

证券研究报告

智能智造与新能源双龙头

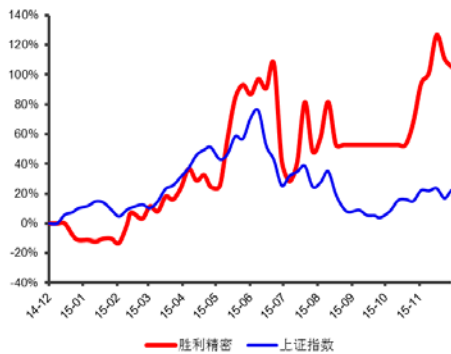
电子行业

2015年12月3日

——胜利精密（002426）对外投资公告点评

投资评级：强烈推荐

最近52周走势：



相关研究报告：

《胜利精密（002426）调研报告—内生外延齐发，高速增长可期》2015.2.16  
《胜利精密（002426）公告点评—继续布局自动化，打造智能制造龙头》2015.8.17

报告作者：

牧原

执业证书编号：S0590515040002

联系人：

牧原

电话：0510-82833217

Email: muy@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：

12月3日晚胜利精密(002426)公告，控股子公司苏州捷力拟投资14亿元在合肥建设锂电隔膜生产线10条，预计可年产5亿平方米动力及储能锂离子电池隔膜，资金来源为自有资金，视项目实施情况公司或将采取银行贷款等其他方式取得资金。

点评：

- **锂电隔膜产能跃升直逼全球龙头。**公司预计此项目建设期3年，2016年开始建设并安装调试，2017年形成稳定量产，预计2017年锂电湿法隔膜产量不低于3000万平方米，产值预计不少于1.2亿元，2018年产值预计5亿元，2019年项目全部建成达产后，将形成10条锂电湿法隔膜生产线，预计锂电湿法隔膜年产量达3亿平方米，产值预计10亿元。考虑到苏州厂区的产能，公司的锂电湿法隔膜年产量将达到6亿平方米，产值20亿元，如果按40%的净利率计算将带来8亿净利润。赛迪顾问预计，2015年全球锂电隔膜年产量为16.8亿平方米，2017年增长到35.5亿平方米，公司6亿平方米的产能规模相当可观，预计仅次于目前的龙头日本旭化成。而将来公司还有可能启动二期项目，锂电隔膜领域的龙头呼之欲出。
- **技术先进后者难追。**锂电隔膜越做薄技术难度越大，公司现在基本只做12U以下的，7U膜现在在国内很少厂家能做，公司不但能做，而且良品率远高于一般水平，公司的7U膜5U膜产品和旭化成同时供给ATL，所以公司的技术和旭化成同处于领先水平，目前的扩产只是相同技术的复制，相对比较简单。而对于其他落后的企业来说，要建设一条产线的周期非常长，设备商要提前一年半生产，安装半年，调试半年，这样就过了二年半，大的电芯厂测试周期是一年，所以一个产品至少要三年半，难以追赶公司的前进步伐。
- **3C类智能制造龙头。**除了进军新能源，公司还将在前期收购的富强科技基础上打造智能制造平台，今年来频频发力不断超预期。

富强科技的优势在尺寸检测领域,以后会向功能性检测(如防水、气密性、力等方面)拓展,客户方面除了在 A 客户的内部不同产品线还有很大空间,其他在国内大型 3C 类企业中有着很实际的需求。其新产品高速 CNC 加工中心在高速、高精度方面很有特点,公司计划定增投入 8 亿元、以富强科技为基础打造智慧工厂平台项目,有望成为 3C 类精密检测和高速数字化加工细分领域的龙头。

➤ **不断超预期、强烈推荐。**

对于公司的估值,主要分 4 块来看:

原有业务,预计 2016 年净利润达到 3.5 亿元,给予 20 到 25 倍估值,对应市值 70 到 87.5 亿元;

手机分销,预计 2016 年实现净利润 1.2 亿元,给予 20 到 25 倍估值,对应市值 24 到 30 亿元;

自动化设备,预计 2016 年实现净利润 3 亿元,给予 35 到 40 倍估值,对应市值 105 到 120 亿元;

锂电隔膜,按照公司产能规划 2019 年之后将实现 8 亿元以上净利润,2018 年实现一半的产能和收入,实现净利润 4 亿元以上,长期可看 300 亿市值以上,2016 年看 150 亿市值。

上述几方面加总后对应市值 349 亿到 387.5 亿元,对应目标价 29.9 元到 33.2 元。

公司在向智能制造和新能源领域转型的决心非常大,有可能继续超市场预期,强烈推荐。

➤ **风险因素:**

公司智能制造进程低于预期;锂电隔膜扩产及市场进程低于预期;对外投资并购进程低于预期。

财务报表预测与财务指标					更新日期: 15/12/03				
单位: 百万									
利润表	2014A	2015E	2016E	2017E	资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,255.8	4,395.4	6,153.5	7,999.5	现金	1,483.4	773.1	1,033.2	1,622.1
YOY(%)	53.5%	35.0%	40.0%	30.0%	交易性金融资产	7.1	0.2	0.2	0.2
营业成本	2,795.6	3,766.8	5,255.1	6,831.6	应收款项净额	1,409.9	1,592.7	2,608.3	2,853.0
营业税金及附加	5.5	7.4	10.4	13.5	存货	601.9	755.9	1,138.3	1,324.2
销售费用	69.5	93.8	131.4	170.8	其他流动资产	95.1	95.1	95.1	95.1
占营业收入比(%)	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	<b>流动资产总额</b>	<b>3,597.2</b>	<b>3,216.9</b>	<b>4,875.1</b>	<b>5,894.5</b>
管理费用	193.8	261.6	366.2	476.1	固定资产净值	568.1	703.3	1,061.5	918.0
占营业收入比(%)	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBIT</b>	<b>164.8</b>	<b>389.3</b>	<b>1,094.4</b>	<b>1,602.6</b>	固定资产净额	568.1	703.3	1,061.5	918.0
财务费用	-1.9	1.7	-12.3	-21.8	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.3%	在建工程	108.0	501.7	0.0	0.0
资产减值损失	-0.8	0.0	0.0	0.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	-18.8	0.0	0.0	0.0	<b>固定资产总额</b>	<b>676.1</b>	<b>1,205.0</b>	<b>1,061.5</b>	<b>918.0</b>
<b>营业利润</b>	<b>165.3</b>	<b>264.0</b>	<b>402.7</b>	<b>529.4</b>	无形资产	143.4	128.0	112.5	97.0
营业外净收入	4.7	123.6	703.9	1,095.0	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>利润总额</b>	<b>170.0</b>	<b>387.6</b>	<b>1,106.6</b>	<b>1,624.4</b>	其他长期资产	9.2	4.6	0.0	0.0
所得税	22.1	58.1	166.0	243.7	<b>资产总额</b>	<b>4,426.0</b>	<b>4,554.5</b>	<b>6,049.1</b>	<b>6,909.5</b>
所得税率(%)	13.0%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	716.1	0.0	0.0	0.0
<b>净利润</b>	<b>147.8</b>	<b>329.5</b>	<b>940.6</b>	<b>1,380.7</b>	应付款项	1,176.6	1,163.3	2,099.8	2,140.9
占营业收入比(%)	4.5%	7.5%	15.3%	17.3%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	7.8	17.4	49.8	73.1	其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>140.0</b>	<b>312.0</b>	<b>890.8</b>	<b>1,307.7</b>	<b>流动负债</b>	<b>1,892.7</b>	<b>1,163.3</b>	<b>2,099.8</b>	<b>2,140.9</b>
YOY(%)	21.2%	122.9%	185.5%	46.8%	长期借款	140.0	140.0	140.0	140.0
<b>EPS (元)</b>	<b>0.12</b>	<b>0.27</b>	<b>0.76</b>	<b>1.12</b>	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0
					其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>主要财务比率</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>负债总额</b>	<b>2,035.8</b>	<b>1,303.3</b>	<b>2,239.8</b>	<b>2,280.9</b>
<b>成长能力</b>					少数股东权益	47.5	64.9	114.7	187.8
营业收入	53.5%	35.0%	40.0%	30.0%	股东权益	3,034.9	3,230.4	3,788.6	4,608.0
营业利润	65.4%	59.7%	52.5%	31.5%	<b>负债和股东权益</b>	<b>5,070.7</b>	<b>4,533.8</b>	<b>6,028.4</b>	<b>6,888.8</b>
净利润	21.2%	122.9%	185.5%	46.8%					
<b>获利能力</b>					<b>现金流量表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
毛利率(%)	14.1%	14.3%	14.6%	14.6%	税后利润	147.8	329.5	940.6	1,380.7
净利率(%)	4.5%	7.5%	15.3%	17.3%	加: 少数股东损益	7.8	17.4	49.8	73.1
ROE(%)	4.7%	9.9%	24.2%	29.6%	公允价值变动	(10.0)	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	3.2%	8.6%	18.2%	23.3%	折旧和摊销	81.0	163.6	163.6	159.0
<b>偿债能力</b>					营运资金的变动	(386.7)	(453.5)	(1,072.2)	(1,342.0)
流动比率	189.4%	276.5%	232.2%	275.3%	<b>经营活动现金流</b>	<b>(157.9)</b>	<b>39.5</b>	<b>32.0</b>	<b>197.7</b>
速动比率	152.6%	203.4%	173.4%	209.0%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	40.1%	28.7%	37.2%	33.1%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>营运能力</b>					固定资产投资	(582.9)	101.9	598.3	930.8
总资产周转率	64.2%	96.9%	102.1%	116.1%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(582.9)</b>	<b>101.9</b>	<b>598.3</b>	<b>930.8</b>
应收账款周转天数	135.1	101.5	129.1	102.3	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	78.6	73.2	79.1	70.8	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>					公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0
每股收益	0.12	0.27	0.76	1.12	股利分配	40.0	40.0	134.0	382.4
每股净资产	1.20	2.56	2.71	3.15	计入循环贷款前融资活:	(46.5)	(135.6)	(370.2)	(539.6)
<b>估值比率</b>					循环贷款的增加(减少)	1,735.5	(716.1)	(0.0)	(0.0)
P/E	192.9	86.6	30.3	20.7	<b>融资活动现金流</b>	<b>1,689.0</b>	<b>(851.7)</b>	<b>(370.2)</b>	<b>(539.6)</b>
P/B	9.0	8.5	7.4	6.1	<b>现金净变动额</b>	<b>942.9</b>	<b>(710.3)</b>	<b>260.1</b>	<b>588.9</b>

**无锡**

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

**上海**

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

**北京**

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

**深圳**

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心1号楼2401室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

**国联证券投资评级:**

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

**免责声明:**

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。