

市场价格 (人民币): 9.62 元  
目标价格 (人民币): 11.30-12.40 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,980.09
总市值(百万元)	21,350.17
年内股价最高最低(元)	11.92/5.98
沪深 300 指数	3234.18
上证指数	3004.28



## 三元锂电龙头，能源互联网全产业链布局

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.185	0.213	0.320	0.439	0.551
每股净资产(元)	3.15	2.00	2.26	2.65	3.17
每股经营性现金流(元)	0.68	0.66	0.50	0.62	0.73
市盈率(倍)	47.79	44.78	30.07	21.91	17.45
行业优化市盈率(倍)	350.62	261.29	150.48	150.48	150.48
净利润增长率(%)	-39.68%	131.11%	68.12%	37.24%	25.54%
净资产收益率(%)	5.87%	10.15%	15.11%	17.65%	18.53%
总股本(百万股)	990.04	1,980.09	2,219.35	2,219.35	2,219.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 公司是我国电缆行业龙头，近两年通过拓展电子商务以及核电电缆等新产品，获得持续增长；并购远东福斯特、艾能电力、水木源华、宜能电气等，形成了能源互联网全产业链布局，且并购标的质地优良，利润显著增厚。
- **18650 三元锂电龙头，占业绩贡献 30%**：按照我们的测算，远东福斯特 2016 年净利润将达到 2-2.5 亿元，占公司净利润比重达 30% 以上。未来，福斯特产能持续扩张并积极布局储能，有望保持 50% 以上复合增速。
- **材料交易中心期货业务有望超预期**：公司积极拓展以“一网双平台”为核心的线上电子商务业务，买卖宝 2016 年取得 100% 增长，预期净利润达到 7500 万元。7 月 13 日，材料交易中心拿到开业批文，未来将大力拓展期货业务，交易量将达到万亿级别，有望于 2017 年显著贡献利润增量。
- **能源互联网全产业链布局，协同效应显著**：近两年，通过并购艾能电力（电力专业设计甲级，发电）、水木源华（配电）、宜能电气（售电）等，公司已形成“规划设计-产品供应-施工安装-运维监测-能效管理-总包服务”全产业链布局，未来将作为综合能源服务商，分享电改和能源互联网的蓝海市场。
- **电缆龙头地位稳固，不断拓展新产品**：近两年随着反腐的推进，龙头公司有所受益；特高压、配网改造的推进，为行业带来增量；公司持续优化工艺流程等，净利润率有所提升；不断提升高毛利产品比例，安徽电缆子公司是国内核电电缆龙头，唯一通过“华龙一号严酷环境”下产品鉴定的企业。
- **并购常态化，外延发展可期**：公司已将外延式发展作为公司成长壮大的主要策略之一，未来将实现并购常态化。从 2016 年预期净利润构成来看，近两年并购的企业已占到利润贡献的 50%。

### 估值

- 我们预计未来几年，福斯特有望保持复合 50% 的增速，参考可比公司估值水平，给予福斯特 2016 年 50x PE，对应 100 亿市值。
- 考虑公司能源互联网领域全产业链覆盖，未来将产生显著协同效应；艾能电力、水木源华等少数股权收购；买卖宝高速增长；材料交易中心期货业务有望超预期等，给予 2016 年 30x-35x PE，对应 150-175 亿市值。
- 综上，给予公司短期目标价 11.3-12.4 元（扣除少数股东损益）。

### 风险

- 新能源汽车行业增速低于预期；市场竞争加剧超预期。

苏广宁 分析师 SAC 执业编号: S1130516080001  
(8621)61620766  
suguangning@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
(8621)60230214  
yaoy@gjzq.com.cn

## 内容目录

全产业链布局开启“智慧”能源.....	4
线下打造能源互联网，线上打造垂直电商平台 .....	4
并购推动下的业绩高速增长 .....	6
利润来源不断多元化，电缆利润贡献将降至 50%以下 .....	8
远东福斯特：步步为营，18650 三元锂电真龙头.....	9
物流车爆发有望推动三元电池阶段性涨价.....	9
18650 三元锂电真龙头.....	12
逐步扩产、布局储能 .....	13
能源互联网：全产业链布局，期待协同效应 .....	14
发电：艾能电力——规划设计 + 总包施工.....	14
配售电：水木源华、宜能电气—— 设备提供 + 运营维护 .....	15
一网双平台：材料交易中心有望超预期 .....	16
盈利预测与估值.....	19
盈利预测.....	19
估值.....	19

## 图表目录

图表 1：公司内生+外延覆盖全产业链.....	4
图表 2：公司产业布局 .....	4
图表 3：四大业务板块 .....	5
图表 4：全产业链覆盖 .....	5
图表 5：近 5 年扣非净利润 .....	6
图表 6：2015 年度公司主要对外投资情况.....	7
图表 7：未来并购方向 .....	7
图表 8：2015 年重要控股子公司情况 .....	8
图表 9：铜价走势图（美元/吨） .....	8
图表 10：铝价走势图（美元/吨） .....	8
图表 11：配网投资主要内容.....	9
图表 12：近五年新能源汽车产量增长趋势 .....	10
图表 13：2015 年我国新能源车生产结构.....	10
图表 14：电动物流车全寿命成本灵敏度分析 .....	11
图表 15：微面运营经济性对比.....	11
图表 16：2015 年不同材料电池出货量 .....	11
图表 17：2015 年纯电动车不同材料电池产量分布 .....	11
图表 18：三元锂电池性能更优 .....	12
图表 19：近五年新能源汽车三元电池占有率增长趋势.....	12
图表 20：2014 年国内锂电池销售收入排名.....	12

图表 21: 2015 年主要纯电动物流车厂家市占率.....	13
图表 22: 远东福斯特近两年产能规划 (日产能) .....	14
图表 23: 工程设计专业甲级资质证书 .....	15
图表 24: 艾能电力业绩承诺 (万元) .....	15
图表 25: 2016 年国网配电自动化终端中标情况.....	16
图表 26: 水木源华业绩承诺.....	16
图表 27: 宜能电气业绩承诺.....	16
图表 28: 三大核心电商平台商业模式 .....	17
图表 29: 买卖宝 .....	18
图表 30: 远东材料交易中心.....	18
图表 31: 2016 年净利润分业务预测 (万元) .....	19
图表 32: 公司历史估值水平.....	20

## 全产业链布局开启“智慧”能源

### 线下打造能源互联网，线上打造垂直电商平台

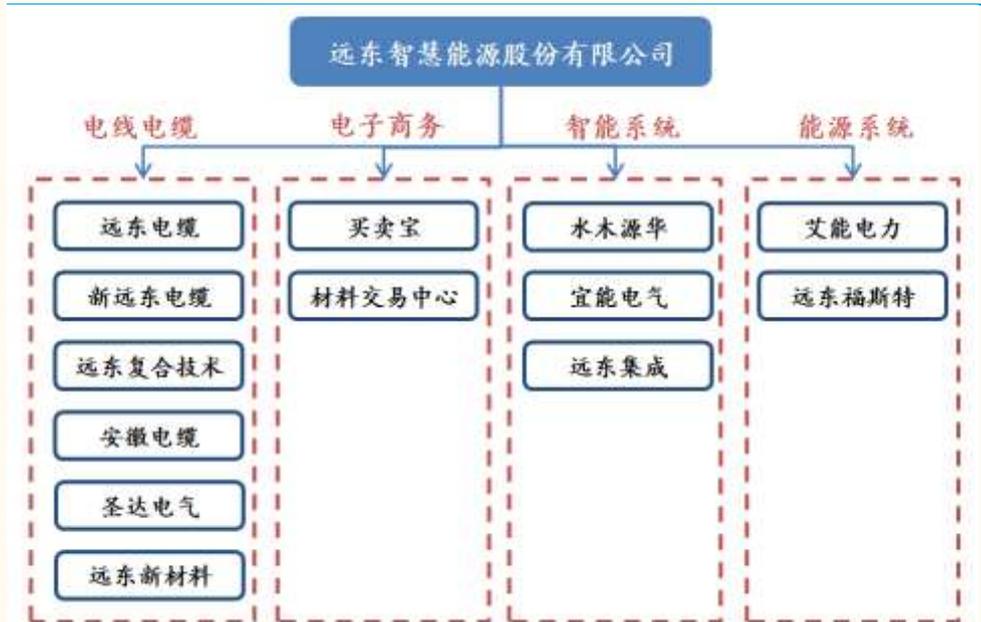
- 公司成立于 1990 年，以电线电缆业务起家，连续 19 年稳居电线电缆行业龙头。2010 年起，公司开始积极寻求战略转型，定位于“智慧能源、智慧城市系统服务商”，践行“以全球电工电气垂直电商、供应链金融为核心的互联网+”。
- 截止目前，公司旗下主要有 13 家控股参股子公司，涵盖了**电线电缆**（远东电缆、新远东电缆、远东复合技术、安徽电缆、圣达电气、远东新材料）、**电子商务**（买卖宝、交易中心）、**能源系统**（艾能电力、远东福斯特、远东集成）、**智能系统**（水木源华、宜能电气）四大业务板块。

图表 1：公司内生+外延覆盖全产业链



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 2：公司产业布局



来源：国金证券研究所

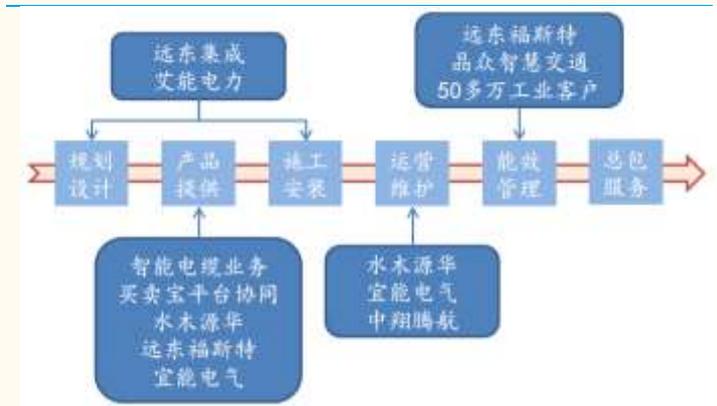
- 公司围绕能源互联网的“电源、储能、输电、配电、售电、终端用户能效管理、节能云平台”领域，提供从“规划设计-产品供应-施工安装-运维监测-能效管理-总包服务”的全产业链服务，以及借助互联网技术与互联网平台——“电缆网、买卖宝、交易中心”，深度整合互联网与电工电气传统行业。公司目前主要有四大主营业务模块。
  - **电线电缆业务：**电线电缆业务是公司的传统主营业务，拥有二十多年电线电缆研发、生产和销售的行业积淀，是国内智能线缆品种最全、销量最大的供应商，多年来致力于智慧能源产品的研发生产，产品涵盖各类智能电线电缆的研发、生产制造与销售，特种电缆的研发与应用以及新材料的研发与应用等。公司在智能电线电缆方面目前重点拓展智能楼宇、工厂电缆，核级电缆及光伏电缆的制造和销售。今年1月份，公司通过设立子公司远东新材料拓展新材料的研发和应用。目前我国电线电缆行业总体产能过剩，准入门槛较低，价格竞争激烈，市场比较分散，行业正在进入整合阶段。
  - **电子商务业务：**公司自2010年筹划线上布局，设立子公司远东买卖宝建立“一网两平台”电子商务体系（电缆网、买卖宝、材料交易中心），提供电工电气资讯、交易服务、信息增值服务等，并通过供应链金融、资金沉淀、广告收入、会员费用、差价模式等方式实现盈利。2015年，公司在电商、供应链金融、能源互联网等领域的布局加速落地；牵手快钱，布局第三方支付体系；入股随时融，打造供应链金融平台。公司未来将依托买卖宝及交易中心，致力于打造专业的电线电缆和电工电气电商平台以及大宗材料电子交易平台，实现线下+线上O2O的模式。
  - **智能系统业务：**公司智能系统业务包括主变设备在线监测、智能评估、检修以及分布式发电/储能与微电网接入协调系统。2015年公司通过收购宜能电气60%股权，进入成套电力设备领域，加强配电网布局；子公司水木源华拥有十多年智能输配电故障检测产品的开发、推广和挂网运行经验，是国内配电自动化领先企业。
  - **能源系统业务：**能源业务包括能源供应、运维，合同能源管理以及能源大数据。2015年公司通过收购远东福斯特新能源，切入新能源汽车产业链，远东福斯特主营新能源汽车动力电池、3C电池等产品，是国内产销规模最大的18650锂离子电池生产企业，规模仅次于韩国三星和日本松下，全球排名第三。艾能电力拥有电力行业（送电工程、变电工程）专业甲级和电力行业乙级资质，在天然气分布式发电、光伏与光热发电、生物质与垃圾发电、风力发电等领域均具有较强的技术力量和竞争力。
- 公司实际控制人和最终控制人是蒋锡培先生。2016年7月7日配套融资后，总股本由原来的1,980,086.736股增加至2,219,352,746股，远东控股集团持股比例下降至67.14%，蒋锡培持有集团48.32%股权。

图表3：四大业务板块



来源：公司年报、国金证券研究所

图表4：全产业链覆盖

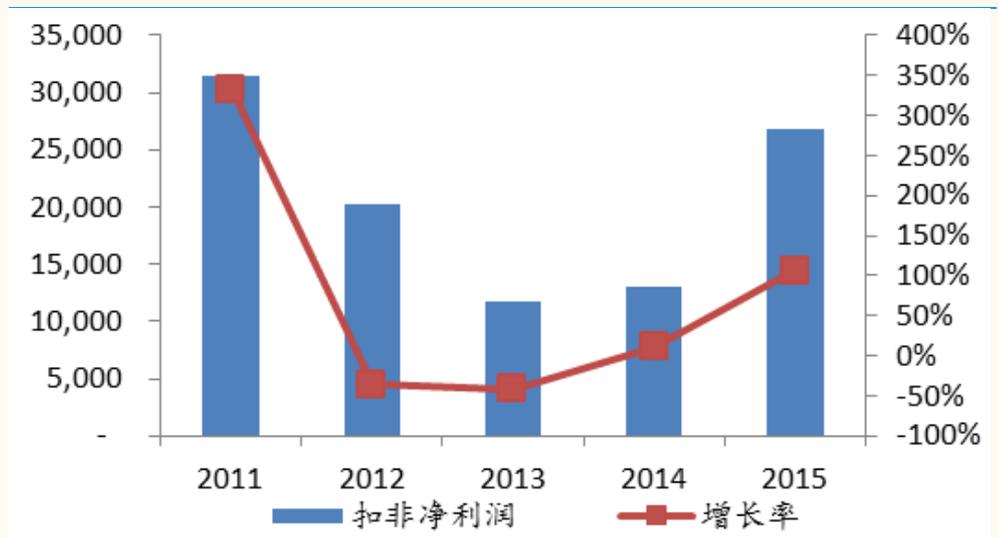


来源：公司年报、国金证券研究所

### 并购推动下的业绩高速增长

- 公司 2015 年实现营业收入 117.11 亿元，同比增加 3.16%；实现净利润 4.51 亿元，同比增加 126.39%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.22 亿元，与相比增长 131.11%；实现扣非净利润 2.68 亿元，同比增长 106.26%。
- 2015 年公司剥离医药产业，整合资源，聚焦主业，集中优势资源发展“智慧能源、智慧城市系统服务商”。转让了上海宝来、三普有限和省医药 100% 股权，实现投资收益约 1.34 亿。
- 2014 年公司收购的水木源华和艾能电力全面并表，构成 2015 年业绩主要增量；此外，2015 年下半年收购远东福斯特 - 当年实现净利润 1.14 亿元，同比增长 154.28%，当期并表利润 2,215 万元。
- 远东福斯特 2015 年实现营收 10.76 亿元，同比增长 31.41%，当期仅并表营收 1.54 亿元。如果备考全资子公司远东福斯特 2015 年全年业绩，2015 年收入 126.33 亿，净利润 5.43 亿元，扣非净利润 3.60 亿元。

图表 5：近 5 年扣非净利润



来源：国金证券研究所

- 未来，并购将成为公司常态化的经营策略，持续补齐产业链上的元素。公司目标将智慧能源打造成 ABB、西门子、施耐德级别的公司。目前，公司正不断磨合各个参控股公司的协同性。
- 2014 年，公司收购具备电力行业（送电工程、变电工程）专业甲级和电力行业乙级设计资质的电力工程公司——艾能电力，介入分布式发电端，并从 2015 年开始重点发展 EPC 业务，转型“清洁能源与智能电网总体解决方案服务商”，进入售电领域；收购了具备故障检测、数据分析等一二次设备集成能力的高新技术企业——水木源华，介入配电网端，提供成套配电设备及运维监测服务
- 2015 年，公司在电商、供应链金融、能源互联网等领域的布局加速落地：收购福斯特新能源，切入新能源汽车产业链，积极进军储能业务；收购宜能电气，进入成套电力设备领域，加强配电网端布局；投资晶众智慧交通，卡位智慧城市、智慧交通数据流量入口，建立交通云平台，掌握交通用户数据；入股随时融，打造供应链金融平台；牵手快钱，布局第三方支付体系；投资中翔腾航无人机业务，加强公司在运维监测、终端能效管控环节的业务布局，一系列举措完善能源互联网产业布局。

- 2014 年，公司成立系统集成部，协调各个公司能源端到端项目，2015 年底将该部门升级为法人，成为独立执行主体。同时公司加强了对于收并购企业的管理措施：1、签订法律协议要求核心团队、创始人团队待满 8 年；2、公司派董事长、CFO 到子公司进行上下协调；3、股权激励：一方面是上市公司层面股权激励；另一方面，本身子公司的股权激励，有望将子公司挂牌新三板（安徽电缆、水木、艾能、买卖宝），另外远东福斯特也可能独立上市；4、由于各个子公司间有重叠客户，公司将通过加强客户端的维护，为客户提供全面的能源解决方案。

