

动力锂电池精密结构件龙头 CATL+BYD 产业链稀缺标的

投资要点

- **国内动力锂电池精密结构件龙头。**公司以便携式锂电池结构件起家,后逐渐切入汽车结构件和动力及储能锂电池结构件。公司近年来凭借深厚技术和客户资源积累,顺应新能源汽车高速发展趋势,动力电池结构件业务发展迅猛,主要客户包括CATL、BYD、力神、中航锂电、LG等,是我国动力锂电池精密结构件龙头企业。
- **动力锂电池结构件具有较高壁垒。**动力锂电池精密结构件需要结合部分汽车结构件的技术标准要求进行设计和生产,优质大客户尤其是国际一线客户在确定精密结构件供应商前,一般会经过3到5年时间的技术和产品磨合。由于认证周期长、前期模具开发成本高,供应商的替代成本较高,客户与供应商通常深度合作,该行业具有较高的技术壁垒。
- **产品定位高端,受益动力锂电池行业结构化大发展。**若2020年我国新能源汽车产销量达200万辆,则未来3年仍有40%以上的复合增长。政府近期出台一系列文件鼓励大型电池厂商的发展,未来行业集中度有望进一步提升。公司最大的客户是CATL、BYD、力神、中航锂电、LG、松下等,未来将最大程度享受新能源汽车发展红利。
- **盈利预测与投资建议。**预计2017-2019年EPS分别为2.60元、3.83元、5.63元,未来三年归母净利润复合增长率为50.2%。考虑公司质地优良,所处行业快速发展,产品、客户定位高端,看好公司长期发展,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:**新能源汽车发展不及预期的风险,行业竞争加剧的风险等。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1455.31	2056.40	3012.76	4516.83
增长率	28.45%	41.30%	46.51%	49.92%
归属母公司净利润(百万元)	232.67	363.79	536.11	787.72
增长率	50.61%	56.36%	47.37%	46.93%
每股收益EPS(元)	1.66	2.60	3.83	5.63
净资产收益率ROE	23.33%	27.36%	29.52%	31.12%
PE	70	45	30	21
PB	16.34	12.26	8.97	6.44

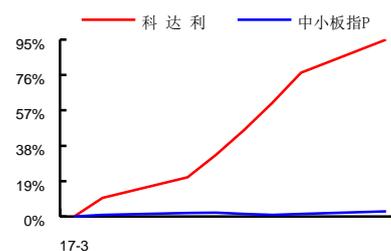
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖
执业证号: S1250513090001
电话: 023-63786561
邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 王志琦
电话: 021-68415130
邮箱: wzz@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)	1.40
流通A股(亿股)	0.35
52周内股价区间(元)	54.29-105.8
总市值(亿元)	148.12
总资产(亿元)	17.23
每股净资产(元)	8.86

相关研究

1 公司概况：动力锂电池精密结构件龙头

公司成立于 1996 年，以便携式锂电池结构件起家，后逐渐切入汽车结构件和动力及储能锂电池结构件，产品广泛应用于 3C、新能源汽车、储能电站、电动工具等众多领域。公司近年来凭借深厚技术和客户资源积累，顺应新能源汽车高速发展趋势，动力电池结构件业务发展迅猛，主要客户包括 CATL、BYD、力神、中航锂电、LG 等，是我国动力锂电池精密结构件龙头企业。

图 1：公司主营业务构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：2016 年公司前五大客户



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司控股股东、实际控制人为励建立及励建炬先生，二人为兄弟关系，合计持有公司 70% 的股权。此外，大业盛德为员工持股平台，持有公司 6.9% 的股权，覆盖公司高管及核心员工共 47 人，有助于提升公司凝聚力和核心竞争力。

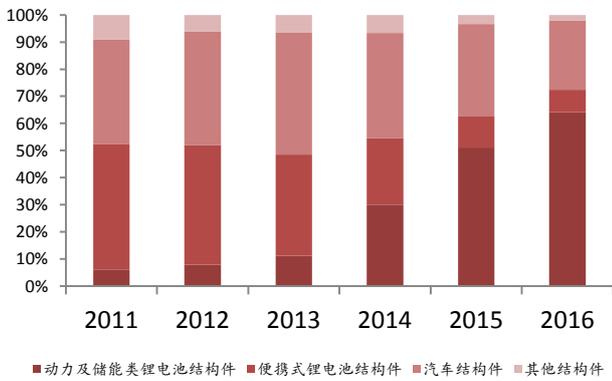
图 3：公司股权结构



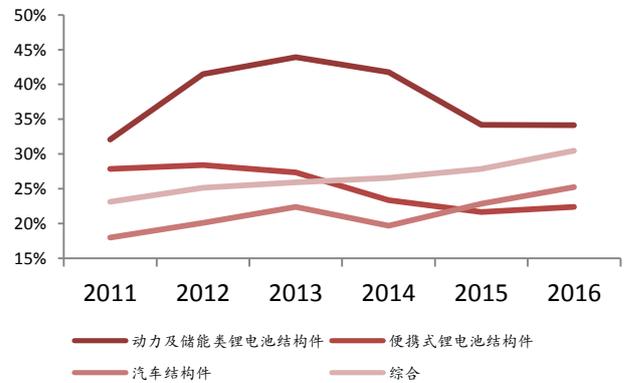
数据来源：公司公告，西南证券整理

动力锂电池结构件贡献 6 成以上营业收入。公司主营业务由动力锂电池结构件、便携式锂电池结构件和汽车结构件组成。由于近年来新能源汽车爆发，动力锂电池出货量快速增长，公司动力电池结构件业务发展迅猛，由 2014 年的 2.02 亿迅速增长到 2016 年的 9.34 亿，收入占比也从 2011 年的 6.1% 提升至 64.1%，成为支撑公司快速发展的主要动力。在公司 3

大业务板块中，动力锂电池结构件毛利率最高，近两年均为 34.2%。随着动力锂电池结构件收入占比提高，公司毛利率也在不断上升。

图 4：各类产品收入占总营收比重


数据来源：Wind，西南证券整理

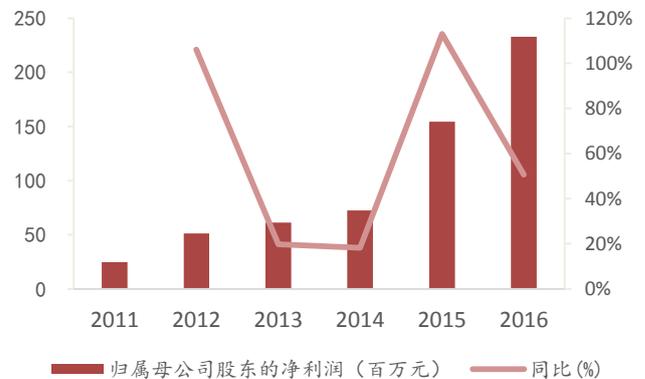
图 5：公司历年来毛利率变化情况


数据来源：Wind，西南证券整理

营收和净利润近年来快速增长。受益于动力电池结构件爆发式增长，公司营收和归母净利润处于快速增长阶段。2016 年，公司实现营收 14.6 亿元，同比增长 28.3%；实现归母净利润 2.3 亿元，同比增长 50.6%。2012-2016 年，公司归母净利润复合增速为 56.3%。预计募投项目的开展将进一步扩充产能，以满足下游不断扩张的需求，为公司业绩的持续增长打开空间。

图 6：公司 2011 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2011 年以来归母净利润及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

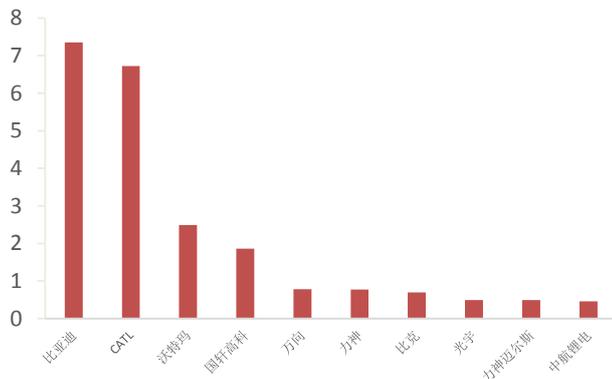
2 产品定位高端，受益动力锂电池行业结构化大发展

2.1 新能源汽车快速发展，动力锂电池行业面临分化

新能源汽车发展大势所趋。根据高工锂电数据，中国新能源汽车产量从 2011 年的 0.8 万辆高速增长到 2016 年的 51.7 万辆，复合增长率达 130.2%。受新能源汽车骗补核查、准入门槛提升等影响，2016 年我国新能源汽车产销量增速大幅下滑，然而随着补贴落地、新目录陆续推出，新能源汽车销量有望重回稳定高速增长。根据《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020 年)》、《十三五国家战略性新兴产业发展规划》等多个重要文件，2020 年我国新能源汽车产销量将达到 200 万辆，未来 4 年复合增速为 40%。在“2017 电动汽车百人会论坛”上，工信部部长苗圩表示，2020 年国内新能源汽车产量要达到 200 万辆，2025 年在新车销量中的份额要达到 20%，新能源汽车快速发展仍是大势所趋。

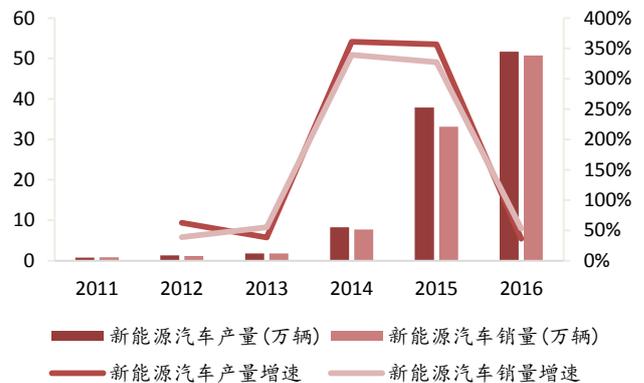
动力锂电池出货量快速增长，行业面临结构性分化。随新能源汽车发展，动力电池出货量从 2011 年的 0.6GWH 快速增长至 2016 年的 30.5GWH。其中，CR3（比亚迪、CATL、国轩高科）出货量达到 17GWH，占全部出货量的 55.8%，锂电池行业市场集中度已经开始快速提升。根据工信部数据，2016 年我国动力电池产能为 100gwh，总体产能严重过剩，然而高端电池仍供不应求。国家陆续出台文件，扶持动力电池龙头企业发展：根据《四部委动力电池发展规划》，2020 年将形成产销规模在 40GWH 以上，具有国际竞争力的龙头企业；根据《汽车动力电池行业规范条件（2017 年）》（征求意见稿），动力电池企业门槛大幅提高到 8gwh。可以预见，未来中国动力锂电池市场将进一步向优势企业和龙头企业集中。

图 8：2016 年主要厂商动力锂电池出货量



数据来源：第一电动网，西南证券整理

图 9：中国新能源汽车产销量及增速



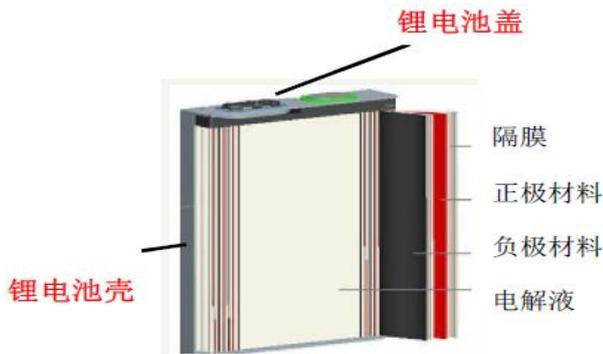
数据来源：高工锂电，西南证券整理

2.2 绑定优质客户，最大程度享受新能源汽车发展红利

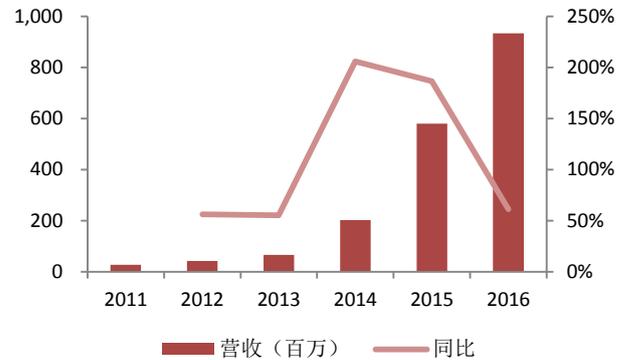
精密结构件是动力锂电池重要组成部分，具有较高技术壁垒。锂电池由正极材料、负极材料、隔膜、电解液和精密结构件等组成，其中精密结构件主要为铝/钢壳、盖板、连接片等，是锂电池及锂电池组的重要部件，对锂电池的安全性、密闭性、能源使用效率等都具有直接影响。公司现有核心技术包括锂电池安全防爆技术、高低温状态下结构件密封技术、高强度摩擦焊接技术、动力电池铝壳深度拉伸技术等。

动力锂电池精密结构件需要结合部分汽车结构件的技术标准要求进行设计和生产，仅少数同时满足产品高度精密性、一致性要求的大型精密结构件生产厂商能与国内外领先汽车厂商进行相应产品的联合开发和配套供应。优质大客户尤其是国际一线客户在确定精密结构件供应商前，一般会经过 3 到 5 年时间的技术和产品磨合，以确保符合自己的品质和技术标准。由于认证周期长、前期模具开发成本高，供应商的替代成本较高，客户与供应商通常具有长期稳固、高度信任的合作关系。

产品定位高端，大客户战略促动力电池结构件爆发式增长。公司与国内领先厂商包括 BYD、CATL、力神、中航锂电、亿纬锂能，以及国际一线客户如三星、LG、松下等建立长期稳定的战略合作关系，产品广泛应用于比亚迪、宇通、宝马、腾势、北汽等知名品牌电动车。2016 年公司前五大客户分别为 ATL (含 CATL)、BYD、中航锂电、力神、LG，其中 BYD、ATL (含 CATL) 合计占公司主营收入的 77.7%。在动力锂电池行业高速发展的背景下，与下游行业龙头的绑定，使公司最大程度的享受行业发展红利，将支撑公司动力锂电池结构件业务高速增长。

图 10：精密结构件是动力锂电池重要组成部分


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：动力锂电池结构件营收及增速


数据来源：WIND，西南证券整理

2.3 三大壁垒阻隔潜在进入者，保障毛利率维持高位

锂电池精密结构件行业客户转换成本高，技术和人才难以积累，先进入企业有较大的资金和规模优势，导致行业外企业很难进入。我们认为，动力锂电精密结构件高毛利的现状短期内不会发生改变，公司作为业内销量领先的本土企业，随着未来订单进一步增加和募投项目的产能释放，公司规模效应进一步加强，未来有望继续维持较强的盈利能力。

表 1：动力锂电池精密结构件壁垒

三大壁垒	壁垒概况
客户资源和客户认证壁垒	精密结构件制造企业与下游大型客户建立稳定供应关系的门槛很高，而一旦成为知名企业的合格供应商，通常会与其形成高度信任的稳定供应链关系；由于更换成本较高，通常不会对稳定合作的供应商进行轻易调整。
技术和人才壁垒	精密结构件行业属技术含量较高的行业，在前期的产品研发、模具开发和针对客户不同产品的快速响应等方面，需要积累深厚的行业经验后才能和下游客户进行良好的对接和配合。同时，随着先入企业通过和国际知名企业的长期合作，有效培养了专业而能适应市场要求的研发人才队伍。
规模和资金壁垒	在中高端精密结构件领域和新兴的动力锂电池精密结构件领域，单套生产设备的资金投入巨大；而且若下游高端客户是国际知名企业，其较为强势，通常会与上游供应商约定一定的付款账期，供应商需要进行一定的流动资金投入。此外，本行业企业具有典型的规模效应，新进入企业通常销售规模较小，同等技术条件下难以在成本上和先入企业竞争。

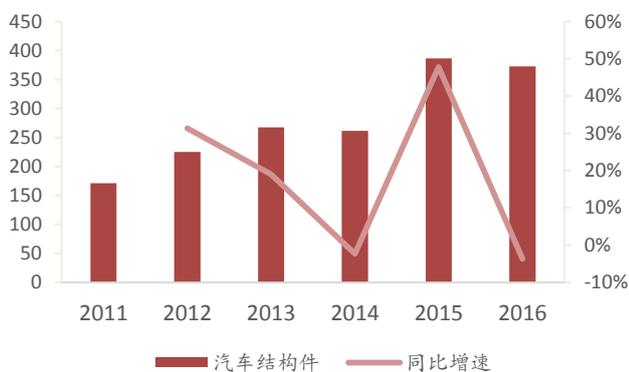
数据来源：公司公告，西南证券整理

3 汽车结构件和便携式锂电池结构件业务稳步发展

3.1 汽车结构件主要客户是比亚迪

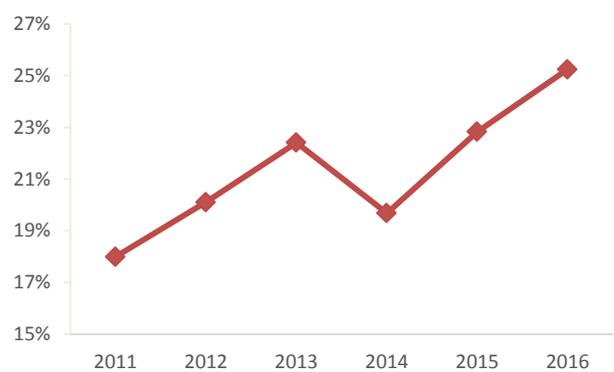
公司汽车结构件主要包括汽车天窗、座椅、减震器、门锁、气囊、雨刮结构件等。近3年公司汽车结构件业务营收分别为2.6亿元、3.8亿元和3.7亿元，占公司总营收的38%、34%和26%；毛利率分别为19.7%、22.8%和25.2%，呈上升趋势。比亚迪是公司汽车结构件主要客户，2016年占公司汽车结构件业务收入的97.8%，随着比亚迪在汽车行业特别是新能源汽车行业的发展迅速，公司汽车结构件也有望获得快速增长。

图 12：汽车结构件业务营收及增速（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：汽车结构件毛利率变化情况

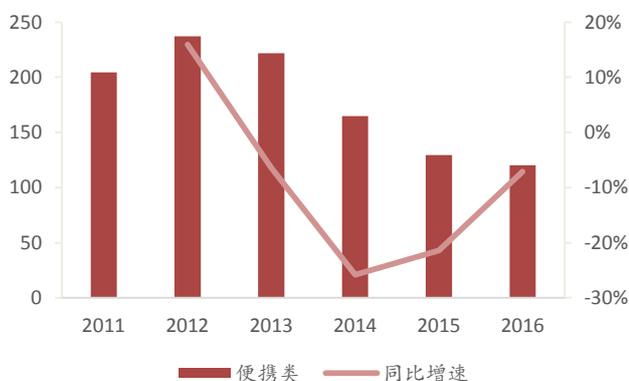


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 便携式锂电池结构件收入占比较小，近年来持续下滑

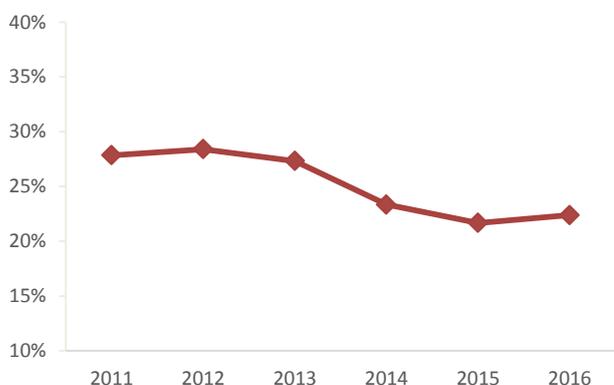
便携式锂电池主要应用于手机、笔记本电脑、数码相机等便携式电子产品领域。公司以便携式锂电池结构件起家，主要客户为LG和松下。但是随着全球便携式锂电池市场趋于饱和，竞争逐渐加剧，公司便携类锂电池结构件销量持续下降。2014至2016年公司便携式锂电池结构件业务营收分别为1.6亿元、1.2亿元和1.2亿元，分别占公司总营业收入的24.5%、11.4%和8.3%。公司正根据市场情况对便携类锂电池的生产设备、人员安排等计划进行调整。

图 14：便携式锂电池结构件业务营收及增速（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：便携式锂电池结构件毛利率变化情况



数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测

关键假设:

假设 1: 我国新能源汽车保持稳定快速发展, 2020 年实现产销 200 万辆。

假设 2: CATL 在 2020 年动力电池产销规模达 40gwh, 公司动力锂电池结构件占 CATL 采购比例保持稳定。

假设 3: 便携式锂电池结构件和汽车结构件稳定发展。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入及毛利率如下表:

表 2: 主要业务收入及毛利率预测

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
动力及储能锂电池结构件	收入	933.55	1,493.68	2,389.89	3,823.82
	增速	61.16%	60.00%	60.00%	60.00%
	毛利率	34.15%	34.00%	33.00%	32.00%
汽车结构件	收入	372.56	428.44	492.71	566.62
	增速	-3.66%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	25.24%	26.00%	27.00%	28.00%
便携式锂电池结构件	收入	120.21	108.19	102.78	97.64
	增速	-7.11%	-10.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	22.39%	22.00%	22.00%	22.00%
其他结构件	收入	28.98	26.08	27.39	28.76
	增速	-22.05%	-10.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	13.66%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	1,455.31	2,056.40	3,012.76	4,516.83
	增速	28.45%	41.30%	46.51%	49.92%
	毛利率	30.49%	31.46%	31.48%	31.17%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1455.31	2056.40	3012.76	4516.83	净利润	232.62	363.71	535.99	787.55
营业成本	1011.59	1409.43	2064.35	3108.76	折旧与摊销	45.33	37.14	37.14	37.14
营业税金及附加	11.59	16.62	23.75	35.97	财务费用	22.68	0.00	0.00	0.00
销售费用	21.63	27.83	41.24	62.48	资产减值损失	3.52	10.00	14.00	22.00
管理费用	113.24	166.38	239.14	359.66	经营营运资本变动	81.51	-196.87	-168.60	-268.02
财务费用	22.68	0.00	0.00	0.00	其他	-73.37	0.92	0.29	0.47
资产减值损失	3.52	10.00	14.00	22.00	经营活动现金流净额	312.29	214.90	418.82	579.13
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-251.96	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-73.04	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-325.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	271.05	426.13	630.29	927.97	短期借款	93.26	-205.21	-15.05	0.00
其他非经营损益	3.62	4.76	4.53	4.40	长期借款	-6.67	0.00	0.00	0.00
利润总额	274.67	430.89	634.82	932.36	股权融资	64.80	0.00	0.00	0.00
所得税	42.05	67.18	98.83	144.82	支付股利	-21.00	-31.63	-49.45	-72.88
净利润	232.62	363.71	535.99	787.55	其他	52.77	-6.69	0.00	0.00
少数股东损益	-0.05	-0.08	-0.12	-0.17	筹资活动现金流净额	183.16	-243.52	-64.50	-72.88
归属母公司股东净利润	232.67	363.79	536.11	787.72	现金流量净额	170.56	-28.63	354.32	506.25
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	234.27	205.64	559.95	1066.21	成长能力				
应收和预付款项	524.32	817.54	1180.11	1754.58	销售收入增长率	28.45%	41.30%	46.51%	49.92%
存货	152.79	215.55	316.62	478.03	营业利润增长率	49.50%	57.21%	47.91%	47.23%
其他流动资产	6.59	9.32	13.65	20.46	净利润增长率	50.58%	56.36%	47.37%	46.93%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	48.58%	36.63%	44.07%	44.60%
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	632.50	598.85	565.21	531.56	毛利率	30.49%	31.46%	31.48%	31.17%
无形资产和开发支出	112.59	109.60	106.62	103.63	三费率	10.83%	9.44%	9.31%	9.35%
其他非流动资产	60.16	59.65	59.15	58.65	净利率	15.98%	17.69%	17.79%	17.44%
资产总计	1723.21	2016.14	2801.31	4013.11	ROE	23.33%	27.36%	29.52%	31.12%
短期借款	220.26	15.05	0.00	0.00	ROA	13.50%	18.04%	19.13%	19.62%
应付和预收款项	478.88	647.05	953.21	1438.35	ROIC	26.16%	30.28%	38.03%	46.50%
长期借款	3.05	3.05	3.05	3.05	EBITDA/销售收入	23.30%	22.53%	22.15%	21.37%
其他负债	23.87	21.75	29.27	41.26	营运能力				
负债合计	726.07	686.91	985.53	1482.67	总资产周转率	1.00	1.10	1.25	1.33
股本	105.00	140.00	140.00	140.00	固定资产周转率	3.31	3.66	5.70	9.12
资本公积	227.97	192.97	192.97	192.97	应收账款周转率	3.85	4.19	4.07	4.17
留存收益	597.03	929.19	1415.85	2130.69	存货周转率	7.16	7.53	7.69	7.77
归属母公司股东权益	930.00	1262.16	1748.82	2463.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.78%	—	—	—
少数股东权益	67.15	67.07	66.95	66.78	资本结构				
股东权益合计	997.15	1329.23	1815.77	2530.44	资产负债率	42.13%	34.07%	35.18%	36.95%
负债和股东权益合计	1723.21	2016.14	2801.31	4013.11	带息债务/总负债	30.76%	2.64%	0.31%	0.21%
					流动比率	1.28	1.84	2.12	2.25
					速动比率	1.07	1.52	1.80	1.93
					股利支付率	9.03%	8.69%	9.22%	9.25%
					每股指标				
					每股收益	1.66	2.60	3.83	5.63
					每股净资产	7.12	9.49	12.97	18.07
					每股经营现金	2.23	1.53	2.99	4.14
					每股股利	0.15	0.23	0.35	0.52
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	339.07	463.26	667.42	965.10					
PE	70.03	44.79	30.39	20.68					
PB	16.34	12.26	8.97	6.44					
PS	11.20	7.92	5.41	3.61					
EV/EBITDA	35.86	34.65	23.50	15.72					
股息率	0.13%	0.19%	0.30%	0.45%					

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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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 15 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
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn