由于目前 OLED 供求紧缺，手机也开始将 miniLED 用在手机显示器中，目前华为、小米等中国大陆的手机厂商已经推出配 mini LED 屏幕的智能手机。microLED 目前仍无法大批量生产，但是苹果正计划在两年内将 micro LED 应用到苹果手表中。miniLED 和 micro LED 属于正在发展尚未成熟的阶段，未来会有巨大的发展空间。

图 1：照明行业市场渗透率分布



数据来源：全球风能理事会，西南证券整理

1.2 LED 芯片供给释放

目前 LED 行业洗牌已经彻底结束，2016 年下半年 LED 芯片行业供求迎来历史性拐点，行业竞争格局已定，从目前全球各公司未来几年扩产规划来看，LED 芯片扩产主要集中在国内三安、华灿、澳洋等，全球每年产能增加仅 20%，而未来几年需求端每年增长至少 20%，未来几年 LED 芯片行业将长期供不应求。

2009-2010 年，全球厂商大幅度扩产的 K465 和 TS 型号 LED 机台，占据着目前 LED 芯片 40% 的产能，由于年限高、效率低，这些机台已经逐步面临淘汰，华灿光电近期公告的淘汰武汉落后产能即为其 2009-2010 年左右扩产的主力机台，后续这些机台的陆续退出市场必将持续改善 LED 芯片行业的供求关系。

表 1：LED 设备情况统计

设备型号	安装年代	价格 (万元/腔)	年产能 (万元/腔-2 寸)	摊销成本 (元/片)
D300	2007	1500	5	37.5
K465	2009	1400	7.5	23
K465i	2011	1400	9	19
RB	2015	1600	20	10
868	2017	1200	21	7.1
A7	2017	900	22	5.1

数据来源：LED inside，西南证券整理

一线厂商理性扩产，二三线厂商扩产影响小。此轮扩产的主力为国内龙头三安、华灿、澳洋等，这些企业本身都是经历过 2010-2015 年非常痛苦的行业洗牌过程，所以在新一轮扩产周期中本身都会非常理性和有序，不会再出现上一次的盲目扩产，这也有利于未来几年 LED 芯片行业的整体供求关系。虽然现在有一些二三线厂商从去年就开始着手扩产，但是三安和华灿对二线厂商的差异化已经形成，中高端产品能够进入的厂商不多。产能的扩张对一线厂商的市场不会有很大影响。

降价战略抑制二三线公司扩产。在 2017 年四季度，以三安光电和华灿光电为首的龙头企业出于竞争策略考虑，主动降价，使得很多刚刚开始盈利的中小厂商又面临亏损境地，很多推迟甚至直接取消扩产计划，龙头企业的战略选择也大幅度抑制了行业整体的产能扩张节奏。

我们认为，在 LED 下游需求仍将保持高景气度，上游扩产幅度有限且理性有序，又面临落后产能的逐步退出，龙头企业的战略竞争和关键设备的供给瓶颈，LED 芯片行业未来几年的供求关系必将好于市场目前悲观预期，龙头企业将长期受益！

2 内部扩张，华灿稳坐行业第一梯队

华灿光电成立于 2005 年，2011 年乘 LED 发展东风成为全国第二大 LED 芯片厂，并于 2012 年 6 月创业板上市。目前公司主营业务分为三个环节，分别是蓝宝石衬底，外延及芯片。从 2016 年开始，公司通过收购云南蓝晶，实现了上游原材料蓝宝石自产；2018 年公司成功并购美新，半导体业务向外扩张。这两次并购帮助华灿光电稳坐全球 LED 行业的第一梯队。外部并购的同时，华灿光电致力于内部扩张，2017 年抓住 LED 下游景气的机遇，购买 200 台 MOCVD，使得 LED 芯片产能进一步释放。

图 2：华灿光电战略定位

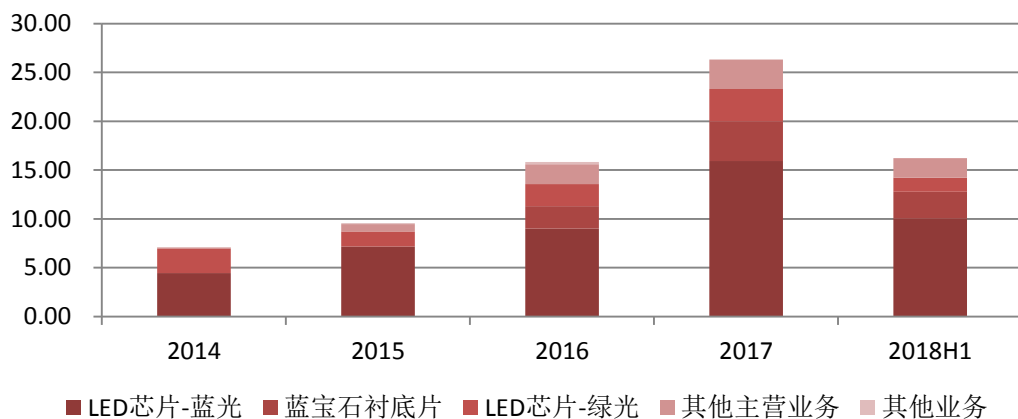


数据来源：公司公告、西南证券整理

2.1 芯片产业仍为主要营收

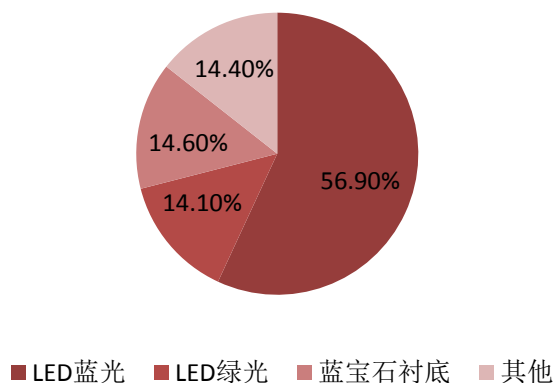
华灿靠 LED 蓝绿光芯片起家，在显示屏领域是第一供应商。2018 年上半年 LED 营业收入为 11.47 亿元，同比增长 29.90%。其中，短波长的蓝光芯片占营业收入比重 87.36%。传统芯片业务的稳速增长既得益于 LED 下游市场需求旺盛，也得益于华灿内部扩张，建设义乌新厂扩大生产线。

图 3：华灿光电主营业务收入（亿元）



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 4：照明行业市场渗透率分布



数据来源：公司公告、西南证券整理

华灿 18 年上半年净利润 3.13 亿元，同比增长 45.1%。

图 5：华灿光电净利润（亿元）

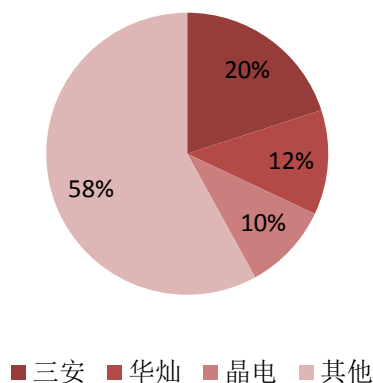


数据来源：公司公告、西南证券整理

2.2 扩大产能，提升全球市占率

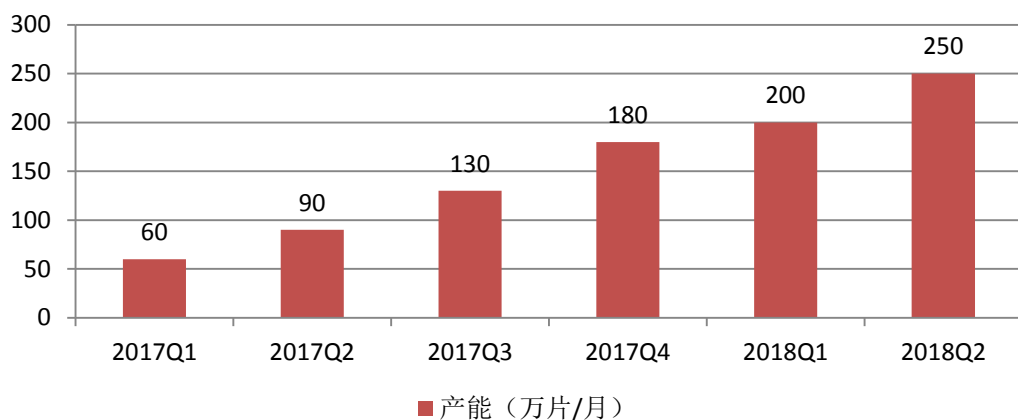
华灿 05 年成立，当年轻有 30 台设备，目前公司设备数量是成立初的 8 倍多。17 年 Q4 公司 LED 产能为 180 万片/月，2018 年 Q1 LED 产能为 200 万片/月，预计 2018 年年底 LED 产能或将达到 250 万片/月。

图 6：2017 年全球 LED 市场占有率



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 7：华灿光电产能（万片/月）

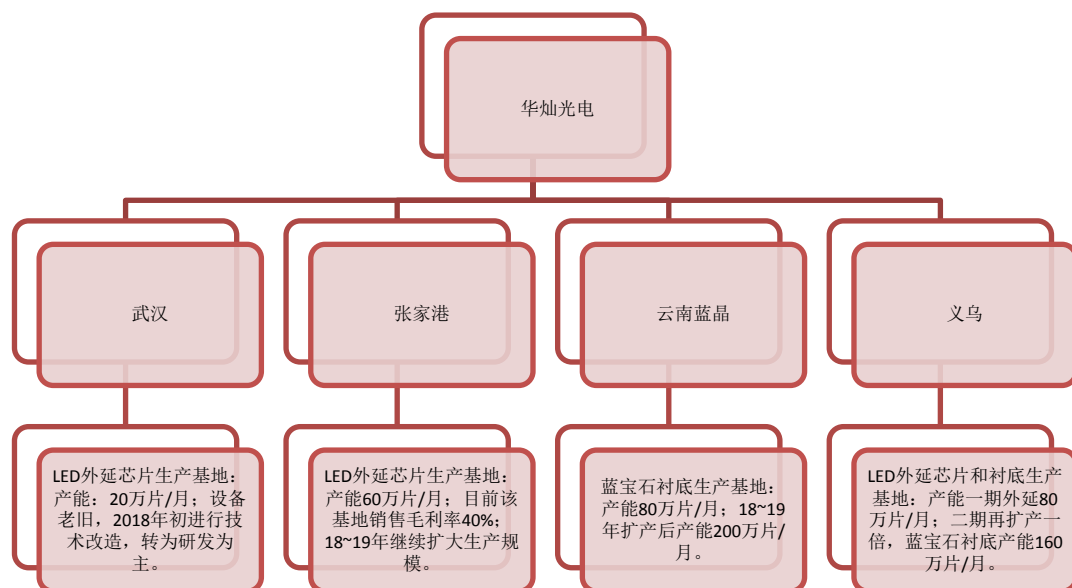


数据来源：公司公告、西南证券整理

公司蓝宝石衬底规模也在显著增长，稳居行业领导地位。目前公司的蓝宝石衬底 90% 自供，10% 对外销售，2017 年 9 月公司继续扩产蓝宝石衬底，目前产能达到 3500 万片/年。

在新兴市场方面，红外、Micro LED 都在紧密开发阶段，Micro LED 积极与国际厂商进行紧密配合开发，公司对激光器和深紫外芯片的研发均在积极部署中。

图 8：华灿光电战略定位

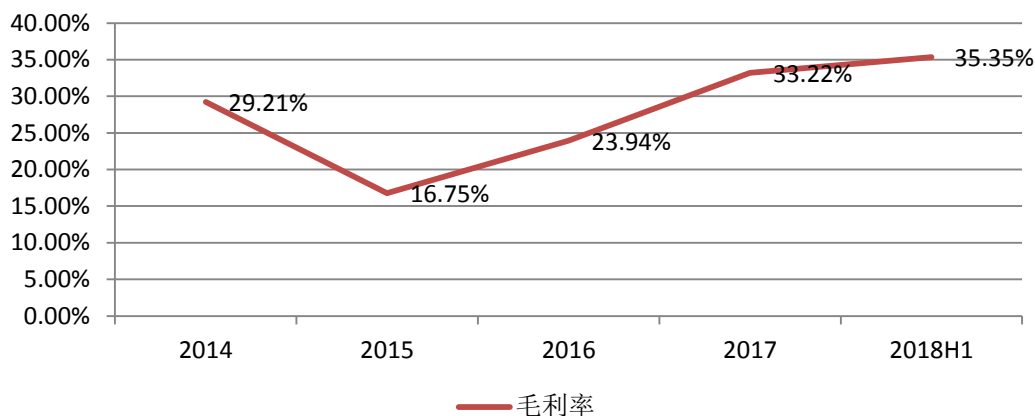


数据来源：公司公告、西南证券整理

2.3 更新产线设备，降低成本

虽然 2017 年华灿对 LED 产品进行了降价，但是由于华灿采取产线调整的措施，将武汉基地的旧设备淘汰，大大提升了生产效率，同时降低了管理费用与人力成本，毛利率并未大幅降低。2018 年一季度，华灿出于电的稳定性和容量的要求改造了电站，并对蓝宝石生产线进行停产，这一举动未来可以使成本每年大概有大几千万的下降，电费由 5 毛多降到 3 毛多每度。预计 2018 年毛利率不会受到降价影响仍然保持稳定。

图 9：华灿光电毛利率



数据来源：公司公告、西南证券整理

3 外部并购，发展 MEMS 新领域

3.1 大股东 IDG 一路相随，辅助华灿成长

IDG 资本自从 1992 年进入中国市场以来，扶植了众多优秀企业，为中国大批企业的成长打下坚实基础。IDG 管理 20 多支股权投资基金，累计管理的资金规模超过 1000 亿元人民币或者等值的美元。IDG 投资于各个成长阶段的公司，主要集中于互联网、通讯、无线、数字媒体、半导体和生命科学等高科技领域。目前已经在中国投资了 500 多个优秀的创业公司，包括携程、百度、搜狐、腾讯、金蝶等公司，已有 150 多家所投公司公开上市或并购。

IDG 从 1999 年开始就关注半导体行业，成功在天使轮投资美新，这也为后期华灿并购美新奠定了基础。

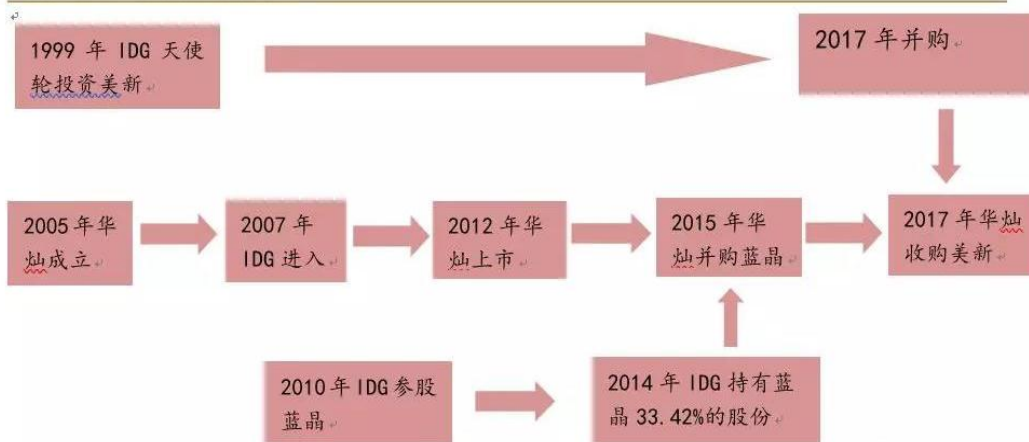
表 2：IDG 投资的半导体类公司汇总

企业名称	所属行业	投资轮次	投资金额	投资时间	投资方	受让公司注册地	成立日期
昆天科	IC 设计	B		2008/4/25	IDG 资本		
芯原	IC 设计	D	RMB 20.20M	2007/11/6	IDG 资本	上海	2001
锐迪科	IC 设计	B	RMB 38.08M	2007/7/1	IDG 资本	上海	2004
智迈微电子	IC 设计	A	RMB 7.76M	2007/7/1	IDG 资本	中国	
方泰电子	IC 设计	C		2006/6/1	IDG 资本	中国	2003
芯原	IC 设计	B		2005/8/15	IDG 资本	上海	2001
摩波彼克	IC 设计	A		2005/8/1	IDG 资本	上海	2005
摩波彼克	IC 设计	天使轮		2005/1/1	IDG 资本	上海	2006
芯原	IC 设计	A	RMB 12.42M	2003/3/1	IDG 资本	上海	2001
硅谷数模	IC 设计	A	RMB 27.18M	2002/10/1	IDG 资本	北京	2002
美新半导体	IC 设计	天使轮		1999/1/1	IDG 资本	美国	1999
捷顶微电子	IC 设计	天使轮			IDG 资本		

数据来源：国家能源局、西南证券整理

IDG 在华灿光电这一路发展中扮演着更加积极的角色。华灿光电是 IDG 整个 LED 及半导体的平台。IDG 控股华灿后，先后将蓝晶科技和美新半导体注入到华灿光电体内，帮助华灿整合 LED 供应链，并向半导体传感器领域延伸。

