

强烈推荐-A (维持)

亿纬锂能 300014.SZ

目标估值: 27-29 元

当前股价: 24.61 元

2017 年 08 月 01 日

产能持续大扩张, 切入主流车企供应链

基础数据

上证综指	3273
总股本(万股)	85599
已上市流通股(万股)	81932
总市值(亿元)	199
流通市值(亿元)	191
每股净资产(MRQ)	2.5
ROE(TTM)	18.4
资产负债率	63.1%
主要股东	惠州亿纬控股有限公司
主要股东持股比例	32.68%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	36	60	20
相对表现	33	50	4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《亿纬锂能(300014)——大扩产再造亿纬, 将显著受益于下半年物流车放量》2017-07-04
- 2、《亿纬锂能(300014): 深度布局动力电池市场, 业绩已获高速增长》2017-02-28

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

陈雁冰

chenyanbing@cmschina.com.cn
S1090517070011

郗凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

公司发布中报: 2017 年上半年公司实现营收 13.44 亿元, 同比增长 63.65%, 归母净利润 2.33 亿元, 同比增长 161.37%, 扣非后归母净利润 1.66 亿元, 同比增长 96%, 其中, 包括转让麦克韦尔 8.98% 股权所获投资收益在内的非经常性损益约为 6649 万元, 上半年业绩略超预期。公司动力电池大扩产如期进行, 国内率先采用 21700 产线, 前已突破部分主流客车客户, 后续客户结构将持续优化。公司电子雾化器业务保持高速增长, 以后将有显著的投资收益贡献, 锂原电池业务稳健增长, 公司 2017 年高增长有一定确定性。维持强烈推荐评级。

- 业绩略超预期, 转让麦克韦尔的投资收益增厚业绩。公司 2017H1 营收、净利润均实现大幅增长, 尤其是动力电池增长最快。此外, 公司转让麦克韦尔 8.98% 股权, 使得非经常性损益大幅增至 6649 万元。公司 2017H1 毛利率约 29.54%, 同比微降 1.27%, 主要是锂离子电池业务和电子雾化器业务较锂原电池毛利率略低。
- 动力电池增长最快, 电子雾化器高速增长, 锂原电池稳健增长。分拆来看, 锂原电池收入 4.48 亿元, 同比增长 18.60%、毛利率 39.19%, 受益于共享单车、GPS 定位跟踪和 E-call 等物联网市场的兴起, 并且也获得海外大客户订单。锂离子电池收入 3.97 亿元, 同比增长 155.63%, 毛利率为 22.83%, 公司动力电池扩产与产品结构持续优化(进入宇通等大客户供应链), 此外, 公司储能业务实现突破。公司电子雾化器收入 4.99 亿元, 同比增长 73.26%, 主要是自主品牌新产品投放市场及传统 ODM 大客户订单持续增长。
- 2017 业绩有一定的确定性。目前公司动力电池产能 6GWh, 客车多为专用车, 下半年公司将继续产能扩张并加快客户开拓, 有望进入主流乘用车客户供应链。公司电子雾化器、锂原电池增长将延续较好的增长态势, 考虑公司股权激励成本, 预计公司 2017 年的业绩高增长有一定的确定性。
- 大股东可交换债持有人开始换股。2016 年大股东以 79,834,264 股非公开发行 8 亿可交换债(考虑 2016 年权益分派), 2017 年 7 月 17 日至 2018 年 1 月 9 日为换股期。截止到 2017 年 7 月 28 日, 可交换债持有人已累计换股 34,685,959 股, 换股价格 19.98 元/股, 测算尚余可换股份 45,148,305 股, 本次换股后大股东持股比例由 42.01% 降至 40.97%, 不影响其控股股东地位。
- 投资建议: 给予“强烈推荐-A”评级, 上调目标价为 27-29 元。
- 风险提示: 行业政策低于预期, 公司客户拓展不及预期。

财务数据与估值 (2017/7/31 收盘价)

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1349	2340	4782	7410	10123
同比增长	12%	73%	104%	55%	37%
营业利润(百万元)	135	340	530	718	1073
同比增长	278%	153%	56%	35%	49%
净利润(百万元)	151	252	429	571	838
同比增长	80%	66%	70%	33%	47%
每股收益(元)	0.35	0.59	0.50	0.67	0.98
PE	69.5	41.7	49.2	36.9	25.2
PB	6.2	5.4	9.8	8.1	6.4

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1、业绩略超预期.....	4
2、动力电池扩产快马加鞭，切入主流客户供应链.....	6
3、锂原电池受益共享单车持续超预期，电子雾化器高增长.....	9
4、可交换债持有人开始换股.....	10

图表目录

图 1：转让前后麦克韦尔的股权结构变化.....	5
图 2：亿纬锂能目前的客户结构.....	7
图 3：2016 年全国各月新能源专用车销量（台）.....	8
图 4：2017 年全国各月新能源专用车销量（台）.....	8
图 6：研发费用率对比.....	8
图 7：锂离子电池业务毛利率对比.....	8
图 8：2012-2017H1 公司锂原电池收入及毛利率.....	9
图 9：共享单车用户规模.....	9
图 10：共享单车市场规模.....	9
图 11：2014-2017H1 公司电子雾化器业务收入及毛利率.....	10
图 12：亿纬锂能的股权情况简析（截至 2017.7.28）.....	11
图 5：亿纬锂能历史 PE Band.....	12
图 6：亿纬锂能历史 PB Band.....	12
表 1：业绩摘要.....	4
表 2：公司分项业务收入构成（百万元）.....	5
表 3：公司分项业务毛利率（%）.....	5
表 4：公司现金流指标（%）.....	5
表 5：公司经营情况分析（%）.....	5
表 6：公司经营分析（百万元）.....	6
表 7：21700 型电池与 18650 型参数对比.....	6
表 8：产能扩建情况.....	6
表 9：产能测算（GWh）.....	6
表 10：1-6 批目录专用车电池厂商配套车型.....	7

表 5: 亿纬锂能研发投入统计.....	8
表 12: 公司转让麦克韦尔实际股权变化情况.....	10
表 13: 可交换债情况概述.....	11
表 14: 可交换债持有人转股情况.....	11
表 15: 大股东亿纬控股 (含 17 亿纬 E1 担保及信托财产专户) 历史持股情况分析..	11
附: 财务预测表.....	13

1、业绩略超预期

业绩摘要：公司 2017 年上半年实现收入 13.44 亿元，同比增长 63.72%，归母净利润 2.33 亿元，同比增长 161.37%，扣非后归母净利润 1.66 亿元，同比增长 96%。

其中，包括转让麦克韦尔 8.98% 股权所获投资收益在内的非经常性损益约为 6649 万元，上半年业绩略超预期。

表 1：业绩摘要

(人民币, 百万)	2015	2016	同比 增长 (%)	2016 年 H1	2017 年 H1	同比 增长 (%)
营业收入	1348.93	2339.71	73.45	821.28	1343.99	63.65
销售税金	12.38	14.33	15.75	1.44	4.63	221.53
营业成本	1219.08	1999.40	64.01	568.19	947.09	66.69
毛利润	129.85	340.31	162.08	253.1	396.9	56.82
销售费用	73.73	84.47	14.57	38.5	55.75	44.81
管理费用	144.29	204.98	42.06	80.41	109.29	35.91
资产减值损失	4.08	36.59	796.81	5.44	24.78	355.82
财务费用	12.48	2.43	(80.53)	2.94	21.05	616.88
投资收益	4.78	0.10	(97.91)	2.04	126.58	6125.51
营业外收入	91.84	20.10	(78.11)	3.99	0.91	(77.25)
营业外支出	45.56	1.59	(96.51)	1.15	5.66	392.45
利润总额	180.91	358.92	98.40	126.56	308.02	143.37
所得税	14.91	43.66	192.82	18.95	40.84	115.46
税后净利润	166.01	315.26	89.90	107.61	267.18	148.29
少数股东权益	14.70	63.44	331.56	18.64	34.65	85.86
归母净利润	151.30	251.82	66.44	88.97	232.53	161.37
扣非后归母净利	151.30	251.82	66.44	88.97	232.53	161.37
主要比率 (%)			百分点变			百分点
毛利率	9.63	14.54	4.92	30.82	29.53	(1.29)
销售费用率	5.47	3.61	(1.86)	4.69	4.15	(0.54)
管理费用率	10.70	8.76	(1.94)	9.79	8.13	(1.66)
财务费用率	0.93	0.10	(0.82)	0.36	1.57	1.21
税后净利率	12.31	13.47	1.17	13.10	19.88	6.78
所得税率	1.11	1.87	0.76	2.31	3.04	0.73

资料来源：公司资料、招商证券

分项收入情况：公司 2017H1 无论营收还是净利润均实现大幅增长，其中，动力电池业务增长最快，电子雾化器保持高速增长，锂离子电池保持稳健增长：

- 1) 锂离子电池收入 4.48 亿元，同比增长 18.60%、毛利率达 39.19%，主要受益于共享单车、GPS 定位跟踪和 E-call 等物联网市场的兴起，并且接到海外大客户订单；
- 2) 锂离子电池收入 3.97 亿元，同比增长 155.63%，毛利率为 22.83，具体来说：公司动力电池扩产与产品结构持续优化（切入宇通、吉利供应链）、消费类电池提高自动化水平并优化供应链、储能电池获得能源管理服务的订单从而实现“0-1”突破；
- 3) 电子雾化器收入 4.99 亿元，同比增长 73.26%，主要是自主品牌新产品投放市场成效显著、传统 ODM 大客户订单持续增长，公司在 6 月 29 日完成转让麦克韦尔控制权，未来将不再并表。

表 2：公司分项业务收入构成（百万元）

（百万元）	2014	2015	2016	2016H1	2017H1	同比变动
营业总收入	1208.92	1348.93	2339.7	820.72	1343.67	63.72%
锂离子电池	229.69	289.78	830.41	155.34	397.10	155.63%
锂原电池	579.04	694.34	776.05	377.40	447.61	18.60%
电子雾化器	400.19	364.82	733.25	287.98	498.96	73.26%

资料来源：公司资料、招商证券

盈利能力分析：公司 2017H1 毛利率约 29.54%，同比微降 1.27%，主要是锂离子电池业务和电子雾化器业务，比锂原电池增速更高但毛利率略低，使得综合毛利率降低。

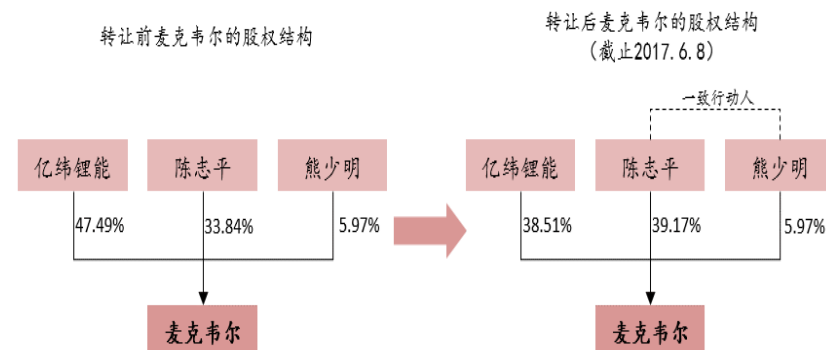
2017H1 公司投资收益合计高达 1.27 亿元，同比大幅增长 6125.52%。主要原因系转让麦克韦尔股权获得较高的投资收益，使得公司的非经常性损益、经常性损益以及所得税均有所增加，因此带来较高的业绩增量。

表 3：公司分项业务毛利率（%）

（%）	2014	2015	2016	2016H	2017H	百分比变动
综合毛利率	25.97	27.93	29.20	30.81	29.53	(1.27)
锂离子电池	15.72	13.12	22.90	20.47	22.83	2.36
锂原电池	34.18	36.11	36.23	38.38	39.19	0.80
电子雾化器	19.96	24.14	28.88	26.46	26.21	(0.25)

资料来源：公司资料、招商证券

图 1：转让前后麦克韦尔的股权结构变化



资料来源：Wind，招商证券

表 4：公司现金流指标（%）

（%）	2013	2014	2015	2016	2015H1	2016H1	2017H1
赊销比	30.20	25.75	28.93	35.27	53.58	59.59	65.79
经营现金收入/营收比	21.84	3.24	4.23	2.02	1.54	(8.84)	(5.56)
经营净现金/净利润	141.41	48.36	34.34	14.98	14.61	(67.50)	(27.95)

资料来源：公司资料、招商证券

表 5：公司经营情况分析（%）

年份	2013	2014	2015	2016	2015H1	2016H1	2017H1
ROE	19.83	9.05	11.28	13.79	6.20	5.12	11.36
ROA	14.82	5.48	7.96	9.17	3.86	3.80	5.23
ROIC	18.06	7.84	9.98	10.38	5.23	4.29	7.48

资料来源：公司资料、招商证券

表 6：公司经营分析（百万元）

(百万元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
收入	606.10	1039.07	1208.92	1348.93	2339.71	1343.99
固定资产	215.60	263.68	338.79	393.60	1012.87	1428.99
无形资产	35.71	41.03	86.90	126.45	116.66	154.42
在建工程	37.30	48.27	67.97	218.90	357.92	908.39
收入/固定和无形资产	2.41	3.41	2.84	2.59	2.07	0.85

资料来源：公司资料、招商证券

2、动力电池扩产快马加鞭，切入主流客户供应链

动力电池扩产快马加鞭，速度与力度超预期：公司湖北荆门基地金泉二区，历时 8 个月建设期，于 2017 年 6 月 28 日率先启动国内首条 21700 三元产线生产，是国内目前自动化程度最高的动力圆柱锂电池生产线，该产线除了能生产 21700 型电池，还能向下兼容 18650 型电池，标志着我国动力电池行业实现大跨步，正式进入 21700 时代。

表 7：21700 型电池与 18650 型参数对比

电池类型	性能	电池系统能量密度	系统成本	电池系统重量
18650 型	高可靠性/稳定性	250wh/kg	约 189 元/wh	-
21700 型	高可靠性/稳定性	300wh/kg	约 170 元/wh	比 18650 型下降 10%

资料来源：招商证券

公司近年来产能扩张快马加鞭，在现有产能 6.0 GWh 基础上（包括 2.5 GWh 磷酸铁锂和 3.5 GWh 三元圆柱电池），预计三季度将新增 1 GWh 三元软包产能，今年年底预计三元将再增加 2 GWh 以上，总产能超过 9 GWh，扩产的速度与进度超预期，而且在实现产能的扩速扩张的同时，也在不断引领技术进步。

表 8：产能扩建情况

类型	现有产能/建成地点(GWh)	预建产能/预建地点(GWh)	预建时间	备注
磷酸铁锂(方形铝壳)	2.5/湖北金泉	-	-	-
三元圆柱	1/惠州+2.5/湖北	-	-	-
软包叠片三元电池	-	1/广东惠州	2017Q3	已采购生产
方形三元+方形 LFP	-	2/湖北荆门	2017 年底	厂房已建好

资料来源：招商证券

表 9：产能测算 (GWh)

	2017.7	2017.8	2017.12
磷酸铁锂	2.5	2.5	2.5
三元圆柱	3.5	3.5	3.5
三元软包	—	1	1-2
三元方型	—	—	1-2
合计	6	7	9

资料来源：招商证券

切入宇通、吉利供应体系，客户结构持续优化。亿纬锂能作为动力电池的后起之秀，公司现有客户已经囊括物流车、客车、乘用车等各类车型。

其中物流车客户占比最大，是目前电池业务业绩贡献的主要来源。公司先后南京金龙、蓝微新能源、长安客车与金杯新能源、华泰汽车等客户签署战略合作协议或订单协议，客户结构优质。

2017H1 公司成功进入吉利汽车、宇通客车等大客户供应链，客户开拓进展顺利，速度很快。宇通客车是全球最大的新能源客车厂商，吉利汽车是我国乃至全球领先的新能源汽车生产商，成功进入主流大客户的供应链，彰显公司产品性能相比较同行的优越性。

图 2：亿纬锂能目前的客户结构



资料来源：Wind，招商证券

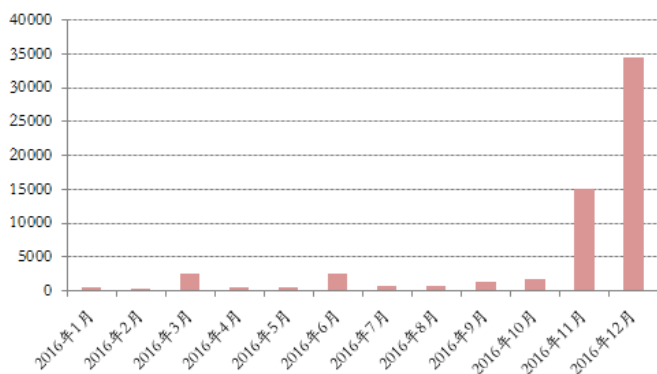
表 10：1-6 批目录专用车电池厂商配套车型

电池厂商	配套车型数
深圳市沃特玛电池有限公司	59
惠州亿纬锂能股份有限公司	38
宁德时代新能源科技股份有限公司	24
深圳市比克动力电池有限公司	24
合肥国轩高科动力能源股份公司	23
上海德朗能动力电池有限公司	23
北京国能电池科技有限公司	18
远东福斯特新能源有限公司	17
力神动力电池系统有限公司	16
星恒电源股份有限公司	12

资料来源：工信部，招商证券

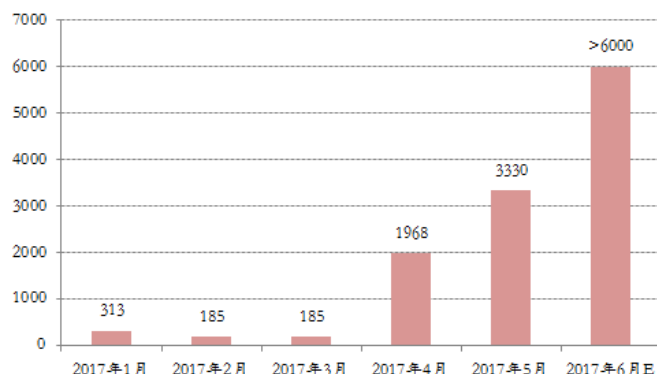
我们统计 2017 年 1-5 批新能源汽车推荐目录的数据显示，在专用车电池厂商配套车型中，亿纬锂能配套的车型多达 38 款，高居国内第二位。我们预计，2017H2 物流车甚至乘用车将逐渐放量，基于公司目前的客户结构，公司有望受益于下半年物流车的快速放量，带来业绩高增长。

图 3：2016 年全国各月新能源专用车销量（台）



资料来源：工信部，招商证券

图 4：2017 年全国各月新能源专用车销量（台）



资料来源：工信部，招商证券

人力资源大幅扩张，研发投入持续加大。公司注重技术研发投入，已经搭建了一套有效的研发体系，公司在锂电池市场已经取得了非常显著的成绩和市场地位。公司的研发投入比重较大，领先于同行，不断进行新产品的开发。

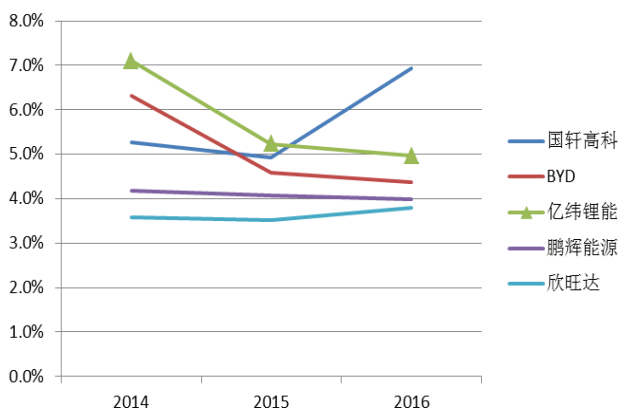
公司于 2016 年在国内率先采用 NCM 622 正极材料生产出 2.6Ah 电池，单体能量密度高达 205wh/kg，位居国内前列。而其生产方形铝壳磷酸铁锂 LF68Ah 和 LF90Ah 产品也已通过强制性检验，能量密度超过 145wh/kg，电池系统能量密度超过 115wh/kg，达到国家 1.2 倍补贴的标准。我们认为亿纬锂能强大的研发实力可为公司持续增长带来核心驱动力，其盈利能力处于行业前列。

表 5：亿纬锂能研发投入统计

	2014 年	2015 年	2016 年
研发人员数量（人）	420	560	664
研发人员数量占比	10.29%	10.67%	10.68%
研发投入金额（百万元）	85.83	70.52	116.22
研发投入占营业收入比例	7.10%	5.23%	4.97%
研发支出资本化的金额（百万元）	23.94	18.33	20.93

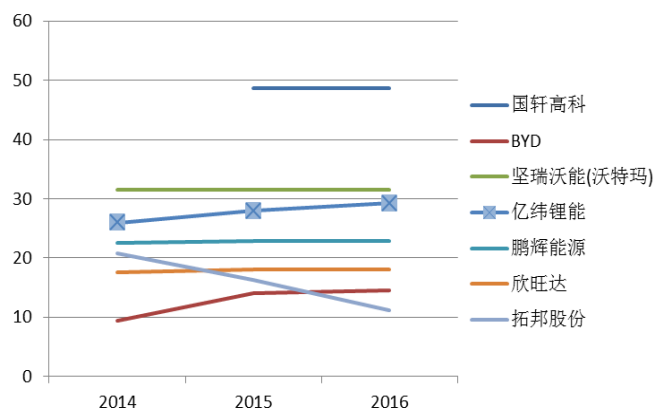
资料来源：Wind，招商证券

图 6：研发费用率对比



资料来源：Wind，招商证券

图 7：锂离子电池业务毛利率对比



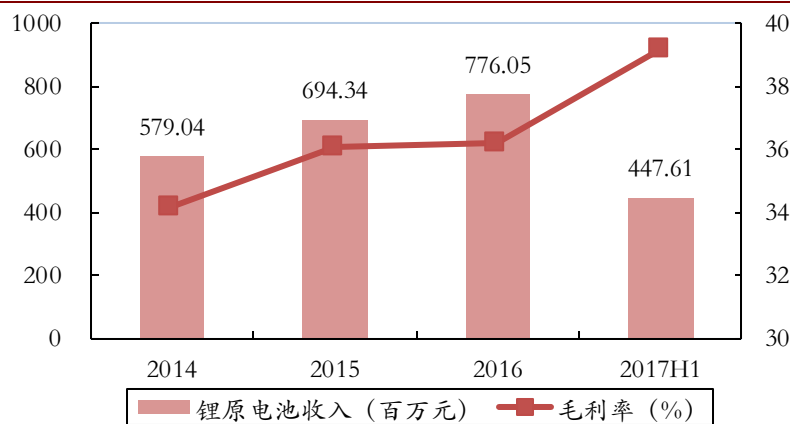
资料来源：Wind，招商证券

3、锂原电池受益共享单车持续超预期，电子雾化器高增长

公司是国内锂原电池龙头，主要包括锂亚电池、锂锰电池、SPC 产品等，2016 年，锂原电池业务实现营业收入 7.76 亿，比上年同期增长 11.77%。主要受益于物联网需求快速增长、国际市场的积极开拓、以及自动化程度提高所带来的降本增效，营业收入稳定增长。

2017 年上半年，锂原电池收入 4.48 亿元，同比增长 18.60%、毛利率达 39.19%，主要受益于共享单车、GPS 定位跟踪和 E-call 等物联网市场的兴起，并且接到海外大客户订单。

图 8：2012-2017H1 公司锂原电池收入及毛利率

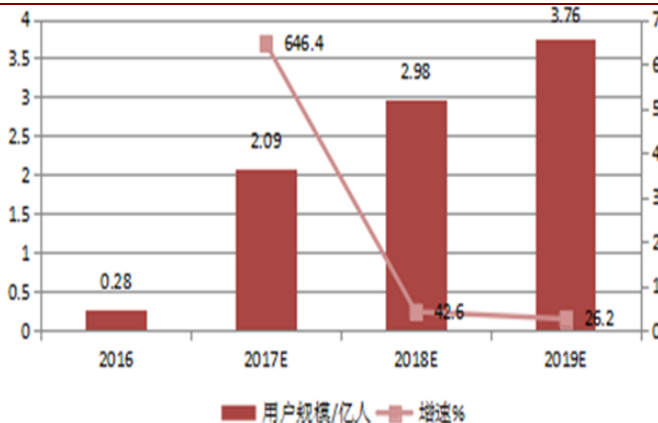


资料来源：Wind，招商证券

2016 年以来，“共享单车”已家喻户晓，凭借其便捷性与低成本等优势，迅速进入普通老百姓的日常生活中，尤其是城镇区域的数量获得快速上升，已被民众接纳并好评如潮，市场规模也迅速扩大，未来空间不可限量。

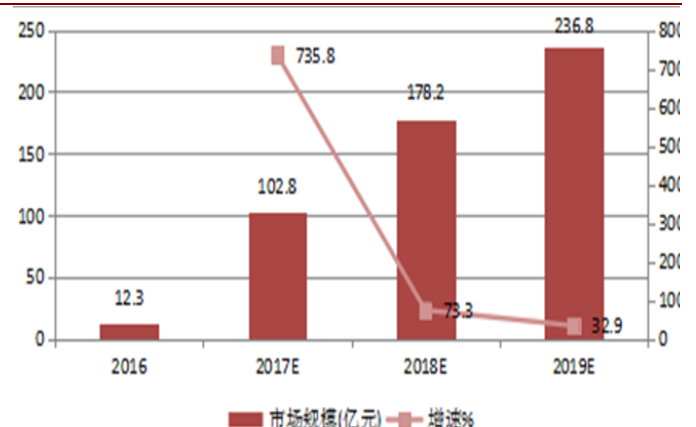
公司为共享单车智能车锁提供电源系统解决方案，主推锂亚电池+SPC 方案，预计单车产值 20-30 元，获得国家专利优秀奖，目前已批量投放市场，公司锂原电池有望持续超预期，为公司贡献充足的现金流。

图 9：共享单车用户规模



资料来源：中国产业信息网，招商证券

图 10：共享单车市场规模

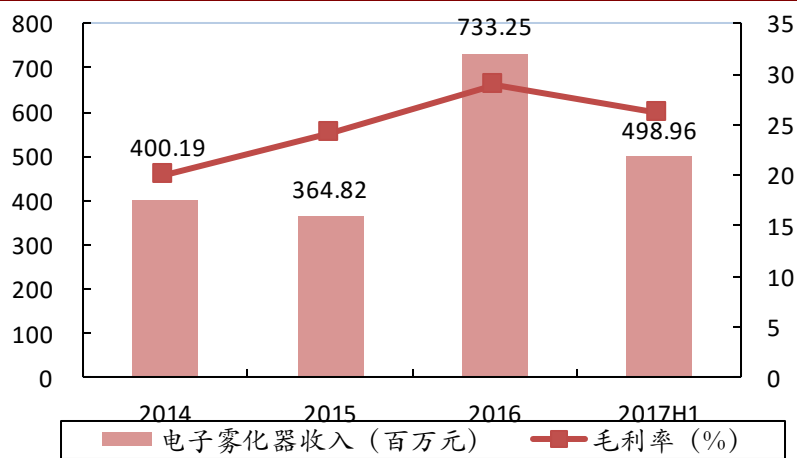


资料来源：中国产业信息网，招商证券

电子雾化器保持高增长。2016 年公司控股子公司麦克韦尔营业收入 7.26 亿元，同比增长 146.59%，净利润 1.25 亿元，同比增长 227.33%；2017H1 实现收入 4.99 亿元，同比增长 73.26%，净利润 6142 万元；业绩增长的主要原因是新业务自主品牌投放市场迅速带来业绩增量，传统的 ODM 业务客户订单持续高增长。

为支持麦克韦尔独立寻求更广阔的资本运作空间，聚焦公司新能源主业，亿纬锂能目前于 2017 年 6 月 29 日完成麦克韦尔控制权的转让，将不再纳入公司合并报表，未来有望贡献较大的经营性投资收益。公司本次转让麦克韦尔 8.98% 股权获得较高投资收益，显著增厚 2017 年业绩。

图 11：2014-2017H1 公司电子雾化器业务收入及毛利率



资料来源：Wind，招商证券

表 12：公司转让麦克韦尔实际股权变化情况

时间	减持股数	减持后持股比例 (%)
2017 年 6 月 8 日	4000000	38.51
2017 年 4 月 6 日	1270000	45.00
2016 年年报	-	47.49

资料来源：工信部，招商证券

4、可交换债持有人开始换股

亿纬锂能的大股东“西藏亿纬控股”，2016 年以其持有的 79,834,264 股上市公司股权（考虑 2016 年权益分派），非公开发行总额不超过 8 亿元的可交换公司债券，从 2017 年 7 月 17 日至 2018 年 1 月 9 日为换股期。

公司披露，本次可交换债券自 2017 年 7 月 17 日开始进入换股期以来，截止到 7 月 28 日，可交换债持有人换股已累计换股 34,685,959 股，换股价格 19.98 元/股，占公司总股本比例为 4.06%，本次换股后，尚余股份 45,148,305 股。

表 13：可交换债情况概述

项目	说明
债券简称	17 亿纬 E1
发行规模 (亿元)	8
增信方式	4000 万股股权质押 (注: 2016 年权益分派后为 7983.43 万股)
初始转股价格 (元)	40
当前转股价格 (元)	19.98
票面利率 (%)	2.00%
起息日期	2017 年 1 月 12 日
到期日期	2018 年 1 月 12 日
转股期	2017 年 7 月 17 日-2018 年 1 月 9 日
赎回条款	收盘价任意 30 个交易日中 15 个不低于换股价 130%; 未换股余额不足 3000 万元。
特别修正条款	收盘价任意 20 个交易日中有 10 个低于换股价 90%的情况下, 执行董事有权决议换股价向下修正。

资料来源: 公司公告, 招商证券

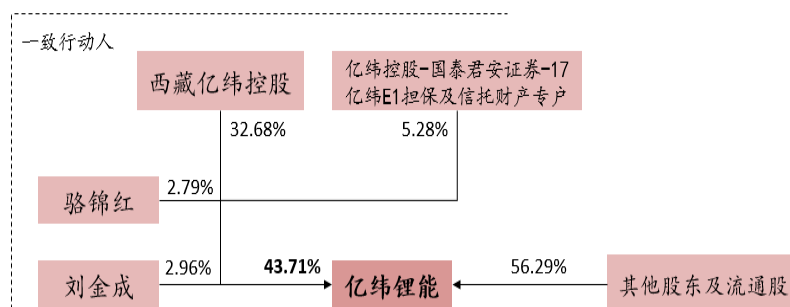
表 14：可交换债持有人转股情况

时间	换股数量	占公司总股本比例 (%)	换股价 (元)	剩余可换股数
2017/7/17 至 2017/7/21	8,881,376	1.04	19.98	70,952,888
2017/7/25 至 2017/7/27	15,839,827	1.85	19.98	55,113,061
2017/7/28	9,964,756	1.17	19.98	45,148,305
累计(截止 2017/7/28)	34,685,959	4.06	19.98	-

资料来源: 公司公告, 招商证券

截止到 2017 年 7 月 28 日, 公司可交换债持有人完成本次换股后, 控股股东持股比例由 42.01% 下降至 37.96%, 控股股东及其一致行动人合计持股比例为 43.71%, 不影响其控股股东地位, 公司实际控制人不变。公司的股权结构将变更如下:

图 12：亿纬锂能的股权情况简析 (截至 2017.7.28)



资料来源: Wind, 招商证券

表 15：大股东亿纬控股 (含 17 亿纬 E1 担保及信托财产专户) 历史持股情况分析

	时间	持股数	持股占比 (%)	已换股数
原持股	2015 年年报	180163962	42.18	-
	2016 年年报	180163962	42.18	-
发行可交换债券 (以 4000 万股质押)	2017 年 1 月 4 日	180163962	42.18	-
2017 年度权益分派	2017 年 5 月 4 日	359581433	42.01	-

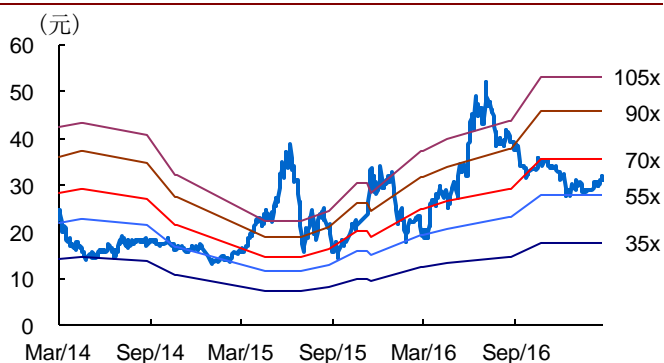
	时间	持股数	持股占比(%)	已换股数
可交换债持有人换股	2017年7月28日	324895474	37.96	34685959

资料来源: Wind, 招商证券

近期相关报告:

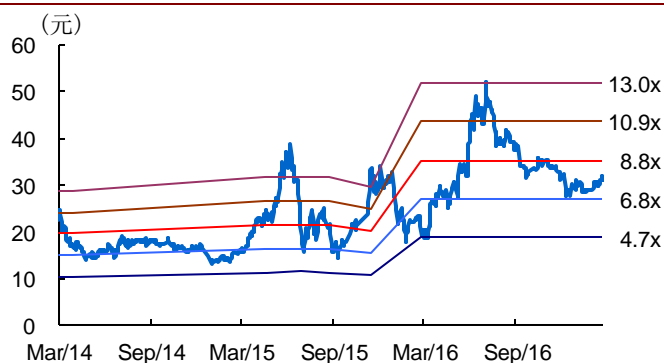
近期深度报告: 大扩产再造亿纬, 将显著受益于下半年物流车放量, 2017-7-6

图 5: 亿纬锂能历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 亿纬锂能历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1280	2114	3301	4755	5563
现金	469	540	439	564	762
交易性投资	36	0	0	0	0
应收票据	102	104	212	329	0
应收款项	390	825	1634	2388	2965
其它应收款	20	44	91	141	192
存货	233	534	786	1117	1350
其他	29	67	139	216	294
非流动资产	1208	2273	2865	3308	3638
长期股权投资	4	37	37	37	37
固定资产	394	1013	1593	2116	2588
无形资产	126	117	131	144	157
其他	684	1107	1105	1011	856
资产总计	2488	4388	6166	8062	9201
流动负债	548	1751	3244	4613	4949
短期借款	107	624	828	1012	304
应付账款	208	639	1399	2187	2938
预收账款	16	47	103	161	216
其他	217	441	915	1252	1491
长期负债	166	542	542	542	542
长期借款	0	27	27	27	27
其他	166	515	515	515	515
负债合计	714	2293	3787	5155	5492
股本	427	427	856	856	856
资本公积金	653	669	240	240	240
留存收益	629	849	1064	1506	2172
少数股东权益	65	150	220	305	441
归属于母公司所有者权益	1709	1944	2159	2602	3268
负债及权益合计	2488	4388	6166	8062	9201

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	57	47	572	667	1619
净利润	151	252	429	571	838
折旧摊销	75	93	109	166	218
财务费用	13	3	38	59	76
投资收益	(5)	0	(135)	(80)	(90)
营运资金变动	(193)	(344)	29	(167)	416
其它	15	43	103	117	162
投资活动现金流	(395)	(914)	(710)	(618)	(556)
资本支出	(316)	(898)	(710)	(618)	(556)
其他投资	(79)	(16)	0	0	0
筹资活动现金流	677	919	37	76	(865)
借款变动	355	765	154	184	(708)
普通股增加	29	0	429	0	0
资本公积增加	576	16	(429)	0	0
股利分配	(199)	(214)	(214)	(129)	(171)
其他	(83)	352	97	21	14
现金净增加额	339	53	(101)	126	197

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1349	2340	4782	7410	10123
营业成本	972	1657	3625	5669	7616
营业税金及附加	12	14	38	59	81
营业费用	74	84	201	296	425
管理费用	144	205	428	626	855
财务费用	12	2	38	59	76
资产减值损失	4	37	57	62	87
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	0	135	80	90
营业利润	135	340	530	718	1073
营业外收入	92	20	20	20	25
营业外支出	46	2	2	2	2
利润总额	181	359	549	736	1096
所得税	15	44	50	80	122
净利润	166	315	498	657	974
少数股东损益	15	63	70	85	136
归属于母公司净利润	151	252	429	571	838
EPS (元)	0.35	0.59	0.50	0.67	0.98

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	12%	73%	104%	55%	37%
营业利润	278%	153%	56%	35%	49%
净利润	80%	66%	70%	33%	47%
获利能力					
毛利率	27.9%	29.2%	24.2%	23.5%	24.8%
净利率	11.2%	10.8%	9.0%	7.7%	8.3%
ROE	8.9%	13.0%	19.8%	22.0%	25.6%
ROIC	7.2%	10.8%	15.4%	17.3%	25.0%
偿债能力					
资产负债率	28.7%	52.3%	61.4%	63.9%	59.7%
净负债比率	4.3%	16.0%	13.9%	12.9%	3.6%
流动比率	2.3	1.2	1.0	1.0	1.1
速动比率	1.9	0.9	0.8	0.8	0.9
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.8	0.9	1.1
存货周转率	4.1	4.3	5.5	6.0	6.2
应收帐款周转率	3.8	3.8	3.9	3.7	3.8
应付帐款周转率	4.8	3.9	3.6	3.2	3.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.35	0.59	0.50	0.67	0.98
每股经营现金	0.13	0.11	0.67	0.78	1.89
每股净资产	4.00	4.55	2.52	3.04	3.82
每股股利	0.50	0.50	0.15	0.20	0.29
估值比率					
PE	69.5	41.7	49.2	36.9	25.2
PB	6.2	5.4	9.8	8.1	6.4
EV/EBITDA	67.8	32.2	19.6	14.1	9.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，主要研究工控自动化与信息化产业。

陈术子：上海交通大学高金硕士，曾就职于光大证券，2015 年加入招商证券，主要研究新能源发电产业。

陈雁冰：曾就职于远景能源、博世联电、华金证券，2017 年加入招商证券，主要研究新能源汽车上游产业。

龙云露：清华大学硕士，2017 年加入招商证券，主要研究电力设备、新能源汽车上游产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。