

胜利精密 (002426)

转型智能制造+新能源材料，迈入成长新阶段

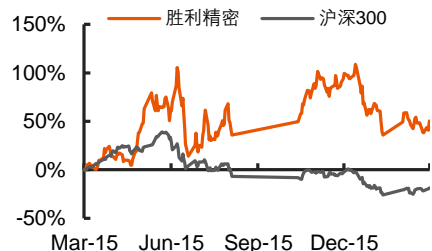
推荐 (首次)

现价: 19.06 元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.vicsz.com
大股东/持股	高玉根/30.88%
实际控制人/持股	高玉根/44.93%
总股本(百万股)	1,167
流通 A 股(百万股)	538
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	222.36
流通 A 股市值(亿元)	102.50
每股净资产(元)	4.25
资产负债率(%)	40.80

行情走势图



证券分析师

刘舜逢 投资咨询资格编号
S1060514060002
0755-22625254
LIUSHUNFENG669@PINGAN.COM.
CN

研究助理

何冰凌 一般从业资格编号
S1060115090053
0755-33547557
HEBINGLING057@PINGAN.COM.CN

蒋朝庆 一般从业资格编号
S1060115080090
0755-33547558
JIANGCHAOQING431@PINGAN.COM.
CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司发布了16Q1业绩预告，期间实现归属上市公司股东净利润为1.9-2.1亿元，同比增长318%-362%，主要因为公司内生式增长和外延扩展战略进展顺利，产品和客户结构进一步优化。

平安观点:

- **加深产业链布局，“大部件”战略从 PC 端延伸至移动端：**公司作为传统精密结构模组和智能制造相结合的制造服务商，不断整合模组出货优势，将“大部件”战略从 PC 端延伸至移动端，并向智能制造方向发力：1) 2015 年公司完成对智诚光学、富强科技和德乐科技的股权收购，增强公司在智能制造核心技术竞争力；2) 发展可阳极氧化铝压铸+CNC 技术，提升金属结构件产品加工效率。同时公司通过欧可达获得原材料铝锭韩国 GK53%股权，保证原料供应。2015 年公司实现收入达到 59.5 亿元，同比增长 83%；归母净利润为 2.84 亿元，同比增长 103%。公司 15 年业绩增长较快的主要原因是：公司外延式扩展战略有效落实，富强科技和苏州捷力等 5 家新收购子公司实现营业收入 27.55 亿元，归属上市公司股东净利润为 1.6 亿元。
- **收购富强科技，向智能化制造平台转型：**富强科技 (RS Tech) 是一家全球智能制造设备服务提供商，主要包括自动化设备与系统集成、数据分析和远程服务等。公司大部分产品都是非标品，目前大部分产品应用在 3C 领域。公司主要客户包括苹果、华为等。14、15 年富强陆续参与到苹果 watch、pad、mac 等制造和检测项目中，未来富强还会不断参与到客户更多项目中，根据公司公告富强对赌业绩 16-17 年归母净利润有望达到 1.2、1.44 亿元。我们预计公司毛利率和净利率有望分别维持在 50%和 25% 以上，富强大概率能够完成业绩对赌。胜利精密与富强科技的合作是公司走向智能制造和工业 4.0 的重要布局，也是富强科技从智能制造设备供应商向智能制造整体方案供应商迈进的重要驱动力。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2122	3256	5950	8636	10746
YoY(%)	23.4	53.5	82.7	45.2	24.4
净利润(百万元)	116	140	283	701	906
YoY(%)	89.0	21.2	102.5	147.2	29.2
毛利率(%)	13.7	14.1	16.1	20.5	22.3
净利率(%)	6.0	4.5	5.1	8.7	9.0
ROE(%)	8.8	4.9	6.0	13.1	14.8
EPS(摊薄/元)	0.10	0.12	0.24	0.60	0.78
P/E(倍)	192.5	158.8	78.4	31.7	24.6
P/B(倍)	15.8	7.4	4.4	4.0	3.5

- **携手苏州捷力切入新能源领域：**苏州捷力主要从事锂离子电池湿法隔膜的生产与销售。公司实际控制人及管理层在高分子和湿法膜领域有比较深厚的技术积累。公司主要客户为国内外主要锂电池生产商，包括 ATL、比亚迪、珠海光宇、韩国 LG。目前捷力拥有 2 条产线，大部分产能在做锂电池湿法隔膜，产品良率达到 80% 以上。15 年 12 月，公司公告拟在合肥建设锂电池湿法隔膜研发生产基地，项目一期投资总额达到 14 亿元，主要用于建设锂电池隔膜产线 10 条，预计达产后年产 5 亿平方米动力及储能锂电池隔膜，项目建设周期预计 3 年，2016 年开始建设并安装调试，2017 年产线形成稳定量产。公司预计 2016-2018 年苏州捷力净利润有望分别达到 1.3、1.69 和 2.19 亿元。
- **投资建议：**富强科技凭借技术先进开拓市场，下游客户结构优质稳定；苏州捷力湿法隔膜技术行业领先，并切入了全球锂电池龙头 ATL、LG 等供应链，所以我们看好富强科技和苏州捷力的盈利能力和成长空间。我们预测 2016-2017 年公司收入有望达到 86 亿元和 107 亿元，16-17 年公司最新摊薄 EPS 达到 0.60、0.78 元，对应最新收盘价估值分别为 32、25 倍首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**消费电子行业增速持续低迷，隔膜产品市场拓展不如预期，锂电池隔膜行业产能过剩造成产品 ASP 下滑。

正文目录

一、夯实本业固基础，转型创新翻新篇	6
1.1 公司通过技术创新和产业链布局，不断提升产品核心竞争力	6
1.2 客户基础扎实，利用高效金属加工技术实现二次腾飞	8
1.3 定增转型迎新机，大股东参与增发坚定信心	9
二、智能制造&服务	11
2.1 中国制造 2025	12
2.2 富强科技：智能制造行业领导者	14
2.3 智慧工厂制造平台项目	17
三、新能源材料：锂电池隔膜	18
3.1 锂电池行业发展及需求情况	18
3.2 锂电池隔膜技术和市场情况	20
3.3 苏州捷力：湿法隔膜	24
四、投资分析&估值	26

图表目录

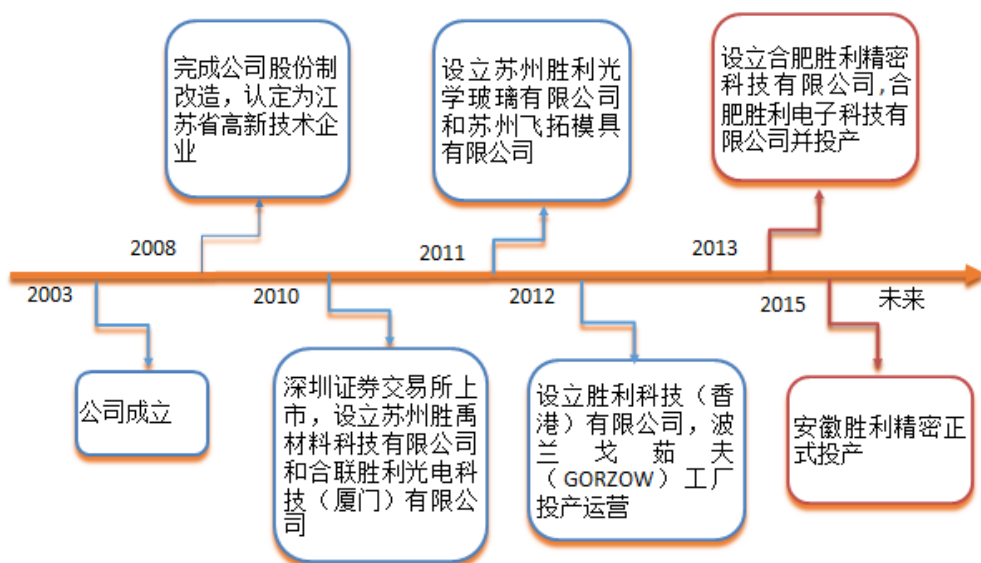
图表 1	胜利精密发展历程	6
图表 2	2010-2015 公司营收及增速	7
图表 3	2010-2015 公司归母净利润及增速	7
图表 4	2015H1 公司产品收入贡献分布	7
图表 5	2015H1 公司产品毛利贡献分布	7
图表 6	2010-2015Q1-Q3 公司 GM%&NPM%	8
图表 7	2010-2015Q1-Q3 公司费用率趋势	8
图表 8	公司主要客户群	8
图表 9	公司定增方案项目信息	9
图表 10	全球电子产品出货量及预测	10
图表 11	3C 产品金属精密结构件渗透率	10
图表 12	图表 15 智能终端大部件项目建设产能	10
图表 13	智诚光学产品与公司产业链相结合	11
图表 14	智诚光学盈利预测	11
图表 15	中国智能装备行业相关政策	11
图表 16	中国智能制造市场规模	12
图表 17	2015-2020 年中国工业机器人年销售量预测	12
图表 18	2013 年全球工业机器人按应用分类销售量	12
图表 19	2013 年全球工业机器人按行业分类型销售量	12
图表 20	2014 年各国机器人密度	13
图表 21	中国机器人储备量增速将超越欧洲与北美地区	13
图表 22	3C 智能制造发展趋势	13
图表 23	富强对赌业绩 15-17 年表现	14
图表 24	公司研发人员和技术人员增长较快	14
图表 25	富强科技未来发展方向	15
图表 26	USB 组装线	15
图表 27	高精度量测集成系统	15
图表 28	自动喷射式点胶设备和标机	16
图表 29	气密性监测设备	16
图表 30	预计公富强利率表现	17
图表 31	预测 2016 年富强科技客户收入贡献	17
图表 32	智慧工厂制造平台	17
图表 33	2011-2015 锂动力电池出货量走势	18
图表 34	中国及海外市场电动车销量预测	18
图表 35	锂电池材料成本占比	18
图表 36	2010-2014 年我国锂电池产业规模	19

图表 37	2011-2014 年我国锂电池产业规模	19
图表 38	中国锂电池市场应用终端市场规模 (GWh)	19
图表 39	中国锂电池市场应用终端市场增速	19
图表 40	2015 年主要电池厂商出货量	20
图表 41	锂电池隔膜生产工艺及特点	20
图表 42	锂电池湿法膜生产流程	21
图表 43	“十三五”末国内锂膜需求或达 50-80 亿平米	22
图表 44	2009-2017E 国内隔膜产量	22
图表 45	2014 年中国隔膜产业主要企业市场占有率 (按销售收入)	22
图表 46	2014 年全球锂电池隔膜市场格局	22
图表 47	中国湿法隔膜总体规模排名	23
图表 48	中国湿法隔膜企业产品与技术水平排名	24
图表 49	中国湿法隔膜企业综合竞争力排名	25
图表 50	公司锂电池隔膜成本	25
图表 51	预计公司湿法隔膜产能	25
图表 52	苏州捷力净利润表现预测	25
图表 53	可比公司估值表	26

一、 夯实本业固基础， 转型创新翻新篇

胜利精密是国内传统精密结构模组和智能制造相结合的制造服务商之一（包括精密结构模组的研发、设计、生产和后续改进等全流程服务）。公司主要产品是精密金属结构件、精密塑胶结构件、Base、精密模具等，下游应用行业涉及平板和一体机、笔记本电脑、移动通讯、新能源汽车、穿戴设备、医疗等。

图表1 胜利精密发展历程

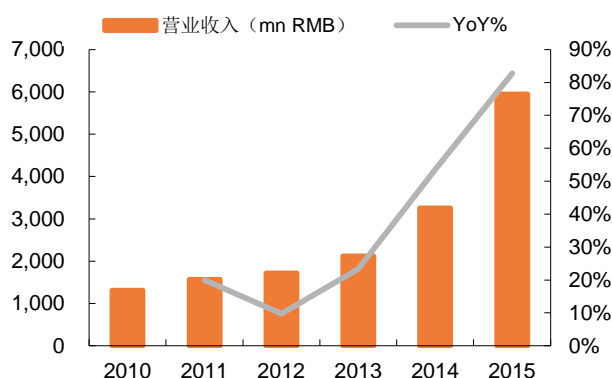


资料来源: WIND, 平安证券研究所

1.1 公司通过技术创新和产业链布局, 不断提升产品核心竞争力

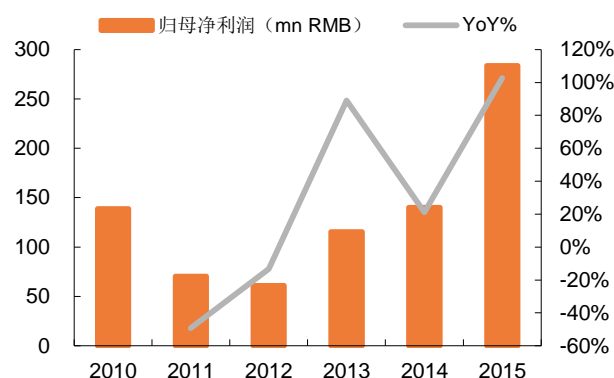
- 2010-2012 年, 公司收入规模逐步上升, 但是净利润表现却不如人意, 主要因为: 1) 公司作为电视机产业链上游配件供应商, 受到电视机产业景气度下滑、下游品牌商盈利能力下滑挤压上游配件供应商利润空间, 以及原材料价格上涨等因素影响; 2) 公司当时处于生产规模扩张期, 产品价格有所调整, 再加上行业竞争加剧刺激产品价格加深调整。
- 2013-2014 年, 公司从传统电视结构件向消费电子领域 (尤其是 NB) 结构件转型, 成功开发触摸屏、玻璃减反射镀膜和镁合金结构件等产品并实现量产, 同时获得下游一流消费电子客户的认可, 为公司提供了新利润增长动力。例如: 1) 公司镁合金结构件产品产能逐步释放, 为联想 YOGA3 机种供应镁合金结构件; 2) 公司为联想等客户提供 Hinge-up 一体化供应解决方案 (包括触控模组、液晶屏、外壳、NB 转轴以上部分 (A/B 面) 的一体化集成模组件), 并实现主要结构件的全自制;
- 2015 年, 公司进一步完善产业链布局, 通过触控模组、盖板玻璃、减反射镀膜及配套结构模组整合出货优势, 将“大部件”战略从 PC 端延伸至移动端, 并向智能制造方向发力: 1) 公司对智诚光学、富强科技和德乐科技进行股权收购, 增强公司在智能制造核心技术竞争力; 2) 发展可阳极氧化铝压铸+CNC 技术, 提升金属结构件产品加工效率。

图表2 2010-2015 公司营收及增速



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 2010-2015 公司归母净利润及增速



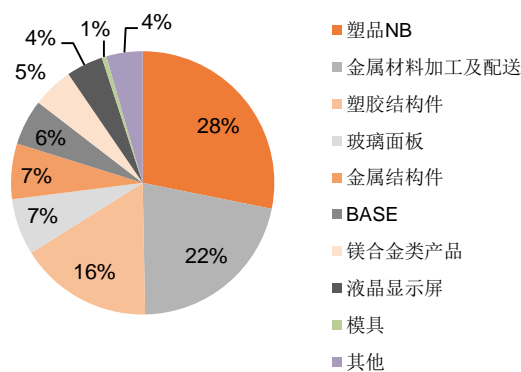
资料来源: WIND, 平安证券研究所

■ PC类产品对公司收入贡献占比突出, 公司整体毛利率&净利率表现比较平稳

2015H1 年公司公司镁铝合金收入达到 72 百万元, 塑品 NB 业务收入 402 百万元, 液晶显示屏业务收入达到 65 百万元, 合计 5.38 亿元, 占比 2015H1 年收入 38%, 说明公司在 NB 领域的业务已经成为主要收入动力之一。

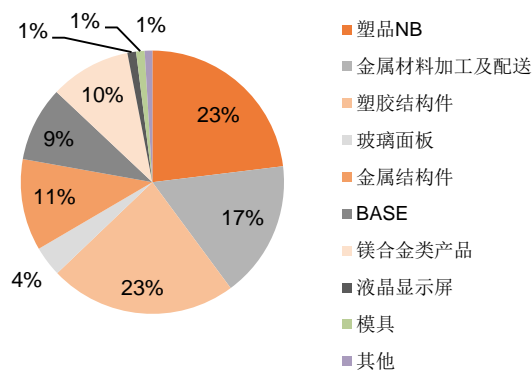
过去两年公司“大部件”战略在 PC 端市场获得成功主要因为: 1) 公司结构件技术和经验上的原始积累比较突出, 促进顺利开拓下游市场客户(联想、戴尔、惠普等); 2) 公司实行贴身服务客户的策略, 在苏州、安徽等地针对不同客户进行相应产品定位生产和服务, 利好公司及时反应客户和市场的动态需求。

图表4 2015H1 公司产品收入贡献分布



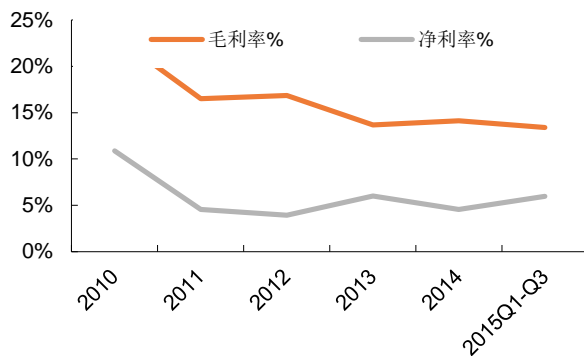
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表5 2015H1 公司产品毛利贡献分布



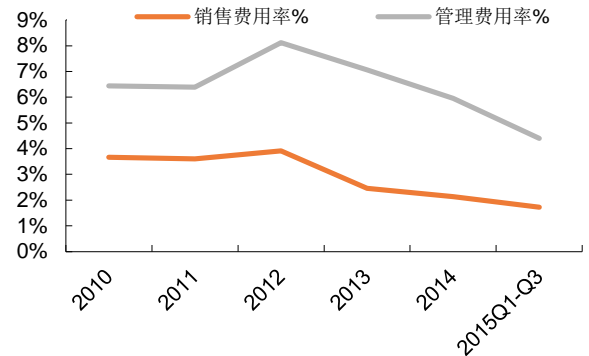
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表6 2010-2015Q1-Q3 公司 GM%&NPM%



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表7 2010-2015Q1-Q3 公司费用率趋势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

1.2 客户基础扎实，利用高效金属加工技术实现二次腾飞

胜利精密坚持以技术创新为客户创造价值，已取得国内专利近百项，并与客户成立了合作实验室。公司主要客户包括飞利浦 (PHILIPS)、索尼 (SONY)、松下 (Panasonic)、夏普 (SHARP)、联想 (Lenovo)、戴尔 (DELL)、三星 (SAMSUNG)、乐金 (LG)、冠捷 (TPV)、仁宝 (Compal)、海尔 (Haier) 等知名企业，先后获得飞利浦“杰出贡献奖”、联想供应商“钻石奖”，夏普“最佳供应商奖”、冠捷“优秀供应商奖”，仁宝“优秀供应商奖”，海尔“优秀供应商奖”等。

图表8 公司主要客户群



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

1.3 定增转型迎新机，大股东参与增发坚定信心

2015年10月公司公布定增预案，发行价格为16.54元，向特定对象非公开发行股票合计不超过2.9亿股，募集资金不超过48亿元。其中，公司控股股东高玉根认购不超过1.8千万股，苏州富乐成股权投资合伙企业认购不超过3.3千万股，陈铸认购不超过2.1千万股，合计以上公司高管认购约7.3千万股，占比达到25%。我们认为公司管理层积极认购定增项目份额充分说明管理层对定增项目及公司未来发展前景具备坚定信心。募集资金主要用于智能终端大部件整合扩产项目、智慧工厂制造平台项目、智能终端渠道整合服务平台项目。估计项目合计预期新增年均收入达到101.15亿元，新增年均净利润达到11.82亿元。

图表9 公司定增方案项目信息

项目名称	项目内容	项目总投资 (mn RMB)	项目建设期 (月)	项目新增年 均收入 (mn RMB)	项目年均净 利润 (mn RMB)	投资 回收期
智能终端大部件整合扩产项目	覆盖全尺寸智能终端结构模组、触控模组和显示模组，建设内容包括盖板玻璃生产、精密金属结构件、液晶显示模组、触摸屏生产	2,503.52	24	4,005	776.95	5.94
智慧工厂制造平台项目	智慧工厂整体解决方案，包括智能监测设备、智能组装产品和高速金属加工设备	800.38	24	1,349.50	314.14	5.08
智能终端渠道整合服务平台建设项目	智能终端产业链深度服务平台、物流服务平台、金融支持服务平台、信息处理中心平台	500.00	12	4,760.00	90.42	6.57
合计		3,803.90		10,114.50	1,181.51	

资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 智能终端大部件项目

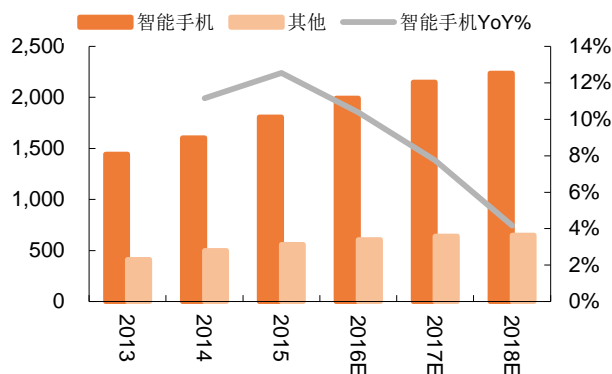
消费电子领域产品市场变化和更新速度较快，公司作为消费电子产品模组制造商，布局智能终端大部件整合涵盖了精密金属结构件、触摸屏、液晶显示屏模组生产，资源整合优势主要体现在以下几个方面：

- 1) 为下游厂商客户提供一站式模组零部件供应，提升模组整合与各个零部件间的协同度，减少各零部件厂商沟通成本、降低生产损耗和硬件制造成本，进而提升整体生产销量和产品质量；
- 2) 公司可以深度参与下游厂商产品设计开发，更容易把握客户需求，提高客户粘性；
- 3) 公司具备大规模生产能力，未来规模化效益、成本优势明显，进而提高公司产品的市场竞争力。

虽然2015年消费电子行业景气度早已不复当年，公司也清晰认识到消费电子行业发展趋于饱和对公司新业务造成一定影响。但是公司希望通过以往制造业的技术、经验和客户群的积累，有节奏的减少传统业务投入，并将陆续把产能和技术转移至新业务上，循序渐进的开展移动端的新业务。

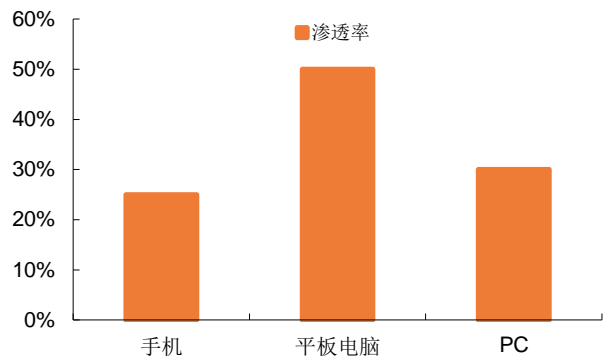
2015年3月，公司公告出资4800万元与香港欧可达成立合资控股子公司，占股权比例60%，主要从事移动智能终端设备金属结构件生产，预计产能达到320万套/年。同时，公司通过欧可达间接控股韩国GK公司（铝锭原材料公司）53%的股权，从公司的投资动作来看，我们认为公司提前布局金属结构件上游原材料储备，也充分说明公司发展智能终端大结构战略的信心。

图表10 全球电子产品出货量及预测



资料来源: DsplaySearch, 平安证券研究所

图表11 3C 产品金属精密结构件渗透率



资料来源: 中国产业信息网, 平安证券研究所

图表12 图表 15 智能终端大部件项目建设产能

项目	产能
2.5D 盖板玻璃	2500 万片/年
CNC 金属加工中心	铝质金属框 1600 万套/年 不锈钢结构件 900 万套/年
触摸屏生产	600 万片/年
液晶显示模组	1500 万片/年

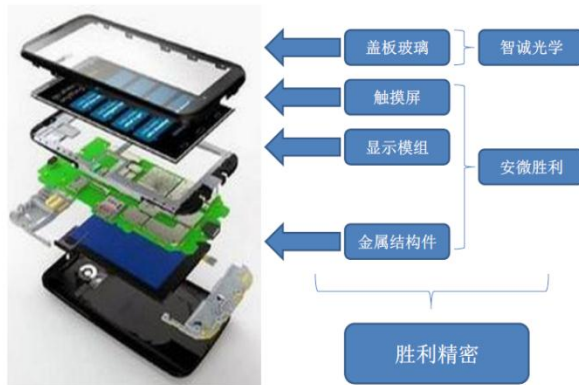
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

➤ 智诚光学

智诚光学 2011 年投产以来专注于手机及平板电脑等智能终端盖板玻璃的生产和销售, 目前有用 17 项技术专利, 其中 3D 盖板玻璃和 3D 效果触控板等技术已经实现量产。同时公司不断优化客户结构, 包括欧菲光、信利光电、韩国日进、OPPO、VIVO 等。

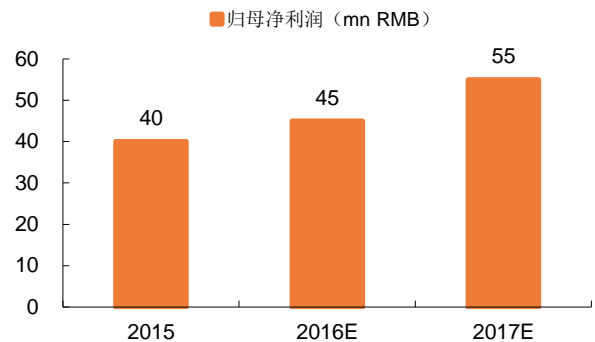
我们认为胜利精密收购智诚光学是公司“大部件”策略向智能终端产品延伸的重要一环, 有利于公司更好的为下游客户提供一站式采购、压缩成本, 同时发挥相应产品技术协同效益, 巩固公司在客户供应链中的话语权和价值地位。

图表13 智诚光学产品与公司产业链相结合



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 智诚光学盈利预测



资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、 智能制造&服务

近年伴随着劳动力、土地等成本的快速上涨，过去中国引以为傲的制造低成本优势被持续削弱。但我们观察到国内通信、计算和存储技术能力已经大幅提升，底层智能硬件（传感器、网络等）的成本价格不断下降，而日益竞争激烈的市场对产品更新和个性化的需求提出更高要求，相应刺激了对生产管理系统的自动化、数字化水平需求的提升。

我们认为这些都为未来智能制造和自动化改造发展奠定了底层技术和需求基础，所以 2015 年政府发布的《中国制造 2025》明确提出智能制造发展将成为中国制造业竞争优势。我们认为 2016 年国内制造企业将会分阶段推进智能自动化改造，达到原有生产技术及工艺与新兴智能生产信息技术结合、降低用工成本、提高生产管理水平和产品质量的综合目标。

图表15 中国智能装备行业相关政策

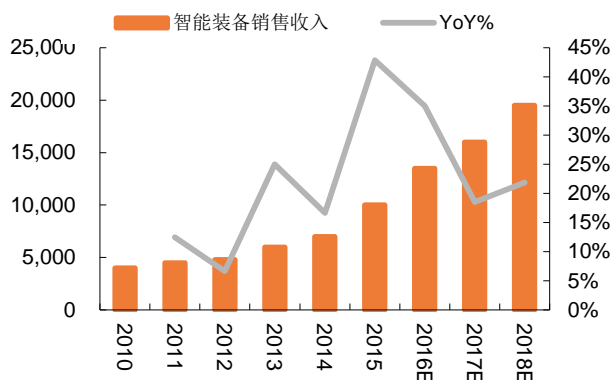
政策	内容
《国家中长期科学和技术发展规划纲要 2006-2020 年》	以装备制造为突破口，以绿色制造为导向，以信息化和自动化技术为支撑，加强自主开发，支持企业提高自主创新能力。
《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》	确立了以科技进步为支撑、提高装备制造业自主创新能力的方向。
《装备制造业调整和振兴规划》	加快装备制造业企业兼并重组和产品更新换代，促进产业结构优化升级，全面提升产业竞争力。
《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》	增强产业配套能力，淘汰落后产能，发展先进装备制造业。
《“十二五”工业转型升级规划》	集成创新一批以智能化成型和加工成套设备、冶金及石油石化成套设备、自动化物流成套设备、智能化造纸及印刷装备等流程制造装备和离散型制造装备。
《智能制造装备产业“十二五”发展规划》	到 2020 年，产业销售收入超过 3 万亿使产业生产效率、产品技术水平和质量得到显著提高，能源、资源消耗和污染物的排放明显降低。

资料来源：智研数据中心，平安证券研究所

2.1 中国制造 2025

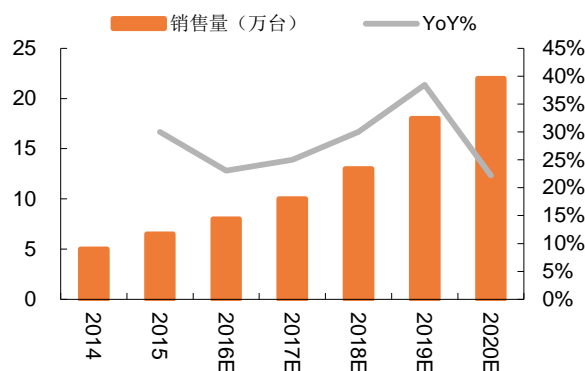
根据 IFR (International Federation of Robotics) 数据和前瞻统计数据, 2005-2014 年中国工业机器人的销售量年均增速在 25%左右。随着产业升级需求和国家政策支持, IFR 和前瞻数据预计 2016 年中国机器人销售量有望达到 8 万台左右, 预计 2020 年工业机器人销售量有望达到 21 万台以上。

图表16 中国智能制造市场规模 (亿元)



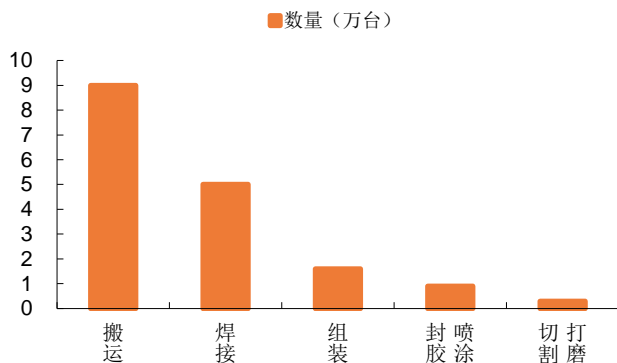
资料来源: 公司公告, 智能制造装备产业“十二五”发展规划, 平安证券研究所

图表17 2015-2020 年中国工业机器人年销售量预测



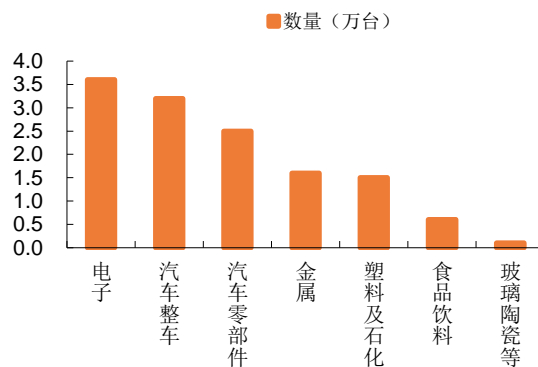
资料来源: IFR, 前瞻网, 平安证券研究所

图表18 2013 年全球工业机器人按应用分类销售量



资料来源: IFR, 中国产业信息网, 平安证券研究所

图表19 2013 年全球工业机器人按行业分类型销售量

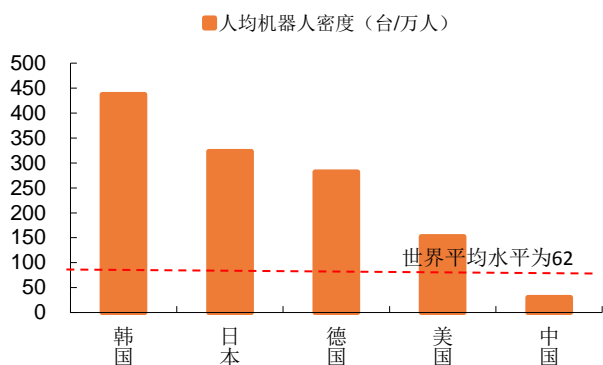


资料来源: IFR, 中国产业信息网, 平安证券研究所

■ 中国机器人密度低于世界平均水平, 潜力空间可观

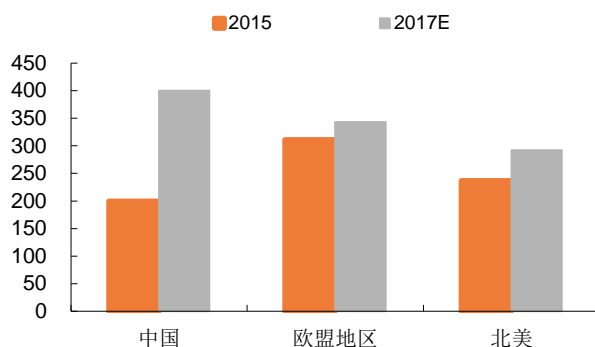
根据 IFR 数据, 2014 年全球前四大工业机器人密度国家分别为韩国、日本、德国和美国, 密度分别达到 437 台/万人、320 台/万人、282 台/万人、152 台/万人。中国现在是全球工业机器人销售市场, 但中国工业机器人密度仅为 30 台/万人, 低于世界工业机器人平均密度 62 台/万人, 我们认为国内工业机器人仍存在较大发展空间。

图表20 2014 年各国机器人密度



资料来源: IFR, 平安证券研究所

图表21 中国机器人储备量增速将超越欧洲与北美地区



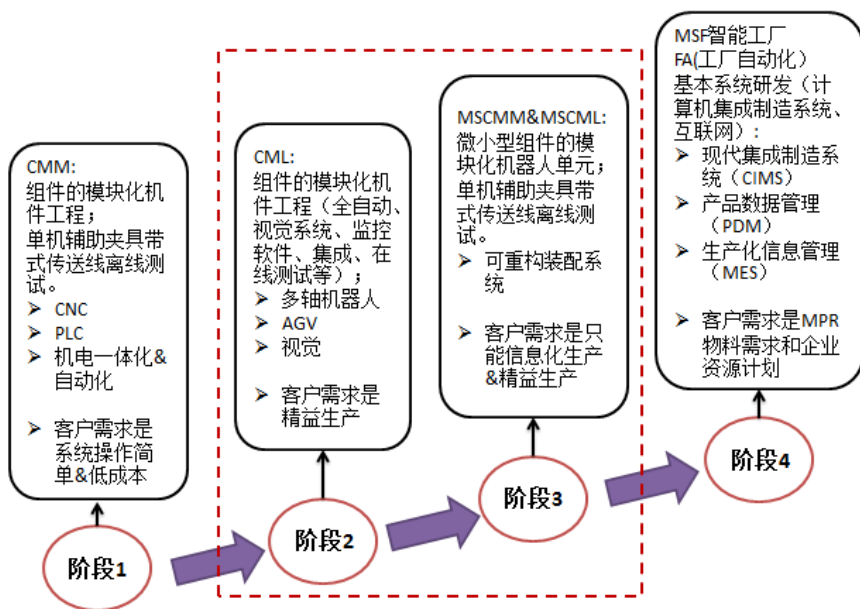
资料来源: IFR, 平安证券研究所

■ 3C 智能制造行业存在较大想象空间

中国作为 3C 制造业大国, 大部分制造企业产线组成仍以大量人工为主。我们认为未来国内智能制造发展主要分为以下 4 个阶段, 国内部分 3C 企业制造商集中在阶段二, 仍需要在进行相应补课:

1) 阶段一: 制造企业拥有一些基础性生产设备或机器人 (CNC、PLC 设备) 及辅助夹具, 生产机电一体化, 但测试环节与生产组装环节脱钩。公司生产效率和成本由于设备投入得到一定优化, 目前国内大部分 3C 制造企业都已经达到这个阶段。

图表22 3C 智能制造发展趋势



资料来源: 梅青会官网, 平安证券研究所

2) 阶段二: 自动化硬件设备和机器人单元不断增加, 同时机器人拥有视觉系统, 促进生产流水线自动化, 只需要部分人工进行监控。同时产品生产和检测环节相互打通, 实现一站式制造模式。

3) 阶段三：由于 3C 产品的多样化、高更新率，对上游零部件个性化生产提出更多诉求。此时，智能制造设备能够通过微小型组件模块线更新来适应新产品或功能的生产需求。另外，整体智能制造设备或者整体产线实现系统性管理和维护。

4) 阶段四：智能制造系统形成系统性网络（包括软件系统和硬件设备），对整体生产体系控制达到较高水平，包括企业对上游物料需求计划、定时订单对供应链需求、供应链生产周期等。简单来说，实现了制造生产环节、产品数据信息、人员管理和供应链管理四个方面的智能化。

➤ 国内 3C 行业智能制造发展仍处于初级阶段

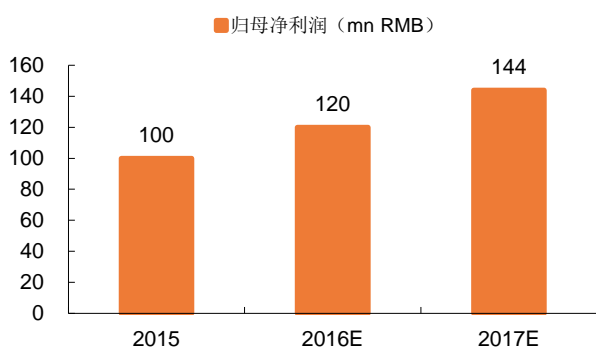
虽然智能制造具备一定政策红利，3C 行业应用市场存在较大想象空间，所以也成为市场关注的热点。通常来说，下游客户对智能制造改造存在减少人工成本、提高生产线销量、简化生产管理流程、增强制造能力、提升产品品质和信誉等需求。但我们认为 3C 行业对智能制造的应用仍处在初级阶段，实际上智能制造整体投入和隐形门槛均比较高，所以智能自动化进度仍比较缓慢，主要因为：

- 1) 由于企业原有产能设备，引入智能制造设备后能否进行整体化改造提升整体效率；
- 2) 客户关心公司产线进行智能制造改造后带来的效益替代、投资收益和耗材比等因素；
- 3) 由于 3C 产品种类较多，智能制造除去机器人或者智能生产设备本体外，仍需要结合对应产品做二次开发、集成和调试；
- 4) 除去智能制造硬件设备的投入，配套应用工具和人才储备的隐性投入和配套专业化服务（例如应用工程师、维护工程师等）也是推进智能制造顺利进行的关键点之一。

2.2 富强科技：智能制造行业领导者

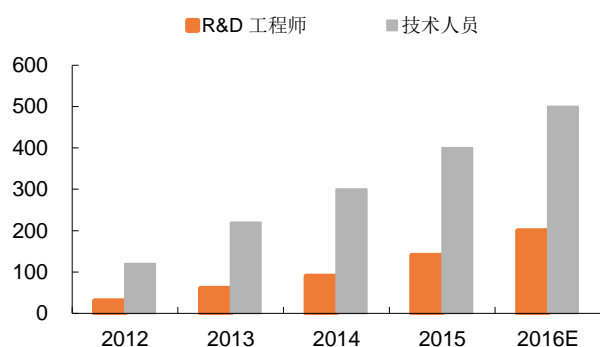
富强科技（RS Tech）是一家全球智能制造设备服务提供商，为下游客户提供“私人定制”的智能制造设备全方位解决方案（生产、组装或监测等），主要包括自动化设备与系统集成、数据分析和远程服务等。公司大部分产品都是非标品，目前大部分产品应用在 3C 领域。富强的核心竞争力主要是研发设计，2015 年富强的研发人员和技术人员占到员工总数的 2/3 左右，其余大部分是配套服务人员。

图表23 富强对赌业绩 15-17 年表现



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表24 公司研发人员和技术人员增长较快

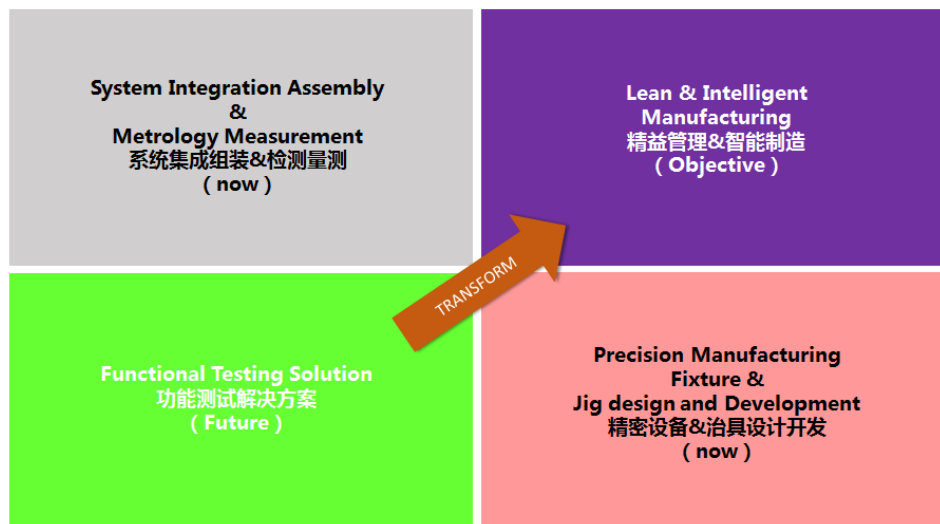


资料来源：公司数据，平安证券研究所

富强科技成立于 2007 年，2015 年拥有 800 多名员工，并完成了 260+个项目，覆盖下游四大行业（智能消费电子制造、汽车零部件制造、医疗设备制造等），在国内主要生产基地为苏州（A 客户智

能手表项目)和深圳(华为+苹果手机项目),并在美国、武汉、成都(笔记本项目)和常熟(达富电脑项目)等地设立公司办事处,方便公司贴近客户服务。公司主要客户包括苹果、BOSH、联想、联宝、LG、诺基亚、三星、西门子、GRUNDFOS 和 Trinasolar 等。公司主要竞争对手是博众、杰士德,均为非上市公司。

图表25 富强科技未来发展方向



资料来源: WIND, 平安证券研究所

■ 自动化制造技术优势突出, 优质客户项目储备丰富

富强自动化设备优势主要体现在: 1) 为客户节约人工成本, 例如某鼠标生产线是 8 工位设计, 节省近 30 个人力; 2) 同时自动化设备能够根据客户要求, 实现自动上下料及监测, 减少人力工作造成的误差。

➢ 智能化项目简介

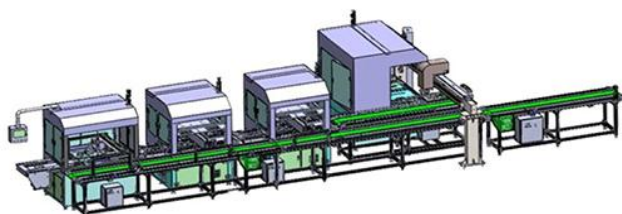
- 1) **ABS Coil/CASE 生产线:** 能够实现 12 种物料自动上料, 该产线集成“生产-监测-包装”, 能够实现无人化生产;
- 2) **鼠标接收器生产线:** 实现自动上料、焊接、组装一体化, 组装时间 3s/pcs, 操作简单, 省人工。

图表26 USB 组装线



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

图表27 高精度量测集成系统



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

- 3) **自动喷射式点胶设备**：采用 PC 控制，先进的光学点胶工艺，可以在线监控，目前该产品主要应用 A 客户 watch 项目上。
- 4) **气密性检测设备**：高精度自我调整密封舱，适用于各种产品、泄漏测量精度：0.002ml/min、测试重复率: 0.001ml/min。

图表28 自动喷射式点胶设备和标机



图表29 气密性监测设备



资料来源：公司官网，平安证券研究所

资料来源：公司官网，平安证券研究所

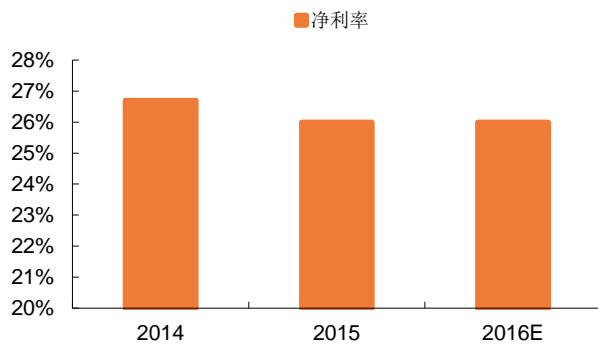
5) (标机) 高速 CNC HSC 430L：采用花岗岩床身，具备出色的坚固性、稳定性和阻尼特性，采用直线电机重心驱动，搭配分辨率 50nm 绝对式光栅尺，实现高速度高精度驱动，主轴最低转速 40000rpm，切削速度高达 40m/min。这款产品 2015 年已经成功研发，预计 2016 年开始量产并释放利润。

➤ **借力胜利精密获得资金支持，巩固优质客户发展策略**

富强科技是通过技术累积和突破来获得客户认可，我们认为 16、17 年富强主要产品应用仍以 3C 领域为主，主要因为：

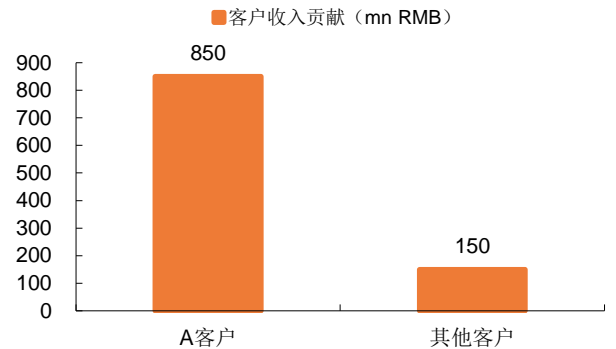
- 1) 现在 3C 产品更新迭代速度高，而且优质客户订单体量比较大，对新的组装加工设备均有新需求。而且每一代生产技术、加工组装设备都会有差异；
- 2) 由于公司大部分产品都是非标产品，需要大量研发人员支持及相应人才储备。同时，非标产品的生产投入、资金支持通常需要提前 45 天，在生产体量较大的情况下，客户也对公司的产能、流动资金及技术支持有一定评估。富强科技与胜利合作，能够得到资金和客户资源上的支持或协同。
- 3) 与 A 客户等优质客户的合作都是过去 2-3 年不断磨合建立起来的，富强是苹果的 A 类客户，竞争对手短期内较难通过人才竞争来抢夺订单。

图表30 预计公富强利率表现



资料来源: wind、平安证券研究所

图表31 预测 2016 年富强科技客户收入贡献



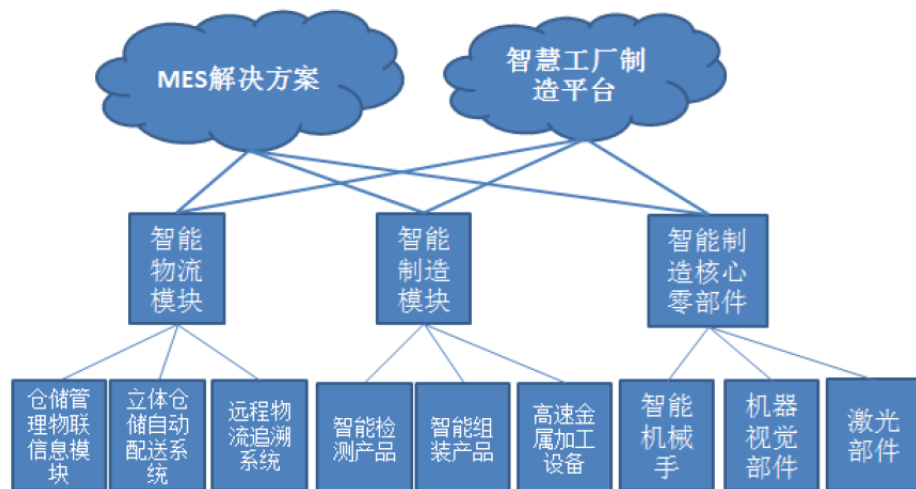
资料来源: wind、平安证券研究所

2.3 智慧工厂制造平台项目

胜利精密与富强科技的合作是公司走向智能制造和工业 4.0 的重要布局,也是富强科技从智能制造设备供应商想智能制造整体方案供应商迈进的重要驱动力。公司智慧工厂制造平台募投项目基于 MES 制造执行系统,将定制化产品的制造环节模块化、标准化和流程化,提高公司生产效率。通过在智能制造模块业务上的扩产、智能物流模块、核心零部件业务上的拓展,建成高标准的智能制造工厂。

我们预计该项目有利于提升公司整体工艺技术水平、生产制造能力和产线自动化水平。募投项目达产后将增加智能制造模块 1200 套/年、智能制造核心零部件 17000 套/年,智能物流模块 300 套/年。

图表32 智慧工厂制造平台



资料来源: WIND, 平安证券研究所

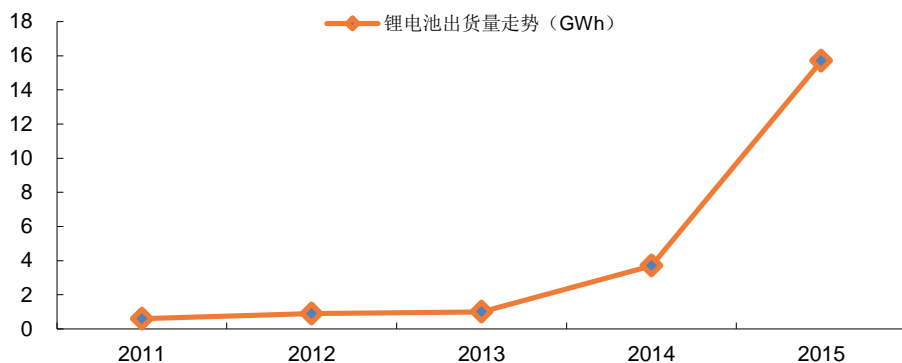
三、 新能源材料：锂电池隔膜

3.1 锂电池行业发展及需求情况

■ 新能源技术应用加快推进锂电池市场发展

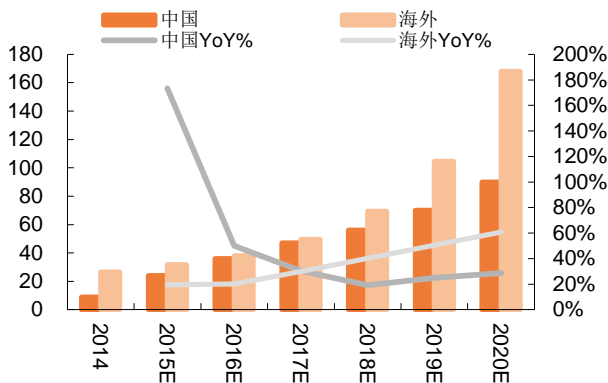
随着新能源技术的发展和推广，以及政府红利刺激，锂电池在全球新能源汽车、储能等市场的应用快速增长。根据中国第一电动研究院数据，15 年新能源汽车产量达 37.9 万辆。另外，动力电池出货量过去几年表现相对平稳增长，而 2014、2015 年动力电池开始出现较快增速，分别达到 3.7GWh、15.7 GWh。

图表33 2011-2015 锂动力电池出货量走势



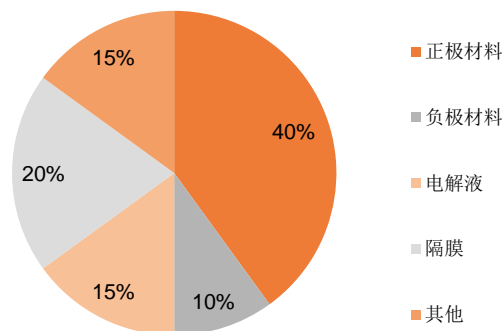
资料来源：中汽中心、第一电动研究院，平安证券研究所

图表34 中国及海外市场电动车销量预测



资料来源：中国塑模馆，平安证券研究所

图表35 锂电池材料成本占比



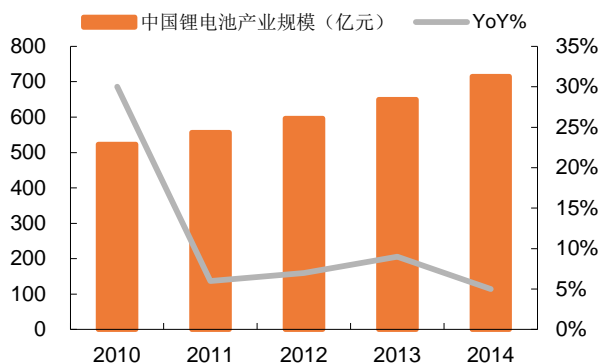
资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

■ 国际锂电池巨头加快中国市场布局，动力型锂电池市场增速明显提升

2014 年全球锂电池市场规模提升至 249 亿美元(+12% YoY),但增速比 2013 年下滑了 9 个百分点，而中国市场锂电池产业规模达到 715 亿元，同比增长 15%，增速进一步回暖。全球锂电池产业主要集中在中、日、韩三国，三地占据了全球 95%左右的市场份额。

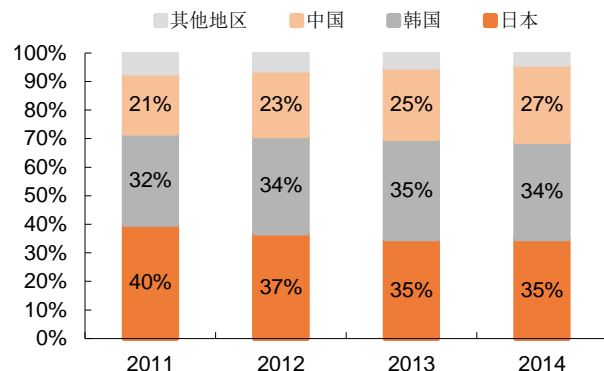
另外，自 2013 年后中国加大新能源汽车的推广力度，全球主要锂电池企业也瞄准了潜力巨大的中国市场，纷纷加快了在中国布局步伐。2014 年全球锂电池新增投资近 80%集中在中国市场，不乏三星 SDI、LG 化学等电池巨头。

图表36 2010-2014 年我国锂电池产业规模



资料来源：工业和信息化部，赛迪智库201503，平安证券研究所

图表37 2011-2014 年我国锂电池产业规模

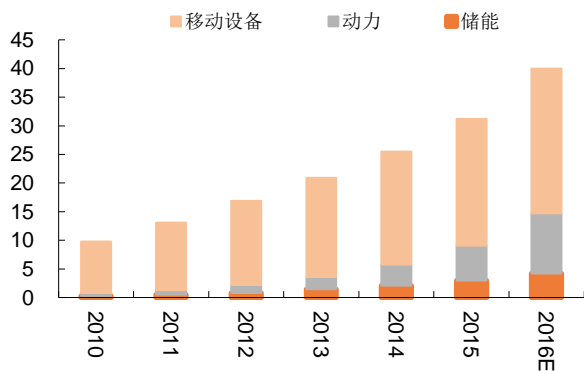


资料来源：工业和信息化部，赛迪智库201503，平安证券研究所

➤ 动力型锂电池市场需求明显加快

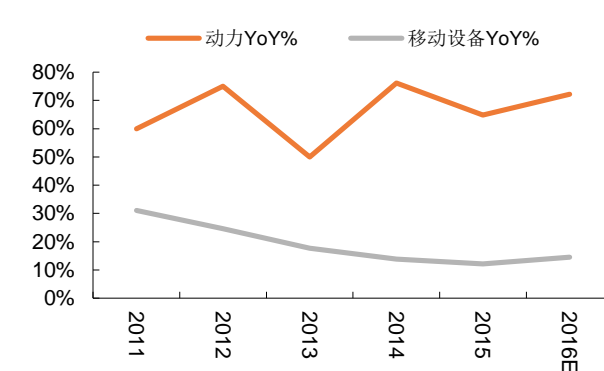
由于 3C 消费产品的出货量日趋平稳，新能源和储能市场的成长逐渐代替传统 3C 消费品成为全球锂电池市场增长的驱动力，所以国内锂电池产业发展出现“一快一慢”的情况，动力型锂电池市场需求明显加快，消费型锂电池市场增速逐步趋缓。根据高工锂电研究所预测，2016 年动力锂电池的应用增速提升至 72%，而消费型锂电池应用增速平稳维持在 14%左右。

图表38 中国锂电池市场应用终端市场规模 (GWh)



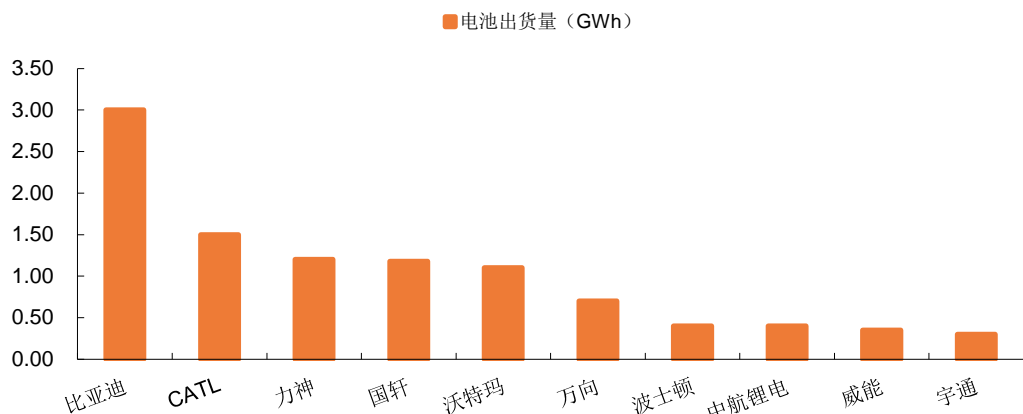
资料来源：高工锂电研究所，平安证券研究所

图表39 中国锂电池市场应用终端市场增速



资料来源：高工锂电研究所，平安证券研究所

图表40 2015年主要电池厂商出货量



资料来源：中汽中心、第一电动研究院，平安证券研究所

3.2 锂电池隔膜技术和市场情况

■ 湿法锂电池隔膜性能突出

隔膜是锂电池关键原材料和内层组件之一，成本占比达到整体锂电池的 20%，其性能优劣会直接影响锂电池内阻、容量、安全性及使用寿命性能，所以隔膜对锂电池综合性能提升具备重要作用。目前大规模商业化的锂电池隔膜生产材料包括聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）、PP&PE 的复合材料。

隔膜干法制作的工艺比湿法步骤多，但湿法的每个生产环节相对容易控制，所以产品性质和质量比较稳定（包括弹性、孔径大小控制和均匀性），优于干法产品。另外因为湿法隔膜的制作原材料、添加剂多于干法，所以成本单价均比干法要昂贵。湿法工艺适合生产较薄的产品，多应用于消费电子和动力能源领域产品中。

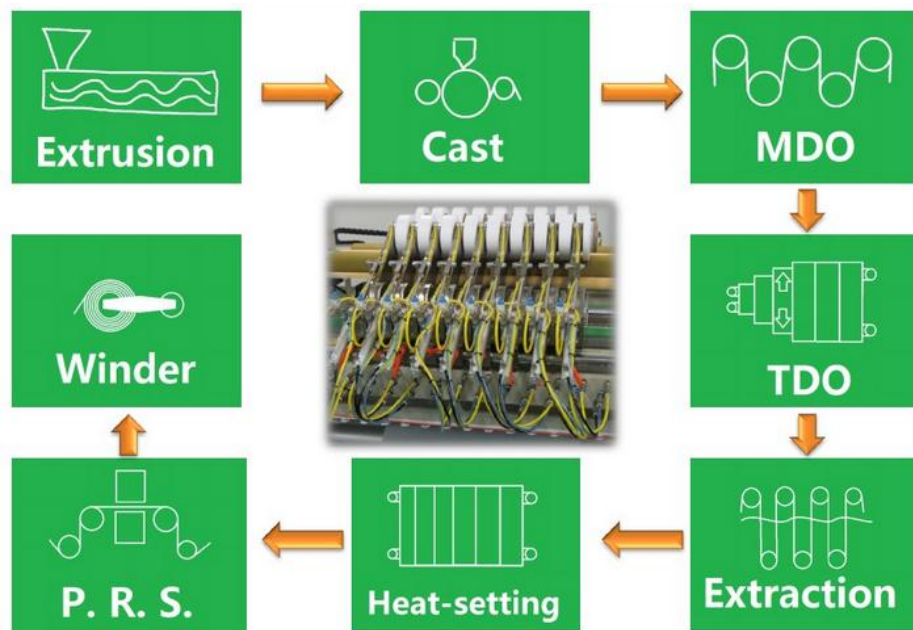
图表41 锂电池隔膜生产工艺及特点

生产方式	干法		湿法
	单向拉伸	双向拉伸	双向拉伸
方法特点	设备复杂、精度要求高，投资大，环境友好，但工艺复杂控制难度高。	设备复杂、投资较大，一般需成孔剂等添加剂辅助成孔。	设备复杂、投资较大、周期长、工艺复杂、成本高、能耗大。
产品特点	微孔尺寸、分布均匀、微孔导通性好、能生产不同厚度的产品、能生产 PP、PE 产品和三层复合产品。	微孔尺寸、分布均匀、稳定性差、适合生产较厚规格的 PP 膜。	微孔尺寸、分布均匀、适宜生产较薄产品，只能生产 PE 膜。
比较	由于只进行单向拉伸，隔膜的横向强度比较差，但正是由于没有进行横向拉伸，横向几乎没有热收缩。	与单向拉伸相比，其在横向方向的强度有所提高，而且可以根据隔膜对强度的要求，适当的改变横向和纵向的拉伸比来获得所需性能，同时双向拉伸所得的微孔的孔径更加均匀，透气性更好。	通过此法得到的膜孔径及孔隙率可调控，需要调节的参数相对较少，孔隙率高，制备过程中易连续化。

	干法		湿法
厂家	Celgard、日本宇部、沧州明珠	新乡格瑞恩、新时科技	旭化成、东燃、Entek、佛塑股份、日东、星源材质

资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

图表42 锂电池湿法膜生产流程



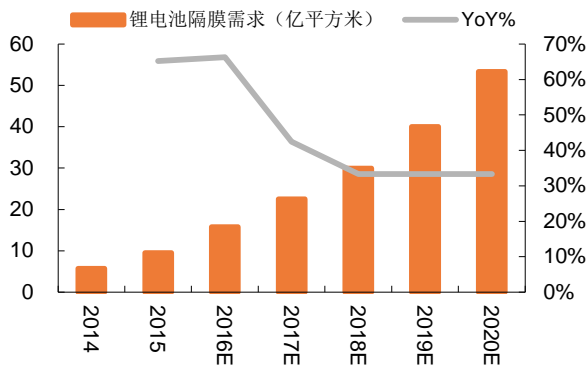
资料来源：公司网站，平安证券研究所

■ 新能源汽车和储能需求上涨驱动锂电池隔膜增长

根据赛迪顾问数据显示，受益于下游新能源汽车电池需求上涨，全球锂电池隔膜产业在 2014 年产量达到 11.58 亿平米 (+41.58% YoY)，产值达到 20.75 亿美元 (+12.18% YoY)。而中国市场 2014 年锂电池隔膜产量达到 5.75 亿平米，占据全球总产量的 48%左右，产值达到 20.5 元。

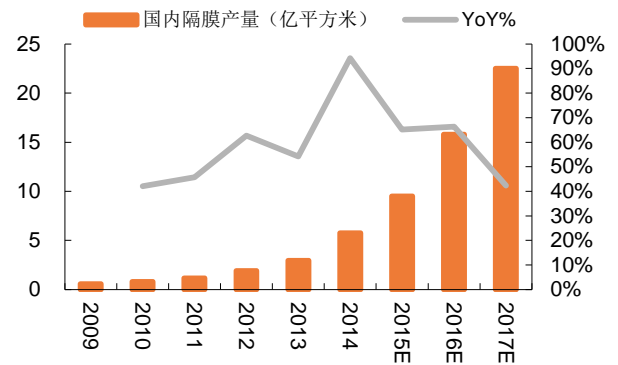
我们认为锂电池隔膜的需求增长源动力来自于下游锂电池的产销情况，尤其是在新能源汽车和储能领域。而由下游驱动的国产锂电池隔膜对进口隔膜的替代效益正在慢慢显现。根据赛迪顾问预测数据，预计 2017 年中国锂电池隔膜产量有望达到 22.5 亿平米，占据全球市场 6 成以上份额，将成为全球隔膜生产基地。

图表43 “十三五”末国内锂电膜需求或达 50-80 亿平米



资料来源：赛迪顾问，平安证券研究所

图表44 2009-2017E 国内隔膜产量



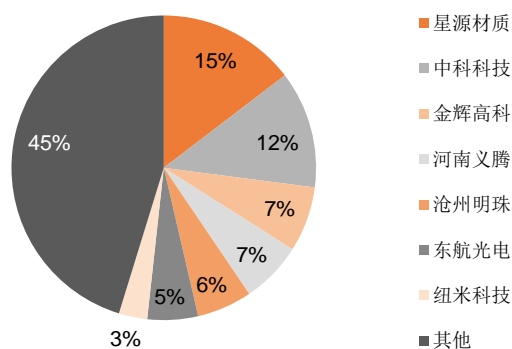
资料来源：赛迪顾问，平安证券研究所

■ 隔膜产品国产替代效益慢慢凸显

全球主要的隔膜生产企业主要有 Asahi Kasei (旭化成)、Celgard、Toray Tonen (东燃化学)、韩国 SKI 等，2015 年 2 月旭化成通过收购 Polypore 间接将全球第二大隔膜生产商美国 Celgard 纳入旗下，因此旭化成合计市场份额达到 30%左右，加固了在隔膜领域的垄断。东燃化学和韩国 SKI 的市场份额分别达到了 10.97%、9.28%。

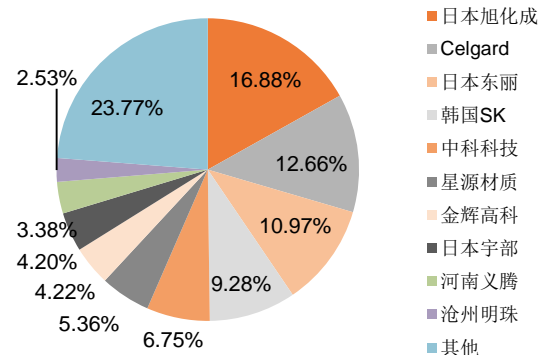
中国企业 Green (中科科技) 和 Senior (星源材质) 凭借成本优势在 2014 年全球出货量市场份额分别达到 6.75%和 5.06%。星源材质也开始大规模给韩国 LG 供货，说明国产隔膜替代进口步伐开始加快。我们认为随着国内隔膜技术的不断突破、进步，同时受益于 SDI、LG 等企业在国内大力投资锂电池工厂，未来中国隔膜企业有望凭借成本优势、性价比优势获得更多隔膜订单。

图表45 2014 年中国隔膜产业主要企业市场占有率 (按销售收入)



资料来源：赛迪顾问，平安证券研究所

图表46 2014 年全球锂电池隔膜市场格局



资料来源：中国塑模馆，平安证券研究所

旭化成 Toray Tonen 和 SKI 主要采用湿法工艺，Celgard 采用干法工艺。国内干法隔膜生产企业主要包括星源材质、沧州明珠、河南义腾、中科科技等，湿法隔膜生产企业主要包括鸿图隔膜、金辉高科、纽米科技、苏州捷力等。中国市场大部分隔膜产品均为干法工艺，湿法隔膜出货量仍较少。

而且，由于干法隔膜领域技术和市场相对成熟，而且国内干法隔膜产品基本能完全替代进口隔膜，竞争情况相对湿法更为激烈，现在面临着价格下行的压力。我们认为未来隔膜产业的竞争将向湿法隔膜产品升级。而在湿法隔膜产品领域，目前国内还处于进口替代的前期。

■ 国内湿法隔膜企业情况

国内湿法隔膜企业大致分为两类：1) 由原干法隔膜企业转型，同时具备干法和湿法隔膜生产线，例如星源材质、中科科技等；2) 专业的湿法隔膜生产商，例如鸿图隔膜、苏州捷力、上海恩捷等。

- 鸿图隔膜 2008 年投资建设产线，引进韩国技术团队和全套生产线、监测设备。产品品质已经得到力神等国内一线电池厂商认可并已经开始批量供货，具备较强竞争力；
- 苏州捷力隔膜技术及团队来自日本，产品品质行业领先，产品良率达到 80% 以上，已经成功切入国内最大锂电池 ATL 公司供应链；
- 金辉高科规模较大，但技术研发、工艺设备上的储备和投资相对不足，产品良率相对低于其他竞争对手。

国内隔膜行业整体仍处于成长阶段，尤其是湿法隔膜。但是因为湿法隔膜生产技术较为复杂、前期投入规模大、投资回收期相对较长，所以国内生产湿法隔膜的企业规模普遍偏小。根据赛迪顾问数据，2014 年金辉高科湿法隔膜收入达到 1.4 亿元，产量约为 4800 万平米，产能和收入均居于国内湿法隔膜市场首位。其次便是云天化旗下的纽米科技收入和产量分别为 6200 万元和 1250 万平米。剩下的企业总体隔膜出货量在 300-500 万平米之间。目前国内湿法隔膜正处于进口替代的关键阶段，而且国内湿法膜的成长空间远大于干法隔膜。

图表47 中国湿法隔膜总体规模排名

指标	产能 (20%)	产量 (30%)	销售收入 (50%)	总体得分	排名
金辉高科	5.00	5.00	5.00	5.00	1
纽米科技	0.74	1.30	2.18	1.63	2
苏州捷力	1.96	0.47	0.85	0.96	3
天津东皋	0.88	0.47	1.06	0.85	4
鸿图隔膜	0.98	0.42	0.88	0.76	5
上海恩捷	1.47	0.36	0.56	0.69	6
星源材质	1.47	0.31	0.42	0.60	7
中科科技	1.47	0.21	0.32	0.52	8
河北金力	0.98	0.16	0.27	0.38	9

资料来源：赛迪顾问，2015.07，平安证券研究所

图表48 中国湿法隔膜企业产品与技术水平排名

	产品品质 (30%)	技术水平 (35%)	工艺设备 (35%)	总体得分	排名
鸿图隔膜	5.00	4.50	5.00	4.80	1
苏州捷力	4.50	5.00	4.00	4.50	2
纽米科技	3.50	3.50	3.00	3.30	3
上海恩捷	3.50	3.00	3.50	3.30	4
星源材质	3.00	3.50	2.50	3.00	5
天津东皋	3.00	3.00	2.50	2.80	6
河北金力	2.50	2.00	2.00	2.20	7
金辉高科	2.00	1.50	2.00	1.80	8
中科科技	1.50	2.00	1.50	1.70	9

资料来源：赛迪顾问，2015.07，平安证券研究所

3.3 苏州捷力：湿法隔膜

■ 公司简介

苏州捷力成立于 2009 年，主要从事锂离子电池隔膜、塑料软包装新型多功能膜（EVA 膜）、PI 膜（光伏电池绝缘材料）等生产和销售。公司实际控制人及管理层在高分子和湿法膜领域有比较深厚的技术积累。公司主要客户为国内外主要锂电池生产商，包括新能源（ATL）、比亚迪、珠海光宇、韩国 LG。捷力在苏州的厂房面积在 220 亩左右，在合肥新厂占地达到 300 亩，目前捷力拥有 2 条产线，大部分产能在做锂电池湿法隔膜，产品良率达到 80% 以上。

2015 年 9 月，胜利精密公告使用自有资金不超过 6.12 亿元收购苏州捷力 51% 股权。胜利精密决定收购苏州捷力的主要原因是：

- 1) 公司看好锂电池新能源行业的发展空间，在巩固原有消费电子结构件核心模组、智能化改造和智能终端销售渠道服务的业务基础上，通过收购具备技术先进性的资产促进实现公司多元化产业布局；
- 2) 胜利精密目前已获得许多全球一流消费电子厂商客户的认可和资质认定，例如与联想、三星建立联合开发实验室，长期服务的客户包括索尼、夏普、戴尔、惠普等。子公司苏州富强科技是华为、联想和 A 客户的供应商。而苏州捷力锂电池隔膜产品下游终端用户多为国内外 3C 消费电子和新能源汽车厂商，胜利与捷力的合作有利于巩固胜利精密在下游客户的供应链地位，并为捷力开拓新客户提供更多便利。

■ 苏州捷力技术&产品

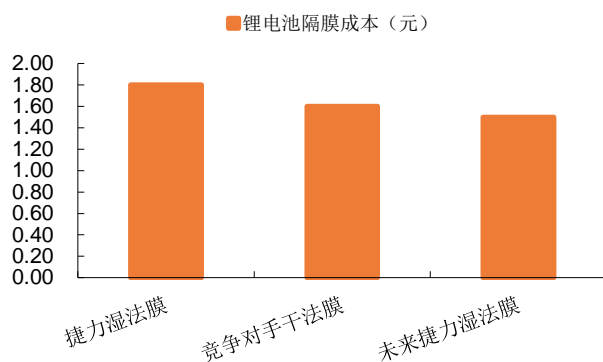
苏州捷力湿法膜技术先进性突出，高端湿法膜产品包括 20um /16um /12um/9um/7um/5um，其中应在消费电子领域的规格为 20-12um 的产品，另外公司已经突破实现 7um 高端膜的量产。胜利精密看好苏州捷力产品技术的先进性，目前捷力湿法膜成本为 1.8 元/平米左右，而国内干法膜大约在 1.6 元/平米。随着捷力生产成本的优化，预计未来捷力湿法膜成本有望下降至 1.5 元/平米左右。

图表49 中国湿法隔膜企业综合竞争力排名

公司	产品与技术水平	团队与渠道建设能力	排名
鸿图隔膜	4.8	4.1	1
苏州捷力	4.5	3.9	2
星源材质	3	4.6	3
纽米科技	3.3	3.5	4
金辉高科	1.8	2.8	5
天津东皋	2.8	3.3	6
上海恩捷	3.3	2.7	7
中科科技	1.7	3	8
河北金力	2.2	2	9

资料来源：赛迪顾问，平安证券研究所

图表50 公司锂电池隔膜成本



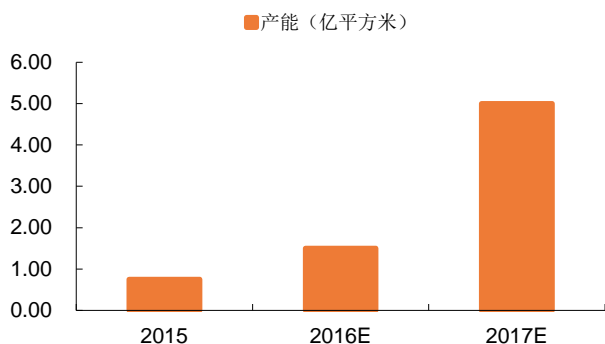
资料来源：公司数据，平安证券研究所

■ 公司产能规划及相关财务预测

15年12月，公司公告苏州捷力全资子公司合肥捷世新材料有限公司拟在合肥建设锂电池湿法隔膜研发生产基地，项目一期投资总额达到14亿元，主要用于建设锂电池隔膜产线10条，预计年产5亿平方米动力及储能锂电池隔膜，项目建设周期预计3年，2016年开始建设并安装调试，2017年产线形成稳定量产。公司预计2017年锂电池湿法隔膜量产不低于3000万平方米，产值不低于1.2亿元，2018年产值预计达到5亿元，2019年预计为10亿元。

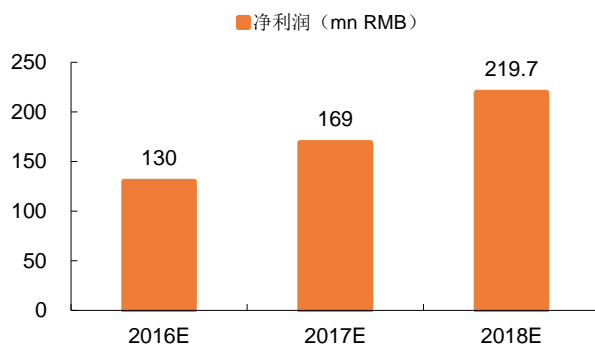
16年2月公司公告苏州捷力全资子公司合肥捷世新材料有限公司向JEPWL co. LTD购进10条锂电池隔膜生产线及部分关键设备，合同总金额约9.3亿人民币。

图表51 预计公司湿法隔膜产能



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表52 苏州捷力净利润表现预测



资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 聚焦动力&储能锂电池产品，努力开拓国际客户

苏州捷力未来客户定位为：1) 国内客户包括比亚迪、力神、国轩；2) 国际客户包括ATL、LG、三星、松下和索尼。目前锂电池隔膜行业产品没有统一的评估标准，下游市场的拓展主要依靠客户对产品质量和稳定性的认可，通常需要1-2年的验证期才能成为合规的供货商，所以锂电池隔膜供应商更多是依靠高分子原材料及相应生产技术的先进性来实现市场竞争力提升和客户突破。

经过过去 2 年送样及测试，目前捷力已经成功进入 ATL（新能源科技有限公司）、LG 供应链，其中：
1）ATL 作为锂电池产品供应商，其消费电子类客户包括苹果和华为。另外，ATL 正在大力发展动力和储能锂电池市场，未来发展空间充满想象；2）LG 化学是全球领先电池供应商与美国、中国、德国 20 多个一流汽车品牌均有合作关系，包括通用、雷诺、福特、奥迪、伊莱克斯、现代和起亚等。LG 化学 16 年电动汽车电池的销售目标为 1.2 万亿韩元（合约人民币 636 亿元），15 年电动汽车电池产品销售额为 7000 亿韩元（合约 370 亿元）。

四、 投资分析&估值

胜利精密收购的富强科技、智诚光学、德乐科技三家公司承诺 2015-2017 年归母净利润分别为 2.2、2.61、3.14 亿元，已于 15Q3 并表。富强科技凭借技术先进开拓市场，下游客户结构优质稳定，我们看好公司与富强合作构建智能制造平台项目和未来发展，所以我们预测富强科技未来业绩表现优于对赌业绩表现是大概率事件。

苏州捷力承诺 2016-2018 年净利润分别达到 1.3、1.69、2.19 亿元，苏州捷力湿法隔膜技术行业领先，同时切入了全球锂电池龙头 ATL、LG 等供应链，所以我们看好富强科技和苏州捷力的盈利能力和成长空间。

综上所述，我们认为胜利精密整体盈利水平和成长空间均比较有保障，我们预测 2016-2017 年公司收入有望达到 86 亿元和 107 亿元，16-17 年公司最新摊薄 EPS 达到 0.60、0.78 元，对应最新收盘价估值分别为 32、25 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：消费电子行业增速持续低迷，隔膜产品市场拓展不如预期，锂电池隔膜行业产能过剩造成产品 ASP 下滑。

图表53 可比公司估值表

公司名称	CODE	Mkt Cap 亿元	EPS		PE	
			2016	2017	2016	2017
胜利精密	002426.SZ	222	0.60	0.78	31.73	24.56
劲胜精密	300083.SZ	102	1.11	1.54	25.62	18.59
长盈精密	300115.SZ	148	1.31	1.77	20.39	15.06
大族激光	002008.SZ	216	0.98	1.21	20.82	16.92
智云股份	300097.SZ	49	0.97	1.33	34.46	25.11
平均					26.61	20.04

资料来源：胜利精密为平安预测，其余为WIND一致预期，平安证券研究所 备注：截止日期为2016-03-17

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	3638	5633	6887	8596
现金	1517	1858	2333	2903
应收账款	1152	1951	2552	3050
其他应收款	9	62	41	88
预付账款	196	486	503	727
存货	602	1097	1238	1603
其他流动资产	163	180	219	224
非流动资产	1500	2358	3158	3735
长期投资	123	199	272	347
固定资产	703	1423	2084	2547
无形资产	143	160	179	202
其他非流动资产	530	576	623	640
资产总计	5138	7992	10045	12331
流动负债	1951	2778	4216	5670
短期借款	716	716	1767	2662
应付账款	874	1362	1711	2030
其他流动负债	361	699	737	978
非流动负债	152	137	120	97
长期借款	140	125	108	85
其他非流动负债	12	12	12	12
负债合计	2103	2914	4336	5766
少数股东权益	47	70	117	184
股本	986	1167	1167	1167
资本公积	1390	3044	3044	3044
留存收益	616	761	1049	1467
归属母公司股东权益	2987	5007	5591	6380
负债和股东权益	5138	7992	10045	12331

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-161	-409	604	720
净利润	148	306	748	972
折旧摊销	81	97	165	228
财务费用	-2	53	74	101
投资损失	19	-11	4	-4
营运资金变动	-443	-860	-395	-584
其他经营现金流	36	6	8	7
投资活动现金流	-583	-950	-977	-808
资本支出	545	782	726	502
长期投资	-58	-76	-74	-75
其他投资现金流	-96	-243	-324	-380
筹资活动现金流	1689	1700	-203	-238
短期借款	313	0	0	0
长期借款	140	-15	-17	-23
普通股增加	585	181	0	0
资本公积增加	878	1654	0	0
其他筹资现金流	-227	-120	-187	-215
现金净增加额	940	341	-576	-325

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3256	5950	8636	10746
营业成本	2796	4994	6864	8354
营业税金及附加	5	12	16	21
营业费用	70	178	259	322
管理费用	194	376	535	671
财务费用	-2	53	74	101
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	-10	-6	-8	-7
投资净收益	-19	11	-4	4
营业利润	165	341	876	1274
营业外收入	8	16	20	15
营业外支出	3	3	4	4
利润总额	170	353	893	1285
所得税	22	47	145	313
净利润	148	306	748	972
少数股东损益	8	23	47	67
归属母公司净利润	140	283	701	906
EBITDA	258	447	1074	1571
EPS(元)	0.14	0.24	0.60	0.78

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	53.5	82.7	45.2	24.4
营业利润(%)	65.4	106.3	157.0	45.3
归属于母公司净利润(%)	21.2	102.5	147.2	29.2
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	14.1	16.1	20.5	22.3
净利率(%)	4.5	5.1	8.7	9.0
ROE(%)	4.9	6.0	13.1	14.8
ROIC(%)	4.0	5.2	10.2	11.1
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	40.9	36.5	43.2	46.8
净负债比率(%)	-21.8	-19.4	-7.4	-1.8
流动比率	1.9	2.0	1.6	1.5
速动比率	1.6	1.6	1.3	1.2
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	3.8	3.8	3.8	3.8
应付账款周转率	4.5	4.5	4.5	4.5
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.24	0.60	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.07	-0.35	0.52	0.62
每股净资产(最新摊薄)	2.56	4.29	4.79	5.47
估值比率	-	-	-	-
P/E	158.82	78.44	31.73	24.56
P/B	7.44	4.44	3.98	3.49
EV/EBITDA	83.8	47.7	20.4	14.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033