

强烈推荐-A (维持)

隆基股份 601012.SH

目标估值: 30-31 元

当前股价: 24.0 元

2019 年 07 月 21 日

2 季度业绩超预期, 盈利能力提升明显

基础数据

上证综指	2924
总股本(万股)	362384
已上市流通股(万股)	361535
总市值(亿元)	870
流通市值(亿元)	868
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	15.4
资产负债率	59.3%
主要股东	李振国
主要股东持股比例	15.02%

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)——产能稳步扩张, 成本仍在持续下降》2019-05-06
- 2、《隆基股份(601012)——产能稳步扩张, 需求向好迎来提价》2019-02-27
- 3、《隆基股份(601012)——受新疫情影响, 存货增长明显, 毛利率承压》2018-08-31

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

研究助理

普绍增
pushaozeng@cmschina.com.cn

公司发布 2019 年半年报业绩预告: Q2 净利润 13.5-14.8 亿元, 同比增 76.7%-93.7%, 环比增 121%-142%, 扣非净利润 13.4-14.7 亿元, 同比增 79.7%-97.1%, 环比增 126%-147%, 业绩超预期。业绩高增长主要系公司硅片、组件出货量、盈利能力同比环比明显提升。同时, 公司财务整体健康, 硅片成本仍在持续下降, 组件业务的渠道能力, 管理水平也有望进一步提升, 是光伏产业治理最清晰的企业之一。维持“强烈推荐-A”评级, 上调盈利预测, 上调目标价至 30-31 元。

- Q2 业绩高增长, 超预期。公司发布上半年业绩预告: 归母净利润 19.61-20.91 亿元, 同比增 50%-60%, 扣非净利润 19.4-20.7 亿元, 同比增 55%-65%。其中, Q2 净利润 13.5-14.8 亿元, 同比增 76.7%-93.7%, 环比增 121%-142%, 扣非净利润 13.4-14.7 亿元, 同比增 79.7%-97.1%, 环比增 126%-147%, 业绩超预期。
- 分项业务。估算上半年公司硅片外销量为 21 亿片左右, 对应收入 56 亿元左右, 毛利率 24-25%; 估算上半年组件外销 3.2-3.3GW 左右, 对应收入 62-64 亿元, 毛利率 27%-28%。其中, 估算 2 季度硅片外销 11 亿片左右, 对应收入 30 亿元, 毛利率 27%左右; 估算 2 季度组件外销 2GW 左右, 对应收入 39 亿元左右, 毛利率 29%左右。
- 非硅成本持续下降, 不涨价是战略定力。2019 年 2 季度公司单晶硅片非硅成本仍在持续下降, 另外由于下游需求旺盛, 单晶硅片 2 月底提价后价格一直保持稳定, 估算 2 季度公司硅片毛利率较 1 季度提升 5.4 个百分点左右, 组件毛利率提升 3.8 个百分点左右。在 Q3 预计有近 15GW 的 PERC 投运, 硅片-电池片供需格局出现显著变化的态势下, 公司在 6 月底不涨价, 是极有远见的战略考虑。
- 现金流情况分析。公司经营性现金流净额连年走弱, 主要是拿了较多的大企业票据, 且其中一部分在购建固定资产时候贴给了装备供应商, 导致经营现金、投资现金失真, 实则现金流十分良好; 公司去年 3-4 季度的利息收入倒挂, 主要是年报会计政策调整, 将 Q4 理财收益计入了投入收益; 年度、季度内公司投资支出、收回金额的长时期同步, 主要系公司以 1 个月期限的理财为主。
- 投资建议: 公司是光伏产业治理最清晰的企业之一, 上调盈利预测, 维持“强烈推荐-A”评级, 上调目标价至 30-31 元。
- 风险提示: 海外需求不达预期, 组件业务管理水平提升不及预期, 美国 337 调查影响公司电池业务发展。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	16362	21988	30631	39902	51052
同比增长	42%	34%	39%	30%	28%
营业利润(百万元)	3996	2869	5688	7075	8626
同比增长	126%	-28%	98%	24%	22%
净利润(百万元)	3565	2558	4936	6124	7449
同比增长	130%	-28%	93%	24%	22%
每股收益(元)	1.79	0.92	1.36	1.69	2.06
PE	13.4	26.2	17.6	14.2	11.7
PB	3.4	4.1	3.5	2.8	2.3

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、Q2 业绩高增长，超预期.....	3
二、公司现金流情况分析	6
风险提示	9

图表目录

图 1 公司国内外收入占比情况.....	4
图 2 公司各业务产能规划情况（单位，GW）	4
图 3: 隆基股份历史 PE Band.....	9
图 4: 隆基股份历史 PB Band.....	9
表 1: 2 季度业绩增长超预期（单位，百万元） 3	
表 2: 分项业务估算情况	3
表 3: 截至 2018 年末，公司各产品产能（单位，GW）	4
表 4: 公司重要在建工程项目情况（截至 19 年 1 季度）	4
表 5: 主要单晶硅片产能情况（单位，GW）	5
表 6: 公司电池片产能情况（截至 19 年 1 季度）	5
表 7: 公司经营性现金流净额近 3 年走弱（百万元）	6
表 8: 净利润与经营性现金净额背离主要系票据背书方式支付了固定资产等（单位，百万元）	6
表 9: 公司票据背书情况（单位，百万元）	6
表 10: 公司利息收入 18 年 3-4 季度利息收入倒挂主要系年报会计政策调整（百万元）	7
表 11: 公司投资收益构成情况	7
表 12: 公司投资支付的现金与收回投资收到的现金比较接近（百万元）	7
表 13: 公司理财情况统计	7
表 14: 公司 2018 年委托理财情况.....	8
表 15: 公司理财情况相关公告	9
附：财务预测表.....	10

一、Q2 业绩高增长，超预期

Q2 业绩高增长，超预期。公司发布上半年业绩预告：归上净利润 19.61-20.91 亿元，同比增 50%-60%，扣非净利润 19.4-20.7 亿元，同比增 55%-65%。

其中，Q2 净利润 13.5-14.8 亿元，同比增 76.7%-93.7%，环比增 121%-142%，扣非净利润 13.4-14.7 亿元，同比增 79.7%-97.1%，环比增 126%-147%，业绩超预期。

分项业务。估算上半年公司硅片外销量为 21 亿片左右，对应收入 56 亿元左右，毛利率 24-25%；估算上半年组件外销 3.2-3.3GW 左右，对应收入 62-64 亿元，毛利率 27%-28%。

其中，估算 2 季度硅片外销 11 亿片左右，对应收入 30 亿元，毛利率 27%左右；估算 2 季度组件外销 2GW 左右，对应收入 39 亿元左右，毛利率 29%左右。

硅成本持续下降，不涨价是战略定力。2019 年 2 季度公司单晶硅片非硅成本仍在持续下降（较去年底降 11-15%）；另外由于下游需求旺盛，单晶硅片 2 月底提价后价格一直保持稳定，估算 2 季度公司硅片毛利率较 1 季度提升 5.4 个百分点左右，组件毛利率提升 3.8 个百分点左右。

在 Q3 预计有近 15GW 的 PERC 投运，硅片-电池片供需格局出现显著变化的态势下，公司在 6 月底不涨价，是极有远见的战略考虑。

单晶硅片产能投放进度正在加快。截至 2018 年底，公司单晶硅片、电池片、组件产能分别为 28、4、8.8GW，预计 2019 年将分别达到 36、10、16GW，分别同比增长 29%、150%、82%，预计 2021 年将分别达到 65、20、30GW，较 2018 年增长 132%、400%、241%。

目前公司单晶硅片产能 2.7GW/月左右，而楚雄二期 10GW 单晶硅片，丽江二期 6GW 单晶硅棒，保山二期 6GW 单晶硅棒项目投产进度较预期更快，计划分别于 2020 年 3、5、7 月达产，投产进度较预期更快，2019 年公司单晶硅片产能、出货量有望超过此前预估的 36GW、60 亿片。