图表 6：2015 年度公司主要对外投资情况

被投资单位	主要业务	投资额 (万元)	持股比例 (%)
远东福斯特	锂离子电池、锂离子动力电池 (组)、锂离子储能电池 (组)、新型电池、电芯、电池材料、电动车辆、电动自行车、环卫专用设备、驱动控制技术产品的研发、设计、制造、加工、销售及相关服务等。	120,000	100
宜能电气	输配电及控制设备、新型电气开关元件、智能电力仪表的生产、设计、研发；电力器材的销售。	5,112	60
晶众智慧交通	技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务、技术培训、技术推广；计算机系统服务；基础软件服务；应用软件服务；计算机系统集成；销售自行开发后的产品；数据处理；企业策划；企业管理咨询；投资咨询；会议服务；市场调查；承办展览展示活动；经济贸易咨询（不含中介）；组织文化艺术交流活动（不含营业性演出）；专业承包；工程勘察设计。	1,800	12
随时融	技术开发、技术转让、技术推广；计算机技术培训；计算机系统服务；数据处理（数据处理中的银行卡中心、PUE 值在 1.5 以上的云计算数据中心除外）；基础软件服务；应用软件服务；软件咨询；软件开发；销售计算机、软件及辅助设备、通讯设备、电子产品；经济贸易咨询；投资咨询；投资管理。	1,000	20
中翔腾航	航空与航天技术、机械与电子技术、信息与遥感技术的研发、技术服务、技术推广、技术转让、技术咨询；计算机系统集成；航空产品、遥感产品、电子产品、机械设备生产、销售服务。	875	12.50
爱普高分子	高分子材料（除危险化学品）、电缆用绝缘橡塑材料的技术研发、加工制造及销售。	900	41.86

来源：公司年报、国金证券研究所

- 在国内并购方向上，线上主要加强收购电工电气各细分平台，比如智能开关互联网平台等。线下主要收购终端能效管控、运维侧方向的轻资产类公司；同时收购售电公司，抢占售电市场，重点覆盖江苏浙江的电力三产公司，现在已完成 1 家公司的收购（宜能电气）。
- 海外方面，主要收购能源网技术应用类轻资产型公司，如早期实验室项目等，以欧美为主；在能源网细分领域已经有跨国运营的重资产公司。
- 按照公司发展规划，到 2020 年目标实现营收 1000 亿，净利润 50 亿，其中一半来自于并购。

图表 7：未来并购方向

收购方向	
国内	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 线上电工电气细分平台</li> <li>• 终端能效管控、运维侧轻资产公司</li> <li>• 售电公司</li> </ul>
国外	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 能源网技术应用类轻资产公司</li> <li>• 能源网细分领域实现跨国运营的重资产公司</li> </ul>

来源：国金证券研究所

利润来源不断多元化，电缆利润贡献将降至 50% 以下

- 随着 2014 年并入水木源华、艾能电力，2015 年并入福斯特，我们预期公司 2016 年电缆业务利润贡献将首次降至 50% 以下，公司业务呈现多元化健康发展态势。
- 从报表上看，公司 2015 年线缆业务净利润贡献为总净利润的 71%，如果备考计入福斯特全年业绩，利润占比已降至 58%

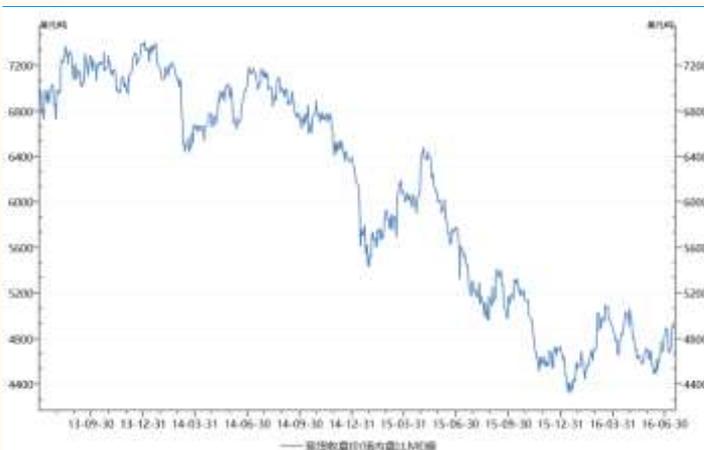
图表 8：2015 年重要控股子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	资产总额	净资产	主营业务收入	净利润
远东电缆	55,639.37	100%	线缆	611,836.52	88,148.74	962,397.46	6,669.72
新远东电缆	87,108.80	100%	线缆	320,426.67	123,575.52	537,966.87	7,992.51
复合技术	61,941.71	100%	线缆	197,969.68	88,594.25	70,353.60	8,704.26
买卖宝	10,800.00	100%	电子商务	47,322.80	15,025.83	291,087.22	3,824.98
安徽电缆	20,300.00	65%	线缆	79,124.84	13,620.11	59,188.61	-15.92
圣达电气	7,000.00	75%	线缆	22,181.75	6,950.74	45,831.50	423.37
水木源华	6,000.00	70%	智能电网产品	25,943.13	20,067.21	15,282.35	5,263.22
艾能电力	5,000.00	70%	工程设计、能源管理	43,573.26	15,846.37	36,424.93	3,582.01
宜能电气	5,100.00	60%	智能电网产品	15,357.31	6,187.89	1,329.13	-49.07
远东福斯特	5,000.00	100%	储能设备	148,011.84	29,481.38	15,411.73	2,215.61

来源：公司年报、国金证券研究所

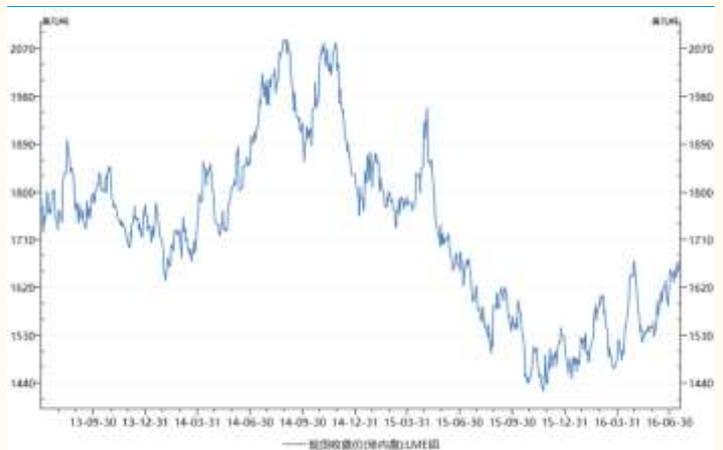
- 2016 年原材料方面，铜、铝价格均呈现低位大幅震荡态势，我们预期全年毛利率与 2015 年持平。

图表 9：铜价走势图（美元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：铝价走势图（美元/吨）

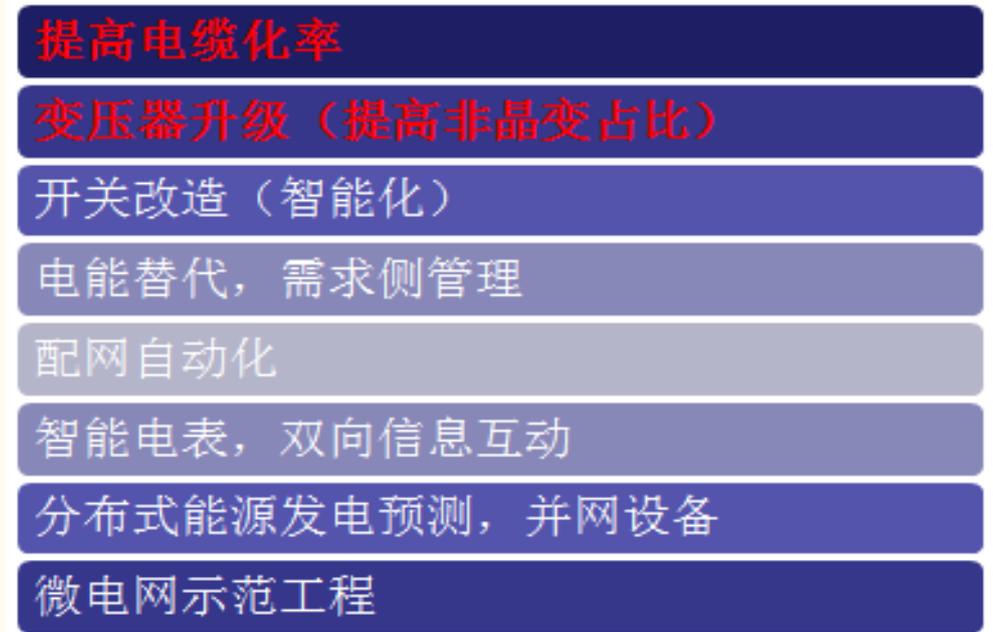


来源：Wind，国金证券研究所

- 具体在电缆领域，公司逐步转变经营思路，以净利润为核 心，提升毛利率较高订单所占比例，逐渐降低毛利率较低的传统电线电缆业务比重，子公司安徽电缆的核电电缆产品是亮点。同时，优化工艺流程，降低费用率。
- 线缆业务内部，受行业影响，我们预计油气、风电电缆业绩有一定下滑，公司在维持电网线缆业务稳定发展的基础上，开始重点发展毛利相对较高的智能楼宇、工厂电缆以及核级电缆等业务。
- 安徽电缆核电电缆约占据市场 30% 份额，与中国核电工程有限公司联合研制的“华龙一号”严酷环境用电缆产品获得《国防科学技术成果鉴定证书》，实现了替代同类进口产品，核电关键技术的国产化。安徽电缆成为国内唯一一家通过“华龙一号严酷环境”下核电电缆鉴定的企业。

