



## 高需求、大安全, 高端锂电设备大机遇

### 投资要点

- **锂电产能成为新能源汽车产能瓶颈, 锂电产业爆发带来设备产业机遇。**国家大力推动新能源汽车发展, 预期五年内新能源汽车有五倍的增长, 带动动力锂电需求暴增, 锂电产业扩产带来锂电设备产业大机遇。动力锂电将接棒消费锂电成为公司新增长点。
- **安全性提高高端设备需求。**近期一系列新能源汽车起火事件等安全问题提高了人们对锂电安全的关注, 提高了对锂电电池一致性的要求, 有助于提高市场对高端锂电需求, 利好高端设备制造企业。
- **致力于高端客户, 受益于锂电产业集中和国产替代。**产业集中是大趋势, 二八分化不可避免。拥有技术、资金、客户优势的公司将获得更多的市场份额, 公司致力于高端设备定位高端客户, 技术上同国外设备厂商差别不大, 将充分受益于客户市场份额提升以及锂电设备国产替代的过程。
- **积极推动高集成度、智能化设备, 顺应智能制造浪潮。**人口红利消失, 人力成本提升, 公司积极推进新型自动化设备产业基地建设项目, 同时与IBM合作开发了“先导云”和大数据中心。智能制造领先一步。
- **估值与评级:**我们认为, 随国家大力推动新能源汽车, 市场对动力锂电有了爆发性的需求; 同时, 随着对锂电安全性要求的提高, 高质量锂电提高对高端锂电设备的需求, 加上资金、技术等原因导致的行业集中度提高, 公司致力于高端客户的效应会更加显著。预期2014年至2017年营业收入复合年增长率54%。给予2015年90倍PE, 对应目标价78.3元, 首次给予“增持”评级。
- **风险提示:**下游锂电扩产不及预期、产能扩张不及预期以及新能源汽车新技术替代等风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	306.54	636.61	847.43	1124.09
增长率	75.41%	107.67%	33.12%	32.65%
归属母公司净利润(百万元)	65.51	118.83	165.23	223.59
增长率	74.87%	81.38%	39.05%	35.32%
每股收益EPS(元)	0.48	0.87	1.21	1.64
净资产收益率ROE	22.82%	14.64%	17.67%	20.31%
PE	154	85	61	45
PB	35.22	12.46	10.81	9.18

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

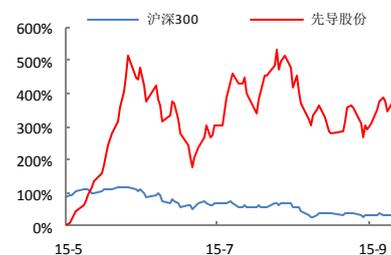
分析师: 田明华

执业证号: S1250515060001

电话: 021-68415819

邮箱: tmhua@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	1.36
流通A股(亿股)	0.34
52周内股价区间(元)	55.58-78.05
总市值(亿元)	101.10
总资产(亿元)	12.72
每股净资产(元)	9.45

### 相关研究

## 目 录

<b>1. 迎接产业大机遇，动力锂电设备高增长可期</b> .....	<b>1</b>
1.1 新能源汽车带动锂电产能扩张，动力锂电设备迎来产业大机遇.....	1
1.2 公司动力锂电设备需求处于爆发初期，高增长可期.....	1
<b>2. 产业集中、国产替代，高端锂电设备先受益</b> .....	<b>3</b>
<b>3. 智能化、大安全改变锂电设备市场竞争格局</b> .....	<b>4</b>
3.1 人力成本提高、锂电一致性需求是推动设备高集成度、智能化的动力.....	4
3.2 安全性需求助力行业格局由群雄割据到三国鼎立.....	5
<b>4. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>6</b>

## 图 目 录

图 1: 2014 年营业收入构成.....	2
图 2: 2015 年上半年营业收入构成.....	2
图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速.....	2
图 4: 公司 2011 年以来净利润及增速.....	2
图 5: 方形锂电池卷绕结构.....	4
图 6: 方形锂电池结构.....	4
图 7: 动力电池板组成.....	6
图 8: Tesla Model S 电池组.....	6

## 表 目 录

表 1: 主要锂电厂商扩产情况.....	1
表 2: 先导股份与赢合科技客户对比.....	3
表 3: 公司以及主要竞争对手历史简介.....	3
表 4: 公司卷绕机张力控制指标.....	4
表 5: 先导股份与雅康卷绕一体机的比较.....	5
附表: 财务预测与估值.....	7

## 1. 迎接产业大机遇，动力锂电设备高增长可期

先导股份从薄膜电容器设备的研发和生产起步，开发了用于薄膜电容器制造的成套自动化设备，掌握了自动卷绕技术、高速分切技术等多项薄膜电容器核心制造技术。公司还凭借长期积累的自动化工程研发能力，成功切入光伏设备领域，并与光伏行业龙头企业建立了良好的合作关系。同时卷绕技术和高速分切技术也是锂电池设备的核心技术，公司经过在薄膜电容设备领域的技术积累，成功将上述技术延伸到锂电池设备制造领域，并成为国内高端锂电设备制造龙头。预期公司将受益于未来几年锂电需求的爆发性增长，公司进入快速成长期。

### 1.1 新能源汽车带动锂电产能扩张，动力锂电设备迎来产业大机遇

公司作为国内锂电设备龙头企业，将享受新能源市场爆发带来的产业大机遇。国家大力推动新能源汽车产业发展，并发布了《节能与新能源汽车产业发展规划(2012~2020年)》。国内外车企纷纷布局新能源汽车。根据中国汽车工业协会统计，2014年生产新能源汽车7万多辆，2015年上半年同比增长3倍多，至9万辆。预计2015年新能源汽车产量大约15-20万辆。新能源汽车能够解决社会发展中环保的痛点以及满足用户降低使用成本的需求，客观上有发展的动力。经过市场培育期加上随着充电桩等基础设施逐步完善，会进一步带动新能源汽车在乘用车市场的渗透。业内预计2020年新能源汽车销量将达到100万，带来的动力锂电需求是2015年的5倍，年复合增长率约为38%。

目前动力锂电产能成为新能源汽车发展的一个瓶颈，各大锂电厂商已经进入了产能扩张，按目前各大锂电池龙头企业的扩产计划来看，2017年左右动力锂电产能增速可能会进入一个高峰。

表 1: 主要锂电厂商扩产情况

公司名称	扩产情况
比亚迪	拟投资 60 亿实施铁动力锂电池扩产项目，建设周期 18 个月，项目完成后新增动力电池产能 6GWh
中航锂电	拟 120 亿建成年产能 120 亿瓦时的锂离子动力电池生产能力，一期投资 25 亿元，形成 20 亿瓦时的锂离子电池年生产能力
时代新能源	成立的青海时代新能源科技有限公司，投资 75 亿，项目完工后，可年产 5GWh

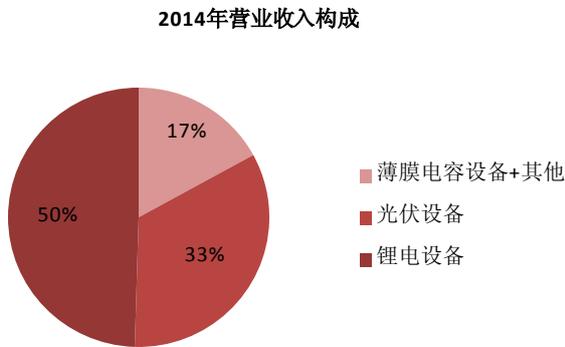
数据来源：互联网，西南证券

一辆比亚迪 E6 电池容量 57KWh，一辆 TESLA MODEL S 电池容量大约 70-85KWh。考虑到新能源客车大约 15% 的出货量占比以及大量低容量小型车的出货量，我们估算假设单台新能源汽车电池容量中位数 45KWh 左右，假设 2015 年至 2020 年平均每年新增 20 万辆左右新能源汽车产量对应 9GWh 左右动力锂电需求。对应的每年平均新增动力锂电设备价值大约 60 亿左右，其中先导产品所在细分市场占比大约 20% 到 30%。

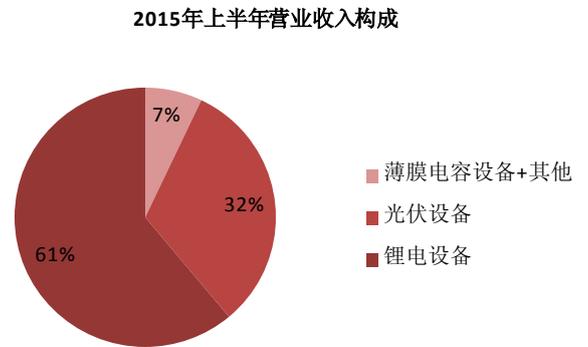
### 1.2 公司动力锂电设备需求处于爆发初期，高增长可期

受益于新能源汽车对动力锂电的需求，公司动力锂电设备订单占比呈增长趋势，上半年公司动力锂电订单占比 3 成，预计下半年动力锂电设备订单占比 5 成，考虑到公司从设备交货到确认收入一般需要六个月左右时间，今年的动力锂电设备订单主要会在明年的营收中体

现。目前营收增长主要来自于 ATL、三星消费锂电设备订单增长，动力锂电订单尚处于爆发初期。

**图 1：2014 年营业收入构成**


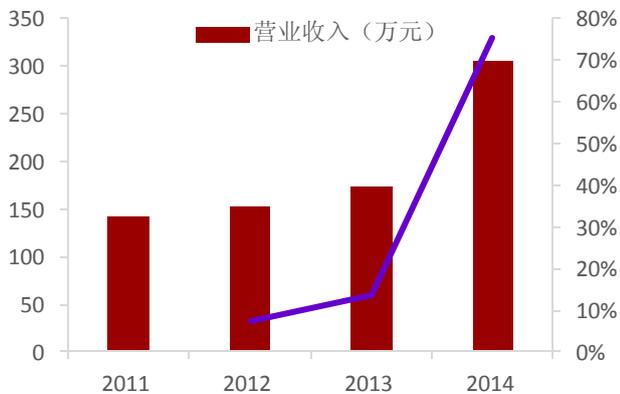
数据来源：公司公告，西南证券

**图 2：2015 年上半年营业收入构成**


数据来源：公司公告，西南证券

目前公司有三大业务，其中由于下游投资放缓，薄膜电容设备在公司整个营收占比下降明显，已经从 2012 年的 67.78%，降到了 2015 年上半年的不到 10%，预计全年营收占比也不会超过 10%。光伏设备增长较为稳定，预计今年同比增长 10%。锂电设备呈现爆发性增长，去年下半年锂电订单增多，导致上半年锂电设备营收同比增长 234.84%，这主要受益于主要客户在消费锂电产能的扩张。2014 年底有 6.5 亿在执行订单，其中 4 亿是锂电设备，从向客户交付设备到确认收入一般大约 6 个月左右，因此可以判定 6.5 亿订单在今年大部分可以确认收入。截止 6 月 30，公司尚有在执行订单 7.6 亿元，其中上半年新增订单 3 亿元左右。随着公司募投项目完成，产能可以达到 10 亿-15 亿，预计今年底产能达到 10 亿。毛利率方面，公司上半年由于锂电设备营收占比增大，拉低了整体毛利率，未来公司定位高端锂电市场，定位高端客户，预计会提高产品毛利率。

2013 年锂电设备营收 2296.18 万元，而 2014 年锂电设备增长了 6 倍达到 15179.35 万元。公司 2015 年上半年实现营收 19232.26 万元，同比增长 88.47%，其中锂电池设备同比增长 234.84%；净利润 4622.88 万元，同比增长 103.60%。

**图 3：公司 2011 年以来营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券

**图 4：公司 2011 年以来净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券

## 2. 产业集中、国产替代，高端锂电设备先受益

目前来看，锂电相关产业存在几个大趋势：1 锂电池市场份额越来越集中，小的生产厂商由于资金、技术上的差距慢慢被淘汰，尤其是锂电安全问题凸显之后，市场份额越来越集中在高端锂电厂商，其上游高端锂电设备厂商先受益；2 锂电设备国产替代进程加速，主要是由于国产设备价格、服务上的优势以及技术的提升；3 安全性问题凸显，基于安全考虑，高质量锂电池需求料进一步增大，高端锂电池份额进一步提升，提高高端锂电设备需求。目前公司已经成为国内锂电高端设备龙头企业，并且设备已经提供给比亚迪、ATL、索尼等多家锂电龙头，公司设备与进口设备差距并不大。我们认为公司定位高端设备供应商以及高端客户，将直接受益于客户市场份额的提高以及国产替代的进程。公司 2014 年下半年锂电设备订单增多并带来 2015 上半年锂电设备营收同比增长 2 倍多，主要受益于主要客户在消费锂电产能逆势扩张，这也佐证了我们的观点。

公司与比亚迪、ATL、索尼等多家锂电池企业保持良好的合作关系，现在 ATL 用于生产数码锂电池及动力电池的高端全自动卷绕机都由先导制造，而 ATL 是苹果手机电池供应商，其市场地位不言而喻。同时公司积极拓展新的高端客户，从公司 2015 年半年度报告中可以看到，公司已经成功进入三星供应商名单，并且三星已经成为第二大客户。同时公司动力电池生产设备也进入比亚迪设备供应商名录，开始为比亚迪供应动力锂电设备。客户结构往往从一个侧面印证了公司设备的技术实力。公司定位高端锂电设备市场，未来在高端锂电设备市场的占有率的目标是 50%。

表 2: 先导股份与赢合科技客户对比

先导股份		赢合科技	
宁德新能源科技有限公司	61,952,091	深圳市沃特玛电池有限公司	72,393,162.41
天津三星视界有限公司	34,938,891	合肥国轩高科动力能源股份公司	9,504,273.52
无锡尚德太阳能电力有限公司	15,593,022	芜湖天盛伟业新能源有限公司	6,572,649.57
东莞新能源科技有限公司	11,789,811	广西卓能新能源科技有限公司	6,256,410.24
江阴海润太阳能电力有限公司	8,349,153	杭州天丰电源股份有限公司	4,870,085.47

数据来源：公司公告，西南证券

目前公司掌握了以卷绕技术、高速分切技术等锂电池设备行业核心技术，目前设备与进口设备差距不大，但在交货期、成本、售后服务方面相比于日韩企业更具优势。回顾先导的成长历史，与其竞争对手 Koem、Kaido 有极大的相似性。回看竞争对手的历史，先导也极其遵循日韩锂电池设备龙头的成长轨迹，以卷绕技术为核心，凭技术延伸进入国内锂电设备行业，并很快成为国内锂电设备的龙头。我们认为公司成为国内龙头有其技术延续性以及发展逻辑的合理性，无论从技术层面还是管理层面公司有这样的基因来进行锂电池设备的国产替代。

表 3: 公司以及主要竞争对手历史简介

竞争对手	公司简介
韩国 Koem	公司成立于 1987 年，在开发出电容卷绕机后，经过 25 年时间积累，开发了锂电池卷绕机，现已经成为世界锂电池设备领先企业之一。
日本 Kaido	成立于 1959 年，1970 年受 NICHICON 的请求开发金属薄膜电容器用卷取机，1990 开发锂离子电池卷绕机。

竞争对手	公司简介
先导股份	2002年成立前身无锡先导自动化设备有限公司，2006年开发高压电力电容自动卷染机，2009年光伏自动化生产配套设备，2012年锂离子卷绕机

数据来源：互联网，西南证券

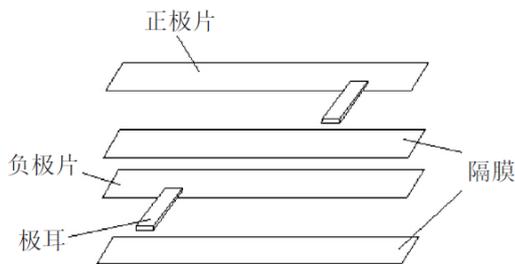
我国锂电产业化较晚，随着对锂电池一致性、安全性要求提高以及人力成本提高，早期的半自动卷绕机已经不能满足这些要求。而在自动卷绕设备中，料带张力控制是一个非常重要的生产工艺指标，张力控制也是锂电池电芯卷绕设备的技术难点，会直接影响到电芯的质量和性能。尤其是方形锂电卷绕设备，采用的方形或者菱形卷针，当卷针恒角速度转动时引起料带线性速度周期变化，造成卷绕过程中张力大幅波动容易造成料带拉断影响合格率以及生产效率，同时当张力波动超过额定指标时，会造成电极内部产生膨胀变形。公司通过长期技术积累开发了伺服闭环精密控制张力系统以及变转速卷绕控制系统，提高张力控制能力，相关技术指标已经领先于行业大部分设备企业，也不比国外设备差。

**表 4：公司卷绕机张力控制指标**

核心技术		国内同行业指标	公司达到指标
自动张力	用于控制圆形电芯卷绕张力	卷绕张力波动 10%左右	卷绕张力波动 $\leq 5\%$
控制技术	用于控制方形电芯卷绕张力	卷绕张力波动 20%左右	卷绕张力波动 $\leq 10\%$

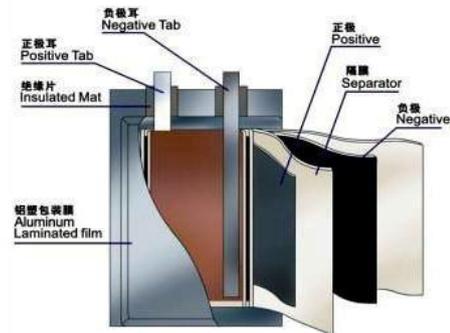
数据来源：招股说明书，西南证券

**图 5：方形锂电池卷绕结构**



数据来源：互联网，西南证券

**图 6：方形锂电池结构**



数据来源：互联网，西南证券

### 3. 智能化、大安全改变锂电设备市场竞争格局

#### 3.1 人力成本提高、锂电一致性需求是推动设备高集成度、智能化的动力

得益于人口红利，劳动力成本较低，中国在制造业占据了成本优势。随着人口红利的消失，人力成本提升、招工难已经是摆在企业面前的难题。2015年，国务院印发了《中国制造 2025》全面推进实施制造强国战略，将信息化和工业化深度融合，国内将迎来智能制造

时代。高端智能制造设备前景明朗，市场空间大，有利于相关设备龙头企业。公司借助资本市场的力量，积极推进新型自动化设备产业基地建设项目。

我们认为锂电设备集成度会越来越高，尤其围绕卷绕等关键工序的整合即在卷绕机等关键设备上同时自动化完成其他前后工序是设备自动化智能化趋势。越少的人工操作产品的一致性越高，一次解决人力成本飙升以及产品一致性要求提升的问题。目前在国内大部分设备企业还是设备功能单一，先导是为数不多的国内已经可以做到围绕卷绕形成部分功能一体化的企业。并且在多功能一体卷绕设备中，先导在国内都是龙头。

**表 5: 先导股份与雅康卷绕一体机的比较**

项目		先导股份（焊接卷绕一体机）	雅康（制片卷绕一体机）
功能		卷状阴、阳极片和隔膜的自动卷绕，包括自动除粉尘、自动焊接极耳、粘贴极耳保护胶带、粘贴保护阴极头部极片切口的胶带、粘贴阴极极片涂布端保护胶带、粘贴终止胶带、预压成形、Hi-pot 测试、CCD 在线检测隔膜极片错位、裸电芯输送带搬送、坏品自动挑出、隔离膜漏涂 CCS 检测及物料追溯等功能	卷状正、负极片和隔膜的自动卷绕，包括自动除粉尘、自动焊接带封材的极耳、粘贴极耳保护胶带、粘贴极片涂布端保护胶带、粘贴终止胶带、短路测试、预压成形及裸电芯的输送带搬送
卷绕精度	隔膜和极片宽度方向偏差	± 0.3mm	± 0.5mm
	阴极片和阳极片宽度方向偏差	± 0.3mm	± 0.5mm
	隔膜与阳极片长度方向偏差	± 1.0mm	± 1.0mm
	隔膜与阴极片长度方向偏差	± 1.0mm	± 1.0mm
	阳极片与阴极片长度方向偏差	± 1.0mm	± 1.0mm

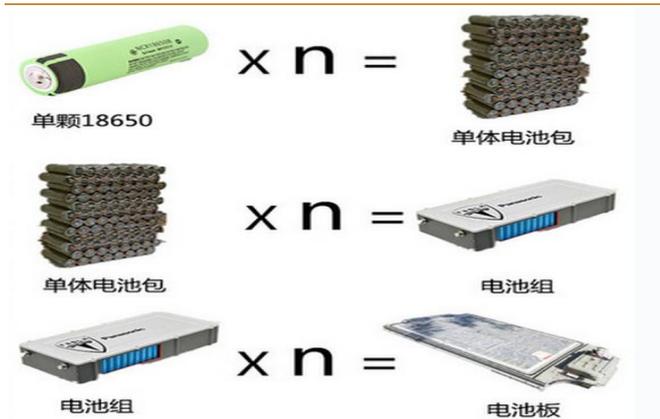
数据来源：互联网，西南证券

公司通过高端锂电设备制造在自动化控制有一定的技术积累。同时大力加快智能工厂建设，与 IBM 合作开发了“先导云”和大数据中心，建立全价值链的协同平台。为客户提供系统集成和智能工厂解决方案，打造理想智能工厂，实现工业 4.0 目标。从公司半年报看，上半年公司新申请了嵌套式软件退税 1100 万元，也可以从一个侧面佐证公司在软实力方面的增强。我们相信，随着公司在智能工厂解决方案上面的推进，也将利于公司毛利率的提高。

### 3.2 安全性需求助力行业格局由群雄割据到三国鼎立

考虑到虽然消费锂电和动力锂电技术相差不大，但是动力锂电一致性要求更高。结合近期新能源起火事件以及民航严禁托运锂电池等事件，可以看到锂电安全问题已经成为锂电行业健康发展的一个不可避免的问题。同时随着国内对锂电相关规范的出台，这必将提高对锂电安全性的要求。在目前单节锂电无法满足新能源汽车能量需求的情况下，动力锂电汽车采用电池串联形成电池模组的形式再配以电池管理系统来管理。以特斯拉为例，Model S 85 采用了 7 千多颗 18650 电池串联。但是由于电池一致性问题的存在加大了电池组的管理难度，当个别电池发生容量大幅减少、内阻显著提高的情况下，整组电池的性能会短时间内显著恶化，从而使电池组报废；更严重的是可能产生大量热量导致电池燃烧或者爆炸。

图 7：动力电池板组成



数据来源：互联网，西南证券

图 8：Tesla Model S 电池组



数据来源：互联网，西南证券

高端锂电设备由于自动化程度高，减少人工参与，生产出的锂电池一致性更好，适用于动力电池制造。而公司专注于高端锂电设备制造，将受益于安全性问题凸显之后带来的高质量锂电池需求增加。

从很多行业历史看，都会经历群雄争霸到三国鼎立的一个阶段。市场份额最终会集中在几家龙头企业。截止 2013 年国内涉及锂电池生产设备领域的企业有 278 家，但是具有一定技术核心、规模较大的企业数量很少。我们相信随着市场逐渐规范，锂电安全尤其是动力电池安全会助力市场格局的改变，低端设备企业由于无法满足客户锂电一致性的要求而慢慢被淘汰，市场份额最终会集中在几家技术实力雄厚、规模大的高端锂电设备企业手里。

## 4. 盈利预测与投资建议

公司 IPO 适逢锂电产业爆发前期，借助资本优势，快速扩大产能，积极推进高端智能制造设备，利用技术以及服务优势，快速抢占高端客户，赢得市场口碑。

公司加快募投项目的建设，研发中心建设项目的装修工程已经完成，研发中心已启用；新型自动化设备产业基地建设项目已全部完工，目前在选购设备环节，预计年底完全形成生产能力。

根据中报以及调研信息，截止 2015 年 6 月 30 日，公司尚有 7.6 亿元的在执行订单。预计大部分订单都将在年底交货，同时预期年底实现 10 亿元左右的产能。假设 IPO 后产能扩张顺利以及市场在 2016 年、2017 年仍有高的锂电设备需求，预计 2016 年、2017 年产能大约可以达到 14 亿、16 亿。考虑到公司需要拿到验收单后才能确认收入，预期公司 2015 年、2016 年、2017 年营收分别为 6.4 亿、8.5 亿、11.3 亿。我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.87 元、1.20 元、1.64 元。给予公司 2015 年 90 倍估值，对应目标价 78.3 元，给予“增持”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	306.54	636.61	847.43	1124.09	净利润	65.51	118.83	165.23	223.59
营业成本	173.24	387.54	512.28	680.70	折旧与摊销	7.73	11.34	11.34	11.34
营业税金及附加	1.92	4.82	6.25	8.16	财务费用	-0.20	0.39	-0.81	-1.53
销售费用	10.45	20.81	26.27	32.37	资产减值损失	8.44	6.20	6.20	6.20
管理费用	38.66	80.28	106.01	138.38	经营营运资本变动	65.68	-88.71	32.47	63.13
财务费用	-0.20	0.39	-0.81	-1.53	其他	-53.61	-7.02	-7.00	-7.00
资产减值损失	8.44	6.20	6.20	6.20	<b>经营活动现金流净额</b>	93.55	41.03	207.43	295.74
投资收益	0.83	0.82	0.80	0.80	资本支出	-51.27	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	9.43	0.82	0.80	0.80
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-41.84	0.82	0.80	0.80
<b>营业利润</b>	74.87	137.39	192.03	260.62	短期借款	10.00	-10.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.42	2.04	2.08	2.12	长期借款	28.33	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	77.28	139.43	194.11	262.74	股权融资	0.00	428.57	0.00	0.00
所得税	11.77	20.60	28.88	39.15	支付股利	-22.44	-22.93	-41.59	-57.83
净利润	65.51	118.83	165.23	223.59	其他	-2.08	-0.39	0.81	1.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	13.81	395.25	-40.78	-56.30
归属母公司股东净利润	65.51	118.83	165.23	223.59	<b>现金流量净额</b>	65.52	437.10	167.45	240.23
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	116.50	553.60	721.05	961.28	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	145.02	389.52	494.69	648.61	销售收入增长率	75.41%	107.67%	33.12%	32.65%
存货	298.91	668.64	640.35	680.70	营业利润增长率	77.02%	83.51%	39.77%	35.72%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	74.87%	81.38%	39.05%	35.32%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	64.42%	80.98%	35.83%	33.51%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	140.90	133.44	125.99	118.53	毛利率	43.48%	39.12%	39.55%	39.44%
无形资产和开发支出	34.38	30.50	26.61	22.73	三费率	15.95%	15.94%	15.51%	15.05%
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	21.37%	18.67%	19.50%	19.89%
<b>资产总计</b>	735.71	1775.70	2008.69	2431.84	ROE	22.82%	14.64%	17.67%	20.31%
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.90%	6.69%	8.23%	9.19%
应付和预收款项	408.46	931.68	1039.69	1295.28	ROIC	26.30%	39.84%	48.08%	72.57%
长期借款	28.33	28.33	28.33	28.33	EBITDA/销售收入	26.88%	23.42%	23.90%	24.06%
其他负债	1.86	4.15	5.49	7.30	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	448.65	964.16	1073.51	1330.91	总资产周转率	0.55	0.51	0.45	0.51
股本	51.00	136.00	136.00	136.00	固定资产周转率	4.62	10.43	15.82	24.38
资本公积	110.88	454.45	454.45	454.45	应收账款周转率	3.36	3.47	2.76	2.87
留存收益	125.19	221.09	344.73	510.49	存货周转率	0.86	0.80	0.78	1.03
归属母公司股东权益	287.06	811.53	935.18	1100.94	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	121.08%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	287.06	811.53	935.18	1100.94	资产负债率	60.98%	54.30%	53.44%	54.73%
负债和股东权益合计	735.71	1775.70	2008.69	2431.84	带息债务/总负债	8.54%	2.94%	2.64%	2.13%
					流动比率	1.33	1.72	1.78	1.76
					速动比率	0.62	1.01	1.16	1.24
					股利支付率	34.25%	19.30%	25.17%	25.87%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	82.39	149.12	202.56	270.43	每股收益	0.48	0.87	1.21	1.64
PE	154.32	85.08	61.19	45.22	每股净资产	2.11	5.97	6.88	8.10
PB	35.22	12.46	10.81	9.18	每股经营现金	0.69	0.30	1.53	2.17
PS	32.98	15.88	11.93	8.99	每股股利	0.17	0.17	0.31	0.43
EV/EBITDA	45.07	64.28	46.49	33.94					
股息率	0.22%	0.23%	0.41%	0.57%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn