

2019-9-17

公司报告 | 深度报告

评级 **买入** 维持

当前股价： 33.10 元

分析师 郭博华

☎ (8621) 61118797

✉ wubh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514040001

分析师 马军

☎ (8621) 61118720

✉ majun3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490515070001

联系人 司鸿历

☎ (8621) 61118742

✉ sihl@cjsc.com.cn

公司基本数据	2019.09.12
总股本(万股)	21000
流通A股/B股(万股)	9290/0
资产负债率	35.54%
每股净资产(元)	11.11
市盈率(当前)	84.47
市净率(当前)	2.98
12个月内最高/最低价	34.60/15.70

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究

《锂电结构件之王，紧跟 CATL 共享成长》
2017-4-7

科达利 (002850)

盈利拐点已至，再启成长之路

报告要点

■ 产能投放顺利，盈利能力触底回升

公司深耕锂电结构件多年，在工艺、技术、产能和下游核心客户绑定方面具备明显优势，目前已成国内动力锂电结构件龙头。跟随动力锂电行业发展，公司锂电结构件业务营收逐年增长。过去两年业绩有所波动主要因毛利率出现下滑，具体拆分发现产品价格下降、原材料成本上升、产能利用率下降对毛利率均有影响，其中根据测算判断产能利用率是影响毛利率的重要变量之一。而今年上半年因动力锂电行业排产高景气以及 CATL 江苏基地排产提升，公司整体产能利用率明显提升，带动整体盈利能力回升以及业绩大幅增长。

■ 市场领军地位强化，未来盈利水平有望维持

未来盈利能力方面，我们认为主要变量在于产能利用率和价格的变化，其核心是对公司未来市场地位和产能扩张节奏的判断。行业格局方面，动力锂电结构件的主要壁垒在于工艺、技术、产能（即持续扩产所需的资金），同时相较于其他锂电材料环节，锂电结构件目前行业平均盈利能力相对低，产能投资回收期相对更长，因此环节资金门槛较为突出。公司除技术工艺优势外，也是行业内唯一主体上市公司，持续大额的融资渠道优势支撑公司成为目前行业内主要进行大规模扩产的企业，由此判断公司龙头地位将持续得到强化，议价能力也能够维持。此外，产能扩张方面，预计公司目前进入平稳扩张期，未来产能增速与下游需求增速匹配，支撑产能利用率逐步改善。综合看，地位稳固和产能利用率改善将支撑公司未来盈利能力回升至较好水平。

■ 跟随电动化浪潮，绑定龙头助力稳健高增长

除盈利能力外，我们认为跟随整体电动车产业链扩容，行业需求的增长将成为公司打开未来成长空间的另一重要因素。对于量方面的判断，首先，汽车电动化浪潮方兴未艾，预计 2025 年国内新能源车产量将达到 759 万辆，海外新能源车销量超 1000 万辆，结构件单车价值量近 2500 元，空间广阔。其次，封装技术路线与方形大电芯化虽一定程度上会影响单位电池容量对应的结构件价值量，但综合考虑后，在下游产销高速增长带动下，未来国内结构件将能够保持 20% 以上的复合增速，海外需求更为可观。公司作为结构件龙头，深度绑定国内外锂电池一线企业，受益市场份额提升国内业务将实现持续高增长，同时海外市场的成功突破将开始快速贡献业绩增量。

预计公司 2019、2020 年归属母公司股东净利润分别为 2.1、2.9 亿元，当前市值对应 PE 分别为 33、24 倍。维持买入评级。

风险提示： 1. 产能投放较快导致产能利用率明显回落；
2. 产品价格超预期下降。

目录

引言.....	6
产能投放顺利，盈利能力触底回升.....	6
国内锂电结构件龙头，跟随行业实现营收持续增长.....	6
过往：多因素拖累毛利率，致使业绩出现波动.....	7
当前：利用率改善逻辑渐兑现，公司盈利回暖.....	10
市场领军地位强化，未来盈利水平有望维持.....	11
行业盈利较弱且资产相对较重，资金壁垒凸出.....	11
技术工艺领先叠加产能扩张，公司已位居国内龙头.....	13
资金优势将继续放大，公司地位有望不断强化.....	15
判断产能扩张进入稳定期，利用率有望维持.....	16
跟随电动化浪潮，绑定龙头助力稳健高增长.....	17
市场空间：方形为主流之选，结构件空间广阔.....	18
公司增长：国内稳中有进，海外贡献增量.....	23
盈利预测.....	25

图表目录

图 1：公司历史经营业绩波动较明显.....	6
图 2：公司主要产品情况.....	6
图 3：公司营收结构中以锂电池结构件为主.....	7
图 4：公司毛利润结构中以锂电池结构件为主.....	7
图 5：公司锂电结构件和其中动力及储能类营收保持持续增长.....	7
图 6：国内新能源汽车和动力电池装机持续爆发.....	7
图 7：公司毛利率和净利率情况.....	8
图 8：公司期间费用率情况.....	8
图 9：过去几年新能源乘用车单车补贴情况（万元/辆）.....	8

图 10：过去几年新能源客车单车补贴情况（万元/辆）.....	8
图 11：CATL 过去几年平均售价和平均成本都在下降（不含税）.....	9
图 12：过去几年其他锂电原材料也处于持续降价趋势之中.....	9
图 13：公司主营业务的成本构成.....	9
图 14：2017 年公司主要原料铝、钢的价格均有明显上涨（万元/吨）.....	9
图 15：公司 2017 年左右在建工程快速增加（亿元）.....	10
图 16：公司 2017 年左右固定资产开始快速增加（亿元）.....	10
图 17：公司锂电结构件对应的机器设备原值以及营收（亿元）.....	10
图 18：公司过去两年锂电结构件产能利用率和毛利率走势基本吻合.....	10
图 19：近两年科达利研发投入占比高于其他大部分结构件或零部件企业.....	12
图 20：科达利研发投入占比水平大概处于锂电材料企业平均水平.....	12
图 21：近两年结构件 ROE 水平低于其他锂电材料水平.....	12
图 22：近两年结构件销售净利率水平低于其他锂电材料水平.....	13
图 23：近几年结构件企业固定资产周转率低于大部分其他锂电材料企业.....	13
图 24：粗略估算结构件投资收回年限仅低于湿法隔膜.....	13
图 25：公司生产成本中人工成本占比逐年稳定下降.....	14
图 26：公司锂电结构件相关子公司推进情况以及部分客户开拓情况.....	14
图 27：估算过去几年公司在国内动力锂电池结构件的市场占有率不断提升.....	15
图 28：公司未来将构建成较为完善的电池厂贴近配套生产基地布局.....	16
图 29：公司惠州、江苏、大连厂房累计投入占预算比例.....	17
图 30：估算公司未来产能利用率有望维持目前较高水平.....	17

图 31：预计国内 2025 年新能源车产量 759 万辆，保持 30%复合增长.....	18
图 32：预计海外 2025 年新能源车销量 1014 万辆，复合增速超 35%.....	18
图 33：三元电池成本结构（以 2019Q2 价格进行测算，元/kwh）.....	18
图 34：国内动力电池形状路线份额变化及推演.....	21
图 35：海外动力电池形状路线份额变化及推演.....	21
图 36：2019 年 9 月以来宁德时代电芯容量变化.....	21
图 37：宁德时代 2017 年制定的 BEV 产品规划（Ah）.....	21
图 38：2019 年 9 月以来比亚迪电芯容量变化.....	22
图 39：三星 SDI 2018 年的产品规格情况.....	22
图 40：海外动力电池厂在国内相关扩产情况（GWh）.....	24
图 41：宁德时代、比亚迪国内外产能扩张情况（GWh）.....	24
图 42：宁德时代海外客户开拓情况.....	24
图 43：国内其他电池企业海外客户开拓情况.....	25
表 1：公司惠州、江苏子公司 2019 上半年盈利均明显改善.....	11
表 2：国内目前锂电池结构件主要企业情况梳理.....	15
表 3：国内其他动力锂电池结构件扩产项目投资规模均较小.....	16
表 4：方形、软包、圆柱三种封装路线的优劣势对比.....	19
表 5：动力电池企业不同封装技术路线的选取（不完全统计）.....	19
表 6：全球一线整车企业在动力电池形状路线上的选择（不完全统计）.....	20
表 7：动力锂电池结构件国内市场空间测算.....	22
表 8：动力锂电池结构件海外市场空间测算.....	23

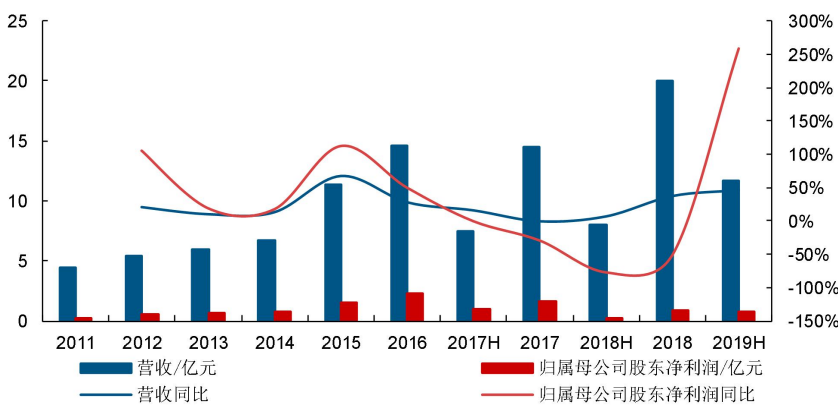
表 9：科达利国内外客户进展.....25

引言

回顾历史,公司经营业绩曾出现一定波动,其中 2011-2016 年公司归属母公司股东净利润从 0.25 亿元快速增长至 2.33 亿元,年化复合增速达 56%;2017-2018 年公司经营出现压力,两年间公司归属母公司股东净利润出现下降;进入 2019 年,公司业绩明显改善,上半年实现归属母公司股东净利润 0.8 亿元,同比增长 259%。

对此,市场比较关心两点:1)今年上半年公司出现了哪些边际变化使得业绩明显改善? 2)未来公司经营业绩增长能否保持以及增长空间如何?本篇报告将聚焦于此,针对目前市场的两大核心关注点进行探讨。

图 1: 公司历史经营业绩波动较明显



资料来源: Wind, 长江证券研究所

产能投放顺利, 盈利能力触底回升

国内锂电结构件龙头, 跟随行业实现营收持续增长

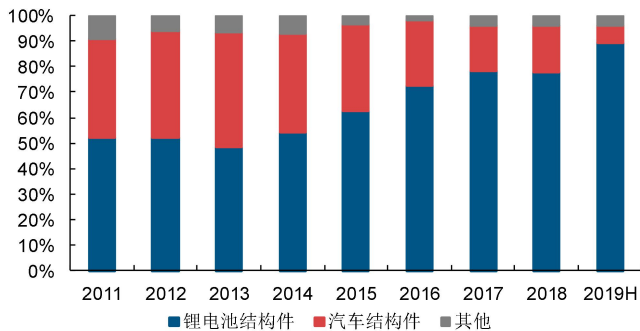
公司成立于 1996 年,一直专注于锂电池结构件和汽车结构件两大产品,并且考虑到行业未来成长性和行业先发布局优势,公司选择锂电池结构件为核心战略业务。经过多年发展,目前公司锂电池结构件业务营收规模已经远远超过汽车结构件,近几年营收占比维持 80%左右,成为公司主要收入和利润来源。

图 2: 公司主要产品情况



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 3：公司营收结构中以锂电池结构件为主

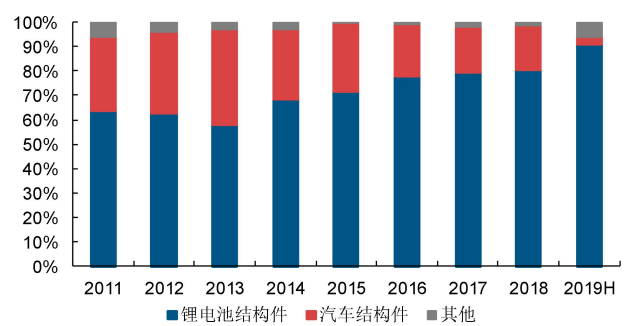


资料来源：Wind，长江证券研究所

公司作为国内最早涉足动力锂电池结构件的企业之一，在制造工艺、客户开拓、产能扩张方面具备突出的竞争优势。目前公司已经构建多生产基地布局，不断深化贴近客户配套战略，已经顺利进入 CATL、比亚迪、欣旺达、LG、松下等国内外主流锂电池供应链。

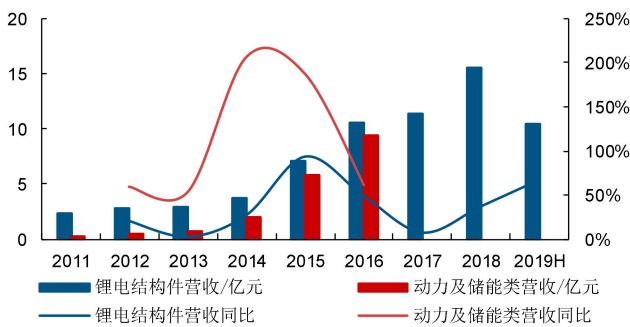
凭借核心优势和下游大客户的支撑，公司在动力锂电池结构件领域一直处于行业领先地位。反映到经营层面，公司锂电池结构件业务营收自 2012 年开始已经实现 6-7 年的连续增长，其中 2014 年后伴随国内电动车产业的爆发，公司锂电结构件业务增速也迎来了快速增长，2014-2018 年公司锂电结构件业务营收年化复合增速超 40%。

图 4：公司毛利润结构中以锂电池结构件为主



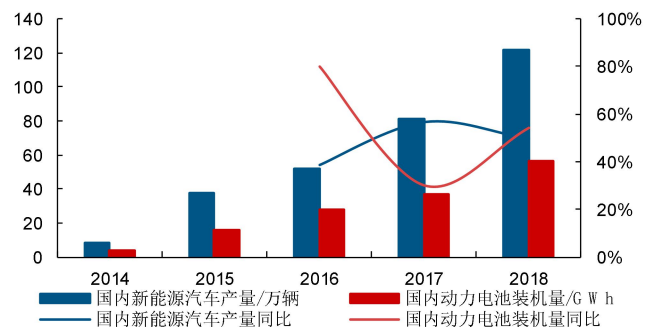
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：公司锂电结构件和其中动力及储能类营收保持持续增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：国内新能源汽车和动力电池装机持续爆发



资料来源：合格证数据，长江证券研究所

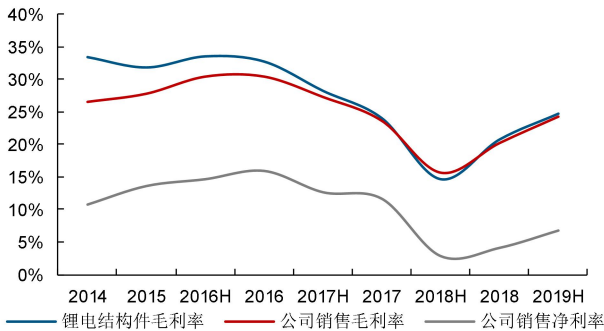
过往：多因素拖累毛利率，致使业绩出现波动

回顾 2017、2018 年，虽然公司锂电结构件营收依旧保持增长，但由于盈利能力的下滑导致公司最终扣非后归属母公司股东净利润分别同比下滑 49%、45%¹。从历史财务指标可以清晰看到，一方面，2017、2018 年在锂电结构件产品毛利率下滑影响下，公司整体销售毛利率分别同比下降 6.9pct、3.5pct；另一方面，2017、2018 年公司期间费用率也出现一定程度的抬升，分别同比增加 2.1pct、0.4pct。

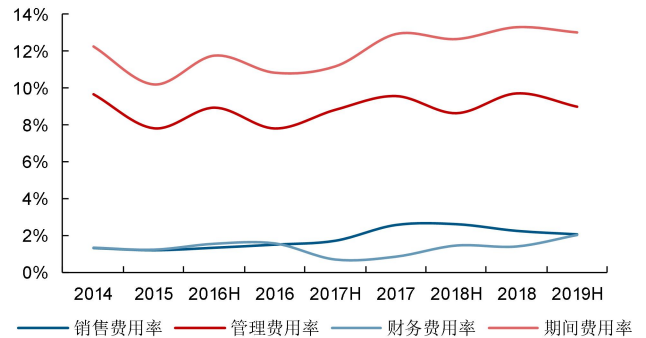
整体来看，公司 2017、2018 年期间费用率的抬升主要受销售费用率和研发费用率等影响，其中销售费用率的增加因远程运输带来的运费增加。而相较于费用率而言，公司经

¹ 虽然 2017 年归属母公司股东净利润下滑也一定程度受到汽车结构件营收下滑的影响，但相对于锂电结构件盈利能力下滑而言汽车结构件业务并非主要影响因素

营压力主要来源是毛利率的下滑，回顾过去，我们认为公司过去两年毛利率下滑是由产品价格和成本等因素共同作用所引起，接下来将着重对公司毛利率影响因素逐一分析。

图 7：公司毛利率和净利率情况


资料来源：Wind，长江证券研究所

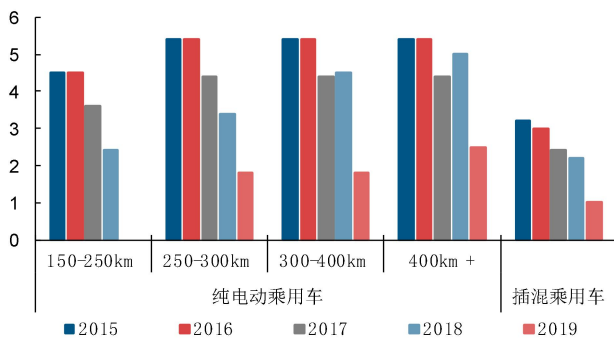
图 8：公司期间费用率情况


资料来源：Wind，长江证券研究所 备注：图中管理费用率包括研发费用

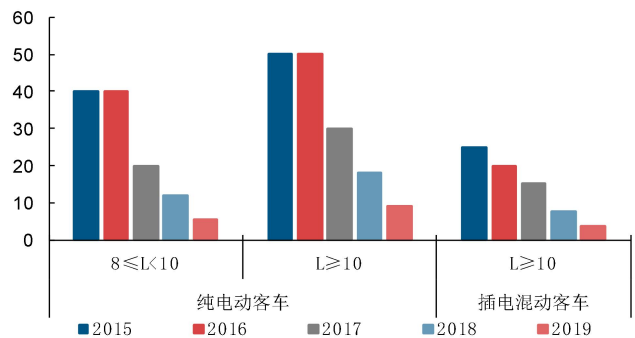
产业链降价压力传导下，结构件价格跟随行业持续下降

过去几年来，价格下降一直是电动车和动力锂电池产业链的趋势之一，公司主营的动力类锂电池结构件也不例外。随着电动车补贴的逐年下滑，作为电动车成本最大构成单位的动力锂电池的价格也承受了一定下降压力，同时也在向上游原材料环节进行降价压力传导。以动力锂电池龙头 CATL 为例，其近几年的平均售价和平均成本均呈现逐年下降趋势，其中 2015-2018 年平均售价和平均成本年化复合降幅分别达 -21%、-23%；同时其他几大锂电原材料（如湿法隔膜、负极等）也一直处于持续降价趋势之中。

考虑到结构件在动力锂电电芯中的成本占比约 7%，与负极、隔膜、电解液所占比例相近，我们预计过去几年中动力锂电结构件的价格大概率也出现了逐年下降的现象，从 CATL 披露的原料采购价格也可以看到 2017 年其采购外壳/顶盖的价格下滑 6.2%（数据源于 CATL 招股说明书），价格的下降无疑会对公司毛利率有所拖累。

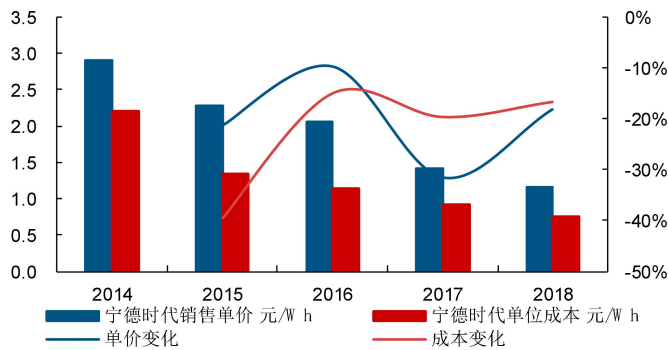
图 9：过去几年新能源乘用车单车补贴情况（万元/辆）


资料来源：财政部，长江证券研究所

图 10：过去几年新能源客车单车补贴情况（万元/辆）


资料来源：财政部，长江证券研究所

图 11: CATL 过去几年平均售价和平均成本都在下降 (不含税)



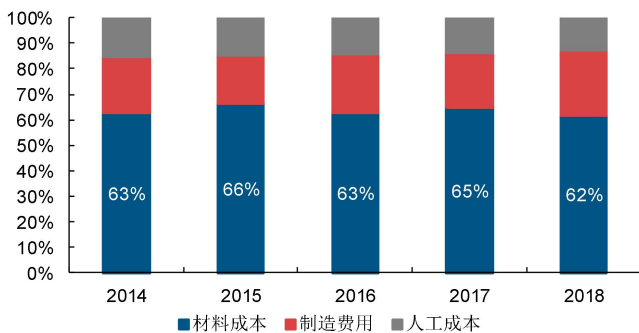
资料来源: CATL 公司公告, 长江证券研究所

原材料价格波动一定程度影响了结构件成本

对于结构件成本而言,以公司整体成本构成为例,其中原材料成本超过 60%,主要包括铝、钢、镍、塑料等;其次为制造费用,占比在 20%-25%左右,主要为折旧费用和电力成本等;最后为 10%-15%左右的人工成本。从历年成本构成来看,材料成本和制造费用占比均有波动,下文我们分别就 2017、2018 年材料成本和制造费用的变动对公司成本的影响进行分析。

原材料方面,从公司历年前五大供应商采购商品可以判断其中铝材和钢材是较为重要的原料,历史价格数据表明 2017 年市场上铝材、钢材的均价出现明显的抬升,预计一定程度上推升了公司 2017 年的生产成本(2017 年公司材料成本占比小幅提升至 65%)。

图 13: 公司主营业务的成本构成

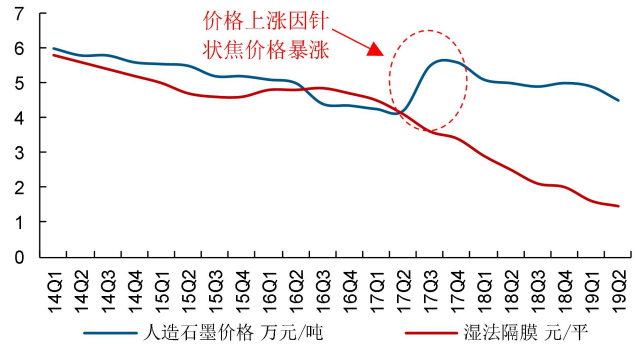


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 备注: 图中 2014-2016 年材料成本中包含外购成本

产能利用率是过去两年影响公司成本的重要变量

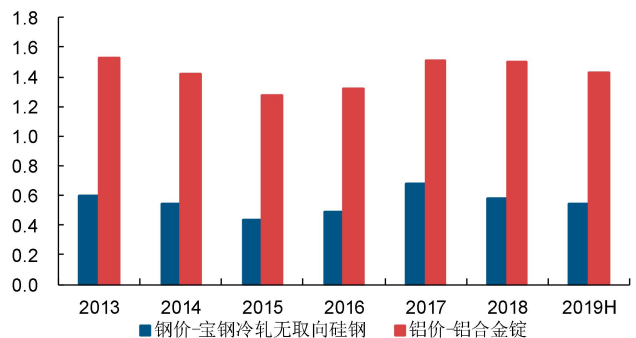
除原材料外,制造费用也是公司成本的重要组成部分,其中电力费用预计基本维持稳定,主要的变化源于设备折旧费用的变动,即产能利用率的高低。根据招股说明书披露,公司上市之前动力锂电结构件的产能利用率一直维持在 100%左右的较高水平,而随着公司 IPO 募资完成,多个动力锂电结构件项目建设加快,2017 年开始公司在建工程和固定资产开始显著快速增长,其中 2017、2018 年在建工程分别为 3.9、2.5 亿元;固定资产从 2016 年末的 5.8 亿元持续提升至 2018 年末的 12.5 亿元,其中机器设备、房屋及建筑物分别增加 4.7、1.6 亿元,是两大主要增量。

图 12: 过去几年其他锂电原材料也处于持续降价趋势之中



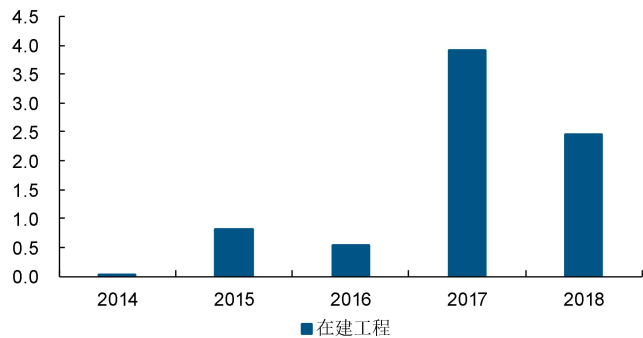
资料来源: GGII, 长江证券研究所

图 14: 2017 年公司主要原料铝、钢的价格均有明显上涨 (万元/吨)



资料来源: Wind, 亚洲金属网, 长江证券研究所

图 15: 公司 2017 年左右在建工程快速增加 (亿元)

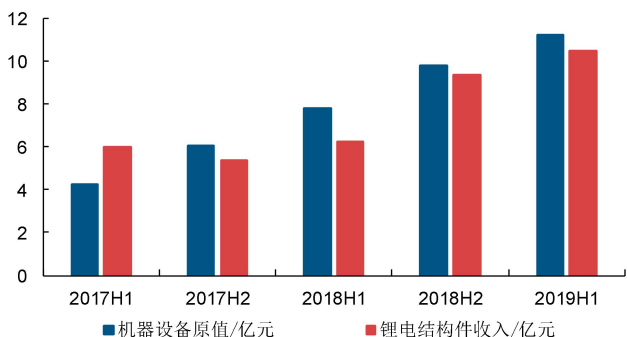


资料来源: Wind, 长江证券研究所

对于新增产能的配套出货情况方面, 首先, 从公司近两年的在建工程判断 2017-2018 年公司重点进行建设的是惠州基地和江苏基地, 其中惠州基地主要针对 CATL、比亚迪等客户, 江苏基地主要针对 CATL (江苏基地)、松下 (无锡)、LG (南京) 等客户。其次, 从下游锂电池客户的需求来看, 我们判断 2017、2018 年公司新增产能没有实现满产: 1) 2017 年中, 公司主要产能于 2017Q4 落地 (2017Q3 末公司固定资产较 2016 年末仅增加 0.2 亿元), 但 2017Q4 整体动力锂电产业链处于去库存阶段, 相关环节排产景气均较弱; 2) 2018 年中, 公司江苏基地厂房部分转固且开始批量出货, 但其主要配套的 CATL 江苏时代溧阳园区截至 2018 年末累计投入比例为 8.6%, 预计未进入大批量生产和原料采购阶段。

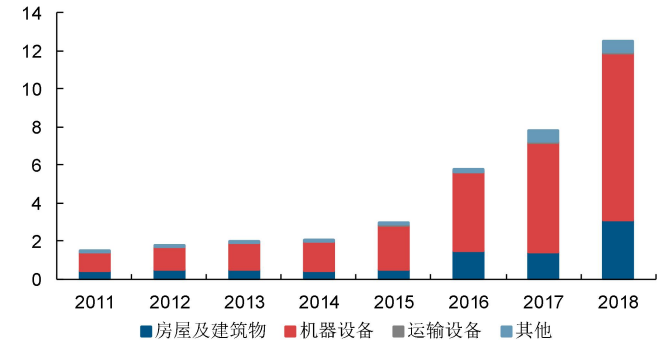
因此综合来看, 我们判断 2017、2018 年公司惠州和江苏基地新建产能并未与下游锂电厂商的采购需求完全契合, 导致近两年新落地产线利用率可能不高, 使得设备折旧费用增加, 由此抬升动力锂电结构件的生产成本。从公司财务数据角度, 我们通过公司机器设备原值大致估算对应的各期产值, 再通过营收简单推算公司产能利用率的变化: 1) 仅考量锂电结构件业务的产能利用率, 因预计公司汽车结构件对应机器设备原值较为稳定, 将其从公司每期机器设备原值中予以剔除; 2) 假设锂电结构件单位机器设备对应产值每年下降 5%-10%。据此测算得到公司 2017 年开始锂电结构件产能利用率出现下滑, 而毛利率同步出现波动, 印证了我们上文的判断。

图 17: 公司锂电结构件对应的机器设备原值以及营收 (亿元)



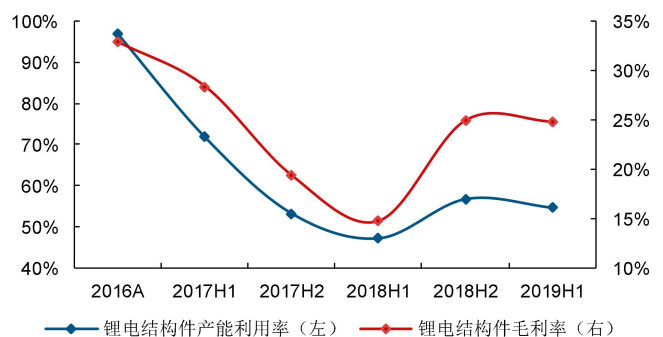
资料来源: Wind, 长江证券研究所 备注: 图中机器设备原值为剔除汽车结构件部分后的估算值

图 16: 公司 2017 年左右固定资产开始快速增加 (亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 长江证券研究所

图 18: 公司过去两年锂电结构件产能利用率和毛利率走势基本吻合



资料来源: 公司公告, Wind, 长江证券研究所 备注: 图中产能利用率为估算值

当前: 利用率改善逻辑渐兑现, 公司盈利回暖

今年以来，此前影响公司盈利能力的几个因素均有所改善，1) 2019 年上半年主要原料铝材、钢材均价较 2018 年有所下降，判断原材料端不会对公司盈利产生负面影响；2) 随着惠州、苏州基地的产能逐渐释放，公司贴近电池厂的产能布局进一步加强，2019 年上半年运输费用率同比略有改善；3) 开工率方面预计改善明显，今年上半年受抢装和运营端放量影响电动车产销高速增长，带动动力锂电池装机量同比增长超 90%，同时 CATL 江苏基地也开始量产（据 CATL 公告，其江苏溧阳园区 2018 年转固约 6.8 亿元，2019 年上半年转固约 17 亿元），在此影响下，公司上半年整体营收同比增长 47%，两大主要子公司惠州、江苏子公司盈利能力均较去年同期显著改善，净利率分别提升 6pct、16pct。

从上文估算的公司锂电结构件产能利用率也可以看出，从去年下半年开始，随着整体动力锂电产业链排产景气的上升，公司锂电结构件产能利用率出现回升，对应 2018H2、2019H1 毛利率分别同比提升 6pct、16pct。

表 1：公司惠州、江苏子公司 2019 上半年盈利均明显改善

	惠州科达利			江苏科达利		
	营收/万元	净利润/万元	净利率	营收/万元	净利润/万元	净利率
2017H1	2334	-338	-14%	0	-102	—
2018H1	28358	1236	4%	1837	-407	-22%
2019H1	66209	6680	10%	13512	-870	-6%

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

综合来看，我们认为 2017、2018 年公司盈利能力显著承压是由于多方面因素同时出现变化所共同导致的，其中产品降价、原材料涨价、产能利用率不足使得毛利率出现明显下滑。进入 2019 年后，随着行业需求的快速增长，公司产能利用率改善的逻辑逐渐兑现，判断成为公司盈利改善的重要推动力。梳理完公司盈利影响因素后，下文我们将着重对未来公司盈利变化趋势和增长空间进行分析。

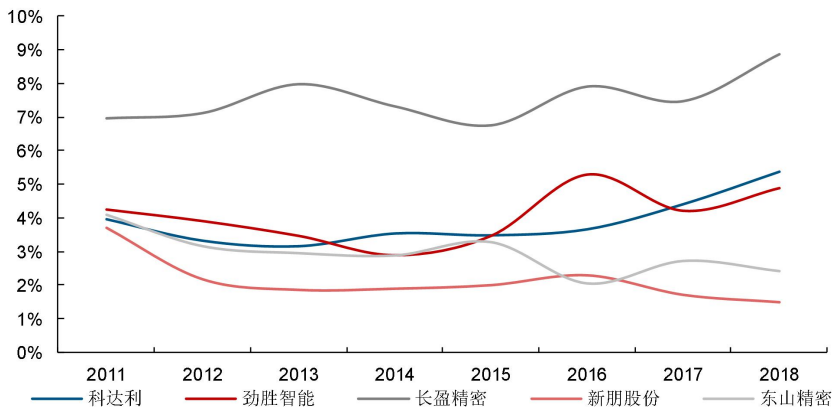
市场领军地位强化，未来盈利水平有望维持

对于上一节中公司盈利能力的几大影响因素进行逐一分析，我们预计原材料成本方面公司采购价格会跟随大宗商品价格同向波动。而对于产能利用率和价格的分析核心在于对公司未来市场地位和产能扩张节奏变化趋势的判断。

行业盈利较弱且资产相对较重，资金壁垒凸出

对于动力锂电池结构件而言，其对动力锂电池的安全性、密闭性、一致性都具备一定程度影响，需要企业具备较强的模具设计能力和高精度的生产工艺；同时，随着下游的不断技术进步，锂电池结构件整体也处于不断的升级之中，安全性提升、轻薄化等都是行业发展的方向。因此，相对于其他领域的精细结构件或零部件企业，公司是少数研发投入占比保持逐年增长的企业之一并且近两年公司研发投入占比也超过大部分其他企业。

图 19: 近两年科达利研发投入占比高于其他大部分结构件或零部件企业

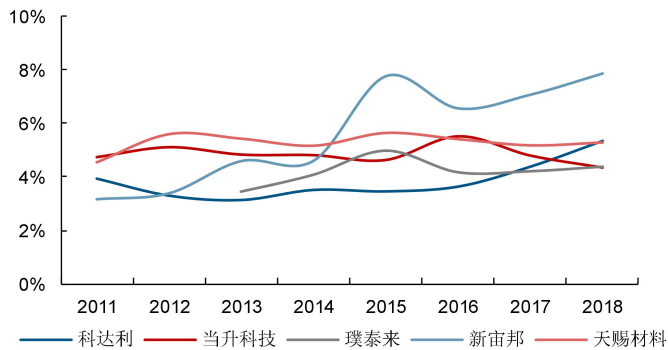


资料来源: Wind, 长江证券研究所

除技术和工艺壁垒外, 我们认为动力电池结构件更主要的壁垒在于资金壁垒, 因为,

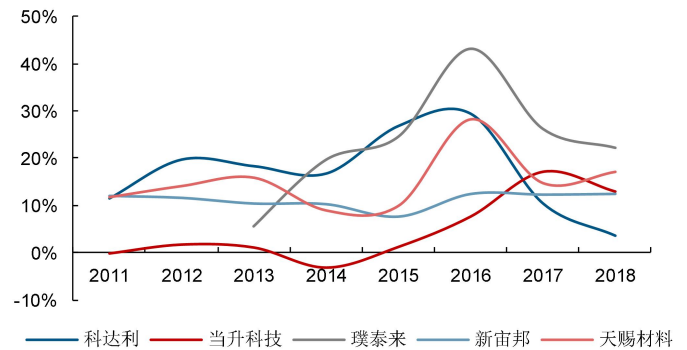
- 一方面, 虽然与其他结构件企业相比公司研发投入占比较高, 但与其他动力电池材料环节相比, 结构件企业研发投入占比大概处于平均水平;
- 另一方面, 与其他锂电材料相比, 目前结构件环节呈现出两个主要特征: 1) 环节盈利能力最低, 无论是销售净利率还是 ROE 水平, 近两年结构件代表企业的水平都要低于大部分其他材料企业; 2) 固定资产投入相对较重, 虽然单位产能所需投资额的绝对体量方面结构件不一定高于其他锂电材料, 但从固定资产周转率角度来看, 近几年结构件企业的周转水平明显要低于其他材料企业。

图 20: 科达利研发投入占比水平大概处于锂电材料企业平均水平



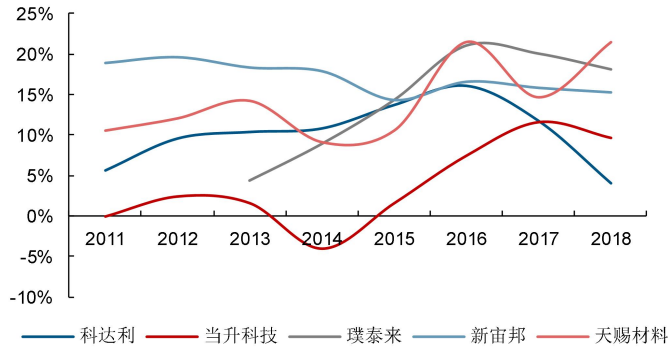
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 21: 近两年结构件 ROE 水平低于其他锂电材料水平



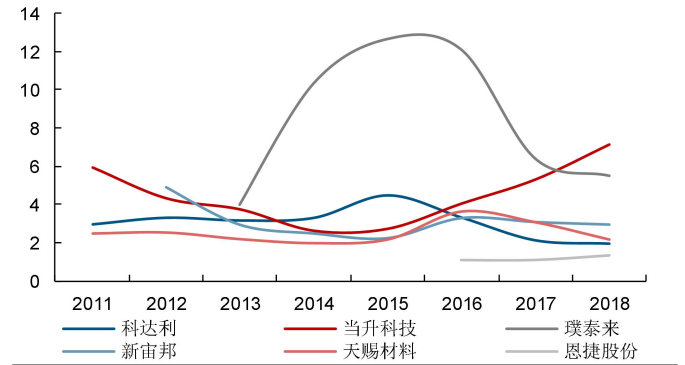
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 22: 近两年结构件销售净利率水平低于其他锂电材料水平



资料来源: Wind, 长江证券研究所 备注: 图中数据为公司整体数据

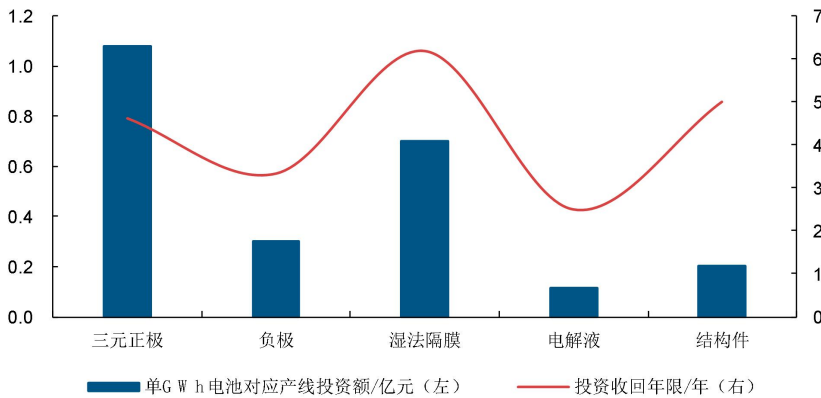
图 23: 近几年结构件企业固定资产周转率低于大部分其他锂电材料企业



资料来源: Wind, 长江证券研究所 备注: 图中数据为公司整体数据, 恩捷股份 2016-2017 年数据为上海恩捷固定资产周转率

更直观的, 我们根据各锂电材料的产线投资额和满产情况下每年贡献的净利润粗略估算各环节的投资收回年限(不考虑贴现)。对比可以发现, 结构件的投资收回年限时长仅次于湿法隔膜, 相对而言属于重投资环节。但不同于湿法隔膜环节, 结构件环节中仅科达利一家属于真正意义上的上市企业, 其他企业缺乏有效的长期融资渠道, 因此在盈利水平较低背景下, 判断结构件后续产能扩张所需的资金将成为环节发展的最大障碍。

图 24: 粗略估算结构件投资收回年限仅低于湿法隔膜

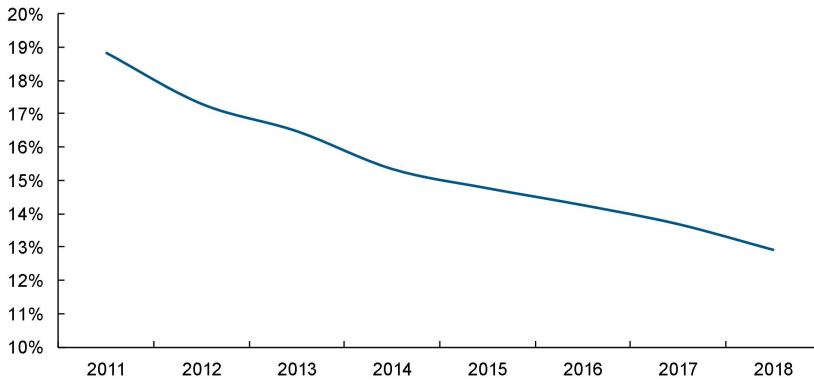


资料来源: 长江证券研究所 备注: 图中数据为根据行业平均数据粗略估算

技术工艺领先叠加产能扩张, 公司已位居国内龙头

公司作为国内最早从事动力锂电结构件产品研发和生产的企业之一, 2007 年即开始对动力锂电结构件进行研究和探索, 2008 年实现小批量出货, 经过十数年的积累与进步, 一方面公司全面掌握模具开发技术以及高精度冲压、拉伸、注塑等关键生产工艺; 另一方面, 公司采取自主研发和海外进口相结合方式推动产线的自动化升级, 随自动化程度的提高, 公司生产成本中人工成本占比也逐年稳定下降, 从 2011 年 18.8% 一直下降至 2018 年的 12.9%, 近几年每年改善幅度稳定在 0.6pct 左右。

图 25：公司生产成本中人工成本占比逐年稳定下降



资料来源：公司公告，长江证券研究所

在不断强化自身技术工艺和产品品质优势外，公司也一直在积极筹划和推动生产基地建设以及下游动力电池客户的开拓。生产基地方面，公司主要采用就近配套和设立子公司方式进行推进，先后在各地设立与收购多个与锂电结构件相关的子公司，为后续产能建设奠定基础；客户方面，借助高品质和配套产能，公司已经与包括 CATL、比亚迪、亿纬锂能、松下、LG、三星等在内的海内外头部电池企业建立战略合作关系。

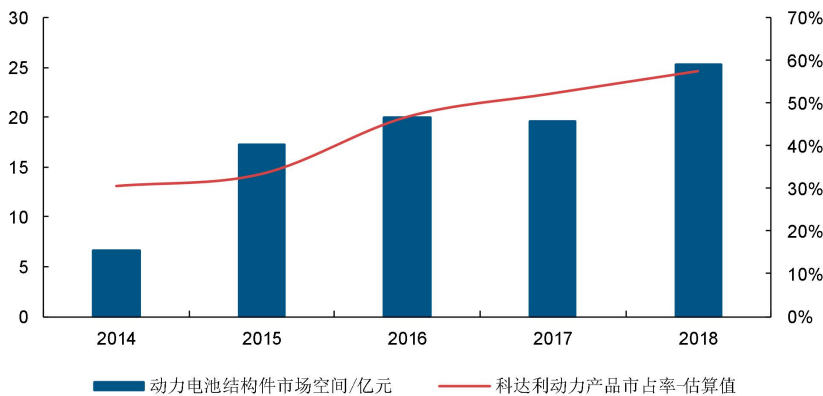
依托上述因素，公司一直牢牢占据国内动力锂电结构件龙头地位，并且判断随着新客户开拓和下游电池集中度提升，过去几年公司国内动力锂电结构件市占率实现不断提升。

图 26：公司锂电结构件相关子公司推进情况以及部分客户开拓情况



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

图 27：估算过去几年公司在国内动力锂电池结构件的市场占有率不断提升



资料来源：合格证数据，长江证券研究所 备注：图中为估算值，动力电池结构件空间包括方形和圆柱电池

资金优势将继续放大，公司地位有望不断强化

对于公司未来市场地位的变化趋势判断，需要结合行业内其他主要竞争对手的情况进行分析。当前国内动力锂电结构件行业大部分参与企业都属于小规模企业或者结构件并非企业主营，从规模和业务集中度来看，公司主要的竞争对手为瑞德丰（方形电池结构件为主）和无锡金杨（圆柱电池结构件为主）。

对比来看，公司是最早实现动力锂电结构件产品出货，并且比瑞德丰提前 2 年通过 TS16949 认证，占据先发优势。而公司成为市场龙头最大的依托是作为行业内唯一一家上市公司所带来的融资优势和资金优势，公司 IPO 募资约 12 亿元并且于 2018、2019 年分别拟向银行申请不超过 35、36 亿元的综合授信额度，在资金优势支撑下，公司上市后产能扩张步伐加快，至今规模已经成为国内第一。

表 2：国内目前锂电池结构件主要企业情况梳理

	成立时间	主营	进入动力的时间	业务规模	生产基地（包含规划）	融资能力
科达利	1999年	锂电结构件（方形为主）	2008年动力产品出货	2018年锂电结构件营收16亿元	惠州、江苏、大连、福建	A股上市
瑞德丰	2006年	锂电结构件（方形为主）	2010年进入新能源供应链体系		深圳，江苏，青海	未上市，中国宝安参股子公司
无锡金杨	1998年	锂电结构件（圆柱为主）	2010年进入方形锂电结构件市场	2018年营收超6亿元，方形铝壳产能5000万只/年	江苏	未上市
宁波震裕	1994年	电机铁芯模具	2016年锂电结构件开始贡献收入	锂电壳体年产值2亿	浙江、福建	未上市，此前IPO未过
深圳深芝	2001年	锂电结构件			深圳	外资企业，规模较小

资料来源：Wind，公司公告，各公司官网，中国宝安公司公告，企查查，长江证券研究所

展望未来，我们认为公司目前具备的资金优势未来将进一步放大，主要原因在于经过前几年的竞争和降价，目前动力锂电结构件整体行业盈利能力普遍较低，2018 年公司作为行业龙头净利率为 4%，而主要竞争对手瑞德丰预计出现亏损（中国宝安 2018 年报显示报告期内对瑞德丰权益法下确认的投资损益为-155 万元）；在低盈利背景下，考虑到结构件资产相对较重，行业内其他企业均未上市，缺乏有效的持续大额融资渠道，因

此在产能扩张方面压力较大。从政府网站搜集的资料来看，目前除公司外的主流结构件厂商的项目建设投资规模都在千万级别，与公司几大基地的亿元级别的投资规模差距明显（公司江苏厂房、大连厂房建设预算分别约 2.5、0.7 亿元，福建基地拟投资 2.5 亿元）。

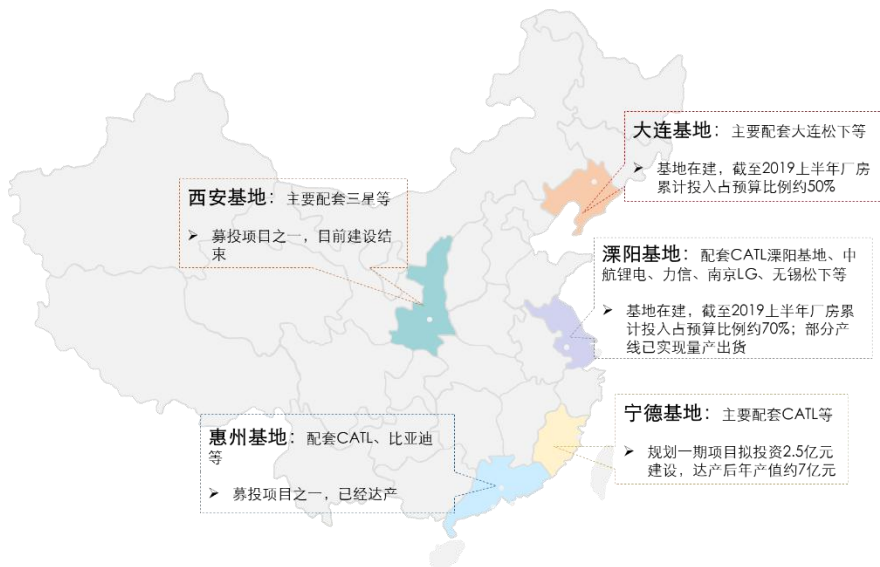
随着公司资金优势的不断强化以及在建产能的陆续落地，公司产能规模优势也将进一步放大，并且在华南、华东、华北、华中四大区域针对下游电池厂集群构建起较为完善的就近配套基地（惠州、宁德、溧阳、大连、西安），预计市场份额将持续实现提升，龙头地位愈加凸出。

表 3：国内其他动力锂电池结构件扩产项目投资规模均较小

企业	地点	项目	投资额	备注
瑞德丰	江苏常州金坛	新建动力电池结构件生产项目（年产动力电池铝壳150万套）	5600万元	2018年7月常州政府公示项目竣工环境保护验收
宁波震裕	福建宁德	年产2500万件新能源汽车锂电池壳体项目	2720万元	厂房来源于租赁，已经投产
	浙江宁波宁海	800万套扩建项目	3000万元	2018年10月获节能审查批复

资料来源：金坛人民政府，宁海人民政府，长江证券研究所

图 28：公司未来将构建成为完善的电池厂贴近配套生产基地布局



资料来源：公司公告，长江证券研究所

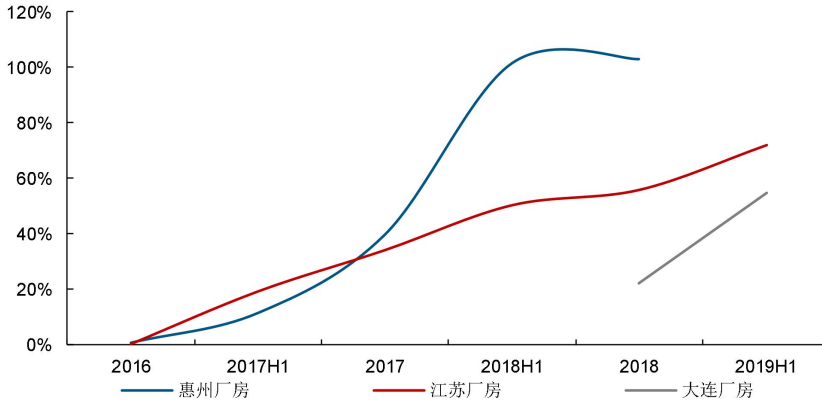
总体来看，我们认为公司作为上市公司所带来的资金和技术优势将持续推进产能规模的扩张，与国内其他结构件企业不断拉开差距，所对应的将是未来公司在动力锂电结构件市场的地位会不断强化。

判断产能扩张进入稳定期，利用率有望维持

产能利用率的判断方面，需求端，考虑到公司在动力锂电结构件市场不断强化的龙头地位以及与下游锂电龙头的深度绑定，预计公司未来销售增速可以持续超出行业增速。供给端，截至 2019 年上半年公司部分基地已经完成建设，惠州厂房已经全部转固，江苏厂房、大连厂房、福建厂房都已处于持续建设之中，其中江苏和大连厂房累计投入额已经分别达到预算的 70%和 50%左右。此外，在建工程中机器设备安装余额约 2.9 亿元。

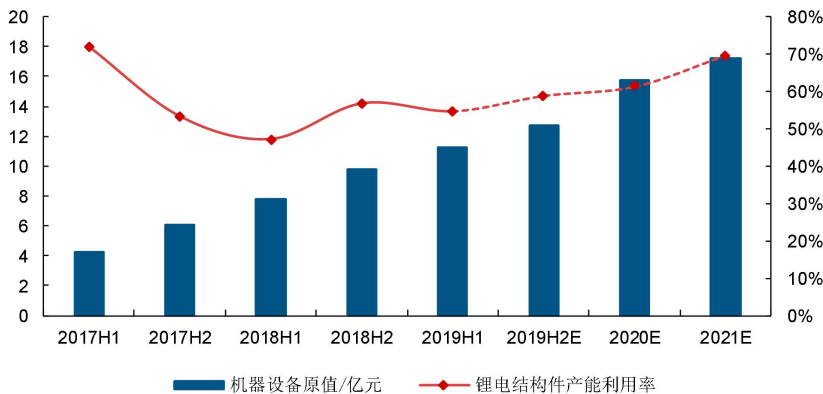
展望后续,考虑到当前江苏、大连厂房均还剩 0.7 亿元未转固(假设全部投资额等于此前预算额度),且福建一期拟投入总金额 2.5 亿元;同时假设三大基地在未来 2-3 年内全部落地达产;我们估算未来每年公司机器设备约增加 2-3 亿元,与此前几年年均投入水平大致相当。最终测算来看,我们预计未来几年公司在产能和需求同步释放背景下,产能利用率能够保持在目前较高的水平。

图 29: 公司惠州、江苏、大连厂房累计投入占预算比例



资料来源:公司公告,长江证券研究所 备注:惠州厂房 2018 年已经全部建成并转固

图 30: 估算公司未来产能利用率有望维持目前较高水平



资料来源:公司公告,长江证券研究所 备注:图中机器设备原值为剔除汽车结构件部分后的估算值

综上所述,考虑到动力锂电池产业仍处于高速发展阶段,随着行业需求的持续扩大以及公司市场龙头地位的巩固,公司整体产能利用率和自身议价能力有望维持;同时,下游动力锂电池环节集中度较高,CATL 锂电龙头地位难以撼动,预计其在产业链中的议价能力依旧较为强势。因此综合判断未来中长期公司盈利能力大概率趋于平稳。

跟随电动化浪潮,绑定龙头助力稳健高增长

基于公司目前的行业地位以及未来产能利用率推演，我们得出公司未来的增长主逻辑在于“量升利稳”，因此公司后续成长空间的关键即在于量的判断。

汽车电动化的长期趋势明确，1) 国内方面，双积分护航产业中期成长，而供给端内生性的推动因素正在强化，预计 2025 年国内新能源车产量将达到 759 万辆，年复合增速超过 30%，渗透率达到 20%-25%；2) 海外方面，车企巨头纯电动平台车型周期即将开启，未来两年行业的增速拐点有望兑现，当前海外渗透率低、市场化因素更强，有望保持超过 35%的复合增长，预计 2025 年海外新能源车销量超 1000 万辆，渗透率 15%-20%。

图 31：预计国内 2025 年新能源车产量 759 万辆，保持 30%复合增长

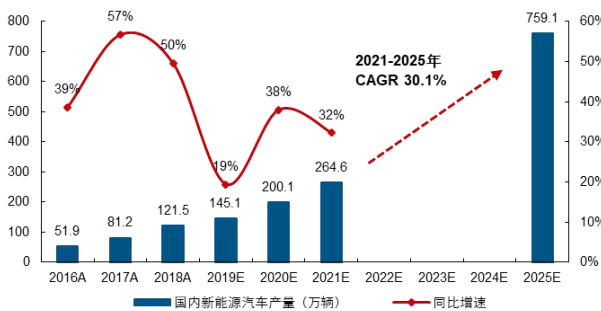
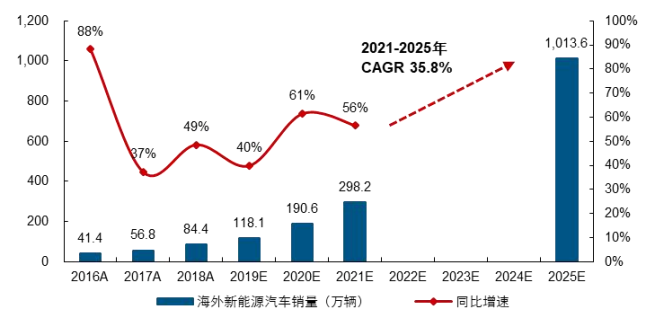


图 32：预计海外 2025 年新能源车销量 1014 万辆，复合增速超 35%

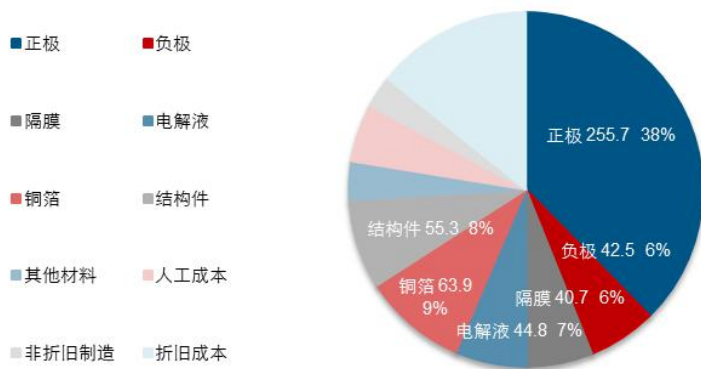


资料来源：合格证数据，长江证券研究所

资料来源：Marklines，长江证券研究所

结构件是锂电池重要的辅材，单 kWh 动力电池中，估算结构件的价值量大约在 50-55 元，占成本的 7%-8%，若按单辆 EV 乘用车 50kWh 的带电量计算，对应单车价值量在 2500 元左右。关于结构件市场空间的探讨，还涉及两方面的问题：1) 结构件主要应用于方形、圆柱等硬壳电池，软包则以铝塑膜作为封装材料，因而技术路线的判断影响结构件价值量；2) 提升单体容量是方形、圆柱电池提高能量密度的重要路径，单体容量提升将带来结构件度电价值量的摊薄。因而我们就电池封装路线与大电芯展开讨论。

图 33：三元电池成本结构（以 2019Q2 价格进行测算，元/kwh）



资料来源：GGII，长江证券研究所

市场空间：方形为主流之选，结构件空间广阔

方形、软包、圆柱三种电池封装路线各有优劣，圆柱电池早期凭借极高的产业化成熟度与对高镍材料更好的兼容性成为以特斯拉为代表的新能源车企主推方案，但伴随产业发展，其单体容量提升空间有限，安全性弱且控制难度大等短板也逐一体现。方形与软包从技术层面看互有优劣，容量性能方面软包单体能量密度更高，而方形成组效率更高；安全性能方面方形胜在更好的密封性与更多的安全组件，软包则可更好的避免电池组膨胀时发生爆炸；此外方形生产线相对成熟，效率更高、相对具备成本优势；软包则设计灵活，尤其在逆向改造的车型中占据优势。因而我们认为，从技术与产业化的层面看，伴随产业逐步走向成熟，方形、软包将成为主流的技术路线。

表 4：方形、软包、圆柱三种封装路线的优劣势对比

形状路线	方形	软包	圆柱
能量密度	优势： 成组效率高、电芯容量大 劣势： 单体能量密度低，高镍应用难度较大	优势： 单体能量密度高 劣势： 成组效率低，高镍应用难度较大	优势： 更易兼容高镍材料 劣势： 容量受限，远期能量密度提升空间小
成本	优势： 大电芯提升生产效率，生产线相对成熟	劣势： 制造成本相对较高（生产效率低）	优势： 技术、工艺最成熟，目前成本最低
安全性	优势： 密闭性最好，安全部件多 劣势： 膨胀可能爆炸，但可通过泄压等缓解	优势： 膨胀下不会爆炸 劣势： 密封性较差	劣势： 密封性较差，膨胀可能引发爆炸
其他		优势： 设计灵活	劣势： 单体容量小、数量多，对BMS要求高

资料来源：高工锂电，长江证券研究所

从电池厂的选择来看，宁德时代将方形作为主推路线，但同时具备软包的量产能力与技术储备；LG 化学在软包路线上积累较深，同时布局圆柱产能；三星 SDI 的产品主要为方形及圆柱；松下目前主要出货为圆柱产品，但未来将加大方形电池的投入。此外，国内比亚迪、国轩高科、欣旺达等企业以方形电池为主，孚能、亿纬锂能以及海外 SKI、AESC 等企业以软包为主；而圆柱路线国内还有比克、力神等企业选择。

表 5：动力电池企业不同封装技术路线的选取（不完全统计）

技术路线	方形	软包	圆柱
宁德时代	★★★★★	★★★	
比亚迪	★★★★★		
国轩高科	★★★★★		★★★
亿纬锂能	★★★	★★★★★	★★★
孚能科技		★★★★★	
欣旺达	★★★★★		
力神	★★★★★		★★★
比克			★★★★★
松下	★★★		★★★★★
LG化学		★★★★★	★★★

三星SDI	★★★★★	★★★
SKI	★★★★★	
AESC	★★★★★	

资料来源：合格证数据，Marklines，长江证券研究所 注：★★★★★代表公司主要发力方向，★★★代表公司有比较深的积累

从车企的选择来看，除特斯拉选择圆柱作为技术路线外，仅有捷豹路虎、戴姆勒、丰田等在部分车型上应用圆柱方案，除技术路线的选择外，与车企在 BMS 技术积累上弱于特斯拉也有一定关系。主流车企巨头在方形、软包方案上没有明显偏好，包括大众、戴姆勒、PSA、FCA 等在内的全球性车企集团在方形、软包方案上均有应用。

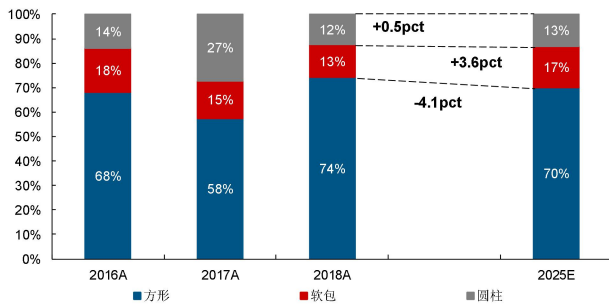
表 6：全球一线整车企业在动力电池形状路线上的选择（不完全统计）

技术路线	方形	软包	圆柱
特斯拉			★★★★★
大众	★★★★★	★★★★★	
宝马	★★★★★		
戴姆勒	★★★	★★★★★	★
丰田	★★★★★		★
本田	★★★★★	★	
现代起亚	★★★	★★★★★	
PSA	★★★	★★★★★	
FCA	★★★	★★★★★	
通用		★★★★★	
福特	★★★	★★★★★	

资料来源：合格证数据，Marklines，B3，长江证券研究所 注：★★★★★代表公司主流选择方向，★★★代表有相当数量车型配套，★代表有个别车型配套

整体上看，我们认为车企对于方形、软包技术路线没有明显偏好，但动力电池巨头相对而言有自身所主推的技术路线，其份额变化影响形状路线的选择：1) 国内市场由宁德时代、比亚迪主导，方形占比超过 70%，远期来看考虑到特斯拉国产化、海外电池企业逐步实现国内配套，我们预计方形市场份额或有下降，预计到 2025 年方形电池装机占比在 70%左右。2) 海外目前由特斯拉-松下圆柱电池占据主导，在传统车企放量的背景下，预计软包、方形占比将快速提升，尤其是宁德时代实现海外供货将快速提升方形电池的海外渗透率。

图 34：国内动力电池形状路线份额变化及推演

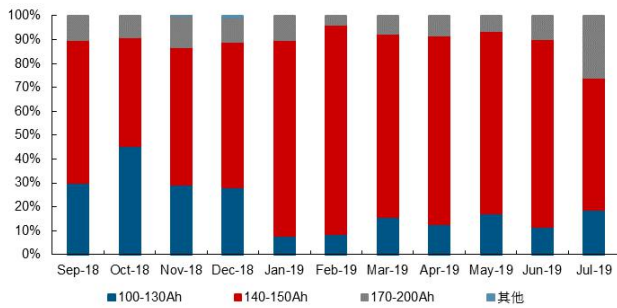


资料来源：高工锂电，电池中国，长江证券研究所

方形电池未来会向大电芯的方向发展，主要基于大电芯能够提升电池能量密度，同时降低人工、制造等成本；但电芯容量提升也会带来一定的弊端，包括增大侧面鼓胀的问题、散热性能变差等，因而预计方形电池大电芯化将是稳步推进的过程。

从方形电池企业的大电芯进展来看，宁德时代作为大电芯技术的领导者，进展最快，2018Q3 以来主流产品基本达到 150Ah 左右，2019 年 170-200Ah 的产品占比开始提升，根据宁德时代 2017 年的技术路线图，其还规划了接近 250Ah 的大电芯产品。整体上看，我们认为宁德时代大电芯趋势加速的时间点为 2018-2019 年，后续或回归稳定。

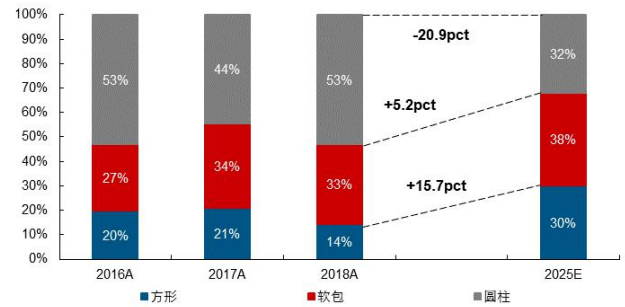
图 36：2019 年 9 月以来宁德时代电芯容量变化



资料来源：合格证数据，长江证券研究所

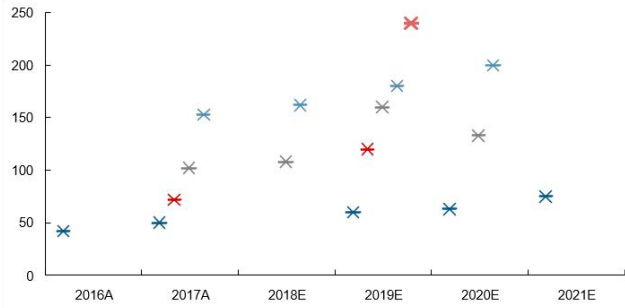
除宁德时代外，其余方形电池厂在大电芯方案的推进相对平稳，比亚迪产品逐步由 100-115Ah 左右向 130-135Ah 过渡；三星 SDI 目前以 94Ah 产品为主，西安新建产能将拓展 120Ah 产品线。整体上看，我们认为宁德时代逐步进入到稳定提升电芯容量的阶段，而比亚迪、三星 SDI 等方形其余将以平稳推进为主。

图 35：海外动力电池形状路线份额变化及推演



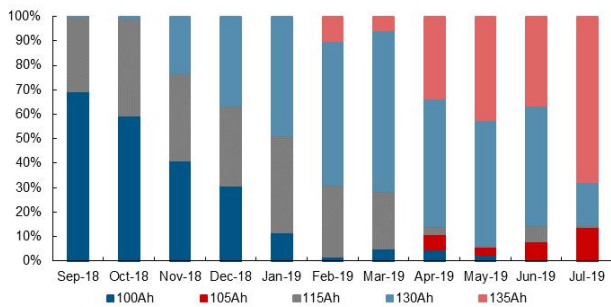
资料来源：B3，长江证券研究所

图 37：宁德时代 2017 年制定的 BEV 产品规划 (Ah)



资料来源：PUSHEVs，长江证券研究所

图 38：2019 年 9 月以来比亚迪电芯容量变化



资料来源：合格证数据，长江证券研究所

基于对于动力电池封装路线以及平均电池容量的判断，我们对国内外方形、圆柱结构件的市场空间进行测算，基本假设包括：

- 1) 电芯容量每提升一档（例如 70Ah-100Ah，100Ah-150Ah），度电价格下降 15-20%；
- 2) 单套结构件的价格 2018-2020 年保持每年 5%左右的年降幅度，2021 年起年降幅度收窄至 3%左右，海外价格高于国内；
- 3) 技术路线不发生重大变化，方形、圆柱平均单体容量稳步提升。

国内方面，预计 2019 年在宁德时代积极推进大电芯下，预计结构件度电价值量下降近 10%，后续平均容量稳步提升，度电均价保持每年稳定的小幅年降。同时近两年在宁德时代国内份额持续提升的背景下，方形结构件增速将超过行业整体，预计达到 30%以上；2021 年后尽管特斯拉放量（圆柱）、海外电池厂进入国内（LG 等软包），但预计方形结构件的市场空间增速仍将保持稳健增长。国内圆柱目前单体容量及能量密度较低，而后续国内放量的圆柱产品预计以配套特斯拉为主，平均单体容量将明显提升，带动圆柱结构件均价保持 7%-8%的年化降幅；但受益于特斯拉放量带来的圆柱市场增长，预计 2020-2021 年将出现高增长，此后保持接近行业的增速。

表 7：动力锂电池结构件国内市场空间测算

	年份	单位	2018A	2019E	2020E	2021E	2025E
整体情况	国内动力电池装机	GWh	56.2	72.9	102.2	135.4	397.3
	——方形占比	%	74%	84%	85%	82%	70%
	——圆柱占比	%	12%	7%	9%	11%	13%
方形需求及空间测算	国内方形装机	GWh	41.6	61.2	86.8	111.1	278.1
	平均Ah数	Ah	161	170	172	173	178
	平均价格	元/套	28.3	27.2	26.0	25.2	22.5
	度电均价	元/kwh	55.2	50.0	46.7	44.8	37.8
	——降幅/复合降幅	%		-9.5%	-6.7%	-4.1%	-4.1%
	国内方形结构件空间	亿元	23.0	30.6	40.5	49.7	105.1
	——增速/复合增速	%		33.1%	32.4%	22.7%	20.6%
圆柱需求及空间测算	国内圆柱装机	GWh	7.0	5.1	9.2	14.9	51.6
	平均Ah数	Ah	3.6	3.7	3.8	3.9	4.4
	平均价格	元/套	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6

图 39：三星 SDI 2018 年的产品规格情况



资料来源：inside EVs，长江证券研究所

	度电均价	元/kwh	60.1	55.5	51.4	47.5	34.3
	——降幅/复合降幅	%		-7.6%	-7.5%	-7.4%	-7.8%
	国内圆柱结构件空间	亿元	4.2	2.8	4.7	7.1	17.7
	——增速/复合增速	%		-32.7%	66.7%	50.0%	25.8%
	国内结构件市场空间	亿元	27.2	33.4	45.3	56.8	122.8
	——增速/复合增速	%		22.9%	35.3%	25.5%	21.3%

资料来源：合格证数据，Marklines，长江证券研究所

海外市场将是重要的增量市场，预计伴随宁德时代海外产能投放以及三星 SDI 的逐步放量，2021 年起海外方形电池市场将迎来爆发式增长，即使考虑大电芯带来的度电价格下降，预计方形结构件的市场空间也将保持 50% 以上的复合增长。圆柱方面预计整体跟随特斯拉放量，预计维持 20%-30% 的增速。

表 8：动力锂电池结构件海外市场空间测算

	年份	单位	2018A	2019E	2020E	2021E	2025E
整体情况	海外动力电池装机	GWh	31.5	46.9	70.5	105.0	500.6
	——方形占比	%	14%	12%	12%	16%	30%
	——圆柱占比	%	53%	60%	58%	55%	32%
方形需求及空间测算	海外方形装机	GWh	4.5	5.6	8.5	16.8	150.2
	平均Ah数	Ah	77	81	86	101	151
	平均价格	元/套	26.8	25.7	24.8	24.8	23.8
	度电均价	元/kwh	97.2	89.6	81.8	71.7	47.5
	——降幅/复合降幅	%		-7.8%	-8.7%	-12.4%	-9.8%
	海外方形结构件空间	亿元	4.4	5.0	6.9	12.0	71.4
	——增速/复合增速	%		14.8%	37.3%	74.1%	56.1%
圆柱需求及空间测算	海外圆柱装机	GWh	16.7	28.0	41.0	57.4	160.2
	平均Ah数	Ah	4.0	4.4	4.6	4.7	4.8
	平均价格	元/套	0.9	0.8	0.8	0.8	0.6
	度电均价	元/kwh	59.5	51.4	46.7	43.4	34.6
	——降幅/复合降幅	%		-13.6%	-9.1%	-7.0%	-5.5%
	海外圆柱结构件空间	亿元	9.9	14.4	19.1	24.9	55.4
	——增速/复合增速	%		44.9%	33.1%	30.2%	22.1%
海外结构件市场空间	亿元	14.3	19.4	26.0	36.9	126.8	
——增速/复合增速	%		35.7%	34.2%	41.8%	36.1%	

资料来源：合格证数据，Marklines，长江证券研究所

公司增长：国内稳中有进，海外贡献增量

对于方形/圆柱结构件的整体市场空间，我们判断如下：1) 国内近两年在宁德时代、比亚迪份额持续提升的背景下，方形将保持 30% 以上的增速，后续维持在 20% 以上的年化增长；圆柱结构件在特斯拉国产化带动下，将出现高增长，市场整体增速预计在 20% 以上；2) 海外伴随宁德时代、三星 SDI 放量，方形电池结构件将出现快速增长；松下圆柱电池增速预计维稳，海外整体增速将保持 30% 以上。

科达利作为动力锂电结构件行业的龙头，国内不断拓展优质客户，实现份额提升，同时借力国内电池龙头，分享海外市场的高成长，具体来看：

1、国内不仅拥有全球最大的新能源车市场，也具备最为完善的锂电产业链配套体系，因而海外电池龙头加速在国内的产能建设，其中：

1)三星规划在西安建设方形基地，已建成两期 37/94Ah 产线，预计产能 3.6GWh 左右，后续还将扩建 120Ah 产能，预计 2019 年产能达到 6GWh，三星西安二期整体 105 亿元，预计远期产能超过 20GWh；三星天津规划圆柱产线，预计 2018、2019 年产能分别达到 3、13GWh；三星国内基地，除计划未来配套国内车企外，也是重要的海外出口来源。2)松下大连基地为方形电池，2018 年已具备配套 20 万辆新能源车的能力，预计产能接近 5GWh，松下对大连基地扩张的态度明确，预计后续将达到 9GWh 左右。3) LG 化学在南京规划新增 32GWh 的产能建设，其中圆柱产能有望在 2019、2020 年达到 16、19GWh，除供应消费类圆柱电池外，也将实现动力类产品的供货。

图 40：海外动力电池厂在国内相关扩产情况（GWh）

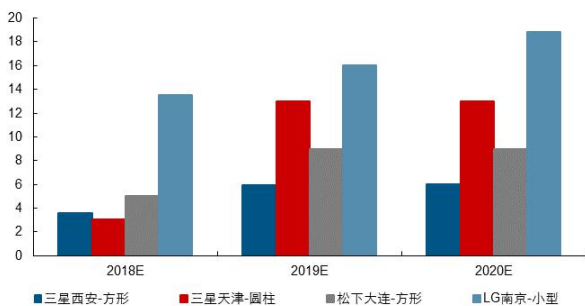
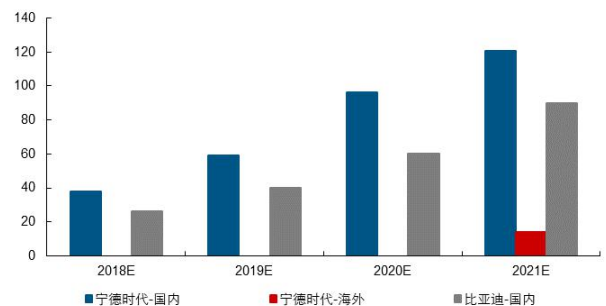


图 41：宁德时代、比亚迪国内外产能扩张情况（GWh）



资料来源：LG 官网，inside EVs，环评报告书，长江证券研究所 备注：图中 2018 年为估计值，LG 南京工厂小型圆柱电池同时用于动力与消费产品

资料来源：公司公告，GGII，长江证券研究所 备注：图中 2018 年为估计值

2、除海外客户借国内基地辐射全球外，国内动力电池企业也加速出海，带动其供应链分享海外市场的高增长，其中宁德时代已实现大众、戴姆勒、捷豹路虎、本田、沃尔沃、丰田等车企的定点，而在宁德时代之外，比亚迪、亿纬锂能、欣旺达、孚能、国轩高科等国内优质企业同样实现海外配套供货。

图 42：宁德时代海外客户开拓情况



资料来源：公司公告，宁德时代官方公众号，GGII，长江证券研究所

图 43: 国内其他电池企业海外客户开拓情况



资料来源：公司公告，孚能芯社区，第一电动，长江证券研究所

科达利已经实现国内外动力电池龙头的全面覆盖，国内包括宁德时代、比亚迪等龙头企业，以及欣旺达、亿纬锂能等行业新锐；海外覆盖松下、LG 化学、三星 SDI 的国内工厂。公司目前在宁德时代供应链中的份额较高，也充分印证了公司在龙头客户的竞争力，通过在惠州、福建、溧阳、大连等地的就近产能配套，公司市场份额有望进一步提升。

表 9: 科达利国内外客户进展

客户	具体客户
国内客户	CATL、比亚迪、亿纬锂能、中航锂电、力神、欣旺达、力信等
海外客户	松下（大连工厂）、LG化学（南京工厂）、三星SDI（西安工厂）等

资料来源：公司公告，长江证券研究所

整体上看，我们认为在国内结构件整体空间保持稳健增长，同时公司凭借本身的技术与成本竞争力，国内市场份额有望持续提升，预计在国内市场兑现每年 25%左右的稳健高速增长；同时借力海外电池龙头的国内产能以及国内优质企业加速出海，公司有望分享海外市场的高成长，带来业绩的增量贡献。

盈利预测

预计公司 2019、2020 年归属母公司股东净利润分别为 2.1、2.9 亿元，当前市值对应 PE 分别为 33、24 倍。维持买入评级。

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2000	2655	3555	4621
增长率(%)	38%	33%	34%	30%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	82	211	285	383
增长率(%)	-50%	157%	35%	34%
每股收益(元)	0.39	1.00	1.36	1.82
净资产收益率(%)	4%	8%	10%	12%

备注：表中每股收益为按最新股本摊薄的每股收益

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2000	2655	3555	4621	货币资金	210	2332	2905	3774
营业成本	1597	2023	2682	3466	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	404	632	873	1155	应收账款	1082	1425	1912	2484
%营业收入	20%	24%	25%	25%	存货	271	333	441	570
营业税金及附加	13	21	28	37	预付账款	6	16	21	28
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	209	211	214	219
销售费用	45	56	73	92	流动资产合计	1779	4317	5494	7075
%营业收入	2%	2%	2%	2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	86	122	164	213	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4%	5%	5%	5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	28	30	59	75	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1%	1%	2%	2%	固定资产合计	1253	1516	1659	1780
资产减值损失	48	33	37	44	无形资产	168	193	217	241
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	8	2	2	2	递延所得税资产	22	30	30	30
营业利润	100	263	363	499	其他非流动资产	316	269	269	269
%营业收入	5%	10%	10%	11%	资产总计	3538	6324	7668	9395
营业外收支	-2	0	0	0	短期贷款	200	2492	3159	4009
利润总额	97	263	363	499	应付款项	735	934	1237	1598
%营业收入	5%	10%	10%	11%	预收账款	0	3	4	5
所得税费用	17	53	73	100	应付职工薪酬	25	32	42	55
净利润	80	211	291	399	应交税费	100	138	181	237
归属于母公司所有者的净利润	82	211	285	383	其他流动负债	78	109	138	183
少数股东损益	-2	0	6	16	流动负债合计	1139	3707	4761	6088
EPS (元/股)	0.39	1.00	1.36	1.82	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	26	34	34	34
					负债合计	1165	3741	4794	6121
					归属于母公司	2295	2506	2791	3174
					少数股东权益	77	77	83	99
					股东权益	2373	2583	2874	3273
					负债及股东权益	3538	6324	7668	9395
					基本指标				
					2018A	2019E	2020E	2021E	
					EPS	0.39	1.00	1.36	1.82
					BVPS	10.93	11.93	13.29	15.11
					PE	84.47	33.00	24.40	18.14
					PEG	—	0.21	0.69	0.53
					PB	3.03	2.77	2.49	2.19
					EV/EBITDA	25.84	15.62	11.80	9.09
					ROE	4%	8%	10%	12%

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准;新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准;香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者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,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解,本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与,不与,也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系,特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格,经营证券业务许可证编号:10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行,仅供长江证券股份有限公司(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。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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,本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告;本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表本公司或其他附属机构的立场;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。

本公司及作者在自身所知范围内,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。

本报告版权仅为本公司所有,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长江证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的,应当注明本报告的发布人和发布日期,提示使用证券研究报告的风险。未经授