表 1：2 季度业绩增长超预期（单位，百万元）

	19H1 下限	19H1 上限	19Q2 下限	19Q2 上限
归上净利润	1961.00	2091.00	1349.72	1479.72
同比	50.04%	59.99%	76.71%	93.73%
环比	56.76%	67.15%	120.80%	142.07%
扣非后归上净利润	1941.00	2071.00	1344.88	1474.88
同比	54.74%	65.10%	79.71%	97.08%
环比	78.21%	90.14%	125.61%	147.41%

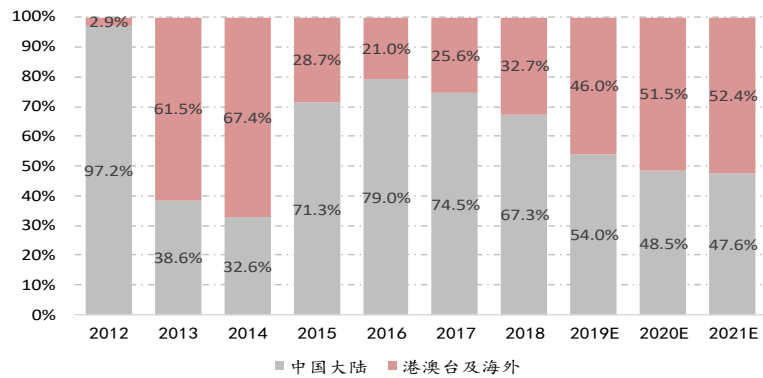
资料来源：公司公告、招商证券

表 2：分项业务估算情况

	2019Q1	2019Q2E	2019H1E	2019E	2020E	2021E
单晶硅片	外销（亿片）	9.8	11.0	20.8	42.7	70.0
	收入（亿元）	25.9	29.9	55.9	116.0	145.5
	毛利率	21.5%	26.9%	24.4%	25.0%	24.5%
组件	外销（MW）	1240.0	2000.0	3240.0	9000.0	17000.0
	收入（亿元）	23.8	38.9	62.7	174.1	279.6
	毛利率	25.0%	28.8%	27.4%	27.5%	27.0%

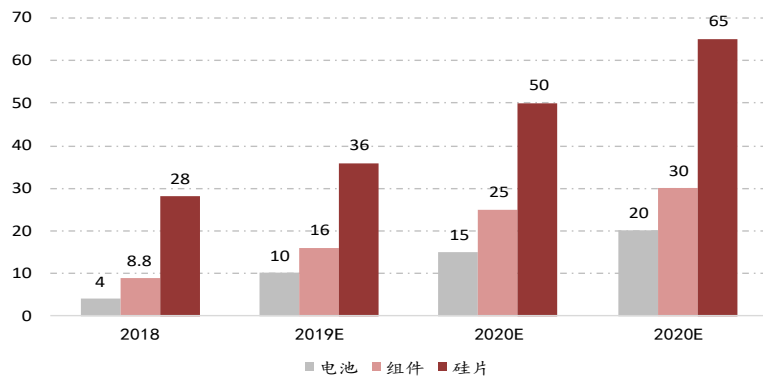
资料来源：公司公告、招商证券

图 1 公司国内外收入占比情况



资料来源: Wind、招商证券

图 2 公司各业务产能规划情况 (单位, GW)



资料来源: 公司数据、招商证券

表 3: 截至 2018 年末, 公司各产品产能 (单位, GW)

基地	硅棒	硅片	电池	组件
银川	13	8		0.5
中宁	3.9			
保山	6.3			
丽江	5.3			
楚雄		7.9		
无锡		6.6		
西安		5.1		0.25
衢州				2.7
泰州			2.6	4
合肥			0.7	
大同				0.5
古晋	1	1	0.7	0.9
合计	29.5	28.6	4.0	8.85

资料来源: 公司数据、招商证券

表 4: 公司重要在建工程项目情况 (截至 19 年 1 季度)

