

公司研究/首次覆盖

2017年03月05日

机械设备/通用机械 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 35.85
合理价格区间(元): 51.2~57.6

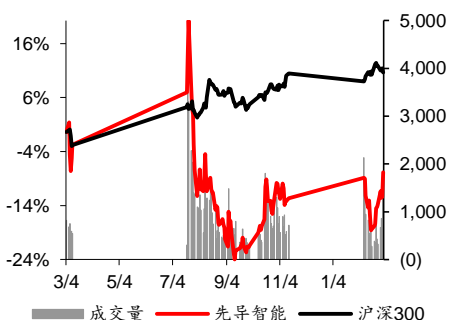
肖群稀 执业证书编号: S0570512070051
研究员 0755-82492802
xiaoqunxi@htsc.com

章诚 执业证书编号: S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

王宗超 执业证书编号: S0570516100002
研究员 010-63211166
wangzongchao@htsc.com

金榜 021-28972092
联系人 jinbang@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

锂电设备行业领导地位进一步强化

先导智能(300450)

2017-2020 年锂电设备行业将继续维持快速增长

2016 年国内锂电池投产产能 68 GWh, 根据各厂商的产能规划, 预计 2017 年底前行业主要电芯厂商总产能约为 120GWh, 到 2020 年行业总产能将达到 250 GWh, 2016~2020 年复合增速 38%。与此相对应, 2017~2020 年, 锂电设备累计市场需求为 600-800 亿人民币, 2017 年预计国内新增产能 44GWh, 对应锂电设备累计市场需求为 150-200 亿元。

新规促进锂电池行业从量到质的提升, 马太效应显现, 强者恒强

动力锂电类企业产能不低于 8GWh, 龙头企业产销规模超过 40GWh, 两项标准下行业的整合趋势不可避免, 市场份额将逐步向龙头企业集中, 我们判断国内 CATL 和比亚迪最有可能成为达到 40GWh 以上的产能规模。电池行业呈现强者恒强的态势, 市场份额将进一步向优势企业集中。电池设备行业随之也将迎来行业的整合, 锂电设备技术将向自动化和高端化迈进。随着行业整合的深入, 拥有核心技术、具备国际竞争力和优秀服务力的龙头设备商将赢得先机。

先导智能: 深耕自动化设备制造, 锂电设备龙头地位进一步强化

得益于深厚技术底蕴、优质客户资源以及完善产品覆盖。主要客户为比亚迪、CATL、三星、索尼等国内外一线锂电生产商, 此外正在争取进入特斯拉产业链。先导智能在锂电设备龙头地位持续强化。公司现有的优势产品集中在锂电生产前端和中端, 收购泰坦新动力, 将产品线延长至后端设备。公司公告计划投资 3 亿元新建动力锂电池设备生产基地, 预计可扩大 1 倍产能, 以满足未来几年客户扩产对设备的需求。

首次覆盖给予买入评级

我们预计公司 2016~2018 年收入为 11.5、21、32 亿元, 归母净利润分别为 2.67、4.56 和 6.8 亿元, EPS 分别为 0.65、1.12 和 1.66 元, PE 为 52、32 和 20 倍。如果完成对泰坦新动力的收购, 按照泰坦业绩承诺, 将增厚先导智能 2017、2018 年业绩 1.05、1.25 亿元至 5.5 和 8 亿元, EPS 分别 1.28 和 1.86 元, PE 为 28 和 19.3 倍。考虑到公司未来三年 60% 的复合增长率, 参考同行业公司的估值水平, 我们认为公司 40~45 倍估值合理, 对应 2017 年目标价 51.2~57.6 元。

风险提示: 国家行业政策变化导致下游需求不及预期; 与泰坦新动力的整合效果不及预期; 已解禁股东减持风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	408.00
流通 A 股 (百万股)	168.98
52 周内股价区间 (元)	29.59-118.80
总市值 (百万元)	14,627
总资产 (百万元)	2,174
每股净资产 (元)	1.98

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	306.54	536.11	1,148	2,101	3,235
+/-%	75.41	74.89	114.06	83.10	53.95
净利润 (百万元)	65.51	145.56	266.65	456.15	679.21
+/-%	74.87	122.18	83.19	71.07	48.90
EPS (元)	1.28	1.07	0.65	1.12	1.66
PE (倍)	212.30	95.55	52.16	30.49	20.48

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

2016-2020 年电芯产能复合增速 38%，龙头企业强者愈强	3
2020 年动力锂电池产能有望达到 250GWH，年均复合增速 38%	3
锂电设备市场：预计 2017~2020 年累计需求 600-800 亿，2017 年 150-200 亿元 ..	4
市场份额向优势企业集中，马太效应显现	5
先导智能：深耕自动化设备制造，锂电设备领导者	8
快速成长的锂电设备龙头，收购泰坦新动力完善产品线	8
锁定高端客户资源	9
与智能制造相融合，技术研发能力行业领先	10
“招兵买地”突破产能瓶颈	10
盈利预测与投资评级	11
盈利预测	11
投资评级	11
PE/PB – Bands	11
风险提示	12

图表目录

图表 1：汽车动力电池行业规范新老对比	3
图表 2：2017 年 2 月我国主要动力电池企业产能统计 (GWh)	3
图表 3：2017 年、2018-2020 年 CATL 和比亚迪扩张电池产能带来的锂电设备需求	4
图表 5：年产 1GWh 动力锂离子电池的投资构成	4
图表 6：国内主要电芯厂商产能扩张计划 (GWh)	5
图表 7：2016-2020 年国内主要电芯厂商产能占比趋势	5
图表 8：锂电设备行业格局	6
图表 9：锂电池生产线	6
图表 10：锂电设备布局情况	6
图表 11：我国锂电生产自动化率	7
图表 12：我国锂电设备国产比率	7
图表 13：先导智能三大业务模块主要产品	8
图表 14：先导智能历年营业收入(亿元、左轴)及增速(右轴)	8
图表 15：先导智能历年归母净利润(亿元、左轴)及增速(右轴)	8
图表 16：先导智能分产品收入(亿元、左轴)与锂电设备占比(右轴)	9
图表 17：先导智能历年毛利率与净利率变化情况	9
图表 18：先导智能股权结构	9
图表 19：先导智能锂电设备的主要客户和拓展中的客户	10
图表 20：行业重点公司估值对比	11

2016-2020年电芯产能复合增速38%，龙头企业强者愈强

2020年动力锂电池产能有望达到250GWh，年均复合增速38%

行业新规加速优胜劣汰，锂电池行业将经历从量到质的提升

2016年11月22日，工信部公开征求对《汽车动力电池行业规范条件》（2017年）的意见。大幅提高了对企业生产能力的要求：三类单体企业中，动力锂电类产能不低于8GWh，动力镍氢类产能不低于0.1GWh，超级电容类产能不低于0.01GWh；系统企业产能不低于8万套或4GWh。生产多种类型的动力电池单体企业、系统企业，其年生产能力需分别满足上述要求。

2017年3月1日，工信部、发改委、科技部和财政部共同印发《促进汽车动力电池产业发展行动方案》的通知。方案对锂电池单体性能、龙头企业规模、原材料与设备水平都提出了明确要求。其中包括到2020年动力锂电池总产能超过100GWh，形成年产销规模40GWh以上的龙头企业。

图表1：汽车动力电池行业规范新老对比

		新规	旧规	上升幅度
单体企业	动力锂离子电池	8GWh	0.2GWh	40倍
	动力镍氢电池	0.1GWh	0.01GWh	10倍
	超级电容器	0.01GWh	0.005GWh	2倍
系统企业		8万套	1万套	8倍
		4GWh	0.2GWh	20倍

多种类型的动力电池单体企业、系统企业需分别满足以上要求

资料来源：《汽车动力蓄电池行业规范条件》、《汽车动力电池行业规范条件（2017年）》、华泰证券研究所

2016年国内锂电池投产产能68GWh，根据各厂商的产能规划，预计2017年底前行业主要电芯厂商总产能约为120GWh，到2020年行业总产能将达到250GWh，2016~2020年复合增速38%。

图表2：2017年2月我国主要动力电池企业产能统计（GWh）

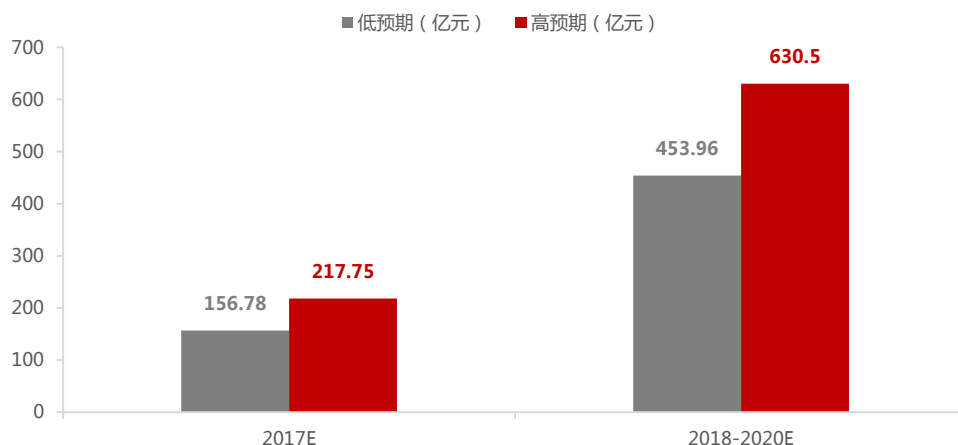
电芯厂商	2014	2015	2016	2017E	2020E
CATL	0.5	4	8.5	15	50
比亚迪	1.6	3.6	7.6	13.6	34
力神	0.5	2	2.3	8.3	30
国轩高科	0.6	2.4	5.5	8	23
沃特玛	0.5	3	10	15	15
比克	0.5	0.6	3	6	15
中航锂电	0.4	0.9	0.9	3.9	12
国能	0.5	1.5	5.5	7.5	8
万向A123	0.2	1	2	3	8
微宏动力	0	0.75	1.5	3	8
福斯特	0	0.6	2	3.6	5
亿纬锂能	0	0.7	1.5	4.7	4.7
哈光宇	0.3	0.5	1.5	2	4.7
天能动力	0	1.25	2.25	3	4
中聚电池	0.5	0.5	1	2	4
其它	2.2	6	13.5	20.5	24
总计	8.3	29.3	68.55	119.1	249.4

资料来源：高工产研锂电研究所（GGII）、华泰证券研究所

锂电设备市场: 预计 2017~2020 年累计需求 600-800 亿, 2017 年 150-200 亿元

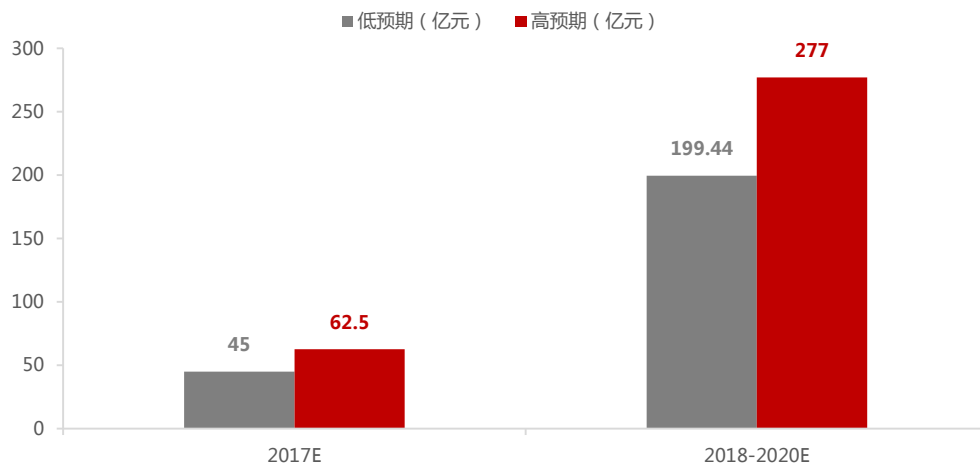
2016 年国内锂电设备需求超过 145 亿元, 国产设备产值占比 80% 以上, 产值同比增长将超过 20%。按照每建设 1GWh 产能的动力锂离子电池项目, 电池企业总投资中位数为 6.2-8.7 亿元, 锂电设备占比约在 60% 左右。根据企业披露的产能投放计划, 2017~2020 年, 锂电设备累计市场需求为 600-800 亿人民币, 2017 年预计国内新增产能 44GWh, 对应锂电设备累计市场需求为 150-200 亿元。

图表3: 2017 年、2018-2020 年 CATL 和比亚迪扩张电池产能带来的锂电设备需求



资料来源: 高工产研锂电研究所 (GGII), EV 世纪, 华泰证券研究所

图表4: 2017 年、2018-2020 年 CATL 和比亚迪扩张电池产能带来的锂电设备需求



资料来源: 高工产研锂电研究所 (GGII), EV 世纪, 华泰证券研究所

图表5: 年产 1GWh 动力锂离子电池的投资构成

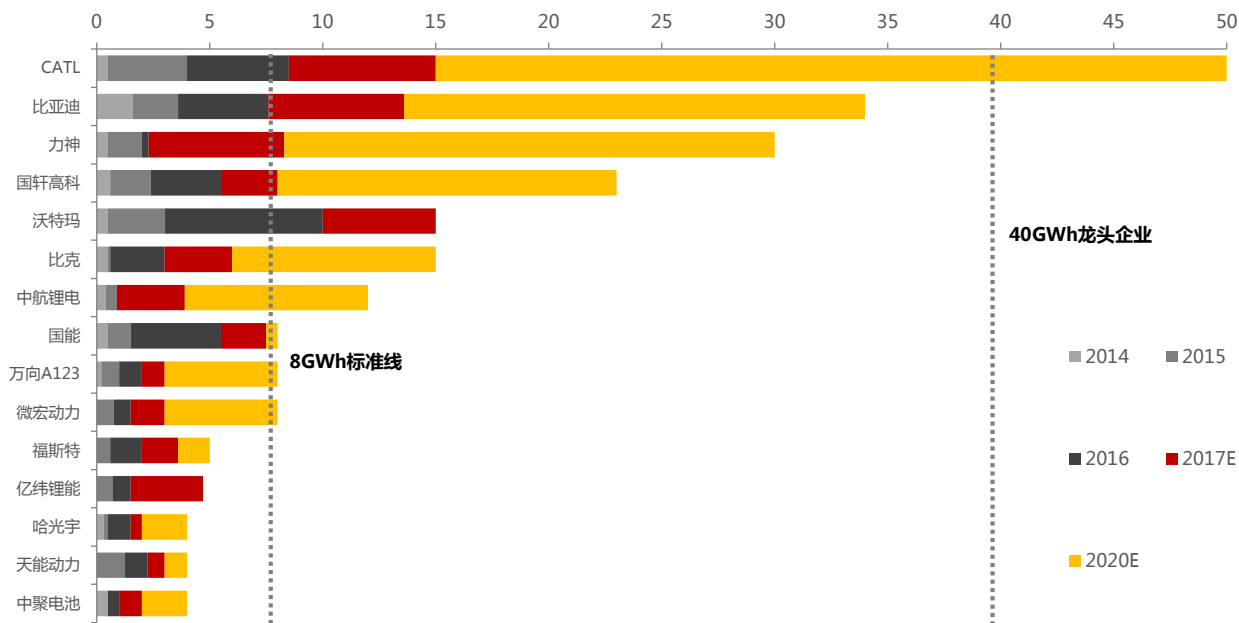
项目	金额 (亿元)	占比
土建	0.86-1.79	约为 14%
设备及安装	3.6-5.0 (国产)、7-10 (进口)	约为 58%
流动资金	1.4-1.5	约为 23%
其他费用	0.29-0.41	约为 5%
合计	6.18-8.70	100%

资料来源: 高工产研锂电研究所 (GGII), 华泰证券研究所

市场份额向优势企业集中，马太效应显现

市场份额向龙头企业集中，我们判断 2020 年产能有可能超过 40GWh 的企业只有 CATL 和比亚迪。国内目前动力电池企业超过 140 家（含在建），预计到 2017 年年底产能不低于 8GWh 的动力电池企业不超过 5 家。新行业规范落地后，国内超过 9 成的动力电池企业将无法达标，行业的整合趋势不可避免，预计有一批技术和生产条件不符合要求的小企业将被淘汰。根据各家可查的产能规划，到 2020 年可能超过 40GWh 的企业只有 CATL 和比亚迪。

图表6：国内主要电芯厂商产能扩张计划（GWh）



资料来源：高工产研锂电研究所（GGII）、华泰证券研究所

图表7：2016-2020年国内主要电芯厂商产能占比趋势



资料来源：高工产研锂电研究所（GGII）、华泰证券研究所

与电芯行业一致，锂电设备行业马太效应显现，份额往龙头集中。目前国内市场竞争格局尚未形成，国内锂电池设备行业还没有出现技术优势明显、规模较大、在行业内起主导作用的超级企业，大多数企业规模较小。根据 GGII 统计，截至 2013 年底，国内涉及锂电

池生产设备领域的企业有 278 家，但是具有一定技术核心、规模较大的企业数量很少，仅有先导智能、新嘉拓、赢合科技三家企业 2015 年产值超过 3 亿元，而产值在 1-3 亿元之间的企业有 13 家，而其他 200 多家锂电池设备年收入均不超过 1 亿元。

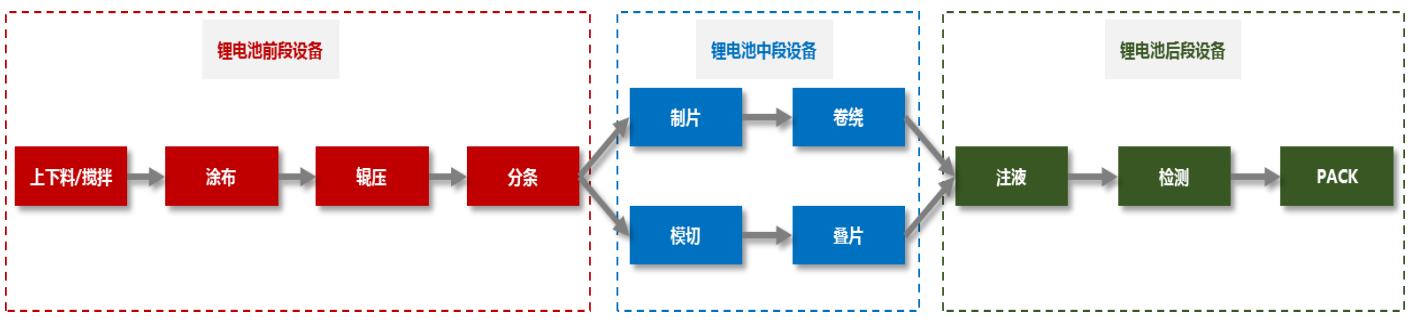
图表8： 锂电设备行业格局

第一梯队（营业收入超过 3 亿）	先导股份、新嘉拓、赢合科技
第二梯队（营业收入 1-3 亿）	蓝齐电子、信宇人、纳科诺尔、海裕锂能、星云电子、鸿宝锂电、浩能科技等 10 余家企业
第三梯队（营业收入小于 1 亿）	剩余 200 余家企业

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

龙头企业拓展产品覆盖面。锂电池生产工艺流程：搅拌涂布阶段（电极制作）、卷绕注液阶段（电芯合成）、包装检测阶段（化成封装）。电极制作阶段对应的锂电设备主要包括真空搅拌机、涂布机、辊压机等，电芯合成阶段主要包括分条机、卷绕机、叠片机、注液机等，化成封装阶段包括化成机、检测设备、pack 自动化设备等。目前国内只有先导智能和赢合科技两家的产品覆盖较为全面，其余厂商主要提供 1-3 种优势产品。

图表9： 锂电池生产线



资料来源：GGII，华泰证券研究所

图表10： 锂电设备布局情况

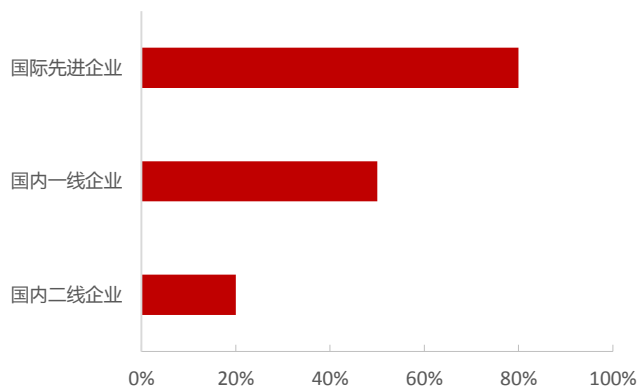
锂电设备厂商	搅拌机	涂布机	辊压机	分条机	卷绕机	叠片机	焊接设备	注液机	检测设备	PACK 自动化设备
先导智能				●	●	●	●	●	○	○
赢合科技	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
新嘉拓		●								
科恒股份（浩能科技）		●		●	●					
力合股份（华冠电子）					●					
正业科技									●	
七星电子	●	●		●						

资料来源：公司公告、华泰证券研究所；●-厂商已覆盖的产品，○-厂商通过自主研发或外延并购的方式即将覆盖的产品

锂电设备技术将向自动化和高端化迈进。动力电池需求的升级将倒逼设备企业加大自身技术的研发及工艺的提高。国产设备与国外设备之间的差距仍存在，国内设备厂家之间在企业规模和技术实力也是参差不齐。

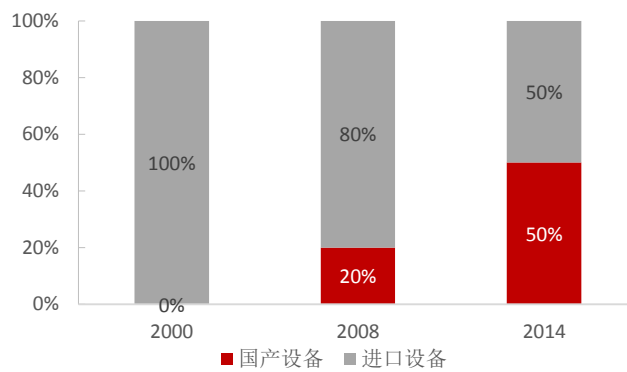
- **低端产能面临替换。**我国的锂电池制造行业将迎来产业整合，国际巨头纷纷进入中国市场，低端产能逐步被淘汰，专注高端产品的大型企业市场份额会进一步扩大，锂电产能将会出现高端替换低端的过程。
- **设备自动化升级需求明显。**一方面政府不断提高锂电池行业准入标准，对锂电产品的安全性和一致性有更高要求，另一方面各厂商的产能不断扩大，规模化生产必须依赖高度自动化、智能化设备。目前国内锂电池一线厂商自动化率约为 50%，二线厂商仅为 20%，对比国际一流厂商近 80%的自动化率，仍有较大提升空间。我们预计未来国内锂电池厂商将产生较多的设备自动化升级需求。
- **锂电设备的国产替代需求强烈。**长期以来，我国的锂电设备依赖进口，成本高昂，回收期长。随着锂电池产业规模不断扩大，其价格也相对下降，企业利润被不断压缩。下游电池生产商对锂电设备国产化的需求不断提升。随着行业整合的深入，拥有核心技术、具备国际竞争力和优秀服务力的龙头设备商有望在进口替代的浪潮中赢得先机。

图表11: 我国锂电生产自动化率



资料来源: GGII、华泰证券研究所

图表12: 我国锂电设备国产比率



资料来源: GGII、华泰证券研究所

先导智能：深耕自动化设备制造，锂电设备领导者

快速成长的锂电设备龙头，收购泰坦新动力完善产品线

立足锂电池设备行业，三大业务板块协同发展。公司成立于2002年，开始主要从事电容器设备制造并为日本松下提供电容器设备；2008、2009年，公司凭借其在自动卷绕机领域的技术积累，开始切入锂电设备制造与光伏自动化生产设备制造。目前，公司形成了锂电设备、光伏自动化设备与薄膜电容器设备三大业务板块。

拟收购泰坦新动力，拓展锂电设备产业链覆盖面。公司产品卷绕机、隔膜分切机等主要产品集中于锂电池生产线上的前端设备和中端设备，泰坦新动力产品为锂电池生产线的后端设备。双方的上游供应商趋同，下游客户重叠；在技术研发、人才培养、品牌宣传、渠道销售之间存在很大的协同性。此次收购实现强强联合，公司将具备更完整的锂电池一体化生产线的能力，形成规模效应。

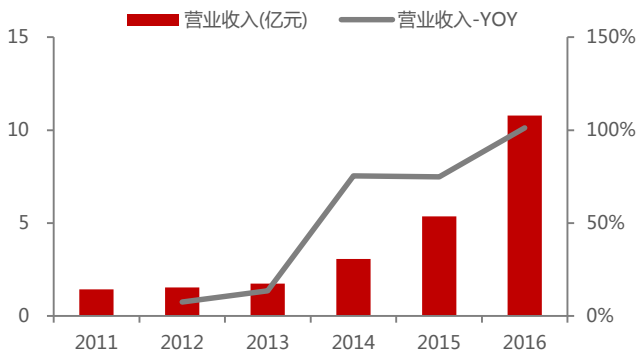
图表13：先导智能三大业务模块主要产品

锂电池设备			光伏自动化设备		电容器	
全自动卷绕机	隔膜分切机	极片分切机	自动化制绒/刻蚀清洗上/下料机	自动卷绕机	高速分切机	
焊接卷绕一体机	电极叠片机	组装机	自动化扩散上/下料机	喷金机	赋能分选机	
真空注液机	四合一成型机	抽气热压机	自动化管式PECVD上/下料机	焊接组装机	真空环氧灌注机	
	模切机		电池片自动串焊机	自动敷设机	测试/检查机	

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

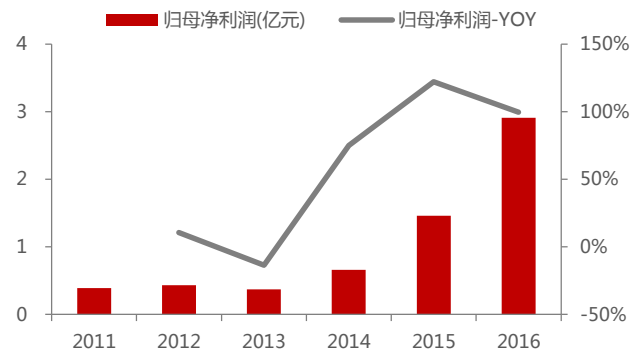
公司2016年业绩超预期，锂电设备收入占比大幅提升至70%。2011~2015年公司业绩持续增长，营业收入复合增速为39.1%，归母净利润复合增速为39.1%，2016年公司收入10.79亿元，同比增长约101%，归母净利润达到2.91亿元，同比增长约100%，主要来源于锂电池生产设备销售收入的高速增长，2016年上半年锂电池设备收入占比接近70%。公司产品属于定制化设备，毛利率和净利率保持平稳，分别在42%与25%左右。

图表14：先导智能历年营业收入(亿元、左轴)及增速(右轴)



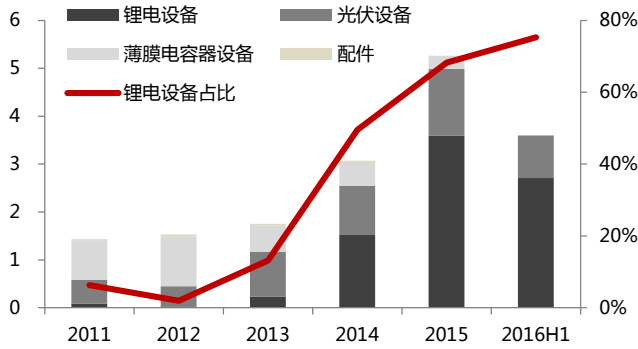
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表15：先导智能历年归母净利润(亿元、左轴)及增速(右轴)



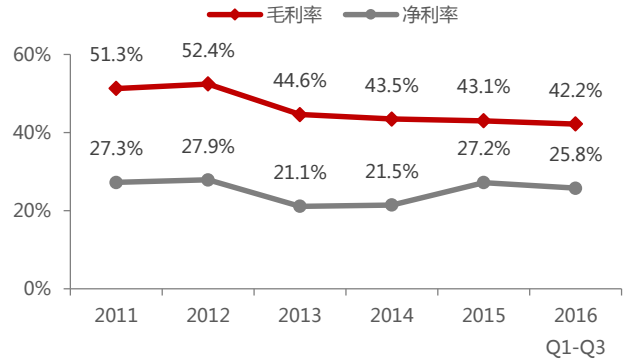
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表16: 先导智能分产品收入(亿元、左轴)与锂电设备占比(右轴)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

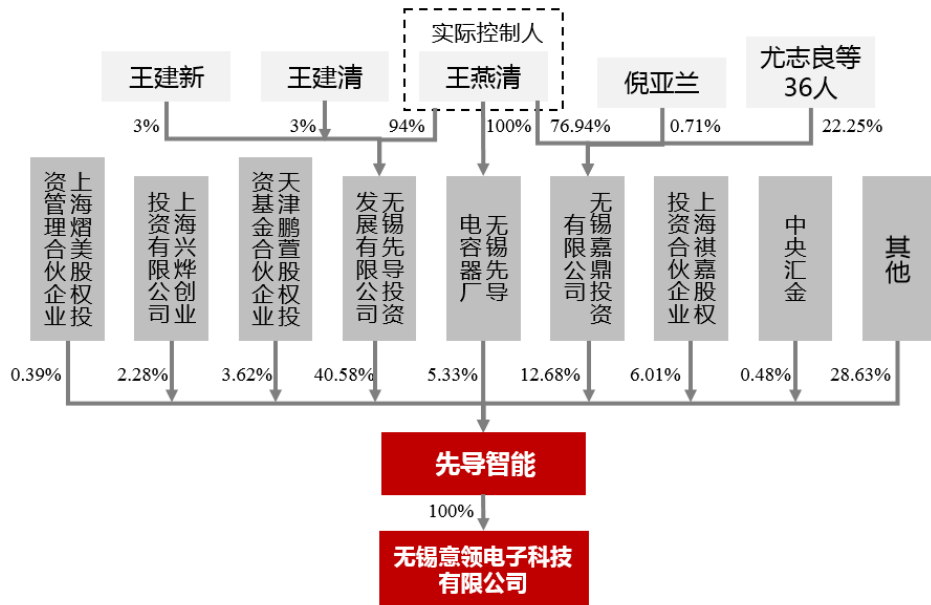
图表17: 先导智能历年毛利率与净利率变化情况



资料来源: Wind、华泰证券研究所

股权集中度高，董事长具有绝对话语权。公司实际控制人王燕清先生通过无锡先导投资、无锡嘉鼎投资和无锡先导电容器设备厂合计控制公司 53.23%的股权，对公司拥有绝对的控制权。

图表18: 先导智能股权结构



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

锁定高端客户资源

形成品牌效应，拥有优质客户资源。锂电设备研发周期较长，有较高的技术壁垒，而公司经过长期的技术与行业积累，具备成熟的技术优势，已形成稳固的品牌效应。公司目前的主要客户为比亚迪、CATL/ATL、三星、索尼等国内外大型锂电生产商；公司与国内市场排名前5的锂电生产厂商都已经有了合作，目前正在开拓的动力锂电设备的潜在客户有中航锂电、天津力神以及松下（特斯拉主要合作伙伴），另外与韩国 LG 的沟通在进行之中。

图表19： 先导智能锂电设备的主要客户和拓展中的客户


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

与智能制造相融合，技术研发能力行业领先

研发能力突出，掌握多项设备核心技术。基于非标自动化设备的技术特点，公司聚集了行业经验丰富的研发团队，多项研发成果均处于行业领先水平：1) 公司成功研发适用于特斯拉动力电池的全自动高速卷绕机，有望进入特斯拉供应链；2) 多极耳卷绕机可解决极耳卷绕时的弯曲和粉尘交叉污染，整体效率是同类产品的 1.5~2 倍，提速的同时也提高了产品的质量；3) 激光模切机多项技术在国内同行中是首创，对比市场主流产品，效率提升 2 倍以上，维护成本下降 50%，极片切割质量明显提升。公司产品包括卷绕机、焊接卷绕一体机、分切机、叠片机、组装机以及注液机在内的锂电池核心设备，同时带动涂布机、化成测试机等其他锂电池设备的发展，逐步实现锂电池全流程设备的生产。

产品性价比突出。公司的锂电池自动卷绕设备产品性能与国外产品相差不大，价格比国外设备低，具有良好的性价比，且在发货周期、售后调试及维护的响应速度与效率方面，比日韩企业更具优势。

与“互联网+”相融合的智能制造。公司 2015 年开始布局智能工厂的建设，与 IBM 合作开发了“先导云”和大数据中心，建立全价值链的协同平台。2015 年，公司被认定为国家两化融合示范企业，为客户提供系统集成和智能工厂解决方案，打造理想智能工厂，实现工业 4.0 目标。公司已为国内电池生产商建立了国际首条动力电池全自动物流生产线，打造真正的智能车间。

“招兵买地”突破产能瓶颈

公司锂电设备的产能扩张成为迫切需求。公司投资 2.16 亿的“新型自动化设备产业基地建设项目”已于 2015 年完工，且产能也已全部用足。随着锂电池行业快速持续的发展，公司目前的产能仅可支撑 10~15 亿的产值，已不足应对未来的发展增速。公司于 2017 年 3 月启动“动力锂电池设备生产基地建设项目”建设，一期项目投资约 3 亿元。该项目投产后预计公司锂电设备产能可以扩大约 1 倍。

盈利预测与投资评级

盈利预测

关键假设:

- 1) 收入: 公司大客户 CATL 产能从 2016 年的 8.5GWh 提升到 2017 年的 15GWh, 2020 年扩产到 50GWh。先导智能在 CATL 的订单份额不变。
- 2) 毛利率: 缠绕机市场集中度高, 技术壁垒高, 毛利率维持稳定。
- 3) 费用: 公司积极控制管理费用, 强大的产品竞争力和大客户优势, 使得公司销售费用率维持低位。
- 4) 税率: 维持 15% 的税率。

我们预计公司 2016~2018 年收入为 11.5、21 和 32 亿元, 归母净利润分别为 2.67、4.56 和 6.8 亿元, EPS 分别为 0.65、1.12 和 1.66 元, PE 为 52、32 和 20 倍。

如果完成对泰坦新能源的收购, 按照泰坦业绩承诺, 将增厚先导智能 2017、2018 年业绩 1.05、1.25 亿元至 5.5 和 8 亿元, EPS 分别 1.28 和 1.86 元, PE 为 28 和 19.3 倍。

投资评级

考虑到公司未来三年 60% 的复合增长率, 参考同行业公司的估值水平, 我们认为公司 40~45 倍估值合理, 对应 2017 年目标价 51.2~57.6 元。首次覆盖给予买入评级。

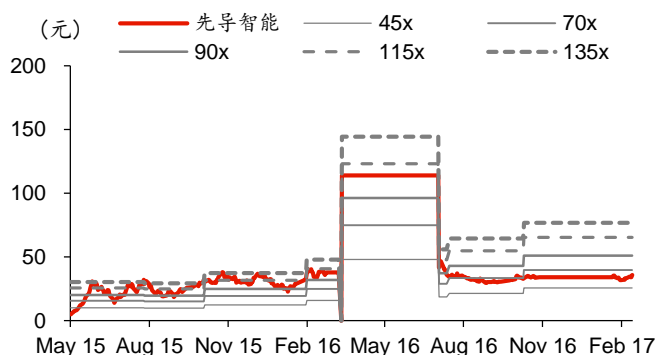
图表20: 行业重点公司估值对比

代码	公司	总市值 亿元	营业收入 亿元	归母净利润 亿元	EPS 2015	EPS 2016	EPS 2017	EPS 2018	PE 2015	PE 2016	PE 2017	PE 2018	PB 当前
300450	先导智能	146.3	10.35	0.87	0.18	0.65	1.12	1.66	102	52.7	32.3	20.8	7.2
300457	赢合科技	82.7	4.28	0.17	0.05	1.08	1.70	2.18	282	62.7	40.0	31.1	3.91
300340	科恒股份	59.2	21.5	3.42	0.38	0.26	1.21	1.50	37.5	190	41.6	33.5	5.24

资料来源: Wind、华泰证券研究所

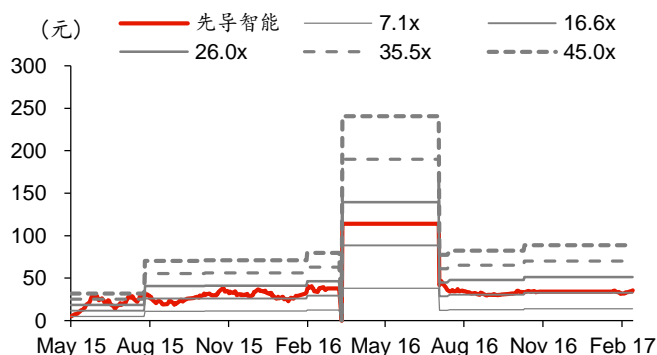
PE/PB - Bands

图表21: 先导智能历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表22: 先导智能历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

国家行业政策变化导致下游需求不及预期。随着国家对新能源汽车行业补贴政策的变化，锂电池行业的上下游产业链可能会受到相应的不同程度的影响。上述变化有可能对公司的业务、价格、现金流以及存货等产生不利影响。

与泰坦新动力的整合效果不及预期。公司拟收购珠海泰坦新动力 100% 股权。公司能否与泰坦新动力在企业文化、管理模式、技术研发、销售渠道及客户资源等方面进行融合，能否通过整合实现公司对标的公司的有效控制，同时又能确保标的公司继续发挥原有的优势，均具有不确定性。如果本次整合不能达到预期效果，可能会对公司的经营和股东的利益产生不利影响。

已解禁股东减持风险。公司公告显示，已解禁股东上海祺嘉和天津鹏壹计划于 2017 年 3 月 10 日至 9 月 10 日期间分别减持不超过 1019.99 万股、1181.22 万股。截至 2017 年 3 月 1 日，上海祺嘉持有 2039.99 万股、持股比例 4.99998%，天津鹏壹持有 1181.22 万股、持股比例 2.9%。上海祺嘉已于 2016 年 10 月 20 日、11 月 8 日分别减持 500 万、262.97 万股。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	560.43	1,508	2,392	4,210	6,487
现金	116.50	299.73	366.49	509.06	808.26
应收账款	93.01	144.05	391.43	681.26	1,059
其他应收账款	3.90	2.77	9.08	14.95	23.88
预付账款	5.96	10.20	22.43	41.48	64.28
存货	298.91	654.07	1,316	2,504	3,854
其他流动资产	42.15	397.37	286.49	459.16	677.64
非流动资产	175.28	208.38	420.64	625.36	676.33
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	64.75	159.27	298.07	429.09	406.22
无形资产	34.38	33.42	106.33	179.22	252.12
其他非流动资产	76.16	15.68	16.23	17.05	17.99
资产总计	735.71	1,717	2,812	4,835	7,164
流动负债	420.32	982.86	1,890	3,594	5,476
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	107.11	244.70	486.28	929.47	1,429
其他流动负债	303.20	738.16	1,404	2,664	4,048
非流动负债	28.33	5.50	1.83	2.44	3.26
长期借款	28.33	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	5.50	1.83	2.44	3.26
负债合计	448.65	988.36	1,892	3,596	5,480
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	51.00	136.00	408.00	408.00	408.00
资本公积	110.88	354.92	82.92	82.92	82.92
留存公积	125.19	237.30	429.15	748.27	1,193
归属母公司股	287.06	728.22	920.07	1,239	1,684
负债和股东权益	735.71	1,717	2,812	4,835	7,164

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	93.55	216.94	350.40	483.79	578.66
净利润	65.51	145.56	266.65	456.15	679.21
折旧摊销	7.73	11.07	14.57	22.11	25.87
财务费用	(0.20)	(3.05)	(13.79)	(18.12)	(27.27)
投资损失	(0.83)	(3.43)	(3.43)	(3.43)	(3.43)
营运资金变动	12.68	57.87	112.02	26.48	(96.54)
其他经营现金	8.65	8.93	(25.62)	0.61	0.81
投资活动现金	(41.84)	(353.05)	(222.32)	(222.32)	(72.32)
资本支出	42.67	68.51	150.00	150.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.83	(284.54)	(72.32)	(72.32)	(72.32)
筹资活动现金	13.81	263.17	(61.32)	(118.90)	(207.13)
短期借款	10.00	(10.00)	0.00	0.00	0.00
长期借款	28.33	(28.33)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	85.00	272.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	244.04	(272.00)	0.00	0.00
其他筹资现金	(24.52)	(27.53)	(61.32)	(118.90)	(207.13)
现金净增加额	65.52	127.06	66.76	142.57	299.20

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	306.54	536.11	1,148	2,101	3,235
营业成本	173.24	305.33	656.79	1,222	1,895
营业税金及附加	1.92	6.02	12.88	23.58	36.30
营业费用	10.45	16.77	37.50	68.18	104.58
管理费用	38.66	78.13	159.09	291.89	452.74
财务费用	(0.20)	(3.05)	(13.79)	(18.12)	(27.27)
资产减值损失	8.44	5.82	6.69	6.40	6.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.83	3.43	3.43	3.43	3.43
营业利润	74.87	130.55	291.85	510.94	770.67
营业外收入	2.81	39.90	21.15	24.34	25.87
营业外支出	0.39	0.19	0.23	0.24	0.23
利润总额	77.28	170.26	312.76	535.04	796.31
所得税	11.77	24.70	46.11	78.89	117.09
净利润	65.51	145.56	266.65	456.15	679.21
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	65.51	145.56	266.65	456.15	679.21
EBITDA (倍)	82.40	138.56	292.63	514.93	769.27
EPS (元)	1.28	1.07	0.65	1.12	1.66

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	75.41	74.89	114.06	83.10	53.95
营业利润	77.02	74.37	123.56	75.07	50.83
归属母公司净利润	74.87	122.18	83.19	71.07	48.90
获利能力 (%)					
毛利率	43.48	43.05	42.77	41.85	41.43
净利率	21.37	27.15	23.24	21.71	21.00
ROE	22.82	19.99	28.98	36.81	40.33
ROIC	30.30	24.28	41.51	56.07	70.70
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.98	57.58	67.28	74.37	76.49
净负债比率 (%)	8.54	0	0	0	0
流动比率	1.33	1.53	1.27	1.17	1.18
速动比率	0.62	0.87	0.57	0.47	0.48
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.44	0.51	0.55	0.54
应收账款周转率	3.36	4.14	4.12	3.92	3.72
应付账款周转率	2.03	1.74	1.80	1.73	1.61
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.36	0.65	1.12	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.53	0.86	1.19	1.42
每股净资产(最新摊薄)	0.70	1.78	2.26	3.04	4.13
估值比率					
PE (倍)	212.30	95.55	52.16	30.49	20.48
PB (倍)	48.45	19.10	15.12	11.22	8.26
EV_EBITDA (倍)	165.17	98.22	46.51	26.43	17.69

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com