- 公司在 2015 年 8、9 月相继拿到巴基斯坦 K2、K3 项目；2016 年 3 月，公司与中国核电签订“华龙一号”核电项目，合同标的：福建福清核电厂 5、6 号机组 K3 类低压电力电缆、K3 类中压电缆、K1 类电缆，合同金额 13,775.79 万元。
- 安徽电缆 2015 年实现营业收入 5.92 亿，净利润-15.92 万元。随着国家对于核电产业招标的进一步加快，加之核电电缆毛利相对较高、附加值高等特点，2016 年将大概率实现扭亏为盈，成为公司电缆业务的最大亮点。
- 行业方面，配网大投资（十三五期间 1.7 万亿），将推动电缆化率的提升，贡献一定增量。

图表 11：配网投资主要内容



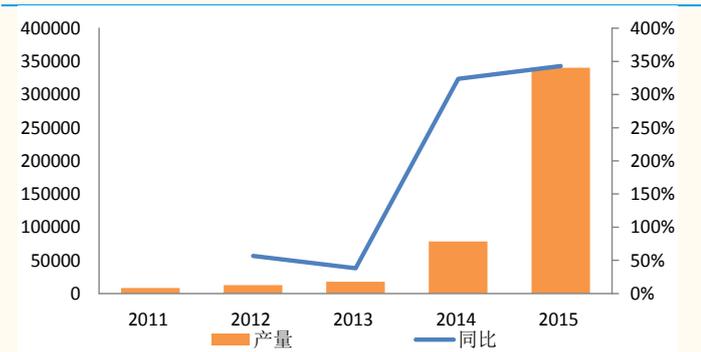
来源：国金证券研究所

## 远东福斯特：步步为营，18650 三元锂电真龙头

### 物流车爆发有望推动三元电池阶段性涨价

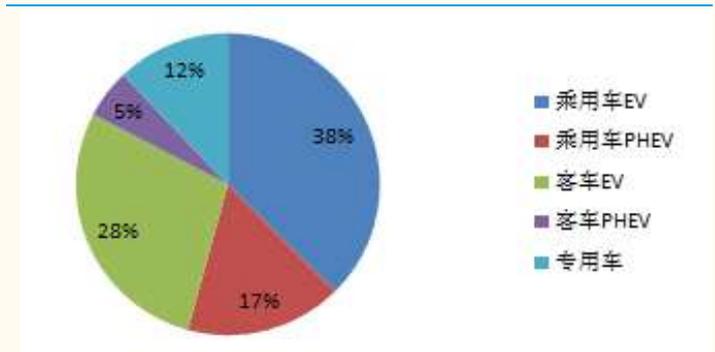
- 按照中汽协的统计，2016 年 1-6 月新能源汽车生产 17.7 万辆，销售 17.0 万辆，比上年同期分别增长 125.0%和 126.9%。其中纯电动汽车产销分别完成 13.4 万辆和 12.6 万辆，比上年同期分别增长 160.8%和 161.6%；插电式混合动力汽车产销分别完成 4.3 万辆和 4.4 万辆，比上年同期分别增长 57.1%和 64.2%。
- 2016 年 1-6 月的新能源乘用车总销量达 12 万辆，同比增长 135%。其中，纯电动车销售 8 万辆，同比增长 166%；插电混动销售 4 万辆，同比增长 91%。占比方面，两者基本维持 2:1 的比例。
- 2015 年客车占比 33%，其中 6-8 米中巴车占客车比重接近 60%，四季度销量占全年比重超过 77%。这主要源于 2015 年对 10 米以下客车补贴过度，甚至部分车型出现倒挂现象。随着查骗补的推进以及补贴政策预期的下调，我们预计全年客车销量将与去年持平，甚至略有下滑。
- 乘用车、物流车将接棒客车，成为增长的主要动力。其中乘用车的高速增长上半年已经显现，且在预期之内；今年余下最大的悬念就是物流车能爆发多少量。

图表 12: 近五年新能源汽车产量增长趋势



来源: 汽车工业协会, 国金证券研究所

图表 13: 2015 年我国新能源车生产结构



来源: 工信部、国金证券研究所

- 2015 年底, 中机中心给出对于新能源专用车、货车推荐车型的相关指标要求: 电池系统占整车质量不超过 25% 及吨百公里耗电量不超过 10kwh。受厂家技术调整以及查骗补等多重因素影响, 物流车尚未进入补贴目录, 2016 年上半年行业几乎处于停滞状态, 前五个月合计仅生产 2768 辆。在目前的时点, 物流车在余下几个月中爆发的程度, 将决定全年新能源车总销量。我们预计全年物流车销量有望达到 10-15 万辆, 新能源车总销量达到 55-60 万辆。
  - 物流车含义广泛, 对于区域物流 (干线/次干线) 仍以燃油车为主, 对于城市物流 (支线/末端) 是电动物流车的替代市场。支线主要指网店内配送 (超市、专卖店、冷链等), 末端主要指最后一公里 (社区、快递等)。需求主体包括邮政、第三方物流、电商自建物流、工厂等。
  - 目前国内物流车辆主要由轻/微卡、轻/微客、冷链车等, 2015 年物流车年产量达 290-320 万辆, 其中城市物流车年产量 220-250 万辆, 替代市场空间巨大。
- 客观上电动物流车用户属于价格敏感群体, 最终补贴力度及入围企业数量决定了短期内行业的爆发力。但是从长远看, 出于环境、汽车工业发展等多重因素考虑, 城市物流车电动化的趋势是必然的。
  - 政策推动: 国内一线城市对无照运营的电瓶车、摩托车、电动三轮车等监管趋严, 相反对电动物流车大力支持, 可以享受免摇号、核发专段号牌、尾号不限行、优先办理牌照、发放机动车环保合格标志、允许其全天候、全路段通行等优势。
  - 真实需求存在: 电动物流车非常适合城市内短距离、高频次的配送需求, 考虑低廉的充电成本, 全寿命具有一定经济效应。今年 1 月, 东风扬子江与湖北当代国盛签订 25000 台电动物流车订购合同; 4 月, 东风汽车和武汉货运企业斑马快跑签订了 6000 台纯电动物流车框架协议; 5 月 14 日, 河南一微新能源汽车销售服务有限公司分别与重庆瑞驰、陕西通家两家物流车企签署了共计 37000 辆新能源专用车战略合作协议; 5 月 24 日, 扬子江汽车集团与华英控股集团签订 10000 台多功能专用车订购合同; 6 月 2 日, 南京金龙与“首都净菜产业创新联盟”等单位签订了 8000 辆的纯电动物流车订单; 6 月 3 日, 成功汽车销售公司与山西 5 家快递公司签订共计 6300 辆电动物流车订单。
  - 客观条件允许: 物流企业 (尤其是网点间) 通常具有一定的场地资源, 可以建设充电桩。
- 从经济性上看, 目前补贴标准基本可以使电动物流车初始购置成本与燃油车相当, 从而在运营成本方面体现出全寿命周期优越性。但通过灵敏度分析可以看到, 当未来补贴下降时, 越大型的物流车经济性表现越差, 而在微面、微卡级别仍有不错表现。

图表 14: 电动物流车全寿命成本灵敏度分析

电动车/万元	车型	电池容量 (kWh)	补贴	补贴前售价	购置成本			年运营费	现值		
					1:1	1:0.8	1:0.5		1:1	1:0.8	1:0.5
国地补比例					1:1	1:0.8	1:0.5		1:1	1:0.8	1:0.5
微面	瑞驰 EK05	25.92	4.67	4.69	1.88	1.88	1.88	0.75	5.11	5.11	5.11
微卡	东风纯电厢式	34.56	6.22	24.50	12.06	13.30	15.17	1.10	16.83	18.07	19.94
轻卡	比亚迪 T5	85.00	15.30	51.00	20.40	23.46	28.05	2.38	30.69	33.75	38.34

来源: 国金证券研究所

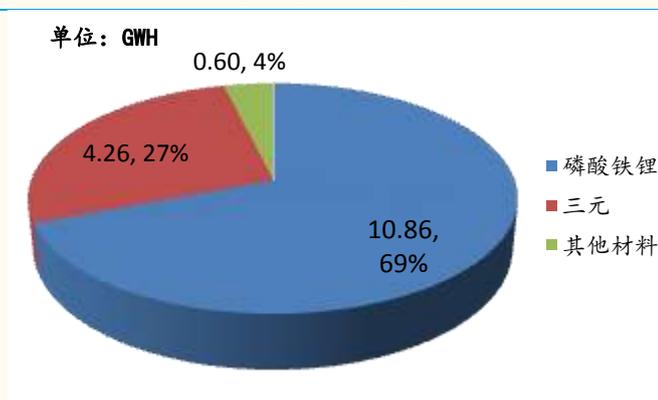
图表 15: 微面运营经济性对比

类型	北汽威旺/电动	五菱荣光/汽油
厂商指导价 (万元)	19.3	5.5
补贴后市场价 (万元)	5.1	5.5
标称载重量 (T)	0.8	0.8
电 (元/度) /油费单价 (元/升, 92 号)	1.2	5.7
100KM 电 (度) /油耗 (升)	23.3	7.9
100KM 电/油费 (元)	28.0	45.1
20 万 km 电/油费 (万元)	5.6	9.0
平均保养费 (1 万公里/次) (元)	150	300
20 万 km 保养费 (万元)	3.0	6.0

来源: 国金证券研究所

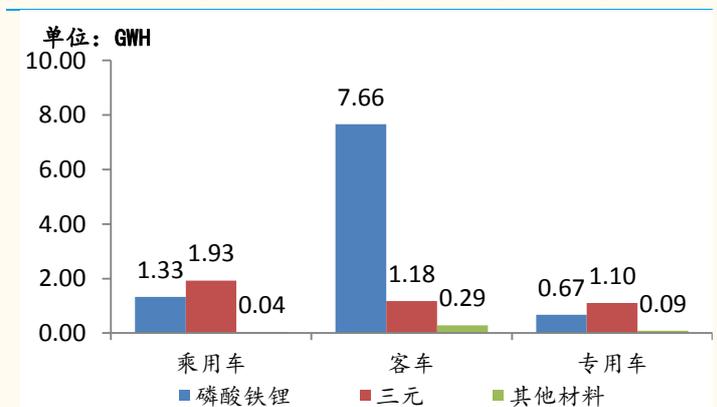
- 2016 年 6 月 22 日, 工信部公示《道路机动车辆生产企业及产品公告》(第 286 批), 共有 396 款新能源车型入选, 其中电动物流车 143 款 (专用车共 155 款)。物流车中 97 款车采用三元锂电池, 占比达到 68%。三元电池凭借其能量密度高的重要优势, 占据主流地位。
- 从新能源车车型看, 新能源客车主要以磷酸铁锂电池为主, 2015 年出货量 7.66GWh, 占纯电动客车电池量的 84%, 对应三元锂电池仅 1.18GWh, 占比 12.9% (2016 年三元暂停在客车领域使用);
- 乘用车领域和专用车领域, 三元锂电池渗透率逐渐提高, 成为该类车型采用的主流电池, 乘用车方面, 2015 年三元电池出货量达 1.93GWh, 对应磷酸铁锂电池出货量 1.33GWh; 专用车方面, 三元电池为与磷酸铁锂电池出货量分别为 1.10GWh 和 0.67GWh。未来, 乘用车及专用车领域三元电池的渗透率会进一步提升。
- 三元电池目前主要分为方壳、软包、圆柱三种。综合安全性、寿命、成本三方面考虑, 各具特色, 难以相互替代。其中 18650 型圆柱电池具有成本低、标准化、通用性高等特点, 适合大规模生产, 是高性价比的产品。

图表 16: 2015 年不同材料电池出货量



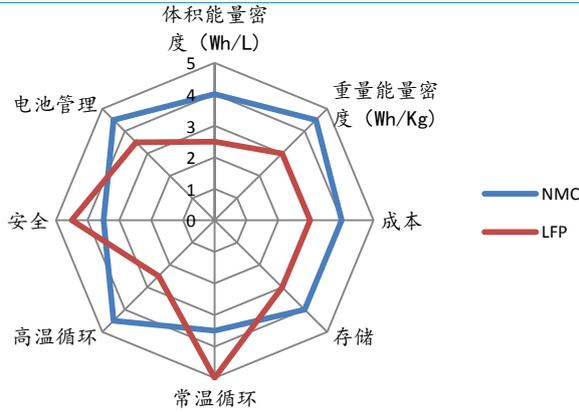
来源: 第一电动网、国金证券研究所

图表 17: 2015 年纯电动车不同材料电池产量分布



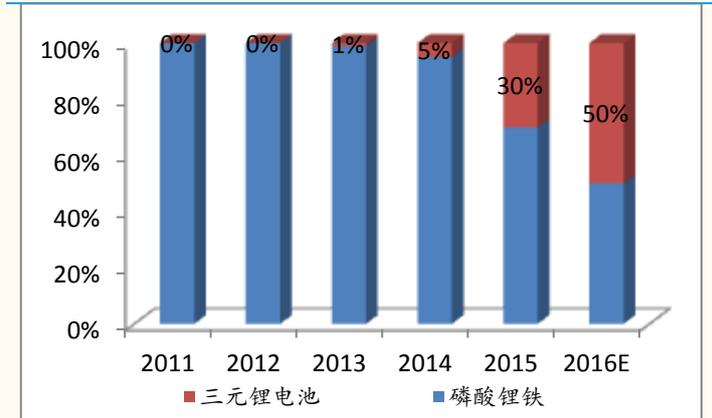
来源: 第一电动网、国金证券研究所

图表 18: 三元锂电池性能更优



来源: 国金证券研究所

图表 19: 近五年新能源汽车三元电池占有率增长趋势



来源: 国金证券研究所

- 一方面, 由于物流车等车型需求积压严重, 加上 2017 年补贴退坡等因素, 四季度三元锂电池需求必将迎来爆发; 另一方面, 多数企业产能释放要到 2017 年上半年才能达产, 因此 4 季度三元锂电池涨价是大概率事件, 并激发相关企业全年利润进一步超预期。

### 18650 三元锂电真龙头

- 远东福斯特, 是国内最大的 18650 锂离子电池生产商, 主要采用 NCM 体系, 未来定位于电动汽车和储能系统解决方案服务商。目前公司主要产品的日产能达 120 万只电芯, 规模仅次于韩国三星和日本松下, 全球排名第三。
  - 远东福斯特电芯选型为世界单一型号产销量最大、生产工艺、设备最成熟的 18650, 其正极材料选型为最适合目前新能源汽车发展需求的 NCM/NCA 体系, 电池系统设计以系统内任何一个单体电芯发生事故时系统内的熔断、隔热、散热、排放、缓冲、包覆等手段同时作用, 确保电池包/电池系统的整体安全; 电池成组工艺以模块生产自动化、可追溯化、生产过程管控信息化、智能化为基础, 系统集成以关键工序自动化、检测工位自动化和信息化为要求。
  - 远东福斯特已于今年 5 月通过新国标 GB/T 31484-2015《电动汽车用动力蓄电池循环寿命要求及试验方法》、GB/T 31485-2015《电动汽车用动力蓄电池安全要求及试验方法》、GB/T 31486-2015《电动汽车用动力蓄电池电性能要求及试验方法》检测认证, 取得检测报告。同时在今年 6 月成功入选工信部第四批《汽车动力蓄电池行业规范条件》企业目录 (31 家之一)。

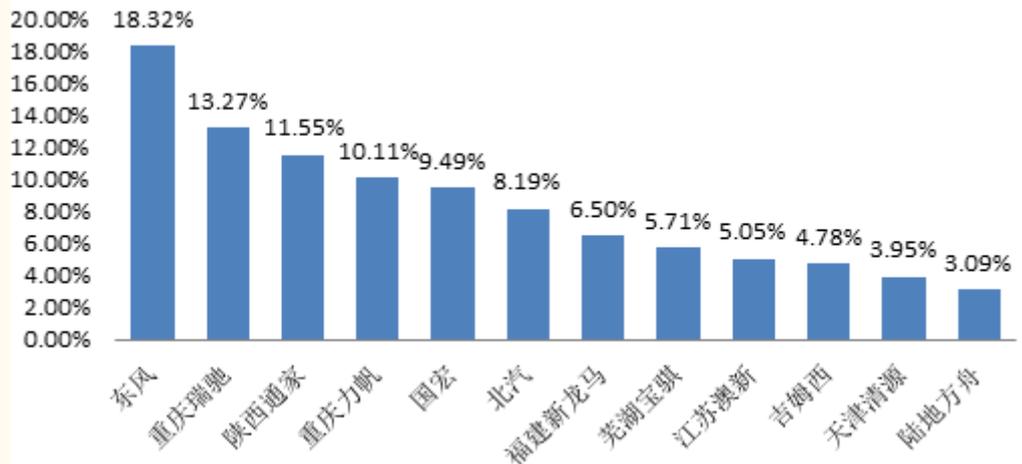
图表 20: 2014 年国内锂电池销售收入排名

序号	公司名称	销售收入 (万元)
1	新能源科技有限公司	761,309
2	比亚迪股份有限公司	459,247
3	天津力神电池股份有限公司	325,036
4	哈尔滨光宇集团股份有限公司	268,633
5	深圳市比克电池有限公司	163,701
6	合肥国轩高科动力能源股份公司	101,000
7	江西省远东福斯特新能源集团有限公司	96,186
8	时代新能源科技有限公司	89,059
9	宁波维科电池股份有限公司	83,260
10	深圳市卓能新能源科技有限公司	69,881

来源: 《2014 年中国电池产业发展分析》、国金证券研究所

- 远东福斯特 2015 年营业收入 10.76 亿元，同比增长 31.41%，净利润 1.14 亿元，同比增长 154.28%。业绩承诺：2015-2017 年度的净利润分别不低于 7,500 万元、9,500 万元、13,000 万元。
- 2015 年，公司动力电池产量 7,086 套，销量 6,702 套，主要客户为长沙众泰汽车工业有限公司、陕西通家汽车股份有限公司、赣州恒玖电气有限公司、山东凯马汽车制造有限公司、江铃汽车集团等。
- 从产品分布来看，2015 年 3C 电池占比 60%，动力电池占比 40%。未来公司将逐步提高动力电池比重，预计 2016 年将达到 60%以上，2017 年将达 80%。
- 按照我们的测算，公司 2016 年出货量在 3 万套左右，按平均每套 22kWh 计算，预计为 0.66 GWh - 0.88 GWh。物流车与乘用车比例在 4:6 左右，实现净利润 2 亿元以上，超过业绩承诺两倍。
- 乘用车市场，公司主要的客户为江铃与众泰，同时公司也是这两家公司的主力供应商。我们预计，江铃 E100A、E160、E200 三款车型今年供货有望达到 15000 套左右；众泰云 100S 今年预计供货 8500-10000 套。2016 年有望新增奇瑞、北汽、乐视、电咖等客户。
- 物流车市场，公司主要客户为陕汽通家、山东凯马、赣州玖发等。其中陕汽通家为国内物流车龙头，2015 年产量 4112 辆，市占率 11.5%，位居全国第三。此外，2016 年预计公司将持续扩大客户范围，有望给其他几家龙头车厂实现供货。

图表 21：2015 年主要纯电动物流车厂家市占率

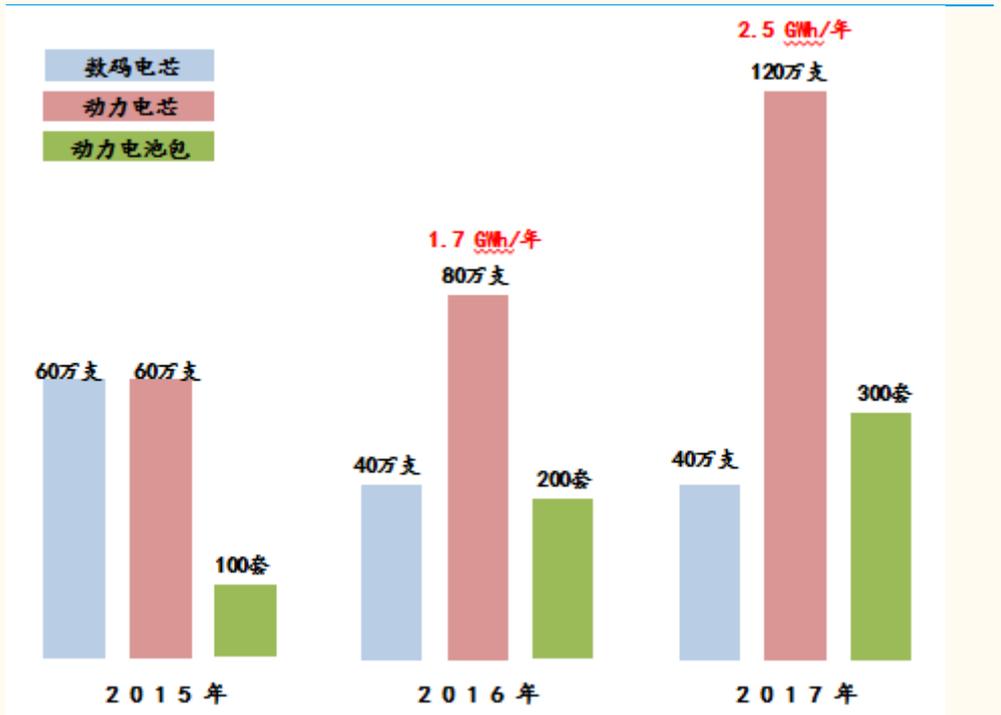


来源：国金证券研究所

### 逐步扩产、布局储能

- 远东福斯特于 2015 年完成第一条韩国锂电设备制造线投资，产能逐步释放，截止去年年底已实现 120 万支电芯/天的产能，其中动力 60 万支/天，年产能 1.3GWh。2016 年公司将部分 3C 产线改为动力电池，目前实现 80 万支/天的动力电池产能，年产能 1.7GWh。
- 今年 8 月引入第二条韩国线，产能逐步释放，预计 2017 年一季度末达产，动力产能达到 100 万支/天，实现 2.1GWh 产能。
- 公司计划在 2017 年上半年引入第三条韩国线，下半年达产后，动力电池产能将达到 120 万支/天，实现 2.5GWh 产能。
- PACK 方面，2015-2017 年末，公司日产能估算为 100, 200, 300 套/天，对应年产能约 3 万套，6 万套和 9 万套。

图表 22：远东福斯特近两年产能规划（日产能）



来源：国金证券研究所

- 目前远东福斯特正尝试介入底盘标准化项目以及公交线路运营，以电池云的方式通过 BMS 以及中央监控系统，卡位移动能源用户（新能源车）数据采集入口；未来几年，公司将往储能方向发展，成为其新的盈利增长点，同时将与动力电池业务形成协同效应。

### 能源互联网：全产业链布局，期待协同效应

#### 发电：艾能电力——规划设计 + 总包施工

- 2014 年 6 月，公司收购艾能电力 51% 股权，后增持至 70%。艾能电力拥有电力行业（送电工程、变电工程）专业甲级资质，在天然气分布式发电、光伏与光热发电、生物质与垃圾发电、风力发电等领域均具有较强的技术力量和竞争力。通过收购艾能电力，公司介入能源项目的规划设计以及 EPC 领域，布局发电侧。
  - 2015 年艾能电力负责的国际旅游度假区天然气分布式项目获得中国电力规划行业协会设计竞赛评比中新能源项目设计一等奖。
  - 2015 年 8 月，艾能电力与立明节能环保（江苏）有限公司签署了《榆阳生态农（牧）业及清洁能源生产一体化综合示范项目 30MWp 光伏项目联合体协议》，双方组成联合体共同承接榆阳生态农（牧）业及清洁能源生产一体化综合示范项目 30MWp 光伏发电项目的工程总承包。合同总价 2.56 亿元，建设期 3 个月。这是公司首次作为总承包商为客户提供系统性一揽子解决服务方案的标志性案例。
  - 2016 年 6 月，艾能电力中标府谷县砂盟电力有限公司的 EPC 工程总承包项目，合同总价 2.79 亿元。
  - 艾能电力是国内为数不多的为客户提供天然气分布式能源领域整体解决方案的专业公司。由于天然气发电其低碳环保、能源初级利用率高达 85% 以上等特点，燃气分布式发电未来将成为公司新的利润增长点。

图表 23: 工程设计专业甲级资质证书



来源: 艾能电力, 国金证券研究所

- 我们预期艾能电力 2016 年完成收入 12 亿元, 净利润 6000 万元左右, 其中工程与设计比例为 10:1 左右。

图表 24: 艾能电力业绩承诺 (万元)

年度	承诺净利润	调整后承诺净利润	实现净利润	盈利完成情况
2014 年	3,000.00	2,500.00	2,981.01	已完成
2015 年	3,600.00	3,000.00	3,668.09	已完成
2016 年	4,320.00	5,420.00	/	/

来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 配售电: 水木源华、宜能电气——设备提供 + 运营维护

- 2014 年 5 月, 公司收购水木源华 51% 股权, 后增持至 70%。水木源华致力于智能电网设备的研发、生产和销售, 拥有近 100 项国家专利, 是国内一流的智能电网设备提供商。通过收购具备故障检测、数据分析等一二次设备集成能力的水木源华, 公司介入能源项目智能运维领域, 完善配电网的布局, 提供成套配电设备及运维监测服务;
  - 按照我们的统计, 水木源华在 2016 年国网配电自动化终端招标中拿下 384 台 FTU, 排列全国 11。
  - 水木源华在 2014、2015 年都完成承诺净利润, 预计 2016 年也将顺利完成承诺净利润 6570 万元的目标, 并一定程度上超预期。

**图表 25: 2016 年国网配电自动化终端中标情况**

序号	中标人	FTU	DTU	总中标总数	总台数占比
1	国电南瑞 (含北京电研)	2721	3984	6705	21.54%
2	和信瑞通 (新三板)	3918	1511	5429	17.44%
3	南瑞继保	3100	520	3620	11.63%
4	上海思源弘瑞	1489	2087	3576	11.49%
6	东方电子	0	2729	2729	8.77%
7	山东鲁能	2113	172	2285	7.34%
8	长园集团	1496	765	2261	7.26%
9	四方股份	994	1131	2125	6.83%
10	特变电工南京智能电气	1691	0	1691	5.43%
11	<b>水木源华 (智慧能源)</b>	<b>384</b>	<b>0</b>	<b>384</b>	<b>1.23%</b>
12	上海紫通信息	175	0	175	0.56%
13	科陆电子	0	146	146	0.47%