2018 在建工程	截至 2019 年第一季度末工程进度
银川年产 5GW 单晶硅棒、硅片项目	已达产
丽江隆基年产 5GW 硅棒项目	已达产

2018 在建工程	截至 2019 年第一季度末工程进度
保山年产 5GW 单晶硅棒项目	已达产
楚雄隆基年产 10GW 单晶硅片	已部分投产
西安经开区 B1 组件车间 250MW 项目	已达产
西安经开区 B2 组件车间 750MW 项目	基建已完工
滁州乐叶年产 5GW 组件项目	2019 年 3 月 8 日开始投产
宁夏乐叶年产 5GW 电池项目	建设中, 预计 2019 年 6 月开始投产
古晋电池二期 1GW 项目	建设中, 预计 2019 年 9 月达产
灵武 228MW 电站项目	已并网投运
铜川 250MW 技术领跑	建设中, 预计 2019 年 6 月 30 日之前建成并网
保山年产 6GW 单晶硅棒项目	预计 2020 年第二季度达产
丽江年产 6GW 单晶硅棒项目	预计 2020 年 5 月达产
楚雄年产 10GW 单晶硅片项目	预计 2020 年 3 月达产
银川年产 15GW 单晶硅棒、硅片项目	计划 2020 年下半年开始投产
银川年产 3GW 单晶电池项目	计划 2020 年上半年开始投产

资料来源: 公司数据、招商证券

表 5: 主要单晶硅片产能情况 (单位, GW)

	2016	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q4	2019E
隆基	7.5	10	12	15	28	36
中环	3.5	6	9	12	23.5	28
晶澳	2	2	2	3	4.5	4.5
晶科	0.3		2	4	5.7	5.7
京运通	0		0	0.5	3	3
协鑫	1	1	1	1	3	3
阿特斯	0		0	0	2	2
韩华新能源	0.5				1.5	1.5
阳光能源	0.5			1	2	2
合计	15.3	19	26	36.5	73.2	84.7
隆基市占率	49.0	52.6	46.2	41.1	38.3	41.3

资料来源: 各公司公告、招商证券

表 6: 公司电池片产能情况 (截至 19 年 1 季度)

	公司电池片产能情况	预计达产时
自有产能	泰州: 2.6GW	
	合肥: 0.7GW	
	古晋: 0.7GW	
自有产能合计	4GW	
合作产能	与平煤合作产能 2GW (隆基股份持股 19.8%)	
以上产能合计	6GW	
新增产能	银川: 5GW	2019 年 9 月
	古晋: 1GW	2019 年 9 月
	银川: 3GW	2020 年上半年开始投产

资料来源: 公司公告、招商证券

二、公司现金流情况分析

公司 2016、2017、2018 年的净利润分别为 15.5、35.5、25.7 亿元，经营活动产生的现金流量净额分别为 5.4、12.4、11.7 亿元，经营活动产生的现金流量净额与净利润的比值为 34.5%、35.0%、45.7%，近 3 年经营活动产生的现金流量净额与净利润出现一定背离。

经营性现金流净额走弱主要系公司用经营活动获得的一部分票据支付了购买固定资产的款项。公司 2016、2017、2018 年固定资产、在建工程合计增加额分别为 31.8、70.7、50.1 亿元，而对应的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别仅为 20.8、39.5、38.2 亿元，远低于固定资产、在建工程的增加额。

其中的差额 11.0、31.2、11.9 亿元公司采取了票据背书的方式支付，而票据来自于公司硅片、组件等的销售业务，也即公司在购建固定资产时候拿了一部分应收票据贴给了装备供应商，经营活动的现金流与投资活动的现金流同时失真。

应收票据的质量要好于应收账款，并且公司将上游装备企业等接受公司的应收票据背书等同于减少了公司的现金流出，我们将背书的应收票据加会至经营性现金净额后，**2016、2017、2018 年（经营性现金净额+票据背书购买固定资产额）/净利润分别为 105.2%、123.1%、91.9%，说明公司的经营活动的现金流十分良好。**

表 7：公司经营性现金流净额近 3 年走弱（百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
净利润	-52.7	72.3	298.6	520.7	1551.1	3549.4	2566.6
经营活动产生的现金流量净额	-76.7	57.1	367.5	364.6	535.8	1241.9	1173.3
经营活动产生的现金流量净额/净利润	145.6%	79.0%	123.1%	70.0%	34.5%	35.0%	45.7%

资料来源：Wind、招商证券

表 8：净利润与经营性现金净额背离主要系票据背书方式支付了固定资产等（单位，百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
重要在建工程本期增加额	213.9	502.2	491.0	1208.1	2689.7	6994.6	4880.4
本期购置固定资产	0.0	0.0	149.3	548.3	487.5	77.7	129.0
(1) 固定资产、在建工程合计增加额	213.9	502.2	640.3	1756.4	3177.2	7072.3	5009.4
(2) 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	161.3	328.6	496.3	980.0	2081.8	3945.2	3824.1
(3) = (1) - (2) 估算票据背书支付的固定资产、在建工程	52.6	173.6	144.0	776.4	1095.4	3127.2	1185.4
(4) 经营活动产生的现金流量净额	-76.7	57.1	367.5	364.6	535.8	1241.9	1173.3
(3) + (4) 经营性现金净额+票据背书购买固定资产额	-24.1	230.8	511.5	1141.0	1631.1	4369.1	2358.6
净利润	-52.7	72.3	298.6	520.7	1551.1	3549.4	2566.6
(经营性现金净额+票据背书购买固定资产额)/净利润	45.8%	319.1%	171.3%	219.1%	105.2%	123.1%	91.9%
经营活动产生的现金流量净额/净利润	145.6%	79.0%	123.1%	70.0%	34.5%	35.0%	45.7%

资料来源：公司公告、招商证券

表 9：公司票据背书情况（单位，百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
年末已经背书但尚未到期的票据情况	62.0	27.1	247.7	484.5	1081.0	2350.2	1868.0

资料来源：公司公告、招商证券

公司 2018 年 3 季报的利息收入为 1.42 亿元，年报利息收入 1.29 亿元，低于 3 季度报 0.13 亿元，4 季度利息收入为负值。

利息收入倒挂主要系会计政策调整，部分理财等收益计入投资收益，追溯全年调整。2018 年由于会计政策调整，要求将之前计入利息收入的部分理财等的收益计入投资收益中（处置可供出售金融资产取得的投资收益），并且要求全年追溯调整，导致 18 年 3、4 季度利息收入出现倒挂。

从公司投资收益的明细可以看出，2018 年上半年、下半年处置可供出售金融资产取得的投资收益分别为 0.13、0.72 亿元，增长明显。

表 10: 公司利息收入 18 年 3-4 季度利息收入倒挂主要系年报会计政策调整 (百万元)

	2018 年一季报	2018 年半年报	2018 年三季报	2018 年报
利息支出		191.3	295.8	408.9
利息收入		(107.0)	(142.0)	(128.6)
汇兑损益		(32.9)		(66.5)
银行手续费				44.9
其他		33.8		8.2
财务费用合计	38.5	85.1	124.6	266.9
	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
利息支出			104.6	113.1
利息收入			(35.0)	13.3
财务费用合计	38.5	46.6	39.5	142.3

资料来源: 公司公告、招商证券

表 11: 公司投资收益构成情况

	2017	2018	2018H1	2018H2
权益法核算的长期股权投资收益	19.5	61.9	40.5	21.4
处置长期股权投资产生的投资收益	526.0	645.4	265.3	380.0
联营企业顺流交易未实现毛利抵销		0.8		
处置可供出售金融资产取得的投资收益	35.1	84.8	12.5	72.3
丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得	1.0	1.0		
合计-投资收益	581.6	793.8	318.2	475.5

资料来源: 公司公告、招商证券

公司投资支付的现金与收回投资收到的现金比较接近。公司 2015、2016、2017、2018 年投资收到的现金分别为 19.9、21.0、66.1、134.3 亿元，与投资支付的现金 21.6、22.1、66.6、135.1 亿元比较接近。

投资支付的现金流入、流出主要是理财资金，而公司以 1 个月期限的理财为主。例如，公司 2018 年发生的 40 笔理财业务中，有 33 笔理财期限为 1 个月左右。另外，公司每年的理财计划均有相应公告。其余年份理财情况明细可参见年报。

表 12: 公司投资支付的现金与收回投资收到的现金比较接近 (百万元)

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
收回投资收到的现金	23.6	-	1,991.1	2,096.5	6,605.7	13,427.0
投资支付的现金	3.1	-	2,161.9	2,206.0	6,659.9	13,506.7
差额	20.5	-	-170.8	-109.6	-54.2	-79.7

资料来源: 公司公告、招商证券

表 13: 公司理财情况统计

时间	委托理财金额	理财收益	理财笔数
----	--------	------	------

时间	委托理财金额	理财收益	理财笔数
2013 年	300.0	3.1	1
2015 年	2032.3	14.2	5
2016 年	1689.2	10.0	6
2017 年	6469.0	24.9	29
2018 年	14227.0	62.5	40

资料来源：公司公告、招商证券

表 14：公司 2018 年委托理财情况

序号	委托理财金额(百万元)	起始日期	终止日期	理财期限(月)	年化收益率
1	200	2018/1/26	2018/2/26	1.0	4.24%
2	100	2018/1/10	2018/3/28	2.5	3.03%
3	800	2018/1/17	2018/2/23	1.2	3.97%
4	300	2018/2/23	2018/4/24	2.0	4.44%
5	1000	2018/2/26	2018/3/30	1.0	4.41%
6	400	2018/3/7	2018/3/22	0.5	4.10%
7	300	2018/3/14	2018/3/26	0.4	4.24%
8	100	2018/4/8	2018/5/16	1.2	3.75%
9	100	2018/5/17	2018/6/21	1.1	3.45%
10	300	2018/7/12	2018/8/8	0.9	4.03%
11	300	2017/12/4	2018/1/4	1.0	3.87%
12	500	2017/12/21	2018/2/22	2.1	4.29%
13	300	2018/1/4	2018/2/5	1.0	3.90%
14	400	2018/1/5	2018/3/5	1.9	4.32%
15	300	2018/1/10	2018/3/12	2.0	4.27%
16	300	2018/3/30	2018/5/7	1.2	4.16%
17	300	2018/3/28	2018/5/2	1.1	4.39%
18	300	2018/4/26	2018/6/5	1.3	4.09%
19	1000	2018/4/4	2018/5/14	1.3	4.34%
20	300	2018/5/3	2018/6/19	1.5	3.66%
21	300	2018/5/16	2018/7/16	2.0	4.68%
22	300	2018/5/9	2018/6/12	1.1	4.93%
23	400	2018/5/16	2018/6/25	1.3	4.19%
24	300	2018/6/20	2018/7/30	1.3	4.49%
25	300	2018/6/6	2018/7/11	1.1	4.34%
26	300	2018/6/13	2018/7/18	1.1	4.47%
27	300	2018/7/13	2018/8/20	1.2	4.45%
28	300	2018/7/20	2018/8/29	1.3	4.24%
29	300	2018/7/18	2018/8/17	1.0	3.85%
30	300	2018/7/31	2018/9/5	1.2	4.11%
31	600	2018/8/21	2018/9/25	1.1	3.95%
32	300	2018/9/6	2018/10/12	1.2	3.92%
33	500	2018/9/29	2018/10/30	1.0	4.24%
34	40	2018/10/12	2018/10/19	0.2	2.96%
35	600	2018/10/18	2018/11/19	1.0	4.04%
36	277	2018/10/24	2018/11/26	1.1	4.00%
37	210	2018/11/22	2018/12/28	1.2	3.92%
38	300	2018/11/2	2018/12/10	1.2	3.92%
39	400	2018/11/23	2018/12/28	1.1	3.90%
40	300	2018/11/21	2018/12/27	1.2	3.92%
合计	14227				

资料来源：公司公告、招商证券

表 15: 公司理财情况相关公告

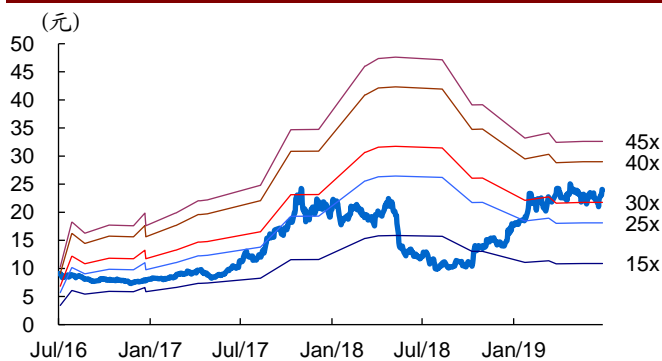
时间	公告或议案	资金类型	金额	理财期限
2017 年 1 月 5 日	关于 2017 年度使用自有资金进行委托理财的公告	自有资金	不超过人民币 30 亿元, 上述额度内资金可循环投资、滚动使用	短期(不超过一年)
2018 年 1 月 20 日	关于 2018 年度使用自有资金进行委托理财的公告	自有资金	不超过人民币 30 亿元, 上述额度内资金可循环投资、滚动使用	不超过一年
2018 年 12 月 29 日	关于 2019 年度使用自有资金进行委托理财的公告	自有资金	不超过人民币 30 亿元, 上述额度内资金可循环投资、滚动使用	不超过一年
2015 年 7 月 3 日	《关于对部分暂时闲置募集资金进行现金管理的议案》	募集资金	不超过人民币 13 亿元	
2016 年 7 月 11 日	《关于使用暂时闲置的募集资金进行现金管理的议案》	募集资金	不超过人民币 4 亿元	
2017 年 7 月 11 日	《关于使用暂时闲置的募集资金进行现金管理的议案》	募集资金	不超过人民币 2.2 亿元	
2017 年 9 月 11 日	《关于使用暂时闲置的募集资金进行现金管理的议案》	募集资金	不超过人民币 1 亿元	
2013 年 1 月 18 日	《关于使用暂时闲置募集资金 3 亿元购买低风险银行理财产品	募集资金	3 亿元	

资料来源：公司公告、招商证券

风险提示

- 1、海外需求不达预期。公司组件销售目前主要为海外市场，如果海外需求不及预期，可能会对公司组件业务的销售带来影响。
- 2、公司目前组件占收入的比重已经达到 60%，组件业务不同于公司起家的硅片业务，对渠道、订单排产等管理有不同的要求，如果管理水平提升不及预期，可能对公司的效率带来一定影响。
- 3、美国 337 调查影响公司电池业务发展。4 月 4 日，ITC 发布公告称，决定对中国部分企业（包括公司在内）的光伏电池片及其下游产品发起“337 调查”。本次“337 调查”，起因是韩华新能源向 ITC 提交了专利侵权投诉，韩华称公司、晶科能源和 Rec Group 侵犯了其专利钝化技术。如果最终调查认定公司侵犯了韩华的专利，则可能对公司电池片业务的发展带来不利影响。

图 3: 隆基股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4: 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	18927	22901	32945	43055	55647
现金	8546	7708	13047	17059	22307
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2206	4091	5699	7424	9498
应收款项	3926	4363	6003	7820	10005
其它应收款	295	695	968	1261	1613
存货	2380	4283	4833	6361	8206
其他	1574	1762	2395	3131	4017
非流动资产	13956	16758	19005	21406	22912
长期股权投资	515	733	61	61	61
固定资产	10804	13260	15775	18361	20011
无形资产	213	226	204	183	165
其他	2425	2539	2966	2801	2675
资产总计	32884	39659	51950	64461	78558
流动负债	12340	14878	16244	20933	26400
短期借款	1612	688	1066	1396	1797
应付账款	3548	3786	4902	6452	8324
预收账款	772	962	1246	1640	2116
其他	6408	9443	9031	11445	14164
长期负债	6299	7956	10068	11969	13489
长期借款	1656	2659	4771	6672	8192
其他	4644	5297	5297	5297	5297
负债合计	18640	22834	26312	32902	39890
股本	1994	2791	3624	3624	3624
资本公积金	5333	5223	8217	8217	8217
留存收益	6868	8438	13154	18853	25776
少数股东权益	49	373	642	865	1052
归属于母公司所有者权益	14195	16452	24995	30694	37617
负债及权益合计	32884	39659	51950	64461	78558

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1242	1173	3399	5531	6508
净利润	3565	2558	4936	6124	7449
折旧摊销	730	1202	1415	1500	1632
财务费用	326	371	238	299	377
投资收益	(582)	(794)	(630)	(675)	(700)
营运资金变动	(2626)	(2876)	(2681)	(1988)	(2577)
其它	(170)	713	120	271	326
投资活动现金流	(3774)	(3169)	(3412)	(3701)	(2978)
资本支出	(3945)	(3824)	(4337)	(3903)	(3139)
其他投资	171	655	925	202	162
筹资活动现金流	4759	267	5352	2182	1717
借款变动	1339	(1244)	1353	2231	1922
普通股增加	(3)	797	833	0	0
资本公积增加	111	(111)	2995	0	0
股利分配	(133)	(307)	(220)	(425)	(527)
其他	3445	1132	392	376	322
现金净增加额	2227	(1728)	5339	4012	5248

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	16362	21988	30631	39902	51052
营业成本	11082	17096	22136	29135	37589
营业税金及附加	152	117	163	213	272
营业费用	664	1017	1417	1846	2362
管理费用	664	825	1195	1556	1991
财务费用	198	267	238	299	377
资产减值损失	207	728	423	453	534
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	601	794	630	675	700
营业利润	3996	2869	5688	7075	8626
营业外收入	47	8	8	8	8
营业外支出	25	10	10	10	10
利润总额	4018	2867	5686	7073	8624
所得税	468	301	733	928	1150
净利润	3549	2567	4953	6145	7474
少数股东损益	(15)	9	17	21	25
归属于母公司净利润	3565	2558	4936	6124	7449
EPS (元)	1.79	0.92	1.36	1.69	2.06

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	42%	34%	39%	30%	28%
营业利润	126%	-28%	98%	24%	22%
净利润	130%	-28%	93%	24%	22%
获利能力					
毛利率	32.3%	22.2%	27.7%	27.0%	26.4%
净利率	21.8%	11.6%	16.1%	15.3%	14.6%
ROE	25.1%	15.5%	19.7%	20.0%	19.8%
ROIC	20.0%	12.6%	16.1%	15.9%	15.8%
偿债能力					
资产负债率	56.7%	57.6%	50.6%	51.0%	50.8%
净负债比率	11.6%	11.3%	11.2%	12.5%	12.7%
流动比率	1.5	1.5	2.0	2.1	2.1
速动比率	1.3	1.3	1.7	1.8	1.8
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	6.2	5.1	4.9	5.2	5.2
应收帐款周转率	5.3	5.3	5.9	5.8	5.7
应付帐款周转率	4.0	4.7	5.1	5.1	5.1
每股资料 (元)					
每股收益	1.79	0.92	1.36	1.69	2.06
每股经营现金	0.62	0.42	0.94	1.53	1.80
每股净资产	7.12	5.89	6.90	8.47	10.38
每股股利	0.15	0.08	0.12	0.15	0.18
估值比率					
PE	13.4	26.2	17.6	14.2	11.7
PB	3.4	4.1	3.5	2.8	2.3
EV/EBITDA	16.8	19.4	11.1	9.2	7.7

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中游。

普绍增：上海财经大学本硕，2017 年加入招商证券，主要研究光伏、工控自动化产业。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究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。