图 10: IDG 在华灿光电持股情况



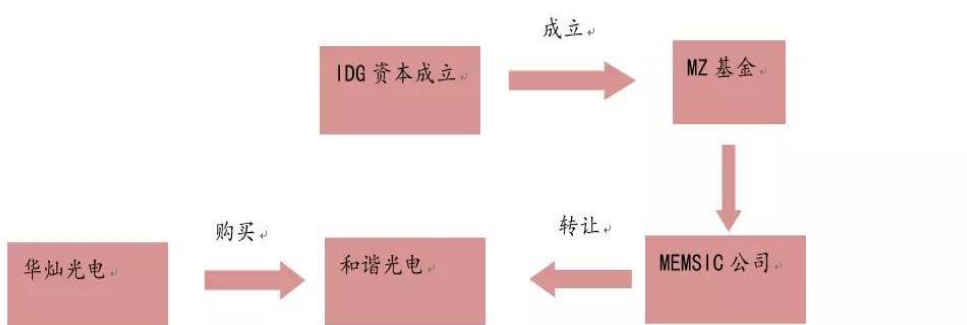
数据来源：能源局、西南证券整理

IDG 成为华灿大股东。2007 年 12 月 IDG 在香港注册成立 Jing Tian I 和 JingTian II 两大基金，持有华灿光电 24.23% 的股权，上市后，两大基金持有 18.13% 的股权。

IDG 参股蓝晶科技，并注入到华灿光电。2010 年，IDG 控制的 KAILE 参股蓝晶科技，到 2014 年 6 月，KAI LE 共持有蓝晶科技 33.42% 的股权，成为蓝晶第一大股东。蓝晶科技是一家做蓝宝石衬底的企业，原计划于 2011 年 IPO，但由于 2011 年下半年蓝宝石行业供过于求，价格下降，不满足 IPO 条件，2015 年华灿公告收购蓝晶科技 100% 的股权。2016 年 7 月并购完成后，JingTian I、Jing Tian II 及 KAILE 合计持有华灿光电 19.04% 的股份（Jingtian I、Jingtian II 及 KaiLe 由 IDG-Accel 基金控制）。

IDG 助力华灿并购美新半导体。2017 年华灿光电计划通过和谐光电这一桥梁并购 MEMSIC 100% 股权，IDG 在其中助力颇多。

图 11: IDG 助力华灿光电并购美新



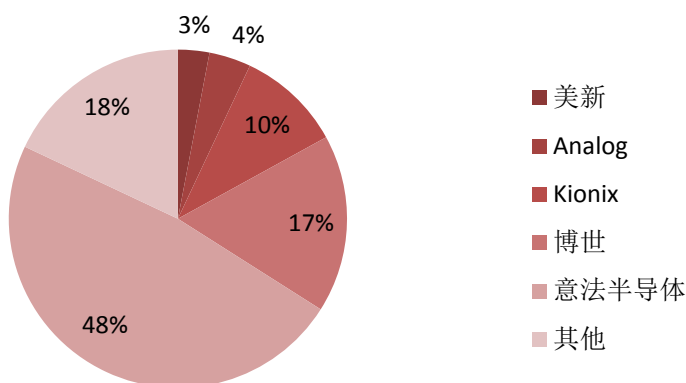
数据来源：国家能源局、西南证券整理

3.2 收购美新，拓宽传感器业务

2018 年 4 月华灿光电成功收购和谐光电（美新半导体）100%股权。本次并购后华灿光电正式涉入半导体领域，依托美新的技术和平台开拓传感器方面的大市场。

MEMSIC 是一家全球领先的高科技半导体 MEMS 企业，是为数不多的实现高端 MEMS 器件及系统产品大规模产业化的公司之一，年销量超过 2 亿颗。在加速度传感器、地磁传感器等领域处于国际先进水平，具有较强的市场竞争力，在国内位居第一。其中，美新半导体在国内地磁传感器市场约占 30%，而加速度传感器约占 25%（在全球占 3%），处于领先地位。

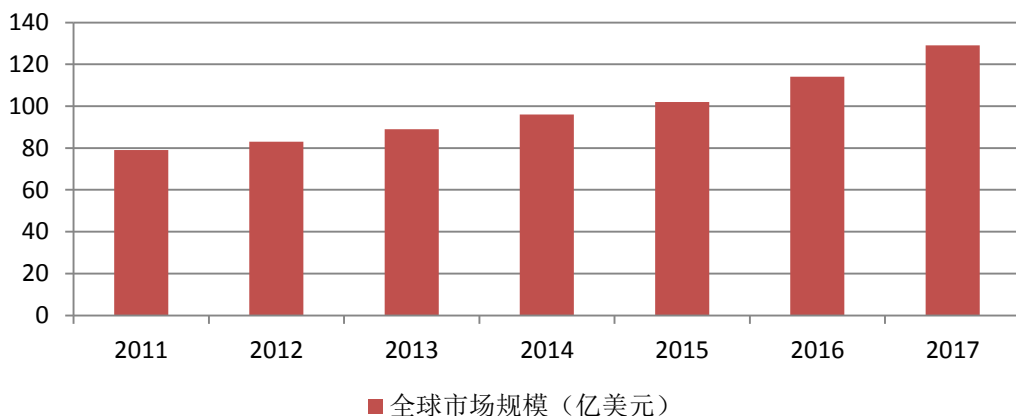
图 12：全球 MEMS 加速度传感器市场份额



数据来源：全球风能理事会、西南证券整理

2017 年，MEMS 传感器全球市场约 129 亿美元，同比增长 13%。近年来随着下游需求的扩大，年复合增速达到 10% 左右，其中，特别是惯性传感器、加速传感器等市场迅速上升。

图 13：MEMS 全球市场规模（亿美元）



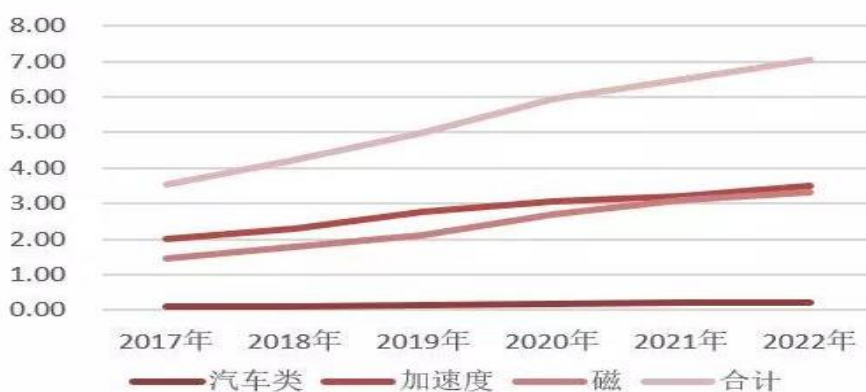
数据来源：中国产业信息网、西南证券整理

MEMS 传感器应用最广泛的是汽车电子产业和消费电子应用市场，这两大领域占了 MEMS 传感器市场的 60% 以上。

美新是少有的掌握核心技术的 MEMS 公司，能够采用标准 CMOS 工艺实现 MEMS 大规模量产，是中国 MEMS 十强企业之一。在地磁传感器产品上，仅四家日本公司能与美新形成竞争，国内的其他企业还无法加入竞争行列。在加速传感器产品上，美新是全球唯一实现单片集成系统的，是该技术的领跑者。在汽车类传感器领域，美新是国内唯一具有车规级的加速度计及地磁传感器芯片的公司，其汽车传感器已进入通用、马自达等国际汽车厂商，并早已实现与合作厂商的大批量供货。

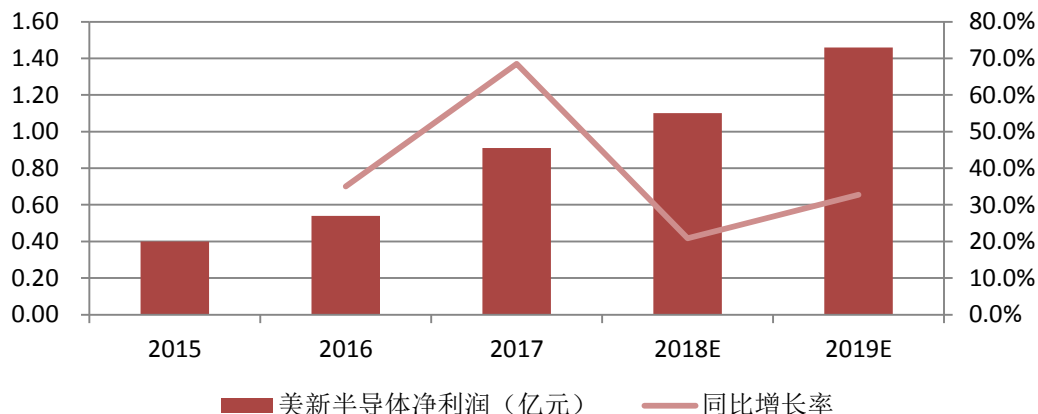
公司的产品主要供应给消费电子和汽车领域，其中消费电子领域占据 70% 的份额，客户主要是国内知名手机厂商；汽车收入占比 30%，主要提供给通用等汽车客户。

