

2016年04月20日

证券研究报告·调研报告

南都电源 (300068) 电气设备

买入 (首次)

当前价: 16.61元

目标价: 20.8元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

铅碳驱动，储能提速

投资要点

- **铅炭电池优势明显:** 公司电池技术全球领先, 目前已能将铅炭电池的储能度电成本降低至 0.5 元, 80% DOD 循环寿命可达 3000 次, 充电时间缩短为 1 小时, 更有高安全性、低温性能好等特点, 相比于传统电池极具优势。低成本高性能的铅炭电池技术使得公司在储能、动力电源等诸多业务领域均将获得极强的竞争力。
- **储能领域优势增强:** 储能对于新能源发电的并网、企业用电的削峰填谷具有重要意义, 随着国家对可再生能源发电的加大投入, 储能未来发展前景广阔。公司依托铅炭电池的技术、成本优势, 能做到不依靠补贴而使储能系统盈利, 与国网电科院合作的多个示范项目进展顺利。公司牵头制订储能标准, 并且在行业内率先提出“投资+运营”模式, 构建云平台管理分布式能源网络发展能源互联网, 引领储能行业发展的新方向。
- **启停技术取得突破:** 启停装置逐渐成为汽车标配系统, 公司的铅炭启停电源具有充电时间短, 循环寿命长的特点, 经测试已达到启停 20 万次水平, 技术国际领先。随着政策的鼓励, 汽车启停系统带来的节能环保效果和经济效益的提高将会催动广阔的汽车启停装置市场。
- **收购华铂进军回收领域:** 公司通过收购华铂科技成功进军再生铅行业, 完善了公司的铅蓄电池产业链, 进一步降低采购原材料的成本, 形成循环经济的发展模式。目前行业内锂电池存量巨大, 公司未来同样有意进军锂电回收业务, 带来新的经济增长亮点。
- **估值与盈利预测:** 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.52 元、0.73 元、0.95 元, 对应的动态 PE 分别是 32 倍、23 倍和 17 倍。公司借助铅炭电池的技术优势、成本优势, 迎来新能源汽车领域和储能领域的飞速增长, 我们看好公司的布局 and 前景, 考虑到公司非公开发行 1.75 亿股并通过和市场同类公司相对估值测算, 给予 16 年 40 倍 PE, 对应股价 20.8 元, 首次给予“买入”评级。
- **风险提示:** 国家大幅减少阶梯电价差的风险, 公司扩建产能不顺利的风险, 华铂科技业绩实现或不及承诺的风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	5153.13	7468.89	9014.41	10633.36
增长率	36.10%	44.94%	20.69%	17.96%
归属母公司净利润 (百万元)	203.30	312.65	443.03	577.32
增长率	92.52%	53.79%	41.70%	30.31%
每股收益 EPS (元)	0.34	0.52	0.73	0.95
净资产收益率 ROE	8.31%	9.87%	12.41%	14.13%
PE	49	32	23	17
PB	2.99	2.69	2.36	2.03

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 鹿琳琳

执业证号: S1250513070002

电话: 010-57631198

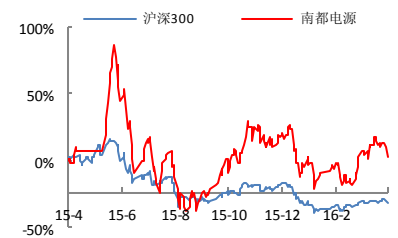
邮箱: pll@swsc.com.cn

联系人: 谭菁

电话: 010-57631198

邮箱: tanj@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)	6.05
流通 A 股(亿股)	4.37
52 周内股价区间(元)	9.6-30.94
总市值(亿元)	107.02
总资产(亿元)	69.32
每股净资产(元)	5.03

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1. 公司概况：全球电池行业领导者	1
1.1 营业收入增长显著	1
1.2 业务领域优势明显	1
1.3 收购华铂布局未来	2
2. 铅炭电池优势极其明显	2
3. 储能前景广阔，动力电源有突破	3
3.1 储能前景广阔，公司技术市场均占优势	3
3.2 新能源汽车发展推进动力电源增长，启停技术获取突破	5
4. 两项布局：能源互联网与资源回收领域	7
4.1 构建能源互联网布局	7
4.2 铅资源回收完善产业链	7
5. 盈利预测与投资建议	7
6. 风险提示	8

