

强烈推荐-A (维持)

长园集团 600525.SH

目标估值: 22-25 元

当前股价: 15.32 元

2017 年 08 月 13 日

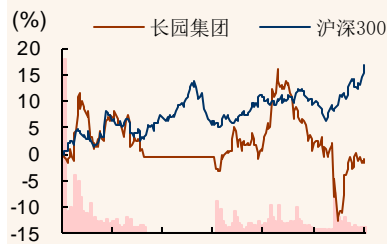
整合湿法隔膜一线企业, 新能源汽车材料实现大跨越

基础数据

上证综指	3209
总股本(万股)	131731
已上市流通股(万股)	124557
总市值(亿元)	202
流通市值(亿元)	191
每股净资产(MRQ)	5.5
ROE(TTM)	8.0
资产负债率	49.7%
主要股东	吴启权
主要股东持股比例	5.28%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	8	7
相对表现	12	1	-5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《长园集团(600525)——签订意向协议, 大手笔并购湿法隔膜一线企业》2017-07-16
- 2、《长园集团(600525)——管理层签订一致行动人协议, 企业经营有望加快复苏》2017-06-27
- 3、《长园集团(600525)季报点评: 子公司交货波动与财务费用影响业绩, 后续将快速恢复》2017-04-24

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

公司董事会审议通过了《关于收购湖南中锂新材料有限公司 80%股权的议案》, 同时, 并审议通过《关于收购芬兰欧普菲 100%股权的议案》。湖南中锂在湿法隔膜领域具有行业居前的综合竞争力, 产能、客户结构情况大幅超市场预期, 未来将对上市公司产生显著贡献。我们看好公司的持续经营能力, 预计 2 季度经营有望较强劲复苏, 并预计在可预见的几个季度中公司经营都有望保持高增长, 维持“强烈推荐-A”评级, 提高目标价到 22-25 元。

- **董事会审议通过现金收购湖南中锂、芬兰欧普菲的议案。**董事会审议通过收购湖南中锂 80%股权的议案, 对应价款 19.2 亿元, 其中, 公司以 15.923 亿元收购 19 名非国有股东持有的 66.347%股权, 并在 90 日内以竞买的方式购买 4 名国有股东持有的 13.651%股权。同时, 公司审议通过以 3,524 万欧元收购芬兰欧普菲公司 100%股权的议案。湖南中锂是国内湿法隔膜龙头企业之一, 芬兰欧普菲公司在光学与机器视觉领域具有竞争力。
- **湖南中锂有望成为具有全球竞争力的湿法隔膜企业。**湖南中锂成专注于锂离子电池湿法隔膜业务, 已掌握湿法隔膜的核心技术与工艺, 所用的专用装备自动化水平高、产出效率高。公司目前运行产线已经达到 6 条, 在建 4 条, 预计公司有望在 2018 年年中达到 20 条生产线, 对应基膜年产能 8 亿平方米左右, 届时, 公司湿法隔膜规模将跃居全球前列。公司主要客户包括 CATL、比亚迪、沃特玛等主流动力电池企业, 预计其客户还将继续拓展。并购后, 长园集团上市公司有能力解决其扩张压力, 长园高分子材料业务有望提升中锂隔膜研发水平。隔膜行业资产重, 对工艺控制、成本管控的要求高, 企业的效率差会非常大, 预计未来全球格局会非常集中; 中期来看, 未来几年加速国产化化和进入海外供应链的趋势将势不可挡, 国产化替代的企业盈利能力应有保障。湖南中锂具有较强的资金、技术优势, 可能成为具有全球竞争力与影响的湿法隔膜企业, 并为公司带来的强劲的利润贡献。
- **公司新能源汽车材料板块实现跨越。**公司子公司江苏华盛锂电池添加剂全球第一, 5800 吨新产能正在投运, 其新型硅碳负极添加剂产品在全球率先实现产业化。并购湖南中锂后, 公司新能源汽车材料业务板块将大大增强, 即使基膜价格降低到 2.5 元, 公司新能源材料的中期利润占比也将达到 40%以上。
- **投资建议:** 维持“强烈推荐-A”投资评级, 提高目标价为 22-25 元。
- **风险提示:** 股权争夺加剧, 并购整合进度不及预期。

财务数据与估值 (按完成中锂90%控股计)

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4162	5849	7770	10117	12022
同比增长	24%	41%	33%	30%	19%
营业利润(百万元)	493	632	984	1559	2052
同比增长	43%	28%	56%	58%	32%
净利润(百万元)	483	640	966	1440	1854
同比增长	32%	33%	51%	49%	29%
每股收益(元)	0.37	0.49	0.73	1.09	1.41
PE	41.8	31.5	20.9	14.0	10.9
PB	3.8	2.9	2.6	2.3	1.9

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、收购湖南中锂，整合芬兰欧普菲	4
1、董事会审议通过湖南中锂收购	4
2、并购芬兰欧普菲	5
二、中锂是国内领先的湿法隔膜企业之一，竞争力被低估	7
1、专注于湿法隔膜	7
2、公司产能快速投放，湿法隔膜即将跻身全球前列	7
3、进入主流客户核心供应体系，客户拓展开始收获	9
4、具有较好的生产与工艺管理，盈利能力提升空间大	10
三、渐进式并购，长园的高分子材料技术将助力中锂发展	12
1、长园集团形成了比较优秀的渐进式并购模式	12
2、长园的高分子材料业务有望提升中锂研发能力	13
3、并购有利于中锂快速扩产	14
四、隔膜是配方和工艺管理更重要的业态，全球格局可能会向中国企业高度集中	15
1、隔膜是配方与工艺管理更重要的一种业态	15
2、隔膜行业稳定后的市场集中度可能会非常高	17
3、全球湿法隔膜需求在高速增长，国产化替代空间大	18
主要子公司经营情况与经营情况	21

图表目录

图 1 欧普菲主要产品情况	5
图 2 中锂主要客户结构收入占比估算	9
图 3 渐进式并购模式	12
图 4 长园集团高分子材料业务构成	14
图 5 热缩材料的加工工艺	14
图 6 隔膜主要设备情况示意图	15
图 7. 2016 年 2 亿平米隔膜所需生产设备采购价估计（万元）	15
图 8. 全球隔膜行业情况分析	18
图 9. 前 6 批目录中纯电乘用车和客车电池已披露能量密度均值（Wh/kg）	19
图 10. 前 6 批目录中纯电乘用车和客车电池已披露高能量密度的比例	19
图 11: 长园集团历史 PE Band	22

图 12: 长园集团历史 PB Band.....	22
表 1: 湖南中锂并购的董事会表决情况.....	4
表 2: 湖南中锂收购情况.....	4
表 3: 中锂资产交割后的估值估算.....	5
表 4: 欧普菲主要解决方案情况.....	6
表 5: 湖南中锂生产线情况估计.....	7
表 6: 国内主要隔膜企业 6 月已有产能估计 (不考虑装备优化)	7
表 7: 湖南中锂在建工程梳理 (百万元)	8
表 8: 中锂运行产线与满产情况的销量推算.....	8
表 9: 全球隔膜装备情况分析.....	9
表 10: 主要隔膜企业已披露毛利率情况 (%)	10
表 11: 湖南中锂公司利润表情况 (百万元)	10
表 12: 湖南中锂公司盈利能力情况 (%)	11
表 13: 公司管理费用率分析.....	11
表 14: 公司财务费用分析 (百万元)	11
表 15: 公司收购品牌的行业地位均在提升.....	12
表 16: 公司近几年投资情况.....	13
表 17: 相关公司收入与固定资产净额比值 (单位, 倍)	16
表 18: 满产情况下单条成套生产线经营估算.....	16
表 19: 对比公司的周转率情况.....	16
表 20: 膜相关上市公司的管理费用率比较 (%)	17
表 21: 杭州福斯特公司经营回顾.....	17
表 22: 不同收卷速度、A 品率的满产毛利率估计 (%)	17
表 23: 海外隔膜企业市场占有率情况 (2016 年)	19
表 24: 公司控股子公司营情况 (单位, 万元)	21
表 25: 运泰利业绩统计.....	21
表 26: 中锂资产交割后的估值估算.....	21
附: 财务预测表.....	23

一、收购湖南中锂，整合芬兰欧普菲

1、董事会审议通过湖南中锂收购

董事会审议通过现金收购湖南中锂的议案：公司第六届董事会第三十五次会议，审议通过了收购湖南中锂新材料有限公司 80%股权的议案。根据该议案，公司将以现金 1,592,329,584 元收购其 19 名非国有股东所持有的 66.347066%的股权。

同时，公司将在 90 日内以竞买的方式购买湖南中锂 4 名国有股东合计持有的 13.651% 股权，竞购报价为 327,624,816 元。

公司章程规定，单项金额在公司最近一个会计年度合并会计报表净资产值 30% 以下的投资事项，包括股权投资、经营性投资及对证券、金融衍生品种进行的投资等，由董事会表决决定（不包括股本变动的）。公司 2016 年底净资产在 70 多亿元，因此在 22 亿元以下的投资事项，在董事会决策权限中。

如有超过 10% 持股股东提出临时股东大会表决，根据公司章程，该表决为普遍表决（章程规定公司在一年内购买、出售重大资产或者担保金额超过公司最近一期经审计总资产 30% 的，需要发起特别决议），故，加表决无关联方投票超过 50% 即可通过。

基于此，我们认为，公司对湖南中锂的并购已经可宣告基本达成，后续非国有部分的股权等待近期交割，而国有股权需要公司在交易所竞买，只需非国有的股权交割完成，公司即已获得其控股权。我们预计，湖南中锂有希望在 9 月开始并表。

表 1：湖南中锂并购的董事会表决情况

	总人数	框架协议投票情况	董事会审核投票情况
非独立董	6	6 票全部同意	5 票同意，1 票反对
独立董事	3	2 票同意，1 票弃权	3 票同意
监事	3	2 票同意，1 票反对	2 票同意，1 票反对

资料来源：公司资料、招商证券

表 2：湖南中锂收购情况

	序号	股东姓名	比例 (%)	交易作价 (元)
	1	湘融德创	20.64	495,355,992
	2	海维恒久	8.35	200,493,648
	3	东鹏伟创投资	6.8	163,220,040
	4	常德中兴投资	5.5	132,143,544
	5	丰隆兴联投资	3.4	81,564,456
	6	中科芙蓉创投	3.04	72,906,768
	7	翌鸿投资	3	71,995,440
非国有	8	刘易文	2.66	63,793,440
交易对	9	欧阳敦青	1.7	40,782,240
象	10	中小企业发展基金	1.7	40,782,240
	11	德山德欣投资	1.54	37,000,200
	12	德山雍泰投资	1.4	33,719,376
	13	力合清源创投	1.35	32,534,640
	14	祁根仙	1.34	32,078,976
	15	黄冠桦	1.14	27,340,032
	16	李跃先	1	23,968,104
	17	荣盛创业	1	23,968,104

序号	股东姓名	比例 (%)	交易作价 (元)
18	蔡彬	0.59	14,125,680
19	田径	0.19	4,556,664
总计		66.347	1,592,329,584
1	湖南经投	3.8	在湖南联合产权交易所竞买
2	德源高新创投	3.42	
3	常德德源投资	3.4	
4	常德沅澧产投	3.04	
合计		13.65103	327,624,816
不在本	湘融德创	10	
次交易	长园集团	10	

资料来源：公司公告，招商证券

表 3：中锂资产交割后的估值估算

	2016	2017E	2018E	
上市公司利润(亿元)	6.4	9.3	12	
上市公司估值(倍)	29.8	21.7	15.9	
湖南中锂全年利润(亿元)		1.8	4.0	
湖南中锂并表利润(亿元)		1	4	
财务费用影响(亿元)		0.5	1.2	
控股 90%股权	归上利润(亿元)	6.4	9.7	14.4
	估值(倍)	31.5	20.9	14.0
控股 76.35%股权	归上利润(亿元)	6.4	9.6	13.9
	估值(倍)	31.5	21.1	14.6

资料来源：公司公告，招商证券

2、并购芬兰欧普菲

同时，公司董事会审议通过以 3,524 万欧元收购芬兰欧普菲公司 14 名股东 100% 股权的议案。首期支付收购款的 80%，后续根据 2017-2018 业绩情况支付其余 20%。

芬兰欧普菲公司是一家自动化测试专业公司，在机器视觉、光学检测等领域有较深厚的技术积累，其非侵入式的触摸屏自动化检测系统具有全球竞争力，客户包括智能手机、平板、笔电、车载娱乐系统以及工业智能机械装置等行业的领先制造商。欧普菲的产品、渠道与公司子公司运泰利、参股企业道元实业有较多的互补，有望产生较强的协同效应。

图 1 欧普菲主要产品情况



资料来源：招商证券

表 4：欧普菲主要解决方案情况

解决方案	产品示意图
<p>复制和测试手写功能的解决方案,在触屏上书写功能测试与模拟</p>	
<p>UI 性能测试, 测试 Android 和 Chrome 操作系统设备的端对端延时</p>	
<p>屏幕压力触控测量, 为各类智能设备提供校准和测试屏幕压力触控方案</p>	
<p>半自动化芯片生产质量监控, 通过机器人控制的半自动化测试平台, 以提高操作人员的人体工程学和效率</p>	
<p>交钥匙式视觉检测系统、远程机械遥控系统</p>	

资料来源：公司网站，招商证券

二、中锂是国内领先的湿法隔膜企业之一，竞争力被低估

1、专注于湿法隔膜

湖南中锂新材成立于 2012 年 1 月，专注于锂离子电池湿法隔膜业务，其产品主要为湿法基膜，产品包括 12um、16um、20um 系、9um 产品。

经过 2012-2015 年的技术引进、消化、吸收、再创新，现已全面掌握湿法隔膜的核心技术，并成为中科院理化所的“博士后”工作站。

目前，公司产品主要为隔离膜基膜，据行业信息反馈，公司的涂布膜产品年底即将投运。

2、公司产能快速投放，湿法隔膜即将跻身全球前列

产线快速投放：公司已掌握了湿法隔膜的核心技术与工艺，公司近几年产线快速投放，2014 年底仅 1 条湿法生产线，根据行业信息反馈，我们估算 2016 年年底，公司已经投入 4 条生产线。

根据公司公告，目前公司共有生产线 10 条。根据公司披露信息，2016 年 12 月 31 日在建生产线为 5、6 号线，并且均均在 2017 年 5 月 31 日之前完成转固，因此，公司目前 1-6 号线已经在产。

根据在建工程进展情况，7、8、9、10 号线均已开始在建，其中 7 号、8 号线正在安装调试，9 号、10 号线已购入并运抵其公司。估算公司 10 条产线对应基膜年产量可能在 3.8-4 亿平米，预计公司可能在 2018 年初实现约 15-16 条生产线，并在 2018 年 7-8 月拥有 20 条湿法隔膜生产线。届时，其湿法隔膜的生产规模将跃居全球前列。

根据公司隔膜宽度与披露的产量情况，估算公司设备开机速度在 30 米/分钟左右。公司装备的运行速度可以优化或调节，如现有装备参数进一步优化，其可达产能、效率将大幅提升。

表 5：湖南中锂生产线情况估计

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 7 月	2017 年	2018 年下半 年
拥有产线 (条)	1	2	5	10	14	20
产能 (万平米)	2500	5000	24000	35000	50000	大于 70000

资料来源：行业信息，公司官网，招商证券

注：年度数据以年底时间计，产能也为年底已投运生产线对应产能。

表 6：国内主要隔膜企业 6 月已有产能估计（不考虑装备优化）

	技术路线	当前运行产能
上海恩捷	纯湿法	6 条线 (5 亿平米左右)
湖南中锂	纯湿法	8 条线 (3-4 亿平米左右)
金辉高科	纯湿法	大于 1 亿平米
苏州捷力	纯湿法	
星源材质	干法、湿法	近 2 亿平米 (江苏、安徽基地下半年将投产)
沧州明珠	干法、湿法	1.3 亿平米左右
辽宁鸿图	湿法	
中科科技 (格瑞恩)	干法、湿法	1.7 亿平米左右

	技术路线	当前运行产能
河南义腾	干法、湿法	
天津东皋	湿法	

资料来源：行业信息，招商证券

表 7：湖南中锂在建工程梳理（百万元）

	2016 年	本期增加	本期转固	2017 年 5 月 31 日	预算投资	工程进度 (%)
机器设备 5#	77.96	8.82	86.78		82	100
机器设备 6#	73.51	15.58	75.07		82	100
机器设备 7#	68.81	1.41		67.23	82	81.98
机器设备 8#	0.47	67.88		68.36	82	83.36
机器设备 9#(宁乡)		85.21		85.22	99	86.07
机器设备 10#(宁乡)		85.21		85.22	99	86.07
5-8#的厂房	14.47	14.52	28.98		30	100
合计	232.23	264.62	190.84	306.01	556	

资料来源：公司公告，招商证券

表 8：中锂运行产线与满产情况的销量推算

	产线数	月产能 (万平米)	单月 A 品产量 (万平米)	单月 B 品产量 (万平米)	年度 A 品合计 (万平米)
2015 年 9 月	1	108	81	27	
2015 年 10 月	2	217	163	54	
2016 年 12 月	4	883	663	221	
2017 年 1 月	4	883	663	221	663
2017 年 2 月	4	883	663	221	1,325
2017 年 3 月	4	883	663	221	1,988
2017 年 4 月	4	883	663	221	2,650
2017 年 5 月	5	1,217	913	304	3,563
2017 年 6 月	6	1,550	1,163	388	4,725
2017 年 7 月	6	1,883	1,413	471	6,138
2017 年 8 月	7	2,217	1,663	554	7,800
2017 年 9 月	8	2,550	1,913	638	9,713
2017 年 10 月	9	2,883	2,163	721	11,875
2017 年 11 月	10	3,217	2,413	804	14,288
2017 年 12 月	11	3,550	2,663	888	16,950
2018 年 1 月	12	3,883	2,913	971	2,913
2018 年 2 月	13	4,217	3,163	1,054	6,075
2018 年 3 月	14	4,550	3,413	1,138	9,488
2018 年 4 月	15	4,883	3,663	1,221	13,150
2018 年 5 月	16	5,217	3,913	1,304	17,063
2018 年 6 月	17	5,550	4,163	1,388	21,225
2018 年 7 月	18	5,883	4,413	1,471	25,638
2018 年 8 月	19	6,217	4,663	1,554	30,300
2018 年 9 月	20	6,550	4,913	1,638	35,213
2018 年 10 月	20	6,550	4,913	1,638	40,125
2018 年 11 月	20	6,550	4,913	1,638	45,038
2018 年 12 月	20	6,550	4,913	1,638	49,950

资料来源：行业信息，公司官网，招商证券

注释：以上不考虑公司生产速度提升，A 品率假定为 75%，B 品率比例假定为 25%。考虑到设备调试转固后有个爬坡过程，转固后 1-2 个月开始计算。

公司的专用装备获得稳定供应：隔膜行业是资金密集、技术密集的产业，原料配方、微孔制备与成套设备、制备工艺是其三大核心技术。且其设备与工艺深度融合，因此，装备的性能与适应性十分重要。

目前全球隔膜装备有几大体系，几家日企为代表的专用装备为针对隔离膜的半定制设备，结合了行业特色与需求，德国等装备更类似为通用装备，冗余功能较多，针对性不够强，需要用户自己进行二次改造。此外，国内也有一部分国产装备，但没有经过应用迭代优化，单价低，产出稳定性、连续工作时间等差距太大，使用效率较低。

公司所用装备长期向日本东芝公司采购，自动化水平高，对其装备、工艺体系也十分了解。公司与东芝该业务部门长期合作，专用装备能获得稳定供应。

表 9：全球隔膜装备情况分析

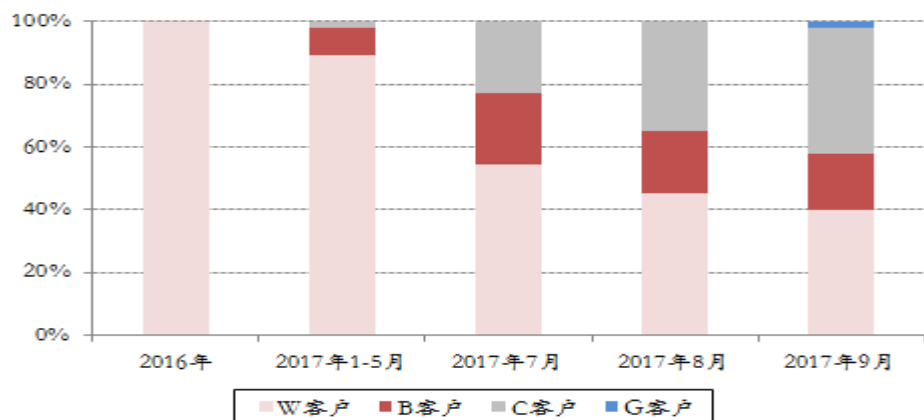
公司	国家	装备
JSW	日本	挤出设备
Toshibar	日本	挤出设备
布鲁克拉	德国	拉升设备
伊素普（原 DMT 衍生公司）	法国	拉升设备
Coperion	德国	挤出设备
韩国韩承	韩国	
韩国 MASTER	韩国	
中科华联（华世洁）	中国	

资料来源：行业信息，公司官网，招商证券

3、进入主流客户核心供应体系，客户拓展开始收获

早期客户结构主要受供货能力限制。公司 2016 年之前只有 2 条小的生产线，2015 年底开始第二批设施的投入，因此，在 2017 年之前，公司供应能力十分有限，公司主要为沃特玛（坚瑞沃能）供货，对新客户的测试、对标、送样一直在进行。

图 2 中锂主要客户结构收入占比估算



资料来源：行业信息，公司公告，招商证券

2017 年是公司客户拓展的收获之年。公司披露，从 5 月开始新增批量供应的客户比亚迪和宁德时代，且客户均能按期付款。2017 年 6 月份，比亚迪、宁德时代合计出货量已占中锂新材当月出货量的 40% 以上，随着这几家客户的出货量爬坡，该比例应该还会快速上升。

目前 CATL、BYD 都已经成为公司主要客户，我们预计其第二大客户后续业务占比可能达到 40%以上。此外，行业反馈，公司还有几家客户已经获得订单，并即将开始供应其基膜与涂布膜。

公司会逐步进入海外供应链。公司 2016 年已获得欧洲出口等认证，目前已有几家主流的外资电池企业已开始接触和送样，公司后续有望逐步切入主流的海外供应链。

4、具有较好的生产与工艺管理，盈利能力提升空间大

公司工艺控制与现场管理水平较高。公司现场管理严格、规范，工艺要求也比较高，主要技术人员来自外企与自身培养。

公司的盈利能力高，股权激励与财务费用对利润率影响较大。公司近期财报的毛利率在 60-62%之间，与国内主流的干法、湿法企业盈利能力相当。

但 2016 年、2017 年前 5 个月，公司税后净利率分别为 13.7%、29.5%，低于主流同行。主要原因，一方面是 2016 年公司股权激励带来 2600 多万元管理费用，剔除管理费用 2016 年公司净利润率应该在 25-26%左右。

此外，公司在快速发展中举债扩产，负债率、带息负债高，造成较大的财务负担，2016 年、2017 年前 5 个月，公司财务费用率分别高达 14.2%、24.1%，大幅拉低公司最终盈利情况。

公司材料配方、开机速度、废料处理等环节还有较大的优化空间。隔膜行业的专料对产品品质影响较大，行业反馈，公司开始优化其原材料配方。此外，我们根据公司产量、宽度与装备情况估算其生产设备的开机速度在 30-33 米每分钟左右，后续其开机速度也有一定的优化空间。

如果公司在这几个环节的优化改造获得成功，后续经营效率可能还会有加大幅度的提升。

表 10：主要隔膜企业已披露毛利率情况 (%)

	2013	2014	2015	2016	2017 已披露
湖南中锂				61.88	60.06
星源材质	55.61	60.88	57.11	60.60	53.13
上海恩捷			43.34	61.39	64.31
沧州明珠		68.03	69.45	63.61	
苏州捷力			44.96	49.02	
鸿图隔膜	16.19	15.28	38.53	49.41	
纽米科技	38.83	36.88	25.35	34.02	
惠强新材	-27.50	12.06	7.08	51.13	
金力股份		-30.90	-67.88	41.25	
协成科技	20.92	23.37	23.41	27.20	

资料来源：公司公告，招商证券

表 11：湖南中锂公司利润表情况 (百万元)

	2016 年度	2017 年 1-5 月
收入	174.84	127.28
营业成本	66.641	50.838
销售费用	1.853	1.437
管理费用	57.466	10.636

	2016 年度	2017 年 1-5 月
财务费用	24.904	25.98
资产减值损失	0.926	1.248
营业利润	21.22	36.256
加：营业外收入	3.642	1.247
减：营业外支出	0.887	0.0001
利润总额	23.975	37.502
减：所得税费用	4.699	5.903
净利润	19.276	31.599

资料来源：公司公告，招商证券

表 12：湖南中锂公司盈利能力情况 (%)

	2016 年度	2017 年 1-5 月
毛利率	61.88	60.06
销售费用率	1.06	1.13
管理费用率	32.87	8.36
财务费用率	14.24	20.41
净利润率	13.71	29.46
税后净利润率	11.02	24.83
所得税率	19.60	15.74

资料来源：公司公告，招商证券

表 13：公司管理费用率分析

	2016 年	2017 年 1-5 月
管理费用（百万元）	57.466	10.636
股权激励（百万元）	28.38	
剔除股权激励（百万元）	29.086	10.636
管理费用率 (%)	32.87	8.38
剔除股权激励后费用率 (%)	16.64	8.38

资料来源：公司公告，招商证券

表 14：公司财务费用分析（百万元）

	2016 年	2017 年 1-5 月
利息支出	15.35	8.32
减：利息收入	0.11	0.03
汇兑损益	-0.94	-0.27
（票据）手续费等	9.76	17.96
合计	24.91	25.98

资料来源：公司公告，招商证券

三、渐进式并购，长园的高分子材料技术将助力中锂发展

1、长园集团形成了比较优秀的渐进式并购模式

公司有比较好的并购与管理模式，成功实现多起并购。公司上市以来，在热缩材料、辐照材料、电气设备、新能源汽车上游材料等领域，进行了一系列产业整合和并购；其中，电气设备等领域都是跨行业的整合。

公司在智能电气设备领域的 5 个控股子公司，都是通过渐进式并购而来的业务主体，即：公司先在相关领域寻找合适和优质的并购对象，然后进行投资性持股，在投资增值过程中，加强与投资对象管理层的沟通和认识；后续再根据投资标的的发展情况、管理层意愿及对企业文化的认可情况，再合理价格增持，最后逐步实现控股；而如企业文化差别太大无法有效整合，则以合理价位出让股权。控股之后，公司一般会在财、物上推动标准化管控，但在业务发展、决策上给予管理层空间，并根据需要，在集团层面实施激励，并给予扩张的财力、管理支撑。

图 3 渐进式并购模式

第四步，完善并购对象激励机制，加强人/财/物管控，多渠道融资融资为并购对象提供发展资金，加快并购对象发展速度

第三步，根据并购对象发展情况、管理层意愿及对公司文化的认可，以合理的一级市场定价不断增持或增资并购对象，逐步实现绝对控股权甚至100%股权比例，解决并购对象发展过程中的融资障碍

第二步，初次持股比例在10%~30%，进去董事会，一方面能分享投资收益，另一方面能够与并购对象管理层进行持续有效的沟通

第一步，按照现有业务的产品属性和相关度寻找合适和优质的并购对象，一般是细分产品领域的自主创新型龙头企业

资料来源：招商证券

表 4：公司收购品牌的行业地位均在提升

子品牌	产品	行业地位
长园电子	热缩管	国内第一，全球前三
长园维安	电池保护器件	国内第一，全球前三
长园长通	管道防腐	国内前五
长园特发(长园电子子公司)	交联 PE 泡棉	国内领先
长园赢彩 (长园盈佳子公司)	APG	国内领先
长园深瑞	母线保护、监控	国内前五
长园共创	电力防误	国内前二
长园电力	电缆附件	核心产品国内第一
长园高能	复合绝缘子	国内居前

子品牌	产品	行业地位
国电科源	防雷、接地	国内居前
江苏华盛	锂电池添加剂	全球第一
珠海运泰利	检测自动化生产线	全球居前
上海和鹰	服装与软性材料处理	国内第一
芬兰欧普菲	光学检测、机器视觉	技术领先

资料来源：招商证券

对湖南中锂也是渐进式并购，此次是行使优先认购权的并购。公司 2016 年 8 月投资湖南中锂，按照投前 9 亿元估值投资 1 亿元，投资后持有湖南中锂 10% 股权，并且派驻董事 1 名。2016 年 12 月，公司拟收购湖南中锂的方案中止。

期间，公司对湖南中锂在融资方面提供了较多支撑与帮助。2017 年 7 月，在第三方与湖南中锂的收购意向方案中，长园集团行使优先认购权，以同样的方案现金收购湖南中锂。

表 16：公司近几年投资情况

	投资时间	投资概述	备注
长征开关	2015 年 4 月	1.53 亿元持有 20% 股权	
道元实业	2016 年 1 月	2.0 亿元持有 20% 股权	
湖南中锂	2016 年 8 月	1.0 亿元持有 10% 股权	
安科讯	2016 年 8 月	0.525 亿元持有 25% 股权	
星源材质	2014 年	星源材质 5,685,725 股股权	已上市，对应价值约 4.1 亿元
沃特玛	2014 年	坚瑞沃能 117,045,190 股股权	已上市，对应价值约 13 亿元
湖南中锂	2016 年	1.0 亿元持有 10% 股权	
江西金锂	2016 年	1.0 亿元持有 25% 股权	

资料来源：公司公告、招商证券

2、长园的高分子材料业务有望提升中锂研发能力

高分子材料是长园集团起家业务。公司上市时的主营业务就是热缩等高分子材料业务，后来并购整合上海维安公司，拓展到辐照材料领域。

公司始终致力于功能高分子材料的研究开发，现已成为我国首屈一指的高分子材料辐射加工研发与生产基地，公司的热缩材料、高分子 PTC 业务稳居国内第一。

公司高分子材料的技术与工艺积累，有助于提升湖南中锂研发能力。隔膜材料为聚烯烃隔膜材料，如聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP），目前市场化的锂离子电池隔膜材料主要有 PE 单层、PE 多层、PP 单层和 PP-PE-PP 三层。

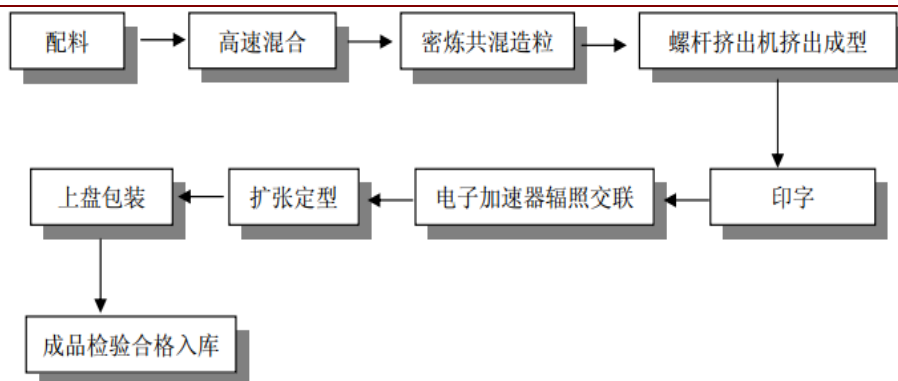
长园集团的材料业务也主要为 PE、PVC、PP 类，公司在该几类化工材料方面有较高的基础研发积累。同时，公司热缩材料加工中的配料、挤出、拉伸等工艺的控制与管理，对隔膜的加工制造也将有借鉴和帮助。

图 3 长园集团高分子材料业务构成



资料来源：招商证券

图 4 热缩材料的加工工艺



资料来源：行业信息，招商证券

3、并购有利于中锂快速扩产

收购有利于中锂快速扩张和长期发展：隔膜的工艺深度融合与自动化装备中，目前隔膜所用的专用装备，主要为海外进口，造价非常昂贵，因此隔膜行业资产周转率普遍较低，以 2016 年的造价，2 亿平米隔膜需要的主要设备投入在 4-4.5 亿元以上。

湖南中锂目前有湿法隔膜的 6 条生产线，对应固定资产净额应已超过 6 亿元（含房屋建筑），目前正在建的 4 条生产线有 3.3 亿元在建工程；根据其规划，未来要实现 20 条生产线的规模，需要再投入 10 条生产线，需要资产投入在 8 亿元以上，其营业周转方面至少还需要 2 亿元以上资金，考虑到厂房、研发、检测等配套投入，中锂要抓住湿法隔膜的行业机会，必须依靠上市公司平台。

同时，目前新能源汽车全行业资金周转在下降，采购原材料与客户账期都会有很大压力。长园集团收购湖南中锂以后，有助于缓解其资金压力、抓住全球湿法隔膜的行业性机构，实施快速发展，也有利于利用长园集团的材料研发平台，增强研发能力与发展后劲。

四、隔膜是配方和工艺管理更重要的业态，全球格局可能会向中国企业高度集中

1、隔膜是配方与工艺管理更重要的一种业态

重资产模式，固定成本高，工艺管理非常重要。隔膜的工艺、专用装备深度融合，目前所用主要装备均为进口，造价昂贵。以 2016 年造价为例，2 亿平米隔膜需要的主要设备投入在 5 亿元以上（土地、厂房不计），其中挤出设备、流延、拉伸设备占比比较大。

重资产的模式导致隔膜行业固定成本较高，按照目前隔膜行业的折旧情况，一般机器设备折旧在 10 余年左右，就是小生产线一年折旧也降达到 700-800 万元，大的成套生产线可能折旧超过 1400 万元。

同时，产品稳定性、单位设备的产出指标会给盈利能力带来非常大的差距，其中，流延工序的收卷速度、剪边率、A 品率等指标，都会对最终的收入和盈利能力影响很大。

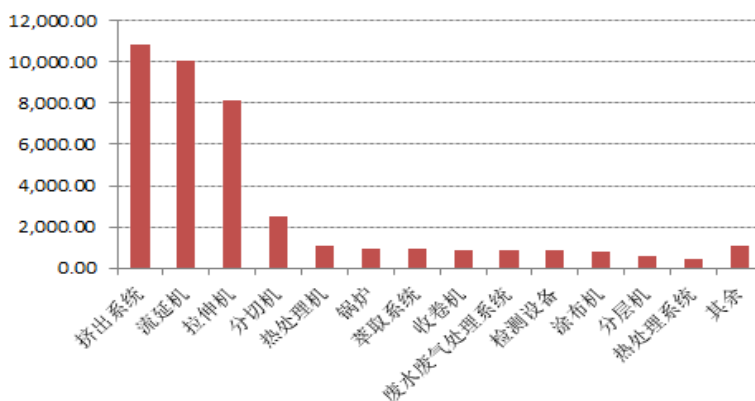
从隔膜主要成本要素分析来看，如果不考虑新的材料配方合成，在生产环节来看，工艺管理与控制会给经营结果带来非常大的差距。

图 6 隔膜主要设备情况示意图



资料来源：行业信息，招商证券

图 7. 2016 年 2 亿平米隔膜所需生产设备采购价估计（万元）



资料来源：招商证券

注：以上估算，考虑 A、B 品。

表 17：相关公司收入与固定资产净额比值（单位，倍）

	2013	2014	2015	2016
星源材质	0.6	0.6	0.8	1.1
鸿图隔膜	1.1	0.2	0.4	0.6
纽米科技	0.3	0.2	0.4	0.6
惠强新材	0.7	0.8	0.4	0.5
金力股份		0.1	0.2	0.5
旭成科技			0.1	0.3

资料来源：公司数据，招商证券

表 18：满产情况下单条成套生产线经营估算

项目	参数	项目	金额(万元)	
产出速度(m/min)	30	固定成本	设备投资	8,000
宽度(m)	3.21		土地厂房	900
全年满产产量(万平米)	4992		折旧周期	12
剪边率	15%		折旧费用	742
A 品比例	75%	可变成本	直接材料	773.8
A 品满产年产量(万平米)	3,183		电费	721.1
B 品满产年产量(万平米)	1810		燃气、蒸汽费	941.03
A 品价格(元/平米)	3.2		人工	384
B 品单价(元/平米)	1.5		维护、其他	100
满产收入(万元)	12,899		满产总成本	3664.6
满产毛利率(%)	71.6			

资料来源：行业信息，招商证券

注：以上以东芝生产线为例计算。其中，电费、燃气费按全国平均工业电价计，人工费用按一条线 3 班合计 40 生产工人税前年薪 4.8 万元计，研发与管理支出与一线生产开支相当。

隔膜行业需要有较高盈利能力支撑。当然，隔膜行业资产周转率普遍较低，这一特点，理论上也要求隔膜行业需要有较高的盈利能力，才能获得比较正常的资产回报。

表 19：对比公司的周转率情况

	星源材质	W Scope
营业收入(百万元)	505.7	574.8
归母净利(百万元)	155.4	123.6
总资产(百万元)	1,876.1	1,811.2
固定资产(百万元)	474.0	970.5
在建工程(百万元)	133.3	-
资产周转率	35.8%	38.1%
固定资产周转率	103.3%	54.9%
人员规模	637	383
人均销售	79.4	150.1
人均利润	24.4	32.3

资料来源：公司数据，招商证券

不少膜行业都体现出低管理费用率、高产出现象，在这类业态中，工艺管理与控制，对企业盈利影响可能要更大。如果不考虑技术的重大进步和变化，很多膜产品都体现出了低管理费用率、高回报特征。

究其本质，应该是在这一类业态中，工艺与流程管理带给企业的效率差容易被拉大或放大，而工艺管理也比较难复制和抄袭，因而不少 B2B 的膜制造企业，都具有很高的回

报率。

以杭州福斯特为例,公司主营产品为光伏领域的 EVA 胶膜,在光伏这种激烈竞争的 B2B 行业中(光伏制造大部分环节毛利率在 12-30%之间),保持着 30-40%的毛利率,在 2014 年上市以后,仍然保持着 14-16%的总资产回报率。

表 20: 膜相关上市公司的管理费用率比较 (%)

	2012	2013	2014	2015	2016
福斯特	5.79	5.73	5.55	5.81	5.30
沧州明珠	2.26	2.45	2.63	3.42	3.39
康得新	5.00	6.79	7.68	7.65	8.40
创新股份	5.85	6.36	6.74	7.88	8.83
佛塑科技	5.88	8.54	9.06	8.89	11.26
裕兴股份	8.18	6.41	7.43	11.32	10.51
南洋科技	10.24	9.59	10.76	11.79	9.23
东材科技	8.08	9.86	8.56	10.97	9.93
南洋科技	10.24	9.59	10.76	11.79	9.23

资料来源: 公司数据, 招商证券

表 21: 杭州福斯特公司经营回顾

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
收入(百万)	424	1703	2459	2194	1957	2386	3333	3952
收入增速 (%)	58.3	302.0	44.4	(10.8)	(10.8)	21.9	39.7	18.6
毛利率 (%)	43.0	44.8	36.8	44.3	38.6	29.1	32.8	30.3
销售费用率 (%)	3.4	1.7	1.3	1.6	1.9	1.9	1.7	1.6
管理费用率 (%)	5.7	4.9	5.3	5.8	5.7	5.6	5.8	5.3
财务费用率 (%)	0.4	0.1	(0.1)	0.0	(0.2)	(0.0)	0.9	0.3
营业利润率 (%)	32.7	37.4	29.1	26.0	35.7	20.2	22.3	24.6
净利润率 (%)	29.2	32.4	24.9	22.9	30.4	18.1	19.4	21.5
ROE (%)	68.3	120.7	60.1	32.4	32.2	15.2	16.0	18.6
ROA (%)	36.2	87.7	50.8	28.0	26.8	13.1	14.2	16.4
ROIC (%)	48.7	108.1	59.0	31.9	30.4	14.7	16.0	18.5

资料来源: 公司数据, 招商证券

2、隔膜行业稳定后的市场集中度可能会非常高

企业的效率差别可能非常大。如上分析,由于固定成本较高,且工艺流程各环节的差异可能叠加放大,因而不同企业即使采用同样的材料,使用类似的装备,面对同样的 B2B 客户,最终也会体现出巨大的效率差。

下表为对收卷速度、A 品率的满产毛利率估计,目前业内就收率指标的差异可能在 30%-70%之间分布,差异很大;除该两个指标外,还有切边损失率等相关指标,叠加相乘后,差距会更大。

表 22: 不同收卷速度、A 品率的满产毛利率估计 (%)

	22	25	30	35	38
75%	66.8	68.9	71.6	73.5	74.4
65%	64.8	67.1	70	71.9	72.9
55%	62.6	65	68	70.1	71.1

资料来源: 行业数据, 招商证券

注释: 列数据为收卷速度, 单位 m/min; 行为 A 品率。

A 类品紧缺, B 类品过剩。隔膜行业的 A 品率差别也非常大, 目前企业的差距在 50-80% 之间分布。行业目前所关注的隔膜供给, 多关注的是包含了 A、B 品的总产量 (甚至有的没有考虑切边损耗)。

但行业未来主要的增长点还是在于动力电池领域, 即, 新增需求主要是 A 级品。可以预见, 在未来几年的市场格局中, 可能会出现 A 类品仍然紧缺, 而 B 类品过剩的情况。

再考虑到产能扩张的投入支撑、周转资金支撑的需求, 预计未来全球隔膜行业的格局可能会高度集中, 并可能出现光伏领域 EVA 胶膜那样具有碾压式优势的企业占据全球大部分份额的情况。

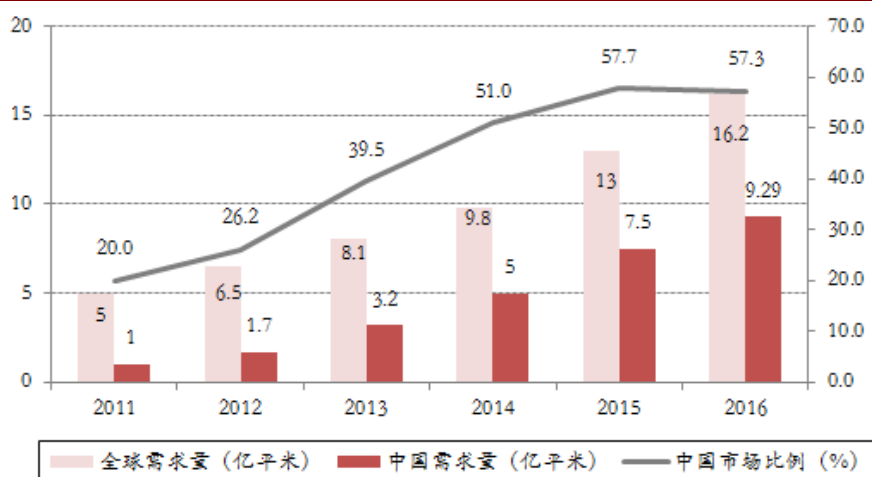
3、全球湿法隔膜需求在高速增长, 国产化替代空间大

受新能源汽车、储能等行业拉动, 全球锂电池隔膜行业正处于高速发展的阶段, 近几年符合增速超过 25%, 预计未来符合增速可能保持在 25-30% 以上。

其中, 由于高能量密度是锂电池发展的趋势, 对应到隔膜行业, 更轻薄以及循环性能和耐高温性更优的湿法隔膜的渗透率不断提高, 未来全球湿法隔膜将保持 30% 甚至更高的需求增速。

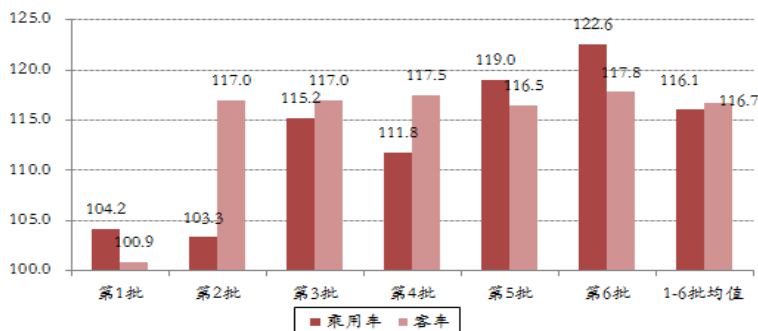
在 2014 年之前, 行业动力、数码电池的主流选择都是干法隔膜, 但从 2014 年开始, 国内锂电池隔膜就开始出现分化和变化, 湿法隔膜就开始在主流电池公司先后得到应用。到 2015 年, 湿法并加涂覆的技术标准已经逐渐由高端向中低端扩散。随着 2017 年新推广目录出台, 高能量密度趋势加速, 我们分析, 国内未来新增的隔膜需求, 主要都将是湿法隔膜。

图 8. 全球隔膜行业情况分析



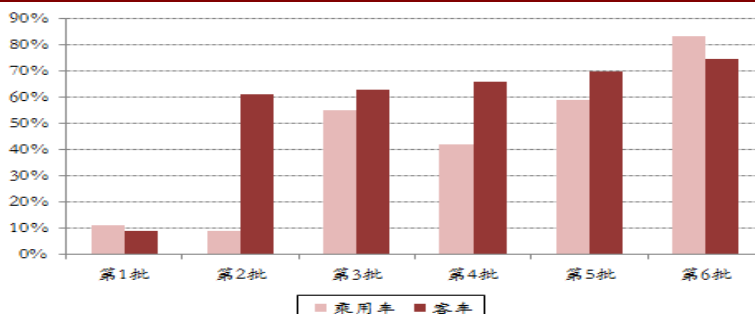
资料来源: 真锂研究, 行业信息, 招商证券

图 9. 前 6 批目录中纯电乘用车和客车电池已披露能量密度均值 (Wh/kg)



资料来源：工信部，招商证券

图 10. 前 6 批目录中纯电乘用车和客车电池已披露高能量密度的比例



资料来源：工信部，招商证券

国产化加快势不可挡：锂电池隔膜国产化率正在不断提升，但是在高端湿法隔膜目前还是大部分依靠进口，2016 年全球前四大锂电隔膜企业日本旭化成、日本东丽、美国 Celgard 和韩国 SKI 四家公司分别占据全球 20.8%、15.1%、10.8%和 9.6%市场份额，前四家隔膜企业占据近 50%份额，前四名企业仅有美国 CELGARD 为干法路线（已经被日本旭化成收购）。

日企保守的经营策略、冗长的决策模式，给了中国企业更大的机会抢夺上游材料、电气系统的全球主导权。中国企业在工程师资源、本土服务优势、快速响应、低成本方面具有天然优势，目前主要企业已基本掌握了制膜技术与工艺，且均在快速扩张产能。

另一方面，控制着主流供应链的日企经营保守、决策流程冗长，给了中国企业在近几年快速突破和抢占全球主导权的机会。

表 23：海外隔膜企业市场占有率情况（2016 年）

企业	工艺	全球市场占有率	扩产情况
日本旭化成	湿法	20.8%	较缓慢
美国 Celgard	干法单向拉伸	10.8%	未见扩产计划
东燃化学	湿法	15.1%	较缓慢
韩国 SKI	湿法	9.6%	较缓慢
韩国 W-Scope	湿法	6%	
日本宇部	干法单拉	4%	未见扩产计划

资料来源：真锂研究，公司网站，招商证券

涂布环节的竞争会更重要。涂覆隔膜与普通聚烯烃隔膜相比，热稳定性高、热收缩低、与电解液浸润性高，能够提高电池的安全性（涂覆材料的耐温性能较高，在高温下起到支撑作用，能够防止隔膜整体热失控；此外，隔膜的热收缩也会致使正负极材料出现接触而导致电池发生短路，而进行涂覆加工之后的隔膜收缩率显著降低，也能提高隔膜的抗穿刺能力，进一步提高了电池的安全性。此外，无机颗粒能够与电解液保持更高的浸润性，进而降低电池的内阻，并提高电池的放电功率）。

我们预计，后续隔膜行业的竞争，可能从基膜逐步走向涂布环节，通过涂布提高附加值将成为主要企业的共同选择。

主要子公司经营情况与经营情况

子公司经营分析：长园电子近几年增长预计 30%以上，江苏华盛预计 2018、2019 年高增长；

运泰利复合增速预计 30%左右（不考虑欧普菲并购）；

上海和鹰从 2016 年 8 月并表，其承诺 2016、2017 年扣非利润为 1.5 亿元、2 亿元，预计 2017、2018 年都将有高增长。

表 24：公司控股子公司营情况（单位，万元）

			2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
材料板块	长园电子	收入	65,663.3	69,512.0	70,124	76,195
		净利润	6,568.3	6,628.8	6,282	8,354
	长园维安	收入	30,008.8	32,901.0	32,300	31,136
		净利润	4,443.4	4,624.0	4,470	4,819
	江苏华盛	收入			22,329	25,685
		净利润			6,053.6	6,373
电气设备	长园电力	收入	32,349.4	53,094.8	50,515	55,646
		净利润	3,729.3	5,973.6	5,328	3,685
	长园深瑞	收入	89,212.2	110,357.6	116,743	117,938
		净利润	15,447.5	16,124.5	18,916	20,577
	长园共创	收入	21,777.6	25,033.6	28,000	29,708
		净利润	3,286.0	4,574.6	4,640	4,489
	长园高能	收入		1,8608	20,334	25,606
		净利润		1,702	1,637	2,025
	运泰利	收入			53,154	109,593
		净利润			11,945	19,978
和鹰科技	收入				61,724	
	净利润				12,836	
投资	长园盈佳	收入	27,114.6	29,063.3	31,515	38,100
		净利润	4,574.3	8,017.2	6,812.3	4,977

资料来源：公司公告、招商证券

表 25：运泰利业绩统计

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
收入（万元）	21,630	51,422	76,951	109,593
利润（万元）	3,350	8,121	13,606	19,978
收入增速(%)		142.43	67.55	46.83
净利润率(%)	15.5	15.8	17.7	18.2

资料来源：公司公告、招商证券

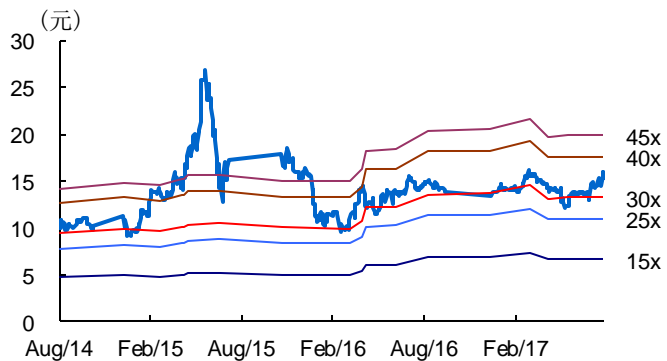
表 26：中锂资产交割后的估值估算

		2016	2017E	2018E
上市公司利润(亿元)		6.4	9.3	12
上市公司估值(倍)		29.8	21.7	15.9
湖南中锂全年利润(亿元)			1.8	4.0
湖南中锂并表利润(亿元)			1	4
财务费用影响(亿元)			0.5	1.2
控股 90%股权	归上利润(亿元)	6.4	9.7	14.4
	估值(倍)	31.5	20.9	14.0
控股 76.35%股权	归上利润(亿元)	6.4	9.6	13.9

	2016	2017E	2018E
估值 (倍)	31.5	21.1	14.6

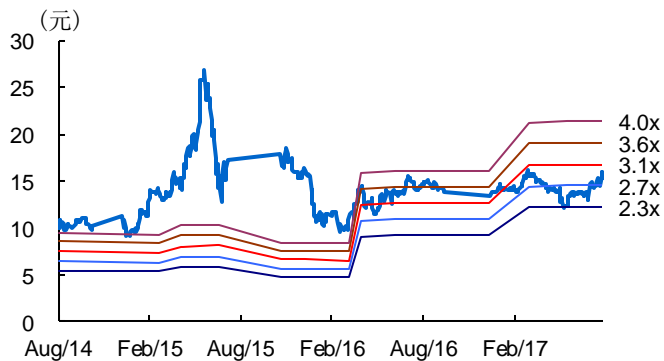
资料来源：公司公告，招商证券

图 11：长园集团历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 12：长园集团历史 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	4636	7040	8027	10287	11497
现金	994	1745	1739	2203	2569
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	204	311	413	538	639
应收款项	2367	3179	3834	4992	5331
其它应收款	147	173	230	299	356
存货	804	1098	1215	1578	1864
其他	119	535	596	676	739
非流动资产	4706	8580	7893	7207	6455
长期股权投资	196	576	576	576	576
固定资产	1008	1001	1156	1032	925
无形资产	419	475	428	385	346
其他	3083	6528	5733	5215	4608
资产总计	9342	15620	15920	17494	17952
流动负债	2934	6148	5526	5772	4604
短期借款	1437	2443	2077	1716	0
应付账款	756	1103	1432	1860	2197
预收账款	144	163	212	276	325
其他	597	2438	1805	1920	2082
长期负债	799	2003	2003	2003	2003
长期借款	642	535	535	535	535
其他	157	1468	1468	1468	1468
负债合计	3733	8151	7529	7775	6607
股本	1092	1317	1317	1317	1317
资本公积金	2093	3095	3095	3095	3095
留存收益	2150	2643	3412	4554	5963
少数股东权益	274	414	567	754	970
归属于母公司所有者权益	5334	7055	7824	8966	10375
负债及权益合计	9342	15620	15920	17494	17952

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	456	445	496	531	1749
净利润	483	640	966	1440	1854
折旧摊销	151	185	187	176	152
财务费用	127	137	245	220	160
投资收益	(81)	(60)	(250)	(255)	(300)
营运资金变动	(251)	(498)	(745)	(1189)	(296)
其它	28	42	93	139	179
投资活动现金流	(448)	(1945)	560	558	638
资本支出	(227)	(501)	0	0	0
其他投资	(222)	(1444)	560	558	638
筹资活动现金流	506	2082	(1062)	(624)	(2021)
借款变动	(1510)	(114)	(869)	(361)	(1716)
普通股增加	228	226	0	0	0
资本公积增加	1952	1002	0	0	0
股利分配	(171)	(184)	(198)	(298)	(445)
其他	7	1153	5	35	140
现金净增加额	514	582	(6)	464	366

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4162	5849	7770	10117	12022
营业成本	2333	3240	4206	5463	6451
营业税金及附加	40	61	82	106	126
营业费用	463	662	866	1098	1304
管理费用	766	1148	1502	1861	2159
财务费用	107	102	245	220	160
资产减值损失	41	63	55	65	70
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资收益	81	60	250	255	300
营业利润	493	632	984	1559	2052
营业外收入	146	183	200	220	240
营业外支出	3	6	6	6	6
利润总额	636	809	1178	1773	2286
所得税	123	103	119	194	254
净利润	513	706	1059	1579	2032
少数股东损益	30	65	93	139	179
归属于母公司净利润	483	640	966	1440	1854
EPS (元)	0.37	0.49	0.73	1.09	1.41

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	24%	41%	33%	30%	19%
营业利润	43%	28%	56%	58%	32%
净利润	32%	33%	51%	49%	29%
获利能力					
毛利率	43.9%	44.6%	45.9%	46.0%	46.3%
净利率	11.6%	10.9%	12.4%	14.2%	15.4%
ROE	9.1%	9.1%	12.4%	16.1%	17.9%
ROIC	6.1%	5.8%	9.7%	13.0%	16.2%
偿债能力					
资产负债率	40.0%	52.2%	47.3%	44.4%	36.8%
净负债比率	22.3%	22.3%	16.4%	12.9%	3.0%
流动比率	1.6	1.1	1.5	1.8	2.5
速动比率	1.3	1.0	1.2	1.5	2.1
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
存货周转率	3.1	3.4	3.6	3.9	3.7
应收帐款周转率	1.9	2.1	2.2	2.3	2.3
应付帐款周转率	3.7	3.5	3.3	3.3	3.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.37	0.49	0.73	1.09	1.41
每股经营现金	0.35	0.34	0.38	0.40	1.33
每股净资产	4.05	5.36	5.94	6.81	7.88
每股股利	0.14	0.15	0.23	0.34	0.43
估值比率					
PE	41.8	31.5	20.9	14.0	10.9
PB	3.8	2.9	2.6	2.3	1.9
EV/EBITDA	39.1	32.6	19.8	14.3	11.8

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。

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。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，主要研究工控自动化与信息化产业。

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。

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，任何机构和人均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。