图 14：美新半导体未来传感器销量预测（亿颗）



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 15：新半导体净利润（亿元）



数据来源：公司公告、西南证券整理

美新半导体优质的技术工艺，背靠华灿上市公司的平台，未来潜力巨大。并且美新涉及的化合物半导体领域与公司本部的 LED 业务能够形成良好的协同效应。并购后，美新与公司签订对赌协议，承诺 2018-2020 年三年净利润分别不低于 1.1 亿元、1.4 亿元与 1.7 亿元。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司踩准节奏大举扩张，目前公司 LED 芯片产能 220 万片/月，18 年上半年公司推进浙江子公司、苏州子公司四期一阶段扩容项目和云南蓝晶扩容项目建设，预计扩产后 LED 芯片产能达到 280 万片/月。

假设 2：2018 年并购的美新半导体顺利完成 18~20 年业绩承诺（实现净利润分别为 1.1 亿、1.3 亿、1.8 亿元）。

假设 3：公司近年来对于研发投入的持续增加，使得公司毛利率不断增长；此外，在产品结构方面，公司聚焦高毛利率产品，向高端化转变明显，预计未来几年毛利率将稳步提升。

基于以上假设，我们预计公司 2018~2020 年的分业务收入如下表：

表 3：华灿光电 2018~2020 年分业务收入

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	营业收入	2629.9	3869.2	4836.5	5838.2
	增速	66.2%	47.1%	25.0%	20.7%
	毛利率	33.2%	38.4%	37.9%	39.4%
LED 芯片—蓝光	收入	1592.8	2022.8	2528.6	3034.3
	增速	77.0%	27.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	33.1%	40.0%	33.0%	32.0%
蓝宝石衬底芯片	收入	403.4	504.2	630.3	756.3
	增速	74.4%	25.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	40.6%	43.0%	40.0%	38.0%
LED 芯片—绿光	收入	332.4	415.6	519.4	623.3
	增速	48.6%	25.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	23.3%	28.0%	24.0%	22.3%
其他主营业务	收入	301.3	376.6	470.8	565.0
	增速	46.5%	25.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	34.9%	40.0%	35.0%	34.0%
美新半导体	收入	—	550.0	687.5	859.4
	增速	—	25.0%	25.0%	18.0%
	毛利率	—	35.0%	35.0%	34.0%

数据来源：wind、西南证券

根据我们测算，华灿光电 2018/2019/2020 年的收入增速为 47.12%、25.00%、20.71%，未来三年营业收入复合增长率分别为 30.5%，归母净利润复合增长率为 40.0%，对应当前股价 14、11、9 倍 PE。公司所属行业下游市场持续景气，并且公司今年成功并购美新开拓 MEMS 新领域，公司双主业发展，互为支持互为补充的同时也将显著提升公司未来的抗风险能力，因此给予公司 18 年 20 倍 PE，对应股价 15.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司相对估值

证券简称	代码	最新收盘价	每股收益			市盈率 PE		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E
三安光电	SH600703	16.09	0.78	0.96	1.25	39	16	13
澳洋顺昌	SZ002245	4.58	0.36	0.37	0.46	14	14	11
乾照光电	SZ300102	6.17	0.29	0.37	0.50	28	22	16
兆驰股份	SZ002429	2.16	0.13	0.14	0.20	18	17	12
行业均值						25	17	13

数据来源：wind、西南证券整理

5 风险提示

LED 行业景气或不达预期；蓝宝石衬底业务增速或不达预期；美新业绩或不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2629.90	3869.24	4836.54	5838.23	净利润	502.11	828.01	1098.29	1380.91
营业成本	1756.16	2383.78	3005.45	3540.45	折旧与摊销	461.97	331.97	339.79	339.79
营业税金及附加	14.80	17.90	24.39	40.28	财务费用	91.64	293.94	260.03	251.36
销售费用	21.91	34.45	42.14	51.24	资产减值损失	101.68	5.00	5.00	5.00
管理费用	265.08	388.97	468.48	576.47	经营营运资本变动	-129.34	-1150.72	-450.65	-642.05
财务费用	91.64	293.94	260.03	251.36	其他	-514.37	-26.23	-53.47	3.50
资产减值损失	101.68	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	513.68	281.97	1198.99	1338.51
投资收益	-15.16	30.00	30.00	30.00	资本支出	-2540.77	-1768.41	0.00	0.00
公允价值变动损益	-47.69	-12.54	-16.51	-20.38	其他	471.79	17.46	13.49	9.62
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2068.98	-1750.95	13.49	9.62
营业利润	364.25	762.66	1044.54	1383.05	短期借款	325.94	1119.69	-1115.75	-1247.96
其他非经营损益	214.32	193.49	222.82	210.82	长期借款	1921.07	-1100.00	420.00	466.00
利润总额	578.58	956.15	1267.36	1593.87	股权融资	53.31	1657.77	0.00	0.00
所得税	76.47	128.14	169.07	212.95	支付股利	-41.78	-100.42	-165.16	-219.22
净利润	502.11	828.01	1098.29	1380.91	其他	-272.93	-457.34	-254.84	-246.78
少数股东损益	0.00	2.19	2.19	2.19	筹资活动现金流净额	1985.60	1119.70	-1115.75	-1247.96
归属母公司股东净利润	502.11	825.82	1096.10	1378.72	现金流量净额	426.15	-349.28	96.73	100.17
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	736.20	386.92	483.65	583.82	成长能力				
应收和预付款项	1853.33	2997.86	3620.23	4373.89	销售收入增长率	66.21%	47.12%	25.00%	20.71%
存货	685.44	948.73	1240.78	1443.89	营业利润增长率	673.24%	109.38%	36.96%	32.41%
其他流动资产	386.04	566.08	707.60	854.15	净利润增长率	87.92%	64.91%	32.64%	25.73%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	83.28%	51.28%	18.42%	20.06%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	5114.32	5437.16	5162.00	4886.84	毛利率	33.22%	38.39%	37.86%	39.36%
无形资产和开发支出	871.27	1989.31	1929.13	1868.95	三费率	14.40%	18.54%	15.93%	15.06%
其他非流动资产	255.77	251.32	246.87	242.43	净利率	19.09%	21.40%	22.71%	23.65%
资产总计	9902.37	12577.39	13390.27	14253.96	ROE	12.79%	13.14%	15.17%	16.42%
短期借款	1444.74	2564.43	1448.69	200.73	ROA	5.07%	6.58%	8.20%	9.69%
应付和预收款项	1503.04	1929.16	2466.00	2916.59	ROIC	6.33%	10.48%	11.07%	13.44%
长期借款	2531.52	1431.52	1851.52	2317.52	EBITDA/销售收入	34.90%	35.89%	34.00%	33.81%
其他负债	498.09	348.54	382.00	410.79	营运能力				
负债合计	5977.39	6273.65	6148.21	5845.64	总资产周转率	0.31	0.34	0.37	0.42
股本	842.29	1081.00	1081.00	1081.00	固定资产周转率	0.74	0.82	1.04	1.34
资本公积	2216.21	3635.27	3635.27	3635.27	应收账款周转率	3.28	2.96	2.66	2.69
留存收益	905.83	1631.22	2562.16	3721.66	存货周转率	2.89	2.78	2.70	2.62
归属母公司股东权益	3924.97	6301.55	7237.68	8401.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.15%	—	—	—
少数股东权益	0.00	2.19	4.38	6.57	资本结构				
股东权益合计	3924.97	6303.74	7242.06	8408.33	资产负债率	60.36%	49.88%	45.92%	41.01%
负债和股东权益合计	9902.37	12577.39	13390.27	14253.97	带息债务/总负债	66.52%	63.69%	53.68%	43.08%
					流动比率	1.13	1.06	1.48	2.19
					速动比率	0.92	0.85	1.18	1.76
					股利支付率	8.32%	12.16%	15.07%	15.90%
					每股指标				
					每股收益	0.46	0.76	1.01	1.28
					每股净资产	3.63	5.83	6.70	7.77
					每股经营现金	0.48	0.26	1.11	1.24
					每股股利	0.04	0.09	0.15	0.20
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	917.86	1388.57	1644.36	1974.19					
PE	23.70	14.41	10.86	8.63					
PB	3.03	1.89	1.64	1.42					
PS	4.53	3.08	2.46	2.04					
EV/EBITDA	13.57	11.02	8.82	6.90					
股息率	0.35%	0.84%	1.39%	1.84%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jzq@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn