

南都电源(300068.SZ)

业绩持续高增长，关注动力锂电放量和储能拓展

评级：**买入** 前次：
 目标价(元)：**23**
 首席分析师：高级分析师
 曾朵红 沈成
 S0740514080001 S0740514080003
 021-20315203
 zengdh@r.qlzq.com.cn shencheng@r.qlzq.com.cn
 2016年04月27日

基本状况

总股本(百万股)	605
流通股本(百万股)	437
市价(元)	17.53
市值(百万元)	10,605
流通市值(百万元)	7,657

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,786.36	5,153.13	7,460.00	9,357.60	11,605.00
营业收入增速	7.95%	36.10%	44.77%	25.44%	24.02%
净利润增长率	-18.85%	92.52%	71.10%	37.16%	30.89%
摊薄每股收益(元)	0.17	0.34	0.57	0.79	1.03
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	56.60	59.04	30.49	22.23	16.98
PEG	—	0.64	0.43	0.60	0.55
每股净资产(元)	4.64	5.03	5.61	6.39	7.43
每股现金流量	0.07	0.07	-0.61	-0.25	-0.23
净资产收益率	3.76%	6.68%	10.26%	12.33%	13.90%
市净率	2.13	3.94	3.13	2.74	2.36
总股本(百万股)	604.98	604.98	604.98	604.98	604.98

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

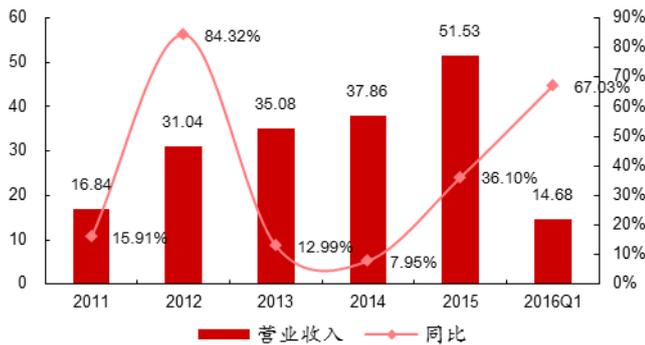
- 2015年业绩同比增长92.52%；2016年1季度业绩增长119.90%，2016年1-6月预计增长80%~110%：**
 南都电源发布2015年年报，报告期内公司实现营业收入51.53亿元，同比增长36.10%；实现归属母公司净利润2.03亿元，同比增长92.52%；对应EPS为0.34元。其中，4季度单季实现营业收入16.80亿元，同比增长78.48%，环比增长17.76%；实现归属母公司净利润0.63亿元，去年同期亏损0.05亿元，环比增长3.83%；4季度对应EPS为0.10元。公司公告2016年1季度，实现营业收入14.68亿元，同比增长67.03%；实现归属母公司净利润0.60亿元，同比增长119.90%，对应EPS为0.10元。此前公司在2016年1季度业绩预告中披露，预计盈利区间为0.55亿元~0.63亿元，同比增长100%~130%，本次季报业绩符合我们和市场的预期。公司预计2016年1-6月份盈利区间为1.44亿元~1.69亿元，同比增长80%~110%。
- 华铂并表，动力锂电放量，通信电源稳定增长；盈利能力持续提升：**公司2015年营业收入51.53亿元，同比增长36.10%，2016年1季度实现营业收入14.68亿元，同比增长67.03%。分业务来看：1)传统的通信后备电源业务，受惠国内4G网络基建投资扩大以及海外市场业务结构日趋合理，实现增长稳定，2015年收入23.23亿元，同比增长20.37%，贡献净利润约0.9亿元；2016年1季度实现收入5.43亿元，同比增长9.53%。2)公司收购的华铂科技自2015年7月开始并表，2015年贡献收入13.67亿元，是公司收入增长的主要动力，并为公司贡献利润7021万元，占公司净利润的34.53%，对公司业绩有较大提升；2016年1季度华铂科技实现收入5.57亿元，贡献利润2538万元，对1季度业绩有较强拉动作用。3)动力电源业务方面，公司新能源汽车动力电池产能已经投产，并与东风特汽、长安客车、厦门金旅等形成稳定供货关系，2015年贡献收入1.23亿元，净利率约为10%，贡献利润0.12亿元左右。2016年1季度动力锂电放量增长，实现销售1.29亿元，同比增长734.38%，贡献利润0.13亿元左右。4)公司储能电池业务2015年实现收入1.78亿元，同比增长11.35%。5)电动自行车电池受国内市场低价竞争影响，

2015 年收入 15.09 亿元，同比下降 6.58%，2016 年 1 季度实现收入 2.16 亿元，同比下降 30.53%，亏损 440.06 万元。盈利能力方面，2015 年公司整体毛利率为 15.09%，同比提升了 0.67 个百分点，2016 年 1 季度毛利率进一步提升至 16.33%；2015 年公司整体净利率为 3.95%，较 2014 年同比增长了 1.16 个百分点，2016 年 1 季度净利率同比提升 0.99 个百分点至 4.12%，盈利能力持续提升。

■ **动力锂电和华铂将带动 2016 年业绩持续高增长；储能“投资+运营”的商用化模式加速拓展：**2016 年公司传统主业通信电源业务将继续保持平稳增长，动力锂电业务和华铂科技将提供增量，有望带动公司业绩持续高增长：1) 华铂科技 2016 年承诺实现净利润 2.3 亿元，将贡献归属母公司净利润超 1.2 亿元，较 2015 年的 0.7 亿元增长 67%；2) 公司动力锂电 1.2GWh 项目正在进行，目前已经建成 1GWh，锂电产能将逐步释放，我们预计全年有效产能将达到 600MWh，锂电业务的盈利贡献全年有望达到 1.2 亿元以上，将为 2016 年业绩大幅增长产生积极影响。3) 储能方面，公司“投资+运营”的储能系统商用化模式进入加速拓展期，度电成本已经达到 0.5 元/kWh 以下的水平。2016 年 1 季度，公司与中能硅业、中恒普瑞签订了 101.64MWh 的储能电站项目（公司持股 20%），预计年发电量 3049 万度，电费收入 2378 万元；同时在镇江新区将建设 600MWh 的分布式能源网络，预计年发电量 1.8 亿度，年电费收入 1.41 亿元。随着客户对该模式加深理解及接受度的提高，将进一步加快公司在商用储能领域的产业布局。这些项目建成后将在未来 10 年内为公司带来稳定的现金流，并对公司盈利持续产生积极影响。

图表 1：2015 年公司实现营业收入 51.53 亿元

图表 2：2015 年实现归属母公司净利润 2.03 亿元



来源：中泰证券研究所

来源：中泰证券研究所

图表 3：2015 年公司综合毛利率为 15.09%，上升 0.67 个百分点；净利率为 3.95%，上升 1.16 个百分点

南都电源	2015	2014	同比	2015Q4	同比	环比	2016Q1	同比	环比
营业收入	51.53	37.86	36.10%	16.80	78.48%	17.76%	14.68	67.03%	-12.65%
毛利率	15.09%	14.42%	0.7%	16.09%	1.79%	3.58%	16.33%	1.93%	0.24%
营业利润	1.13	1.28	-11.95%	0.00	-99.95%	-98.30%	0.49	-93.42%	13292.11%
归属母公司净利润	2.03	1.06	92.52%	0.63	-1248.15%	3.83%	0.60	119.90%	-3.42%
净利率	3.95%	2.79%	1.16%	3.73%	4.31%	-0.50%	4.12%	0.99%	0.39%
股本	6.05	6.05	-	6.05	-	-	6.05	-	-
EPS	0.34	0.17	92.52%	0.10	-1248.15%	3.83%	0.10	119.90%	-3.42%

来源：中泰证券研究所

■ **布局通信、动力、储能电源三大业务领域，铅酸、锂电、铅炭技术路线兼修：**公司成立于 1994 年，2010 年在 A 股创业板上市。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。主要产品为阀控密封蓄电池、锂离子电池、铅炭电池、燃料电池等相关材料，是国内电池行业

的领导者。公司现有五大电池生产基地。同时公司于 2015 年 6 月收购华铂科技 51% 股权，正式进军铅酸电池回收领域，完善贡献现有电池产业链布局。

图表 4：公司主要电池生产基地及产能情况

公司	位置	持股	技术路线	产能情况
股份公司	浙江临安	100%	铅酸为主	铅酸电池产能 3.5GWh，同时可生产高温电池和铅炭电池，用于储能和通讯领域
南都华宇	安徽界首	51%	铅酸	铅酸电池产能 2.4GWh，主要用于电动自行车
南都国舰	四川成都	51%	铅酸、锂电	通信及动力电池年产能力 2.52GWh，其中 2.2GWh 为铅酸，0.32GWh 为锂电
南都动力	浙江临平		锂电	锂离子电池，产能 1.2GWh
武汉南都	湖北葛店	100%	铅炭	主要生产动力及储能、后备高能铅酸电池，规划产能 10GWh，预计 2016 年底一期 5GWh 投产，2018 年底二期 5GWh 投产

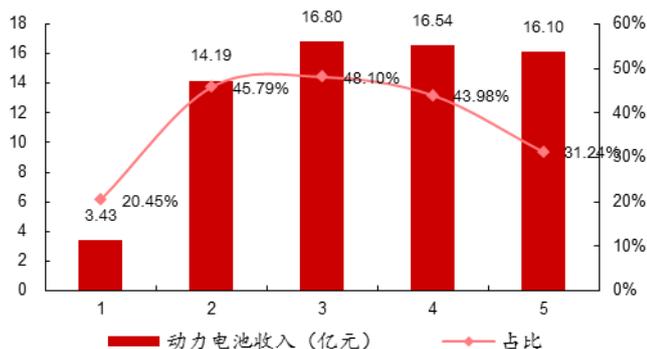
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 新能源汽车产业爆发，锂电行业景气；公司动力锂电产能释放，2016 年将迎来高速增长：**发展新能源汽车，推动传统汽车产业的战略转型，实现国产汽车工业的“弯道超越”已经在我国形成广泛共识，并上升到国家战略。根据工信部的数据，2015 年，我国新能源汽车产业经历了爆发式增长，全年销售达到 37.90 万辆，同比增长 4 倍，并一跃成为全球电动汽车第一大国。其中纯电动乘用车生产 14.28 万辆，同比增长 3 倍；插电式混合动力乘用车生产 6.36 万辆，同比增长 3 倍；纯电动商用车生产 14.79 万辆，同比增长 8 倍；插电式混合动力商用车生产 2.46 万辆，同比增长 79%。2016 年，我国新能源汽车产量仍将保持快速增长，全年产销规模有望达到 60 万辆，动力电池实际需求量超 36GWh，对应销售规模超 700 亿元，虽然各大厂商已经在陆续扩产，但考虑到产能大规模释放仍需要 1-2 年，2016 年动力电池行业高景气状态仍将持续；而根据国家规划，到 2020 年，新能源汽车保有量将达到 500 万辆，动力全球市场保有量将达到 2400 万辆，动力电池市场规模将达到 1000 亿美元，市场空间巨大。

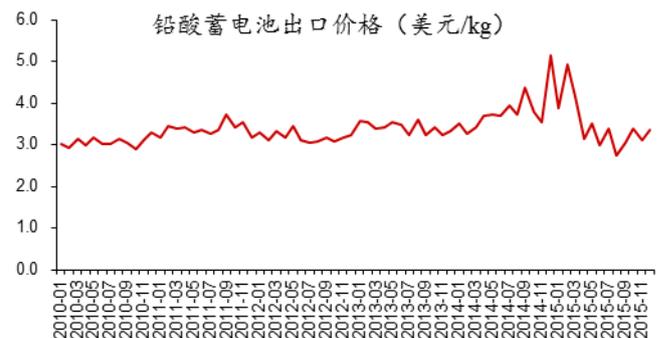
公司原规划的 1.2GWh 锂电池项目，已于 2015 年中完成一半产能投产，另一半产能 2016 年初也将投产。2015 年公司动力锂电业务已经打开局面，全年实现销售 1.23 亿元，客户数量在不断扩大，与东风特汽、长安客车、厦门金旅等重要客户形成紧密合作。2016 年随着全部产能的投产，公司的新能源汽车动力锂电池销售将实现更大增长。全年实现销售收入有望超 23 亿元，将显著拉动公司收入增长。

公司原有的低速电动车动力电源业务，近年来，伴随着行业龙头天能与超威的低价竞争，电池价格降低影响收入增长。但目前，低俗电动车动力电源价格已经谷底反弹，公司原有动力电池业绩企稳。2015 年实现营业收入 15.09 亿元，贡献净利润 236 万元。

图表 5：公司动力电池业务收入及占比



图表 6：2015 年下半年以来铅酸蓄电池价格已经企稳



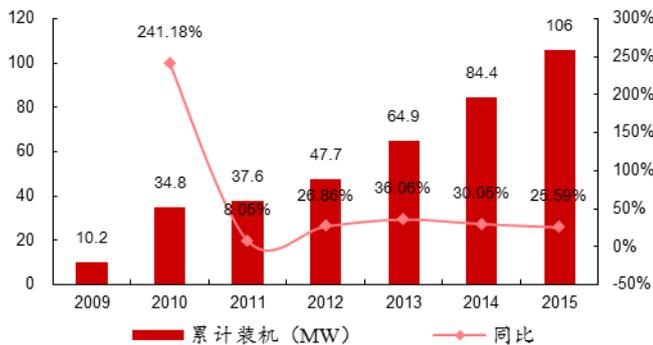
来源：中泰证券研究所

来源：Wind，中泰证券研究所

■ **储能龙头，铅炭技术行业领先，首推“投资+运营”模式，静待产业爆发：**伴随着全球新能源发电的逐步规模化开发利用，电力系统也正由传统电力系统逐渐向新能源电力系统过渡，而储能已成为制约新能源并网的关键问题，正经历迅速发展。根据 CNESA 的数据统计，2015 年，全球储能项目在电力系统的装机总量已经从 2008 年的不足 100MW 发展到 2014 年的 845MW，年复合增长率达到 42.72%，其中可再生能源并网领域占比最大，约 45%。我国最近三年的累计装机规模保持着 30% 以上的增长，累计装机规模为 106MW。根据国家能源局的规划，至 2020 年我国光伏装机目标为 150GW，风电装机目标为最低 200GW。储能装机量达到可再生能源装机量的 10% 以上，才能对发电的波动率平滑有一定的效果。如果按储能装置 10-20% 左右配置，推算配套储能装机量至少能够达到 35GW，预计国内市场容量将超过 2000 亿元。

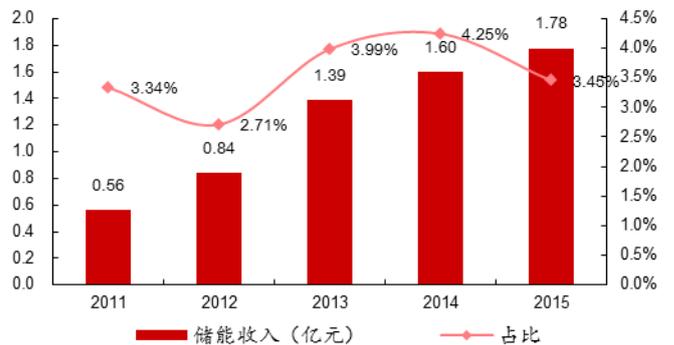
公司 2011 年进入储能业务领域，立足铅酸与铅炭电池技术路线，积极开展储能示范项目运行。已经相继中标浙江东福山离网储能系统、内蒙辉腾锡勒风电场储能项目、新疆吐鲁番微电网示范项目、浙江鹿西岛储能项目、珠海万山海岛微电网示范项目等，产品及系统的可靠性、经济型得到了充分验证，商用化推广具备基础。公司基于技术与成本优势，向运营服务转型，率先推出“投资+运营”的商用模式，为工业用户提供削峰填谷等节能解决方案，实现在没有补贴情况下的商业应用。近期公司相继签署中恒电气、中能硅业及镇江新区等储能电站合同。未来随着国家对储能补贴政策的出台，储能产业将迎来爆发，公司作为龙头，将迎来高速增长。

图表 7：我国储能累计装机快速增长



来源：CNESA，中泰证券研究所

图表 8：公司储能业务收入及占比



来源：中泰证券研究所

■ **4G 网络建设速度加快，海外市场拓展顺利，公司备用电源业务稳定增长：**据全球移动设备供应商协会(GSA)的统计数据，2014 年以来，中国 4G 业务开始启用。2015 年我国继续保持高速的 4G 网络基础建设速度，4G 投资已达到 900 多亿，4G 基站规模接近 150 万个。2015 年电信固定资产投资达到 4539 亿元，同比增长 13.69%，按照备用电源占比 2% 测算，2015 年备用电源市场规模达到 90 亿元以上。公司国内通信备用电池龙头企业，市场份额超 16%，2016 年国内市场实现营业收入 14.69 亿元，同比增长 20.37%。

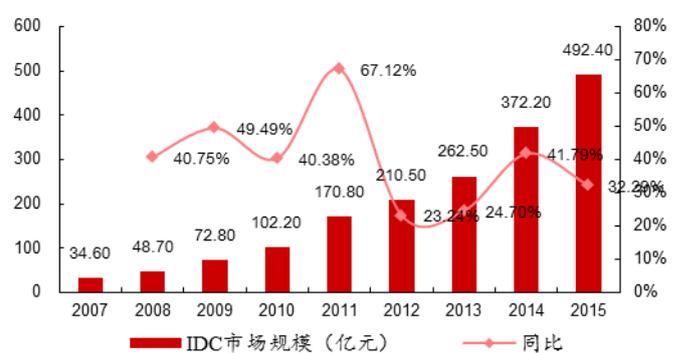
此外，公司一直大力拓展通信备用电源海外市场，目前产品行销全球 150 个国家和地区，海外市场业务结构日趋合理。在非洲、拉美、中东等地区的销售保持了较好的增长态势。2015 年海外市场实现销售 8.54 亿元，同比增长 23.32%。

而随着互联网与数据业务的告诉发展，数据业务大幅增长，催生了对互联网基础设施的巨大需求，由此极大带动 IDC 后背电池市场。据全球移动设备供应商协会(GSA)的统计数据，过去六年，中国 IDC 市场复合增长率达到 38.6%，2015 年市场规模达到 492 亿元，对应后备电源市场规模在 55 亿元左右。未来三年 IDC 市场增速也将稳定在 30% 以上。当前，IDC 行业市场的后备电池仍以进口为主，未来该领域将逐步被国产蓄电

池替代，市场潜力巨大。公司有望在该领域拓展形成新的业绩增长点。

图表 9：我国历年电信固定资产投资

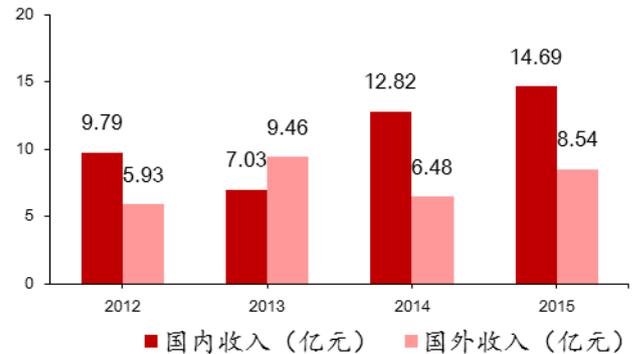

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 10：公司备用电源业务收入及占比


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 11：公司备用电源业务收入及占比


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 12：2015 年海外收入 8.54 亿元


来源：中泰证券研究所

■ **收购华铂科技，打通铅蓄电池产业链，循环经济降本增效：**根据中国电器工业协会的报告，中国每年铅蓄电池市场需求约为 600 亿元，对铅及铅合金原料需求巨大。国际上再生铅使用占比已经超过 60%（其中美国达到 70%，欧洲达到 80%），中国再生铅使用比例仅为 36.5%，市场空间巨大。公司 2015 年 6 月公告收购安徽华铂再生资源科技有限公司，进军再生铅回收行业。华铂科技是一家专业从事铅资源回收的企业，其环保型再生铅项目采用了国际先进的全自动破碎分选拆解系统及富氧侧吹熔炼系统，技术装备处于国际先进水平。本次交易中，华铂科技向公司提供了业绩承诺：2015 年、2016 年分别实现净利润不低于 1.2 亿元、2.3 亿元。2015 年，华铂科技的实现利润 1.37 元，达到业绩承诺，并为公司贡献归属母公司净利润 0.7 亿元，占公司净利润比重为 34.53%，显著增厚公司业绩。而 2016 年按照 2.3 亿元的净利润测算，将为公司贡献利润超过 1.17 亿元。

华铂科技专注于铅资源回收领域，发展前景广阔，并且与公司主业有着很高的契合度，有利于公司打通现有铅蓄电池产品产业链、降低原材料生产成本形成了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，本身就是一种资源，公司以自身的蓄电池销售存量为基础，保证了废旧电池来源，缩短了回收链条，具备了较高的回收效率。

此外，随着国内锂电产业的蓬勃发展，市场上锂电的存量规模越来越大，同时随着锂电原材料价格的不断上涨，锂电回收已具备较强经济性与迫切性，公司未来可进入锂电回收领域，使之形成新的增长点。

- **增发加码储能与启停市场，构建分布式能源互联网平台：**公司 2015 年公布非公开增发预案，拟募集 24.5 亿元，用于武汉南都 1000 万 kWh 铅炭电池项目，及基于云数据管理平台的分布式能源互联网一期项目建设。发行价格为 14.00 元/股。

图表 13：增发项目明细

序号	项目名称	金额(万元)	拟使用募集资金
1	年产 1000 万 kWh 新能源电池项目	120,000	116,000
2	基于云数据管理平台的分布式能源网络建设一期项目	50,000	50,000
3	偿还贷款及补充流动资金	75,000	75,000
	合计	245,000	241,000

来源：公司公告，中泰证券研究所

本次增发的铅炭电池将主要用于储能和启停电池市场，后期空间巨大。储能方面，随着电改、微电网的建设，峰谷电价价差拉大，储能具备积极性；而风电、光伏的快速发展，对储能的需求越发迫切。在启停电池方面，在新能源节能汽车领域，启停式混合动力有望成为节能汽车技术主流。在欧洲使用率超过 50%，并且在北美、欧洲、日本，2020 年前将“启停系统”强制搭载在新车上。而在我国使用率仅 5%，空间巨大。根据公司的可行性分析，募投项目中一期 500 万 kWh 产能将于 2017 年投产，二期 500 万 kWh 预计将于 2018 年底完成。达产后将贡献年收入 40 亿元，内部收益率达 10.94%。

同时公司将拟投资 5 亿元用于“基于云数据管理平台的分布式能源网络建设一期项目”。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究开发，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。2015 年，公司重点进行了电池管理系统开发及能量管理系统的初步搭建，部分项目已经签订合同。

- **2015 年期间费用上升 1.31 个百分点，存货周转天数减少，应收账款周转天数增加；2016 年 1 季度期间费用率下降了 4.53 个百分点，应收账款增加，存货降低：**公司 2015 年销售费用为 2.87 亿元，同比增长 57.05%；管理费用为 2.31 亿元，同比增长 43.85%；财务费用为 0.72 亿元，同比增长 77.99%。期间费用率为 11.45%，同比上升了 1.31 个百分点。公司经营活动现金流量净额为 0.42 亿元，2014 年同期为 0.40 亿元。截至 2015 年底，公司存货为 11.99 亿元，同比增长 44.86%；存货周转天数为 83.41 天，同比下降了 0.65 天。应收账款 17.83 亿元，同比增长 39.86%，应收账款周转天数为 106.82 天，同比增加了 0.75 天。2016 年 1 季度期间费用率为 10.52%，同比维持稳定。应收账款 20.57 亿元，增加了 2.74 亿元；存货 15.41 亿元，上升了 3.42 亿元。经营现金净流量净额-3.39 亿元，下降了 9.01 亿元。

图表 14：公司营运情况

南都电源	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流(亿元)
2007	7.97%	3.24%	3.17%	14.38%	22.69%	5.23%	61.80	136.35	-0.44
2008	6.87%	3.15%	2.80%	12.82%	23.12%	7.43%	31.21	92.56	0.93
2009	7.43%	4.82%	1.66%	13.91%	27.87%	12.33%	53.70	127.50	1.21
2010	6.84%	5.16%	-0.56%	11.44%	17.63%	5.62%	64.34	124.54	-0.57
2011	6.22%	5.51%	-0.88%	10.86%	18.54%	5.14%	80.17	142.99	-2.19
2012	4.32%	3.88%	0.16%	8.35%	15.35%	5.10%	60.81	95.96	2.15
2013	4.26%	4.27%	0.82%	9.35%	15.07%	4.31%	72.38	94.95	0.78
2014	4.82%	4.24%	1.08%	10.13%	14.42%	2.72%	84.06	107.57	0.40

来源：中泰证券研究所

- **投资建议：**在不考虑增发摊薄股本的情况下，预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.57 元、0.79 元和 1.03 元，对应 PE 分别为 30.5 倍、22.2 倍和 17.0 倍，首次覆盖，给予公司“买入”的投资评级，目标价 23 元，对应于 2016 年 40 倍 PE。

图表 15：可比公司对比

证券代码	公司	股价	EPS			PE		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
300274.SZ	阳光电源	22.47	1.05	1.39	1.77	21.49	16.17	12.69
002580.SZ	圣阳股份	17.95	0.32	0.46	0.66	56.25	38.82	27.02
002594.SZ	比亚迪	63.71	1.74	2.47	3.46	36.59	25.79	18.41
002684.SZ	猛狮科技	27.36	0.68	1.21	1.51	40.43	22.57	18.16
002121.SZ	科陆电子	25.96	0.80	1.11	1.17	32.56	23.41	22.24
002733.SZ	雄韬股份	25.02	0.60	0.76	1.06	41.90	32.79	23.52

来源：中泰证券研究所

- **风险提示：**储能业务低于预期；备用电源需求不达预期；动力锂电池销量低于预期等。

图表 16：南都电源分季度情况

南都电源	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	同比	环比
营业收入	9.25	11.20	9.41	8.79	11.68	14.27	16.80	14.68	67.03%	-12.65%
毛利率	15.48%	14.68%	14.29%	14.40%	17.34%	12.51%	16.09%	16.33%	1.93%	0.24%
毛利润	1.43	1.64	1.35	1.27	2.03	1.78	2.70	2.40	89.39%	-11.33%
期间费用率	10.09%	9.53%	12.52%	10.51%	10.85%	10.05%	13.55%	10.52%	0.01%	-3.02%
销售费用	0.50	0.54	0.49	0.36	0.69	0.75	1.06	0.68	89.87%	-36.27%
管理费用	0.36	0.38	0.53	0.41	0.42	0.55	0.92	0.55	33.63%	-40.03%
财务费用	0.07	0.14	0.16	0.15	0.15	0.13	0.29	0.31	105.57%	8.27%
期间费用	0.93	1.07	1.18	0.92	1.27	1.43	2.28	1.54	67.23%	-32.15%
资产减值损失	0.09	0.07	0.12	0.04	0.05	0.04	0.22	0.04	-2.76%	-81.91%
营业利润	0.40	0.48	-0.12	0.25	0.66	0.22	0.00	0.49	101.52%	13292.11%
营业外收入	0.04	0.06	0.03	0.05	0.06	0.78	1.17	0.45	808.18%	-61.23%
利润总额	0.42	0.52	-0.11	0.29	0.71	0.98	1.11	0.93	222.86%	-16.46%
所得税	0.09	0.12	0.08	0.06	0.10	0.09	0.05	0.13	140.10%	176.66%
归属于母公司净利润	0.30	0.35	-0.05	0.28	0.53	0.60	0.63	0.60	119.90%	-3.42%
净利率	3.21%	3.13%	-0.58%	3.13%	4.52%	4.23%	3.73%	4.12%	0.99%	0.39%
存货	8.06	7.79	8.28	6.92	7.76	12.09	11.99	15.41	122.81%	28.50%
股本	6.05	6.05	6.05	6.05	6.05	6.05	6.05	6.05		
EPS	0.05	0.06	-0.01	0.05	0.09	0.10	0.10	0.10	119.90%	-3.42%

来源：中泰证券研究所

图表 17：南都电源财务三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	3,508	3,786	5,153	7,460	9,358	11,605
增长率	12.99%	7.9%	36.1%	44.8%	25.4%	24.0%
营业成本	-2,979	-3,240	-4,375	-6,407	-8,025	-9,931
% 销售收入	84.9%	85.6%	84.9%	85.9%	85.8%	85.6%
毛利	528	546	778	1,054	1,332	1,674
% 销售收入	15.1%	14.4%	15.1%	14.1%	14.2%	14.4%
营业税金及附加	-9	-9	-39	-57	-71	-88
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-149	-183	-287	-373	-440	-522
% 销售收入	4.3%	4.8%	5.6%	5.0%	4.7%	4.5%
管理费用	-150	-160	-231	-313	-384	-464
% 销售收入	4.3%	4.2%	4.5%	4.2%	4.1%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	220	194	221	310	438	600
% 销售收入	6.3%	5.1%	4.3%	4.2%	4.7%	5.2%
财务费用	-29	-41	-72	-18	-36	-46
% 销售收入	0.8%	1.1%	1.4%	0.2%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-16	-12	-35	-33	-22	-27
公允价值变动收益	0	-3	3	2	3	3
投资收益	2	-10	-4	4	5	6
% 税前利润	1.1%	—	—	0.8%	0.7%	0.7%
营业利润	177	128	113	265	387	536
营业利润率	5.1%	3.4%	2.2%	3.6%	4.1%	4.6%
营业外收支	24	14	196	250	300	350
税前利润	201	142	308	515	687	886
利润率	5.7%	3.8%	6.0%	6.9%	7.3%	7.6%
所得税	-50	-39	-29	-49	-65	-84
所得税率	24.7%	27.7%	9.4%	9.5%	9.5%	9.5%
净利润	151	103	279	466	621	802
少数股东损益	21	-3	76	119	144	177
归属于母公司的净利润	130	106	203	348	477	624
净利率	3.7%	2.8%	3.9%	4.7%	5.1%	5.4%
					37%	31%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	763	844	971	-1,191	-1,564	-1,672
应收款项	1,082	1,341	1,980	2,465	3,092	3,835
存货	685	828	1,199	1,477	1,847	2,286
其他流动资产	85	134	231	253	270	301
流动资产	2,615	3,148	4,381	3,003	3,646	4,750
% 总资产	61.8%	64.7%	63.2%	54.5%	56.4%	62.0%
长期投资	11	11	20	20	20	35
固定资产	1,174	1,270	1,801	2,138	2,447	2,531
% 总资产	27.7%	26.1%	26.0%	38.8%	37.8%	33.0%
无形资产	388	361	636	254	260	252
非流动资产	1,617	1,720	2,551	2,506	2,820	2,912
% 总资产	38.2%	35.3%	36.8%	45.5%	43.6%	38.0%
资产总计	4,232	4,868	6,932	5,510	6,466	7,662
短期借款	225	728	2,025	148	148	148
应付款项	483	718	1,213	1,164	1,457	1,803
其他流动负债	79	87	159	196	238	287
流动负债	787	1,534	3,396	1,508	1,843	2,237
长期贷款	353	293	100	100	100	100
其他长期负债	66	77	76	76	76	76
负债	1,206	1,903	3,572	1,684	2,019	2,413
普通股股东权益	2,825	2,805	3,043	3,391	3,868	4,493
少数股东权益	202	160	317	435	579	756
负债股东权益合计	4,232	4,868	6,932	5,510	6,466	7,662

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.217	0.175	0.336	0.575	0.789	1.032
每股净资产(元)	4.714	4.637	5.030	5.605	6.394	7.426
每股经营现金净流(元)	0.131	0.066	0.069	-0.605	-0.253	-0.227
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.61%	3.76%	6.68%	10.26%	12.33%	13.90%
总资产收益率	3.08%	2.17%	2.93%	6.31%	7.38%	8.15%
投入资本收益率	5.85%	4.38%	4.39%	5.28%	6.27%	7.53%
增长率						
营业总收入增长率	12.99%	7.95%	36.10%	44.77%	25.44%	24.02%
EBIT增长率	2.58%	-11.78%	13.99%	40.39%	40.94%	37.02%
净利润增长率	3.21%	-18.85%	92.52%	71.10%	37.16%	30.89%
总资产增长率	8.34%	15.03%	42.41%	-20.52%	17.36%	18.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	96.3	109.1	108.3	108.0	108.0	108.0
存货周转天数	73.4	85.2	84.6	84.0	84.0	84.0
应付账款周转天数	34.7	33.3	36.2	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	85.3	103.4	97.2	77.9	66.9	55.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.11%	5.74%	34.33%	37.61%	40.75%	36.58%
EBIT利息保障倍数	7.7	4.8	3.1	17.2	12.0	13.1
资产负债率	28.49%	39.09%	51.53%	30.56%	31.22%	31.50%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%—+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。