# 胜利精密(002426.SZ)其它元器件行业

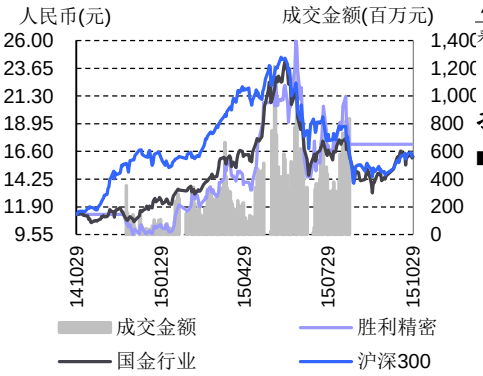
**评级：买入首次评级** **公司研究**

市场价格（人民币）：17.22 元
目标价格（人民币）：21.20-24.20 元

**长期竞争力评级：高于行业均值**

**市场数据(人民币)**

| | |
|---|---|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 590.57 |
| 总市值(百万元) | 20,089.67 |
| 年内股价最高最低(元) | 26.02/9.55 |
| 沪深 300 指数 | 3524.92 |
| 深证成指 | 11494.35 |




## 内涵增长+并购外延，业务布局多元化发展

**公司基本情况(人民币)**

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| 摊薄每股收益(元) | 0.29 | 0.14 | 0.28 | 0.53 | 0.71 |
| 每股净资产(元) | 3.51 | 3.03 | 3.26 | 3.80 | 4.53 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.39 | -0.16 | 0.32 | 0.33 | 0.38 |
| 市盈率(倍) | 50.64 | 70.39 | 62.12 | 32.24 | 24.41 |
| 行业优化市盈率(倍) | 52.06 | 60.21 | 94.32 | 94.32 | 94.32 |
| 净利润增长率(%) | 89.03% | 21.20% | 130.98% | 92.68% | 32.06% |
| 净资产收益率(%) | 8.22% | 4.69% | 10.06% | 16.66% | 18.43% |
| 总股本(百万股) | 400.41 | 985.55 | 1,166.65 | 1,166.65 | 1,166.65 |

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 传统精密结构件制造业务方面，公司研发创新能力强，不断获得一流客户订单，并顺利延伸业务领域，有望横跨 TV+NB+移动智能终端三大领域的大部件供应商：
  - **TV 业务平稳，携手 SONY 打造 4.9mm 超薄 TV 成市场热点。**目前该产品已经量产并且在欧美市场上市，并且这款产品有助于公司开拓更多客户，2016 年乐视、LG、和友达也会和公司合作。
  - **背靠联想、戴尔、惠普大客户，NB 业务业绩突出。**公司凭借自身在金属结构件和塑胶结构件有多年技术积累，2014 年成功转型 NB 业务。联想高端 YOGA 系列 NB 的镁铝金属合金 Hinge Up 向公司采购。公司在 2015 年联想集团供应商大会上拿到钻石奖，比肩京东方、LG、三星、希捷，充分说明联想对公司产品、技术、服务的高度认可。针对目前 NB 结构件量大但毛利偏低的问题，公司定位将转向附加值较高的中高端笔记本机型。2015 年下半年，该块业绩将进一步释放。
  - **公司有望在手机终端复制 TV 和 NB 终端的大结构战略，打造“玻璃盖板+触控模组+减反射膜+金属机壳”大部件产品。**（一）减反射膜方面，公司与三星成立联合实验室合作开发手机用 0.3/0.2 毫米减反射超薄盖板玻璃产品，目前产线满载，今年将会有很好的业绩增长；（二）可阳极氧化铝压铸工艺成功研发，提升 CNC 机床加工效率，变相减少新购机数量和折旧、摊销等费用，成本降低 30%。通过控股韩国 GK 公司成为唯一有渠道获得该工艺之关键铝锭原材料的国内公司。公司已为联想新机型打样出金属中框，正在进行认证和推广。2016 年移动终端业绩会得到逐步体现。
- 新业务布局方面，并购标的能与公司传统制造业务形成协同效应，公司积极布局工业 4.0 等新业务，有望打开新的成长空间：
  - 智诚光学的视窗盖板结合公司的减反射膜技术、金属机壳技术以及在触控模组方面的技术积累有望将 NB“大部件”战略的成功移植到移动终端领域。
  - 德乐科技与手机厂商及下游经销商之间的联系是十分宝贵的资源，公司可借此打通移动终端上下游之间的关系，利用资源发展新的客户，同时还能收集到下游的反馈信息，参与上游客户的开发过程，增强自己的议价能

**骆思远** 分析师 SAC 执业编号：S1440513040002
luosiyuan@gjzq.com.cn

**詹静** 联系人
zhanjing@gjzq.com.cn

力。

- 收购富强科技公司是公司布局工业 4.0 的重要一步，公司将因此切入自动化生产系统的制造及服务领域，同时有利于推进自身生产线的智能化改造。以上三家均收购完成并表。
- 9 月 15 日对外投资公告：拟使用自有资金收购主营塑胶结构件的福清福捷 80%股权、以及主营锂电池隔膜业务的苏州捷力 51%股权。收购福清福捷，可以进一步强化公司的传统塑胶结构件业务，借助其在白电等领域的客户资源拓展新的市场；后者收购苏州捷力，公司从而涉足新能源材料行业，意在布局动力电池和储能市场，潜在需求巨大。该拟对外投资举措将进一步丰富公司的盈利增长点，多元化公司的产业布局，降低整体业绩波动风险，实现从传统制造业向“高端消费+高端制造”的产业升级和转型。

- 公司董事会审议通过最新定增预案，募集资金将助力移动智能终端大部件、渠道服务、以及工业 4.0 智能工厂等新业务进一步发展：
  - 10 月 29 日，公司董事会会议召开并通过了非公开发行股票方案议案，随即宣告 10 月 30 日复牌。本次非公开发行股票的发行对象包括董事长高玉根在内共 9 名，均以人民币现金方式认购，发行数量 290,205,562 股，发行价格为 16.54 元，募集资金总额 48 亿元。
  - 此次募集资金将分别用于智能终端大部件整合扩产、智慧工厂制造平台、智能终端渠道整合服务平台三个项目和补充流动资金，资金不足部分由公司以自筹资金解决。从募集资金投向可以看出，公司在完成对智诚光学、德乐科技、富强科技的收购与并表之后，将投入大量资金加快对各新型业务的整合与发展，未来成长空间极大，业绩可期。

## 估值与投资建议

- 估值分为三步：
  - 仅考虑公司内涵式增长，我们预计公司 2015 年~2017 年净利润分别为 2.53 亿元、3.62 亿元、5.09 亿元,对应的 EPS 分别为 0.22 元、0.31 元、0.44 元。
  - 考虑到并购的三家子公司刚于 3Q2015 并表，按照承诺净利润保守估计，并假设 2015 年度实际并表的业绩为 0.7 亿元，我们预计公司对应的净利润分别为 3.23、6.23、8.23 亿元，则 2015~2017 年每股收益分别为 0.28 元、0.53 元、0.71 元，三年年复合增长率为 71.8%，目前股价对应 2015~2017 年市盈率分别为 62.1、32.2、24.4 倍。
  - 若进一步考虑未来定增股本增厚，2016 年与 2017 年 EPS 分别为 0.44 元与 0.56 元，目前股价对应的市盈率分别为 39.1 倍 和 30.8 倍。

- 作为估值参照，我们选取和公司原有业务近似、同属于电子零部件子行业的可比电子元器件厂，同时，考虑到公司并购而将新业务扩展至工业 4.0 等新领域，我们也选取了部分可比工业 4.0 公司估值进行参照。显示公司 2016 年市盈率 39.1 倍与参照标准 48.2 倍相比有较大的上涨空间。因此我们给予公司 2016 年目标市盈率为 48.2 倍，按 EPS 0.44 元计算得出目标价为 21.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险

- TV 和 NB 订单不达预期；新业务开拓不利

# 内容目录

一、公司简况 ..... 5
1.1 主营业务情况 ..... 5
1.2 财务表现 ..... 6
1.3 历史沿革与股权结构 ..... 8
1.4 收购并购 ..... 8
二、业绩看点 ..... 10
2.1 传统 TV 业务平稳，携手 SONY 打造 4.9mm 超薄 TV 新亮点 ..... 10
2.2 “大部件”战略在 NB 终端结构件领域取得成功 ..... 11
2.3“大部件”战略有望复制到移动终端结构件领域 ..... 12
2.4 自主研发+并购，实现“减反射膜+玻璃盖板”组合协同效应 ..... 13
2.4 金属机壳新工艺，显著提高 CNC 效率 ..... 15
2.5 并购打造工业 4.0 闭环，积极姿态迎接工业 2025 ..... 16
2.6 把握新能源行业爆发契机，拟涉猎锂电池隔膜业务 ..... 19
三、盈利预测 ..... 24
四、股票估值与投资建议 ..... 25

# 图表目录

图表 1：公司近五年营收结构（单位：百万） ..... 5
图表 2：公司近五年的营收结构 (百分比) ..... 5
图表 3：胜利精密近五年产品毛利率 (%) ..... 6
图表 4：胜利精密近五年的财务表现(亿元) ..... 6
图表 5：胜利精密近年营收表现 ..... 7
图表 6：胜利精密近年盈利表现 ..... 7
图表 7：胜利精密的现金流及盈利能力 ..... 7
图表 8：胜利精密的经营效率及偿债能力 ..... 7
图表 9：智诚光学、富强科技、德乐科技未来三年的承诺净利润 单位：万元 . 7
图表 10：公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图 ..... 8
图表 11：通过收购富强科技、智诚光学及德乐科技，公司将进一步拓展产品的应用领域 要改图，加上拟并购的业务 ..... 10
图表 12：SONY 4.9mm BRAVIA X9000C 超薄 TV 新品 ..... 11
图表 13：笔记本电脑 A 盖和 B 盖 ..... 12
图表 14：全球 PC 出货量下滑(季度) ..... 13
图表 15：中国彩电产量(月度) ..... 13
图表 16：使用减反射膜的效果展示 ..... 13
图表 17：减反射膜的应用领域 ..... 13
图表 18：光线在介质表面的反射与折射现象 ..... 14
图表 19：减反射膜应用于手机表面的效果 ..... 14

图表 20：智诚光学主要产品——视窗防护玻璃 ..... 15
图表 21：视窗防护玻璃的主要应用领域 ..... 15
图表 22：国内智能手机出货量(月度) ..... 15
图表 23：智能手机金属机壳渗透率 ..... 15
图表 24：主要 CNC 产能分布 ..... 16
图表 25：胜利精密压铸设备 ..... 16
图表 26：胜利精密压铸金属机壳产品示例 ..... 16
图表 27：富强科技资产负债表主要数据单位：万元 ..... 17
图表 28：富强科技利润表主要数据单位：万元 ..... 17
图表 29：超高精度全尺寸检测设备 ..... 18
图表 30：NB 金属壳全自动高精度检测分料集成系统 ..... 18
图表 31：富强科技智能管理系统示意图 ..... 18
图表 32：德乐科技营销网络分布 ..... 19
图表 33：德乐科技主营业务模式 ..... 19
图表 35：全球动力锂电池市场需求与规模 ..... 20
图表 35：储能锂电池中国市场需求 ..... 21
图表 34：锂电池的下游应用市场广阔 ..... 21
图表 34：锂电池各原材料成本占比 ..... 22
图表 37：全球与中国锂电池隔膜市场规模 ..... 22
图表 38：全球与中国锂电池隔膜产量 ..... 22
图表 39：2014 年全球主要隔膜企业市占率 ..... 23
图表 40：2014 年中国本土主要隔膜企业市占率 ..... 23
图表 34：国内企业湿法隔膜竞争力排名 ..... 24
图表 35：国内企业干法隔膜竞争力排名 ..... 24
图表 34：公司分业务收入和毛利率预测 ..... 24
图表 35：并购并表后，公司净利润预测 (百万元) ..... 25
图表 36：A 股相关公司盈利预测与估值水平对比 ..... 26

# 一、公司简况

## 1.1 主营业务情况

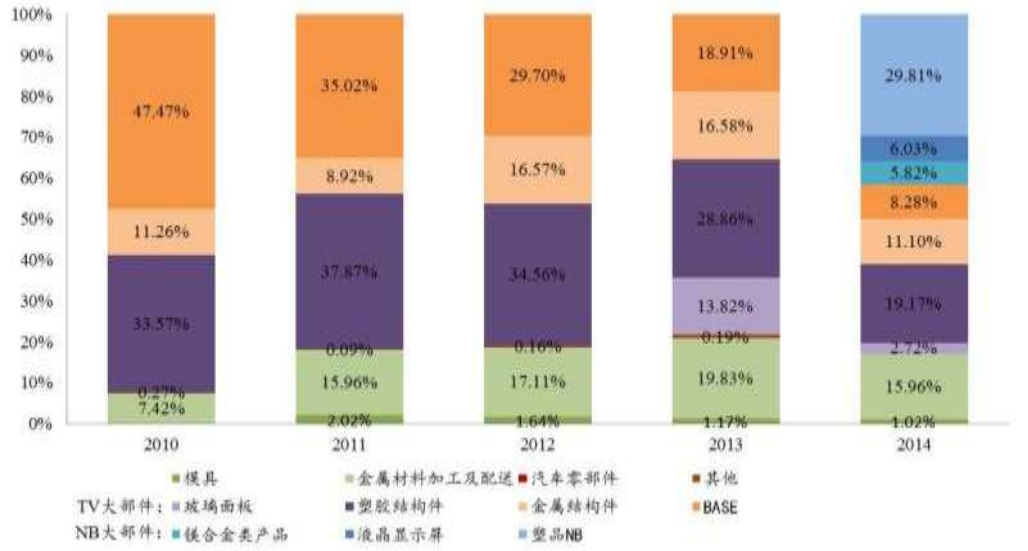
■ 专业精密结构件制造商

- 公司成立于 2003 年，是国内产销规模最大、研发能力较强的专业精密结构件厂商之一，其产品主要包括：精密金属结构件、精密塑胶结构件、TV Base 底座、触控模组以及其他零配件。
- **公司以 TV 结构件为基础，从最初的低价值 TV 零散结构件，成功转变为高价值一体化整合结构模组供应商**，即所谓 TV“大部件”供应商。公司获得全球前 10 大电视品牌厂商中 9 家的供应商资质认证，主要客户包括全球最大的消费电子供应商之一飞利浦、视代、工厂商之一的冠捷，以及国内外知名的电视品牌厂商 TCL、海信、Sony…等。
- **随着全球 TV 出货量的逐渐饱和，公司从 2013 起积极向 NB 领域拓展。**公司拓展形成了笔记本电脑上盖模组（Hinge Up）的整合出货组装业务。同时布局手机结构件业务，升级镁合金属产品压铸能力。

*图表 1：公司近五年营收结构（单位：百万）*

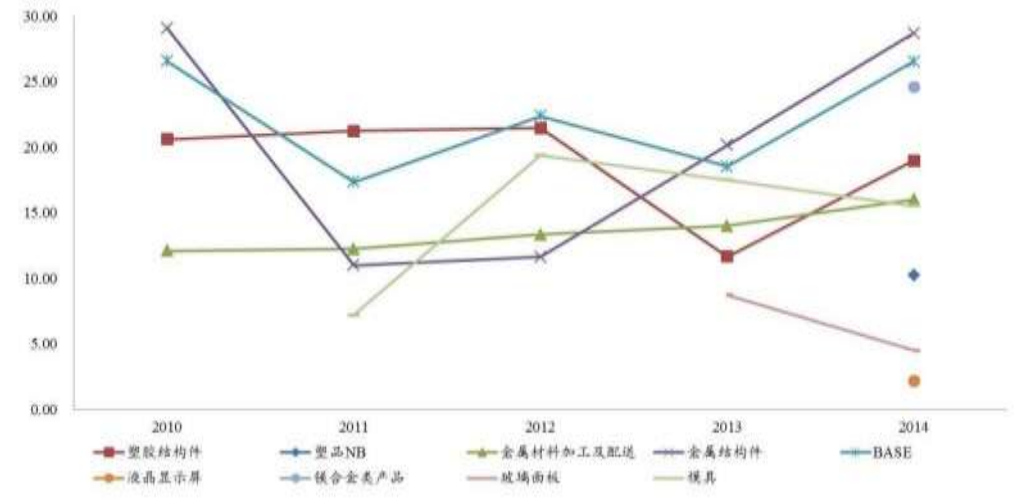
来源：Wind，国金证券研究所

*图表 2：公司近五年的营收结构 (百分比)*



来源：Wind，国金证券研究所

**图表 3：胜利精密近五年产品毛利率 (%)**




来源：Wind，国金证券研究所

- 通过分析公司近 5 年的营收结构，可以发现公司正处于转型期，产品的营收结构在发生明显的变化：TV 类传统产品如 Base 产品的收入及比重在逐年下降；金属材料加工收入在 2013 年有明显的增加但在公司营收的比重一直低于 20%；相比于 2013 年，2014 年新增的 NB 大结构件（塑品 NB、液晶显示屏以及镁合金类产品）在 2014 年为公司贡献了超过 40%的营业收入，公司新业务的营收增长十分亮眼。
- 公司金属结构件的毛利率逐步提高，BASE 产品的毛利率则一直维持在 20%左右，但 2014 年营收接近 30%的塑品 NB 产品其毛利率只有 10.27%。玻璃面板和液晶显示屏的毛利率低于 10%。

### 1.2 财务表现

- 得益于转型策略及不断努力拓展新客户的举措，公司在 2014 年获得了不错的财务表现：公司在 2014 年实现营业收入 32.56 亿元，同比增长 53.47%；实现净利润 1.48 亿元，同比增长 15.63%。其中，归属母公司股东的净利润为 1.40 亿元，其中扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 1.64 亿元。

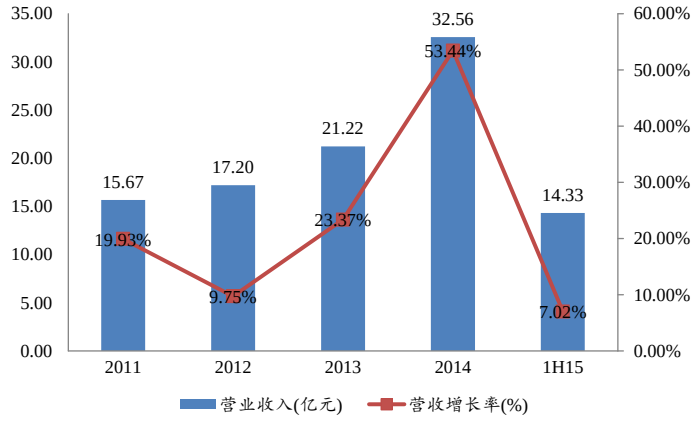
**图表 4：胜利精密近五年的财务表现(亿元)**

| 财务指标 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|---|---|---|---|---|
| 资产总计 | 17.87 | 18.88 | 20.41 | 24.91 | 51.38 |
| 营业收入 | 13.07 | 15.67 | 17.2 | 21.22 | 32.56 |
| 营业成本 | 10.02 | 13.08 | 14.3 | 18.32 | 27.96 |
| 利润总额 | 1.66 | 0.83 | 0.83 | 1.58 | 1.7 |
| 净利润 | 1.42 | 0.71 | 0.68 | 1.28 | 1.48 |
| 净利率 | 10.86% | 4.53% | 3.95% | 6.03% | 4.55% |
| 归属母公司净利润 | 1.39 | 0.7 | 0.61 | 1.16 | 1.4 |

来源：公司年报，国金证券研究所

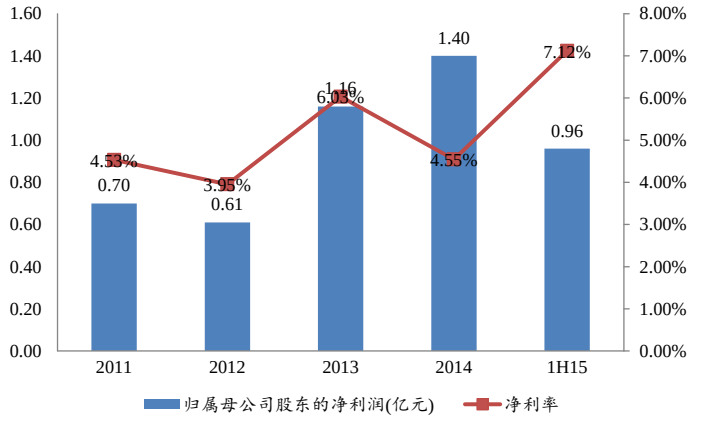
- 公司于 8 月 20 日发布 2015 年半年报，1H2015 公司实现销售收入 14.3 亿元，虽然营收同比 1H2014 的增长率仅有 7.02%，远低于 2014~2011 年的同比增长率，但 1H2015 归属于上市公司股东的净利润为 0.96 亿元，同比增长了 19.44%，基本与 2014 年的 21.2%同比增长率持平。这说明**公司的产品结构得到优化，公司生产高附加值产品的占比增加**：1H2015 公司的传统产品塑胶结构件、BASE 营收占比下滑 18.13%和 43.28%，而镁合金产品营收则大幅增长 195.42%和 282.98%。最能说明问题的便是 1H2015 的净利率创下 2011 年以来最高水平，为 7.12%。随着公司转型进程的逐步推进，新产品不断放量，公司的营收有望迎来更多的成长。

**图表 5：胜利精密近年营收表现**



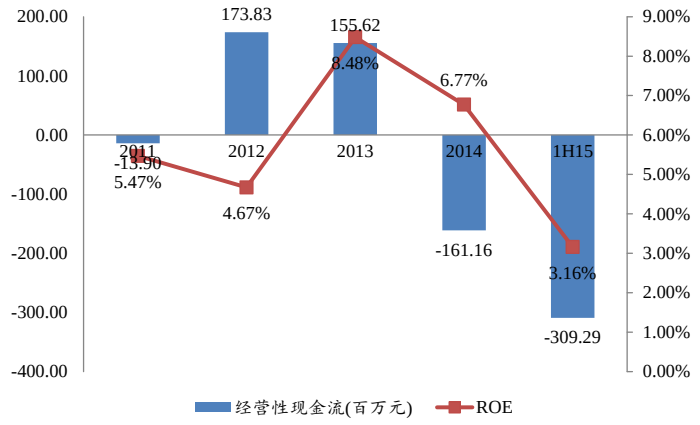

来源：Wind，国金证券研究所

**图表 6：胜利精密近年盈利表现**




来源：Wind，国金证券研究所

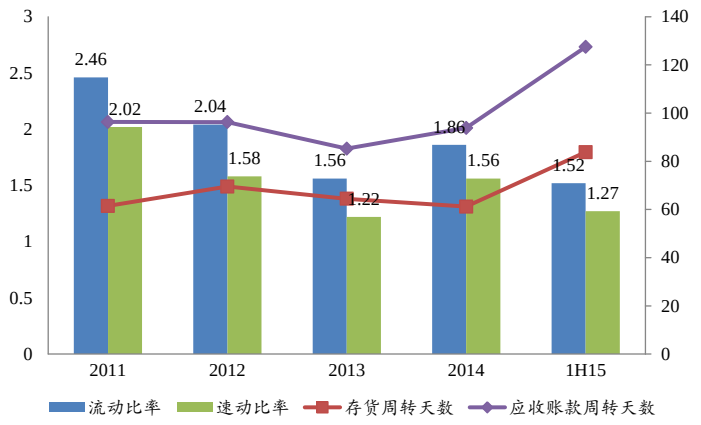
**图表 7：胜利精密的现金流及盈利能力**




注：2014 和 1H15 经营现金流净流出明显增加原因是新增加子公司，购买商品、接受劳务支付的现金增加。

来源：Wind，国金证券研究所

**图表 8：胜利精密的经营效率及偿债能力**




来源：Wind，国金证券研究所

- **公司收购智诚光学、富强科技及德乐科技，公司营收与净利润获得快速增长。**公司于 10 月 29 日发布 2015 年第三季报和 2015 年业绩预告。3Q2015 实现营收期 18.7 亿元，同比增长 108.01%；归属于上市公司股东的净利润 0.965 亿元，同比增长 134.53%。预计 2015 年度归属于上市公司股东的净利润变动区间为 2.8 至 3.3 亿元，同比增长区间为 99.99% 至 135.70%。营收与净利润取得大幅度增长的原因是 3Q2015 公司完成并购重组工作，相关标的公司纳入合并报表范围，对公司业绩增长有积极作用。此外，公司镁合金、笔记本结构件等新产品批量生产，对公司业绩增长亦有积极作用。

**图表 9：智诚光学、富强科技、德乐科技未来三年的承诺净利润　　单位：万元**

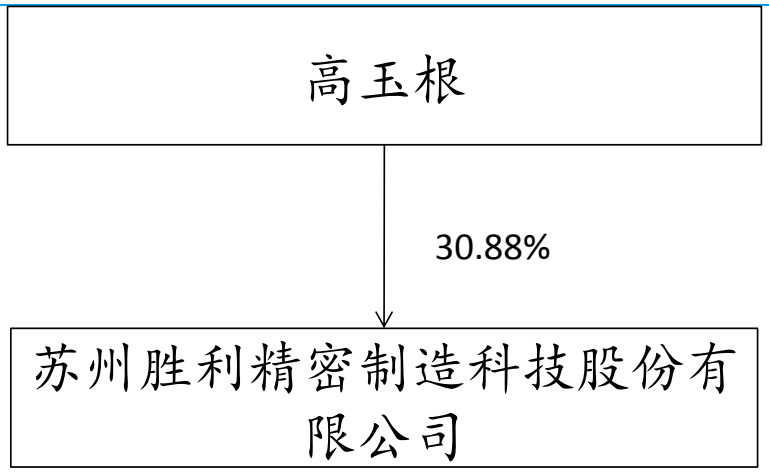
| | 2015 | 2016 | 2017 | 合计 |
|---|---|---|---|---|
| 智诚光学 | 4000 | 4500 | 5500 | 14000 |
| 富强科技 | 10000 | 12000 | 14400 | 36400 |
| 德乐科技 | 8000 | 9600 | 11520 | 29120 |
| 合计 | 22000 | 26100 | 31420 | 79520 |

来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.3 历史沿革与股权结构

- 公司目前总股本 9.85 亿股，其中流通 A 股 5.91 亿股，限售 A 股 3.94 亿股。公司的控股股东为高玉根，持股比例为 36.56%。公司的历史沿革简述如下：
  - 2003 年 12 月 5 日苏州胜利精密制造有限公司成立。
  - 2008 年 4 月公司由有限公司变更为股份有限公司，总股本 3.6 亿股。
  - 2010 年 6 月 8 日在深圳证券交易所挂牌，公开发行 4,010 万股，公司总股本变更为 4.0 亿股。
  - 2013 年度股东大会同意公司以总股份 4.0 亿股为基数，向全体股东进行资本公积金转增股本，每 10 股转增 10 股，总股本变更为 8.0 亿股。
  - 2014 年 1 月 13 日非公开发行 A 股获得证监会批准，公司总股本变更为 9.85 亿股。
  - 2015 年 7 月 31 日发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金事项获得证监会批准。交易完成后，2015 年 9 月 9 日新股上市，公司总股本变更为 11.67 亿股，实际控制人公司董事长高玉根持股比例为 30.88% 。
  - 2015 年 10 月 29 日，最新定增预案通过公司董事会会议审议，拟发行对象包括董事长高玉根在内共 9 名。预计发行结束后，公司总股本将变更为 14.57 亿股。该预案尚需公司股东大会以及证监会审议通过。

***图表 10：公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图***




来源：公司资料，国金证券研究所

### 1.4 收购并购

- **2014 年公司开始实施向移动终端发展的战略，并提出了通过并购重组向移动终端、智能制造快速发展的目标。**公司的增发收购计划于 2015 年 7 月获得证监会批准，以增发公司股份和支付现金的方式收购**智诚光学** 73.31%股权、**富强科技** 100%股权、**德乐科技** 100%股权；8 月 10 日，公司发表公告宣布上述三家公司已在工商局完成过户，正式成为公司的 100%控股子公司；9 月 10 日，公司宣布上述为并购而增发的 1.81 亿股人民币普通股已于 2015 年 9 月 1 日办理完毕股权登记手续，并且上市，公司总股本从发行前的 9.86 亿股变更为 11.66 亿股。
  - **智诚光学**的主营业务是手机、平板电脑等智能终端设备视窗防护玻璃的研发、生产和销售，主要客户为上游触控面板厂商，包括欧菲光、信利国际…等。自 2011 年成立以来，智诚光学主要产品一直为手机视窗防护玻璃，占主营业务收入比例超过 90%；由于电脑触摸板生产工艺流程及材料等与手机视窗防护玻璃相同，为满足部分客户的需求公司也生产少量电脑触摸板等其他产品。

- **富强科技**是一家智能制造全方位解决方案提供商，是苹果公司在AppleWatch 项目上的自动化产线及组装与检测设备供应商，公司的技术团队参与了第一代 AppleWatch 生产设备的研发、设计、生产的全部过程，与客户一起完成了整个设备生产、装配工艺的制定以及产品质量控制标准的制定工作。此外，富强科技的自动化生产线亦应用于三星笔记本电脑、雪佛兰科鲁兹的点火系统、博世力世乐油泵的装配系统以及英维康采血针的生产制造等。
- **德乐科技**是一家区域领先的移动通信渠道服务商，主要通过电信运营商合作营业厅连锁网点以及线上、线下的分销渠道，从事移动终端产品的导购、体验、销售和售后服务等综合性渠道服务，以及为消费者提供电信业务套餐办理、话费缴纳等运营商授权服务。目前，德乐科技已是联想、华为、中兴通讯、宇龙酷派等知名手机厂商的区域分销商或全国分销商。
- **本次交易对公司的影响是十分显著的：**

  （1）首先，通过收购富强科技是公司布局工业 4.0 的重要一步，公司将因此切入自动化生产系统的制造及服务领域，同时有利于推进自身生产线的智能化改造。

  （2）智诚光学的视窗盖板结合公司的减反射膜技术、金属机壳技术以及在触控模组方面的技术积累有望将 NB“大部件”战略的成功移植到移动终端领域。

  （3）德乐科技与手机厂商及下游经销商之间的联系是十分宝贵的资源，公司可借此打通移动终端上下游之间的关系，利用资源发展新的客户，同时还能收集到下游的反馈信息，参与上游客户的开发过程，增强自己的议价能力。

  此次收购的三家标的公司结合胜利精密自身多年的技术积累，将产生显著协同效应，后面我们会详细介绍。

- **投资新建孙公司，强化工业 4.0 布局。**公司在 2015 年 8 月公告，称控股子公司苏州胜禹材料科技股份有限公司使用自有资金出资 3000 万元在江苏省宿迁市设立全资子公司——江苏科创机器人有限公司。此次对外投资是公司收购富强科技后向自动化设备与工业机器人领域拓展的又一重大进展。

*图表 11：通过收购富强科技、智诚光学及德乐科技，公司将进一步拓展产品的应用领域 要改图，加上拟并购的业务*

来源：公司资料，国金证券研究所

- **最新对外投资计划，强化现有业务，涉足新能源领域。**公司 2015 年 9 月 15 日发表最新对外投资公告，宣布拟使用自有资金收购主营塑胶结构件的福清福捷 80%股权、以及主营锂电池隔膜业务的苏州捷力 51%股权。
  - **福清福捷**是一家塑胶结构件制造商。福清福捷最近三年的主要客户为美的、施耐德、冠捷等；其塑胶结构件质量优异，具有较强研发、生产和管理的竞争力。**收购福清福捷，可以进一步强化公司的传统塑胶结构件业务，借助其在白电等领域的客户资源拓展新的市场。**
  - **苏州捷力**是一家锂离子电池隔膜生产商。产品目前已稳定供货国内外主要锂电池生产商，如新能源（香港）科技有限公司（简称“ATL”）、比亚迪、珠海光宇、韩国 LG。其主要客户本身或其下游终端用户多为国内外知名消费电子和新能源汽车厂商，这将有助于巩固公司在诸多现有下游客户中的产业链地位，并为公司现有业务进入新客户供应链体系提供便利。**收购苏州捷力，公司从而涉足新能源材料行业，意在布局动力电池和储能市场，潜在需求巨大。**后面我们亦会详细说明。
  - **该对外投资计划将进一步丰富公司的盈利增长点，多元化公司的产业布局，降低整体业绩波动风险，实现从传统制造业向“高端消费+高端制造”的产业升级和转型。**

## 二、业绩看点

### 2.1 传统 TV 业务平稳，携手 SONY 打造 4.9mm 超薄 TV 新亮点

- **传统 TV 业务平稳。**胜利精密以 TV 结构件起家，在 TV 业务方面一直做得很不错。公司提供包括：支架、屏蔽罩等金属结构件、外壳前框后盖等塑胶结构件、电视机底座（base）、以及玻璃、贴合业务，从最初的低价值零散结构件供应商逐渐成长成为产品线较为齐全的高价值 TV“大部件”供应商。全球前 10 大品牌电视厂商中 9 家的供应商资质认证，主要客户包括全球最大的消费电子供应商之一飞利浦、视代、工厂商之一的冠捷，以及

国内外知名的电视品牌厂商 TCL、海信、Sony 等。2015 年，在不计入以下 SONY 新品订单业绩的情况下，TV 结构件营收预计保持平稳，为公司带来稳定现金收入。

- **与 SONY 合作研发 4.9mm 厚度超薄电视机引发市场热点。**2015 年 TV 业务新亮点就是公司与 SONY 合作研发的 4.9mm 厚度超薄电视机，包括其 55/65/75 寸的一系列产品，目前该产品已经量产并且在欧美市场上市。此款超薄电视机 2015 年将为公司带来并表后新增净利润 1~1.5 亿元。由于该款产品 SONY 是和公司的参股公司（东莞银特丰光学玻璃有限公司）直接发生交易，按照 40%的参股比例折算，将有 5000 万到 6000 万左右的归属母公司净利润增量。
- **SONY 这款产品有助于公司开拓更多客户，2016 年乐视、LG、和友达也会和公司进行 TV 业务上的合作。**

*图表 12：SONY 4.9mm BRAVIA X9000C 超薄 TV 新品*

来源：SONY 官网，国金证券研究所

## 2.2 “大部件”战略在 NB 终端结构件领域取得成功

- **NB 端的“大部件”指的是笔记本电脑上盖模组(Hinge Up)的整合组装。**所谓 Hinge Up 模组即笔记本电脑轴承以上的整体，包括机壳的 A 盖、B 盖、屏幕以及背光模组等。Hinge Up 组装是以 Open Cell (指不包括背光模组的液晶面板)整合背光模组与笔记本电脑背盖的方式进行组装，这种生产方式可以节省背板、面板外框及运输等成本，还可以使整个上盖模组更加轻薄。**公司的“大部件”策略，一方面对电脑厂商来说减少了采购步骤，做到了成本可控；另一方面，公司加深了与客户的合作，不仅获得了产业链上更大的价值量，也提高了客户的粘性。**

*图表 13：笔记本电脑 A 盖和 B 盖*

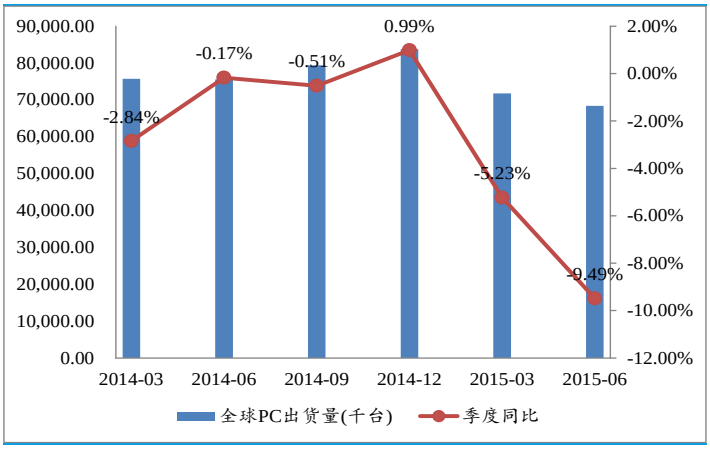
来源：公开资料，国金证券研究所

- **背靠联想、戴尔、惠普大客户，NB 业务业绩突出。**自 2014 年开辟 NB 业务，NB 业务营收快速上升：2014 年 NB 业务收入 12.64 亿（包括镁铝合金 1.76 亿，液晶显示屏 1.83 亿，塑品 NB 9.04 亿），已经超过 2014 年 TV 业务营收，为 12.53 亿(包括玻璃面板 0.82 亿， Base 2.51 亿，金属结构件 3.37 亿，塑胶结构件 5.82 亿)。而公司之所以在 NB 端能取得成功，一方面是由于背靠联想、戴尔、惠普这几个大客户，另一方面也离不开公司自身在金属结构件和塑胶结构件的多年技术积累。公司与联想的合作从 2014 年开始已经有 2 年。2015 年公司在联想集团的供应商大会上拿到了钻石奖，和公司一同拿到钻石奖的共有 7 家，国内供应商是京东方，国外供应商是 LG、三星、希捷等。能和这些大供应商（与联想的业务量在稳定在 10 亿元以上）比肩，充分说明了联想对公司的业务的高度认可和后续紧密合作的高成长性。联想的高端 NB 产品 YOGA 系列的镁铝金属合金 Hinge Up 是由公司提供的。
- **两大基地配套就近供货。**公司在安徽舒城基地的笔记本业务的主要客户是联想,除此之外，苏州基地服务于戴尔和惠普。就近供货提升了公司服务客户的反应能力，也加深与客户的合作并增强客户粘性。
- **产品结构转向中高端笔记本机型，产品利润率有望提升。**目前看来，虽然 NB 营收很大，但利润贡献率不高，净利率仅约 10%。所以苏州基地将来的市场定位是转向附加值较高的中高端笔记本机型。2015 年下半年，尤其到 2016 年，NB 这块业绩将会得到进一步释放。

### 2.3 “大部件”战略有望复制到移动终端结构件领域

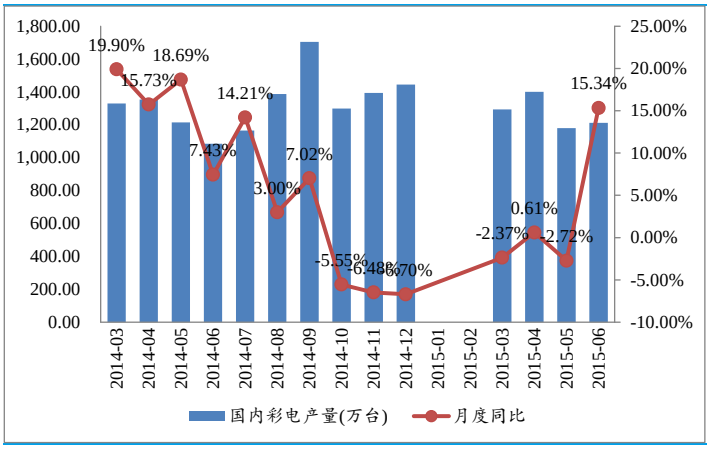
- **公司拟在手机终端复制 TV 和 NB 终端的大结构战略，打造“玻璃盖板+触控模组+减反射膜+金属机壳”大部件产品。**公司从 TV 端开始走模组出货的路线再到 NB 端的 Hinge Up 组装，模组整合出货的优点不言而喻，对于客户来说可以节约采购成本，对公司来说又可以增强盈利能力并拓展新的业务领域，可以说公司也是尝到了模组出货的甜头。因此，在 PC 市场和 TV 市场增长相继乏力的情况下，公司提出了将“大部件”战略转移至移动终端的计划，进军移动智能终端，拓展新的市场领域。

**图表 14：全球 PC 出货量下滑(季度)**




来源：Gartner，国金证券研究所

**图表 15：中国彩电产量(月度)**



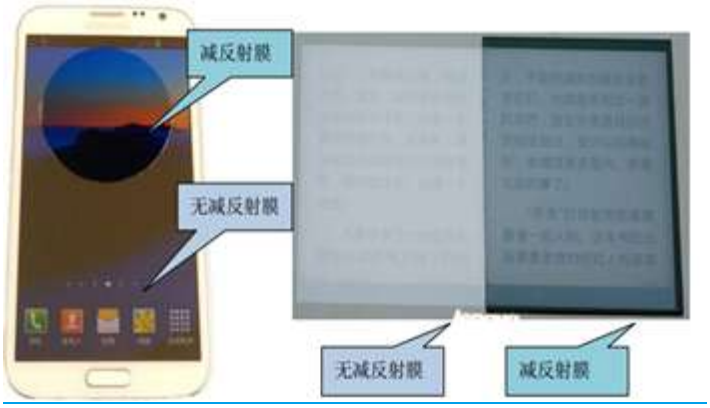

来源：国家统计局，国金证券研究所

- **公司通过收购智诚光学，以视窗防护玻璃为切入点，将触控模组、盖板玻璃、减反射膜和配套结构模组整合出货的战略延伸至移动智能终端。**从技术上来看，公司在 Hinge Up 模组出货的生产中积累了将触控模组和相关结构件整合出货的生产经验，生产尺寸较小的移动智能终端不存在难以逾越的技术障碍。但是另一方面，具有模组出货能力的公司也绝不仅仅只有胜利精密一家企业，所以这里不得不提到收购德乐科技的重要性。德乐科技是苹果、华为、酷派、中兴等品牌的分销商，通过德乐科技和这些品牌的合作关系，上述品牌都是公司未来潜在的客户。而德乐科技在终端销售以及用户反馈方面的数据也是各个手机品牌厂商所需的市场反馈数据。
- **此外，公司在减反射膜和金属机壳方面的技术积累也有助于获得手机厂商的青睐**，在双方合作愉快的基础上进而销售移动终端其余模组部件。因此我们说，收购三家标的公司后，公司获得的收益将是“1+3>4”的。

### 2.4 自主研发+并购，实现“减反射膜+玻璃盖板”组合协同效应

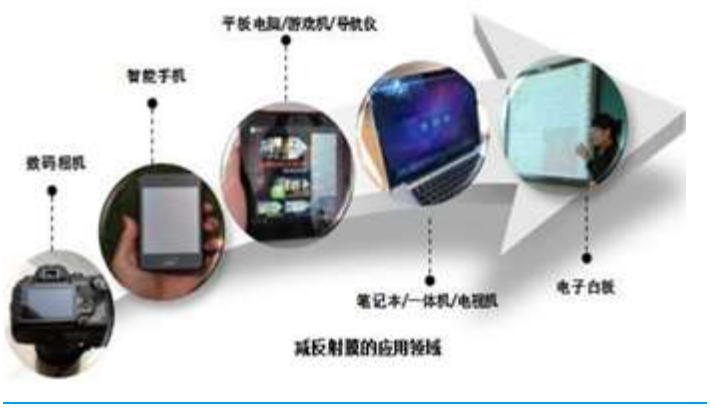
- 减反射膜(Anti-Reflection (AR) Coating)主要用于手机、平板电脑、笔记本电脑等移动终端，可以减少屏幕表面的反射光，提升幕表面的辨识度尤其是阳光下屏幕的辨识度。

**图表 16：使用减反射膜的效果展示**




来源：公司资料，国金证券研究所

**图表 17：减反射膜的应用领域**




来源：公司资料，国金证券研究所

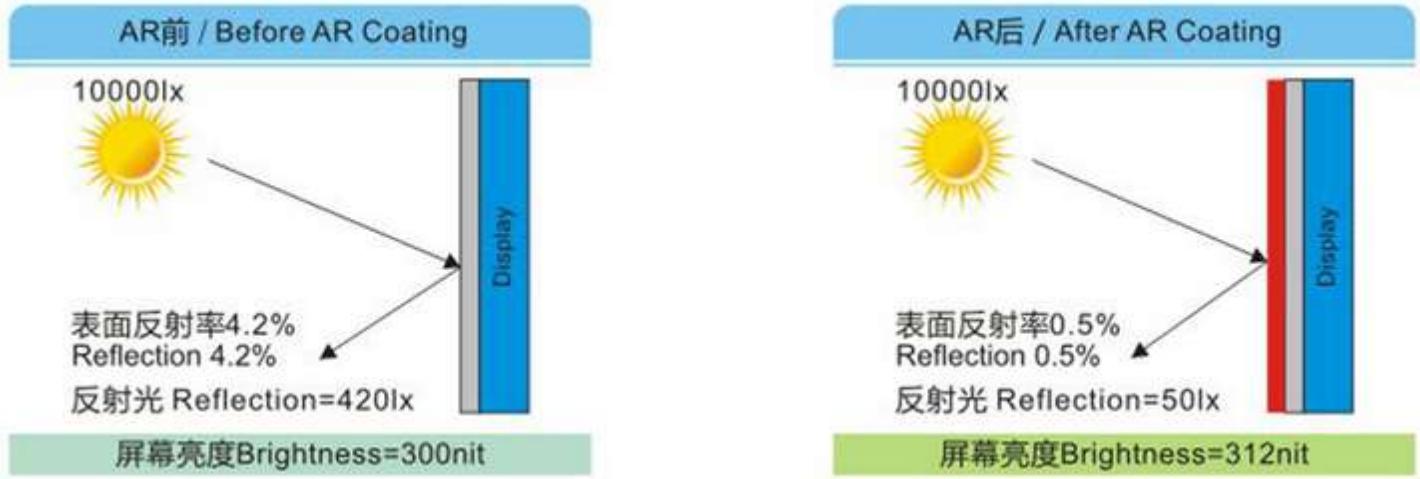
- 当光线经过两种介质的交界面时会同时发生反射与折射现象，两种介质的折射率差异越大，反射光越强。光线的入射角度不同，入射能量和反射能量的比值也不尽相同。而当光线接近垂直入射时，反射率可以由图表 18 中的公式计算得出。减反射镀膜是利用光的干涉原理，将多层特定厚度的不同折射率材料组合在一起，使反射光产生干涉，从而达到减小反射亮度的效果。

**图表 18：光线在介质表面的反射与折射现象**

来源：公司资料，国金证券研究所

- 以手机为例，在没有减反射膜的情况下屏幕表面的反射率大约为 4.2%，太阳光的反射光照度达到了 420 lux；在使用减反射膜以后，反射率下降到 0.5%，太阳光的反射光照度下降了 88%，只有 52 lux。

**图表 19：减反射膜应用于手机表面的效果**

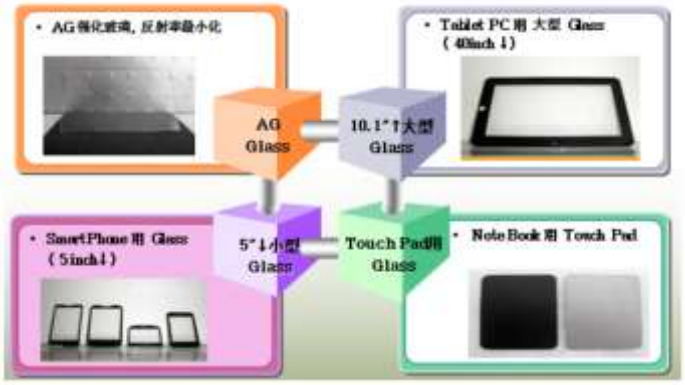



来源：公司资料，国金证券研究所

- **公司的减反射镀膜线是自主设计，可以实现 ITO、钝化层、减反射的双面连续镀膜，具有明显的成本优势，玻璃减反射镀膜已经完成了高硬度高耐磨膜层的研发并实现量产。**以前公司生产的减反射镀膜是用在一些高端 TV 产品上。目前在手机产品方面，公司已经与三星成立联合实验室合作开发，产品主要是 0.3/0.2 毫米减反射超薄盖板玻璃，目前产线满载，今年将会有很好的业绩增长。

- **并购标的实现协同效应。公司的并购标的之一——德乐科技的营销网络渠道可以拓展公司减反射膜产品的销售渠道，在分销移动终端的同时实现减反射产品的销售；**公司的另一收购标的——智诚光学的主要产品一直为手机视窗防护玻璃，占主营业务收入比例超过 90%。视窗防护玻璃又称盖板玻璃，主要原材料为超薄平板玻璃，经过切割、CNC 精雕、强化、镀膜、印刷等工艺处理后，具有防冲击、耐刮花、耐油污等功能。视窗防护屏贴合在触摸屏外表层，主要起保护及美化作用，广泛应用于手机、平板电脑、笔记本电脑、数码相机、GPS 导航仪、汽车仪表等产品。目前，苹果公司在 iPad 上使用了减反射膜，其他移动智能终端厂商很可能会相继效仿。**减反射膜作为盖板玻璃的附加值产品，有助于提升整个产品的竞争力与盈利能力，公司可以利用智诚光学在上游盖板玻璃加工的资源，获得为国内主要手机厂商提供减反射镀膜盖板玻璃的机会。**

**图表 20：智诚光学主要产品——视窗防护玻璃**




来源：公司资料，国金证券研究所

**图表 21：视窗防护玻璃的主要应用领域**

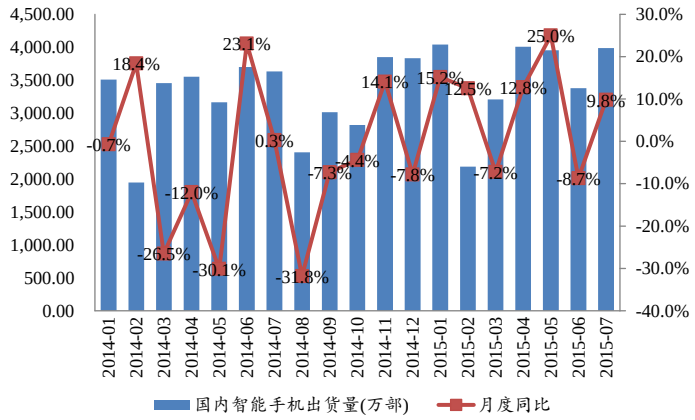
来源：公司资料，国金证券研究所

## 2.4 金属机壳新工艺，显著提高 CNC 效率

- **公司的可阳极氧化铝压铸工艺顺应当下机壳金属化的浪潮。**金属机壳是目前移动智能终端的发展方向，各大品牌的高端机型几乎都采用了金属机壳，并且有向中端机型蔓延的趋势。

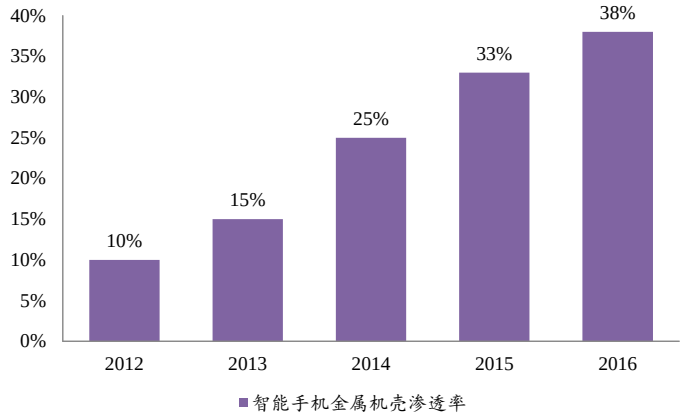
- **金属机壳作为提升手机档次的最简单直接的形式，自然会受到手机生产厂商的青睐。**近期大陆手机库存问题依然没有明显缓解的迹象，去化时间加长。分析国内智能手机出货量数据发现，1H2015 总体出货量相比 2014 年同期上升 7.5%，智能手机在国内的发展速度逐步放缓。因此，手机厂商只能不断提升自身产品的竞争力，才能在残酷的竞争中生存下来。目前，智能手机的硬件参数已经不再是各家厂商宣传和比拼的主战场，指纹识别、蓝宝石玻璃、金属机壳等才是主流的亮点。金属机壳作为提升手机档次的最简单直接的形式自然会受到手机生产厂商的青睐，华为、OPPO、ViVo、HTC、金立等厂商的主打机型也已经采用金属机壳。根据中国产业信息网的预测，随着越来越多的厂商采用金属机壳，在 2016 年渗透率有望达到 38%，市场规模有望从 2012 年的 8 亿美元上升到 2016 年的 83 亿美元。

**图表 22：国内智能手机出货量(月度)**




来源：国家统计局，国金证券研究所

**图表 23：智能手机金属机壳渗透率**




来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- **完成可阳极氧化铝压铸工艺的开发，大规模量产后有望成为金属机壳新的解决方案。**目前，金属机壳的主要工艺为挤压成型+CNC。由于 CNC 的工艺按时计价而目前来看并没有明显缩短加工时间的可能性，因此只有高端产品才能承担其高昂的成本，一个完全采用 CNC 法制作的金属机壳成本在 150~220 元/个区间范围，这显然不符合金属化机壳向中端机型蔓延的大趋势。冲压工艺很难制作复杂的结构，而压铸工艺和挤压+CNC 工艺相比在一致性上略差。我们认为，公司的金属机壳解决方案非常适合国内的手机厂商。一方面是由于压铸工艺适合中高端机型，而挤压+CNC 工艺更适用于“不差钱”的高端机型；另一方面，现有的 CNC 产量大部分被苹果、三

星所占据，新增的 CNC 产量依然难以满足大量国产手机的金属机壳需求。由于上述两个原因，再加上公司可以通过德乐科技和国内手机厂商打通关系，因此公司金属机壳的主要产品应该是国内手机厂商的中高端机型。通过金属机壳的合作，公司也有望继续拓展其移动终端“大部件”战略。

*图表 24：主要 CNC 产能分布*

| 厂商 | 国家/地区 | CNC 机台来源 | CNC 机台数目 | 主要客户或产品 |
|---|---|---|---|---|
| 可成 | 台湾 | 部分来自苹果 | 24000 | 苹果 iPhone、iPad、Macbook、HTCOne 等 |
| 鸿准 | 台湾 | 部分来自苹果 | 20000 | IPhone、iPad |
| 三星 | 韩国 | 自购 | 10000 | 三星 |
| 比亚迪电子 | 大陆 | 自购 | 15000 | 三星、华为、HTC |
| 长盈精密 | 大陆 | 自购 | 3200 | 三星、国内厂商 |
| 劲胜精密 | 大陆 | 自购 | 1200 | 三星 |

来源：公司公告，公开资料，国金证券研究所

- **可阳极氧化铝压铸工艺的关键之处在于其采用的原材料铝锭，公司是国内唯一有渠道获得该材料的公司。**一般的铝材料经过压铸工艺做成的结构件会存在很多表面瑕疵，后续无法利用阳极氧化工艺做出完美金属质感，也无法做更复杂的工艺如拉丝，只能采用喷涂喷漆的方式上色，故容易在使用中因磕碰掉漆。公司采用的特殊铝锭是经过其控股（54%）公司香港欧达可金属有限公司独家从其控股的韩国铝制品公司 GK 进口的,只有这种特殊铝材料经过压铸后进行阳极氧化铝工艺能够做出完美的金属质感，并且颜色多样（白色除外）。
- 公司于 2014 年底订货 CNC 数控机床 1100 台，其中 FANUC 和 Brother 大概分别 600 台和 400 台，后续还会有补充，但目前来看能够满足产能需求。因为公司新研发的可阳极氧化铝压铸工艺使得后续 CNC 加工时间缩短到纯粹 CNC 加工时长的 1/3，即一台 CNC 机床可相当于 3 台的产能。由于变相减少了机器折旧和摊销的费用，所以成本上会降低，公司估算至少降低 30%。另外，**利用新工艺可以实现渐变圆弧造型的复杂金属机壳产品，若使用 CNC 工艺则需要 7 轴的 CNC 机台才能实现，因此公司可以以较低的成本提供差异化的金属机壳产品。**
- **公司已为联想新的机型打样出金属中框，正在进行认证和推广，目前产品良率达到 50%以上，待进一步批量生产后良率还会有提升。**产能为 200 万个/月。公司拟在手机终端复制 TV 和 NB 终端的大结构战略，打造“盖板+触控模组+相机模组+中框”大部件。2016 年移动终端业绩会得到逐步体现。

*图表 25：胜利精密压铸设备*

来源：公司资料，国金证券研究所

*图表 26：胜利精密压铸金属机壳产品示例*

来源：公司资料，国金证券研究所

## 2.5 并购打造工业 4.0 闭环，积极姿态迎接工业 2025

- **并购打造工业自动化 4.0 闭环。**工业 4.0 不仅强调智能工厂，还包括了智能产品与各种服务信息的交流。它以 CPS（信息物理系统）为枢纽，将前

端客户、智能工厂、供应链和仓库以及后端服务共同形成一个完整的闭环。通过在智能产品中加入数据采集与反馈系统，在 CPS 架构下，让产品告诉制造系统自己应该被怎样制造，应该采取哪些改进。**胜利精密通过收购富强科技布局自动化生产装备制造领域，通过将德乐科技在终端销售方面的数据反馈给生产制造商，真正让厂商制造出消费者想要的产品。**

- **富强科技**
  - **未来智能制造设备的市场前景非常广阔。**中国工控网对 2014 年前三季度电子制造设备行业自动化市场分析显示，电子制造设备行业整体规模在 200~300 亿元，预计 2014 年自动化产品在电子制造设备行业的应用规模在 25 亿左右。《智能制造装备产业“十二五”发展规划》指出：2015 年，智能制造装备行业销售收入超过 1 万亿元，年均增长率超过 25%，工业增加值增速达到 35%；至 2020 年将建立完善的智能制造装备产业体系，产业销售收入超过 3 万亿元，实现装备的智能化及制造过程的自动化，使产业生产效率、产品技术水平和质量得到显著提高。
  - **富强科技是一家智能制造全方位解决方案提供商**，为客户提供定制化的自动化生产线系统集成方案，以及生产制造其中的部分组装与检测设备。图 9 和图 10 是公司部分产品的展示。富强科技是苹果 Apple Watch 生产线检测设备的供应商，和苹果直接签订合同，80%货款由苹果直接付款。Apple Watch 比 iPhone 的工艺自动化程度要高很多，Apple Watch 共 130 多道工艺，目前 30~40 道是自动化，并且其中自动化部分的检测设备中 80%来自富强科技。苹果公司对供应商的反应速度要求很高，为此公司专门在美国成立联合实验室，对于客户提出的要求做到一个月内就能出样品的超高反应速度。此外，富强科技的自动化生产线亦应用于三星笔记本电脑、雪佛兰科鲁兹的点火系统、博世力世乐油泵的装配系统以及英维康采血针的生产制造等。以 Apple Watch 产品线为契机，富强科技将会努力拓展更多的苹果产品线，其发展目标是 1 年内做到苹果供应商的前三名，营收增长 300%以上。

*图表 27：富强科技资产负债表主要数据单位：万元*

| 项目 | 2014 | 2013 | 2013 |
|---|---|---|---|
| 流动资产总额 | 22,137.71 | 774.77 | 381.30 |
| 非流动资产总额 | 491.49 | 258.88 | 165.0 |
| 资产总额 | 22,629.20 | 1,033.65 | 546.34 |
| 流动负债总额 | 17,564.33 | 1,015.97 | 582.02 |
| 非流动负债总额 | - | - | - |
| 负债总额 | 17,564.33 | 1,015.97 | 582.02 |
| 所有者权益合计 | 5,064.87 | 17.68 | -35.68 |

来源：公司资料，国金证券研究所

*图表 28：富强科技利润表主要数据单位：万元*

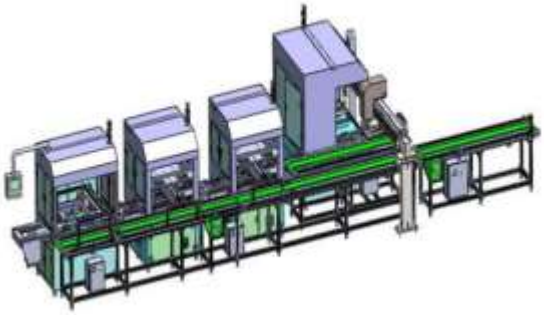
| 项目 | 2014 | 2013 | 2013 |
|---|---|---|---|
| 营业收入 | 18,049.25 | 1,729.66 | 432 |
| 营业利润 | 6,363.39 | 58.39 | -166.29 |
| 利润总额 | 6,229.64 | 59.74 | -171.54 |
| 净利润 | 4,747.18 | 53.37 | -174.68 |
| 扣除非经常性损益后的净利润 | 4,882.22 | 52.35 | -170.74 |

来源：公司资料，国金证券研究所

**图表 29：超高精度全尺寸检测设备**

来源：公司资料，国金证券研究所

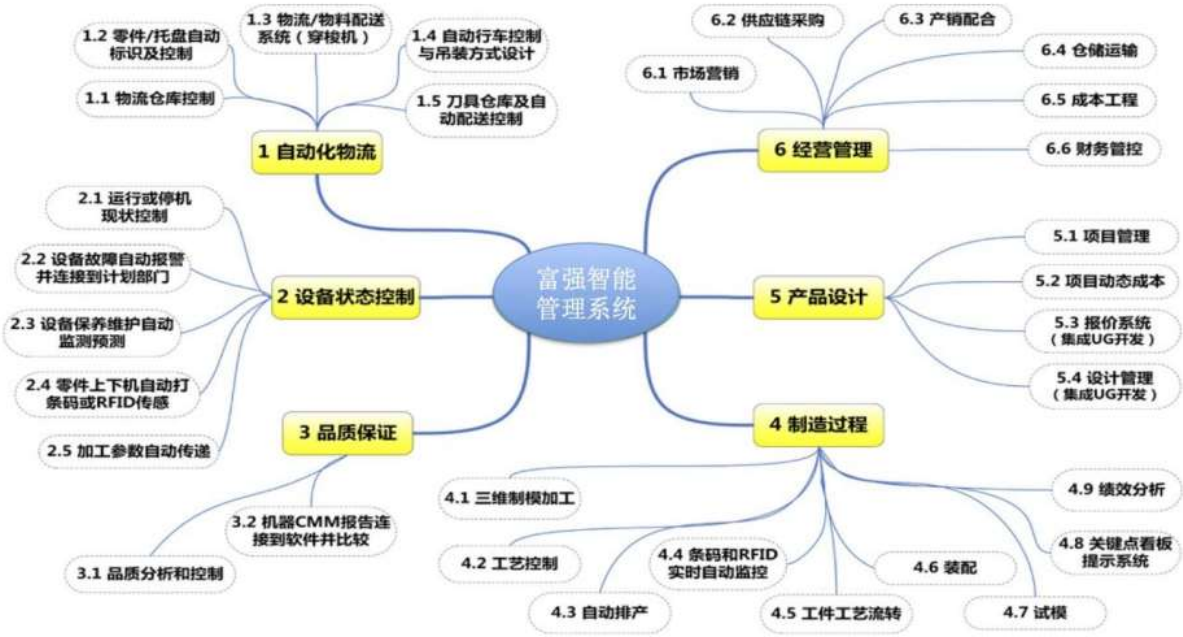
**图表 30：NB 金属壳全自动高精度检测分料集成系统**



来源：公司资料，国金证券研究所

- 富强科技还可以根据客户的需求与定制化的自动化设备同步开发智能制造管理系统。为客户提供设备生产过程中数据采集、分析处理、远程控制与远程服务等功能。**通过收购富强科技布局自动化生产设备和智能管理系统，胜利精密因此具备了打造智能工厂的硬件与软件实力。**

**图表 31：富强科技智能管理系统示意图**




来源：公司资料，国金证券研究所

- **收购富强科技有助为公司自身进行自动化升级，此举将提升公司的核心竞争力和持续盈利能力。**由于目前富强科技 90%的人力物力用于与苹果公司合作上，将会放在淡季时再考虑进行。考虑投入 400 万左右减少 60%的人工开销，预计一年半收回投资。
- **收购富强科技也将开拓为国内客户进行产线自动化安装和改造的服务业务。**产线自动化安装和改造的服务的利润率很高，毛利率约 70%-80%，净利率约 30%-40%。京东方在苏州新建基地的工艺线将会由公司提供服务，华为、联想的生产线改造也正在洽谈，方案设计预计在年底前完成。结合富强科技在智能制造设备以及整体解决方案方面的优势将会大大增进公司在智能制造领域的发展。

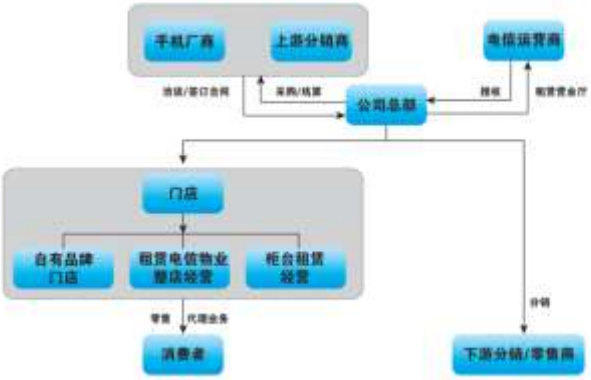
- **德乐科技**

- **德乐科技是一家区域领先的移动通信渠道服务商**，主要通过电信运营商合作营业厅连锁网点以及线上、线下的分销渠道，从事移动终端产品的导购、体验、销售和售后服务等综合性渠道服务，以及为消费者提供电信业务套餐办理、话费缴纳等运营商授权服务。德乐科技已经成为与江苏电信合作的最主要渠道服务商之一，江苏省内网点数量和业务量市场排名位居前列。

*图表 32：德乐科技营销网络分布*

来源：公司资料，国金证券研究所

*图表 33：德乐科技主营业务模式*




来源：公司资料，国金证券研究所

- **德乐科技作为手机的综合渠道销售商，公司与其在终端客户上有协同效应。**目前，德乐科技已是联想、华为、中兴通讯、宇龙酷派等知名手机厂商的区域分销商或全国分销商。通过收购得乐科技，以上手机品牌厂商可成为公司的潜在客户，不仅未来有望为其提供精密结构件，也有望对其输出自动化改造服务。另外，对于得乐科技而言也是获益颇丰，得乐科技原以江苏省业务为主，现在被公司收购后公司在资金上给予其充足流动性，可以做全国总包。其对赌业绩超预期，长远目标是 2~4 年以后做到近百亿营收。

- **收购德乐科技的重大意义在于帮助胜利精密实现布局工业 4.0 中十分重要的一个环节：产品数据的收集与反馈。**德乐科技具有直接面向消费者的广泛渠道，掌握消费者对移动终端产品的消费需求、用户体验、消费习性、消费动态等信息。胜利精密收购德乐科技后，可以直接通过移动终端销售数据的采集与分析，把握消费者对移动终端产品的偏好与变化，将终端用户的消费信息反馈给现有客户，与客户的研发团队紧密合作同步开发，形成 Design-In 的开发模式，提高对现有客户的服务能力、增强胜利精密与现有客户的合作粘性，增强胜利精密与其客户的合作深度及议价能力。

## 2.6 把握新能源行业爆发契机，拟涉猎锂电池隔膜业务

- **近看新能源汽车，远看储能，一近一远驱动锂电需求增长**

锂电池商用至今所应用的下游产品市场大致可以分为 3C（电脑，通讯，手机等）消费类电子终端市场，新能源电动车市场，以及储能市场。其中，3C 电子产品市场仍然是目前锂电池最大的需求市场，电子产品用锂电池的需求量稳中有增，主要靠智能手机和平板电脑来拉动；随着全球新能源产业的快速发展，动力类锂离子电池应运而生，并将成为未来发展的重要应用领域，近期主要靠电动交通工具的发展带动锂电池需求增长，远期来看储能产业也是一片蓝海。

### （一） 新能源汽车销量开始进入井喷，有望成为未来国内锂电池增长核心动力

在 3C 锂电时代，国内隔膜市场是相对稳定的小市场，动力电池的爆发将国内隔膜市场引向更大的市场。目前，锂电池是电动汽车的重要组成部分和核心技术体现点之一，在新能源汽车的成本中占比

很高，因此动力锂电池已逐步成为未来全球锂电池行业的重要增长点。全球动力锂电池市场从 2010 年左右开始随着新能源汽车行业的蓬勃发展而亦呈现高速增长态势，总需求量至 2013 年达 3.2Gwh，市场规模达 23 亿美元，2009-2013 年间的复合年增长率分别为 183.5%和 152.0%，市场规模占总体锂电池市场比例从接近零上升至 16%；预计 2015 年至 2022 年未来八年，全球动力锂电池市场将继续迅猛增长，预计至 2022 年，总需求量和市场规模将分别达到 54.9Gwh 和 267 亿美元，未来八年复合年增长率预计分别为 23.8%和 22.4%，市场规模占比将迅速提升至 63%左右。

***图表 34：全球动力锂电池市场需求与规模***

来源：IIT, 国金证券研究所

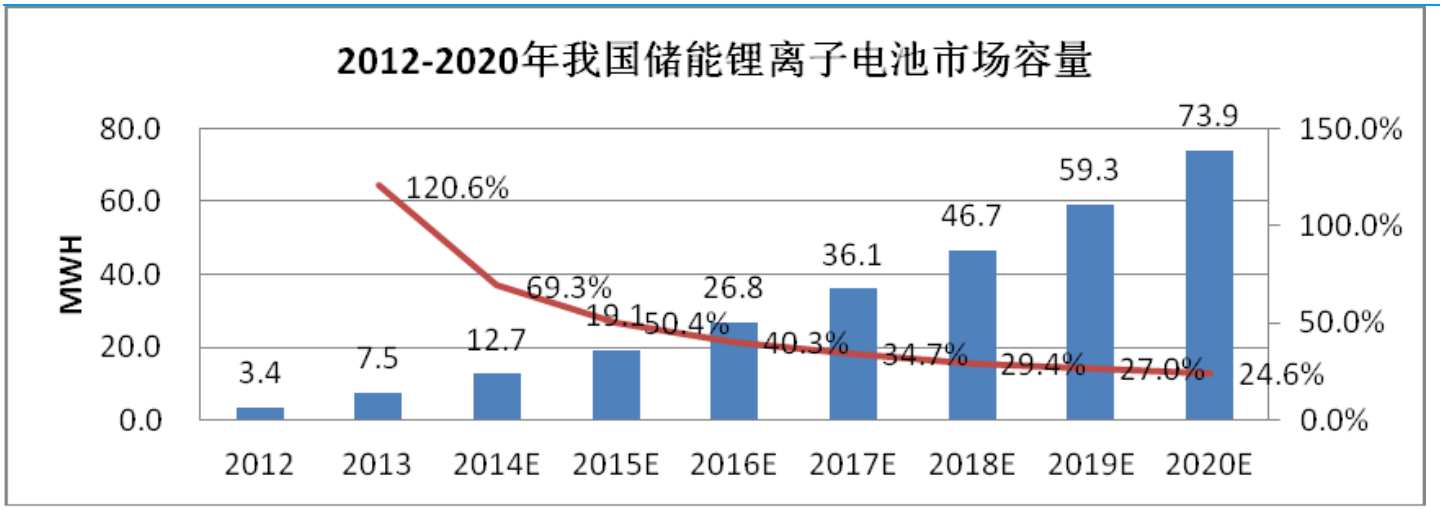
**（二） 锂电池与太阳能、风能联用，构成“全绿色”新能源储能发电系统**

能源是当今经济建设和社会发展的重要方面，如何调节能源供应紧张和充足时的负担始终是各国研究的课题。锂电池作为能源储备装置亦有广阔应用，即与太阳能、风能联用，构成“全绿色”新能源储能发电系统。

锂离子电池是绿色电池，因其高能量密度、良好的循环性能及高的荷电保持性能，被认为是高容量大功率电池的理想之选。作为理想的储能蓄电系统的关键材料，相对于目前在储能领域占绝对主导地位的铅酸电池，锂离子电池，例如磷酸铁锂电池具有价格低廉、无毒无污染、安全性好等特点；层状三元 Li-Ni-Mn-Co-O 正极材料具有容量高（140mA·h/g 以上），热稳定性、化学稳定性、大电流放电性能、安全性好等优点。总之，锂电池具备循环寿命长，能效高，能量密度大，绿色环保等优势，而且铅酸电池生产的使用会带来铅污染问题，正逐渐被政策限制使用，未来被锂离子电池和燃料电池取代的可能性很大。因此，锂离子电池在储能市场上有很好的应用前景，用它来代替酸电池将会大大有利于环境保护。锂离子电池作为目前应用最广泛的储能设备，应用领域更广。

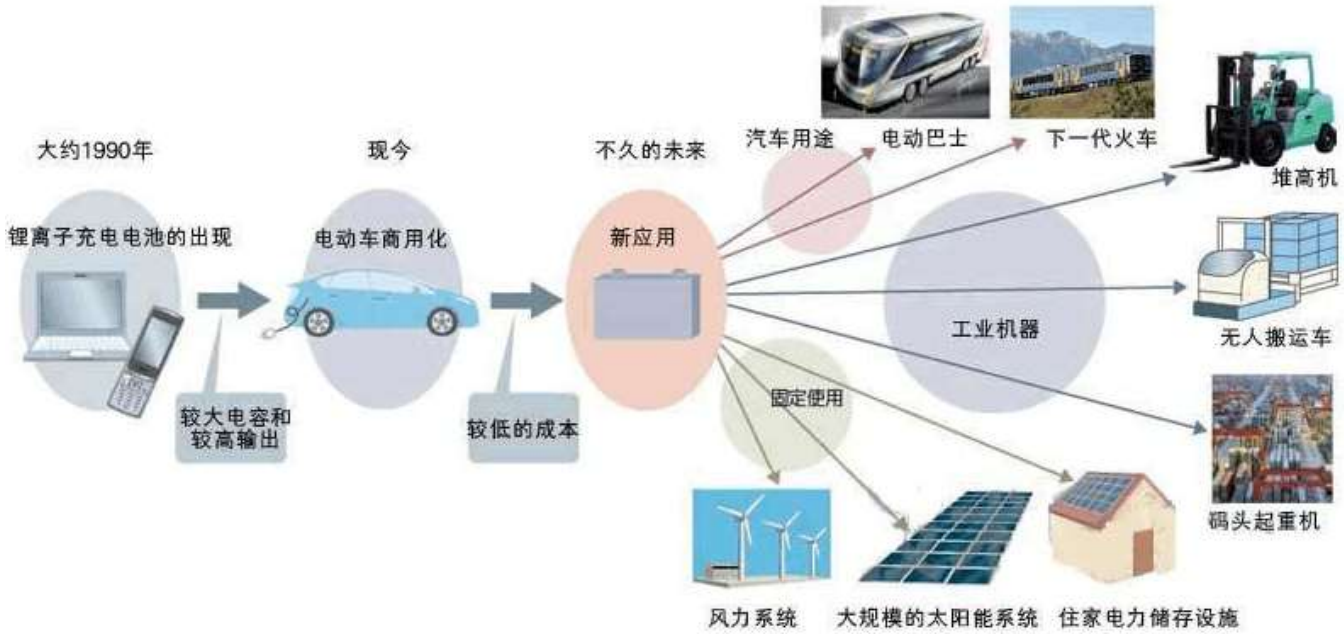
根据赛迪顾统计数据，2013 年我国储能锂离子电池市场容量为 7.5 MWH，预计到 2020 年将增至 73.9 MWH，2014 年至 2020 年的年均复合增长率为 46.94%。

*图表 35：储能锂电池中国市场需求*




来源：赛迪顾问，国金证券研究所

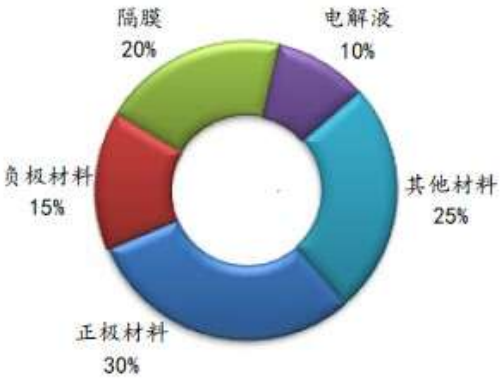
*图表 36：锂电池的下游应用市场广阔*




来源：百度资料，国金证券研究所

- 锂电池隔膜市场需求与竞争状况
  - **隔膜是锂电池的关键的内层组件之一，成本占比大。**锂电池有四大关键材料：负极材料、电解液、正极材料和隔膜，前三类已基本实现了国产化替代，而隔膜的国产化进程较晚开始，此类产品约占锂电池制造成本的 10%-20%。隔膜作为锂电池的关键的内层组件之一，其主要作用是使电池的正、负极分隔开来，防止两极接触而短路，此外还具有能使电解质离子通过的功能。隔膜的性能决定了电池的界面结构、内阻等，直接影响电池的容量、循环以及安全性能等特性，性能优异的隔膜对提高电池的综合性能具有重要的作用。

**图表 37：锂电池各原材料成本占比**




来源：公开资料，国金证券研究所

- **受益于下游新能源汽车电池和储能带动，锂电池隔膜市场需求大**

赛迪顾预计，全球锂电隔膜市场将从 2014 年 20.7 亿美元增长到 2017 年 42.6 亿美元，三年 CAGR 为 27.2%，中国市场则从 20.5 亿增长到 63 亿元，三年 CAGR 为 45.4%。具体来说，2014 年全球锂电隔膜市场为 20.7 亿美元，预计全球隔膜市场规模在 2015 年达到 27.7 亿美元，同比增长 33.82%；中国隔膜市场规模 2014 年为 20.5 亿美元，预计 2015 年达到 31.4 亿元，同比增长 53.17%。到 2017 年，全球和中国隔膜的市场规模将分别达到 42.6 亿美元和 63 亿元左右。

**图表 38：全球与中国锂电池隔膜市场规模**

来源：赛迪顾问，国金证券研究所整理

**图表 39：全球与中国锂电池隔膜产量**

来源：赛迪顾问，国金证券研究所整理

- **中国市场举足轻重，将成为全球重要的隔膜生产国家**

隔膜生产主要集中在日本、韩国、中国和美国。2014 年全球隔膜龙头依然是日本的旭化成，美国 Celgard 以及日本东燃，前三名总市场份额高达 40.5%，使得隔膜国际市场依旧是寡头垄断形态，但相比于 2013 年这三巨头的总体市占率 49%已经明显下降。值得注意的是，日本的这两家企业的主要增长得益于涂覆了陶瓷材料的 PE 隔膜产品，具有更薄的隔膜和更高的耐热性能；美国 Celgard 主要生产 PP/PE/PP 三层复合隔膜的动力锂离子电池业务。第四名的韩国 SK 创新公司除了本国固有的三星 SDI 客户外，其在中国的市场业务也拓展良好。中国的隔膜龙头企业新乡中科科技（Green）、佛山金辉高科、星源材质、河南义腾（Yiteng）分别位列第五、六、八、九位。

目前国内能够规模化生产并批量给下游电池厂供货的隔膜企业大约在15 家左右，整体的行业集中度并不高。排名第一的新乡中科科技（Green）的主打产品是 PP 隔膜，不过已经有试产的 PE 生产线；排名分列第二、第三的星源材质和金辉高科的产品分别以 PP 隔膜和 PE 隔膜为主。公司公告拟收购标的苏州捷力国内市占率为 0.78%。

**中国市场下游需求的带动和整个国产隔膜对进口隔膜的替代会非常明显，将会有部分隔膜企业实现出口，因此中国隔膜产量的增幅会远高于全球。**赛迪数据显示，全球锂离子电池隔膜产业在 2014 年整体产量为 11.85 亿平米，同比 2013 年增长 41.58%，而中国 2014 年锂离子电池隔膜产量达到 5.75 亿平方米，占到全球总产量的 48%左右。从增长幅度看，2014 年中国隔膜产量同比 2013 年增长 94.08%，增幅高于全球水平。预计到 2015 年，中国锂电池隔膜产量将同比大增 65.22%至 9.5 亿平方米左右，到 2017 年将达到 22.5 亿平方米，成为全球重要的隔膜生产国家。

*图表 40：2014 年全球主要隔膜企业市占率*

来源：赛迪顾问，第一电动网，国金证券研究所整理

*图表 41：2014 年中国本土主要隔膜企业市占率*

来源：赛迪顾问，第一电动网，国金证券研究所整理

- **拟收购标的苏州捷力资产优质，能扩大公司业务规模及增强公司盈利能力**
  - **业绩由亏损向好发展**

    公司拟以不超过 61,200 万元现金受让苏州捷力股东持有的苏州捷力 51%股权。苏州捷力 2014 年营收 5513 万元，净利润-11,682 亿元，2015 年 7 月底前营收 7477 万元，净利润-2191 万元。可以预计 2015 年的营收将有大幅增长，而净利润的亏损额度明显减少。为进一步确保公司利益，在签署股权转让协议时，公司将在协议中明确，苏州捷力原控股股东香港龙睿有限公司承诺苏州捷力 2016 年、2017 年和 2018 年净利润分别不低于为 13,000 万元、16,900 万元和 21,970 万元，否则现金补偿。

  - **具有先进的湿法隔膜技术，综合竞争力排名国内第二**

    随着政策推动和技术创新突破，国产替代进程将加速，突破路径首先在工艺，其中轻薄化成为趋势：对于消费类电池，湿法天然适合中高端；对于动力类电池，湿法 PE+涂覆将逐步进入高端应用。由此可见，

发展湿法隔膜技术替代传统干法隔膜技术，是增强产品竞争力和市占率的关键。苏州捷力湿法隔膜技术具有优势，在国内具备湿法隔膜工艺进行产品生产的企业中综合竞争力排名第二，并且在总体规模、企业产品与技术水平、团队与渠道建设能力、成长潜力等四个分项中均排名在第二或第三。

**图表 42：国内企业湿法隔膜竞争力排名**

| 排名 | 综合排名 | 总体规模 | 企业产品与技术水平 | 团队与渠道建设能力 | 成长潜力 |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 10% | 35% | 30% | 25% |
| 1 | 鸿图隔膜 | 金辉高科 | 鸿图隔膜 | 星源材质 | 星源材质 |
| 2 | 苏州捷力 | 纽米科技 | 苏州捷力 | 鸿图隔膜 | 纽米科技 |
| 3 | 星源材质 | 苏州捷力 | 纽米科技 | 苏州捷力 | 苏州捷力 |
| 4 | 纽米科技 | 天津东皋 | 上海恩捷 | 纽米科技 | 鸿图隔膜 |
| 5 | 金辉高科 | 鸿图隔膜 | 星源材质 | 天津东皋 | 金辉高科 |
| 6 | 天津东皋 | 上海恩捷 | 天津东皋 | 中科科技 | 河北金力 |
| 7 | 上海恩捷 | 星源材质 | 河北金力 | 金辉高科 | 天津东皋 |
| 8 | 中科科技 | 中科科技 | 金辉高科 | 上海恩捷 | 中科科技 |
| 9 | 河北金力 | 河北金力 | 中科科技 | 河北金力 | 上海恩捷 |

来源：赛迪顾问，第一电动网，国金证券研究所

**图表 43：国内企业干法隔膜竞争力排名**

| 排名 | 综合排名 | 总体规模 | 企业产品与技术水平 | 团队与渠道建设能力 | 成长潜力 |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 10% | 35% | 30% | 25% |
| 1 | 星源材质 | 中科科技 | 星源材质 | 星源材质 | 沧州明珠 |
| 2 | 沧州明珠 | 星源材质 | 沧州明珠 | 沧州明珠 | 星源材质 |
| 3 | 中科科技 | 河南义腾 | 中科科技 | 中科科技 | 河南义腾 |
| 4 | 河南义腾 | 沧州明珠 | 河南义腾 | 河南义腾 | 中科科技 |
| 5 | 东航光电 | 东航光电 | 南通天丰 | 东航光电 | 东航光电 |
| 6 | 南通天丰 | 南通天丰 | 东航光电 | 南通天丰 | 正华隔膜 |
| 7 | 正华隔膜 | 正华隔膜 | 正华隔膜 | 正华隔膜 | 南通天丰 |

来源：赛迪顾问，第一电动网，国金证券研究所

- **客户资源优质**

  苏州捷力的锂电池隔膜产品目前已稳定供货国内外主要锂电池生产商，如新能源（香港）科技有限公司（简称“ATL”）、比亚迪、珠海光宇、韩国 LG。其主要客户本身或其下游终端用户多为国内外知名消费电子和新能源汽车厂商，这将有助于巩固公司在诸多现有下游客户中的产业链地位，并为公司现有业务进入新客户供应链体系提供便利。

- 综上所述，本次拟收购的标的苏州所在行业前景广阔，在锂离子电池隔膜行业具有领先地位，具备较强的持续盈利能力。因此，本次收购完成后公司的资产质量、业务规模及盈利能力均将得到大幅度提升。

## 三、盈利预测

**图表 44：公司分业务收入和毛利率预测**

| | 分产品 | 项目 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| NB 大结构件 | 塑品 NB | 收入（百万元） | -- | 904.53 | 1,175.20 | 1,648.50 | 2,225.40 |
| | | 增长率(%) | -- | -- | 29.92% | 40.27% | 35.00% |
| | | 毛利率(%) | -- | 10.27% | 10.27% | 10.27% | 10.27% |
| | 液晶显示屏 | 收入（百万元） | -- | 183.00 | 247.10 | 333.50 | 450.20 |
| | | 增长率(%) | -- | -- | 35.03% | 34.97% | 34.99% |
| | | 毛利率(%) | -- | 2.20% | 2.20% | 2.20% | 2.20% |
| | 镁铝合金 | 收入（百万元） | -- | 176.49 | 304.00 | 608.00 | 1,216.00 |
| | | 增长率(%) | -- | -- | 72.25% | 100.00% | 100.00% |
| | | 毛利率(%) | -- | 24.61% | 24.61% | 24.61% | 24.61% |
| TV 大结构件 | 金属结构件 | 收入（百万元） | 345.48 | 336.92 | 336.92 | 336.92 | 336.92 |
| | | 增长率(%) | 22.34% | -2.48% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | 毛利率(%) | 20.19% | 28.72% | 28.70% | 28.70% | 28.70% |
| | 塑胶结构件 | 收入（百万元） | 601.45 | 581.81 | 581.81 | 581.81 | 581.81 |
| | | 增长率(%) | 2.10% | -3.27% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | 毛利率(%) | 11.68% | 19.00% | 19.00% | 19.00% | 19.00% |
| | BASE | 收入（百万元） | 394.05 | 251.20 | 251.20 | 251.20 | 251.20 |
| | | 增长率(%) | -22.16% | -36.25% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | 毛利率(%) | 18.56% | 26.56% | 26.56% | 26.56% | 26.56% |
| | 玻璃面板 | 收入（百万元） | 288.12 | 82.67 | 264.50 | 529.00 | 793.00 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 增长率(%) | -- | -71.31% | 219.95% | 100.00% | 49.91% |
| | 毛利率(%) | 8.74% | 4.51% | 4.51% | 4.51% | 4.51% |
| 手机等智能移动终端大部件 | 收入（百万元） | -- | -- | 225.00 | 390.00 | 648.00 |
| | 增长率(%) | -- | -- | -- | 73.33% | 66.15% |
| | 毛利率(%) | | | 20.00% | 35.00% | 35.00% |
| 金属材料加工及配送 | 收入（百万元） | 413.32 | 484.29 | 567.44 | 663.90 | 776.77 |
| | 增长率(%) | 41.78% | 17.17% | 17.17% | 17.00% | 17.00% |
| | 毛利率(%) | 14.01% | 16.04% | 16.04% | 16.04% | 16.04% |
| 模具 | 收入（百万元） | 24.45 | 31.03 | 31.03 | 31.03 | 31.03 |
| | 增长率(%) | -12.77% | 26.91% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率(%) | 17.54% | 15.54% | 15.54% | 15.54% | 15.54% |
| 其他 | 收入（百万元） | 13.48 | 2.40 | 2.40 | 2.40 | 2.40 |
| | 增长率(%) | 218.68% | -82.20% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率(%) | <0 | <0 | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 总计 | 收入总计（百万元） | **2084.34** | **3034.34** | **3986.60** | **5376.26** | **7312.73** |
| | 增长率(%) | 23.4% | 53.5% | 22.4% | 34.9% | 36.0% |
| | 综合毛利率(%) | **14.37%** | **16.11%** | **15.74%** | **16.22%** | **16.46%** |

来源：历史数据来自 Wind, 国金证券研究所

- 在不考虑被并购的富强科技、智诚光学、以及德乐科技三家子公司带来的公司业务扩展和营收增长情况下，即仅考虑公司内涵式增长，我们预计公司 2015 年~2017 年销售收入分别为 39.9 亿元、53.8 亿元、73.1 亿元，对应的净利润分别为 2.53 亿元、3.62 亿元、5.09 亿元，对应的 EPS 分别为 0.22 元、0.31 元、 0.44 元。
- 收购的富强科技、智诚光学以及德乐科三家公司承诺的 2015-2017 年净利润分别为：2.2 亿、2.61 亿、3.14 亿，并于 3Q2015 并表。我们认为它们承诺的净利润能够达到预期，假设今年实际并表的业绩为 0.7 亿元，则保守估计我们预计公司 2015 至 2017 三年的净利润分别为 3.23、6.23、8.23 亿元，不考虑新定增预案股本增厚下对应的 EPS 分别为 0.28 元、0.53 元、0.71 元。若考虑股本增厚，2016 年与 2017 年 EPS 为 0.44 元与 0.56 元。

***图表 45：并购并表后，公司净利润预测(百万元)***

| | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|
| 上市公司净利润 | 253 | 362 | 509 |
| 富强科技净利润 | 100 | 120 | 144 |
| 智诚光学净利润 | 40 | 45 | 55 |
| 得乐科技净利润 | 80 | 96 | 115.2 |
| 预计并表后合计净利润 | 323* | 623 | 823.2 |

来源：公司公告，国金证券研究所

*注：假设今年实际并表的业绩为 0.7 亿元

## 四、股票估值与投资建议

公司 2015~2017 年公司内涵生长与外延并购相结合，业绩增长可期性强烈：内涵式生长方面，TV 业务平稳发展为公司带来稳定现金流收益，NB 业务绑定联想、戴尔等大客户，订单有保障，手机等移动终端市场开拓已经从样品研发将要进入放量阶段；外延并购方面，长期看好并购之后在客户协同、智能自动化生产线改造服务、手机等移动终端产品分销服务等所带来的确定性未来业绩成长。

考虑到并购的三家子公司于 3Q2015 并表，按照承诺净利润保守估计，我们预计公司 2015~2017 年每股收益分别为 0.28 元、0.53 元、0.71 元，三年年复合增长率为 71.8%，目前股价对应 2015~2017 年市盈率分别为 62.1、32.2、24.4 倍。若考虑未来定增股本增厚，2016 年与 2017 年 EPS 分别为 0.44 元与 0.56 元，目前股价对应的市盈率分别为 39.1 和 30.8 倍。

我们选取了目前 A 股上市企业中和公司原有业务近似、同属于电子零部件子行业的可比电子元器件厂，如长盈精密、立讯精密、顺络电子、环旭电子、欧菲光、欣旺达等做为相关估值的参照；同时，考虑到公司并购而将新业务扩展至工业 4.0 等新领域，我们也选取了部分可比工业 4.0 公司估值进行参照。最终得出 2016 年平均市盈率 48.2 倍，显示公司 2016 年市盈率 39.1 倍与该参考标准 48.2 倍相比有较大的上涨空间。因此我们给予公司 2016 年目标市盈率为 48.2 倍，得出目标价为 21.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

***图表 46：A 股相关公司盈利预测与估值水平对比***

| 代码 | 公司 | 市值（亿元） | EPS(元) | | | | PE(元) | | | | PB (X) 2014 | EPS CAGR (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | | |
| 002456.SZ | 欧菲光 | 234.3 | 0.71 | 0.81 | 1.10 | 1.49 | 32.0 | 28.2 | 20.7 | 15.3 | 4.0 | 28.0 |
| 300115.SZ | 长盈精密 | 181.0 | 0.56 | 0.90 | 1.29 | 1.77 | 58.1 | 36.3 | 25.2 | 18.4 | 8.9 | 46.8 |
| 002475.SZ | 立讯精密 | 403.6 | 0.80 | 0.79 | 1.18 | 1.59 | 40.4 | 40.7 | 27.5 | 20.3 | 8.1 | 25.8 |
| 002138.SZ | 顺络电子 | 94.0 | 0.60 | 0.36 | 0.47 | 0.63 | 21.1 | 35.3 | 26.8 | 20.3 | 4.4 | 1.4 |
| 601231.SH | 环旭电子 | 314.0 | 0.64 | 0.41 | 0.61 | 0.76 | 22.5 | 35.0 | 23.6 | 19.1 | 5.0 | 5.8 |
| 300115.SZ | 长盈精密 | 181.0 | 0.56 | 0.90 | 1.29 | 1.77 | 58.1 | 36.3 | 25.2 | 18.4 | 8.9 | 46.8 |
| 002055.SZ | 得润电子 | 145.3 | 0.24 | 0.36 | 0.60 | 0.91 | 135.6 | 89.6 | 53.9 | 35.3 | 10.2 | 56.6 |
| 002635.SZ | 安洁科技 | 99.5 | 0.70 | 0.65 | 0.91 | 1.20 | 36.5 | 39.6 | 28.1 | 21.4 | 7.7 | 19.6 |
| 000049.SZ | 德赛电池 | 93.7 | 1.14 | 1.45 | 1.89 | 2.38 | 40.0 | 31.5 | 24.2 | 19.2 | 10.2 | 27.7 |
| 002380.SZ | 科远股份 | 61.9 | 0.42 | 0.33 | 0.52 | 0.67 | 72.2 | 92.0 | 58.7 | 45.5 | 6.5 | 16.6 |
| 300193.SZ | 佳士科技 | 59.2 | 0.24 | 0.13 | 0.16 | 0.20 | 48.6 | 92.5 | 74.4 | 57.5 | 3.1 | -5.4 |
| 300173.SZ | 智慧松德 | 110.0 | 0.07 | 0.15 | 0.23 | 0.31 | 268.1 | 127.4 | 82.8 | 59.9 | 7.2 | 64.9 |
| 300024.SZ | 机器人 | 523.8 | 0.50 | 0.65 | 0.90 | 1.20 | 160.0 | 122.2 | 89.1 | 66.5 | 26.4 | 34.0 |
| 002527.SZ | 新时达 | 141.4 | 0.55 | 0.34 | 0.44 | 0.52 | 43.6 | 69.5 | 54.7 | 45.7 | 6.9 | -1.6 |
| 300222.SZ | 科大智能 | 116.0 | 0.53 | 0.21 | 0.28 | 0.38 | 36.3 | 92.8 | 69.0 | 50.9 | 8.8 | -10.6 |
| 300097.SZ | 智云股份 | 47.5 | 0.18 | 0.25 | 0.65 | 0.87 | 217.3 | 154.9 | 60.2 | 45.0 | 10.1 | 69.0 |
| 300161.SZ | 华中数控 | 41.6 | 0.07 | 0.22 | 0.36 | 0.46 | 388.8 | 115.8 | 71.9 | 55.6 | 4.5 | 91.2 |
| 平均 PE | | | | | | | 97.7 | 73.5 | 48.2 | 36.2 | | |

来源：Wind（按 2015 年 10 月 29 日收盘价计算,EPS 与 PE 为 Wind 一致预期），国金证券研究所

## 附录：三张报表预测摘要

**损益表（人民币百万元）**

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **主营业务收入** | **1,720** | **2,122** | **3,256** | **3,987** | **5,376** | **7,313** |
| 增长率 | | 23.4% | 53.5% | 22.4% | 34.9% | 36.0% |
| 主营业务成本 | -1,430 | -1,832 | -2,796 | -3,359 | -4,504 | -6,109 |
| *%销售收入* | 83.1% | 86.3% | 85.9% | 84.3% | 83.8% | 83.5% |
| 毛利 | 290 | 290 | 460 | 628 | 872 | 1,204 |
| *%销售收入* | 16.9% | 13.7% | 14.1% | 15.7% | 16.2% | 16.5% |
| 营业税金及附加 | -6 | -5 | -5 | -7 | -9 | -12 |
| *%销售收入* | 0.4% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 营业费用 | -67 | -52 | -70 | -85 | -115 | -156 |
| *%销售收入* | 3.9% | 2.5% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 2.1% |
| 管理费用 | -140 | -150 | -194 | -237 | -320 | -435 |
| *%销售收入* | 8.1% | 7.1% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% |
| 息税前利润（EBIT） | 77 | 83 | 191 | 299 | 428 | 600 |
| *%销售收入* | 4.5% | 3.9% | 5.9% | 7.5% | 8.0% | 8.2% |
| 财务费用 | -3 | -16 | 2 | -8 | -7 | 0 |
| *%销售收入* | 0.2% | 0.8% | -0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.0% |
| 资产减值损失 | -12 | -6 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 5 | -2 | -10 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 13 | 41 | -19 | 79 | 289 | 337 |
| *%税前利润* | 15.3% | 26.0% | n.a | 21.1% | 40.4% | 35.8% |
| 营业利润 | 79 | 100 | 165 | 370 | 710 | 937 |
| *营业利润率* | 4.6% | 4.7% | 5.1% | 9.3% | 13.2% | 12.8% |
| 营业外收支 | 3 | 58 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 税前利润 | 83 | 158 | 170 | 374 | 715 | 942 |
| *利润率* | 4.8% | 7.4% | 5.2% | 9.4% | 13.3% | 12.9% |
| 所得税 | -15 | -30 | -22 | -45 | -86 | -113 |
| *所得税率* | 18.2% | 19.0% | 13.0% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| 净利润 | 68 | 128 | 148 | 329 | 629 | 829 |
| 少数股东损益 | 6 | 12 | 8 | 6 | 6 | 6 |
| **归属于母公司的净利润** | **61** | **116** | **140** | **323** | **623** | **823** |
| *净利率* | 3.6% | 5.4% | 4.3% | 8.1% | 11.6% | 11.3% |

**现金流量表（人民币百万元）**

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 68 | 128 | 148 | 329 | 629 | 829 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 67 | 68 | 80 | 59 | 68 | 74 |
| 非经营收益 | -8 | -27 | 54 | -34 | -245 | -291 |
| 营运资金变动 | 46 | -13 | -443 | -38 | -123 | -239 |
| **经营活动现金净流** | **174** | **156** | **-161** | **316** | **328** | **374** |
| 资本开支 | -225 | -358 | -529 | -299 | -124 | -105 |
| 投资 | 40 | -60 | -58 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 13 | 13 | 3 | 79 | 289 | 337 |
| **投资活动现金净流** | **-173** | **-406** | **-583** | **-221** | **165** | **232** |
| 股权募资 | 8 | 35 | 1,461 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -27 | 314 | 451 | 176 | 144 | -11 |
| 其他 | -43 | -58 | -228 | -38 | -147 | -150 |
| **筹资活动现金净流** | **-62** | **292** | **1,684** | **138** | **-3** | **-161** |
| **现金净流量** | **-61** | **42** | **940** | **233** | **490** | **445** |

**资产负债表（人民币百万元）**

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 358 | 430 | 1,517 | 1,750 | 2,240 | 2,685 |
| 应收款项 | 545 | 591 | 1,214 | 1,112 | 1,456 | 1,980 |
| 存货 | 307 | 349 | 602 | 663 | 766 | 1,039 |
| 其他流动资产 | 148 | 245 | 305 | 336 | 417 | 430 |
| 流动资产 | 1,359 | 1,615 | 3,638 | 3,861 | 4,879 | 6,134 |
| *%总资产* | 66.6% | 64.8% | 70.8% | 69.1% | 73.2% | 77.1% |
| 长期投资 | 35 | 50 | 123 | 124 | 123 | 123 |
| 固定资产 | 568 | 676 | 1,205 | 1,451 | 1,508 | 1,539 |
| *%总资产* | 27.8% | 27.1% | 23.5% | 26.0% | 22.6% | 19.3% |
| 无形资产 | 69 | 140 | 153 | 149 | 154 | 160 |
| 非流动资产 | 682 | 876 | 1,500 | 1,726 | 1,788 | 1,823 |
| *%总资产* | 33.4% | 35.2% | 29.2% | 30.9% | 26.8% | 22.9% |
| **资产总计** | **2,041** | **2,491** | **5,138** | **5,588** | **6,666** | **7,958** |
| 短期借款 | 100 | 403 | 716 | 896 | 1,040 | 1,028 |
| 应付款项 | 528 | 586 | 1,177 | 1,117 | 1,499 | 2,033 |
| 其他流动负债 | 37 | 48 | 58 | 165 | 188 | 226 |
| 流动负债 | 665 | 1,037 | 1,951 | 2,178 | 2,726 | 3,287 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 140 | 140 | 140 | 141 |
| 其他长期负债 | 1 | 1 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| **负债** | **666** | **1,038** | **2,103** | **2,318** | **2,866** | **3,428** |
| **普通股股东权益** | 1,328 | 1,406 | 2,987 | 3,216 | 3,740 | 4,465 |
| 少数股东权益 | 48 | 47 | 47 | 53 | 59 | 65 |
| **负债股东权益合计** | **2,041** | **2,491** | **5,138** | **5,588** | **6,666** | **7,958** |

**比率分析**

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **每股指标** | | | | | | |
| 每股收益 | 0.153 | 0.288 | 0.142 | 0.277 | 0.534 | 0.705 |
| 每股净资产 | 3.316 | 3.510 | 3.031 | 3.263 | 3.795 | 4.530 |
| 每股经营现金净流 | 0.434 | 0.389 | -0.164 | 0.321 | 0.333 | 0.379 |
| 每股股利 | 0.100 | 0.100 | 0.100 | 0.100 | 0.100 | 0.100 |
| **回报率** | | | | | | |
| 净资产收益率 | 4.60% | 8.22% | 4.69% | 10.06% | 16.66% | 18.43% |
| 总资产收益率 | 2.99% | 4.64% | 2.73% | 5.79% | 9.35% | 10.34% |
| 投入资本收益率 | 4.26% | 3.61% | 4.27% | 6.11% | 7.57% | 9.27% |
| **增长率** | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 9.75% | 23.36% | 53.47% | 22.45% | 34.86% | 36.02% |
| EBIT 增长率 | -22.64% | 7.79% | 131.13% | 56.02% | 43.37% | 40.15% |
| 净利润增长率 | -13.24% | 89.03% | 21.20% | 130.98% | 92.68% | 32.06% |
| 总资产增长率 | 8.11% | 22.03% | 106.25% | 8.76% | 19.30% | 19.37% |
| **资产管理能力** | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 97.6 | 86.4 | 95.2 | 95.0 | 92.0 | 92.0 |
| 存货周转天数 | 70.5 | 65.4 | 62.1 | 72.0 | 62.1 | 62.1 |
| 应付账款周转天数 | 98.1 | 78.4 | 81.7 | 82.0 | 82.0 | 82.0 |
| 固定资产周转天数 | 99.2 | 97.7 | 78.8 | 73.1 | 56.7 | 42.2 |
| **偿债能力** | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -19.40% | -2.32% | -21.78% | -21.84% | -27.90% | -33.46% |
| EBIT 利息保障倍数 | 29.5 | 5.2 | -102.9 | 36.7 | 60.1 | 4,497.9 |
| 资产负债率 | 32.62% | 41.67% | 40.93% | 41.49% | 43.00% | 43.07% |

来源：公司年报、国金证券研究所

***市场中相关报告评级比率分析***

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|---|---|---|---|---|---|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **评分** | **0.00** | **0.00** | **0.00** | **0.00** | **0.00** |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

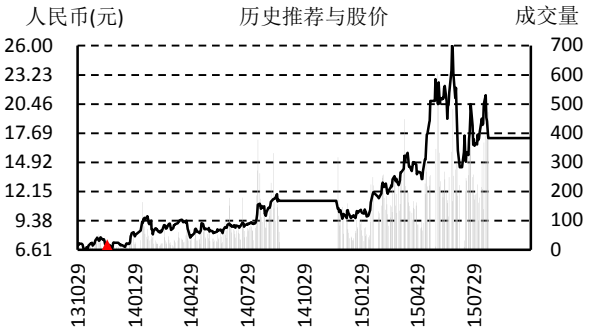
1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

***历史推荐和目标定价(人民币)***

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 2013-12-16 | 增持 | 14.30 | 16.35～16.35 |

来源：国金证券研究所




**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD