

公司研究/首次覆盖

2017年03月12日

机械设备/专用设备 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 69.76  
合理价格区间(元): 75~84

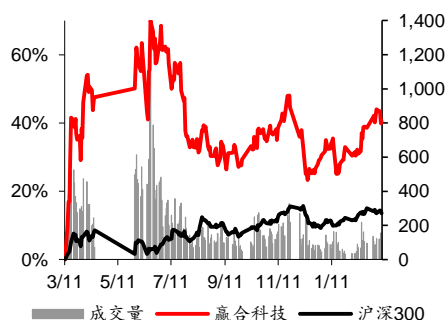
**肖群稀** 执业证书编号: S0570512070051  
研究员 0755-82492802  
xiaoqunxi@htsc.com

**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

## 领先的锂电智能生产整线方案提供商

### 赢合科技(300457)

**预计 2017-2020 年 5 家龙头电芯厂商产能将达 150 GWh, 复合增速 46%**  
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。预计 5 家主导厂商将继续扩产, 进一步强化优势地位。预计 2020 年前 5 家的市场份额将从 2016 年的 49% 提升到 60% 以上, 市场份额向龙头企业集中。到 2020 年 5 家主导厂商累计产能将达到 152 GWh, 2016~2020 年复合增速 46%; 2017 年前 5 家累计产能将达到 60 GWh, 同比增长 77%。

**预计 2017~2020 年 5 家电芯厂商设备需求 500 亿, 设备企业强者恒强**  
预计前 5 家电池厂商 2017~2020 年设备累计需求 500 亿。随着锂电池行业市场份额进一步向优势企业集中, 锂电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。绑定大客户, 拥有核心技术和优秀服务力的龙头设备商的竞争优势将继续扩大。

**赢合科技：“整线设备+硬件智能+软件控制”，引领锂电智能生产线**  
公司是产品线最丰富的锂电设备商, 收购雅康强化整线制造能力。主要客户为国轩、沃特玛、力神等国内一线锂电生产商, 正积极开拓 CATL、比亚迪两大龙头。公司 2015 年首推锂电整线设备“交钥匙”工程, 提供业内唯一的锂电制造设备整线生产方案。公司立足自身在运营、渠道和后段设备方面的优势, 结合雅康产品技术和研发能力突出的特点, 有望在锂电智能制造领域赢得先机。公司 IPO 募投项目均已投产, 预计未来几年内仍有持续扩产计划。

**首次覆盖给予“增持”评级**  
公司已经于 2017 年 2 月完成对东莞雅康的收购, 考虑雅康业绩承诺 2016~2018 年业绩为 3900、5200、6500 万元, 我们预计公司 2016~2018 年收入为 8.5、16 和 24.7 亿元, 归母净利润分别为 1.2、2.3 和 3.6 亿元, EPS 分别为 0.97、1.87 和 2.93 元, PE 为 70、36 和 23 倍。考虑到公司未来三年 50% 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 75~84 元。

风险提示: 国家行业政策变化导致电芯厂商扩产进度不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	123.96
流通 A 股 (百万股)	55.60
52 周内股价区间 (元)	48.00-81.53
总市值 (百万元)	8,355
总资产 (百万元)	1,730
每股净资产 (元)	4.83

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)	225.01	365.17	850.49	1,595	2,473
+/-%	6.55	62.29	132.90	87.56	55.03
净利润 (百万元)	50.52	60.23	120.20	232.18	363.30
+/-%	0.35	19.21	99.58	93.16	56.47
EPS (元)	0.41	0.49	0.97	1.87	2.93
PE (倍)	165.97	139.22	69.76	36.11	23.08

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

2016-2020年5家电芯厂商产能复合增速46%，龙头企业强者愈强.....	4
2020年前5家电池厂商了累计产能预计为152GWh，5年复合增速46%.....	4
预计前5家电池厂商2017~2020年设备累计需求500亿.....	6
马太效应显现，市场份额向优势设备企业集中，智能化趋势显著.....	6
赢合科技：锂电智能生产线引领者.....	9
产品线最丰富的锂电设备厂商，收购雅康强化整线制造能力.....	9
高端客户数量稳步提升，渗透率仍有可提升空间.....	11
技术研发能力行业领先，迈向锂电智能制造.....	12
募投项目达产，有继续扩产计划.....	12
盈利预测与投资评级.....	13
盈利预测.....	13
投资评级.....	13
PE/PB – Bands.....	13
风险提示.....	14

## 图表目录

图表 1：汽车动力电池行业规范新老对比.....	4
图表 2：国内主要电芯厂商产能扩张计划（GWh）.....	4
图表 3：2017年2月我国主要动力电池企业产能统计（GWh）.....	5
图表 4：2016-2020年国内主要电芯厂商产能占比趋势.....	5
图表 5：国内主要电芯厂商产能扩张计划（GWh）.....	6
图表 6：年产1GWh动力锂离子电池的投资构成.....	6
图表 7：锂电设备行业格局.....	6
图表 8：锂电池生产线.....	7
图表 9：锂电设备布局情况.....	7
图表 10：我国锂电生产自动化率.....	8
图表 11：我国锂电设备国产比率.....	8
图表 12：赢合科技主营产品.....	9
图表 13：赢合科技历年营业收入(亿元、左轴)及增速(右轴).....	9
图表 14：赢合科技历年归母净利润(亿元、左轴)及增速(右轴).....	9
图表 15：赢合科技分产品收入(亿元).....	10
图表 16：赢合科技历年毛利率与净利率变化情况.....	10
图表 17：2014~2018年东莞雅康归母净利润及增速.....	10
图表 18：东莞雅康历年毛利率与净利率变化情况.....	10
图表 19：2017年2月赢合科技股权结构.....	11
图表 20：赢合科技锂电设备的主要客户和拓展中的客户.....	11
图表 21：国轩高科、沃特玛、力神扩张电池产能对锂电设备的需求.....	12

图表 22: 行业重点公司估值对比 .....	13
图表 23: 赢合科技历史 PE-Bands .....	13
图表 24: 赢合科技历史 PB-Bands .....	13

## 2016-2020年5家电芯厂商产能复合增速46%，龙头企业强者愈强

### 2020年前5家电池厂商了累计产能预计为152GWh，5年复合增速46%

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

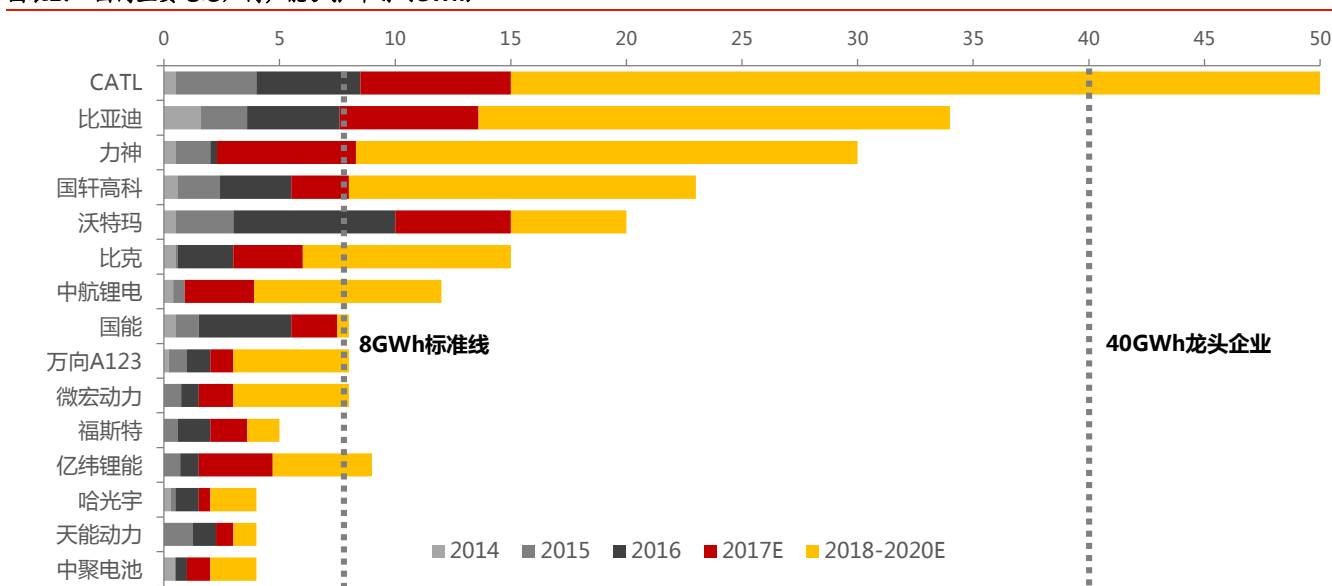
		新规	旧规	上升幅度
单体企业	动力锂离子电池	8GWh	0.2GWh	40倍
	动力镍氢电池	0.1GWh	0.01GWh	10倍
	超级电容器	0.01GWh	0.005GWh	2倍
系统企业		8万套	1万套	8倍
		4GWh	0.2GWh	20倍

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

按照厂商产能规划，2020年产能有可能超过40GWh的企业有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。

图表2：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

预计 5 家主导厂商将继续扩产，到 2020 年 5 家主导厂商累计产能将达到 152 GWh，2016~2020 年复合增速 46%；2017 年前 5 家累计产能将达到 60 GWh，同比增长 77%。按照 CATL 产能规划，其产能将从 2016 年的 8.5 GWh 增加到 2020 年 50 GWh，年复合增速 55%。

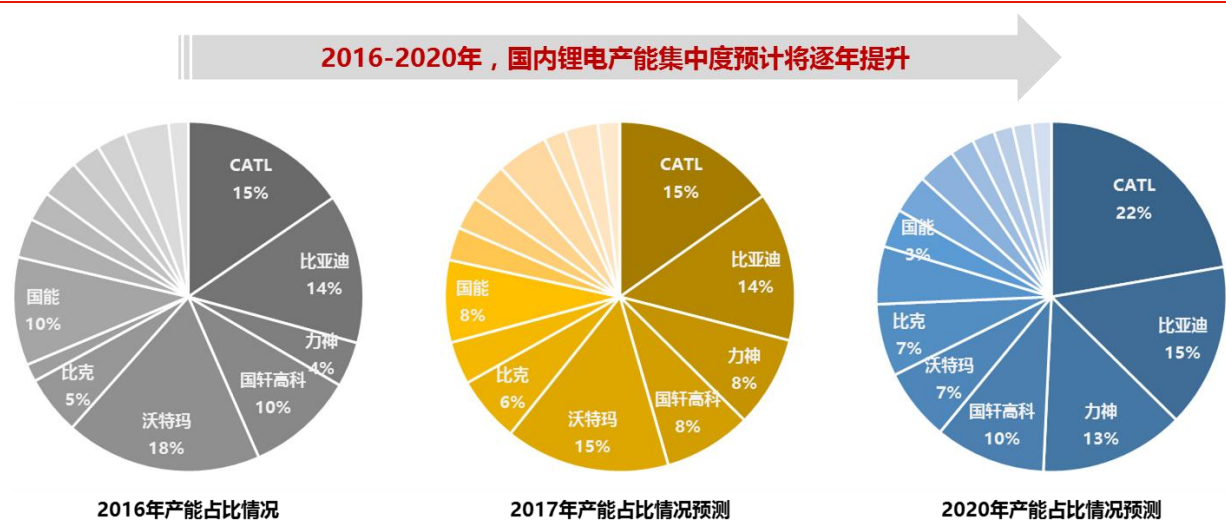
图表3： 2017年2月我国主要动力电池企业产能统计（GWh）

电芯厂商	2014	2015	2016	2017E	2020E	2016~2020年复合增速
CATL	0.5	4	8.5	15	50	56%
比亚迪	1.6	3.6	7.6	13.6	34	45%
力神	0.5	2	2.3	8.3	30	90%
国轩高科	0.6	2.4	5.5	8	23	43%
沃特玛	0.5	3	10	15	15	11%
前5家合计	3.7	15	34	60	152	46%
比克	0.5	0.6	3	6	15	50%
中航锂电	0.4	0.9	0.9	3.9	12	91%
国能	0.5	1.5	5.5	7.5	8	10%
万向 A123	0.2	1	2	3	8	41%
微宏动力	0	0.75	1.5	3	8	52%
福斯特	0	0.6	2	3.6	5	26%
亿纬锂能	0	0.7	1.5	4.7	4.7	33%
哈光宇	0.3	0.5	1.5	2	4.7	28%
天能动力	0	1.25	2.25	3	4	15%
中聚电池	0.5	0.5	1	2	4	41%
其它	2.2	6	13.5	20.5	24	15%
总计	8.3	29.3	68.55	119.1	249.4	38%

资料来源：高工产研锂电研究所（GGII），华泰证券研究所

市场份额向龙头企业集中，预计前 5 家的市场份额将从 2016 年的 49% 提升到 60% 以上。

图表4： 2016-2020年国内主要电芯厂商产能占比趋势

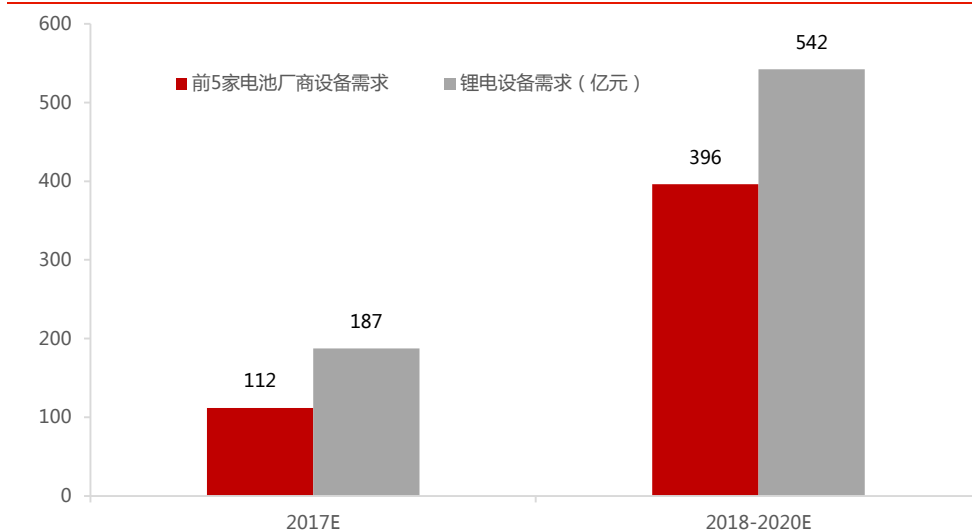


资料来源：高工产研锂电研究所（GGII），华泰证券研究所

## 预计前5家电池厂商2017~2020年设备累计需求500亿

根据前5家电池厂商披露的产能投放计划，到2020年累计电池产能将达到152 GWh，2017~2020年累计新增118 GWh，年均约新增30 GWh。按照每1GWh产能设备投资4.3亿元计算，2017~2020年锂电设备累计需求为500亿人民币，年均需求120亿元。预计2017年新增电池产能44GWh，对应锂电设备累计市场需求约180亿元人民币。

图表5：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6：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%
<b>合计</b>	<b>6.18-8.70</b>	<b>100%</b>

资料来源：高工产研锂电研究所（GGII），华泰证券研究所

## 马太效应显现，市场份额向优势设备企业集中，智能化趋势显著

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。

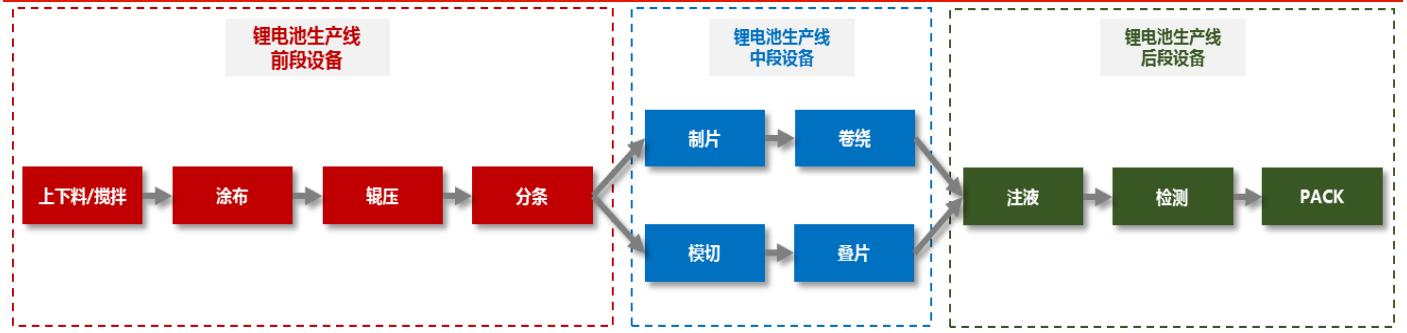
图表7：锂电设备行业格局

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、海裕锂电、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。目前国内只有赢合科技和先导智能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8： 锂电池生产线



资料来源：GGII，华泰证券研究所

图表9： 锂电设备布局情况

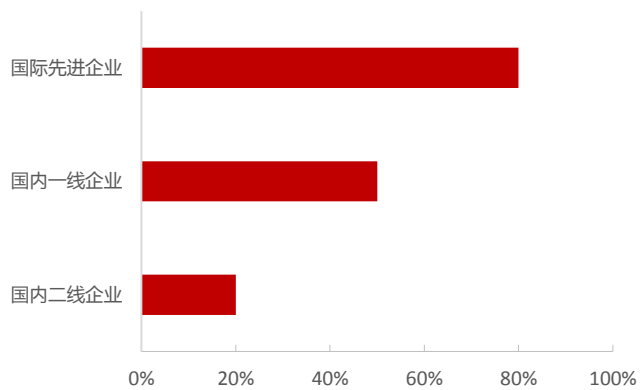
锂电设备厂商	搅拌机	涂布机	辊压机	分条机	卷绕机	叠片机	焊接设备	注液机	检测设备	PACK 自动化设备
赢合科技	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
先导智能				●	●	●	●	●	○	○
新嘉拓		●								
科恒股份 (浩能科技)		●		●	●					
力合股份 (华冠电子)					●					
正业科技									●	
七星电子	●	●		●						

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：**

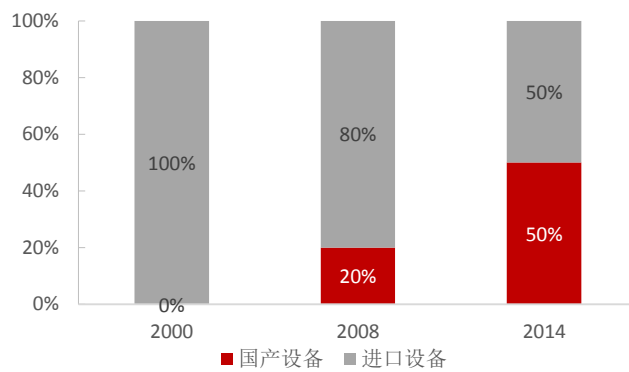
- 1) 低端产能面临替换。**我国锂电池制造行业将迎来产业整合，低端产能逐步被淘汰，高端产品市场份额会进一步扩大，锂电产能将会出现高端替换低端的过程。
- 2) 设备自动化升级需求明显。**一方面政府不断提高锂电池行业准入标准，对锂电产品的安全性和一致性有更高要求，另一方面各厂商的产能不断扩大，规模化生产必须依赖高度自动化、智能化设备。目前国内锂电池一线厂商自动化率约为 50%，二线厂商仅为 20%，对比国际一流厂商近 80%的自动化率，仍有较大提升空间。
- 3) 锂电设备的国产替代需求强烈。**我国锂电设备依赖进口，成本高，回收期长。随着锂电池产业规模不断扩大，其价格也相对下降，企业利润被不断压缩。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在进口替代的浪潮中胜出。

图表10: 我国锂电生产自动化率



资料来源: GGII, 华泰证券研究所

图表11: 我国锂电设备国产比率



资料来源: GGII, 华泰证券研究所

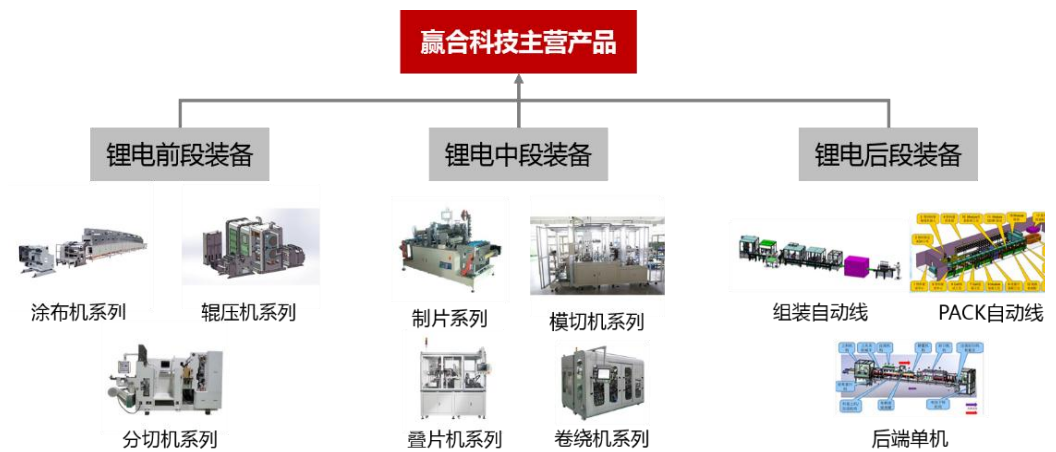


## 赢合科技：锂电智能生产线引领者

### 产品线最丰富的锂电设备厂商，收购雅康强化整线制造能力

公司是锂电池设备行业内独家整线解决方案提供商。公司成立于2006年，是一家以锂离子电池自动化生产设备的研发与生产为核心的装备制造企业，公司经过多年经营积累，已掌握锂电生产的涂布、辊压、分切、制片、卷绕、模切、叠片等关键设备的核心技术。2015年公司首推锂电整线设备“交钥匙”工程，提供业内唯一的锂电制造设备整线生产方案。公司也是全球首家完成锂电、镍氢动力电池产业双布局的制造设备企业。

图表12：赢合科技主营产品

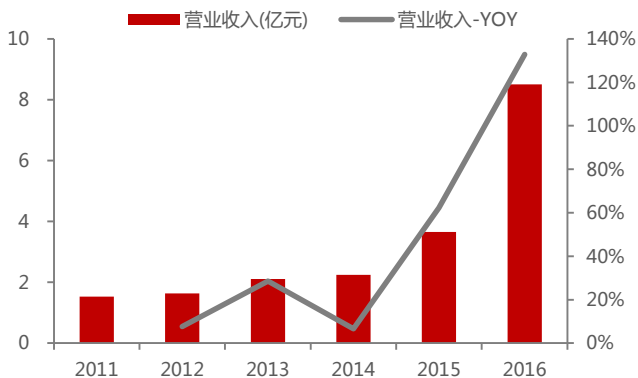


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**2016年业绩符合预期，盈利同比翻一倍。**2011~2015年公司业绩持续增长，营业收入复合增速约为24%，归母净利润复合增速约为17%，2016年公司收入8.50亿元，同比增长约133%，归母净利润达到1.23亿元，同比增长约105%。公司锂电设备的销售规模迅速扩大，得益于锂电下游行业高度景气以及公司成功推行整线交付的商业模式。

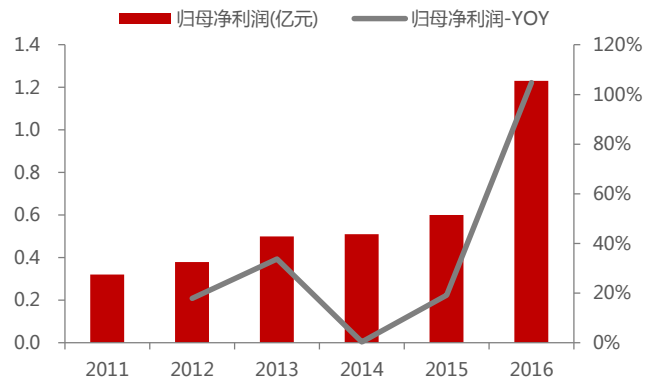
**毛利率和净利率保持平稳。**2011-2014年，公司毛利率与净利率分别维持在40%与20%左右。2015年毛利率为34.57%，略有下滑，主因是公司开始尝试整线订单，首单毛利率较低，后续整线订单毛利率已经恢复正常水平，2016年前三季度毛利率已回升至40%的水平。未来随着设备行业标准化的深入，公司的盈利水平有望获进一步提升。

图表13：赢合科技历年营业收入(亿元、左轴)及增速(右轴)



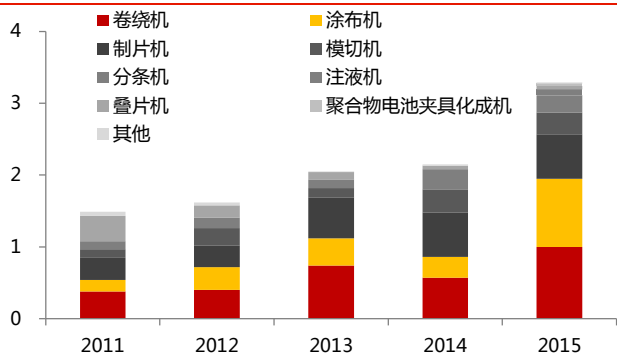
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14：赢合科技历年归母净利润(亿元、左轴)及增速(右轴)



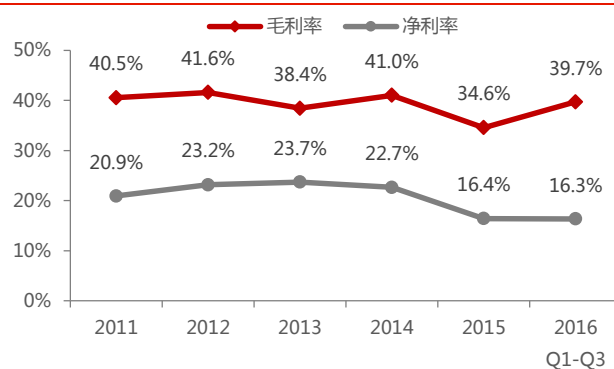
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表15: 赢合科技分产品收入(亿元)**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

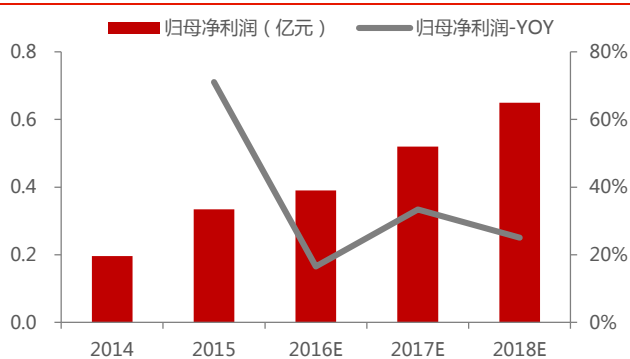
**图表16: 赢合科技历年毛利率与净利率变化情况**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

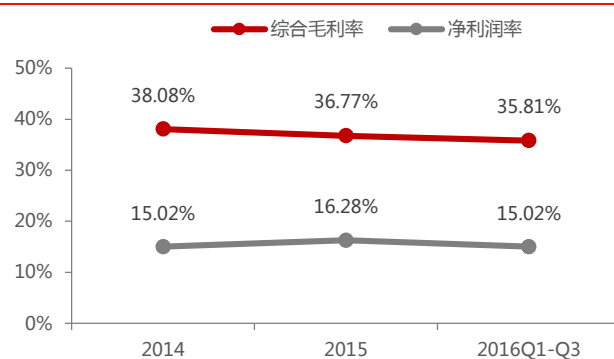
**成功收购东莞雅康, 夯实公司进军锂电智能生产线提供商的基础。**雅康在业内率先投入设备研究领域, 在企业的发展过程中始终以技术为导向。公司产品覆盖涂布、辊压、分切、制片模切及卷绕叠片环节, 技术性能达到世界先进水平, 可替代韩国、日本进口设备。从布局上看, 雅康侧重前段设备, 赢合优势在于运营、渠道和后段设备。收购雅康将实现双方的强强联合, 充分发挥双方在品牌、技术、研发、渠道、客户、供应商之间的协同效应, 强化公司为客户提供一体化解决方案的能力。

**图表17: 2014~2018年东莞雅康归母净利润及增速**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 2016-2018年净利润参考雅康业绩承诺

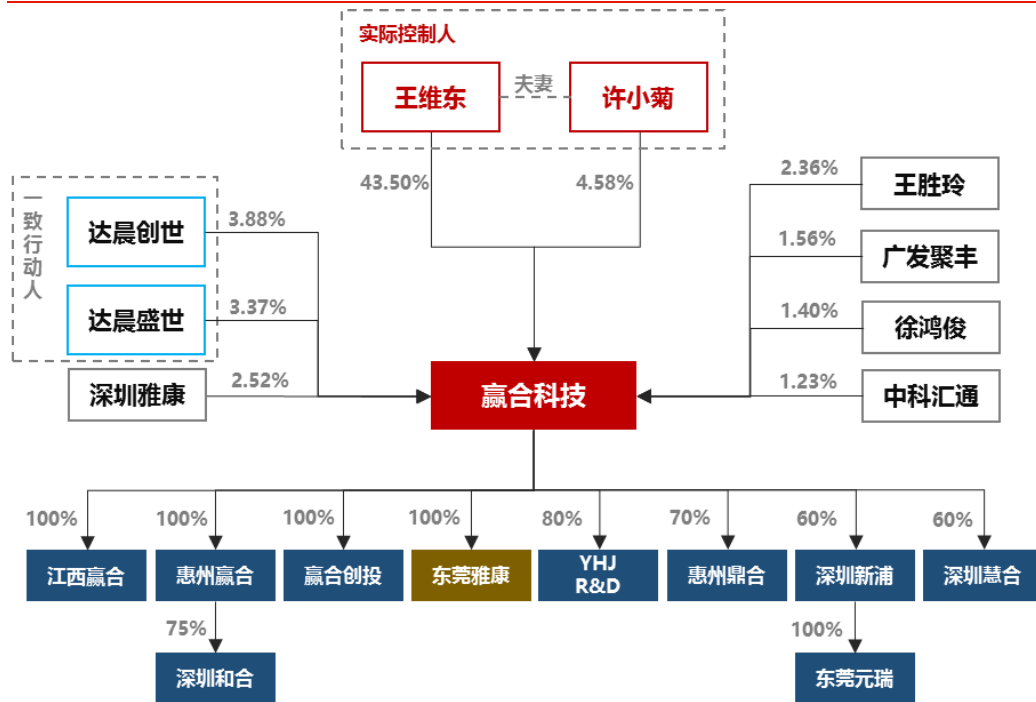
**图表18: 东莞雅康历年毛利率与净利率变化情况**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**公司股权集中度较高, 下辖五个事业群。**截至2017年2月27日, 赢合科技的前两大股东兼实际控制人为王维东先生和许小菊女士, 二人是夫妻关系, 合计持股比例为48.08%。公司有10家直接或间接控股子公司, 下设五个事业群, 分别负责不同的产品线: 锂电前段装备事业群、动力电池中段装备事业群、数码电池中段装备事业群、慧合智能科技(智能化装备)与鼎合智能装备(锂电后段设备装备)。

图表19： 2017年2月赢合科技股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

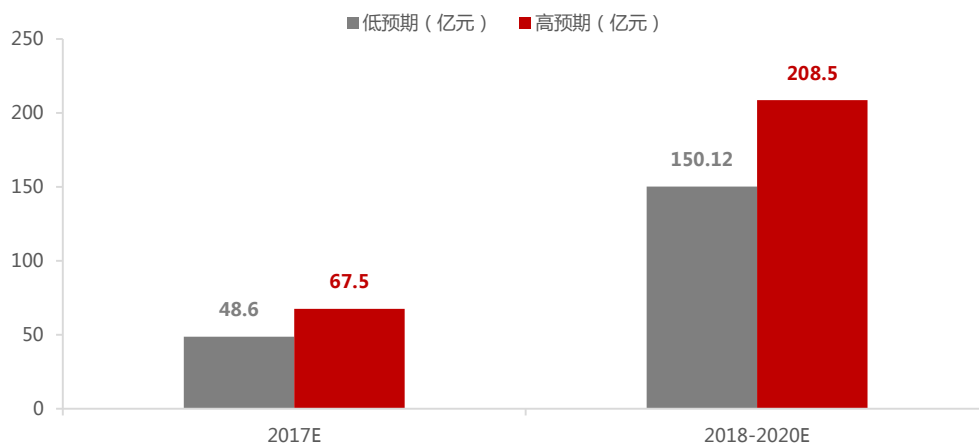
### 高端客户数量稳步提升，渗透率仍有可提升空间

实施大客户战略持续开拓高端客户。公司致力于成为中高端锂电设备提供商，从2015年开始实施大客户战略，坏账持续走低。公司在维护国轩高科、沃特玛等大客户的基础上，于2015-2016年拓展了天津力神、中航锂电等新客户。公司后续重点开发对象仍是比亚迪、CATL等锂电池龙头。在收购雅康后，公司有望凭借后者在涂布机产品上的优势，进一步加强和比亚迪、光宇等厂商的合作。

图表20： 赢合科技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

**图表21： 国轩高科、沃特玛、力神扩张电池产能对锂电设备的需求**


资料来源：高工产研锂电研究所（GGII），EV世纪，华泰证券研究所

### 技术研发能力行业领先，迈向锂电智能制造

**注重研发投入，稳固技术优势。**公司每年研发投入比例超过5%，目前已经在日本设立研究中心（YHJ R&D）。日本的自动化技术处于国际前列，在日本设立研究中心有望推动公司的整线创新。同时，研究中心直接采购日本的标准化零件产品，可降低30%-40%的采购成本。对雅康的收购，也将快速提升公司的研发实力。

截至2016年09月30日，公司已获得49项发明专利授权、92项实用新型专利授权、1项外观设计专利授权、1项香港注册专利。公司专利和专利申请权涵盖涂布、分切、电芯卷绕制片、电芯叠片模切等锂电制造主要环节。

**锂电设备工业4.0布局，具备整线解决方案优势。**相比行业内单一设备企业，公司具有明显的产品线优势。公司在现有的锂电产线自动化技术基础上，结合MES技术、锂电产线视觉控制技术以及锂电产线智能机器人，实现“整线设备+硬件智能+软件控制”的智能化解决方案。借助向智能制造转变，公司有望进一步提升竞争力和盈利水平。

### 募投项目达产，有继续扩产计划

公司投资2.04亿的“年产700套锂电自动化生产设备项目”已于2016年投产。考虑到锂电池行业快速持续的发展，公司明确表达出2017年继续扩大产能的意愿，现有产能可支撑10亿多的产值，已不足应对未来的发展增速。

## 盈利预测与投资评级

### 盈利预测

#### 关键假设：

- 1) 收入：公司大客户国轩、沃特玛、力神的合计产能从2016年的17.8GWh提升到2017年的31.3GWh，2020年扩产到73GWh。赢合科技在三家企业的订单份额不变。
- 2) 毛利率：整线订单毛利率已经恢复正常水平，涂布机技术壁垒高，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。

公司已经于2017年2月完成对东莞雅康的收购，考虑到雅康业绩承诺2016~2018年业绩为3900、5200、6500万元，我们预计公司2016~2018年收入为8.5、16和24.7亿元，归母净利润分别为1.2、2.3和3.6亿元，EPS分别为0.97、1.87和2.93元，PE为70、36和23倍。

### 投资评级

考虑到公司未来三年50%的复合增长率，参考行业同类公司的估值水平，我们认为公司40~45倍估值合理，对应2017年目标价75~84元。首次覆盖给予“增持”评级。

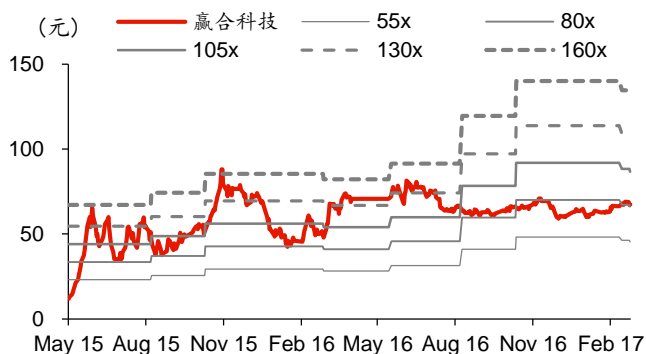
图表22：行业重点公司估值对比

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
300457	赢合科技	83.79	8.50	1.23	0.45	1.0	1.87	2.9	124	70	36	23	3.91
300450	先导智能	146.3	10.35	0.87	1.65	0.65	1.12	1.66	102	52	32	20	7.2
300340	科恒股份	59.2	7.87	0.33	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

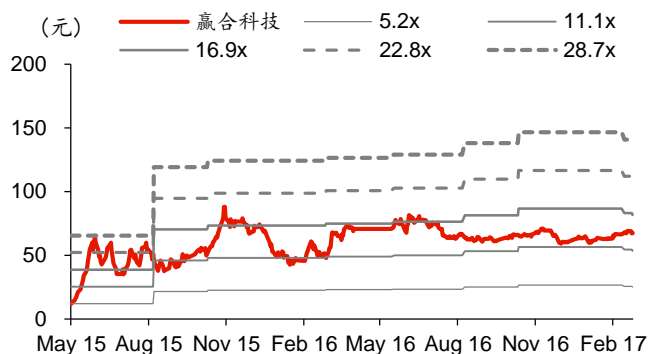
## PE/PB – Bands

图表23：赢合科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表24：赢合科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 风险提示

**宏观经济波动导致市场需求下滑。**公司所处的锂电设备行业与下游锂离子电池的市场需求和电芯厂商的产能投资密切相关。如果外部经济环境出现不利因素，可能对锂离子电池及锂电设备需求产生影响。

**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。

## 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	265.01	485.43	962.80	1,772	2,700
现金	50.19	81.05	65.62	73.34	69.48
应收账款	70.04	143.35	294.14	567.25	886.57
其他应收账款	4.63	26.93	47.10	97.99	146.91
预付账款	6.58	36.29	60.99	118.26	191.48
存货	74.03	136.73	314.78	592.38	917.34
其他流动资产	59.54	61.07	180.18	323.18	487.72
非流动资产	268.27	491.87	489.95	464.43	436.95
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	39.24	167.19	213.81	224.90	218.22
无形资产	64.89	63.41	60.29	57.18	54.06
其他非流动资产	164.15	261.27	215.85	182.36	164.66
资产总计	533.28	977.30	1,453	2,237	3,136
流动负债	182.75	353.96	659.71	1,142	1,724
短期借款	30.00	48.00	78.19	103.87	135.95
应付账款	55.38	110.80	247.82	470.15	726.11
其他流动负债	97.37	195.15	333.70	567.99	862.29
非流动负债	97.81	102.19	163.94	126.53	127.26
长期借款	78.77	75.88	105.32	105.32	105.32
其他非流动负债	19.04	26.31	58.62	21.22	21.95
负债合计	280.56	456.14	823.64	1,269	1,852
少数股东权益	0.00	4.06	3.51	2.46	0.82
股本	58.50	117.00	117.00	123.96	123.96
资本公积	42.53	188.18	188.18	312.62	312.62
留存公积	151.69	211.92	320.42	529.25	847.44
归属母公司股	252.73	517.10	625.60	965.83	1,284
负债和股东权益	533.28	977.30	1,453	2,237	3,136

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	30.65	17.77	(33.08)	(100.46)	25.06
净利润	50.52	59.95	119.66	231.13	361.65
折旧摊销	7.57	12.18	19.69	23.63	25.60
财务费用	3.72	5.99	10.39	13.79	15.87
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(31.65)	(69.78)	(226.65)	(367.51)	(421.00)
其他经营现金	0.50	9.42	43.84	(1.50)	42.93
投资活动现金	(112.98)	(233.85)	(10.96)	(0.02)	(0.02)
资本支出	110.78	187.07	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	10.94	0.00	0.00
其他投资现金	(2.19)	(46.78)	(0.02)	(0.02)	(0.02)
筹资活动现金	96.05	240.95	28.60	108.19	(28.89)
短期借款	0.00	18.00	30.19	25.68	32.08
长期借款	78.77	(2.89)	29.43	0.00	0.00
普通股增加	0.00	58.50	0.00	6.96	0.00
资本公积增加	0.00	145.65	0.00	124.44	0.00
其他筹资现金	17.28	21.69	(31.02)	(48.89)	(60.97)
现金净增加额	13.73	24.86	(15.43)	7.72	(3.86)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	225.01	365.17	850.49	1,595	2,473
营业成本	132.70	238.94	552.82	1,037	1,607
营业税金及附加	1.90	2.96	6.90	12.94	20.06
营业费用	9.68	13.32	42.52	70.71	111.06
管理费用	28.81	50.89	102.06	203.85	314.37
财务费用	3.72	5.99	10.39	13.79	15.87
资产减值损失	1.87	8.91	18.58	15.36	16.43
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	46.32	44.17	117.22	241.67	387.77
营业外收入	10.64	23.31	17.53	18.31	18.88
营业外支出	0.06	0.21	0.17	0.16	0.17
利润总额	56.91	67.27	134.58	259.81	406.48
所得税	6.39	7.32	14.92	28.68	44.83
净利润	50.52	59.95	119.66	231.13	361.65
少数股东损益	0.00	(0.27)	(0.54)	(1.05)	(1.64)
归属母公司净利润	50.52	60.23	120.20	232.18	363.30
EBITDA (倍)	57.61	62.35	147.29	279.09	429.24
EPS (最新摊薄)	0.41	0.49	0.97	1.87	2.93

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	6.55	62.29	132.90	87.56	55.03
营业利润	7.31	(4.63)	165.36	106.17	60.46
归属母公司净利润	0.35	19.21	99.58	93.16	56.47
获利能力 (%)					
毛利率	41.02	34.57	35.00	35.00	35.00
净利率	22.45	16.49	14.13	14.56	14.69
ROE	19.99	11.65	19.21	24.04	28.29
ROIC	13.60	8.42	15.85	22.24	26.15
偿债能力					
资产负债率 (%)	52.61	46.67	56.70	56.71	59.04
净负债比率 (%)	38.77	31.69	23.71	16.49	13.03
流动比率	1.45	1.37	1.46	1.55	1.57
速动比率	1.05	0.98	0.98	1.03	1.03
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.48	0.70	0.86	0.92
应收账款周转率	3.10	3.04	3.45	3.28	3.02
应付账款周转率	2.58	2.88	3.08	2.89	2.69
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.49	0.97	1.87	2.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.14	(0.27)	(0.81)	0.20
每股净资产(最新摊薄)	2.04	4.17	5.05	7.79	10.36
估值比率					
PE (倍)	165.97	139.22	69.76	36.11	23.08
PB (倍)	33.18	16.22	13.40	8.68	6.53
EV_EBITDA (倍)	142.86	131.99	55.87	29.49	19.17

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