来源: 国金证券研究所

**图表 26: 水木源华业绩承诺**

年度	承诺净利润	实现净利润	盈利完成情况
2014 年	4,560.00	4,583.97	已完成
2015 年	5,472.00	5,485.50	已完成
2016 年	6,570.00	/	/

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 2015 年 8 月, 公司收购江苏卡欧宜能电气有限公司 (简称“宜能电气”) 60% 股权。宜能电气主要从事配网端环网柜、配电柜等的研发、生产与销售, 专业生产各类高低压开关柜, 箱式变电站及变电站综合自动化装置等电器产品, 拥有 6 项国家专利, 21 种产品通过了国家强制性产品认证。2015-2017 年, 净利润承诺分别为 750 万元、1000 万元、1350 万元。
- 由于外部竞争激励, 业务拓展未达预期, 与上市公司及各子公司之间尚未充分整合等原因, 宜能电气 2015 年未能完成业绩承诺。
- 宜能电气主要管理人员来自电力公司三产, 未来宜能在公司战略布局中的任务主要是为售电侧用户的拓展打下基础。

**图表 27: 宜能电气业绩承诺**

年度	承诺净利润	实现净利润	盈利完成情况
2015 年	750.00	-396.19	未完成
2016 年	1,000.00	/	/
2017 年	1,350.00	/	/

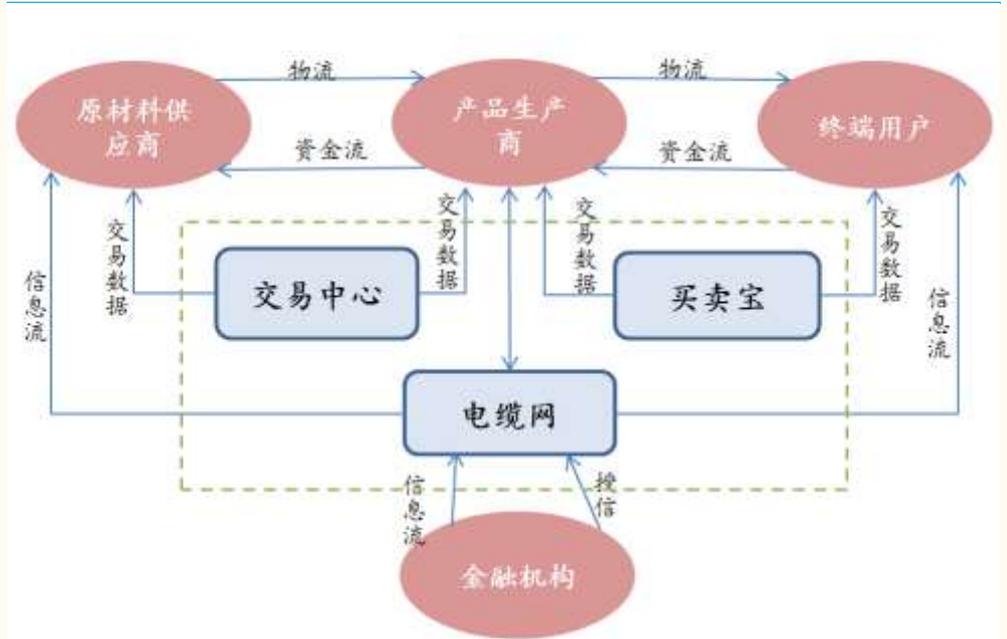
来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 一网双平台: 材料交易中心有望超预期

- 公司现在已经建立了电缆网、买卖宝、材料交易中心三大核心电子商务交易平台:
  - **电缆网**是电线电缆门户网站, 重点打造电线电缆行业全产业链间上下游业务, 兼顾电工电气行业业务。为客户提供及时、全面、前沿、专业的行业资讯和全方位的网络增值服务, 为客户、为行业、为社会创造价值。

- **买卖宝**是以 B2B/B2C 交易模式为主的电工电气电子商务交易平台，主要面向为电工电气企业提供库存产品的销售和调剂，致力于为电工电气企业、经销商以及终端客户提供从采购、销售、支付、物流、质检、售后和金融服务等一站式解决方案。
- **材料交易中心**立足电工电气行业，以点带面发展大宗商品交易场所，为客户单位提供最佳的大宗商品交易、交收、结算、融资等服务。

图表 28：三大核心电商平台商业模式



来源：国金证券研究所

- **买卖宝**已成为具有产业支撑的全球电工电气**垂直电商平台**，真正打造了线上从原材料端到制造端、再到最终用户端的全产业链商业模式。买卖宝主要面向电工电气企业提供库存产品的销售和调剂，致力于为电工电气企业、经销商以及终端客户提供从采购、销售、支付、物流、质检、售后和金融服务等一站式解决方案；
  - 2015 年买卖宝新增四条产品线：电缆现货、家装线、金具附件、电工电气，完善产品布局。目前，电线电缆销售业务仍是主要业务，占比超过 95%；
  - **买卖宝盈利模式：撮合交易差价+佣金手续费+资金沉淀收益。**
  - 目前，公司依托远东智慧能源强大的资源以及自身的研发能力推广买卖宝：通过整合公司原有 **1000 多个地推团队**进行营销推广、改造 200 多家专卖店建立买卖宝线下平台打造典型 O2O 模式；与此同时，公司着力打造移动端建设，五月底上了 3 款新的移动端产品，为目标客户提供最大程度的方便快捷的交易服务，现阶段以营销推广为目的，并逐渐培养用户使用移动端产品直接进行交易。
- 2015 年，买卖宝实现营业收入 291,087 万元，同比增长 94.81%；实现净利润 3,825 万元，同比增长 79.16%。其中：电缆网浏览量超过 1040 万人次，同比增长 50.18%；新增买卖通会员 585 家，同比增长 343%；交易量同比增加 50.69%。
- **2016 年买卖宝预计将实现 60 亿营收，增速将达 100%，其中远东电缆的比例为 30%左右。2016 年买卖宝预计将实现净利润 7500 万元。**

图表 29: 买卖宝



来源：买卖宝官网、国金证券研究所

- **材料交易中心**是目前国内交易量前三大的现货交易平台，目前已从买卖宝剥离，立足电工电气行业，以点带面发展大宗商品交易场所，采用**现货连续交易模式**为客户单位提供最佳的大宗商品交易、交收、结算、融资等服务。
  - 盈利模式：交易手续费+供应链金融收入+资金沉淀收益（目前日均保证金每天3亿多左右）。
  - 目前材料交易中心双边交易量每年可达500亿，现货交易量36万吨。预计未来三年公司交易量将达1万亿，未来手续费收入与资金沉淀贡献的收益将快速提升；
  - 目前公司已经在江苏宜兴、浙江临安、宁波等地建成14个交割仓，为材料交易所提供仓储支持。
- **2016年**，交易中心已经拿到期货批文和牌照，7月13日收到省金融办《关于同意远东材料交易中心有限公司开业的批复》（苏金融办复[2016]82号）。交易中心将从原来的连续现货现款的现货模式进入**期现结合模式**，流水将从**百亿增加至万亿级别**。未来公司将践行“互联网+”的国家战略，不断丰富和完善电商业产品线、线上线下并重、持续做大平台流量和交易量，成为公司重要的利润增长点。

图表 30: 远东材料交易中心



来源：材料交易中心官网、国金证券研究所

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

- 2015 年年报，2016 年公司目标实现营业收入 150.44 亿元，同比增长 28.46%；实现净利润 6.78 亿元，同比上升 50.24%。由于今年电池业务的超预期，我们预计全年净利润可达到 7.7 亿元左右，归母净利润 7.1 亿元左右。
- 我们预计 2016 年公司线缆业务收入增长 10%，净利润增长 15%-20%，有望实现净利润接近 3 亿元；
- 买卖宝将实现 100%业绩增长，预计将实现净利润 7500 万元；
- 远东福斯特将贡献 2 到 2.5 亿净利润，主要取决于四季度物流车交货情况；
- 水木源华+艾能电力预计小幅超业绩承诺，实现净利润 1.36 亿元左右。
- 此外，考虑宜能、圣达等子公司，以及参股公司投资收益，公司全年归母净利润有望超过 7 亿元。
- 该预测中并未包括新成立的材料交易中心，开展期货交易贡献的业绩增量，该业务很可能超预期。

图表 31：2016 年净利润分业务预测（万元）

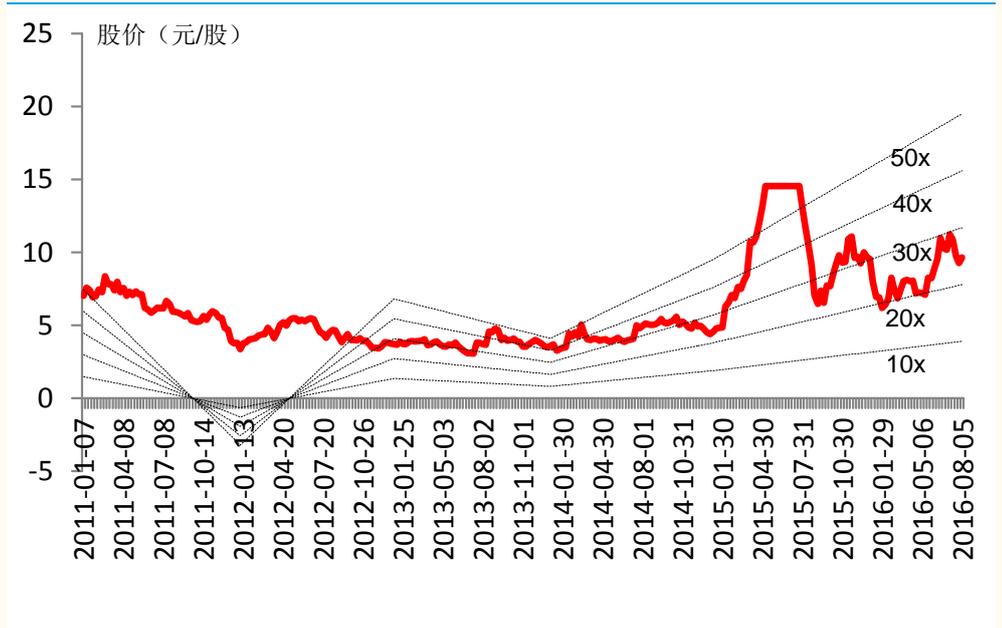
业务	2016 年预计实现净利润	持股比例	归母净利润
传统电缆业务	29000	100%	29000
远东福斯特	21000	100%	21000
买卖宝	7500	100%	7500
安徽电缆	2500	64.98%	1625
水木源华+艾能电力	13600	70%	9520
其它	3400		
合计预计	77000		71000

来源：国金证券研究所

### 估值

- **锂电池板块：**考虑福斯特产能扩张节奏，以及国内新能源汽车保有量的快速增长，储能板块的布局，我们预计未来几年，福斯特有望保持复合增速 50% 的增长，参考可比公司估值水平，给予福斯特 2016 年 50x PE，对应 100 亿市值。
- **能源互联网板块：**考虑公司电工电气领域全产业链覆盖，未来将产生显著协同效应；艾能电力、水木源华少数股权收购；买卖宝高速增长；材料交易中心期货业务有望超预期，公司具备较强的持续并购能力等。给予 2016 年 30x-35x PE，对应 150-175 亿市值。
- 综上，给予公司短期目标价 11.3-12.4 元（扣除少数股东损益）。

图表 32：公司历史估值水平



来源：国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>11,574</b>	<b>11,352</b>	<b>11,711</b>	<b>15,265</b>	<b>17,139</b>	<b>19,299</b>	货币资金	2,100	3,280	2,498	2,600	2,700	2,750
增长率		-1.9%	3.2%	30.4%	12.3%	12.6%	应收款项	4,016	4,037	4,787	5,460	6,027	6,670
主营业务成本	-9,651	-9,478	-9,448	-12,165	-13,585	-15,215	存货	968	918	1,133	1,254	1,372	1,489
%销售收入	83.4%	83.5%	80.7%	79.7%	79.3%	78.8%	其他流动资产	140	540	149	178	197	218
毛利	1,923	1,874	2,263	3,100	3,554	4,083	流动资产	7,225	8,775	8,568	9,492	10,296	11,127
%销售收入	16.6%	16.5%	19.3%	20.3%	20.7%	21.2%	%总资产	72.6%	71.7%	65.1%	65.5%	67.1%	68.7%
营业税金及附加	-36	-32	-40	-52	-57	-64	长期投资	85	94	135	135	135	135
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	1,781	2,250	2,199	2,578	2,599	2,600
营业费用	-1,152	-970	-967	-1,282	-1,423	-1,582	%总资产	17.9%	18.4%	16.7%	17.8%	16.9%	16.0%
%销售收入	9.9%	8.5%	8.3%	8.4%	8.3%	8.2%	无形资产	291	717	1,822	1,842	1,860	1,877
管理费用	-331	-352	-431	-550	-600	-656	非流动资产	2,731	3,468	4,595	4,999	5,049	5,077
%销售收入	2.9%	3.1%	3.7%	3.6%	3.5%	3.4%	%总资产	27.4%	28.3%	34.9%	34.5%	32.9%	31.3%
息税前利润 (EBIT)	404	519	825	1,216	1,475	1,781	<b>资产总计</b>	<b>9,956</b>	<b>12,243</b>	<b>13,162</b>	<b>14,492</b>	<b>15,345</b>	<b>16,204</b>
%销售收入	3.5%	4.6%	7.0%	8.0%	8.6%	9.2%	短期借款	4,239	5,337	3,826	3,699	3,118	2,191
财务费用	-163	-236	-311	-198	-170	-114	应付款项	2,044	2,371	3,722	4,305	4,813	5,398
%销售收入	1.4%	2.1%	2.7%	1.3%	1.0%	0.6%	其他流动负债	281	284	394	730	792	862
资产减值损失	-140	-144	-209	-197	-156	-208	流动负债	6,563	7,992	7,942	8,735	8,723	8,451
公允价值变动收益	-2	0	4	0	0	0	长期贷款	0	229	177	177	177	177
投资收益	20	11	135	15	15	15	其他长期负债	289	718	687	623	603	583
%税前利润	5.5%	4.5%	24.7%	1.6%	1.2%	1.0%	<b>负债</b>	<b>6,853</b>	<b>8,940</b>	<b>8,806</b>	<b>9,535</b>	<b>9,504</b>	<b>9,211</b>
营业利润	119	149	444	837	1,164	1,473	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,030</b>	<b>3,114</b>	<b>4,159</b>	<b>4,699</b>	<b>5,519</b>	<b>6,601</b>
营业利润率	1.0%	1.3%	3.8%	5.5%	6.8%	7.6%	少数股东权益	73	189	198	258	323	393
营业外收支	236	90	105	100	100	100	<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,956</b>	<b>12,243</b>	<b>13,162</b>	<b>14,492</b>	<b>15,345</b>	<b>16,204</b>
税前利润	356	239	549	937	1,264	1,573	<b>比率分析</b>						
利润率	3.1%	2.1%	4.7%	6.1%	7.4%	8.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-61	-40	-97	-167	-225	-280	<b>每股指标</b>						
所得税率	17.1%	16.7%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%	每股收益	0.306	0.185	0.213	0.320	0.439	0.551
净利润	295	199	451	770	1,039	1,293	每股净资产	3.061	3.145	1.996	2.256	2.649	3.169
少数股东损益	-8	17	29	60	65	70	每股经营现金净流	0.517	0.678	0.663	0.502	0.625	0.735
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>303</b>	<b>183</b>	<b>422</b>	<b>710</b>	<b>974</b>	<b>1,223</b>	每股股利	0.100	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100
净利率	2.6%	1.6%	3.6%	4.7%	5.7%	6.3%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	10.00%	5.87%	10.15%	15.11%	17.65%	18.53%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	3.04%	1.49%	3.21%	4.90%	6.35%	7.55%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	4.55%	4.87%	8.09%	11.29%	13.24%	15.60%
净利润	295	199	451	770	1,039	1,293	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	17.15%	-1.92%	3.16%	30.35%	12.27%	12.60%
非现金支出	280	314	424	450	441	514	EBIT 增长率	-27.31%	28.42%	58.99%	47.42%	21.27%	20.73%
非经营收益	-1	230	105	133	111	57	净利润增长率	13.13%	-39.68%	131.11%	68.12%	37.24%	25.54%
营运资金变动	-62	-73	401	-307	-290	-335	总资产增长率	8.24%	22.97%	7.51%	10.10%	5.89%	5.60%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>512</b>	<b>672</b>	<b>1,382</b>	<b>1,045</b>	<b>1,301</b>	<b>1,530</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-714	-295	-129	-545	-225	-224	应收账款周转天数	92.6	101.0	114.2	110.0	110.0	110.0
投资	0	-387	473	0	0	0	存货周转天数	39.6	36.3	39.6	38.0	38.0	38.0
其他	56	13	-36	15	15	15	应付账款周转天数	20.3	32.7	43.8	35.0	35.0	35.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-658</b>	<b>-669</b>	<b>308</b>	<b>-530</b>	<b>-210</b>	<b>-209</b>	固定资产周转天数	43.6	66.3	66.9	59.9	53.9	48.0
股权募资	0	0	1	39	54	67	<b>偿债能力</b>						
债权募资	558	1,254	-1,690	-190	-601	-947	净负债/股东权益	68.88%	69.20%	34.48%	25.68%	10.14%	-5.50%
其他	-602	-1,228	104	-262	-444	-391	EBIT 利息保障倍数	2.5	2.2	2.7	6.2	8.7	15.6
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-44</b>	<b>25</b>	<b>-1,585</b>	<b>-412</b>	<b>-991</b>	<b>-1,271</b>	资产负债率	68.83%	73.02%	66.91%	65.80%	61.93%	56.84%
<b>现金净流量</b>	<b>-190</b>	<b>28</b>	<b>105</b>	<b>102</b>	<b>100</b>	<b>50</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD