

公司研究/首次覆盖

2017年07月31日

金属新材料/合金碳材 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 11.94
合理价格区间(元): 13.05-13.95

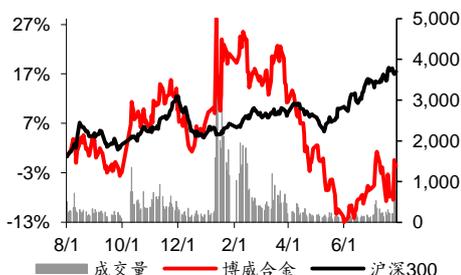
李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

孙雪璇 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

邱乐园 010-56793945
联系人 qiuleyuan@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

不流于众，不止于铜

博威合金(601137)

公司是国内首屈一指的高端合金生产企业，本质是在输出合金技术

公司致力于高性能、高精度有色合金棒、线、板带的研发、生产和销售，目前 30% 左右的合金产品应用于家电和地产，30%左右应用于电子和通讯，30%左右用于交通领域，未来公司将致力于产品结构优化升级，提升在电子通讯及汽车上的高端应用。技术一直是公司的核心优势，公司是国际铜加工协会（IWCC）的董事单位，在产能规模上无明显优势的情况下，公司合金产品毛利率持续高于同行业公司，亦可印证自身产品的高端化。从产品价值链分析出发，我们认为公司本质输出的是合金技术，而非简单来料加工。钛铝锌合金产品的研发和投产说明公司已具备向其他金属合金进行技术迁移的能力，有成为综合型合金材料巨头的基因和潜质。

合金产能释放加快，高端合金产品供不应求

公司现有 12 万吨合金材料产能，包括 2 万吨板带材、2 万吨线材和 8 万吨棒材，2018 年下半年将建成 1.8 万吨高强高导特殊合金板带生产线。2016 年公司新材料业务实现净利润 9,196.71 万元，同比实现增长 30.45%，高端产品产能的释放及自身产品结构的调整有望保障材料业务持续高增。信息化和电子化的大趋势方兴未艾，这势必对合金材料产生更多和更高的性能需求，典型如引线框架、电子接插件等产品正提出高强度、高导电率及更高综合性能的需求，掌握高端合金技术的企业显得尤为稀缺，德国和日本同行企业尚不能完全跟上市场需求，高端产品存供不应求局面。

收购宁波康奈特，进军国际光伏市场

2016 年公司完成了对宁波康奈特的收购，标的公司主要从事太阳能电池片和组件的开发和生产。其生产基地地处越南，相比国内拥有劳动力、贸易等多种优势，产品主要销往欧洲和美国。去年公司实现光伏组件销售 363.57MW，今年下半年产能有望扩至 660MW，产能正加快释放。此外，公司正加大对 PERC 技术的应用推广，单晶硅和多晶硅的光电转化效率有望实现 1 个百分点的提升。综合而言，即使考虑到组件价格的下降，公司光伏业务在未来 2-3 年保持 15-20% 的年增长仍可期。

首次覆盖，给予“增持”评级

假设 2017-2019 年公司合金材料产量为 11.3、12.2、13 万吨，光伏组件产量分别为 520MW、630MW、680MW。预计公司 2017-2019 年实现营业收入 56.61、65.28、70.96 亿元，实现归母净利润约 2.81、3.5、4.27 亿元，对应 EPS 分别为 0.45、0.56、0.68 元，综合可比公司估值水平及公司利润增速情况，给予公司 2017 年 29-31 倍 PE，对应目标价区间为 13.05-13.95 元。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：新产品研发进度不达预期；光伏组件产能释放不达预期；合金产品结构优化进程不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	627.22
流通 A 股 (百万股)	430.00
52 周内股价区间 (元)	10.55-15.69
总市值 (百万元)	7,489
总资产 (百万元)	4,806
每股净资产 (元)	5.06

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3,270	4,243	5,661	6,528	7,096
+/-%	14.59	29.75	33.42	15.31	8.71
归属母公司净利润 (百万元)	85.90	183.35	280.61	350.44	426.65
+/-%	23.87	113.45	53.04	24.89	21.75
EPS (元, 最新摊薄)	0.14	0.29	0.45	0.56	0.68
PE (倍)	87.18	40.85	26.69	21.37	17.55

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

双主业振翅，合金业务不应低估	4
固有认知需要改变，合金业务并不“传统”	4
产品多样，定位高端，不止于铜	6
研发实力领先同行	6
“新材料”业务：技术为本，指向高端	7
本质是输出合金技术，提供时代进步所需合金材料，推动下游产业升级的新材料企业	7
出色的产业化能力和技术迁移能力助力打开成长的天花板	8
并不“传统”的合金行业——迎接信息化和电子化浪潮的推动	9
“新能源”业务：在“光”明中稳步前进	12
定增收购康奈特，切入“新能源”业务	12
康奈特主营光伏组件制造和销售，产能释放保障业绩增长	12
技术和成本优势护航经营	14
面向美国市场，紧随市场动向	15
光伏行业繁荣延续	15
行业技术水平不断提升	17
主流国家政府扶持光伏产业	17
盈利预测和估值	20
给予“增持”评级	20
PE/PB - Bands	21
风险提示	21

图表目录

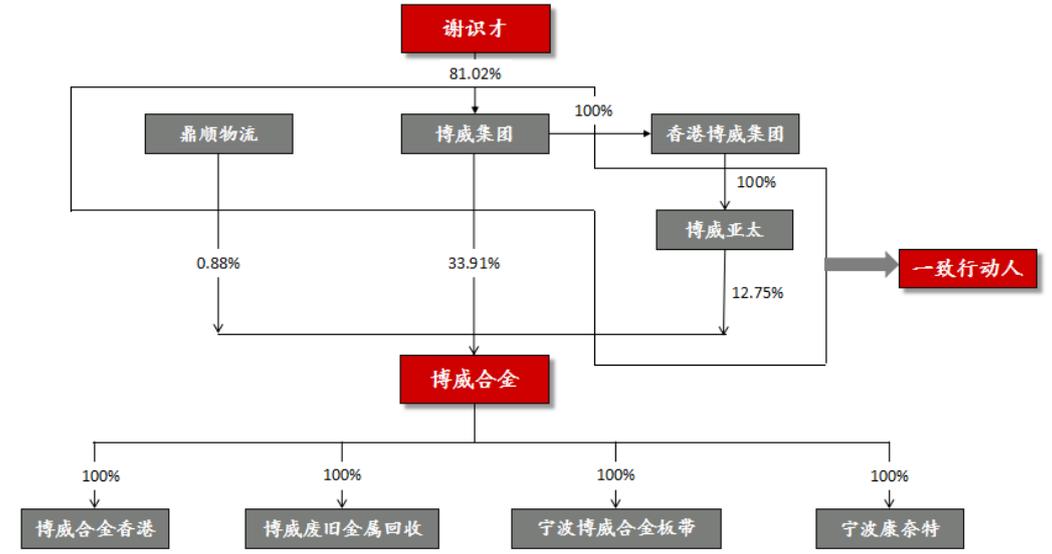
图表 1： 公司股权结构（截止 2017.03.31）	4
图表 2： 博威集团发展历程	4
图表 3： 博威合金营业收入结构（2016 年）	5
图表 4： 博威合金净利润构成（2016 年）	5
图表 5： 博威合金合金产品销量（2010-2016 年）	5
图表 6： 博威合金合金业务净利润变化（2012-2016 年）	5
图表 7： 公司主营产品及其产能	6
图表 8： 公司研发团队	6
图表 9： 公司发明专利证书	6
图表 10： 博威合金产品与客户	7
图表 11： 铜加工价值链	8
图表 12： 博威合金铜材产量并不高于同行业公司	8
图表 13： 公司产品毛利率高于同行	8

图表 14: 公司研发技术产业化情况	9
图表 15: 汽车领域拉动铜需求的情景测算.....	10
图表 16: 公司在研项目	10
图表 17: 盈利能力释放加快	11
图表 18: 光伏产业链	12
图表 19: 宁波康奈特子公司情况	13
图表 20: 康奈特业绩逐年增长.....	13
图表 21: 康奈特业绩承诺 (万元)	14
图表 22: 中越组件加工成本费用比较 (美元/瓦)	14
图表 23: 中越所得税优惠比较.....	14
图表 24: 康奈特经营模式.....	15
图表 25: 美国光伏市场新增装机量 (2012-2017 年)	15
图表 26: 全球新增装机容量占比分布图 (2016 年)	16
图表 27: 我国光伏累计及新增装机容量图 (2013-2017 年)	16
图表 28: 全球及中国硅片产量和增速变化图 (2011-2016 年)	16
图表 29: 我国晶硅电池片产量和增速变化图 (2016 年)	16
图表 30: 我国光伏组件产量和增速变化图 (2016 年)	16
图表 31: 晶体硅太阳能电池组件转换率	17
图表 32: 部分国家光伏产业政策	18
图表 33: 我国光伏产业政策 (2016 年)	19
图表 34: 博威合金盈利预测核心假设.....	20
图表 35: 可比公司估值表 (截止 2017 年 7 月 28 日)	20
图表 36: 博威合金历史 PE-Bands	21
图表 37: 博威合金历史 PB-Bands	21

双主业振翅，合金业务不应低估

宁波博威合金材料股份有限公司创建于1993年，于2011年1月在上交所主板上市。公司致力于高性能、高精度有色合金棒、线、板带新材料的研发、生产和销售，产品广泛应用于航空航天、高速列车、智能终端产品、电子通讯、汽车等30多个行业。2016年公司实现了对宁波康奈特及旗下新能源资产的100%收购，利润得到大幅提升，业务也变成“新材料”（合金业务）+“国际新能源”双轮驱动。

图表1：公司股权结构（截止2017.03.31）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：博威集团发展历程



资料来源：博威集团官网，华泰证券研究所

固有认知需要改变，合金业务并不“传统”

康奈特并入之后，公司利润水平得到大幅提升，由于新能源业务盈利情况在数字上是要优于合金业务，再叠加宏观经济增速下滑对铜加工行业的拖累，市场普遍认为博威合金的原有主业部分无太大亮点，与其他传统铜加工企业无二致。铜合金行业普遍产能过剩，总量端很难有大的增长，公司作为传统的铜合金生产企业未来难有超脱行业的经营表现，未来保障公司业绩稳定增长的重担大概率落在新能源业务而非合金业务上，市场上其他分析机构在分析和推荐公司时也多从光伏业务出发，但我们强烈认为市场需要改变这种认知。2016年公司合金业务已实现快速增长，新能源业务的乐观前景自不用说，我们更看好公司合金业务的纵深和横向的拓展，主要原因在于：

1) 合金产品本身仍存高低分化的局面，并不能一棒子打死。在汽车智能化、电动化趋势

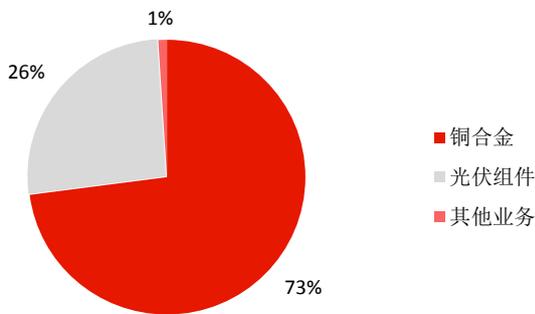
和5G浪潮的推动下，交通和通讯领域的合金需求量预计将迎来高速增长，而公司的产品定位明显较同行高端。

2) 智能化和信息化浪潮推动下游产品迭代速度预计将加快，技术的优势将逐步兑现为经营优势。信息化时代我们将看到电子器件更为快速的迭代，同时不断对合金加工提出更多的定制化需求，规模效应带来的成本优势预计慢慢弱化，而具有核心技术研发能力，能顺应需求变化的企业将更有优势。如通信领域重大的技术标准Type-C的推广，完全体现了高性能铜合金带材对下游电子通信行业性能提升的支撑作用。

3) 技术迁移正在进行，公司的业务不止于铜。公司本质是输出合金技术的新材料企业，其在铜合金上的技术沉淀正在向其他金属和合金迁移，不应仅仅将公司视为“铜合金”加工型企业，其未来有望成长为国内外首屈一指的多合金新材料龙头。

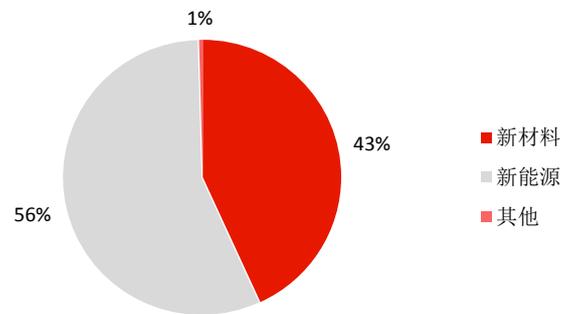
新材料和国际新能源互占半壁江山，合金业务产能和业绩释放加快。从2016年净利润构成看，新材料业务和国际新能源业务几乎各占一半，光伏业务净利率要高于材料业务，盈利能力较好，一方面与光伏资产自身优质及行业的属性有关。另一方面，由于公司在新材料业务方面的募投项目未完全达产，盈利能力尚未得到充分释放。

图表3: 博威合金营业收入结构 (2016年)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表4: 博威合金净利润构成 (2016年)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

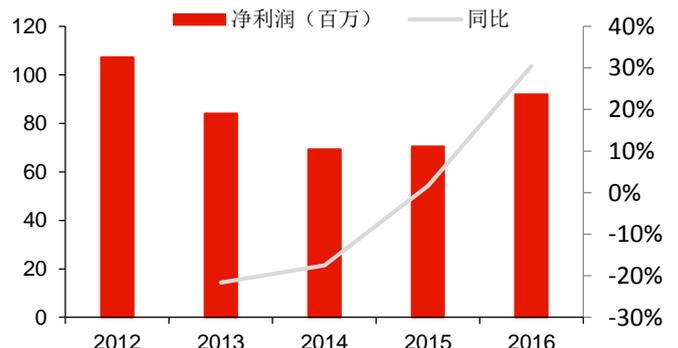
公司目前拥有合金产能12万吨，其中合金棒材8万吨，线材2万吨，板带材2万吨，光伏组件产能从去年年初280MW到今年下半年有望扩至660MW。上市之后公司合金产能随着募投项目的投产在扩张，但囿于宏观环境有所下滑以及项目自身达产周期及前期的大额折旧，新产品盈利仍未得到充分释放，造成的结果就是尽管产量端每年在增长，利润端并没有明显的增量。2016年随着项目达产，利润出现了明显改观，2016年合金业务实现净利润9,196.71万元，同比增长30.45%，2017年一季度公司整体实现归母净利润5495万，同比增长14.88%，增速创近五年来新高，其中合金业务实现净利润约3000万，同比增长也在两位数以上。

图表5: 博威合金合金产品销量 (2010-2016年)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表6: 博威合金合金业务净利润变化 (2012-2016年)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

产品多样，定位高端，不止于铜

公司主要产品为铜合金棒、线、板带大类产品材料和新能源产品，其中铜合金棒材主要包括易切削精密铜合金棒、环保铜合金棒、高强高导铜合金棒，铜合金线材主要是指特殊铜合金线。公司建立了行业内最全面的产品体系，产品覆盖上百个牌号，为下游近 30 个行业提供专业化产品与服务，满足了客户的一站式采购需求；其次公司着力于为客户创造价值，对于特殊客户的特定材料要求，提供定制化的合金设计方案以满足其个性化需求。合金材料技术均涉及到原料配比和成型加工，公司在铜合金领域的技术沉淀具备迁移到其他合金金属的可能。

图表7：公司主营产品及其产能

产品类别	产品名称	主要用途	今年产能
合金棒线	环保合金材料	广泛应用于通讯业、自动加工、卫浴、锁具等行业	10 万吨
	高强高导合金材料	广泛应用于高速轨道交通、汽车制造、冶金、电力、引线框架、电动汽车充电桩等行业	
	特殊合金材料	适用于眼镜、拉链、精密仪器、医疗卫生工程等领域	
	青铜合金材料	适用于航空、汽车、重型机械及其它工业精密零部件加工产品	
	白铜合金材料	广泛应用于笔头、眼镜配件、仪表零配件等制造行业	
	黄铜合金材料	广泛应用于轴承、造船、军工、汽车、通讯、笔头、仪器零配件等行业	
	高端制笔专用合金材料	适用于中高端笔头材料	
	精密模具合金材料	磨具、冶金及电子通讯领域	
合金板带	高性能锌白铜板带	广泛运用于通信终端设备屏蔽件、液晶振荡器和冲压件等高科技电子领域	2 万吨
	高精度铁青铜板带	主要用于集成电路、微电子、LED、计算机等行业，产品受到高端市场的青睐	
	高强中导铜镍硅板带	主要用于连接器、大规模集成电路等高端领域	
	板带-高精度铜合金板带	广泛用在汽车、电器设备、电子行业	
	高强高导铜铬锆合金板带	应用于高强高导合金材料高端领域	
铜钛锌合金材料	电气插头插针合金材料	广泛运用于支架和插头等领域	
新能源产品	多晶硅、太阳能电池及组件	广泛运用于光伏组件、电站等领域	660 兆瓦

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

研发实力领先同行

公司现有员工 3000 余人，其中博士、硕士以上的专业研发人员有 49 人。历经多年发展，现已成为中国首批创新型企业、国家技术创新示范企业、中国重点高新技术企业、国际有色金属加工协会（IWCC）董事单位和技术委员会委员，拥有国家级博士后科研工作站、国家认可实验室、国家认定企业技术中心和地方联合工程研究中心。

合金业务方面公司目前已申报 76 项发明专利，其中授权国家发明专利 37 项，美国发明专利 1 项。公司参与起草了我国有色合金棒线材 21 项国家标准、5 项行业标准。越南博威尔特共有技术人员 23 名，专业领域覆盖材料、能源、机械、电子等。研发总监吴中瀚博士毕业于美国康奈尔大学材料科学与工程专业，为台湾“精英计划”能源科技领域首位获奖者，高端人才的引进和深厚的技术沉淀是公司未来实现不断跨越发展的核心保障。

图表8：公司研发团队



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表9：公司发明专利证书



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

“新材料”业务：技术为本，指向高端

公司现有产品以铜基和相关复合材料为主，同时致力于研发功能性合金材料、环保合金材料、节能合金材料和替代合金材料，产品广泛运用于航空航天、高速列车、汽车制造、船舶制造、工程机械、电子信息、五金卫浴等多个领域。纵观公司的业务，有三个特点：

- 1) 产品种类多，下游应用领域广，产品结构变化较快。
- 2) 公司产品毛利率稳定且显著高于国内同行业其他上市公司。
- 3) 产品产能释放稳定，每年都有一定程度的增长。

从价值链的角度去看，前两个特点反应的恰是公司业务偏技术设计，而非简单来料加工的属性，逻辑在于产品明显偏高端（毛利率），偏客户定制化而非同质化。第三点则保证了公司经营的稳定，业绩层面具有安全边际。我们认为，电子化、信息化以及消费电子产品迭代加快是当前经济大势，合金材料作为基础，至少在通讯、交通等子领域的需求增长只会快而不会慢，再叠加国内经济转型的特殊时期必将伴随着产业结构的调整，像博威合金这样拥有核心技术大概率会胜出，甚至成长为国内外首屈一指的新材料公司。

本质是输出合金技术，提供时代进步所需合金材料，推动下游产业升级的新材料企业

公司致力于高性能、高精度有色合金棒、线、板带新材料的研发、生产和销售，现有 12 万吨合金材料产能，其中板带材产能 2 万吨、线材 2 万余吨、棒材 8 万吨，预计 2018 年还将建成 1.8 万吨高强高导特殊合金板带生产线。应用方面来看，公司的产品广泛应用于航空航天、高速列车、智能终端产品、电子通讯、汽车、船舶、工程机械、精密模具等 30 多个行业。

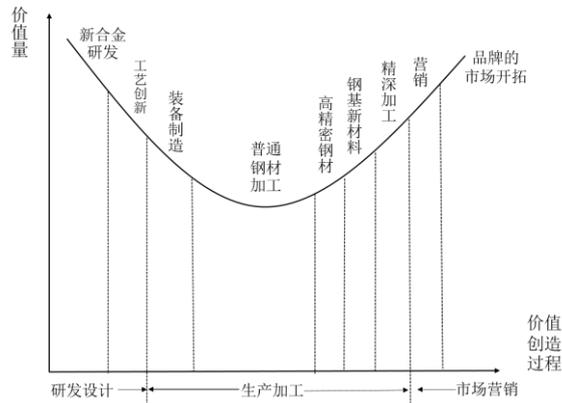
图表10：博威合金产品与客户

类型	产品	核心性能需求	应用领域	终端客户（不完全统计）
合金棒线	 环保合金材料	无铅化	水暖卫浴、饮用水、家电等	
	 高强度高导	硬度、强度、导电、导热	模具材料、电机整流子、汽车电阻焊电极等	
	 精密铜合金棒	优良的加工性能	数控机床、通讯电子、交通等	
	 特殊铜合金棒线	需求应用定制化	航空航天接插件、电脑配件、电弧钎焊仪等	
合金板带	 高性能锌白铜板带	深冲性能和冷加工性能	屏蔽件、液晶震荡器等	
	 铜铬锆合金板带	硬度、强度、导电、导热	引线框架、继电器、电子电线连接器	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

如果把整条产业链和价值链拉开来，公司的核心站位应在研发设计和精深加工环节。起步于军工产品，数十年的技术沉淀保障了公司技术研发的先进性，产品结构高端化及高于行业的毛利率则印证了公司在合金精深加工的地位。公司的产品应用涵盖极其广泛，且仍在不断拓展，亦从侧面可说明公司价值产生的方式是输出材料技术，而非依附于某一特定产品，也因此并不能把公司与一般的铜加工企业等而视之。

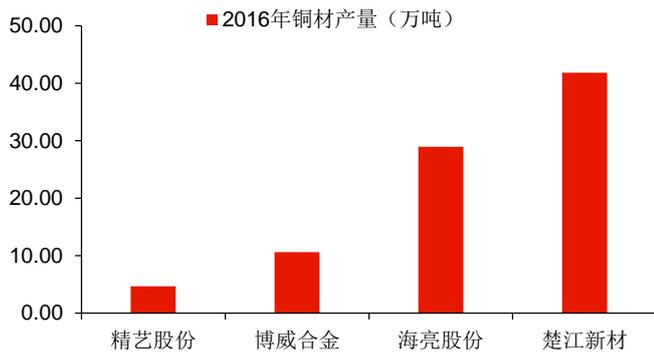
图表11： 铜加工价值链



资料来源：《世界有色金属》、华泰证券研究所

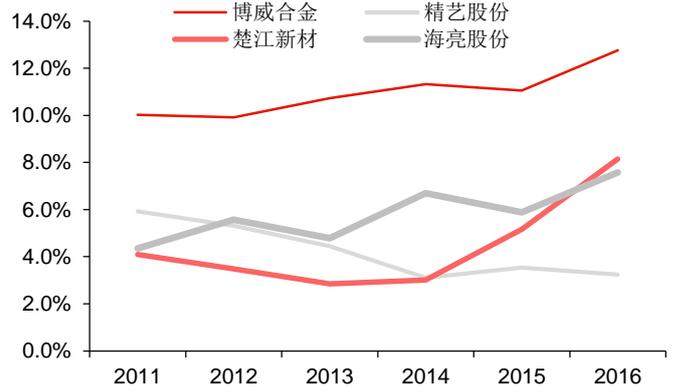
产品毛利率显著高于同行业。从产品大类上公司与同行业其他公司表现的差别并不大，且在规模上也并没显著高于同行业公司，因此也可排除规模效应的影响，但多年来公司的毛利率要显著高于同行业公司，这说明公司要么本身产品收取的加工费要高于同行，要不就是加工成本低于同行。但无论哪类原因，基本可以反映公司本身技术相较同业的具有明显优势。

图表12： 博威合金铜材产量并不高于同行业公司



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表13： 公司产品毛利率高于同行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

出色的产业化能力和技术迁移能力助力打开成长的天花板

出色的产业化能力有力保障技术优势向商业优势的转化。公司是国际有色金属加工协会 (IWCC) 董事单位和技术委员会委员，现已拥有 37 项发明专利和 299 人的研究团队。公司积极的将承担的国家课题进行研发技术的产业化，实现工业的规模生产和产业化投资。通过多年的不懈努力，研发创新的新产品遍及中国、美国、德国、法国、日本、韩国等 100 多个国家和地区，一个以中国为中心，覆盖亚洲、欧洲、北美等区域的国际市场体系正在形成。公司凭借优质的产品 and 卓越的服务，获得了西门子、松下、TOTO、三星、华为、CalCom Solar 等众多国际 500 强企业的认可。其中高性能合金材料产品还应用到我国神州 1-10 号系列飞船、嫦娥 1-2 号探测器和天宫 1 号飞行器配套工程，为国家的航天事业作出了积极的贡献。

图表14： 公司研发技术产业化情况

研发技术	详情	状态
高性能合金材料	已成功应用于神舟 1-10 号系列飞船、嫦娥 1-2 号探测器和天宫 1 号飞行器	
高强高导高精度合金带材	成功应用于高端手机及通讯设备上,提升手年产 1.8 万吨生产线建机及通讯设备信息传递速度和充电效率	设计中
高强高耐磨合金产品	成功开拓了数控机床和焊接机器人市场	
圆珠笔芯笔头用易切削铜镍合金线材材料	是国际上极少数能批量生产该合金的企业之一	已批量出口,正逐步扩大产量
高效节能黄铜合金材料	低导电,节能降耗	已小批量生产
新型变形锌合金产品	获得欧洲 GS 认证证书、欧洲电源插头 VDE 产业化进程中证书、及 3C 中国强制性产品认证证书,华为、百得利等企业已对其进行应用测试	
耐海水腐蚀高强度合金材料	用于船舶高寿命阀门,满足日益增长的海洋产业化进程中工程装备的需求	
高性价比新型铜合金带材	可满足电气连接器、家电等行业质量提升和产业化进程中成本降低的需求	
耐高温新型弹性合金带材	应用于通信、电子等行业,为市场提供一种产业化进程中控制温升、降低能耗的新材料解决方案	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

具备技术迁移能力，产品不止于铜。合金材料技术均涉及到原料配比和成型加工，公司在铜合金领域的技术沉淀具备迁移到其他合金金属的可能。公司创新开发的替代有色合金材料—钛锆锌合金材料，属国内首创，已获得中国发明专利 6 项，临近完工的 1.8 万吨变形锌合金项目也即将接受商业市场的检验。公司这一特质使其具备成长为类似 Wieland，等大型新材料公司的潜质。

并不“传统”的合金行业——迎接信息化和电子化浪潮的推动

铜合金整体下游应用可分为四大块，即建筑、家电、电子通讯和交通。随着经济的不断发展，近 20 年合金材料的需求结构沿着一条较为清晰的路径在四个领域里推进。从最初建筑+家电占大头到目前电子通讯和交通领域的快速发展，铜合金发展趋势其实是顺应了全球经济发展的脉络。近些年受制于宏观经济增速下滑，行业整体的增速和盈利能力均有下降，铜合金行业也在高速发展中落入了传统加工业的通病——产能过剩和产品低端化。但从铜合金行业的发展历史来看，行业自身一直存在着需求迭代和内生增长，且随着信息化和电子化浪潮的持续推进，某些细分领域的需求有望迎来高速增长。信息化所要求的加工精密性和特殊性能的需求必将离不开合金材料技术的支持，也决定了合金行业这个看似传统的行业并不“传统”亦并不“过时”，具有技术优势，能根据行业需求变迁而进行快速调整的企业有望胜出。

高端产品供不应求。2015 年铜带产量仅 160 万吨，集成电路用铜带产量近 5 万吨，中国金属报统计数据显示，集成电路用铜带需求量约超过 10 万吨，高端应用领域需求不能得到充分满足，典型如引线框架、电子接插件等因对高强度、高导电率、高抗应力松弛及综合性能的高要求，高端合金产品及掌握核心技术的企业显得尤为稀缺。目前高端铜合金材料依赖进口，且德国和日本的同行企业供货严重跟不上市场需求。

新能源汽车及汽车智能化浪潮。目前每辆普通乘用车大概要用到 15-20kg 的铜，随汽车类型和大小各异，铜产品主要用于散热器、制动系统管路、液压装置、齿轮、轴承、刹车摩擦片、配电和电力系统、垫圈以及各种接头、配件和饰件等。新能源汽车由于电子器件增多，对铜合金的消耗与传统汽车相比有几倍的提升，据我们测算，一辆混合动力轿车用铜量约为 40kg/辆，纯电动汽车用铜量可能要达到 80kg/辆。据《金融时报》报道，嘉能可行政总裁 Ivan Glasenberg 表示，未来每辆电动车将需要 160kg 铜产品，按照 2020 年我国年产 200 万辆车去看，光新能源汽车的拉动需求就将达到 32 万吨，占现在全国铜消费的 2.7%左右。同时，电动汽车需要的充电桩配套产业对高性能铜合金材料存在较大的需求空间。

图表15: 汽车领域拉动铜需求的情景测算

	NOW	谨慎	中性	乐观
国内传统汽车产量 (万辆)	2400	2500	2500	2500
国内新能源汽车产量 (万辆)	50	150	200	500
传统汽车电子化程度 (%)		5%	10%	20%
电子化后传统汽车用铜量 (kg/辆)		60	90	120
新能源汽车用铜量 (kg/辆)		80	120	160
汽车用铜需求 (万吨)		19.5	46.5	140
占国内当前铜需求 (%)		1.7%	4.0%	12.1%

资料来源: Wind, 金融时报, 华泰证券研究所

公司产品结构有意识向高端化调整。从 IPO 募投的高性能高精度铜合金板带到现在正在建设的 1.8 万吨高强高导特殊合金板带项目, 公司正在有意识地加强板带产品的份额。高端板带材应主要应用于电子通讯、手机元器件、大型集成电路、引线框架等领域, 加工费高的能到 4 万, 平均来看较棒线材加工费高出一截。此前公司已有 2 万吨的铜板带材的建设经验, 配套设施方面也有一定的相通, 此次 1.8 万吨铜板带来的投建效率只高不低, 预计 2018 年 6 月全线投产概率较大。

公司目前 30% 左右的产品用于消费电子和通讯, 主要用途包括通讯连接器、屏蔽罩等, 尽管在通讯领域受制于现有生产体量难以和龙头企业相比, 但是公司主打差异化竞争的策略, 提高公司的技术水平, 以产定销来消化产能。公司的在研项目针对汽车、消费电子、文具等大量需求的消费行业。不仅可以为下游客户提供优质的产品, 也可以以较低的成本实现进口替代。

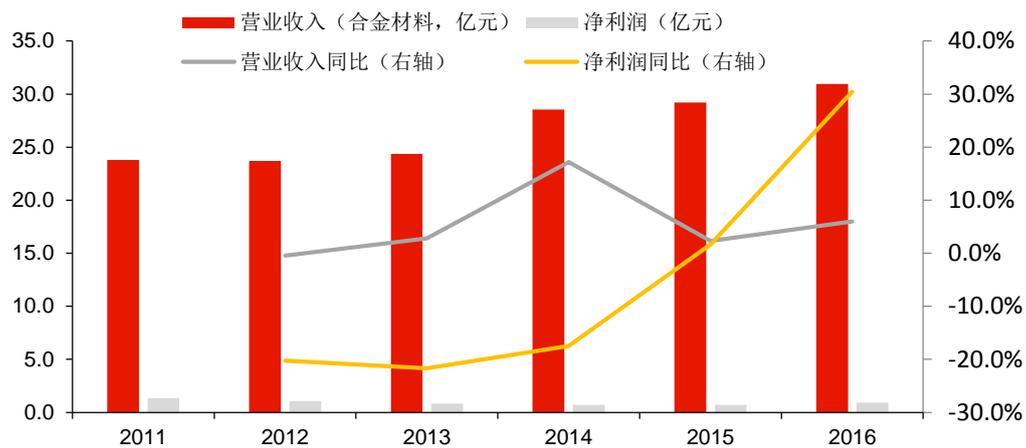
图表16: 公司在研项目

材料	类别	应用领域	终端客户示例	特色
铬 钴	高强高导棒材	汽车、高铁	奔驰、宝马、奥迪、大众	全球产销量居首的高强度汽车焊接棒材生产商
铜 镍	高强高导板带	消费电子	苹果、三星	国产消费电子类屏蔽罩、连接器尖端板带供应商, 逐渐替代日本进口
铅 锌	特殊合金线材	制笔 (高强度笔头)	万宝龙、派克	解决了我国长期以来制笔行业的材料问题

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

产能释放和盈利释放加快。2016 年公司新材料业务实现销售收入 309,452.02 万元, 同比增长 6.72%; 实现净利润 9,196.71 万元, 同比增长 30.45%, 净利润的大幅增长与新产能释放有直接关系。前些年公司也有产能释放, 但由于前期折旧数额较大, 新产能的盈利尚难覆盖折旧, 因此出现营业收入和净利润增速不同步的情况。

图表17: 盈利能力释放加快



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

“新能源”业务：在“光”明中稳步前进

2016年公司实现对宁波康奈特国际贸易公司的并表，康奈特的光伏产品业务被纳入博威合金的主营业务之中。康奈特公司的生产基地位于越南，主营产品为多晶硅电池片及组件，同时具备单晶硅电池片及组件量产能力，客户集中在美国和欧洲。依托于越南低人力成本、政策优惠等优势，随着组件产能的逐步释放以及自主品牌推广的加快，公司业绩将得到进一步增厚。

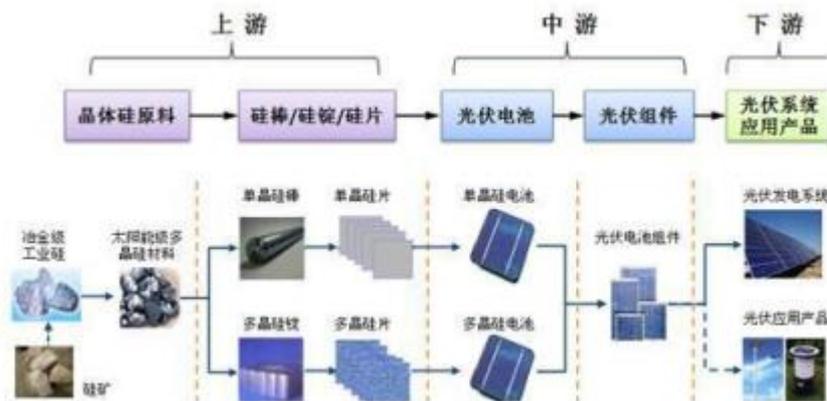
定增收购康奈特，切入“新能源”业务

宁波康奈特国际贸易公司（以下简称“康奈特”）成立于2015年1月，最早是由博威集团投资设立，经历三次增资到了2016年1月20日，康奈特注册资本已达4000万元，其中博威集团持有60%的股份。2016年8月，通过发行股份及支付现金的方式收购了康奈特100%股权，康奈特成为博威合金的全资子公司。

康奈特主营光伏组件制造和销售，产能释放保障业绩增长

康奈特主营业务为太阳能电池片、组件的研发、生产和销售，主要产品为多晶硅电池片及组件，同时具备单晶硅电池片及组件量产能力，可根据客户需求进行生产。标的公司的太阳能电池及组件产品主要销往美国、欧洲等地区，自主品牌产品的客户主要为光伏电站系统集成商（如 CalCom Solar 等）、光伏产品经销商（如 Krannich Solar 等）另外标的公司还为全球知名光伏制造商贴牌加工电池片及组件。

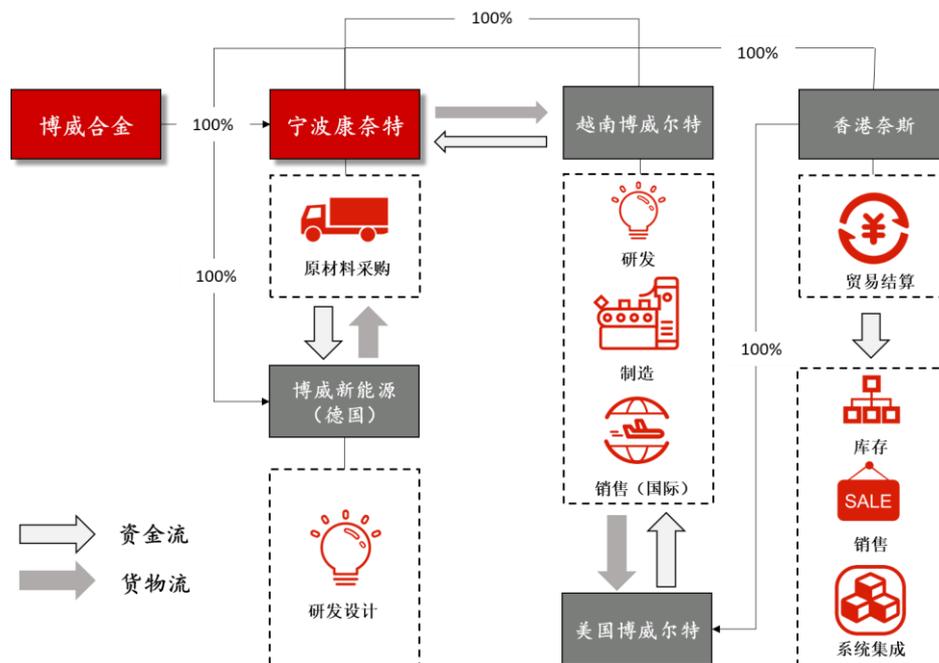
图表18：光伏产业链



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

业务布局海外，充分利用区位优势。宁波康奈特有多家全资子公司，其中宁波康奈特负责为越南博威尔特在中国境内采购硅片等原材料，越南博威尔特负责太阳能电池片及组件的研发、生产和销售，而美国市场的销售主要由香港奈斯的全资子公司美国博威尔特负责。越南享有低廉的人工成本和税收优惠，欧美的光伏市场发展较为成熟，需求稳定，拥有低成本供给和稳定性销售，公司的业务布局充分利用了全球市场的区位优势。

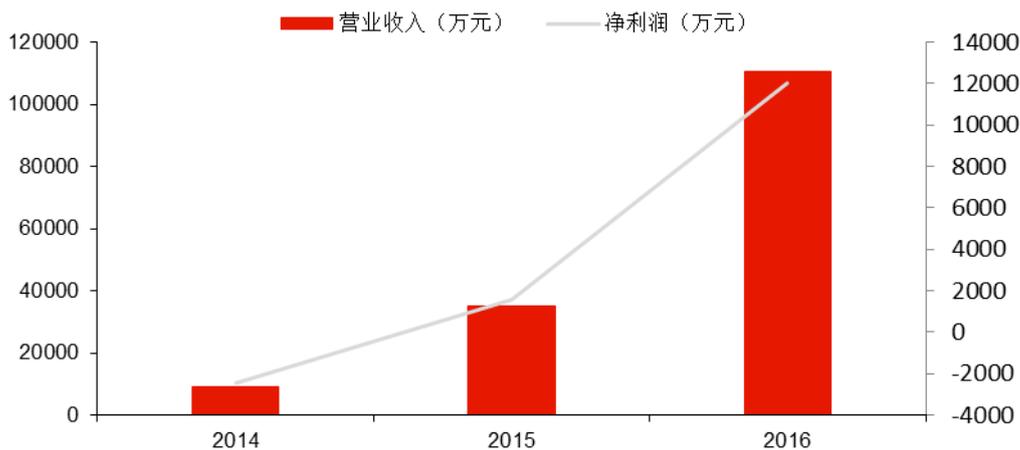
图表19： 宁波康奈特子公司情况



资料来源：华泰证券研究所

产能逐步释放，业绩稳定增长。2016 年年初，太阳能电池及组件生产线产能是 280MW，2016 年全年生产光伏组件 429.32MW，销售 363.57MW，同比分别增长 239.33%、261.8%，产能的快速释放也带来了业绩端的高速增长，2015 年康奈特实现营业收入约 3.5 亿元，实现净利润 1539.7 万元，2016 年康奈特实现营业收入 11.06 亿元，实现净利润约 1.2 亿元，同比分别增长 215%、680%。2017 年，预计二期 8 月份投产后产能扩大到 660MW，2017 年全年销量有望超过 500MW，业绩实现 20% 以上的增长可期。

图表20： 康奈特业绩逐年增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

与原有业务并非割裂，均为技术和人才驱动型企业。新材料公司收购新能源业务，除了本身都属于技术驱动型企业之外，在业务上也并非割裂。新材料是新能源实现的转化和利用的关键材料和基础，典型如储氢合金就被运用于大型电池、尤其是电动车辆、混合动力电动车辆、高功率应用。具体到光伏领域，光伏硅电池中材料银浆也有望被铜合金替代。人才是支撑新材料及新能源公司可持续发展的核心，越南博威尔特共有技术人员 23 名，专业领域覆盖材料、能源、机械、电子等。研发总监吴中瀚博士毕业于美国康奈尔大学材料科学与工程专业，为台湾“精英计划”能源科技领域首位获奖者，博威在高端人才引进上

丰富的经验也将有助双方在人才管理上产生协同。

康奈特 16-18 年业绩承诺：根据《盈利补偿协议》，康奈特原股东博威集团、谢朝春确认，利润承诺期间为 2016 年度、2017 年度、2018 年度，宁波康奈特在利润承诺期间各年度的净利润分别不低于 1 亿元、1.17 亿元、1.34 亿元。

图表21： 康奈特业绩承诺（万元）

年度	2016 年	2017 年	2018 年
归属于母公司净利润	10,000.00	11,700.00	13,400.00
扣除非经常性损益后归属于母公司净利润	9,000.00	11,700.00	13,400.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

技术和成本优势护航经营

随着组件产能的不断释放，公司近几年业绩稳步增长可期。往远端看，在成本优势的护航之下，技术在业内领先的康奈特将有望不断通过技术升级（如 PERC 技术的深入应用）及经营模式的优化（推广自主品牌）提升自身竞争力和盈利水平。此外，海外生产销售平台的搭建也将提供给公司海外经营的经验，也有助于公司合金业务向海外的不断拓展。

高端研究团队保障技术领先。康奈特拥有着 23 人的高端研究团队，且将数项核心技术应用于大规模的生产。公司多晶硅、单晶硅电池片量产的平均转化效率分别为 18.2% 和 19.3%，高于国家《关于促进先进光伏技术产品应用和产业升级的意见》所要求的 15.5% 和 16%。现阶段与中科新能源研究院合作开展更加高效率的 N 型单晶电池技术的研究，目标是到 2018 年 6 月可以将单晶电池的转化率提高至 22.5%。

越南生产基地享有低廉的人工成本和优惠的税收政策。康奈特的生产基地在越南，越南的水电成本和人工费用分别为国内水平的 1/2 和 1/3，相较于国内更具有绝对成本优势。综合来看，每 100MW 的产出，生产成本差异在 150 万美元，按照目前越南基地约 660MW 的产能来看，完全达产后我们认为海外设厂将节省接近 1000 万美元的成本。同时，越南政府为了吸引外资推出了多项税收优惠减免政策，康奈特作为外商投资企业和高新技术企业，可以免除所得税。

图表22： 中越组件加工成本费用比较（美元/瓦）

加工费	越南	中国大陆	差额
人工	0.015	0.024	-0.009
折旧	0.025	0.025	-
水电	0.007	0.013	-0.006
合计	0.047	0.062	-0.015

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表23： 中越所得税优惠比较

税种	类别	中国大陆	越南	备注
所得税	一般性企业	25%	20%	
	新办外资企业	无税收优惠	二免四减半	标的公司 2015 年、2016 年为法定免税期，之后四年为 10% 税率
	高新技术企业	15%	四免九减半	标的公司正在积极申请
增值税		光伏发电增值税即征即退 50%	免税	
关税		免征	免征	

资料来源：财政部，驻越南领事馆经济参赞处，华泰证券研究所

越南暂不受欧美“双反”的影响。从 2011 年开始，中国光伏市场便受到欧美的“双反”调查，而 2015 年越南已经签署了加入 TPP 的协议，今年生效后 98.1% 的能源产品出口关税被取消，包含太阳能材料关税，从而减少欧美对越南的贸易壁垒。

从 OEM 向自主品牌转变。康奈特目前采取自主品牌、OEM 和委托加工三种毛利率较高模式相结合的经营策略，目前朝着“从 OEM 向自主品牌转变”的方向前进。康奈特早年通过 OEM 和委托加工的方式打入欧美市场，并设立了销售子公司，组建了专业化的营销团队，积累的丰富的海外市场经验为自主品牌经营打下了坚实的基础，这样的举措结合母公司博威合金的国际影响力，有利于进一步提升公司的知名度和获取较高的毛利率。

图表24：康奈特经营模式

经营模式	采购模式	生产模式	销售模式	2015年毛利率
自主品牌	自主选择供应商	以销定产	使用“Boviet”品牌，采用直销和经销模式，直销客户为下游 EPC 承包商，经销客户为专业光伏产品经销商	18.34%
OEM	部分 OEM 客户指定供应商，部分由公司自主采购	以销定产	使用客户品牌，客户主要为全球知名光伏制造商	17.89%
委托加工	客户提供原材料	根据客户需求计划和原材料情况生产	收取加工费，客户主要为全球知名光伏制造商	18.15%

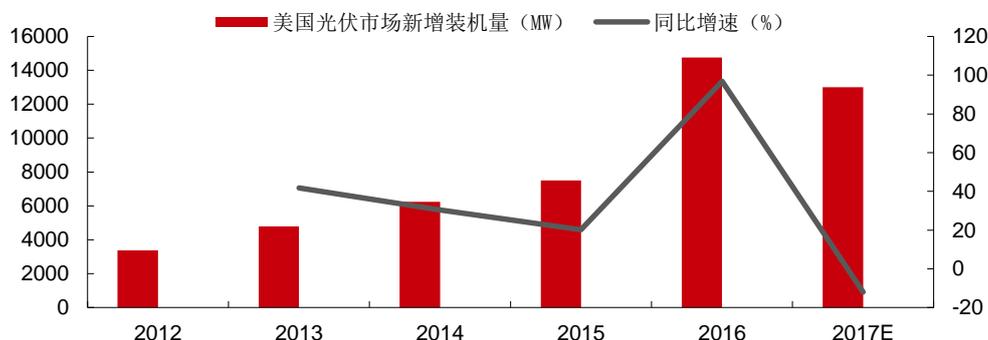
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

面向美国市场，紧随市场动向

公司产品主要面向美国市场。美国光伏市场在国家的产业政策的扶持之下飞速发展，根据咨询公司 GTM Research 与美国太阳能工业学会最新发布的数据，美国光伏发展迅猛，2016 年大约 36 分钟就增加 1MW，全年美国光伏装机达到 14.762GW，比 2015 年增加近一倍。光伏装机历史上首次超越其他电源新增装机，占 2016 年新增装机的 39%(燃气发电占 29%，风电占 26%)。

GTM Research 预测，ITC 政策延期至 2021 年，将为 2016-2020 年美国光伏市场带来高达 25GW 的额外增量和 400 亿美元的额外光伏产业投资额。随着 ITC 政策的延长，和政府依照开始建置的时间给予不同额度的补贴，这将掀起美国光伏产业新一轮的投资热潮。但 2017 年特朗普提出的能源政策以推动石化燃料为主，并计划撤销原总统奥巴马在巴黎高峰会所签署的气候协议，甚至支持加码贸易壁垒，以阻绝贸易自由化脚步，此举恐让美国整个可再生能源行业急速冷冻。目前我们对美国市场仍保持谨慎态度，基于上述的不确定性，公司对此块业务的发展思路是不盲目扩产，降本增效，继续对美国下游电站进行布局以获取稳定的增长率。

图表25：美国光伏市场新增装机量（2012-2017年）



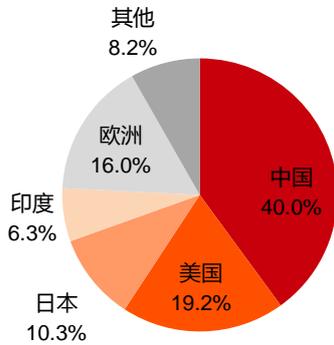
资料来源：GTM Research，华泰证券研究所

光伏行业繁荣延续

2016 年，全球光伏发电系统新增装机容量达到 73GW，同比增长 44.27%。我国光伏发电新增装机容量 34.54GW，其中地面电站 30.3GW，分布式电站 4.24GW，累计装机容量 77.42GW，新增和累计装机容量连续 4 年位居全球第一。全年发电量 662 亿千瓦时，占我国全年总发电量的 1%。在此基础上，展望 2017 年，全球市场仍将保持增长势头，印

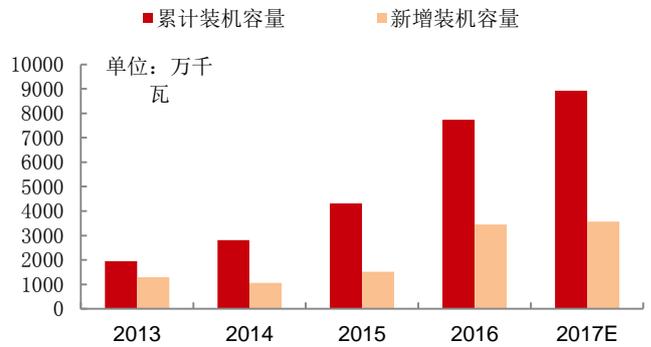
度、美国、日本、欧洲等市场仍会保持在一定规模，南美、中东等新兴市场正在快速成长；根据国际能源署（IEA）预测，到2030年全球光伏累计装机容量有望达到1721GW，到2050年将进一步增加至4670GW，发展潜力大。

图表26：全球新增装机容量占比分布图（2016年）



资料来源：EPIA，华泰证券研究所

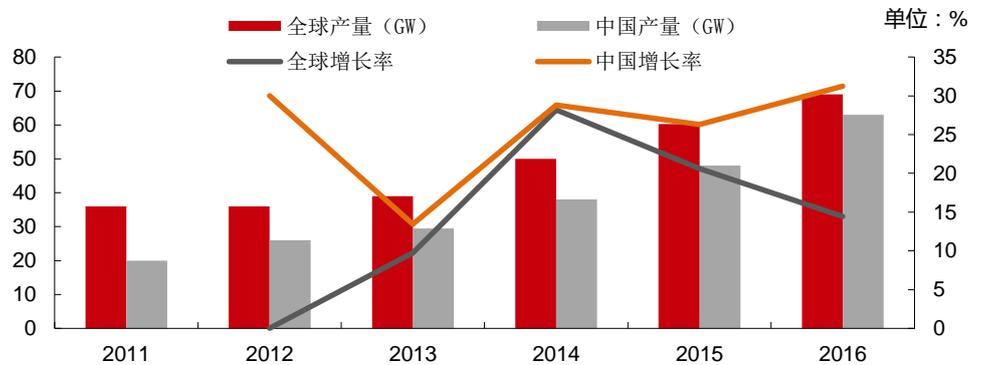
图表27：我国光伏累计及新增装机容量图（2013-2017年）



资料来源：EPIA，华泰证券研究所

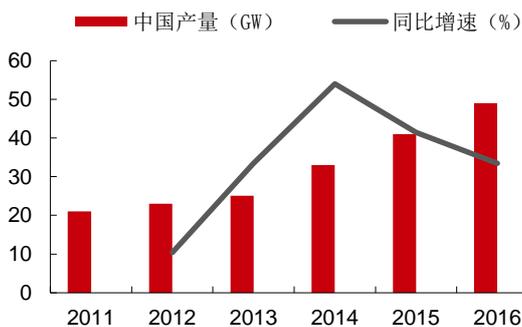
近日，工信部公布2016年中国光伏产业运行情况，资料显示，2016年光伏产业总产值达到3360亿元，同比增长27%，整体运行状况良好。产业规模持续扩大，2016年多晶硅产量19.4万吨，同比增长17.5%，占全球产量的52.43%；中国光伏产业延续了去年以来的回暖态势。光伏电池片产量约为49GW，同比增长19.5%，占全球产量的71.01%；光伏组件产量约为53GW，同比增长20.7%，占全球产量的73.61%。

图表28：全球及中国硅片产量和增速变化图（2011-2016年）



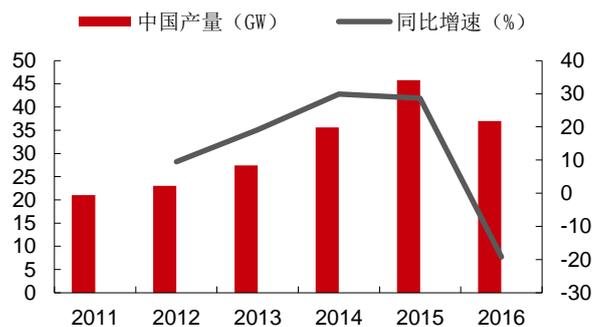
资料来源：CPIA，华泰证券研究所

图表29：我国晶硅电池片产量和增速变化图（2016年）



资料来源：EPIA，华泰证券研究所

图表30：我国光伏组件产量和增速变化图（2016年）



资料来源：EPIA，华泰证券研究所

行业技术水平不断提升

从单晶硅拉棒和多晶硅铸锭技术的发展情况看，为解决单次投料的局限性，单晶硅拉棒将逐步向连续加料（CCZ）技术方向发展，即边拉晶边加料；而多晶硅铸锭目前主要采用G6铸锭炉，下一步的发展方向为G7、G8，使生产效率更高、质量更好、成本更低。相较于单晶硅材料，由于多晶硅材料本身存在的诸多劣势而使得多晶硅太阳能电池转换效率难以达到单晶硅太阳能电池的高度，因此多晶硅铸锭的最终技术发展方向为铸锭单晶硅。从硅片制备技术的发展情况看，目前单晶硅片和多晶硅片均采用多线切割的技术，而单晶硅片的生产已全面推广了金刚线切割工艺，使得切片成本快速下降，而多晶硅片受制于一些因素而使得依然采用传统的砂浆切割工艺。当然，在过去5年，无论单晶还是多晶电池，都保持着每年约0.3%的效率提升。

图表31： 晶体硅太阳能电池组件转换率

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
多晶硅电池效率 (%)	16.6-16.8	16.8-17.3	17.3-18.4	17.6-18.3	18-18.4	18.3-18.5
单晶硅电池效率 (%)	18-18.5	18.5-19	19.1-19.3	19.1-19.5	19.3-19.8	19.8-20.8

资料来源：CPIA，华泰证券研究所

主流国家政府扶持光伏产业

从全球可再生能源发展态势看，光伏产业仍是各主要国家发展的重点领域，当前全球光伏产业政策大体呈现两种态势。欧盟各国作为光伏行业的领跑者，光伏产业发展成熟，但受欧洲经济下滑、光伏产能过剩等影响，政府扶持政策逐步减弱，但致力于加快布局本国光伏产业及应用，促进制造业回流。反观印度、巴基斯坦、泰国、越南等光伏新兴国家，产业政策扶持力度正在加大，一系列产业扶持政策陆续出台，他们利用其成本优势欲在该领域有所作为。

图表32: 部分国家光伏产业政策

国家	时间	政策	相关内容
美国	2015年9月	奥巴马政府提供1.2亿美元以推动美国太阳能发展	资助对象包括:降低太阳能体系成本的新设备和技术,推动型的光伏电池和组件,用于成为电力、制冷及烹饪提供太阳能发电的项目。
	2015年12月	太阳能减税优惠法案延长5年	众议院同意延长太阳能投资税收抵免(ITC)五年的修正案,原先将于2016年12月31日下调至10%的ITC,将向后延长五年至2022年,并依照开始建置的时间给予不同额度的补贴。
	2016年6月	德州将停役5GW燃煤电厂,新增14-27GW太阳能发电容量	根据德州独立电网德州电力可靠性会议长期系统计划,接下来15年内,德州停役5GW燃煤电厂,并新增14~27吉瓦(gigawatt)太阳能发电容量。
印度	2015年6月	印度确定1000万千瓦太阳能发电量目标	6月17日,印度总理莫迪批准了一项扩张印度太阳能发电装机容量的目标计划,到2022年印度太阳能发电量达到1000万千瓦。
	2015年9月	印度政府投资940亿美元发展太阳能发电	印度总理莫迪决定投资940亿美元发展太阳能发电,目标的核心就是小型太阳能电站、屋顶光伏、微型智能电网。
	2015年11月	提高屋顶光伏太阳能补贴15%增高至30%	印度能源与可再生能源部将对对于屋顶太阳能的补贴从15%提高至30%,但这将不包括商业和工业屋顶。
	2016年6月	将1000万千瓦的目标提前至2017年底实现	印度负责电力、煤炭和可再生资源的国务部长称印度计划把1000万千瓦太阳能装机容量的目标提前到2017年底就实现。
日本	2015年2月	大幅下调2015年度光伏收购价格	日本经济产业省公布了2015年度再生能源的收购价格方案,输出在10KW以上的产业用大规模太阳能发电的收购价格创下史上最大降幅记录。
	2015年12月	推出能源效率和储能补贴	日本经济产业省将针对商业区域的工厂和小企业推出7790万美元的能源效率和存储技术激励方案。
	2016年3月	削减光伏上网补贴11%	日本经济产业省确认从2016年4月1日起将上网电价削减11%,为期20年。
	2016年6月	规定光伏电站启动期限不得超过3年	日本经济产业省规定百万光伏电站启动期限,超过3年将受罚。
德国	2015年11月	储能补贴将沿用三年	德国联邦经济部表示,关于延迟补贴具体实现的决策还未最终确定,储能补贴政策有望将继续沿用三年。
	2016年3月	启动光伏蓄电池补助项目	自2016年3月1日开始到2018年,启动共3000万欧元的针对光伏蓄电池安装的最新补助项目,适用于在2012年12月之后安装的低于30KWp的光伏系统。
英国	2015年7月	英国上网电价补贴削减	政府提议减少87%的上网电价补贴,这是支持国内及商业的屋顶光伏和小型光伏发电场的一项关键性补助金。
	2016年3月	英国政府财政预算公布,光伏项目难获政府支持	由于英国保守党推出的油、气燃料税收减免政策,以及其对小型模块化核反应堆(SMRs)的支持,未来陆上风电和光伏项目仍然很难得到政府的支持。
瑞士	2015年1月	上网电价补贴不断削减	将进行两阶段削减太阳能上网电价补贴支付,为30KW以下的系统提供的一次性支付也将被削减。

资料来源:欧洲光伏产业协会,华泰证券研究所

我国属于光伏产业的新兴国家,光伏产业尚不能完全由市场驱动,我国的光伏产业发展短期内仍需依赖国家政策的扶持。2017年1月17日,国家发改委和国家能源局印发《能源发展“十三五”规划》要求推进非化石能源可持续发展,包括水电、核电、风电、太阳能等。2020年太阳能发电规模达到1.1亿千瓦以上,其中分布式光伏6000万千瓦、光伏电站4500万千瓦、光热发电500万千瓦。

同时,2017年3月2日工信部指出要深入贯彻落实《光伏制造行业规范条件》和《关于进一步优化光伏企业兼并重组市场环境的意见》,加强部门配合,推动行业规范与电站建设、补贴发放等政策联动,同时通过市场机制促进企业重组。统筹政策和资金资源,在工业转型升级资金中支持光伏企业关键工艺技术研发和产业化,鼓励光伏企业加快智能制造改造升级,提升光伏制造业核心竞争力,引导行业健康可持续发展。

图表33: 我国光伏产业政策 (2016年)

时间	颁布机构	政策法规	相关内容及影响
2016年1月	国家财政部、 国家发改委	《关于提高可再生能源发展基金征收标准等有关问题的通知》	自2016年1月1日起,将各省(自治区、直辖市,不含新疆维吾尔自治区、西藏自治区)居民生活和农业生产以外全部销售电量的基金征收标准,由每千瓦时1.5分提高到每千瓦时1.9分。
2016年3月	国家能源局	《2016年能源工作指导意见》	研究组建太阳能发电等标准化技术委员会,培育具有国际影响力的能源技术研发中心、重点实验室等创新平台。
2016年6月	国家能源局	《2016年光伏发电建设方案通知》	2016年下达全国新增光伏电站建设规模1810万千瓦,其中,普通光伏电站项目1260万千瓦,光伏领跑技术基地规模550万千瓦。
2016年8月	国家发改委、 国家能源局	《可再生能源调峰机组优先发电试行方法》	提升电力系统调峰能力,有效缓解弃水、弃风、弃光,促进可再生能源消纳。
2016年8月	国家财政部、 税务总局	《关于继续执行光伏发电增值税政策的通知》	自2013年10月1日至2015年12月31日,对纳税人销售自产的利用太阳能生产的电力产品,实行增值税即征即退50%的政策。如今3年期限已过,两部委再次宣布,下一个3年,继续实行该政策。
2016年11月	国务院	《“十三五”控制温室气体排放工作方案》	加快发展非化石能源。积极有序推进水电开发,安全高效发展核电,稳步发展风电,加快发展太阳能发电,积极发展地热能、生物质能和海洋能。到2020年,力争光伏装机达到1亿千瓦。

资料来源:财政部,发改委,国家能源局,税务总局,国务院,华泰证券研究所

盈利预测和估值

我们预计公司 2017-2019 年实现营业收入 56.61、65.28、70.96 亿元，实现归母净利润分别为 2.81、3.5、4.27 亿元，对应 EPS 为 0.45、0.56、0.68 元。核心假设如下：

- 1、预计公司 1.8 万吨铜板带产能在 2018 年能够达产。2017-2019 年公司合金材料产量为 11.3、12.2、13 万吨。
- 2、预计 2017-2019 年公司光伏组件产量分别为 520MW、630MW、680MW。
- 3、2016 年因康奈特资产交割日原因，财务上将康奈特 2-7 月 40% 的净利润 29,706,011.62 元认定为少数股东损益，实际上这部分利润也归上市公司股东所有，2017 年少数股东损益项目预设为零。

图表34：博威合金盈利预测核心假设

	2016	2017E	2018E	2019E
合金材料销量 (万吨)	10.51	11.34	12.23	13.00
合金材料产品毛利率 (%)	11.3%	12.5%	13.0%	13.5%
合金材料业务收入 (百万)	3095	4158	4798	5323
光伏组件销量 (MW)	364	520	630	680
光伏组件销售价格 (元/W)	3.04	2.89	2.74	2.61
光伏业务收入 (百万)	1105.64	1502.29	1729.07	1772.99
光伏业务毛利率 (%)	17.1%	17.3%	17.9%	18.4%
管理费用率 (%)	5.03%	5.12%	5.11%	5.10%
营业费用率 (%)	2.23%	2.17%	2.22%	2.20%
少数股东损益 (百万)	29.71	0	0	0

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

给予“增持”评级

我们预计公司 2017-2019 年实现归母净利润分别为 2.81、3.5、4.27 亿元，对应 EPS 为 0.45、0.56、0.68 元。我们选取了部分可比公司，计算得 2017 年 PE 均值为 36.38，刨去最高值后得到的平均 PE 约为 30 倍。此外，我们预计 2017 年净利润约 2.81 亿，同比 2016 年即使加回少数股东损益情况下仍增长 30%，因此我们给予公司 2017 年 29-31 倍 PE，对应目标价区间为 13.05-13.95 元，首次覆盖给予“增持”评级。

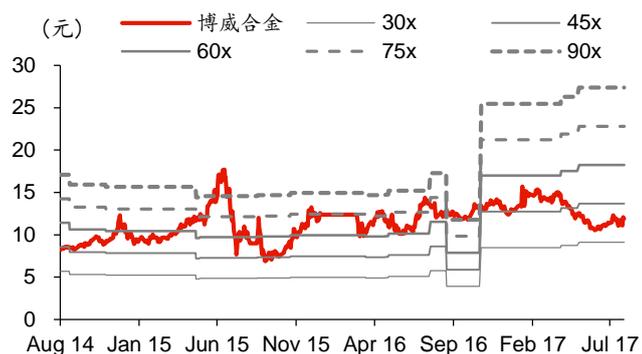
图表35：可比公司估值表（截止 2017 年 7 月 28 日）

代码	简称	PE			
		市值 (亿元)	TTM	2017	2018
601012.SH	隆基股份	418.94	24.4	20.5	16.2
300118.SZ	东方日升	115.70	28.0	14.7	12.0
002506.SZ	协鑫集成	219.01	-86.1	65.9	32.2
600537.SH	亿晶光电	57.17	20.8	14.8	12.3
002203.SZ	海亮股份	153.31	24.77	23.04	19.42
002171.SZ	楚江新材	86.34	34.94	27.16	20.31
300337.SZ	银邦股份	76.60	205.13	50.35	30.16
002295.SZ	精艺股份	32.32	118.68	75.37	51.42
平均值				36.47	24.26
平均值 (去掉最高)				30.92	20.38

资料来源：Wind，华泰证券研究所

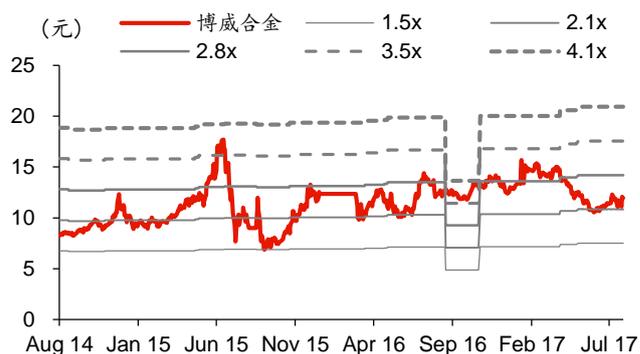
PE/PB - Bands

图表36: 博威合金历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表37: 博威合金历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

新产品研发进度不达预期

光伏业务产能释放不达预期

合金材料产品结构优化进程不达预期

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,721	2,636	2,880	3,278	3,511
现金	214.55	294.97	256.93	262.55	266.08
应收账款	390.08	440.13	619.19	712.38	768.58
其他应收账款	16.54	21.31	26.08	31.47	33.94
预付账款	38.35	113.99	103.17	128.98	143.43
存货	819.06	1,096	1,389	1,613	1,745
其他流动资产	242.28	669.79	485.82	529.42	553.56
非流动资产	1,658	1,976	2,295	2,369	2,234
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,141	1,426	1,858	2,001	1,951
无形资产	97.47	133.33	133.33	133.33	133.33
其他非流动资产	419.06	417.04	303.75	234.75	150.23
资产总计	3,379	4,613	5,175	5,647	5,745
流动负债	974.49	1,444	1,780	1,991	1,771
短期借款	636.92	792.87	1,131	1,202	906.50
应付账款	150.47	326.88	343.66	410.34	452.96
其他流动负债	187.10	324.36	305.76	379.12	411.74
非流动负债	45.03	43.58	46.05	44.89	44.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	45.03	43.58	46.05	44.89	44.84
负债合计	1,020	1,488	1,826	2,036	1,816
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	215.00	627.22	627.22	627.22	627.22
资本公积	1,704	1,878	1,878	1,878	1,878
留存公积	439.83	592.73	844.33	1,106	1,424
归属母公司股	2,359	3,125	3,349	3,611	3,929
负债和股东权益	3,379	4,613	5,175	5,647	5,745

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	219.18	313.95	14,234	1,411	1,221
净利润	85.90	213.06	280.61	350.44	426.65
折旧摊销	106.56	122.44	794.75	910.15	967.85
财务费用	(123.17)	(67.27)	(1,695)	(1,935)	(2,072)
投资损失	(3.10)	(3.87)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(24.54)	(31.80)	12,318	486.41	254.13
其他经营现金	177.52	81.39	2,535	1,599	1,645
投资活动现金	(236.81)	(2,122)	115.03	0.00	0.00
资本支出	244.48	351.03	(0.68)	0.00	0.00
长期投资	2.62	463.01	(29.00)	0.00	0.00
其他投资现金	10.29	(1,308)	85.35	0.00	0.00
筹资活动现金	(26.56)	1,864	(6,085)	1,935	2,072
短期借款	62.55	(62.55)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	103.82	114.20	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(192.93)	1,812	(6,085)	1,935	2,072
现金净增加额	(41.28)	77.65	8,264	3,346	3,294

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,270	4,243	5,661	6,528	7,096
营业成本	2,884	3,701	4,881	5,595	6,051
营业税金及附加	3.88	6.89	7.46	9.13	10.00
营业费用	76.24	94.71	122.80	144.74	156.38
管理费用	171.07	213.49	289.76	333.47	361.83
财务费用	31.84	10.56	60.42	76.36	67.80
资产减值损失	20.30	0.89	11.48	9.42	8.68
公允价值变动收益	3.91	(1.31)	0.03	0.23	(0.09)
投资净收益	(5.37)	(15.54)	(10.92)	(11.54)	(12.00)
营业利润	81.32	198.08	277.01	348.08	428.19
营业外收入	17.96	25.82	21.84	22.52	22.84
营业外支出	4.63	2.66	3.47	3.39	3.29
利润总额	94.65	221.24	295.38	367.21	447.74
所得税	8.75	8.19	14.77	16.77	21.09
净利润	85.90	213.06	280.61	350.44	426.65
少数股东损益	0.00	29.71	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	85.90	183.35	280.61	350.44	426.65
EBITDA	219.71	331.08	436.97	547.46	629.27
EPS (元)	0.40	0.29	0.45	0.56	0.68

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	14.59	29.75	33.42	15.31	8.71
营业利润	23.82	143.59	39.85	25.66	23.01
归属母公司净利润	23.87	113.45	53.04	24.89	21.75
获利能力 (%)					
毛利率	11.81	12.76	13.78	14.29	14.73
净利率	2.63	4.32	4.96	5.37	6.01
ROE	3.64	5.87	8.38	9.70	10.86
ROIC	3.68	5.86	7.76	9.12	10.61
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.18	32.25	35.28	36.05	31.61
净负债比率 (%)	0.59	0	0	0	0
流动比率	1.77	1.83	1.62	1.65	1.98
速动比率	0.93	1.06	0.84	0.83	0.99
营运能力					
总资产周转率	1.06	1.06	1.16	1.21	1.25
应收账款周转率	9.00	9.75	10.17	9.34	9.13
应付账款周转率	20.24	15.51	14.56	14.84	14.02
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.29	0.45	0.56	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.50	0.12	0.52	0.79
每股净资产(最新摊薄)	3.76	4.98	5.34	5.76	6.26
估值比率					
PE (倍)	87.18	40.85	26.69	21.37	17.55
PB (倍)	3.17	2.40	2.24	2.07	1.91
EV_EBITDA (倍)	35.26	23.40	17.73	14.15	12.31

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：AOK809

©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