图 目 录

图 1: 公司 2015 年收入占比	1
图 2: 公司 近年收入及毛利趋势	1
图 3: 全球&我国电化学储能累计装机量	3
图 4: 我国装机量增长趋势	3
图 5: 公司 光伏储能系统	4
图 6: 公司 储能电站	4
图 7: 我国 新能源汽车产量趋势	6
图 8: 公司 电动汽车动力电源模块	6
图 9: 汽车 启停技术	6

表 目 录

表 1: 电池经济性对比	3
表 2: 上海市非居民用户电价表	4
表 3: 铅炭电池 VS 其他化学储能	5
表 4: 盈利预测与估值	8
附表: 财务预测与估值	9

1. 公司概况：全球电池行业领导者

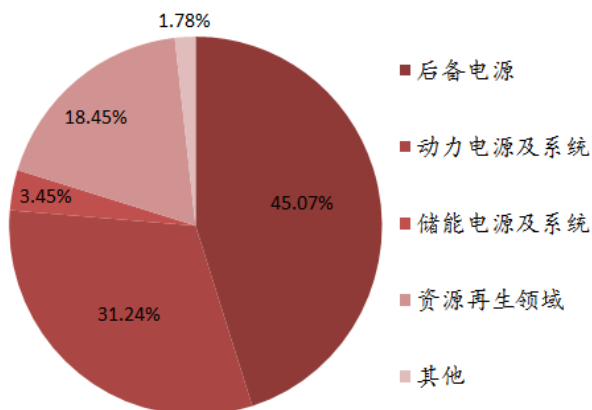
浙江南都电源动力股份有限公司（简称“南都电源”）创立于 1994 年 9 月，2010 年 4 月在创业板上市。公司主营业务为通信后备电源、动力电源、储能电源、系统集成及相关产品的研发、制造、销售和服务。主要产品有阀控密封蓄电池、锂离子电池、铅炭电池及相关材料，产品广泛应用于通信、电力、铁路、电动自行车及新能源汽车等行业。

公司设有南都电源研究院、国家认可实验室、博士后科研工作站等，配备国际最先进的科研试验和测试装备，拥有国际顶级的电源研发团队。公司是国内同行业中海外市场占有率最高的企业，已经在全球 150 多个国家和地区实现销售。

1.1 营业收入增长显著

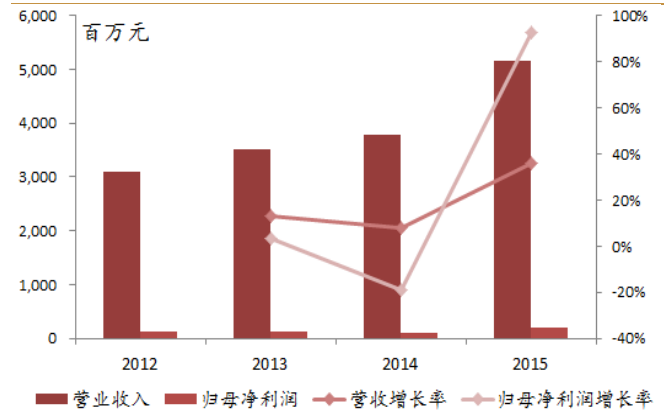
公司在 2015 的收入有了明显的增长，营业收入同比增加 36.1%，归属于上市公司股东的净利润同比增加 92.5%。收入利润增加是由于后备电源、储能电源及系统和资源再生业务的增加，公司电池技术的发展带来的成本降低。

图 1: 公司 2015 年收入占比



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 2: 公司近年收入及毛利趋势



数据来源：公司年报，西南证券整理

1.2 业务领域优势明显

通信后备电源领域：公司在通信后备电源业务中，产品主要是基站备用电源，国内合作商主要是中国铁塔。目前公司在国内通信领域的后备电源市占率排名第一，随着 4G 网络基础设施建设投资的持续，公司国内后备电源的营业收入保持稳定。公司的海外业务也保持着较好的增速，2015 年通信后备电源海外收入同比增加 23.32%，收入达 8.54 亿元，海外市场如印度等有着更高的单价，并且有国家退税的扶持，毛利率高于国内。

储能领域：公司在大规模储能、分布式储能、用户储能等领域都占据领先地位，目前主推以铅炭电池为核心的储能系统。经过近些年的技术开发和升级，公司的储能系统具有度电成本低、电池寿命长的特点，完全满足商用化需求。公司率先提出了“投资+运营”的商用模式，为工业用户提供削峰填谷等节能方案。现今公司除了铅炭电池及相关设备外，还能负责电站整体运营，商业化成熟，未来发展潜力巨大。

动力电源领域：受电动自行车价格战影响，公司 2015 年动力电源营收为 16.10 亿元，同比下降 2.69%，其中电动自行车下降 6.58%，为 15.1 亿元。公司的新能源车用动力锂电池业务开展顺利，全年销售 1.23 亿元，与东风特汽、长安客车、厦门金旅等客户形成紧密合作。另外公司的启停项目实验测试进展顺利，公司未来在动力电池领域将有更大机会。

1.3 收购华铂布局未来

公司在 2015 年收购了华铂科技 51% 股权，进军铅资源回收产业。公司此举能完善电池上下游产业链，有限降低原材料采购成本，并计划以华铂科技为基础，逐步开展其他领域的回收业务，提升可持续发展能力。

华铂科技 2015 年为公司利润贡献 7021 万元，对公司业绩增厚明显；另外承诺 2016 年净利润不低于 2.3 亿元，就公司层面分析，承诺定能顺利完成。

2. 铅炭电池优势极其明显

铅炭电池可认为是一种“电容型铅酸电池”，是将活性炭加注在铅酸电池的负极材料中，发挥碳材料的高导电性和对铅基活性物质的分散性特点，提高铅活性物质的利用率，带来快速充电的功效；活性炭材料能抑制电池负极的硫酸盐化现象，改善了传统铅酸电池失效的主因，延长了电池寿命。相比于传统的铅酸电池，其克服了能量转换效率低、电池寿命短和充电时间长等缺点，且价格远低于锂离子电池，具有极大的发展前景。

公司开发出国际领先的铅炭电池技术，其优势特点如下：

充电时间短：相比于传统的铅酸电池 4 小时以上的充电时间，公司目前的铅炭电池技术已能将充电时间缩短为 1 小时。此项特点能够让公司在未来的动力电池等领域占据优势。

寿命长：抑制硫酸盐化的效果带来更多的循环充电次数，公司的铅炭电池深度充放电（充电电量超过额定容量的 80%）次数可达 3000 次。经公司测算，用于储能系统时的循环利用次数可达 5000 次，用于汽车启停技术时可超 20 万次启停次数。

成本低：公司的铅炭电池技术可将储能中的度电成本降至 0.5 元/度，而传统的锂电池度电成本约为其 3 倍，计算方式为：公司生产的标准铅炭电池输出单位为 2V500A/h，包含了材料费、人工费、利润等的总售价为 1200 元，即 1 度电成本为 1200 元。而度电成本可认为是“电池在寿命周期内每储一度电的成本”，即：

$$\text{度电成本} = \frac{\text{总成本}}{\text{总储电量}} = \frac{1200 \text{ 元}}{3000 \text{ 次循环} \times 80\% \text{ 循环} \times 1 \text{ 度电}} = \frac{1200 \text{ 元}}{2400 \text{ 度}} = 0.5 \text{ 元/度}$$

如此低廉的储能度电成本使得铅炭电池储能可在不依靠政府补贴情况下获利。

表 1: 电池经济性对比

	DOD×寿命	运行期间放出的总电量	能效/%	电池成本¥/Wh	发电成本¥/kWh
铅炭电池	0.6×5000	3000C	90	1	0.37(0.28*)
传统铅酸电池	1×800	800C	80	0.6	0.94(0.62*)
锂离子电池	1×5000; 0.3×20000	5000C	95	3	0.63
全钒液流电池	1×13000	13000C	80	10	0.96

*: 考虑铅酸电池的可回收性, 以传统铅酸电池成本 30%可回收计算; DOD: Depth of discharge
 C: Capacity

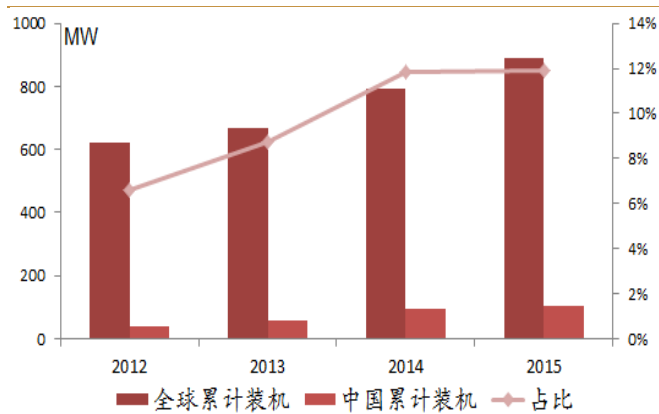
数据来源: 南都电源, 西南证券整理

其他优势: 公司的铅炭电池还在安全性、低温性能、生产及回收工艺等方面具有优势。

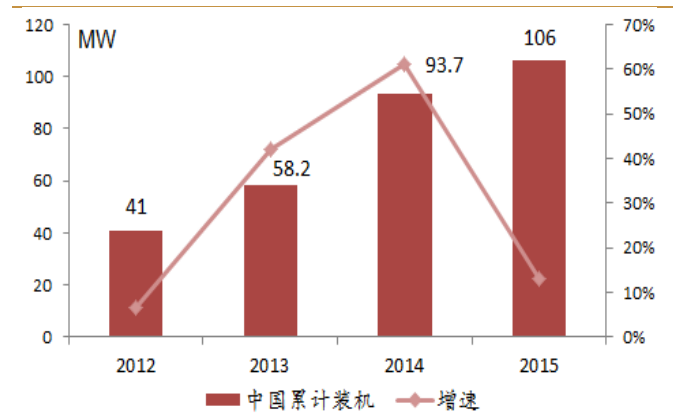
3. 储能前景广阔, 动力电源有突破

3.1 储能前景广阔, 公司技术市场均占优势

储能主要应用于电力的削峰填谷、新能源发电的平滑入网及分布式发电的调节, 目前国内主要的储能应用是用户侧储能装机和可再生能源并网。截止至 2015 年底, 我国的电化学储能累计装机量已达 106MW, 占全球累计装机量的 11%; 国内装机增速明显, 在 13、14 年均超 40%, 15 年增速放缓, 但仍有 13%的增速, 随着国家对可再生能源发电的继续投资, 储能项目前景广阔。

图 3: 全球&我国电化学储能累计装机量


数据来源: CNESA, 西南证券

图 4: 我国装机量增长趋势


数据来源: CNESA, 西南证券

公司储能业务领先: 公司在国内储能领域产品成熟, 且有诸多示范项目, 除了原有电池系列产品外, 还具备系统解决方案能力。公司推出以铅炭电池技术为核心的储能系统, 中标多个示范项目, 如张北国家风光储能示范工程、浙江鹿西岛 4MWh 新能源微网储能项目等, 其中浙江东福山岛项目采用公司的铅炭电池储能系统, 在 2010 年即开始实施, 目前已安全运营 5 年整。

公司的储能业务海外市场拓展顺利, 在 2015 年投资 150 万美金参股加拿大储能科技有限公司 (SPS), 持股 25%。公司借助 SPS 在海外市场的系统技术和市场渠道能力, 积极开

发大型锂电池和用户储能系统,拓展海外市场。随后在 11 月顺利取得 SPS 储能用锂电池 1089 万美元的大额订单,实现了公司锂电池产品在海外储能市场的首次规模化应用。

图 5: 公司光伏储能系统


数据来源: 公司资料, 西南证券

图 6: 公司储能电站


数据来源: 公司资料, 西南证券

铅炭电池储能效益明显: 储能领域目前盈利方式主要是依靠电价差,企业用户依靠峰谷期间电价的差额来实现节省开支,获取利润。我们以上海市非居民用户用电阶梯电价来看:

表 2: 上海市非居民用户电价表

用电分类			电度电价 (元/kWh)							
			非夏季				夏季			
			不满 1 千伏	10 千伏	35 千伏	110 千伏及以上	不满 1 千伏	10 千伏	35 千伏	110 千伏及以上
单一制	工商业及其他用电	峰时段	1.110	1.080	1.050		1.145	1.115	1.085	
		谷时段	0.527	0.497	0.467		0.562	0.532	0.502	
	农业生产用电	峰时段	0.784				0.784			
		谷时段	0.418				0.418			
两部制	工商业及其他用电	峰时段	1.252	1.222	1.192	1.167	1.287	1.257	1.227	1.202
		平时段	0.782	0.752	0.722	0.697	0.817	0.787	0.757	0.732
		谷时段	0.370	0.364	0.358	0.352	0.305	0.299	0.293	0.287
	农业生产用电	峰时段		0.874				0.874		
		平时段		0.544				0.544		
		谷时段		0.286				0.286		

注: 单一制: 峰时 (6-22 时), 谷时 (22-次日 6 时);

两部制非夏季: 峰时 (8-11、18-21), 平时 (6-8、11-18、21-22), 谷时 (22-次日 6 时);

两部制夏季: 峰时 (8-11、13-15、18-21), 平时 (6-8、11-13、15-18、21-22), 谷时 (22-次日 6 时)。

数据来源: 上海电力公司, 西南证券整理

在两部制电价方案中,若用于工商业用电,在谷时段 (0.370 元/kWh) 为储能系统储存电量,在峰时段 (1.252 元/kWh) 释放电能,其中电价可达 0.882 元/kWh。经统计,在电价差 0.8 元的地区,使用铅炭电池大约 5 年即可回收成本。

铅炭电池储能是目前唯一能不依靠补贴而实现盈利的化学储能方式,且相比于其他化学储能方式,在安全性、规模性等方面仍有明显优势。

表 3: 铅炭电池 VS 其他化学储能

	循环寿命	安全性	可规模化	经济性	能效
铅炭电池	★★★	★★★★★	★★★★★	★★★	★★★
普通铅酸电池	★★	★★★★★	★★★★★	★★★	★★
锂离子电池	★★★	★★	★★	★★	★★★★★
钒液流电池	★★★★★	★★★	★★★★★	★★	★★★
钠硫电池	★★★	★	★★★	★★★	★★

数据来源：公司资料，西南证券整理

尽管目前尚无能满足全部五项指标的储能技术，但铅炭电池的安全可靠性高、储能规模大，综合而言是**性价比最高的储能选择**。

“投资+运营”引领未来市场：公司在拥有技术成本优势和低成本优势保障下，率先提出了“投资+运营”的商业创新模式，使公司储能产品向用户侧延伸，同时通过构建能源管理平台，取得在分布式能源与能源互联网领域的发展，最终达到公司从产品销售到运营服务的运营模式转型。

在未来的市场中，公司计划不再将铅炭电池作为产品单独出售，而是用运营管理及投资合作的方式进行储能业务，既保护了公司核心技术的安全性，又能提高公司的盈利能力。公司从 2015 年底开始，铅炭电池储能电站项目不再单纯的提供铅炭储能电池及相关系统集成设备，还将作为电站的总承包商，负责电站的整体投资、整体工程建设和后续合作运维，享有所有权和收益权。4 月 14 日，公司与中恒普瑞就共同实施储能容量为 68.64MWh 的电力储能应用电站项目签订了合作协议，顺利完成“投资+运营”商用化电站百 MWh 规模，并将能在未来十年内为公司带来稳定的现金流。

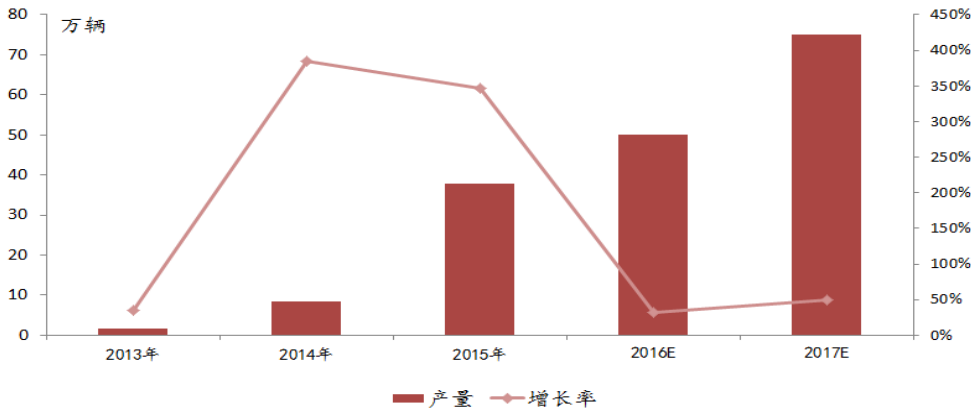
3.2 新能源汽车发展推进动力电源增长，启停技术获取突破

我国新能源汽车发展态势喜人，公司在今年的动力电池领域也将有较大进展。公司 3 月中旬签订销售大单，保定长安客车向公司采购磷酸铁锂动力锂电池，合同金额 3 亿元，相比于 2015 年全年的 1.23 亿有巨大提升。4 月 2 日又与东风神宇签订重大合同，公司提供新能源汽车用动力总成系统，在未来三年达到全车型系列合作，对公司新能源汽车动力总成系统解决方案能力带来大幅度提升。

公司以往的动力电池是以电动自行车电池为主，而此合同表明公司的发展动向将有所转变，且市场对公司动力锂电池的技术水平和整体实力得到了行业内认可，进一步提升了公司在行业内的知名度。

公司也积极布局动力锂电池产能扩建，计划在今年 4 月之后，能达到 1000MWh 的产能量。除了磷酸铁锂电池之外，三元电池也有出货能力，在未来的发展中公司仍会有扩产能计划，并且会提高三元电池的比重，加强与大型汽车厂商的合作。

图 7: 我国新能源汽车产量趋势



数据来源: 中国汽车工业协会, 西南证券

电池梯次利用早布局: 在正常情况下, 动力电池在运行 5 年后, 电池容量会下降至 80% 左右, 而容量低于此数值后就不能再用于新能源汽车, 就我国的新能源汽车发展现状而言, 意味着未来三年后会有大量动力电池被淘汰。公司是行业内率先布局电池梯次应用的企业, 从动力电池的设计阶段就开始考虑, 并有完善的回收产业, 可将回收的电池用于通信基站电源或用于储能领域。

铅炭电池应用启停技术有突破: 启停系统是当车辆处于停止状态 (非驻车状态) 时, 发动机暂停工作, 此时车辆所需电力将由电池提供。汽车启停技术能有效改善车辆的燃油经济性, 装备自动启停系统的车辆在市区可有 5%-10% 的节油效果, 对经济性和环保性都有明显的提升。美国日本等发达国家已明确在 2020 年前, 新生产的车辆全部具备启停功能, 而目前国内启停电池配置率较低, 政府也出台政策给予配备此技术的车辆每台 3000 元的补贴, 此举能加速国内启停市场的发展。

图 8: 公司电动汽车动力电源模块



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 9: 汽车启停技术

所谓自动挡车型发动机自动启停技术的操作其实非常容易理解即驾驶员只要施加完全制动使车辆停止, 发动机则自动熄火; 在释放制动后, 驾驶员加油, 发动机将自动启动。



数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

目前的启停电池还是传统的阀控密封电池为主, 但传统阀控密封电池大电流充放电寿命短等问题制约了该技术的推广。而公司生产的铅炭新型电池技术可解决这一不足, 充电时间为普通阀控密封电池的八分之一, 循环寿命能为其四倍以上, 经公司测试已能做到 20 万次的启停次数, 全球领先。公司也应对未来广阔的市场做好扩产能准备, 在湖北投资建立的武汉南都新能源科技新能源电池项目将能有 1000 万 kVAh 产能, 预计 2017 年一期项目 500 万 kVAh 有望顺利完工生产。

4. 两项布局：能源互联网与资源回收领域

4.1 构建能源互联网布局

公司于 2015 年备案并实施“基于云数据管理平台的分布式能源网络建设一期项目”，总投资额为 5 亿元，其中 1 亿元用于智能型电池管理系统及基于云数据的能量管理系统研发，3.9 亿元用于在全国建设总容量为 390MWh 的分布式新能源站点，形成初步的能源互联网布局，并进行统一运营。另外公司与中恒电气在 15 年 7 月签订了《战略合作协议》，在能源互联网、分布式能源等领域开展合作，并对公司上述项目推动建设。

此举表明公司在能源互联网领域的发展意图，从储能电池生产与销售切入新能源站点运营领域，并发展公司的系统集成业务能力，实现公司的业务转型升级，业务遍布储能产品、储能系统、系统建设、系统运维所有环节，完成能源互联网的业务渗透。

4.2 铅资源回收完善产业链

中国每年铅蓄电池市场需求约为 600 亿元，相应的对铅及铅合金原料有着极大的需求。目前，国际上再生铅使用占比已超 60%，发达国家地区如美国、欧洲已达到 70% 及 80%，而我国这一数值仅有 36.5%。

从 2011 年起，工信部、环保部陆续发布了多项政策，对蓄电池生产企业环境保护方面提出严格要求，提高了行业准入条件。经过多年整治，我国再生铅产业的入行门槛和规范已得到明显提高。2015 年，政府环保执法全面升级，非法再生铅供给大幅缩水、下游中小型冶炼产能关停、上游矿企铅精矿大量库存，导致上下游关系逆转，冶炼加工费大幅上涨。

在未来，再生铅行业集中度将不断提高，符合规范条件、实现规模化的龙头企业将获得更多机会。在此种行业背景下，公司收购华铂科技意义重大：成功进军再生铅行业，完善了公司的铅蓄电池产业链，进一步降低采购原材料的成本，形成循环经济的发展模式。废旧铅蓄电池作为再生铅行业的原料来源，自身就是一种资源，公司以自身蓄电池销售存量为基础，保证了废旧电池来源，缩短了回收产业链，能具备较高的回收效率。

随着国内锂电池的迅速发展，市场上锂电池的存量规模也越来越大，同时随着锂电原材料价格的不断上涨，锂电回收业务也呈现出较强的经济性和迫切性，公司会在未来进入锂电回收领域，寻找新的经济增长点。

5. 盈利预测与投资建议

假设 1：通信电源海外业务发展稳定，在 2016 年毛利率稳定在 21%。

假设 2：新能源汽车动力电源已获两笔大单，总额近 7 亿元，带来较大收入增长，自行车动力电池业务已过低谷，总体增长喜人。

假设 3：储能系统在今年有爆发，并将通过电站建设持续增长，收购华铂带来的资源回收再生业务也按承诺顺利进行。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2017 年分业务收入成本如下表：

表 4: 盈利预测与估值

单位: 万元		2015A	2016E	2017E	2018E
通信后备电源	收入	232,271.62	264,789.65	299,212.30	335,117.78
	增速	20.37%	14.00%	13.00%	12.00%
	成本	184,393.17	209,183.82	236,377.72	264,743.04
	毛利率	20.61%	21.00%	21.00%	21.00%
动力电源	收入	160,972.53	233,410.17	303,433.22	364,119.86
	增速	-2.69%	45.00%	30.00%	20.00%
	成本	140,189.47	198,398.64	254,883.90	302,219.49
	毛利率	12.91%	15.00%	16.00%	17.00%
储能电源	收入	17,781.51	28,450.42	45,520.67	72,833.06
	增速	11.35%	60.00%	60.00%	60.00%
	成本	14,024.28	23,329.34	35,506.12	54,624.80
	毛利率	21.13%	18.00%	22.00%	25.00%
资源再生	收入	95,094.31	209,207.48	240,588.60	276,676.89
	增速		120.00%	15.00%	15.00%
	成本	91,339.12	190,378.81	216,529.74	249,009.21
	毛利率	3.95%	9.00%	10.00%	10.00%
其他	收入	9,192.73	11,031.28	12,685.97	14,588.86
	增速	405.34%	20.00%	15.00%	15.00%
	成本	7,338.73	8,825.02	10,783.07	12,400.53
	毛利率	20.17%	20.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	515,312.70	746,888.99	901,440.76	1,063,336.46
	增速	36.99%	44.94%	20.69%	17.96%
	成本	437,284.77	630,115.63	754,080.56	882,997.07
	毛利率	15.14%	15.63%	16.35%	16.96%

数据来源: 西南证券

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.52 元、0.73 元、0.95 元, 对应的动态 PE 分别是 32 倍、23 倍和 17 倍。公司借助铅炭电池的技术优势、成本优势, 迎来新能源汽车领域和储能领域的飞速增长, 我们看好公司的布局和前景, 考虑到公司非公开发行 1.75 亿股并通过和市场同类公司相对估值测算, 给予 16 年 40 倍 PE, 对应股价 20.8 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

6. 风险提示

国家大幅减少阶梯电价差的风险, 公司扩建产能不顺利的风险, 华铂科技业绩实现或不及承诺的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5153.13	7468.89	9014.41	10633.36	净利润	279.30	368.02	528.33	700.82
营业成本	4375.33	6301.16	7540.81	8829.97	折旧与摊销	152.79	255.10	285.36	303.33
营业税金及附加	39.11	44.07	50.48	58.48	财务费用	72.49	108.47	107.82	100.48
销售费用	286.65	392.12	450.72	505.08	资产减值损失	34.57	40.00	30.00	20.00
管理费用	230.86	322.66	401.14	489.13	经营营运资本变动	-555.75	-903.24	-582.64	-669.44
财务费用	72.49	108.47	107.82	100.48	其他	58.44	-49.80	-42.10	-35.90
资产减值损失	34.57	40.00	30.00	20.00	经营活动现金流净额	41.83	-181.46	326.77	419.30
投资收益	-4.21	10.00	12.00	15.00	资本支出	-752.16	-170.00	-160.00	-160.00
公允价值变动损益	2.75	0.00	0.00	0.92	其他	-121.01	-2.29	-15.75	-15.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-873.17	-172.29	-175.75	-175.27
营业利润	112.65	270.43	445.44	646.12	短期借款	1388.80	384.25	111.36	18.35
其他非经营损益	195.60	165.00	165.00	170.00	长期借款	-192.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	308.25	435.43	610.44	816.12	股权融资	34.07	0.00	0.00	0.00
所得税	28.95	67.41	82.11	115.30	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	279.30	368.02	528.33	700.82	其他	-286.69	-254.85	-107.82	-100.48
少数股东损益	76.00	55.36	85.30	123.50	筹资活动现金流净额	943.48	129.41	3.54	-82.13
归属母公司股东净利润	203.30	312.65	443.03	577.32	现金流量净额	120.73	-224.34	154.55	161.90
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	971.23	746.89	901.44	1063.34	成长能力				
应收和预付款项	2028.50	2804.15	3438.82	4054.91	销售收入增长率	36.10%	44.94%	20.69%	17.96%
存货	1199.43	1727.17	2067.10	2420.48	营业利润增长率	-11.95%	140.07%	64.72%	45.05%
其他流动资产	182.15	178.95	231.80	284.10	净利润增长率	171.56%	31.76%	43.56%	32.65%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	16.56%	87.62%	32.28%	25.20%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1800.81	1691.92	1539.77	1367.65	毛利率	15.09%	15.63%	16.35%	16.96%
无形资产和开发支出	623.45	648.53	676.61	706.69	三费率	11.45%	11.02%	10.65%	10.29%
其他非流动资产	126.61	135.58	162.72	192.39	净利率	5.42%	4.93%	5.86%	6.59%
资产总计	6932.19	7933.19	9018.26	10089.56	ROE	8.31%	9.87%	12.41%	14.13%
短期借款	1876.80	2261.05	2372.42	2390.77	ROA	4.03%	4.64%	5.86%	6.95%
应付和预收款项	1062.42	1443.81	1776.72	2073.43	ROIC	4.02%	5.89%	7.63%	9.26%
长期借款	100.00	100.00	100.00	100.00	EBITDA/销售收入	6.56%	8.49%	9.30%	9.87%
其他负债	533.25	399.27	511.75	567.16	营运能力				
负债合计	3572.47	4204.13	4760.88	5131.36	总资产周转率	0.87	1.00	1.06	1.11
股本	604.98	604.98	604.98	604.98	固定资产周转率	3.76	4.70	5.67	7.37
资本公积	1707.10	1707.10	1707.10	1707.10	应收账款周转率	3.37	3.50	3.26	3.21
留存收益	732.39	1045.04	1488.07	2065.39	存货周转率	4.32	4.31	3.97	3.94
归属母公司股东权益	3043.14	3357.12	3800.14	4377.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.96%	—	—	—
少数股东权益	316.57	371.94	457.24	580.74	资本结构				
股东权益合计	3359.71	3729.05	4257.38	4958.20	资产负债率	51.53%	52.99%	52.79%	50.86%
负债和股东权益合计	6932.19	7933.19	9018.26	10089.56	带息债务/总负债	55.33%	56.16%	51.93%	48.54%
					流动比率	1.29	1.35	1.45	1.58
					速动比率	0.94	0.93	1.00	1.09
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	337.92	633.99	838.62	1049.94	每股收益	0.34	0.52	0.73	0.95
PE	49.43	32.14	22.68	17.41	每股净资产	5.55	6.16	7.04	8.20
PB	2.99	2.69	2.36	2.03	每股经营现金	0.07	-0.30	0.54	0.69
PS	1.95	1.35	1.11	0.95	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	32.81	18.20	13.67	10.75					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn