

胜利精密 (002426)

证券研究报告

2018年07月05日

内生外延协同发展，智能制造引领明天

以精密制造起家，业务发展逐步多元化

苏州胜利精密制造科技股份有限公司成立于2003年，并于2010年在深交所上市，业务涉及精密制造、智能制造、新能源等领域。公司经过十余年的发展，已经成为国内规模最大的3C行业结构模组供应商，同时也是国内智能制造整体解决方案的领先企业，并拥有湿法工艺锂电池隔膜生产的优势技术。2017年度，公司实现营业总收入159.13亿元，同比增长18.08%，归母净利润4.62亿元，同比增长7.65%。

智能制造业务是公司未来发展的战略核心

公司于2015年开始重点发力智能制造业务，并先后收购了富强科技、硕诺尔和芬兰JOT三家自动化公司，成功进入国际著名消费电子企业A的智能手机与智能手表产线自动化设备供应链。公司未来有望整合富强科技、硕诺尔和芬兰JOT三家子公司的各自优势，发挥业务和客户端的协同效应，运用国际领先的方案设计和软件开发优势，将业务逐渐从3C行业扩展至OLED设备、新能源汽车零部件和航天工业机器人等利润和市场成长空间大的细分行业。同时，公司自身的精密结构模组业务也将大幅受益于公司智能制造业务实力的增强，通过对现有的生产线进行智能化的改造，公司有望降低日益上涨的人力成本的压力，从而提升公司的生产效率，增强公司核心模组加工与制造的盈利能力。因此我们看好公司智能制造业务在中长期的持续发展。

3C盖板玻璃将支撑精密制造业务未来发展

近年来，柔性OLED屏、无线充电等技术在3C产品上的普及，提升了产业对于盖板玻璃的需求。公司自2016年起就重点布局盖板玻璃，并聚焦于2.5D和3D玻璃的研发与生产。2017年公司盖板玻璃业务实现营业收入近7亿元，同比增长超50%。2018年7月2日，公司宣布其全资子公司苏州市智诚光学科技有限公司与广东欧珀移动通信有限公司(OPPO)签署了战略合作框架协议，公司将在2018年7月起的合作周期内，供应2.5D或3D玻璃盖板不少于5000千片/月。按照双方签订的战略合作框架协议中移动终端玻璃盖板的采购约定，参照玻璃盖板的市场价格以及2017年公司在玻璃盖板业务的净利润率，测算预计自2018年下半年起公司未来12个月内将增加玻璃盖板收入20亿元-30亿元，预计增加净利润超过2亿元，将在中短期内大幅增厚公司业绩。

盈利预测

我们预计公司2018-2020年营业总收入为200.71亿元、241.66亿元、284.23亿元，同比增速为26.13%、20.40%、17.62%。预计公司归母净利润为7.98亿元、10.77亿元、13.48亿元，同比增速为72.63%、35.05%、25.09%。预计EPS为0.23、0.31、0.39，对应市盈率为14.92、11.05、8.83。

风险提示： 并购整合效果不及预期，3C行业持续出现下滑

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13,476.86	15,913.11	20,071.25	24,166.19	28,423.20
增长率(%)	129.96	18.08	26.13	20.40	17.62
EBITDA(百万元)	899.16	938.94	1,436.97	1,831.26	2,212.45
净利润(百万元)	429.42	462.26	798.01	1,077.70	1,348.10
增长率(%)	61.95	7.65	72.63	35.05	25.09
EPS(元/股)	0.13	0.14	0.23	0.31	0.39
市盈率(P/E)	27.57	25.61	14.92	11.05	8.83
市净率(P/B)	1.42	1.36	1.27	1.16	1.05
市销率(P/S)	0.88	0.75	0.59	0.49	0.42
EV/EBITDA	32.09	23.61	8.56	7.31	5.05

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用机械
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	3.46元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,441.52
流通A股股本(百万股)	2,088.47
A股总市值(百万元)	11,907.65
流通A股市值(百万元)	7,226.09
每股净资产(元)	2.61
资产负债率(%)	53.67
一年内最高/最低(元)	8.05/3.24

作者

邹润芳	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
崔宇	分析师
SAC执业证书编号：S1110518060002	
cuiyu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 三大领域协同发展，战略聚焦智能制造	3
2. 内生外延加码智能制造，协同效应提升公司盈利能力	5
2.1. 收购苏州富强科技，打入消费电子龙头设备产业链	6
2.2. 收购芬兰 JOT 公司，全面开启国际化进程	7
2.3. 收购苏州硕诺尔，再次加码智能制造	8
3. 收获 OPPO 大额订单，盖板玻璃业务引领增长	8
4. 新能源汽车业务蓬勃发展，高端客户体现市场认可	9
5. 投资逻辑与盈利预测	10

图表目录

图 1：公司历史沿革	3
图 2：公司营业收入	4
图 3：公司归母净利润	4
图 4：公司毛利率、净利率水平	5
图 5：公司 ROE、ROA 水平	5
图 6：公司各项主营业务占比	5
图 7：公司各项主营业务毛利率情况	5
图 8：智能制造装备市场规模	5
图 9：公司智能制造业务营收情况	5
图 10：富强科技自动化产品展示	7
图 11：JOT 装配测试产品线	7
图 12：硕诺尔自动化产品线	8
图 13：智诚光学营收情况（亿元）	9
图 14：公司历史 PE Band 数据	10
表 1：各业务收入、增速、毛利预测	10

1. 三大领域协同发展，战略聚焦智能制造

苏州胜利精密制造科技股份有限公司成立于 2003 年，并于 2010 年在深交所上市，业务涉及精密制造、智能制造、新能源等领域。公司经过十余年的发展，已经成为国内智能制造整体解决方案的领跑者，产量和技术水平领先的湿法工艺锂电池隔膜生产商，以及中国 3C 行业结构模组最大的供应商。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网、公司公告、天风证券研究所

公司从事的主要业务为精密制造、智能制造和新能源三大业务。精密制造业务指 3C 产品的精密结构模组生产制造和渠道服务。智能制造业务是指为客户提供定制化的智能制造整体解决方案，主要包括智能硬件、MES 系统软件的研发与生产，以及完整工艺流程的配套服务。新能源业务包括锂电池湿法隔膜的生产和研发，与智能汽车中控显示模组的结构件的生产制造。未来三年，公司将持续聚焦在智能制造领域，充分发挥智能制造与精密制造之间的协同作用。

图 2：公司产品展示



电镀锻造底座



电视硅胶背板

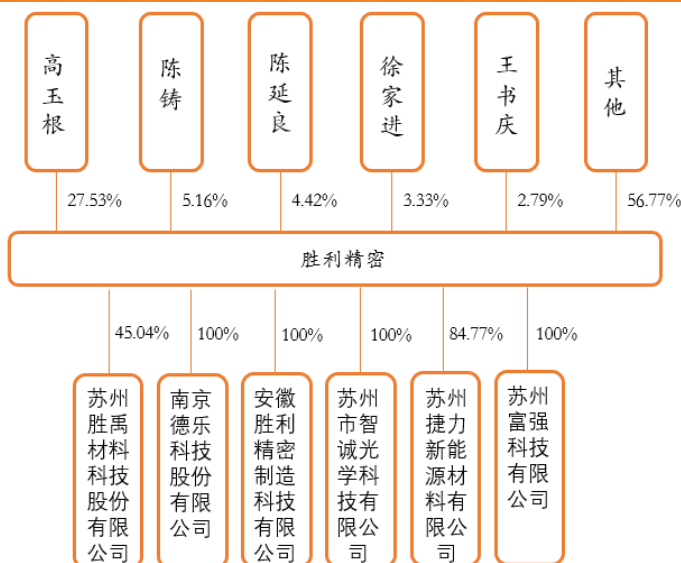


自动组装机

资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司实际控制人为董事长高玉根先生。近年来公司股权结构稳定，且大股东无持续减持行为。同时公司于 2018 年 3 月推出新一期股权激励计划，对象涵盖管理层、中层管理人员以及核心业务人员共 537 人，业绩考核目标为以 2017 年利润为基数，2018-2020 年利润增速分别不低于 50%，100%，150%，对应净利润 6.9 亿元、9.2 亿元、11.6 亿元，体现了公司对于未来快速成长的信心。

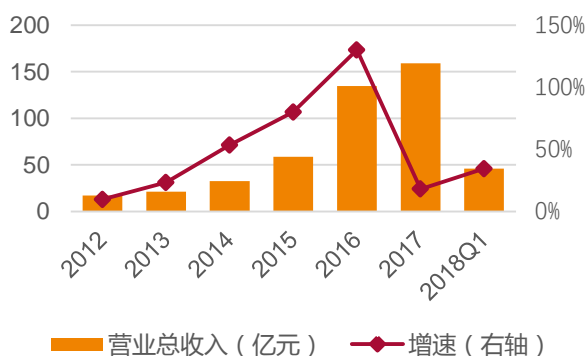
图 2：公司股权结构



资料来源：Wind、天风证券研究所

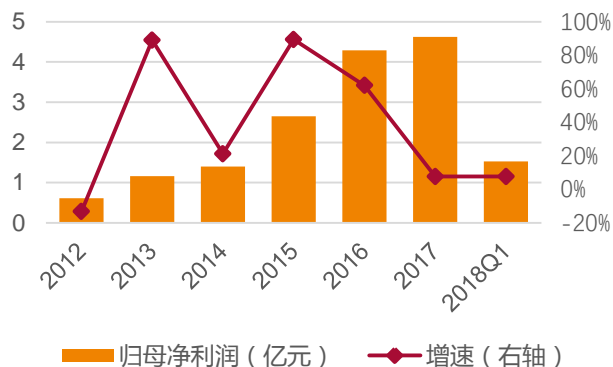
2017 年度，公司实现营业总收入 159.13 亿元，同比增长 18.08%，归属于上市公司股东的净利润 4.62 亿元，同比增长 7.65%。公司近年来营业总收入与归母净利润均呈现持续增长态势，2012-2017 年营业总收入 CAGR 为 56.04%，归母净利润 CAGR 为 49.92%。

图 2：公司营业收入



资料来源：Wind、天风证券研究所

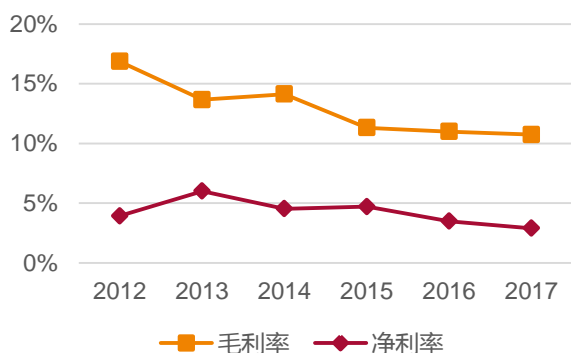
图 3：公司归母净利润



资料来源：Wind、天风证券研究所

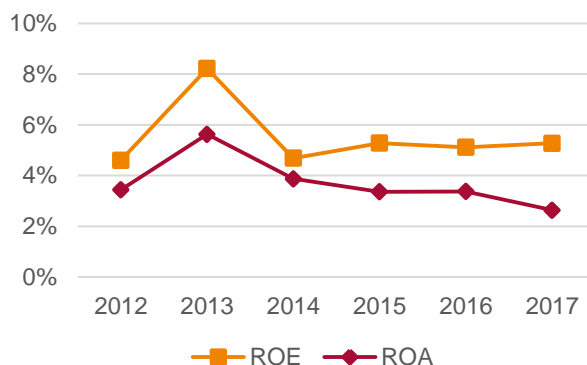
公司近年来毛利率与净利率水平呈现下降趋势，主要原因为公司主营业务结构发生变化，智能终端渠道分销与服务业务大幅拉低了整体毛利率。同时公司加大了智能制造与盖板玻璃的研发投入，使得毛利率与净利率承压。公司已经做出了积极的战略调整，明确将战略聚焦智能制造业务。未来随着高毛利率的智能制造、盖板玻璃和锂电池湿法隔膜业务占比逐渐提升，公司毛利率和净利率情况有望得到改善。

图 4：公司毛利率、净利率水平



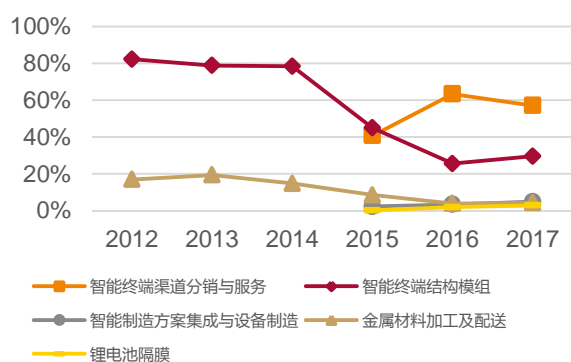
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：公司 ROE、ROA 水平



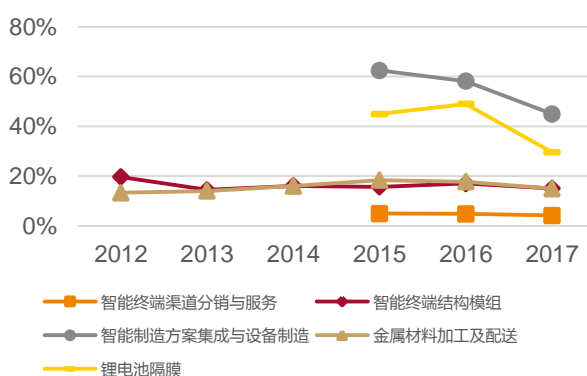
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：公司各项主营业务占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：公司各项主营业务毛利率情况

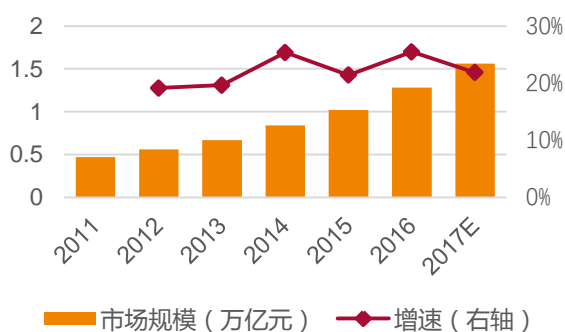


资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 内生外延加码智能制造，协同效应提升公司盈利能力

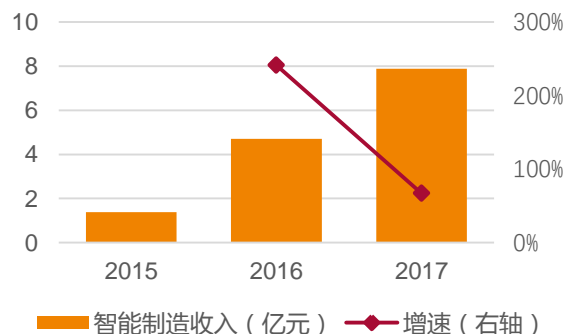
随着工业自动化在全球范围内不断推进，智能制造已经成为制造业发展的大趋势，公司敏锐地抓住了这一机遇，自 2015 年起就通过内生外延双驱动的模式重点发展智能制造业务。根据中投顾问发布的《2016-2020 年中国智能制造行业深度调研及投资前景预测报告》预测，我国智能制造产业到 2020 年产值有望超过 3 万亿元，年复合增长率约为 20%。公司 2017 年智能制造业务实现营业收入 7.88 亿元，同比增长 67.14%，连续第二年快速增长。

图 8：智能制造装备市场规模



资料来源：中商产业研究院、天风证券研究所

图 9：公司智能制造业务营收情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

2.1. 收购苏州富强科技，打入消费电子龙头设备产业链

为加快智能制造业务的发展，公司于 2015 年全资收购苏州富强科技有限公司。苏州富强科技有限公司成立于 2007 年，是一家集设计、研发、生产制造、销售和服务为一体的技术驱动型企业。公司致力于非标自动化设备、高精度检测设备、工业视觉系统、人机交互系统等智能制造全方位解决方案的开发与应用。在全球“工业 4.0”和“中国制造 2025”的背景推动下，富强科技不仅仅为客户提供高精度、柔性化的智能硬件，同时大力推动客户信息化、数字化、智慧化工厂的建设。富强科技目前主要客户包括三星、比亚迪、联想、博世、华为、富士康等国际著名企业。公司现设 2 个工程部、1 个电控部、1 个软件开发部和 1 个量测专机开发部，由 400 多名研发设计人员组成团队，研发实力出众。公司目前已拥有 40 多项专利技术，其中多项技术在行业中处于领先地位，并具有较强的持续创新能力。

2018 年 3 月 7 日，公司与日本太阳机械签署了《合作意向书》，就太阳机械拥有的“Advancel 及图”注册商标，现有库存液晶/OLED 面板实装设备和与液晶/OLED 面板实装设备有关的图纸及软件等技术资料的转让达成合作意向。2018 年 4 月 24 日，公司全资孙公司苏州富强加能、株式会社太阳机械制作所和株式会社荣智正式签订了《三方交易合同》，太阳机械同意向富强加能转让“ADVANCEL 及图”商标、技术资料 and 压接设备等，转让费用共计 1.2 亿日元（约合人民币 720 万元）。太阳机械拥有约 70 年的生产线和检测线系统设备制造经验，旗下的“Advancel”品牌在液晶和 OLED 面板实装设备制造行业内享有盛誉，在国际市场上拥有稳定优质的行业龙头客户资源。本次太阳机械转让“ADVANCEL 及图”商标、设备和技术资料等给公司全资孙公司富强加能，有利于迅速增强公司智能制造业务在液晶和 OLED 设备领域的实力，拓展细分市场资源并绑定行业龙头客户。我们认为，此次合作与公司本身智能制造业务具有良好协同效应，可以促进公司对先进技术的消化吸收，为公司未来智能制造技术迭代提供持续的动力。

富强科技也是全球知名消费电子企业 A 智能手表项目上的自动化生产线系统集成及组装与检测设备供应商。此次收购使公司进入 A 公司生产设备供应链，同时公司下游厂商提供渠道解决方案，加强公司与下游厂商的合作深度与广度，提升公司的影响力。富强科技承诺 2015 年度、2016 年度、2017 年度合并归属于母公司净利润分别不低于 1 亿元、1.2 亿元、1.44 亿元。富强科技 2017 年实现归母净利润 1.65 亿元，并以总计 106% 的完成率超额完成三年承诺。富强科技于 2016 年 4 月与德国 Transfact 公司建立了战略合作伙伴关系。此次合作有助于富强科技发挥自身硬件装备和客户资源优势，通过硬件制造及软件服务的优势互补，使得富强科技有能力为客户提供从“工厂自动化”到“工厂信息化”的多维度智能制造系统解决方案。同年 6 月，富强科技与德国 KUKA 机器人有限公司签署了战略合作备忘录。双方拟在苏州市联合成立一家机器人工程应用技术中心，从事工业机器人在电子领域的应用开发。我们认为，与德国著名自动化企业 Transfact 与 KUKA 合作体现了富强科技的技术实力以及行业影响力，是公司智能制造业务走向国际的信号。

图 10：富强科技自动化产品展示



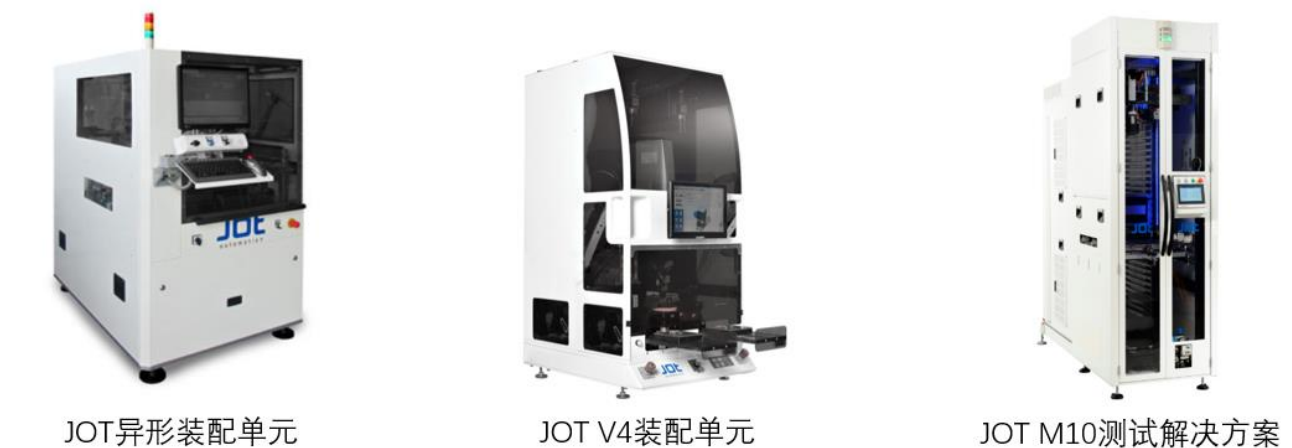
资料来源：公司官网、天风证券研究所

2.2. 收购芬兰 JOT 公司，全面开启国际化进程

在收购富强科技后，公司通过加大研发并整合资源，智能制造业务已从生产单一的检测设备，拓展为客户提供定制化的智能制造整体解决方案。为了进一步增强智能制造业务的技术实力与国际化程度，公司于 2018 年 2 月全资收购芬兰 JOT 公司。作为全球领先的自动化测试和组装解决方案供应商，JOT 成立于 1988 年，其研发制造的自动化软硬件已被广泛应用于各种设备、产线和智能工厂。JOT 不仅为消费电子行业龙头客户提供专业服务，同时也为航天航空、汽车装备和医疗器械行业的知名企业提供测试解决方案。JOT 目前主要客户为全球知名消费电子企业 A、微软、联想等国际知名消费电子企业，市场认可度很高。

本次收购 JOT 能够为公司的智能制造业务注入新的发展动力，并与公司现有智能制造业务协同发展，将智能制造业务扩展至更多细分市场，从而迅速扩大公司在智能制造领域的行业规模优势。JOT 承诺 2017 年财年经审计的 EBITDA 不低于 650 万欧元,约合人民币 4976 万元，占公司 2017 年 EBITDA 的 4.6%，随着公司与 JOT 业务整合程度不断提高，未来 JOT 有望为公司贡献更多利润。我们认为，通过收购芬兰公司 JOT 并充分发挥其在产品解决方案上的领先优势和国际声誉，不仅可以深入拓展欧美市场和国际龙头客户，而且可以帮助公司完善全球化战略布局，丰富跨境并购和国际化集团公司管理经验，进一步增强公司的科技服务核心竞争力。

图 11：JOT 装配测试产品线



资料来源：公司官网、天风证券研究所

2.3. 收购苏州硕诺尔，再次加码智能制造

公司于2018年2月全资收购苏州硕诺尔自动化设备有限公司,进一步加码智能制造业务。硕诺尔成立于2014年,是一家集研发、设计、生产和技术服务于一体的高科技自动化设备及配套夹治具制造商,目前主要产品包括:单机自动化设备、自动化生产线、非标自动化设备、机电设备、夹治具、机器人及软件等产品。硕诺尔能够针对每个行业的独特要求,整合运动控制、影像处理、激光量测、机器人、精密贴装及精密压合等技术,配合自主开发的软件,为客户提供定制化的自动化设备解决方案。

硕诺尔是全球知名消费电子企业 A 在智能手机项目上的自动化设备供应商,硕诺尔的技术团队持续参与了该公司发布的智能手机生产设备的研发、设计、生产的全部过程,与客户一起完成了生产、装配工艺的制定以及产品质量控制标准的制定工作,获得了客户的良好评价。通过本次交易,公司完成了以富强科技,芬兰 JOT 和硕诺尔为根基的智能制造业务发展蓝图,三个子公司直接协同效应明显,未来发展前景广阔。根据业绩承诺,硕诺尔 2017 年度、2018 年度、2019 年度合并归属于母公司净利润分别不低于 4,050 万元、4,650 万元、5,250 万元,分别占公司 2017 年归母净利润 4.62 亿元的 8.77%、10.06%、11.36%,有望显著提升公司业绩。我们认为,收购硕诺尔代表公司正式成为全球知名消费电子企业 A 的核心产品的自动化设备供应商,加之与富强科技和芬兰 JOT 的合作,未来公司有望从企业 A 和其他龙头客户获得更多自动化设备订单,并分享众多下游客户。

图 12: 硕诺尔自动化产品线



资料来源: 公司官网、天风证券研究所

我们认为公司未来有望整合富强科技、硕诺尔和芬兰 JOT 三家子公司的各自优势,发挥业务和客户端的协同效应,运用国际领先的方案设计和软件开发优势,在深度绑定大客户企业 A 的同时,将业务逐渐从 3C 行业扩展至 OLED 设备、新能源汽车零部件和航天工业机器人等快速发展的新兴行业。公司自身的精密结构模组业务也将大幅受益于公司智能制造业务实力的增强,通过对现有的生产线进行智能化的改造,公司有望降低日益上涨的人力成本的压力,从而提升公司的生产效率,增强公司核心模组加工与制造的盈利能力。

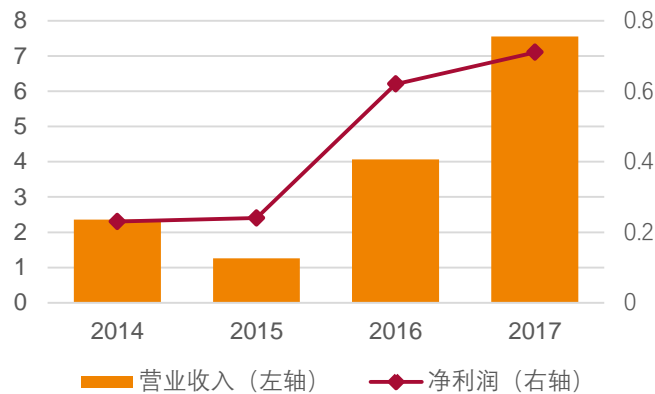
3. 收获 OPPO 大额订单, 盖板玻璃业务引领增长

盖板玻璃是公司近年来重点发展的领域,也是公司智能制造能力的集中体现。盖板玻璃是 3C 产品触控器件的重要组成部分,广泛应用于智能手机和平板电脑、可穿戴式设备、仪表板及工业用电脑等智能终端产品上。近年来,随着柔性 OLED 屏、无线充电等技术在 3C 产品上逐渐普及,手机行业从全金属一体机身回归双面玻璃结构,带动产业对于盖板玻璃的需求大幅上升。公司自 2016 年起就重点布局盖板玻璃,并聚焦于 2.5D 和 3D 玻璃的研发与生产。

公司旗下子公司智诚光学的 2.5D 玻璃已实现稳定量产,且 2016 年新增募集资金 6 亿元用于增加年产能,预期达产后每年增加 2500 万片。公司于 2017 年拟总投资 32.85 亿元用于智

能终端 3D 盖板玻璃研发生产项目，目前已经形成稳定产能，预计未来产能可达每年 7,500 万片。2.5D 和 3D 玻璃的大规模量产需要很高的生产技术水平，我们认为公司 2.5D 与 3D 玻璃产能在短期内的大幅扩张体现了公司在玻璃生产制造上拥有深厚的技术实力储备与管理经验。2017 年公司盖板玻璃业务实现营业收入近 7 亿元，同比增长超 50%。

图 13: 智诚光学营收情况 (亿元)



资料来源: Wind、天风证券研究所

2018 年 7 月 2 日，公司宣布其全资子公司苏州市智诚光学科技有限公司与广东欧珀移动通信有限公司 (OPPO) 签署了战略合作框架协议，公司将在 2018 年 7 月起的合作周期内，供应 2.5D 或 3D 玻璃盖板不少于 5000 千片/月。按照双方签订的战略合作框架协议中移动终端玻璃盖板的采购约定，参照玻璃盖板的市场价格以及 2017 年公司在玻璃盖板业务的净利润率，测算预计自 2018 年下半年起公司未来 12 个月内将增加玻璃盖板收入 20 亿元-30 亿元，预计增加净利润超过 2 亿元，大幅增厚公司业绩。我们认为，公司准确抓住了消费电子行业对 2.5D 和 3D 玻璃的需求，并于 2016 年就开始加大研发并扩充产能，从而使公司有技术实力与产能实力满足 OPPO 的订单要求。随着 OPPO 大订单落地，公司市场认可度得到确认，未来有望吸引更多优质客户，保持盖板玻璃业务高速发展。

4. 新能源汽车业务蓬勃发展，高端客户体现市场认可

新能源业务包括锂电池湿法隔膜的生产研发和智能汽车核心结构模组的生产制造，分别由旗下子公司苏州捷力与胜利高睿从事。

锂电池湿法隔膜业务主要为客户提供湿法基膜和涂覆膜，产品多用于新能源汽车的动力电池。公司于 2017 年新增基膜生产线 2 条，涂覆膜生产线 5 条，现在共有 8 条湿法隔膜产线，基膜设计产能近 4 亿平米/年；13 条涂覆膜生产线，设计产能达 1.2 亿平米/年。锂离子电池隔膜业务 2017 年实现营业收入 4.74 亿元，同比增长 76.27%，利润为 -0.02 亿元，与预期相去甚远。为此，公司在 2018 年进一步加强了苏州捷力的内部管控，并对管理层进行了调整，以提升产销率为重点，以应对日益加剧的湿法隔膜市场竞争。

智能汽车制造业务主要服务于新能源汽车和高端汽车品牌客户，为其提供核心结构模组的生产制造，目前中控显示模组的结构件已获得特斯拉、奔驰和宾利等品牌客户的认可和订单，该项业务 2017 年营业收入已近亿元，未来公司将进一步扩大生产规模，加深拓展与行业龙头核心客户在新一代产品和需求上的更深度合作。

我们认为，新能源汽车行业的高速发展使锂离子湿法隔膜业务具有广阔的发展空间，随着今年苏州捷力管理层和内部管控机制的变化，该业务盈利能力有望得到改善。同时公司依托自己在精密制造和智能制造领域的优势，其核心结构模组获得了国际大厂的认可，未来有望凭借市场认可度快速提升市场份额。

5. 投资逻辑与盈利预测

核心假设:

- 公司精密制造业务未来三年营收增速不低于 30%
- 公司智能制造业务并购整合效果良好且未来三年营收增速不低于 40%
- 公司未来三年毛利率随着智能终端结构模组业务、智能制造业务和锂电池隔膜业务占比上升而出现小幅上升

我们看好公司盖板玻璃业务中短期内快速增长。公司与 OPPO 合作订单落地，将大幅增厚公司 2018 年下半年以及 2019 年全年业绩。同时，OPPO 作为国内最大的手机生产厂商之一，此次合作充分展示了公司盖板玻璃业务的技术实力与产能实力，将对公司未来吸引更多行业头部客户起到积极促进的作用。

我们看好公司的智能制造业务的布局与中长期发展。公司自 2015 年全资收购富强科技起就重点布局智能制造领域，在取得良好的整合效果之后又在 2018 年并购了芬兰 JOT 和硕诺尔，进一步加码智能制造。我们认为，富强科技和硕诺尔使公司进入了全球知名消费电子企业 A 的手机和智能手表业务自动化设备供应链，未来有望获得更多来自企业 A 的订单，同时公司有望借助企业 A 供应商的地位吸引更多来自于其他厂商的订单，从而进一步增厚公司业绩。智能制造业务与公司精密制造业务之间也有良好的协同作用，通过对公司现有产线的智能化改造，公司有望提升生产效率并削减生产成本，从而增强公司的盈利能力。

我们预计公司 2018-2020 年营业总收入为 200.71 亿元、241.66 亿元、284.23 亿元，同比增速为 26.13%、20.40%、17.62%。预计公司归母净利润为 7.98 亿元、10.77 亿元、13.48 亿元，同比增速为 72.63%、35.05%、25.09%。预计 EPS 为 0.23、0.31、0.39，对应市盈率为 14.92、11.05、8.83。根据 Wind 电子设备、仪器和元件全行业估值分析，可以得到行业 2018 年预估市盈率中位值为 23.56；根据其中与公司利润相近的 10 家可比公司估值分析，可以得到 2018 年预估市盈率中位值为 17.85。我们以利润相近公司市盈率中位值 17.85 为合理市盈率下限，全行业市盈率中位值 23.56 为合理市盈率上限，对应公司 18 年 EPS 可得出股价合理区间应为 4.10 元-5.41 元。根据 Wind 估值历史数据，公司自上市以来平均市盈率为 64.35，-1STDV 为 35.08，目前公司动态市盈率为 25.2 处在历史最低位，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 14：公司历史 PE Band 数据



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：各业务收入、增速、毛利预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
智能终端渠道分销与服务 (亿元)	23.93	85.32	90.81	104.43	114.87	124.06
增长率		256.54%	6.43%	15.00%	10.00%	8.00%
毛利率	4.98%	4.83%	4.23%	4.10%	3.95%	3.75%

毛利 (亿元)	1.19	4.12	3.84	4.28	4.54	4.65
智能终端结构模组 (亿元)	26.34	34.54	47.08	65.91	85.69	107.11
增长率		31.13%	36.31%	40.00%	30.00%	25.00%
毛利率	15.71%	17.05%	15.07%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利 (亿元)	4.14	5.89	7.09	9.89	12.85	16.07
智能制造方案集成与设备制造 (亿元)	1.38	4.71	7.88	12.61	18.28	24.68
增长率		241.30%	67.30%	60.00%	45.00%	35.00%
毛利率	62.45%	58.15%	44.97%	44.00%	43.00%	42.00%
毛利 (亿元)	0.86	2.74	3.54	5.55	7.86	10.37
金属材料加工及配送 (亿元)	5.03	5.41	6.92	8.30	9.80	11.37
增长率		7.55%	27.91%	20.00%	18.00%	16.00%
毛利率	18.42%	17.74%	15.00%	14.50%	14.00%	13.00%
毛利 (亿元)	0.93	0.96	1.04	1.20	1.37	1.48
锂电池隔膜 (亿元)	0.13	2.69	4.74	7.58	11.00	14.85
增长率		1969.23%	76.21%	60.00%	45.00%	35.00%
毛利率	44.96%	49.02%	29.62%	28.00%	27.00%	26.00%
毛利 (亿元)	0.06	1.32	1.40	2.12	2.97	3.86
其他业务 (亿元)	1.81	2.09	1.69	1.86	2.01	2.15
增长率		15.47%	-19.14%	10.00%	8.00%	7.00%
毛利率	-29.83%	-10.05%	10.62%	5.00%	4.00%	3.00%
毛利 (亿元)	-0.54	-0.21	0.18	0.09	0.08	0.06
总计 (亿元)	58.62	134.76	159.12	200.71	241.66	284.23
增长率		129.89%	18.08%	26.13%	20.40%	17.62%
毛利率	11.31%	11.00%	10.75%	11.53%	12.28%	12.84%
毛利 (亿元)	6.63	14.82	17.11	23.14	29.67	36.49

资料来源: Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,034.61	3,387.49	1,605.70	1,933.30	2,273.86
应收账款	2,742.52	3,208.66	4,039.30	4,687.39	5,576.55
预付账款	796.99	901.70	1,268.65	1,322.30	1,705.67
存货	1,568.51	1,871.68	2,074.41	2,636.41	2,869.00
其他	484.24	1,475.86	1,196.60	1,628.94	1,218.50
流动资产合计	9,626.86	10,845.40	10,184.65	12,208.34	13,643.57
长期股权投资	274.96	205.64	205.64	205.64	205.64
固定资产	3,098.85	3,982.81	3,672.93	3,363.04	3,053.16
在建工程	1,157.97	1,150.59	1,150.59	1,150.59	1,150.59
无形资产	247.80	282.45	239.33	196.20	153.08
其他	2,137.09	2,026.07	1,994.28	1,937.62	1,880.96
非流动资产合计	6,916.67	7,647.55	7,262.76	6,853.09	6,443.43
资产总计	16,543.53	18,492.95	17,447.41	19,061.43	20,087.00
短期借款	2,468.36	4,218.31	2,034.78	3,281.09	1,478.62
应付账款	1,784.48	1,892.78	2,743.88	2,791.34	3,677.52
其他	1,757.80	2,098.73	2,918.10	2,135.61	3,183.05
流动负债合计	6,010.65	8,209.82	7,696.76	8,208.04	8,339.19
长期借款	1,835.74	1,211.08	0.00	208.80	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	44.29	64.80	80.00	100.00	110.00
非流动负债合计	1,880.03	1,275.88	80.00	308.80	110.00
负债合计	7,890.68	9,485.70	7,776.76	8,516.84	8,449.19
少数股东权益	256.57	246.46	271.14	304.47	346.16
股本	3,421.28	3,421.28	3,441.52	3,441.52	3,441.52
资本公积	3,822.43	3,822.43	3,822.43	3,822.43	3,822.43
留存收益	4,975.94	5,335.56	5,958.00	6,798.61	7,850.13
其他	(3,823.36)	(3,818.47)	(3,822.43)	(3,822.43)	(3,822.43)
股东权益合计	8,652.85	9,007.25	9,670.66	10,544.60	11,637.81
负债和股东权益总	16,543.53	18,492.95	17,447.41	19,061.43	20,087.00

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	470.30	462.33	798.01	1,077.70	1,348.10
折旧摊销	263.76	405.31	353.01	353.01	353.01
财务费用	128.33	295.86	(26.00)	(26.00)	(26.00)
投资损失	13.77	(134.00)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(937.29)	(1,416.84)	898.50	(2,223.96)	855.69
其它	(88.87)	203.67	4.10	(37.17)	(108.39)
经营活动现金流	(149.99)	(183.68)	2,027.61	(856.42)	2,422.41
资本支出	1,558.70	922.90	(0.10)	(20.00)	(10.00)
长期投资	62.95	(69.33)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,155.68)	(2,612.83)	28.68	160.00	310.00
投资活动现金流	(1,534.02)	(1,759.26)	28.57	140.00	300.00
债权融资	4,820.98	6,539.48	2,834.78	4,089.89	1,978.62
股权融资	2,884.05	(298.91)	42.28	26.00	26.00
其他	(3,386.41)	(4,868.17)	(6,715.04)	(3,071.87)	(4,386.47)
筹资活动现金流	4,318.62	1,372.40	(3,837.98)	1,044.01	(2,381.85)
汇率变动影响	0.00	(0.06)	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,634.60	(570.60)	(1,781.80)	327.60	340.56

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	13,476.86	15,913.11	20,071.25	24,166.19	28,423.20
营业成本	11,995.04	14,203.05	17,757.43	21,198.71	24,774.34
营业税金及附加	39.13	47.38	60.21	72.50	85.27
营业费用	309.60	323.12	401.42	459.16	525.83
管理费用	463.41	594.58	742.64	882.07	1,023.24
财务费用	119.36	303.80	(26.00)	(26.00)	(26.00)
资产减值损失	0.63	324.36	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	1.76	16.63	(20.58)	(70.50)	(150.08)
投资净收益	(10.42)	133.94	0.00	0.00	0.00
其他	17.32	(358.15)	41.16	141.00	300.17
营业利润	541.04	324.39	1,109.96	1,504.26	1,885.45
营业外收入	29.96	324.73	30.00	30.00	30.00
营业外支出	4.91	16.93	15.00	15.00	15.00
利润总额	566.10	632.19	1,124.96	1,519.26	1,900.45
所得税	95.79	169.86	302.28	408.22	510.65
净利润	470.30	462.33	822.69	1,111.03	1,389.80
少数股东损益	40.88	0.07	24.68	33.33	41.69
归属于母公司净利润	429.42	462.26	798.01	1,077.70	1,348.10
每股收益(元)	0.13	0.14	0.23	0.31	0.39

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	129.96%	18.08%	26.13%	20.40%	17.62%
营业利润	68.23%	-40.04%	242.17%	35.52%	25.34%
归属于母公司净利润	61.95%	7.65%	72.63%	35.05%	25.09%
获利能力					
毛利率	11.00%	10.75%	11.53%	12.28%	12.84%
净利率	3.19%	2.90%	3.98%	4.46%	4.74%
ROE	5.11%	5.28%	8.49%	10.52%	11.94%
ROIC	8.40%	5.13%	7.22%	11.04%	11.60%
偿债能力					
资产负债率	47.70%	51.29%	44.57%	44.68%	42.06%
净负债率	12.16%	-10.71%	-4.56%	31.64%	21.43%
流动比率	1.60	1.32	1.32	1.49	1.64
速动比率	1.34	1.09	1.05	1.17	1.29
营运能力					
应收账款周转率	5.74	5.35	5.54	5.54	5.54
存货周转率	10.44	9.25	10.17	10.26	10.33
总资产周转率	0.97	0.91	1.12	1.32	1.45
每股指标(元)					
每股收益	0.13	0.14	0.23	0.31	0.39
每股经营现金流	-0.04	-0.05	0.59	-0.25	0.70
每股净资产	2.44	2.55	2.73	2.98	3.28
估值比率					
市盈率	27.57	25.61	14.92	11.05	8.83
市净率	1.42	1.36	1.27	1.16	1.05
EV/EBITDA	32.09	23.61	8.56	7.31	5.05
EV/EBIT	43.70	38.81	11.35	9.06	6.01

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com