

富临精工 (300432) \ 汽车零部件

——双主线发展路径明确，后续成长可期

投资要点：

➤ **新能源汽车+储能产业长期空间明确，磷酸铁锂动力电池将持续增长**
 磷酸铁锂正极材料主要由中国市场生产，在动力电池放量带动下，磷酸铁锂正极材料快速增长，从2009年的0.3万吨增长至2016年的5.7万吨。虽然乘用车上三元电池的占比提升趋势不可逆转，但我们认为磷酸铁锂电池借助安全性能和价格上的优势，无论在动力电池还是储能领域仍具有很好的成长空间，预计到2020年磷酸铁锂正极材料的需求量将达到10.7万吨。

➤ **收购升华科技，进入动力电池正极材料领域**

公司收购的升华科技是国内主要的动力电池正极材料供应商之一，目前产品以磷酸铁锂正极材料为主，到2016年底，湖南升华拥有磷酸铁锂正极材料产能6000吨，三元正极材料600吨；江西升华拥有磷酸铁锂正极材料4000吨。后续随着江西升华扩产建设的逐步推进，其产能将进一步大幅增长，为公司业绩的成长提供空间。

➤ **绑定沃特玛，成长将更确定**

我们认为动力电池行业的高度集中是大势所趋，绑定优质大客户是上游企业获得持续成长的必由之路。湖南升华形成以沃特玛为核心，同时拓展中航锂电、南都电源等企业作为大客户是公司的主要战略。我们看好沃特玛通过深度布局运营端来与电池销售形成协同的商业模式，这将帮助其在竞争愈加激烈的动力电池市场上脱颖而出，为升华科技后续的成长提供保障。

➤ **维持“推荐”评级**

我们预计公司2017年-2019年EPS 0.91、1.10、1.23元，市盈率分别为28倍、23倍、21倍，考虑到公司传统汽车零部件业务后续将继续保持稳健增长，而动力电池正极材料业务将提供明显增量，打开全新成长空间，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

公司传统零部件业务盈利能力显著下滑；升华科技盈利不达预期。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	859.41	1,171.64	2,397.32	2,969.81	3,328.09
增长率 (%)	22.85%	36.33%	104.61%	23.88%	12.06%
EBITDA (百万元)	231.11	315.99	609.48	731.72	804.31
净利润 (百万元)	173.71	228.83	465.07	564.01	625.02
增长率 (%)	27.00%	31.73%	103.24%	21.27%	10.82%
EPS (元/股)	0.34	0.45	0.91	1.11	1.23
市盈率 (P/E)	74.28	56.39	27.74	22.88	20.64
市净率 (P/B)	14.19	3.70	3.55	3.16	2.81
EV/EBITDA	39.02	39.69	21.27	17.62	15.80

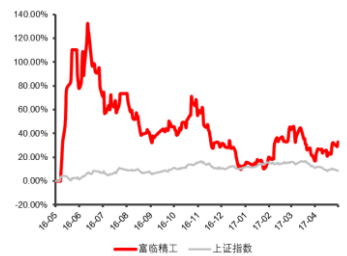
数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 维持
 当前价格：25.30元
 目标价格：30.00元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	510/145
流通A股市值 (百万元)	3,532
每股净资产 (元)	2.75
资产负债率 (%)	34.98
一年内最高/最低 (元)	45.94/15.03

一年内股价相对走势



马松 分析师
 执业证书编号：S0590515090002
 电话：0510-85613713
 邮箱：mas@glsc.com.cn

郇莉
 电话：0510-85613713
 邮箱：ll@glsc.com.cn

相关报告

正文目录

1.	发动机精密零部件业务稳健增长，并购动力电池正极材料供应商开启新方向...4	
1.1.	股权结构.....	4
1.2.	业绩概况.....	4
1.3.	新能源汽车动力电池正极材料成为公司成长新引擎.....	6
2.	仍看好磷酸铁锂长期空间，三元正极逐步放量.....6	
2.1.	收购湖南升华，进入正极材料生产领域.....	6
2.2.	新能源汽车+储能产业长期空间明确，磷酸铁锂动力电池将持续增长.....	8
2.3.	短期内模式重于技术，沃特玛放量更加确定.....	10
2.4.	绑定沃特玛，成长将更确定.....	14
2.5.	以量补价，升华科技全年将完成业绩承诺.....	16
3.	国内 VVT 龙头，后续成长仍可期待.....17	
3.1.	VVT 系统：发动机呼吸调节器.....	17
3.2.	普及率提升+进口替代：助力国内 VVT 系统制造商.....	19
3.3.	产能提升+产品升级，国内 VVT 龙头后续成长仍有空间.....	21
4.	盈利预测及投资评级.....22	
4.1.	主营业务分项预测及主要假设.....	22
4.2.	维持“推荐”评级.....	23
5.	风险因素.....24	

图表目录

图表 1：公司股权结构.....	4
图表 2：公司近年来推出的产品.....	4
图表 3：公司主要产品.....	4
图表 4：公司历年营业收入及增长率.....	5
图表 5：公司历年归母净利润及增长率.....	5
图表 6：公司历年毛利率与净利率情况.....	5
图表 7：公司各业务收入构成（万元）.....	5
图表 8：公司各业务毛利率情况.....	5
图表 9：湖南升华收入大幅增长.....	7
图表 10：湖南升华净利润大幅增长.....	7
图表 11：2016H1 公司前五大客户中沃特玛占比很高.....	7
图表 12：2016-2020 年新能源汽车产量预测.....	8
图表 13：2016-2020 年新能源汽车动力电池需求量测算（单位：万 KWh）.....	9
图表 14：2015 年动力电池仍以磷酸铁锂为主.....	9
图表 15：2016 年三元动力电池较为稳定.....	9
图表 16：2016-2020 年磷酸铁锂动力电池需求测算（单位：万 KWh）.....	10
图表 17：2016 新能源汽车地方补贴政策情况.....	11
图表 18：沃特玛电动物流业务生态圈.....	11
图表 19：电动版 E150 和燃油版 E150 的成本对比.....	12
图表 20：沃特玛动力电池产品收入及毛利率.....	13
图表 21：沃特玛近年来净利润情况.....	13
图表 22：沃特玛动力电池基地规划.....	13
图表 23：沃特玛 2017 年已签销售合同和战略合作协议情况.....	13
图表 24：磷酸铁锂正极材料产量及需求预测.....	14
图表 25：2016 年动力电池竞争格局.....	15

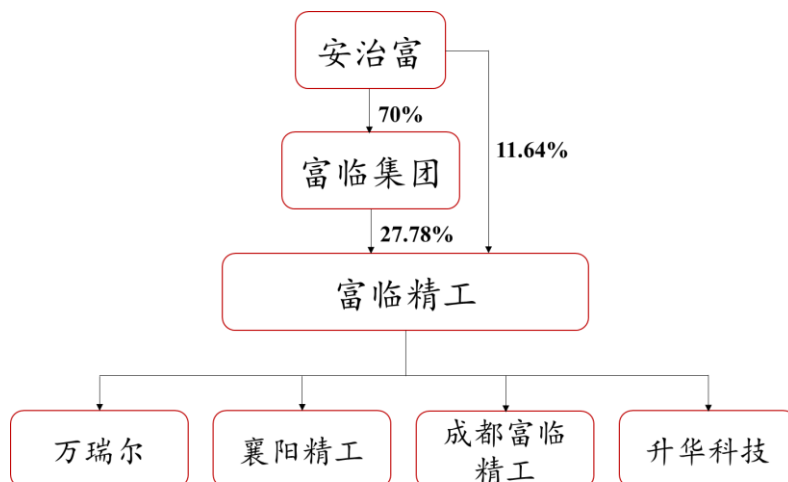
图表 26：2015 年磷酸铁锂正极材料行业格局.....	16
图表 27：升华科技产品成本构成以及盈利能力预测.....	16
图表 28：液压驱动式 VVT 系统结构.....	17
图表 29：VVT 的优点.....	18
图表 30：VVT 系统的分类及特点.....	19
图表 31：北美市场各项汽车发动机技术的普及情况.....	19
图表 32：欧洲乘用车可变气门系统的普及情况.....	19
图表 33：主要品牌车型 VVT 系统的装配率.....	20
图表 34：2010 年国内各汽车制造商 VVT 的装配率.....	20
图表 35：2016 年 1-11 月销量前二十车型的 VVT 搭载情况.....	20
图表 36：全球 VVT 市场竞争格局.....	21
图表 37：公司历年 VVT 业务收入及增长率.....	21
图表 38：公司历年 VVT 业务毛利率.....	21
图表 39：公司主要客户.....	22
图表 40：公司主要业务分项预测表.....	22
图表 41：A 股可比公司估值比较.....	24
图表 42：财务预测摘要.....	25

1. 发动机精密零部件业务稳健增长，并购动力电池正极材料供应商开启新方向

1.1. 股权结构

绵阳富临精工机械股份有限公司成立于1997年，主要从事汽车发动机精密零部件的研发、生产和销售，拥有气门挺柱（机械挺柱、液压挺柱）、液压张紧器、摇臂、喷嘴、发动机可变气门系统（VVT、VVL电磁阀）、精密零部件及其他等六大类系列产品，是国内具有较高影响力的主要汽车发动机精密零部件供应商之一。公司控股股东为富临集团，实际控制人为安治富先生。16年公司通过收购升华科技进入动力电池正极材料领域，开拓新的发展方向。

图表1：公司股权结构



来源：公司公告、国联证券研究所

1.2. 业绩概况

公司从创立至今，专注于汽车精密零部件领域，不断推出新产品。目前已经拥有液压挺柱、机械挺柱、液压张紧器、摇臂、喷嘴、发动机可变气门系统、缸内直喷系统用高压油泵挺柱及泵壳、自动变速器及燃油喷射器精密零部件等产品。

图表2：公司近年来推出的产品

年份	推出产品
1997	机械挺柱、液压挺柱
2003	液压张紧器、摇臂
2007	机油喷嘴
2009	VVT
2011	GDI 高压油泵挺柱
2012	GDI 高压油泵泵壳、燃油喷射器精密零部件、自动变速器精密零部件产品
2013	VVL 电磁阀

