

科达利 (002850.SZ) 首次覆盖报告

2017年5月1日

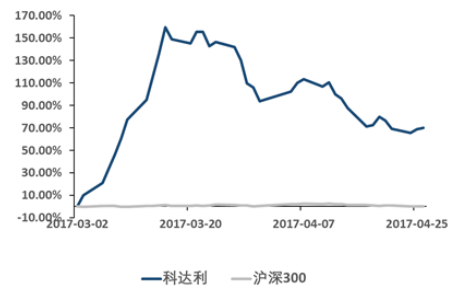
锂电结构件稀缺标的, 绑定 CATL 共成长 买入 (首次)

首席证券分析师曾朵红
S0600516080001
zengdh@dwzq.com.cn
021-60199789

投资要点

- **2017年一季度的公司实现营收 3.42 亿元, 同比增加 4.95%, 归母净利润 0.42 亿元, 同比增加 5.65%, 基本符合市场预期。**一季度公司营收 3.42 亿元, 同比增加 4.95%; 实现营业利润 0.49 亿元, 同比增加 2.56%; 归母净利润 0.42 亿元, 同比增加 5.65%; 扣非后归母净利润 0.42 亿, 同比增加 4.47%, 基本每股收益 0.30 元。同时公司预告 2017 年 1-6 月归母净利润为 1.05 亿-1.3 亿, 同比增长 11.28%-37.78%。一季度新能源汽车销量为 5.59 万辆, 同比下降 4.7%, 且以乘用车为主, 全行业动力电池产量 6.42GWH, 同比下滑 7.6%, 而公司通过绑定龙头企业 CATL, 以及拓展增长潜力大的锂电厂商, 如亿纬锂能、中航锂电等, 一季度业绩依然保持平稳增长。自 3 月份起, 公司订单充足, 开工率高, 且惠州全自动化产能逐步投产, 全年维持高速增长态势可期。
- **1-2 月份开工率不足, 公司盈利能力略受影响, 但随着销量提升, 将逐步回暖。**2017 年一季度公司毛利率为 27.04%, 较去年平均水平下滑 3.45%, 一季度历来为公司毛利率低点, 主要受 1-2 月份订单较少, 开工率不足, 折旧、固定费用摊销较高造成。费用率方面, 一季度公司管理费用 3013 万, 管理费用率为 8.8%, 略高去年平均水平。销售费用为 339 万, 销售费用率为 1%, 财务费用为 658 万, 整体规模均较小。
- **公司流动性充足。**报告期末公司存货 1.9 亿, 较年初增长 25%。公司预收款 263 万, 较年初增加 61.7%, 说明公司订单在增加。应收账款 3.77 亿, 较年初增长 6.5%, 增加 0.23 亿, 公司回款期较短。**现金流方面,**公司经营活动净现金流为 0.22 亿; 由于产能扩建, 公司资本性支出增加, 投资活动净现金流为 -1.41 亿; 上半年公司通过 IPO, 吸收投资收到现金 12.4 亿, 筹资活动净现金流 12.48 亿, 因此报告期末公司账面现金为 13.27 亿, 流动性充足。
- **锂电结构件市场空间广阔。**锂电池结构件占电芯原料成本 10-15%, 占比不亚于负极、电解液、隔膜, 为锂电池的重要材料。根据我们的测算结构件单位成本 0.078 元/wh。2017 年新能源汽车产销有望达到 75 万辆, 对应动力电池需求为 38Gwh; 2020 年新能源汽车销量有望达到 200 万辆, 对应动力电池需求为 94Gwh。因此我们测算 2017 年动力电池结构件市场空间为 30 亿, 2020 年为 60 亿。若考虑消费和储能电池, 则 2017 年市场空间为 60.4 亿, 到 2020 年动力市场空间近 100 亿。

股价表现



市场数据

收盘价 (元) 92.25
一年最低价/最高价 54.29/140.82
市净率 (倍) 8.57
流通 A 股市值 (百万元) 3228.75

基础数据

每股净资产 (元) 8.86
资产负债率 (%) 42.13
总股本 (百万元股) 140.00
流通 A 股 (百万股) 35.00

- **精密结构件行业技术含量高，行业壁垒高，公司技术水平遥遥领先。**精密结构件需要满足动力电池高能量密度、安全可靠等要求，因此对安全性能、一致性、厚度、重量、强度等要求颇高，并且厂商认证周期长。公司在锂电结构件领域，技术处于绝对领先地位，原材料系与美铝公司共同开发，产品的性能优异，强度高，可保证锂电结构件的一致性和轻薄要求。公司核心技术与工艺重点包括防爆技术、密封技术、摩擦焊接技术等，可大大提高产品的安全性能。
- **公司深度绑定 CALT，并积极拓展锂电新秀共成长，市场份额达到 50%。**公司作为方形动力电池龙头企业，客户囊括 CATL、比亚迪、力神、中航锂电、亿纬锂能等国内一线电池厂及新兴动力电池厂，将继续受益于新能源汽车中高速发展。其中，CATL 为公司的最大客户，2016 年公司对 CATL 的营收为 5.76 亿（绝大部分为动力类），占锂电结构件营收的 54.4%。基于良好的技术、成本竞争优势，公司为 CATL 锂电结构件最主要供应商，占其需求的 85% 以上。2017 年 CALT 将继续开疆扩土，规划扩产 8Gwh，而公司也将共享高于行业的增速。若 CATL 今年出货量新增 5.5gwh，则公司锂电结构件新增营收 4.3 亿。我们预计公司动力锂电结构件净利率水平约 18%，对应新增利润为 0.77 亿。与此同时，公司积极拓展亿纬锂能、中航锂电、松下（大连工厂）等高成长电池厂商。
- **投资建议：我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 3.64 亿、5.15 亿、7.19 亿元，EPS 为 2.60/3.68/5.13 元，同比增长 57/41/41%，对应 PE 为 35x/25x/18x。**考虑到公司为动力锂电结构件的龙头企业，深度绑定国内动力锂电绝对龙头 CATL，随着 CATL 产能扩张，后续发展潜力大，且公司已打入松下、LG 等海外供应链，随着外资新能源车型国产化，公司锂电结构件新增空间广阔，同时公司作为次新股享受一定的溢价，因此我们给以目标价 120 元，对应 2017 年 46 倍 PE，首次覆盖给以买入评级。
- **风险提示：政策支持及产销不达预期；价格下滑超预期；公司出货量低于预期。**

目录

1. 公司电池精密结构件龙头..... 5
2. 动力及储能类锂电池结构件前景巨大..... 7
3. 行业技术门槛高，龙头优势得以维持..... 8
4. 加大产能扩建，继续深度绑定电池龙头企业.... 10

图表目录

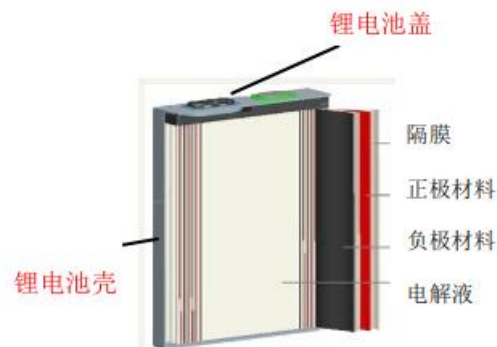
图表 1: 锂电池产品材料构成图 (以方形电池为例)	5
图表 2: 科达利各业务毛利率贡献比例	5
图表 3: 公司汽车结构件业务构成	6
图表 4: 公司锂电结构件前五大客户	6
图表 5: 磷酸铁锂电芯材料成本测算 (单位: 元/wh)	7
图表 6: 公司锂电结构件前五大客户	7
图表 7: 科达利核心技术	8
图表 8: 科研投入与其占营业收入比例 (单位万)	9
图表 9: 科达利可能的竞争对手分析	10
图表 10: 科达利锂电池结构件业务前五大客户及销售收入情况	11
图表 11: 科达利分业务盈利情况.....	12

1. 公司电池精密结构件龙头

锂电池精密结构件业务为公司核心业务。公司主要业务为动力锂电池结构件、便携式锂电结构件、汽车结构件。2016 年公司实现营收 14.55 亿，其中动力锂电结构件为 9.34 亿，便携式锂电结构件业务为 1.2 亿，汽车结构件业务为 3.73 亿。

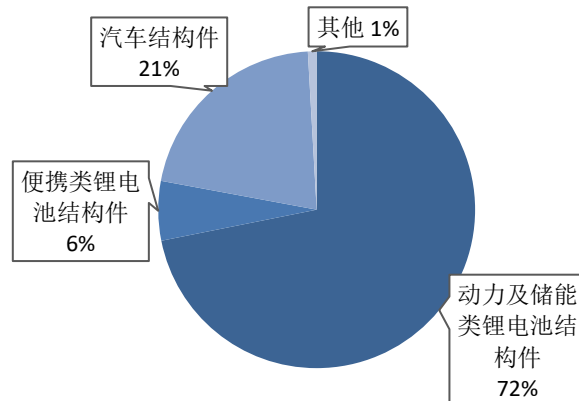
公司生产的锂电结构件包括锂电池盖板和外壳（电芯），属于锂电池精密结构件中技术含量最高的一部分。2014、2015 及 2016 年度，锂电池结构件业务收入分别为 3.67 亿、7.09 亿和 10.54 亿，分别贡献 68.72%、71.73% 及 77.91% 的毛利率，系公司的核心业务。受益于新能源汽车高速发展，动力锂电池精密结构件为公司重点拓展市场，贡献毛利占比由 2014 年的 47.22% 增长至 2016 年的 71.85%，系公司发展最快的业务。

图表 1：锂电池产品材料构成图（以方形电池为例）



资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

图表 2：科达利各业务毛利率贡献比例

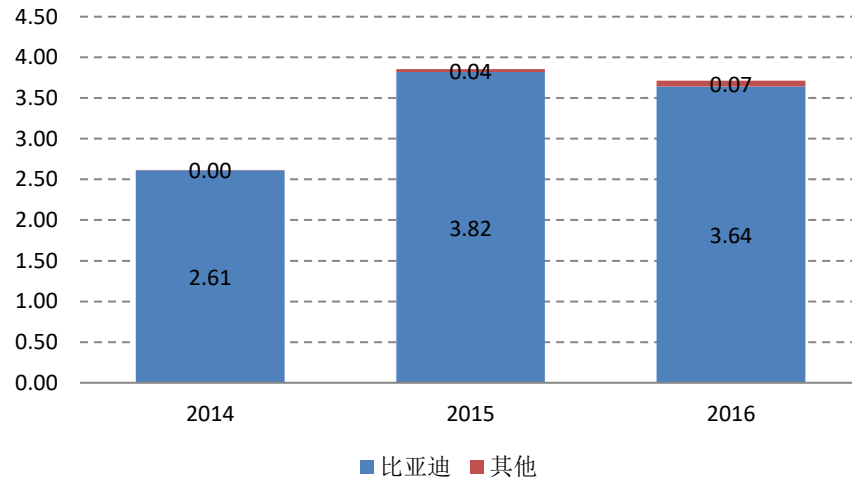


资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

汽车结构件业务为公司第二大业务。2016 年该项业务营收为 3.73 亿，98% 的收入来自比亚迪，公司与比亚迪拥有多年合作经验。虽整体营收趋稳，但该项业务毛利率稳步提升，2016 年毛利率提升 2.4% 至 25.2%，2014-2016 年毛利绝对值分别为 5,148.92 万元、8,828.57 万元及 9,404.03

万元,仍整体呈增长态势,毛利贡献率分别为 28.80%、28.01%及 21.19%,系公司盈利的重要组成部分之一。

图表 3: 公司汽车结构件业务构成



资料来源:招股意向书,东吴证券研究所

深度绑定锂电龙头 CATL, 共享成长。公司作为方形动力电池龙头企业,客户囊括 CATL、比亚迪、力神、中航锂电、亿纬锂能等国内一线电池厂及新兴动力电池厂,将继续受益于新能源汽车中高速发展。其中, CATL 为公司的最大客户,2016 年公司对 CATL 的营收为 5.76 亿(绝大部分为动力类),占锂电结构件营收的 54.4%。基于良好的技术、成本竞争优势,公司为 CATL 锂电结构件最主要供应商,占其需求的 85%以上。CATL 作为国内动力电池的龙头企业,继续开疆扩土,今年扩产 8Gwh(根据高工锂电数据,2016 年出货量 5.5gwh),市占率将不断提升,公司作为其核心供应商,也将共享高于行业的增速。

图表 4: 公司锂电结构件前五大客户

	2014		2015		2016	
科达利前五大客户营收(亿)	比亚迪	1.53	ATL	2.71	ATL	5.73
	ATL	0.76	比亚迪	1.91	比亚迪	1.93
	LG	0.46	中航锂电	0.52	中航锂电	0.6
	松下	0.22	波士顿	0.43	力神	0.54
	力神	0.2	LG	0.39	LG	0.42
锂电结构件业务收入(亿)	3.67		7.09		10.54	

资料来源:招股意向书,东吴证券研究所

2. 动力及储能类锂电池结构件前景巨大

锂电池结构件占电芯原料成本 10-15%，占比不亚于负极、电解液、隔膜等，为锂电池的重要材料。以 27Ah 方形磷酸铁锂电池为例，根据我们的测算，锂电池电芯壳体盖板单位成本 0.078 元/wh，占电芯原材料成本的 13.7%。假设电池容量以每年 10% 的速度增加，能量密度随之提升，单位壳体的成本也将随着降低。预计到 2020 年单位壳体成本为 0.062 元/wh。

图表 5：磷酸铁锂电芯材料成本测算（单位：元/wh）

材料	名称	2016		2017		2018		2019		2020	
		单位成本	占比	单位成本	占比	单位成本	占比	单位成本	占比	单位成本	占比
正极材料		0.208	33.0%	0.185	32.6%	0.179	33.3%	0.173	34.7%	0.168	36.1%
正极导电剂	AB	0.006	1.0%	0.006	1.0%	0.005	1.0%	0.005	1.0%	0.005	1.0%
正极黏贴剂	PVDF	0.007	1.0%	0.006	1.1%	0.006	1.1%	0.005	1.1%	0.005	1.1%
分散剂	NMP	0.000	0.0%	0.000	0.0%	0.000	0.0%	0.000	0.0%	0.000	0.0%
正极集流体	铝箔	0.014	2.3%	0.004	0.6%	0.003	0.6%	0.003	0.7%	0.003	0.7%
负极活性物质	MPG	0.071	11.2%	0.063	11.2%	0.059	11.1%	0.056	11.2%	0.052	11.3%
负极粘结剂 1	SBR	0.008	1.3%	0.008	1.4%	0.007	1.4%	0.007	1.4%	0.007	1.4%
负极粘结剂 2	CMC	0.002	0.3%	0.002	0.3%	0.002	0.3%	0.002	0.3%	0.002	0.3%
负极集流体	铜箔	0.062	9.9%	0.073	12.9%	0.076	14.1%	0.067	13.3%	0.059	12.6%
电解液		0.061	9.7%	0.052	9.1%	0.049	9.2%	0.047	9.4%	0.044	9.6%
隔膜		0.110	17.4%	0.090	15.8%	0.078	14.4%	0.067	13.4%	0.058	12.5%
壳体及盖板		0.081	12.8%	0.078	13.7%	0.072	13.4%	0.067	13.4%	0.062	13.4%
材料成本合计		0.631	100%	0.567	100%	0.537	100%	0.499	100%	0.464	100%

资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

动力及储能类电池结构件制造业市场空间大。我们预计 2017 年新能源汽车销量将达 75 万辆，对应动力电池需求为 38Gwh；2020 年新能源汽车销量有望达到 200 万辆，对应动力锂电池需求为 94Gwh。按照上文测算的单位成本，我们测算 2017 年动力电池结构件市场空间为 30 亿，国内全部锂电精密结构市场空间为 60.4 亿（包括动力类、消费类、储能类）。到 2020 年动力锂电结构市场空间近 60 亿，全部锂电结构件市场近 100 亿。

图表 6：公司锂电结构件前五大客户

项目	车型分类	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
----	------	------	-------	-------	-------	-------

EV 产量 /万辆	乘用车	24.3	36.45	54.68	82.01	123.02
	客车	11.57	11.8	12.39	13.01	13.66
	专用车	5.88	13.82	20.04	28.05	37.87
PHEV 产量 /万辆	乘用车	8	10.4	13.52	17.58	22.85
	客车	1.9	2.47	2.47	2.47	2.47
产量合计/万辆		51.7	74.9	103.1	143.1	199.9
总产量增速		36%	45%	38%	39%	40%
动力电池总需求量/GWh		29.37	37.82	49.53	67.26	94.08
增速%		84%	29%	31%	36%	40%
中国储能锂电		3.11	4.04	5.25	6.83	9.56
增速%		13%	30%	30%	30%	40%
中国消费类锂电		30.84	35.77	41.14	47.31	54.4
增速%		14%	16%	15%	15%	15%
合计		63.32	77.63	95.92	121.39	158.04
增速%		39%	23%	24%	27%	30%
单位电池容量结构件价格 (元						
/wh)		0.081	0.078	0.072	0.067	0.062
动力锂电结构件需求 (亿元)		23.80	29.45	35.76	45.03	58.40
消费锂电结构件需求量 (亿元)		24.99	27.85	29.70	31.67	33.77
储能锂电结构件需求量 (亿元)		2.52	3.15	3.79	4.57	5.93
锂电结构件需求合计 (亿元)		51.30	60.44	69.25	81.28	98.11
增速%			18%	15%	17%	21%

资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

3. 行业技术门槛高，龙头优势得以维持

精密结构件行业技术含量高，行业壁垒高。精密结构件为动力电池的重要组成部分，需要满足动力电池高能量密度、安全可靠等要求，因此对安全性能、一致性、厚度、重量、强度等要求颇高，并且厂商认证周期长，需要厂商拥有较长的工艺积累、技术储备、客户拓展。

科达利在锂电机构件领域，技术处于绝对领先地位。公司原材料系与镁铝公司共同开发，产品的性能优异，强度高，可保证锂电结构件的一致性和轻薄要求。公司核心技术与工艺重点包括防爆技术、高低温状态下结构件密封技术、高强度摩擦焊接技术等，大大提高产品的安全性能，降低产品成本，满足下游企业的实际需求，部分技术已经达到国际一流水平。

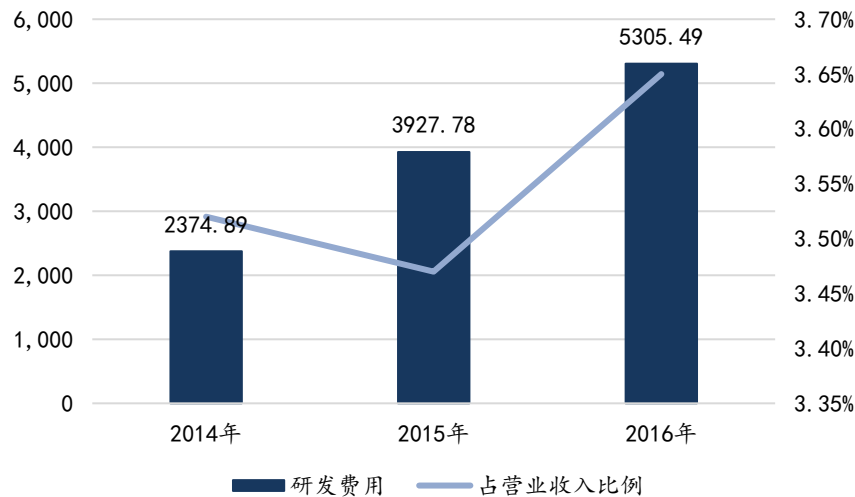
图表 7：科达利核心技术

科达利核心技术	技术详情
锂电池防爆技术	研发的锂电池安全防爆技术，在电池盖板上设置两套防爆结构，一套为断电保护装置，一套为防爆装置。当电池发生异常，断电保护装置首先开启，电池处于断电状态。若电池内部气压过大，防爆装置开启，可迅速有效地排放电池内部气体，增强安全系数，提高动力电池的使用安全性和实用性，从而达到双重保护的防爆目的。
高低温状态下结构件密封技术	科达利研发的锂电池盖板在高低温状态下的密封防渗漏技术能有效解决锂电池电子电池渗漏问题，使得电池在正常使用状态下发生正负极渗漏的概率大大降低。
高强度摩擦焊接技术	科达利自 2011 年开始研究采用高速旋转摩擦焊接的工艺，将纯铜极柱改为铜铝复合高强度极柱（底部是铜，上部是铝，结合部的强度大于母材的强度），在使用中，在电池内部让铜和负极铜箔同种金属焊接，在电池外部让铝和铝软连接焊接，避免了铝软连接氧化产生内阻而导致电性能下降，并且通过采用铝软连接使得成本大幅度下降。
动力电池铝壳的深度拉伸技术	公司在 2010 年开始通过对全自动设备和模具的自主研发，实现连续拉伸技术，在保持强度的前提下，不断研发将铝壳的拉伸高度提高及壁厚变薄，在保持铝壳的薄壁的同时达到高强度的性能，可以大幅度的降低电池的单位容量成本，解决电池应用中的安全问题。
全自动设备和模具的自主研发，实现连续拉伸技术	在保持强度的前提下，不断研发将铝壳的拉伸高度提高及壁厚变薄，在保持铝壳的薄壁的同时达到高强度的性能，可以大幅度的降低电池的单位容量成本，解决电池应用中的安全问题。
锂电池盖板全自动装配技术	该机器集自动装配、铆接、检测等功能于一体，是一种小型锂电池盖板全自动柔性装配系统。该设备批量投产将节省 80%—85% 人力，产品合格率 ≥ 99.8%，同时使产品精度更高，一致性更好。目前该设备已达到日本、韩国最新锂电池盖板自动装配机水平。
锂电池的铜铝软连接高分子焊接技术	公司在 2008 年投入铜铝软连接技术的开发，通过高分子共频焊接技术，用铝箔或者铜箔作为原材料，在严格控制压力、温度、时间的环境下焊接成型，中间保持铝箔或者铜箔软性连接，此结构可以在电池在颠簸震动中发挥缓冲减压的作用，确保了电池在长期应用中保持良好的性能和安全性。

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司科研投入大，以保证技术领先。科达利公司于 2014 年、2015 年以及 2016 年逐年增加研发费用，2016 年研发费用占当年营业收入比例约 3.6%。

图表 8：科研投入与其占营业收入比例（单位万）



资料来源：招股意向书，东吴证券

公司在动力锂电池结构件领域市场份额近 50%，在方形电池领域竞争优势更是凸显。根据我们的测算 2016 年动力锂电池结构件市场空间为 23.8 亿，公司该业务营收为 9.34 亿，市占率近 50%。特别是在方形铝壳电池领域，公司优势更加凸显。公司主要生产方形铝壳电池结构件，客户囊括 CATL、比亚迪、力神、中航锂电、松下、LG、亿纬锂能等，技术保持领先同行 1 年以上。

图表 9：科达利可能的竞争对手分析

可能的竞争对手	竞争关系分析
SANGSIN EDP (韩国)	主要是配套自己国内的企业，很难有出口，不构成竞争
FUJI SPRINGS (日本)	主要是配套自己国内的企业，很难有出口，不构成竞争
无锡金杨新型电源公司	主要做动力类圆柱形精密构建，和科达利主要产品不形成竞争
深圳深芝精密部件公司	主要做手机电池精密构件，和科达利主要产品不形成竞争
部分动力电池企业自己做精密构件	量小不足以构成竞争关系

资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

4. 加大产能扩建，继续深度绑定电池龙头企业

产能建设逐步推荐，满足下游厂商扩需求。公司生产主要集中于深圳，并于惠州建设 8 万平生产基地，采用最新的全自动化生产设备，目前已逐步投产。为配套松下在大连动力电池工厂，公司于大连建设的生产基地将于今年 9 月投产。同时，公司计划于江苏溧阳新建生产基地，更好的配套周围电池厂商，如中航锂电、波士顿、ATL、南京 LG、无锡松下等厂商。

公司深度绑定 CALT 享发展红利，并积极拓展锂电新秀共成长。CATL 作为国内动力锂电池的龙头企业，2016 年配套车辆数约 6 万辆，出货量达到 5.5Gwh（高功锂电数据），市占率约 20%，为国内绝对的动力电池龙头企业。2017 年 CALT 将继续开疆扩土，规划扩产 8Gwh。而公司作为 CATL 锂电结构件最主要供应商，占其需求的 85% 以上，也将共享高于行业的增速。若 CATL 今年出货量新增 5.5gwh，则公司锂电结构件新增营收 4.3 亿。我们预计公司动力锂电结构件净利率水平约 18%，对应新增利润为 0.77 亿。与此同时，公司积极拓展亿纬锂能、中航锂电、松下（大连工厂）等高成长电池厂商。

图表 10：科达利锂电池结构件业务前五大客户及销售收入情况

年份	客户名称	销售金额 (亿元)	占锂电结构件 业务比重	配套电池 类型
2016 年	ATL	5.73	54%	动力类为主
	比亚迪	1.93	18%	动力类为主
	中航锂电	0.60	6%	动力类为主
	力神	0.54	5%	动力类为主
	LG	0.42	4%	消费类
	合计	9.23	88%	
2015 年	ATL	2.71	38%	动力、消费类
	比亚迪	1.91	27%	动力类为主
	中航锂电	0.52	7%	动力类为主
	波士顿	0.43	6%	动力类为主
	LG	0.39	5%	消费类
	合计	5.96	84%	
2014 年	比亚迪	1.53	42%	动力、消费类
	ATL	0.76	21%	动力、消费类
	LG	0.46	13%	消费类
	松下	0.22	6%	消费类
	力神	0.20	5%	动力、消费类
	合计	3.18	87%	

资料来源：招股意向书，东吴证券

不断推动新产品研发，提高生产效率，维持高盈利水平。2016 年公司动力锂电结构件毛利率达到 32.2%，与 2015 年持平。由于下游动力电池降价幅度大，公司产品价格也面临一定的压力，但由于公司不断开拓新客户及新产品，新产品定价通常较高，同时公司采用不断采用全自动化生产设备等，提高生产效率，降低成本。并且考虑到公司在动力锂电结构件领域市场竞争优势凸显，议价能力强，因此我们判断公司较高的盈利水平将得以维持。

图表 11：科达利分业务盈利情况

	2014	2015	2016
汽车结构件收入	262	387	373
收入增速		48%	-4%
毛利率	19.7%	22.8%	25.2%
毛利（百万）	51	88	94
锂电池精密件总收入	367	709	1,054
收入增速		93%	49%
毛利	123	226	346
毛利率	33.49%	31.90%	32.81%
动力类	202	579	934
收入增速		186.6%	61.2%
毛利率	41.8%	34.2%	34.2%
毛利（百万）	84.4	198.0	318.8
消费类	165	129	120
收入增速		-21.4%	-7.1%
毛利率	23.3%	21.7%	22.4%
毛利（百万）	38.4	28.0	26.9

资料来源：招股意向书，东吴证券

投资建议：我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 3.64 亿、5.15 亿、7.19 亿元，EPS 为 2.60/3.68/5.13 元，同比增长 57/41/41%，对应 PE 为 35x/25x/18x。考虑到公司为动力锂电结构件的龙头企业，深度绑定国内动力锂电绝对龙头 CATL，随着 CATL 产能扩张，后续发展潜力大，且公司已打入松下、LG 等海外供应链，随着外资新能源车型国产化，公司锂电结构件新增空间广阔，同时公司作为次新股享受一定的溢价，因此我们给以目标价 120 元，对应 2017 年 46 倍 PE，首次覆盖给以买入评级。

风险提示：政策支持及产销不达预期；价格下滑超预期；公司出货量低于预期。

附盈利预测表

资产负债表 (百万)

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	918	2,351	2,875	3,601
现金	234	1,359	1,612	1,881
应收账款	354	488	663	905
其他应收款	9	9	9	9
预付账款	5	7	9	13
存货	153	208	284	389
其他	163	280	298	405
非流动资产	805	902	985	1,105
长期投资	0	0	0	0
固定资产	579	728	864	987
无形资产	113	111	158	156
其他	113	63	-38	-38
资产总计	1,723	3,252	3,860	4,706
流动负债	717	661	892	1,214
短期借款	227	0	0	0
应付账款	285	386	523	714
其他	206	275	369	500
非流动负债	9	9	9	9
长期借款	3	3	3	3
其他	6	6	6	6
负债合计	726	670	901	1,223
少数股东权益	67	67	67	67
股本	105	140	140	140
资本公积	228	1,512	1,512	1,512
留存收益	597	863	1,239	1,764
归属母公司股东权	930	2,516	2,891	3,416
负债和股东权益	1,723	3,252	3,860	4,706

现金流量表 (百万)

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	312	282	535	655
净利润	233	364	515	719
折旧摊销	45	54	67	80
财务费用	10	2	-7	-8
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	21	-144	-49	-148
其他经营现金流	4	6	9	13
投资活动现金流	-325	-150	-150	-200
资本支出	323	150	150	200
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-2	0	0	0
筹资活动现金流	183	992	-132	-186
短期借款	0	-227	0	0
长期借款	-7	0	0	0
普通股增加	132	1,320	0	0
资本公积金增长	65	1,285	0	0
其他筹资现金流	58	-100	-132	-186
现金净增加额	170	1,125	253	269

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

利润表 (百万元)

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,455	1,996	2,708	3,698
营业成本	1,012	1,370	1,858	2,537
营业税金及附加	12	16	22	29
销售费用	22	30	38	48
管理费用	113	152	192	244
财务费用	23	2	-7	-8
资产减值损失	4	6	9	13
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	271	421	596	835
营业外收入	7	12	13	14
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	275	429	606	846
所得税	42	64	91	127
净利润	233	364	515	719
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	233	364	515	719
EBITDA	339	476	656	907
EPS (元)	1.66	2.60	3.68	5.13

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	28.5%	37.1%	35.7%	36.5%
营业利润	49.5%	55.2%	41.8%	40.0%
归属于母公司净利润	50.6%	56.7%	41.3%	39.6%
获利能力				
毛利率 (%)	30.5%	31.4%	31.4%	31.4%
净利率 (%)	16.0%	18.3%	19.0%	19.4%
ROE (%)	25.0%	14.5%	17.8%	21.0%
ROIC (%)	21.9%	25.2%	30.9%	35.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	42.1%	20.6%	23.3%	26.0%
净负债比率	31.7%	0.5%	0.3%	0.2%
流动比率	1.28	3.56	3.22	2.97
速动比率	1.07	3.24	2.90	2.65
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.61	0.61	0.70
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	3.55	3.55	3.55	3.55
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	1.66	2.60	3.68	5.13
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.97	2.02	3.82	4.68
每股净资产 (最新摊薄)	8.86	17.97	20.65	24.40
估值比率				
P/E	55.51	35.43	25.08	17.97
P/B	13.89	5.13	4.47	3.78
EV/EBITDA	39	28	20	15

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