来源：公司公告、国联证券研究所

图表3：公司主要产品

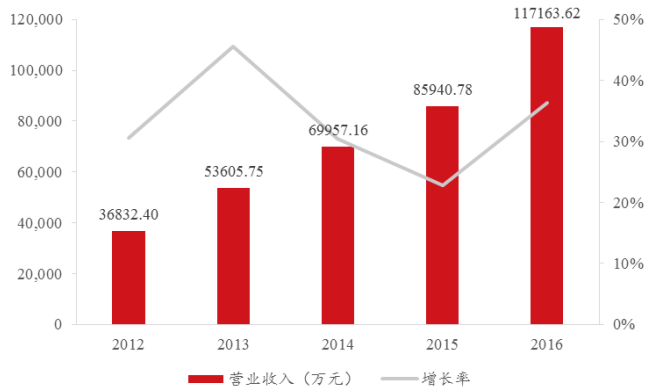


来源：公司网站、国联证券研究所

近年来受益于国内汽车行业的快速发展和汽车零部件的进口替代以及公司本身

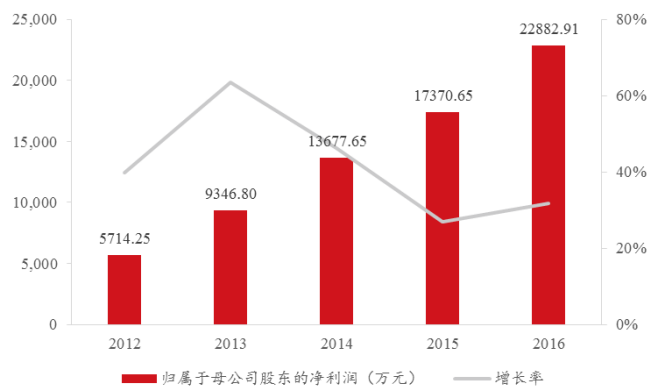
不断加大力度研发具有高附加值的新产品的影响,公司营业收入和净利润均获得了快速增长,16年公司营收和利润增速均在30%以上。

图表4: 公司历年营业收入及增长率



来源: 公司公告、国联证券研究所

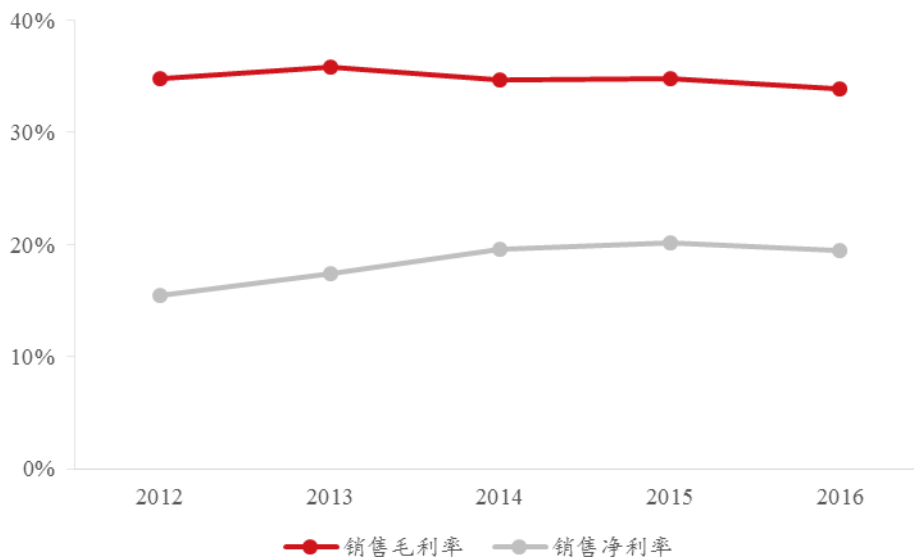
图表5: 公司历年归母净利润及增长率



来源: 公司公告、国联证券研究所

随着公司汽车零部件产品的逐步普及和广泛应用,公司的毛利率水平逐渐下降;同时公司不断推出新的具有较高毛利率水平的新产品。在这两种因素的共同作用下,公司近年来保持了较为稳定的毛利率水平,维持在35%左右。伴随着公司管理水平的不断提高以及规模化效应的不断加强。公司的净利率水平近年来维持在20%左右。

图表6: 公司历年毛利率与净利率情况

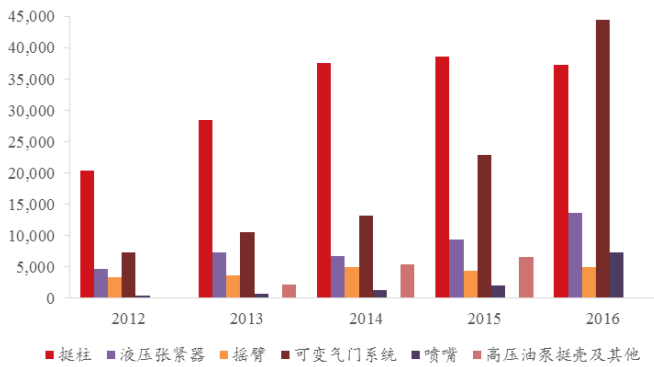


来源: 公司公告、国联证券研究所

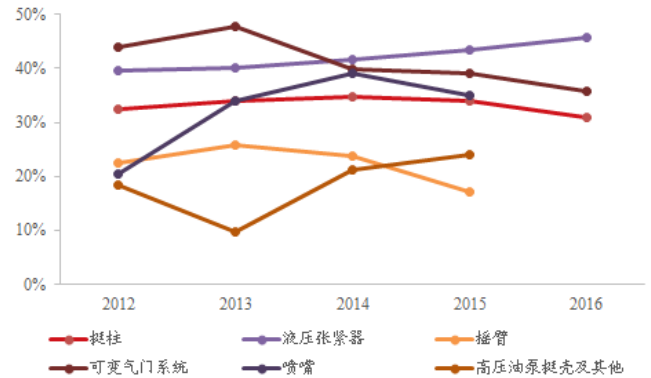
公司的传统主营产品如挺柱和摇臂等的收入近年来依然表现稳健,而近年来推出的新产品如可变气门系统和高压油泵产品等则得到了快速成长。由于公司不断进行技术研发、改进和升级,公司各项产品的毛利率水平相对较为稳定,一些产品如液压张紧器等的毛利率稳中有升。

图表7: 公司各业务收入构成 (万元)

图表8: 公司各业务毛利率情况



来源：公司公告、国联证券研究所



来源：公司公告、国联证券研究所

1.3. 新能源汽车动力电池正极材料成为公司成长新引擎

16年5月，公司发布了购买资产预案，拟通过发行股份及支付现金的方式收购动力电池正极材料供应商升华科技100%股权，升华科技承诺16-18年的实现扣非归母净利润不低于1.52/2/2.61亿元。本次收购，公司通过非公开发行股份募集配套资金金额不超过92,125.01万元，发行价格为16.46元/股，锁定期为3年，其中大股东认购金额达到5.2亿元，并自愿将锁定期延长一年至4年。表明了大股东对于公司长期持续健康发展的坚定信心。2016年12月，公司完成了升华科技的过户以及配套资金的募集。本次收购一方面将显著增厚公司业绩；更重要的是，这将帮助上市公司快速切入新能源汽车领域，与大股东富临集团旗下四川唯一的新能源汽车生产商野马汽车以及同隶属于富临集团，正积极开展新能源汽车运营业务的富临运业形成有效协同，升华科技有望获得更快更好的发展。

2. 仍看好磷酸铁锂长期空间，三元正极逐步放量

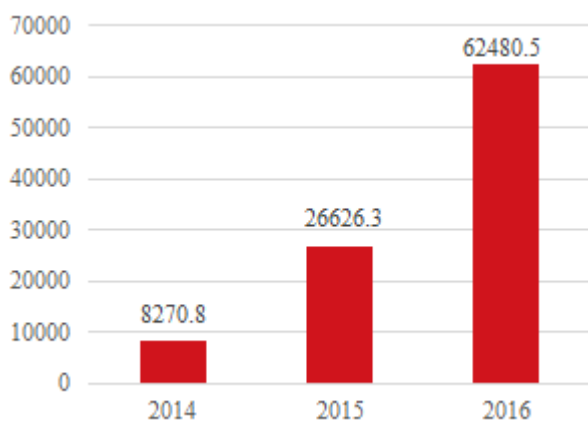
当前市场对公司主要分歧在于公司以磷酸铁锂为主的业务结构能不能跟随动力电池的三元化趋势。另外公司对单一客户沃特玛的过度依赖可能也伴随着某些风险。我们总体上认为，磷酸铁锂的长期空间仍然是明确的，此外公司在三元材料上积累较弱，主要采取了跟随的策略，随着经验的逐步积累，公司对三元材料的切换也是顺利成章的。对大客户的依赖上，我们倾向于认为未来动力电池的格局趋于集中化，不可避免出现对大客户的依赖，而且这种紧密的合作会愈加牢固，呈现共生共荣的状态。

2.1. 收购湖南升华，进入正极材料生产领域

16年5月18日公司公告拟以21亿元收购湖南升华科技股份有限公司100%股权，其中26.31%以现金支付，共计55,241.18万元；剩余73.69%以发行股份方式支付，共计154,758.82万元。升华科技是一家锂电正极材料制造企业，主要产品为磷酸铁锂和三元材料。经过多年的重点开拓及发展，升华科技已在锂电池正极材料市场形成较强的竞争优势，成为我国主要锂电池正极材料专业供应商之一。根据收购时升华的业绩承诺，2016年-2018年，升华科技每年度实现的经审计并扣除非经常损益后归属于母公司的净利润应分别不低于1.52亿元、2.0亿元和2.61亿元，累计不低于6.13亿元。那么按照收购对价，以2016年承诺业绩计算，本次收购市盈率为13.8倍。

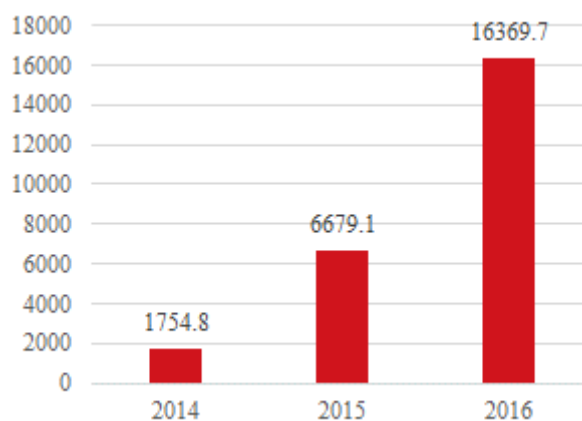
从业绩承诺角度来看，湖南升华的收购市盈率倍数属于新能源汽车行业多次并购事件的偏上端，但并不特别高。从净资产增值率来看，评估增值率高达 742.5%。毋庸置疑，如此高的估值和利润承诺是建立在 2015 年新能源汽车大幅增长的预期基础之上的，而这种增长在 16 年已经遇到问题。对上市公司来讲，75%的股权支付比例和补偿协议能较好的应对收购的高估值风险。

图表 9：湖南升华收入大幅增长



来源：公司公告、国联证券研究所

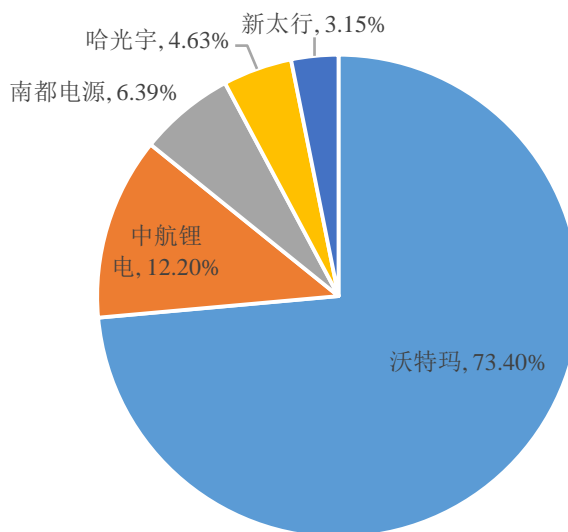
图表 10：湖南升华净利润大幅增长



来源：公司公告、国联证券研究所

公司前五大客户相对稳定，沃特玛占公司收入比例极高。从公司披露的近三年五大客户的情况来看，公司前五大客户占比一直较高，在 97% 以上，2016 年更是高达 99.83%。前五大客户相对稳定，包括沃特玛、中航锂电、南都电源、哈光宇和新太行。这些公司都是国内知名的动力电池企业，表明公司产品品质获得了广泛认可。从各个客户占比来看，公司收入极大依赖于沃特玛，2016 年 H1 公司来自于沃特玛的收入达到了 73.4%。

图表 11：2016H1 公司前五大客户中沃特玛占比很高



来源：公司公告、国联证券研究所

湖南升华中短期以磷酸铁锂为主，未来将加大开拓三元材料市场。2016 年升华

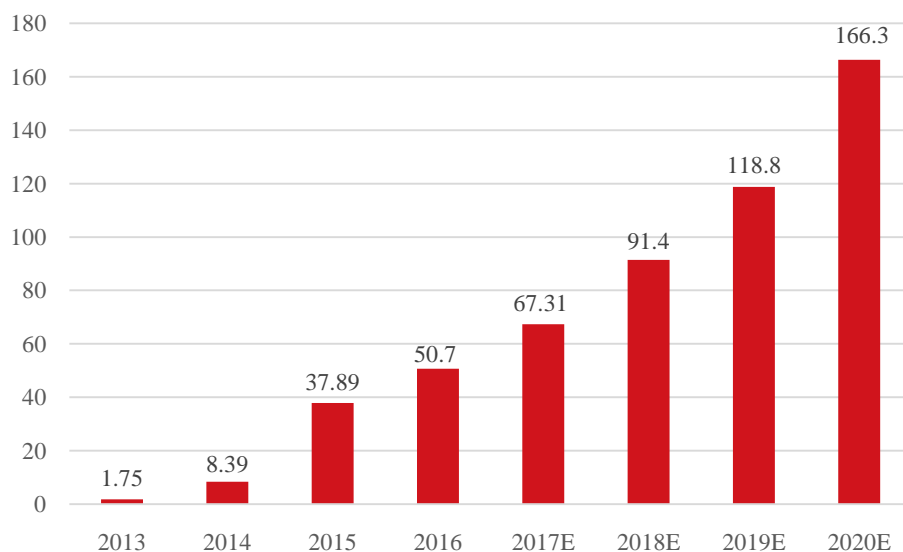
科技磷酸铁锂产量 6903 吨，占高工锂电统计产量 5.7 万吨的 12.11%，其已经成为我国主要的锂电正极材料供应商之一。2016 年底，升华科技已经拥有 10,000 吨磷酸铁锂产能，随着江西宜春锂电池正极材料磷酸铁锂产业化项目的陆续投产，将在 2017 年内形成 22,000 吨的产能。从战略上看，公司中短期仍以磷酸铁锂为主，三元材料主要采取跟随战略，未来将视情况进行应变。磷酸铁锂和三元材料之间的生产过程基本相同，因此只要公司的技术储备足够，未来合适的时候切换到三元材料难度较小。

我们认为磷酸铁锂未来中短期内仍然具备持续的增长空间，主要看纯电动客车和物流车的放量。长期来看，磷酸铁锂动力电池面临三元动力电池的冲击，但储能市场将是磷酸铁锂的下一波机会。

2.2. 新能源汽车+储能产业长期空间明确，磷酸铁锂动力电池将持续增长

国家补贴与新能源汽车积分制度将有力支撑新能源汽车的长期空间。新能源汽车发展已经上升为国家战略。根据规划，国家的补贴方案将持续至 2020 年，这将是新能源汽车短期成长的逻辑。到 2020 年后，新能源汽车积分制度的推出将接力国家补贴的退出使得新能源汽车步入长期的良性增长轨道。工信部于 9 月发布了《企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理暂行办法（征求意见稿）》。该办法明确将对在中国境内销售乘用车的企业的平均燃料消耗量和新能源乘用车生产情况进行分别考核，从而实现平均燃料消耗与新能源汽车积分并行管理。其中对新能源汽车的积分的比例要求要到 18 年才开始实施，但从 17 年开始新能源汽车积分已可以抵扣整体乘用车油耗不达标所造成的负积分。因此从 18 年正式开始实施后，积分制度对整车企业的倒逼机制将逐步体现。我们预计到 2020 年新能源汽车产量将达到 166 万辆，年均的复合增速在 30% 左右。

图表 12：2016-2020 年新能源汽车产量预测



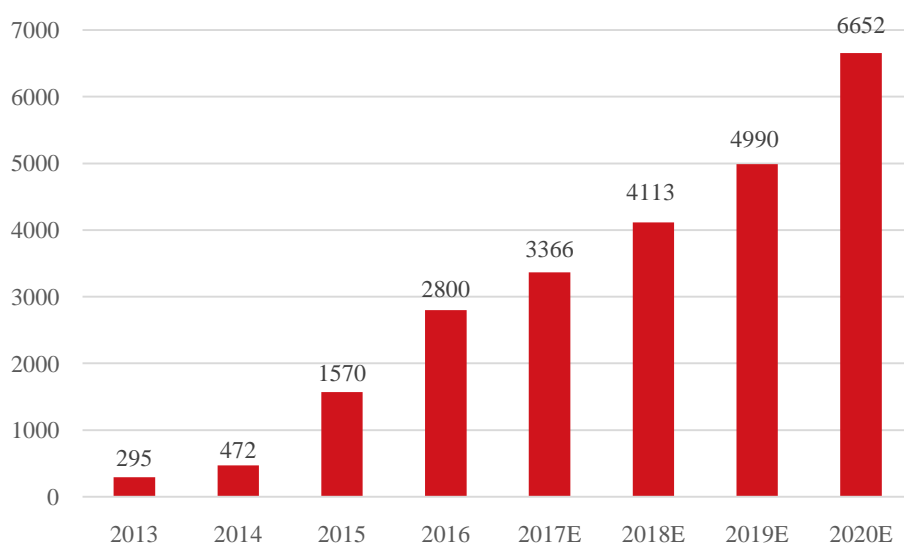
来源：工信部、国联证券研究所

分项来看，未来增长的主力在纯电动乘用车和纯电动专用车上。15、16 年新能

源汽车产量的暴涨主要来自于高额补贴下商用车的大幅放量。17 年以后，随着新的财政补贴政策落地，对商用车的补贴将大幅下降，而乘用车基本维持不变。在限牌城市力推和高额补贴下，纯电动乘用车的增长非常明确。而商用车上，纯电动客车以公交车为主，仍会受到各地政府的推动，将有比较稳定的增长空间，单车电池装载量也会上升。纯电动专用车可替代空间大，但主要依靠市场力量推动，增长取决于下游运营的突破。

未来几年动力电池需求量增速将达到 30%，三元电池占比将逐步提升。从动力电池角度来看，随着新能源汽车产量的稳步增长，动力电池需求量会在 2020 年增长 3 倍以上，年均复合增速可达 30.7%。

图表 13：2016-2020 年新能源汽车动力电池需求量测算（单位：万 KWh）

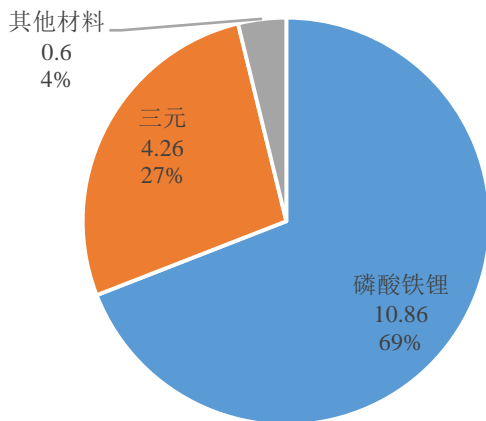


来源：真锂研究、国联证券研究所

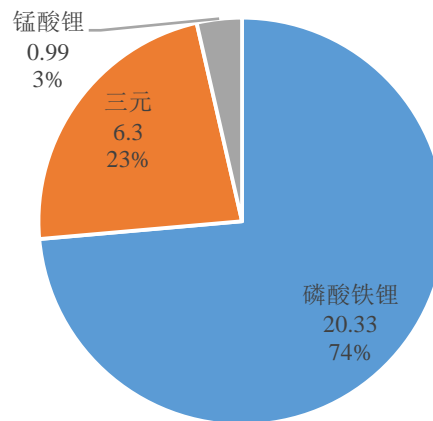
结构上，三元电池占比提升不可逆转，但磷酸铁锂与三元将长期并存。从趋势来看，三元动力已经是动力电池发展的主要方向，但磷酸铁锂与三元长期并存的局面并不会改变。从车型结构来看，乘用车由于续航里程的要求，三元动力电池基本上成为绝大多数主流乘用车企的选择。在商用车上，分客车和专用车来看。客车上，虽然三元动力电池的应用会在 17 年解禁，但涉及安全问题，未来基本上还是以磷酸铁锂为主。专用车则是磷酸铁锂和三元竞争最为激烈的市场，这里面不仅仅是技术的问题，有更多的推动力量可以左右结果。

图表 14：2015 年动力电池仍以磷酸铁锂为主

图表 15：2016 年三元动力电池较为稳定



来源：第一电动网、国联证券研究所

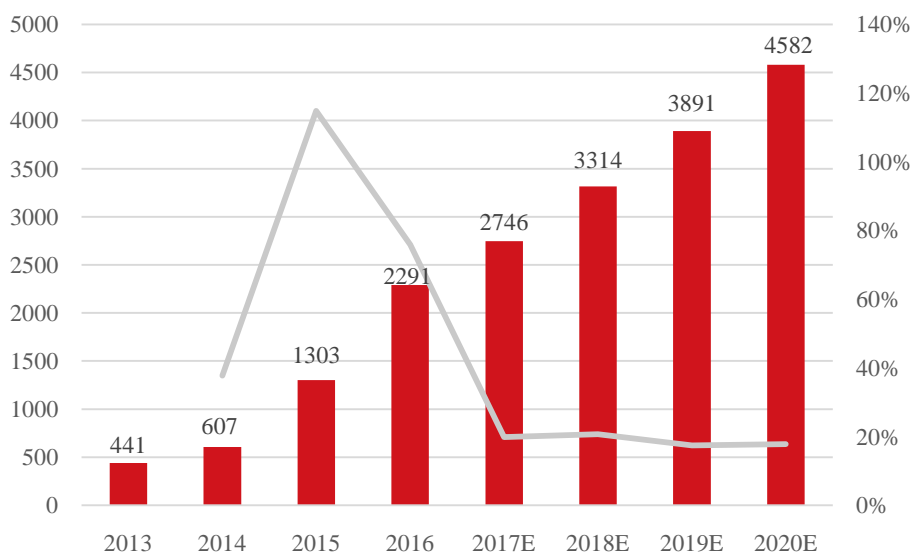


来源：第一电动网国联证券研究所

储能产业将是磷酸铁锂动力电池的下一个机会。储能产业是比汽车动力电池更大的市场，目前受制于电池成本的问题，储能还未能大批量应用。随着动力电池价格的大幅下降，储能市场将逐步启动。光伏和风力等间歇性可再生能源发电将是未来磷酸铁锂增长的主要市场。磷酸铁锂的长寿命和低成本将是在储能市场取得竞争优势的关键。根据调查公司 Sandler Research 发布预测，磷酸铁系锂离子电池(LFP)的全球市场在 2016 至 2020 年期间将以 20.5%的年均复合增长率(CAGR)增长。

我们预计国内到 2020 年磷酸铁锂动力电池的出货量将达到 3342 万 KWh，五年的复合增速将达到 20.7%。按照每 1KWh 动力电池需要磷酸铁锂 2.343 公斤计算，预计 2020 年磷酸铁锂的需求量将达到 78300 吨。根据高工锂电，2015 年国内磷酸正极材料产量为 32400 吨，预计到 2020 年磷酸铁锂正极材料的复合增长为 19.3%。

图表 16: 2016-2020 年磷酸铁锂动力电池需求测算 (单位: 万 KWh)



来源：真锂研究、高工锂电、国联证券研究所

2.3. 短期内模式重于技术，沃特玛放量更加确定

作为升华的最重要客户，沃特玛的发展前景直接决定了升华的空间。目前来看，沃特玛依靠着其多年来构建的新能源汽车生态圈，采取以租代售模式推广新能源汽车，

取得了很好的效果。

我们认为沃特玛以运营为核心的生态模式较好解决了下游用户痛点，在补贴下降的大趋势下有强大的生命力。虽然国家补贴政策还未正式出台，但大幅下降已是一致预期。从最新的政策动向来看，纯电动客车和物流车等商用车型的国家财政补贴将下滑 20%-50% 不等。同时 2016 年多个地方出台的地补政策已经开始较 15 年出现较大下滑。两者相加，补贴额度的下降最高可达 80%，这将使得商用车的销售变得困难，唯有好的商用模式才能带动下游的销售。这对于沃特玛这样以下游运营作为支撑的公司来说是一个很好的机会，公司模式的优越性也会越来越凸显。

图表 17：2016 新能源汽车地方补贴政策情况

补贴情况	地区
地补和国补 1:1 配套的地区	北京、广州、西安、天津（17 年开始比例会下调）、河北（公共领域服务车辆）、山西、海南
地补低于国补的地区	上海、杭州、南京、石家庄、贵阳、成都、哈尔滨（纯电动车按国补 1:1 配套，插电混动低于国补标准）、沈阳、合肥、大连、郑州、江西、江苏、青海、湖南
地补高于国补的地区	深圳（但相较于其之前的补贴标准已有大幅下调）

来源：国联证券研究所整理

发起新能源汽车产业创新联盟，构建新能源汽车生态圈，推动新能源汽车的应用。2013 年，沃特玛电池发起成立了新能源汽车产业创新联盟，联盟由动力电池、电机、电控驱动系统、动力总成、充电设备、运营平台等企业、大专院校及科研机构自愿组成，核心任务是充分利用企业的技术研发中心，重点实验室和工程技术中心的科研条件，建立协作机制，围绕电池、电机、电控、动力总成等核心零部件及其关键技术，从新材料、新结构、新动力、新工艺、新模式五个方面打造新能源汽车。创新联盟希望通过整合新能源汽车产业链上的优质资源，在推动新能源汽车产业发展方面，做出一些创新和探索。创新联盟先后联合一汽集团、东风汽车、厦门金旅、上海申龙、中国重汽豪沃、山西大运、九龙汽车、重庆力帆、一汽解放等知名车企进行了纯电动汽车的共同开发和批量市场推广。针对中国新能源汽车推广应用的几大瓶颈，创新联盟于 2014 年推出了“整车租售，八年质保，固移并举，充维结合”的城市交通电动化创新模式，在多地得到推广。

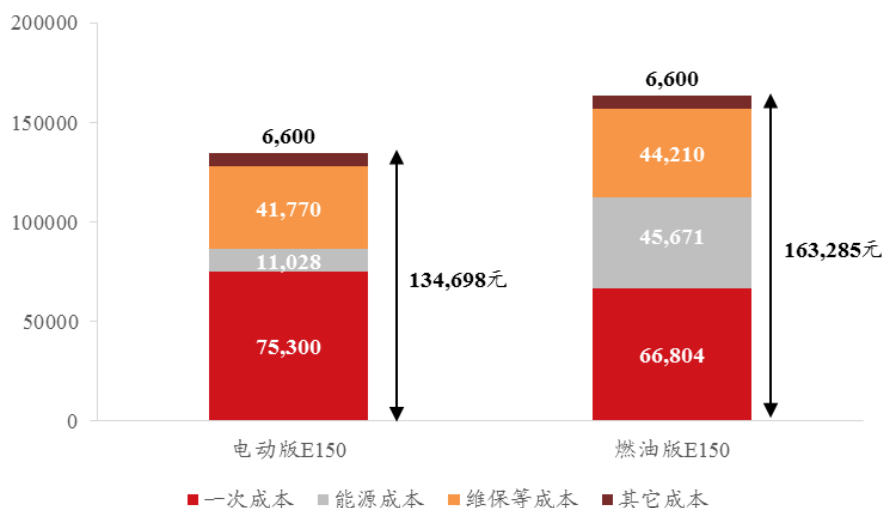
图表 18：沃特玛电动物流业务生态圈



来源：公司公告、国联证券研究所

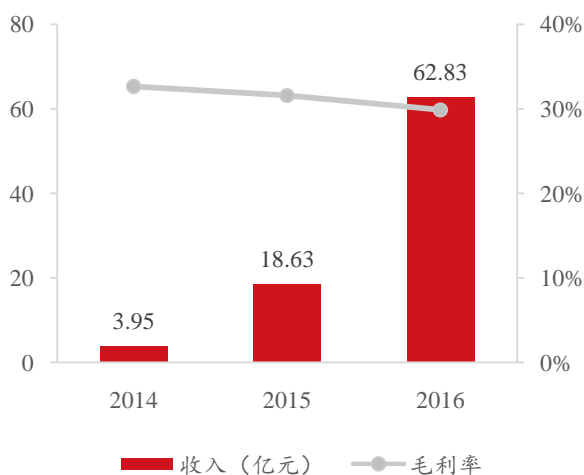
新能源汽车购置成本高，使用成本低，适合应用于运营领域。对于消费者来说，在整个生命周期内，新能源汽车的成本低于传统车。以北汽的电动版和燃油版 E150 为例来进行对比，电动版 E150 的一次成本（车价（去除补贴后）+购置税+上牌费-车辆残值）约为 7.53 万元，较传统车高出 8500 元，而能源成本（同样行驶里程下（10 万公里）的电费和油费）则仅为传统车的 25%，优势明显，两者的其它成本相差不大。简单来说，新能源汽车在整个生命周期里行驶的里程越多，相较于传统车的优势就越明显，从此特性上来看，新能源汽车目前在运营领域会有比较大的应用前景。

图表 19：电动版 E150 和燃油版 E150 的成本对比

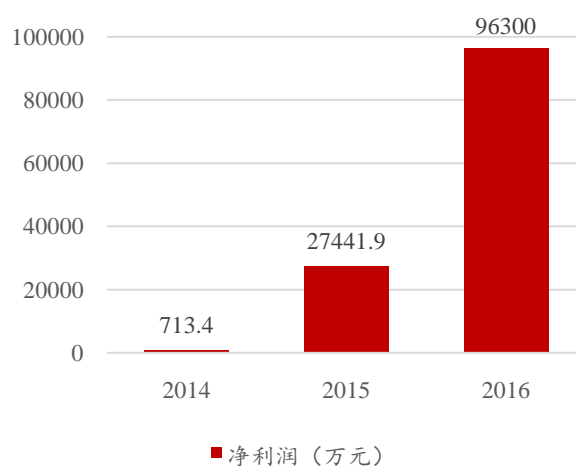


来源：电动邦、国联证券研究所

沃特玛收入和利润快速增长，进入上市公司体内后资金运营压力降大幅减轻。新能源汽车行业的大幅增长使得沃特玛 15、16 年收入出现了暴涨，毛利率则维持在 30% 左右。公司的运营商业模式和新能源汽车依赖补贴的行业特性使得公司现金流较为紧张。16 年上市公司坚瑞消防以 52 亿作价收购沃特玛，并改名为坚瑞沃能，表明了上市公司以动力电池为核心的战略方向，沃特玛将获得上市公司更多支持。在并入上市公司后，沃特玛的运营商业模式的资金问题也将得到较好解决，其发展道路将更加顺畅。

图表 20：沃特玛动力电池产品收入及毛利率


来源：公司公告、国联证券研究所

图表 21：沃特玛近年来净利润情况


来源：公司公告、国联证券研究所

沃特玛计划至 17 年产能扩充至 10GWh。目前沃特玛在深圳本部有 1.5GWh 产能，此外 15 年开始公司在陕西渭南、湖北十堰和湖北荆州新建三个生产基地，远期规划产能达到了 23GWh。预计公司在 2018-19 年左右的磷酸铁锂需求量就将达到 2.3 万吨。

图表 22：沃特玛动力电池基地规划

	投资额 (亿元)	开工时间	首批达产时间	设计产能 (GWh)	预计年收入 (亿元)
陕西渭南	50	2015.5	2016 年底	10	75
湖北十堰	7	2015.8	2016 年底	10	40
湖北荆州	24	2015.9	2016 年中	3	60
河北唐山	16.8	2015.8	2016 年底	10	72

来源：公司公告、国联证券研究所

在民富沃能模式下，沃特玛的出货量确定性更高。2016 年沃特玛全年实现收入 77 亿元，其中运营业务初步实现账面盈利。在 16 年专用车政策不明朗的情况下，大部分专用车生产企业上半年基本处于停滞状态，到第四季度逐步放量，12 月基本消化了全年库存。全年产量达到 5.9 万辆，同比增长 24.7%。17 年以来，创新联盟的模式正在获得越来越多的认可，截至 5 月底，沃特玛已签署销售合同含税金额 95.3 亿元，战略合作协议含税金额 29.2 亿元，大幅超越去年全年，显示了沃特玛的创新联盟模式在当前新能源汽车发展由政策驱动转向市场驱动过渡阶段的优势。

图表 23：沃特玛 2017 年已签销售合同和战略合作协议情况

公告日期	内容
2017/2/21	创新联盟与中通客车签署战略合作协议，2017 年双方将共同向市场推广销售 8000 辆搭载联盟成员企业电池系统的纯电动客车、10000 辆纯电动轻卡物流车和 5000 辆微面纯电动物流车作为首期合作目标。其中中通负责向市场推广 5000 辆纯电动客车、联盟成员企业负责消化或向市场推广 3000 辆纯电动客车、10000 辆纯电动轻卡物流车和 5000 辆微面纯电动物流车。未来几年，根据产品使用情况将逐年加大合作力度。协议实施预计为公司带来 20 亿元以上收入。
2017/3/8	坚瑞沃能与湖北新楚风汽车股份有限公司签署采购合同，新楚风计划 2017 年向公司采购 2 万

组电池，用于物流车，合计含税金额 13.483 亿元。

2017/3/9	沃特玛创新联盟与安徽星凯龙签订战略合作协议，联盟成员每向星凯龙采购 1 辆纯电动汽车，星凯龙方需向沃特玛创新联盟成员购买 3 组电池，按照 1:3 比例以此类推。2017 年向联盟成员采购不低于 450 套电池及 150 套电机，150 套电控，联盟成员共需向采购不低于 150 台纯电动客车。协议实施预计为公司带来 1.37 亿收入。
2017/3/18	沃特玛创新联盟与安徽安凯客车签订战略合作协议，创新联盟每向安凯采购 1 辆纯电动客车，安凯须向创新联盟购买 2 组电池，创新联盟力争 2017 年向安凯采购 1000 辆纯电动客车。预计战略合作协议实施后能为公司带来 7.8 亿收入。
2017/3/28	沃特玛与上海申龙客车签署两份《销售合同》，上海申龙计划 2017 年向公司采购 1000 组磷酸铁锂电池，预计含税金额 4.065 亿元。
2017/4/1	沃特玛与东风特汽（十堰）专用车有限公司签署《工业品买卖合同》，合同金额为 18.44 亿元，分别为移动储能车用电池 900 组，含税价 16.64 亿元。移动储能车用充电设备 900 台，含税金额 1.8 亿。
2017/5/18	沃特玛电池有限公司近日与成都大运汽车集团有限公司运城分公司签署三份《销售合同》，大运汽车计划向公司采购动力电池组 1.5 万组，合计含税价格为 28.62 亿元。
2017/5/19	沃特玛电池有限公司近日与山东唐骏欧铃汽车制造有限公司签署三份《销售合同》，大运汽车计划向公司采购动力电池组 1.5 万组，合计含税价格为 5.28 亿元。
2017/5/23	沃特玛电池有限公司近日与湖北世纪中远车辆有限公司签署三份《销售合同》，大运汽车计划向公司采购动力电池组 1.5 万组，合计合同含税金额为 25.38 亿元，采购 4.15 万组电池。其中 1500 组近期交付，其他 4 万组视实际情况。

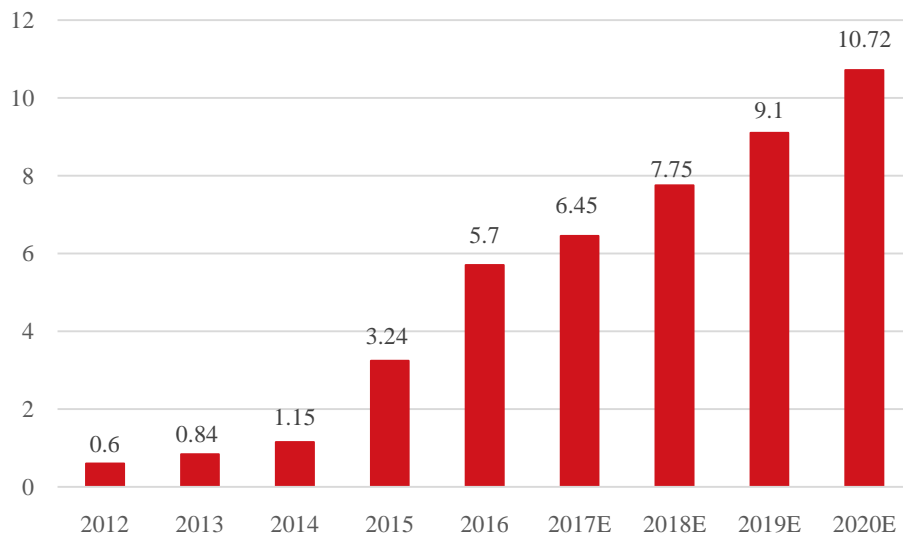
来源：公司公告、国联证券研究所

2.4. 绑定沃特玛，成长将更确定

公司自成立以来就以优良的品质获得了下游大客户的广泛应用，自 2014 年起沃特玛一直是公司的第一大客户，占比极高。动力电池是新能源汽车的核心零部件，纯电动汽车中电池成本占比在 50% 左右，对整车厂至关重要。我们认为作为新能源汽车的核心，未来整车厂会在电池供应上深入布局，类比于传统汽车的发动机。在理想的状态下，一个主机厂最多会选择 2-3 家供应商，并在技术和研发上进行战略协作。自 14 年开始的新能源汽车的快速增长使得动力电池产能持续紧张，因而许多整车厂都选择了多家电池供应商来保障供应，随着动力电池产能的逐步释放，产能不再成为瓶颈的状态下，下一步电池企业的竞争将转向技术，并逐步淘汰一些企业。我们认为未来动力电池行业的高度集中是大势所趋，因此绑定优质大客户是上游企业能够获得持续成长的必由之路。作为湖南升华来说，以沃特玛为核心，同时拓展中航锂电、南都电源等企业作为大客户是公司的主要战略。

磷酸铁锂正极材料主要由中国市场生产，从近几年的产量来看，在动力电池放量带动下，磷酸铁锂正极材料快速增长，从 2009 年的 0.3 万吨增长至 2016 年的 5.7 万吨，预计到 2020 年磷酸铁锂正极材料的需求量将达到 10.7 万吨。

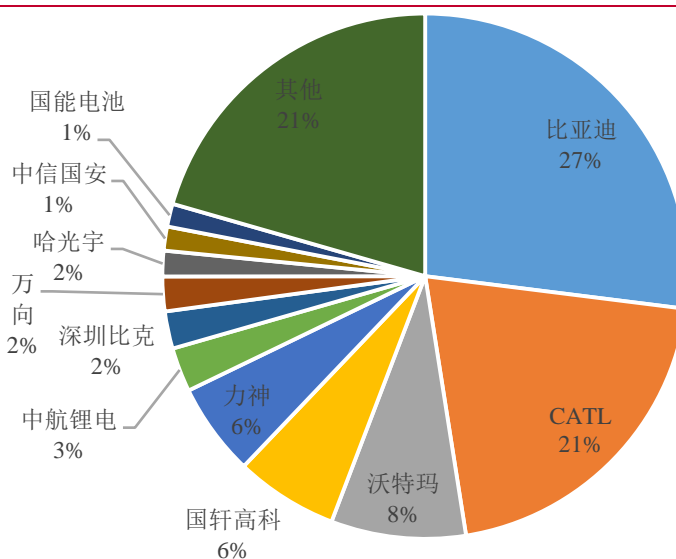
图表 24：磷酸铁锂正极材料产量及需求预测



来源：高工锂电国联证券研究所

政策与市场合力将使得 2017 年以后的动力电池竞争更加激烈，集中度会越来越高。动力电池市场 15 年前七家企业的市场占有率为 73%，已经属于比较集中的行业。2016 年沃特玛在国内动力电池市场上的占有率为 8.3%，处于第二梯队。17 年国家补贴发布后，行业将进一步减速，伴随着产能的大量扩张，竞争将更加激烈。日前根据工信部的动力电池企业规范条件征求意见稿，大幅提高动力电池企业的产能要求至 80 亿 Wh。这意味着国内绝大部分企业都不能满足这个要求，也意味着今后动力电池行业对新进入企业设置了极高的壁垒。政策的导向非常明显，大力提高行业的集中度。因此政策和市场的合力之下，集中度的提高是必然趋势。而沃特玛必然是其中的重要一支力量。

图表 25：2016 年动力电池竞争格局

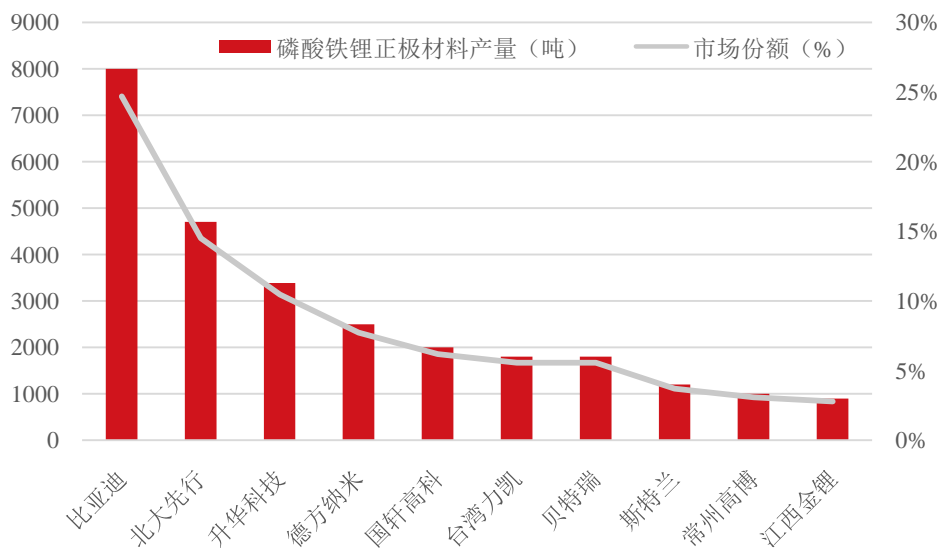


来源：EVTank、国联证券研究所

升华已经在磷酸铁锂正极材料商已经处于国内领先地位。2015 年国内磷酸铁锂正极材料市场也跟动力电池市场呈现同样的格局，排名前列的公司都有核心大客户的推动。如北大先行对 CATL、升华科技对沃特玛、德方纳米对比亚迪和 CATL 等。我

们相信未来在技术驱动的条件下，正极材料作为对动力电池能量密度影响最重要的因素，将更受关注。届时上下游的联动也会更加紧密，这种大客户的模式会更加普遍。

图表 26：2015 年磷酸铁锂正极材料行业格局



来源：中国物理与化学电源协会、国联证券研究所

2.5. 以量补价，升华科技全年将完成业绩承诺

17 年，新能源汽车补贴大幅退坡，降价压力由整车厂向上游传导，根据调研的情况，目前动力电池价格相较于 16 年普遍下降了 20% 左右，这也给正极材料供应商带来了明显的降价压力。根据中国化学与物理电源行业协会的数据，目前磷酸铁锂正极材料的价格在 8-8.5 万元/吨，相较于去年高点约 10 万元/吨的价格已经有了明显的回调，而成本中最重要的组成部分碳酸锂的价格短期来看预计将维持在目前的水平上，因此升华科技的盈利能力将面临较大压力，通过规模的提升可以部分消化产品价格下降带来的冲击，综合来看，我们预计公司磷酸铁锂产品的毛利率相较于去年将下降 5 个百分点左右，单吨的净利润从 16 年的近 2.4 万元下降至 1.8 万元左右，若以此为基准，公司要完成全年扣非净利润 2 亿元的业绩承诺，全年需实现销售额 9.6 亿元，较去年同期增长 50% 以上，考虑到公司的最大客户沃特玛近年来签单情况良好，目前其已签署销售合同含税金额 95.3 亿元，战略合作协议含税金额 29.2 亿元，大幅超越去年全年，这将为升华科技业绩的增长提供保障，而公司其它主要客户中航锂电、南都电源等预计后续也将为公司业绩提供增量，我们预计升华科技能够完成其业绩承诺。

图表 27：升华科技产品成本构成以及盈利能力预测

	每吨单耗	2014	2015	2016	2017E	2018E
碳酸锂	0.235	3.38	4.95	12.5	12	11
成本		0.79	1.16	2.75	2.64	2.42
草酸亚铁	1.2	0.8	0.89	0.9	1	1
成本		0.96	1.07	1.08	1.20	1.20
磷酸一铵	0.7	0.55	0.54	0.53	0.55	0.55
成本		0.39	0.38	0.37	0.39	0.39

其他原材料	0.69	0.75	0.7	0.75	0.7
能源成本	0.57	0.57	0.5	0.5	0.5
制造成本	0.13	0.13	0.1	0.1	0.1
人工成本	0.15	0.16	0.12	0.14	0.14
总成本	3.68	4.22	5.62	5.72	5.45
销售均价	6.84	7.73	9	8.5	8
毛利率	46.2%	45.4%	37.5%	32.7%	31.9%
吨毛利	3.16	3.51	3.38	2.78	2.56
单位三项费用及税费	1.58	1.48	1.01	1.00	1.00
吨净利	1.58	2.03	2.37	1.78	1.56

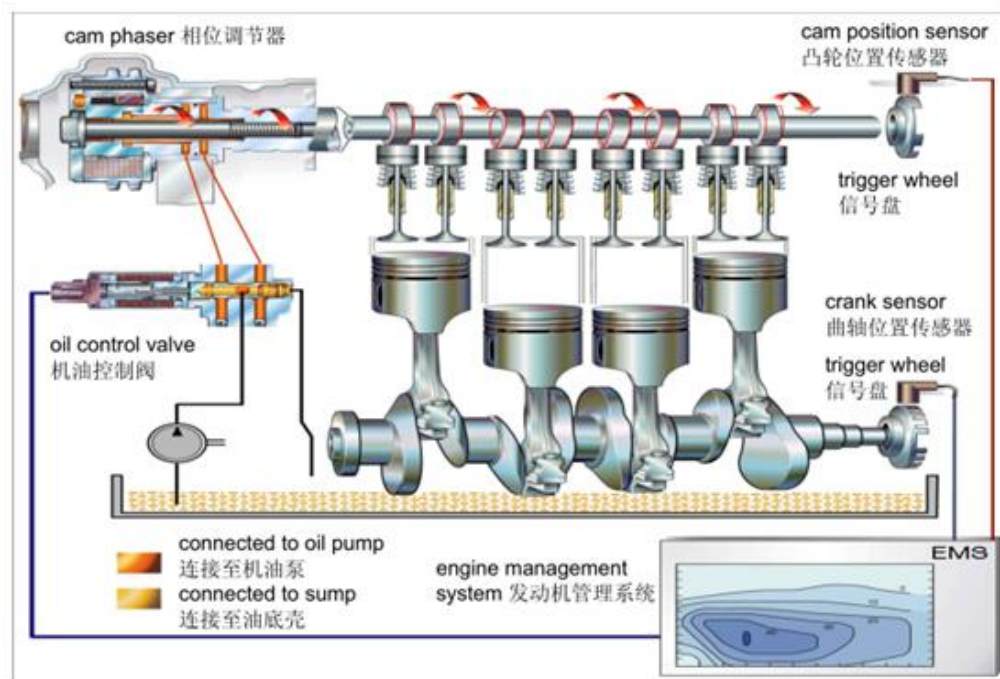
来源：公司公告、国联证券研究所

3. 国内 VVT 龙头，后续成长仍可期待

3.1. VVT 系统：发动机呼吸调节器

人的呼吸频率和呼吸深度是会随着运动情况的不同而不断的调整，从而更好的满足自身的需求。发动机的进气和排气就类似于人的呼吸，需要根据负荷和转速的不同对其进行相应的调整才能保持最佳状态。但很长时间以来，发动机的“呼吸”频率是一成不变的，这大大降低了发动机的运行效率。发动机可变气门正时（VVT）系统通过调整气缸的进气、排气量和气门开合的时间、角度，来获得气缸内最佳的空气量，从而解决这一问题。VVT 系统主要由 cam phaser（相位器）和 OCV（机油控制阀）两部分组成。发动机 EMS 根据节气门开度传感器等传来的信号，根据 MAP 图得到发动机不同工况下的最佳气门正时角，将其与凸轮轴的实际位置进行比较，然后向 OCV 发出动作信号，OCV 再将信号反馈至 VVT 相位器空腔内来调节凸轮轴的正时角度，从而达到调节进气、排气量和气门的开闭时间。

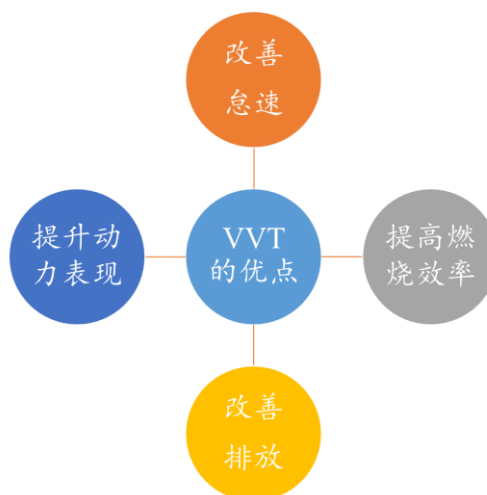
图表 28：液压驱动式 VVT 系统结构



来源：车云网、国联证券研究所

搭载了 VVT 系统的车辆可以从多个方面提升自己的性能：通过调整进排气来更好的适应不同负载下的动力需求从而明显提高车辆的燃油经济性和动力表现，也能显著减少尾气排放；通过减少内部 EGR 和减小重叠角，可以显著改善汽车怠速时的稳定性等。

图表 29：VVT 的优点



来源：国联证券研究所

根据安装 VVT 系统的进、排气门的不同和调节的方式差异，可以将 VVT 系统分为进气 VVT、排气 VVT、进/排气 VVT（等相位调节）和进/排气 VVT（相位连续调节）四大种类。不同种类的 VVT 系统对于发动机性能的影响也不尽相同，其中进/排气 VVT（相位连续调节）对于发动机性能的提升效果最为明显。

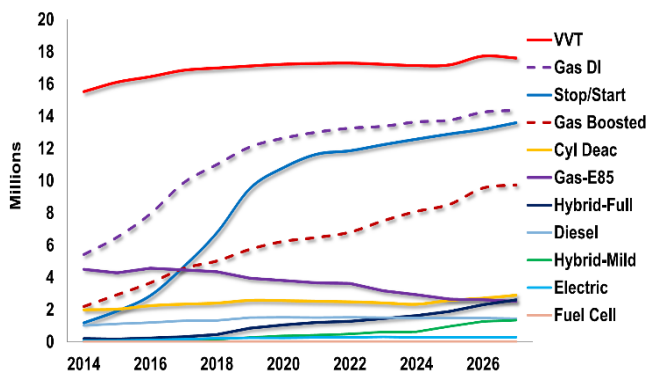
图表 30: VVT 系统的分类及特点

VVT配置	相位调节示意图	对发动机性能的影响			
		功率/扭矩	怠速稳定/油耗	部分负荷油耗	排放
进气VVT		●	●	●	●
排气VVT			●	●	●
进/排气VVT (等相位调节)				●	●
进/排气VVT (相位连续调节)		●	●	●	●

来源：豆丁网、国联证券研究所

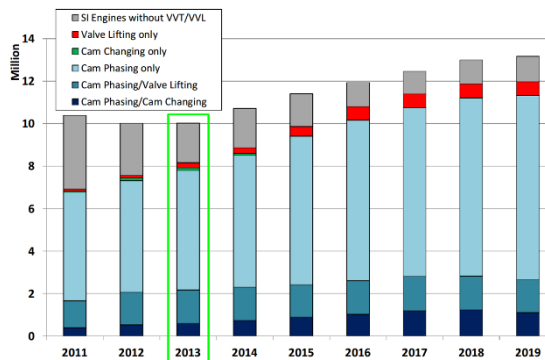
VVT 系统在美国和欧洲都已基本成为新车的标准配置，普及程度非常高。2014 年，美国新车的 VVT 普及率达到 97.6%。目前的 VVT 系统的发展趋势是由较为简单的单 VVT 向节能和动力提升效果均更好的双 VVT 系统进行升级。据报道，双 VVT 系统可以降低 5% 的油耗，同时提升 10% 的动力。

图表 31: 北美市场各项汽车发动机技术的普及情况



来源：IHS、国联证券研究所

图表 32: 欧洲乘用车可变气门系统的普及情况

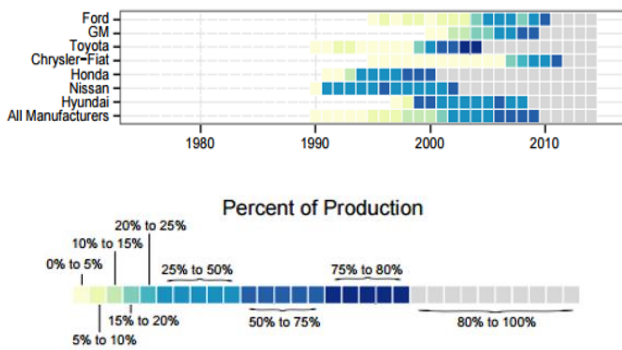


来源：IHS、国联证券研究所

3.2. 普及率提升+进口替代：助力国内 VVT 系统制造商

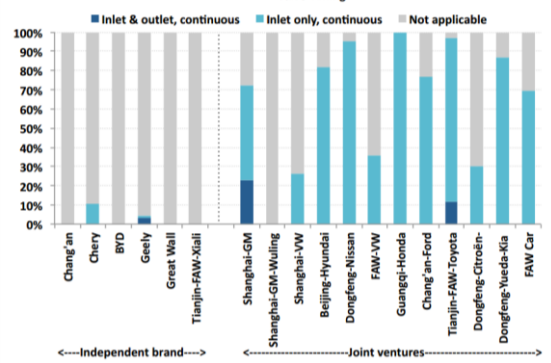
目前来说，各大主流汽车制造商的 VVT 系统装配率都已在 80% 以上，国内市场上国产品牌的 VVT 系统装配率显著低于合资品牌。国内 VVT 系统的普及率从 2002 年的 3.3% 提升到 2011 年的 63%，其中合资品牌 VVT 系统的普及率显著高于自主品牌。2011 年装载 VVT 系统的 63% 的车型中，35% 的车型使用了双 VVT 系统，28% 的车型使用了单 VVT 系统。而从我们梳理的 2016 年 1-11 月销量排名前二十的车型的 VVT 搭载情况来看，绝大部分车型都已配有 VVT，考虑到部分车型非全系标配，预计目前 VVT 的渗透率达到 70% 以上。预计后续搭载 VVT 系统的乘用车车型将会进一步增加至 80% 以上，其中使用双 VVT 系统的车型比例将达到 50%，使用单 VVT 系统的车型比例将达到 30%。

图表 33：主要品牌车型 VVT 系统的装配率



来源：IHS、国联证券研究所

图表 34：2010 年国内各汽车制造商 VVT 的装配率



来源：IHS、国联证券研究所

图表 35：2016 年 1-11 月销量前二十车型的 VVT 搭载情况

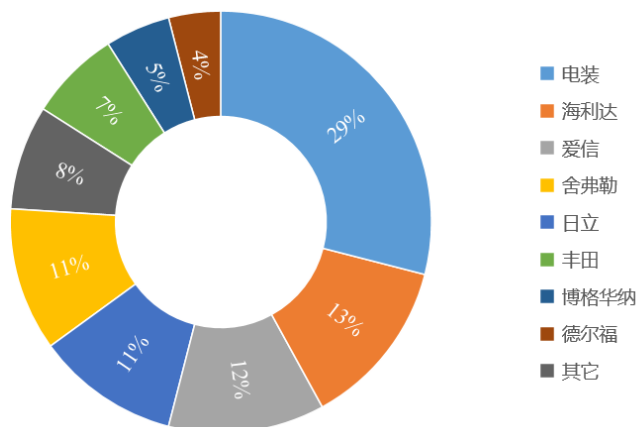
排名	车型	所属厂商	所属品牌	11 月销量	16 年 1-11 月销量	是否搭载 VVT
1	五菱宏光	上汽通用五菱	五菱	68025	567475	是
2	哈弗 H6	长城汽车	哈弗	70292	500188	是 (非标配)
3	上汽大众	大众	大众朗逸	42716	441149	是 (非标配)
4	上汽通用	别克	别克英朗	35533	338649	是
5	一汽大众	大众	大众捷达	30459	332210	是 (非标配)
6	东风日产	日产	日产轩逸	45232	324148	是
7	宝骏 730	上汽通用五菱	宝骏	44365	320041	是
8	一汽大众	大众	大众速腾	31698	316186	否
9	广汽传祺 GS4	广汽乘用车	广汽	32088	305277	是
10	宝骏 560	上汽通用五菱	宝骏	31248	289547	是
11	上汽大众	大众	大众桑塔纳	29067	283910	是 (非标配)
12	一汽丰田	丰田	丰田卡罗拉	31932	279078	是
13	长安福特	福特	福特福睿斯	31052	266083	否
14	别克昂科威	上汽通用	别克	31130	243634	是 (非标配)
15	北京现代	现代	现代朗动	28273	223754	是
16	大众途观	上汽大众	大众	26172	215550	是
17	一汽大众	大众	大众宝来	27264	202077	是 (非标配)
18	吉利汽车	吉利汽车	吉利帝豪 EC7	25043	201265	是
19	长安福特	福特	福特福克斯	24341	199102	是
20	长安 CS75	长安汽车	长安	21978	189197	是

来源：乘联会、各整车品牌官网、国联证券研究所

电装、海利达、爱信等几家知名的汽车零部件制造商瓜分了全球 VVT 市场的绝大部分份额，市占率前 8 的企业将 92% 的市场份额收入囊中。在 VVT 实现国产化之前，国内市场呈现和国际市场类似的格局：丰田、日立、电装、本田、舍弗勒等进口品牌占据了国内 VVT 市场 75% 以上的市场份额。当时进口 VVT 的价格是 800 元/套。

而当国产品牌在 VVT 技术上实现突破后，国产 VVT 的价格仅为 200 元/套。凭借出色的性价比优势，国产品牌获得了越来越多的市场份额。我们预计到 2020 年国内每年的乘用车的销售量达到 2500 万辆，单 VVT 系统的价格为 200 元/套，双 VVT 系统的价格为 400 元/套，则国内 VVT 系统的市场规模为 65 亿元。

图表 36：全球 VVT 市场竞争格局

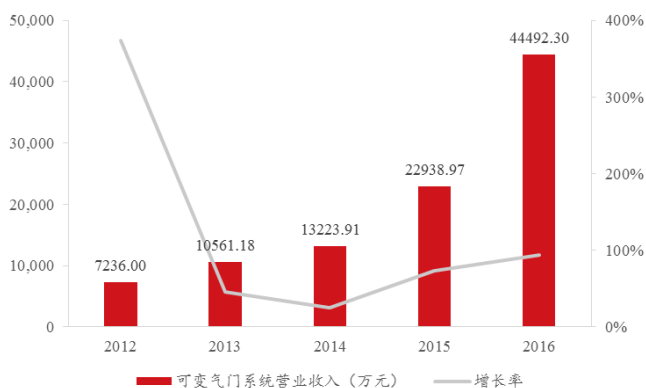


来源：HIS、Credit Suisse、国联证券研究所

3.3. 产能提升+产品升级，国内 VVT 龙头后续成长仍有空间

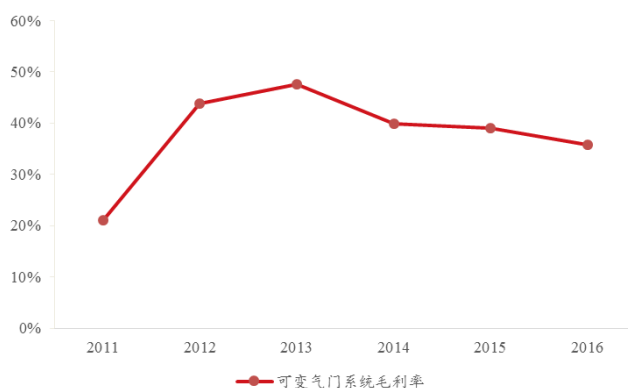
公司作为国内 VVT 行业的龙头企业，受益于国内汽车销量的快速增长、VVT 系统普及率的提高、单 VVT 向双 VVT 转变带来的需求增长和汽车零部件进口替代给国内品牌带来的机会，VVT 业务近年来得到了快速成长。公司 2015 年 VVT 业务收入 1.32 亿元，基本达到满产状态。因此公司加速进行产能扩充，计划建设 180 万套/年的产能，加上公司已有的 70 万套/年的产能，总产能规划达到 250 万套/年，仅占国内 3250 万套需求的 7.7%。预计到 16 年底，新建产能到位，VVT 业务预计能给公司带来 5 亿的收入。目前，公司的产能扩充已经颇具成效。2016H1，公司的 VVT 业务收入 1.83 亿元，同比增长达到 53.22%，毛利率同比略有下降，为 37% 左右。

图表 37：公司历年 VVT 业务收入及增长率



来源：公司公告、国联证券研究所

图表 38：公司历年 VVT 业务毛利率



来源：公司公告、国联证券研究所

客户资源和产品储备丰富。公司目前的主机厂客户超过 50 家，其中自主品牌 30 家，合资品牌 20 家，境外品牌 6 家。公司的主要客户包括上汽通用五菱、上汽通用东岳动力、航天三菱、奇瑞汽车、神龙汽车等。此外公司还在积极进行 VVT 产品的技术升级，提升产品竞争力。目前公司已成功开发了中置式电磁阀 VVT 项目，获得多家主机客户的定点，预计将于 2017 年开始投产；正投入研发的电驱动 VVT 已正式立项，进展有序，目标是 2019 年左右投产。丰富而稳定的客户资源以及有竞争力的产品，有助于公司在后续 VVT 渗透率提升以及单 VVT 转双 VVT 的过程中更好的卡位，获取更多的市场份额。而正在开发的价值量更高的 VVL 项目，已与德国设计公司 and 国内的主机客户签订了开发协议，相较于 VVT，VVL 的难度更大，价值量更高，若该产品成功量产，将为公司打开更大的发展空间。

图表 39：公司主要客户



来源：公司公告、国联证券研究所

4. 盈利预测及投资评级

4.1. 主营业务分项预测及主要假设

基于上述分析，我们根据如下假设条件对公司主营业务做出分项预测：我们预计公司传统汽车零部件的业务板块 16-18 年将维持中高速增长。各类产品细分来看，预计 VVT 产品后续依然能保持较为快速的增长，但相较于之前，增速将明显下移。其它产品中液压张紧器、喷嘴等保持较好的增长。同时我们预计升华科技 16-18 年将顺利完成业绩承诺。

图表 40：公司主要业务分项预测表

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
可变气门系统						
营收(万元)	13223.91	22938.97	44492.30	60064.61	75080.76	90096.91
YOY	25.2%	73.5%	94.0%	35.0%	25.0%	20.0%
毛利率	39.85%	39.09%	35.70%	35.30%	35.00%	34.80%
挺柱						
营收(万元)	37581.13	38646.96	37313.88	35821.32	34030.26	32328.75
YOY	32.3%	2.8%	-3.45%	-4.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	34.72%	33.89%	30.91%	30.00%	29.50%	29.00%
液压张紧器						
营收(万元)	6721.13	9284.57	13567.58	18723.26	23965.77	28758.93
YOY	-8.5%	38.1%	46.1%	38.0%	28.0%	20.0%
毛利率	41.70%	43.43%	45.60%	44.00%	43.00%	42.00%
摇臂						
营收(万元)	4905.33	4359.18	4891.22	5282.52	5546.64	5713.04
YOY	33.7%	-11.1%	12.2%	8.0%	5.0%	3.0%
毛利率	23.74%	17.06%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
喷嘴						
营收(万元)	1212.82	1989.40	7297.27	9121.59	10945.91	12587.79
YOY	81.0%	64.0%	266.8%	25.0%	20.0%	15.0%
毛利率	38.96%	34.86%	32.00%	31.00%	30.00%	29.00%
精密零部件及其他						
营收(万元)			9601.37	10561.51	11617.66	12779.42
YOY				10.0%	10.0%	10.0%
毛利率			31.07%	30.0%	29.00%	28.00%
传统汽车零部件合计						
营收(万元)	53605.75	69957.16	85940.78	110902.11	136800.14	158855.79
YOY	45.5%	30.5%	22.9%	29.0%	23.4%	16.1%
毛利率	35.79%	34.72%	34.75%	34.39%	33.76%	33.18%
升华科技						
营收(万元)				100157.49	135794.35	150543.98
YOY				60.3%	35.6%	10.9%
毛利率				32.00%	31.00%	30.00%
合计						
营收(万元)	69957.16	85940.78	117163.62	239732.29	296981.34	332808.82
YOY	30.5%	22.8%	36.3%	104.6%	23.9%	12.1%
毛利率	34.72%	34.75%	33.93%	33.01%	32.43%	31.90%

来源：国联证券研究所

4.2. 维持“推荐”评级

我们预计公司 2017 年-2019 年 EPS 分别至 0.91、1.10、1.23 元，市盈率分别为 28 倍、23 倍、21 倍。将公司估值与可比公司进行横向比较：精锻科技、蓝黛传动和信质电机三家汽车零部件公司 17 年的平均估值约为 31 倍，当升科技、格林美和杉杉股份三家动力电池材料相关公司 17 年的估值为 28 倍，均高于公司的估值水平。考虑

到公司传统汽车零部件业务后续将继续保持稳健增长,而动力电池正极材料业务能提供明显增量,为公司打开新的成长空间,维持“推荐”评级。

图表 41: A 股可比公司估值比较

可比公司	收盘价 (2017/5/25)	EPS				PE			
		2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
汽车零部件领域可比公司									
精锻科技	15.06	0.52	0.48	0.64	0.78	32.04	24.29	19.56	16.37
蓝黛传动	12.71	0.41	0.55	0.67	0.82	20.84	31.08	20.76	13.80
信质电机	25.39	0.51	0.64	0.82	1.09	43.78	36.46	30.32	25.08
平均							30.61	23.55	18.42
动力电池正极材料领域可比公司									
当升科技	17.49	0.54	0.54	0.71	0.90	32.39	32.34	24.72	19.36
格林美	5.22	0.09	0.17	0.24	0.31	58.00	30.63	21.77	16.63
杉杉股份	13.57	0.4	0.65	0.83	1.00	33.93	20.83	16.34	13.61
平均							27.93	20.94	16.53
富临精工	25.30	0.45	0.91	1.11	1.23	56.22	27.80	22.79	20.57

来源: Wind 国联证券研究所

注: 除精锻科技外, 其它可比公司估值均采用 Wind 一致预期数据

5. 风险因素

- (1) 公司传统零部件业务盈利能力显著下滑;
- (2) 升华科技盈利不达预期。

图表 42：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	228.32	546.75	287.68	363.47	592.56	营业收入	859.41	1,171.64	2,397.32	2,969.81	3,328.09
应收账款+票据	388.46	1,135.80	1,362.96	1,567.41	1,724.15	营业成本	560.76	774.11	1,605.96	2,006.70	2,266.43
预付账款	18.05	12.59	15.11	17.37	19.11	营业税金及附加	5.90	9.36	21.10	26.73	29.95
存货	143.14	223.41	268.09	308.31	339.14	营业费用	23.41	29.02	50.34	59.40	63.23
其他	130.64	4.49	100.00	100.00	100.00	管理费用	76.73	103.36	186.99	228.68	252.93
流动资产合计	908.61	1,923.04	2,033.84	2,356.57	2,774.96	财务费用	-5.83	-8.92	-15.73	-18.13	-23.53
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	4.51	1.71	3.00	5.00	7.00
固定资产	289.36	488.83	466.71	601.50	730.65	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	37.46	200.00	200.00	200.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	23.54	198.73	198.73	208.33	217.53	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	55.57	1,641.83	1,648.65	1,645.46	1,642.70	营业利润	193.93	262.99	545.65	661.44	732.07
非流动资产合计	368.46	2,366.85	2,514.09	2,655.28	2,790.87	营业外净收益	8.42	3.21	8.00	10.00	12.00
资产总计	1,277.07	4,289.89	4,547.93	5,011.85	5,565.83	利润总额	202.35	266.19	553.65	671.44	744.07
短期借款	36.00	44.00	62.46	0.00	0.00	所得税	28.64	37.37	88.58	107.43	119.05
应付账款+票据	294.28	706.54	777.19	839.37	881.33	净利润	173.71	228.83	465.07	564.01	625.02
其他	26.69	38.37	50.00	60.00	70.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	356.97	788.91	889.65	899.37	951.33	归属于母公司净利润	173.71	228.83	465.07	564.01	625.02
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	10.97	16.18	20.00	23.00	25.00	成长能力					
非流动负债合计	10.97	16.18	20.00	23.00	25.00	营业收入	22.85%	36.33%	104.61%	23.88%	12.06%
负债合计	367.94	805.09	909.65	922.37	976.33	EBIT	23.66%	31.14%	108.99%	21.50%	10.33%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	21.81%	36.73%	92.88%	20.06%	9.92%
股本	360.00	509.99	509.99	509.99	509.99	归属于母公司净利润	46.34%	31.73%	103.24%	21.27%	10.82%
资本公积	118.43	2,394.48	2,394.48	2,394.48	2,394.48	获利能力					
留存收益	430.70	580.33	733.81	1,185.01	1,685.03	毛利率	34.75%	33.93%	33.01%	32.43%	31.90%
股东权益合计	909.13	3,484.80	3,638.27	4,089.48	4,589.50	净利率	20.21%	19.53%	19.40%	18.99%	18.78%
负债和股东权益总计	1,277.07	4,289.89	4,547.93	5,011.85	5,565.83	ROE	19.11%	6.57%	12.78%	13.79%	13.62%
						ROIC	38.75%	27.36%	14.57%	14.93%	14.92%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债率	28.81%	18.77%	20.00%	18.40%	17.54%
净利润	169.87	229.72	458.35	555.61	614.94	流动比率	2.55	2.44	2.29	2.62	2.92
折旧摊销	30.54	52.96	59.77	63.80	67.41	速动比率	1.78	2.15	1.87	2.17	2.46
财务费用	0.62	-2.13	-3.94	-3.53	-7.17	营运能力					
存货减少	-53.59	-81.01	-44.68	-40.21	-30.83	应收账款周转率	2.23	1.03	1.76	1.90	1.94
营运资金变动	-74.50	-25.36	-242.91	-134.54	-106.51	存货周转率	3.92	3.46	5.99	6.51	6.68
其它	-2.30	4.30	6.82	8.00	9.00	总资产周转率	0.67	0.27	0.53	0.59	0.60
经营活动现金流	70.65	178.48	233.40	449.14	546.84	每股指标(元)					
资本支出	106.70	89.82	210.00	210.00	210.00	每股收益	0.34	0.45	0.91	1.11	1.23
长期投资	136.00	803.03	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.14	0.35	0.46	0.88	1.07
其他	4.04	231.58	6.72	8.40	10.08	每股净资产	1.78	6.83	7.13	8.02	9.00
投资活动现金流	-238.66	-661.26	-203.28	-201.60	-199.92	估值比率					
债权融资	2.00	-26.00	18.46	-62.46	0.00	市盈率	74.28	56.39	27.74	22.88	20.64
股权融资	385.83	883.55	0.00	0.00	0.00	市净率	14.19	3.70	3.55	3.16	2.81
其他	-46.90	-86.62	-307.65	-109.28	-117.83	EV/EBITDA	39.02	39.69	21.27	17.62	15.80
筹资活动现金流	340.93	770.93	-289.19	-171.74	-117.83	EV/EBIT	44.97	47.68	23.59	19.31	17.25
现金净增加额	174.48	291.64	-259.07	75.80	229.09						

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

