

投资评级 **买入** 维持

## 物流车蓄势待发，四季度业绩超4倍增长

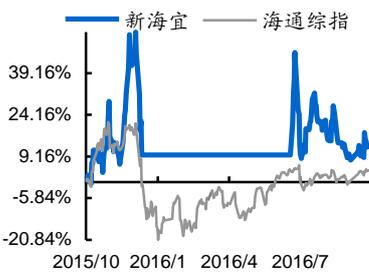
### 股票数据

6个月内目标价(元)	28.00
10月26日收盘价(元)	16.98
52周股价波动(元)	14.88-23.79
总股本/流通A股(百万股)	687/476
总市值/流通市值(百万元)	11671/8082

### 相关研究

《重启航，电动物流车+量子通信双轮驱动》2016.08.29  
 《东方“特斯拉”，迈向新未来》2016.07.18  
 《转型军工通讯+云计算，打开新成长空间》2015.05.18

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.7	-9.1	-11.2
相对涨幅(%)	-2.5	-10.6	-13.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:周旭辉

Tel:(021)23219406

Email:zxh9573@htsec.com

证书:S0850514060003

分析师:杨帅

Tel:(010)58067929

Email:ys8979@htsec.com

证书:S0850515060001

分析师:徐柏乔

Tel:(021)32319171

Email:xbq6583@htsec.com

证书:S0850513090008

联系人:曾彪

Tel:(021)23154148

Email:zb10242@htsec.com

### 投资要点:

- 事件。**10月27日，新海宜发布三季报，前三季度营收17.0亿，同比增长34.9%，归母净利润6378万，同比减少46%，其中计提资产减值损失1685万；公司预告全年净利润为1.65亿至2.07亿元，同比增长20%-50%，四季度单季净利润1.0亿-1.42亿，同比增长4.4-6.6倍，实现爆发式增长。
- 物流车政策蓄势待发，17年增速最快。**新的补贴政策及第四批目录蓄势待发，我们预计近半个月将会正式出台，物流车成拉动今明两年销量的主导车系，料想政策不会太差。17年因分布式充电桩等基础设施尚未普及，动力电池价格及性能尚未实现新能源汽车平价使用，我们预计主流乘用车仍将靠牌照驱动，预计增速20%-30%左右；而新能源公交车天花板相对明显，预计增速在10%以内，物流车细分领域增速最快，预计将实现翻倍以上增长，景气度最高。
- 陕西通家开启百日会战。**电动物流车已开始批量生产，天劲股份发布公告称11月份已获陕西通家1300台动力电池订单，我们预计今年销量仍将在1.5万辆左右，将带动整体业绩的快速增长，同时公司新能源SUV即将推向市场；17年新能源汽车补贴政策稳定，电动物流车可实现全年销售，预计销量超4万辆；按照目前公司在研产品，我们预计17年公司推出电动乘用车、箱式运输车车型；预计2020年产销将达到10万辆以上，收入超200亿元。新能源汽车产业链中整车受益于牌照、目录、成熟车型及渠道护城河最强，具备长期投资价值。后续其他车型布局将进一步提升市值空间。
- 传统主业景气度提升。**传统主业专网通信量子加密订单爆发式增长，上半年公司专网通信业务营收9.5亿，同比增长1.78倍，为营收增长主要来源。LED3季度开始全行业价格大幅上调，我们预计将实现扭亏为盈；另外公司持有氟特电池近13%股权，根据氟特电池公告其1000吨双氟磺酰亚胺锂（新型锂盐）已完成中试，年底即将投产，亦将带来一定的利润增量。
- 新能源整车利润带来巨大业绩弹性。**通家电动物流成本12.5万/辆，其中电池37Kwh，按照目前2000元/kwh的价格，预计成本在7.5万左右；配套电机电控合计采购成本1.3万/套，车身等建设3.5万/套；在零售价4万/辆、国家补贴1800元/kwh的补贴标准的情况下，地补比例在1:0.3即可实现盈亏平衡，1:0.6即可实现单车2万的净利，具备较强的规模优势。同时17年动力电池大规模投产，需求缓慢增长，电池供需反转，将成为买方市场，整车可通过压低电池等价格转移补贴下调压力，单车利润有保障，今明两年销量预期2万辆、4万辆的情况下业绩弹性明显。
- 盈利预测与评级。**预计公司2016-2018年EPS分别为0.29元、0.80元、1.17元，对应10月26日收盘价16.98元/股的PE分别为59.46、21.29、14.55倍；鉴于新海宜新能源汽车全产业链战略布局，拥有极佳的整车资产，未来三年业绩复合增速80%以上，结合同行业可比公司估值水平，给予2017年35倍PE估值，对应目标价28.00元，维持“买入”评级。
- 风险提示。**新能源政策不及预期，公司销量不及预期。

表 1 可比上市公司估值对比

代码	公司	Last price (元)	总市值 (亿元)	EPS(元)			PE (x)		
		10月26日	10月26日	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
300014.SZ	亿纬锂能	35.21	150.43	0.354	0.641	1.121	99.42	54.90	31.41
300068.SZ	南都电源	21.65	169.79	0.259	0.450	0.654	83.52	48.07	33.09
002407.SZ	多氟多	27.80	248.12	0.417	0.519	0.675	66.63	53.59	41.16
000559.SZ	万向钱潮	15.22	349.19	0.340	0.392	0.452	44.79	38.83	33.69
行业平均							83.19	52.19	35.22
002089.SZ	新海宜	16.98	116.71	0.20	0.29	0.80	84.67	59.46	21.29

资料来源: 除新海宜外, 其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期, 海通证券研究所

表 2 新海宜损益表预测(百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	823.43	1142.27	1741.98	2292.75	3645.70	4620.47
同比增长率	0.78%	38.72%	52.50%	31.62%	59.01%	26.74%
营业成本	571.23	794.00	1293.83	1646.95	2320.83	2807.52
毛利率	30.63%	30.49%	25.73%	28.17%	36.34%	39.24%
营业税金及附加	5.45	6.42	5.75	16.39	25.52	15.94
销售费用	44.71	40.08	29.45	68.78	109.37	138.61
销售费用率	5.43%	3.51%	1.69%	3.00%	3.00%	3.00%
管理费用	160.36	162.49	159.14	252.20	373.87	489.31
管理费用率	19.47%	14.23%	9.14%	11.00%	10.26%	10.59%
财务费用	30.97	48.63	93.50	69.00	68.00	77.00
财务费用率	3.76%	4.26%	5.37%	3.01%	1.87%	1.67%
期间费用	236.04	251.20	282.08	389.99	551.24	704.92
期间费用率	28.67%	21.99%	16.19%	17.01%	15.12%	15.26%
资产减值损失	10.90	19.63	28.00	20.00	20.00	20.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	25.00	20.12	21.59	10.00	15.00	15.00
营业利润	24.81	91.14	153.92	229.42	743.11	1087.09
EBIT	41.68	139.28	253.82	308.42	816.11	1169.09
增长率	-64.75%	234.18%	82.24%	21.51%	132.47%	43.25%
EBIT margin	5.06%	12.19%	14.57%	13.45%	22.39%	25.30%
营业外收入	80.36	73.38	32.75	20.00	22.00	25.00
营业外支出	5.85	0.79	0.42	15.00	15.00	15.00
利润总额	99.33	163.72	186.25	234.42	750.11	1097.09
增长率	-26.92%	64.83%	13.76%	25.86%	170.74%	46.26%
所得税	12.82	16.75	28.14	35.16	112.52	164.56
所得税率	12.91%	10.23%	15.11%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	86.51	146.98	158.11	199.26	637.60	932.52
少数股东损益	1.15	12.83	20.27	2.99	9.56	13.99
归属于母公司所有者净利润	85.35	134.14	137.84	196.27	628.03	918.53
增长率	-22.53%	57.16%	2.76%	42.38%	170.74%	46.26%
总股本(百万股)	442.57	572.78	687.33	687.33	787.33	787.33
基本 EPS(元)	0.19	0.23	0.20	0.29	0.80	1.17

资料来源: 公司年报, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	利润表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标(元)</b>					<b>营业总收入</b>	1741.98	2292.75	3645.70	4620.47
每股收益	0.20	0.29	0.80	1.17	营业成本	1293.83	1646.95	2320.83	2807.52
每股净资产	2.74	3.00	6.59	7.60	毛利率%	25.73%	28.17%	36.34%	39.24%
每股经营现金流	0.66	-0.07	0.04	0.79	营业税金及附加	5.75	16.39	25.52	15.94
每股股利	0.119	0.084	0.228	0.334	营业税金率%	0.33%	0.72%	0.70%	0.35%
<b>价值评估(倍)</b>					营业费用	29.45	68.78	109.37	138.61
P/E	84.67	59.46	21.29	14.55	营业费用率%	1.69%	3.00%	3.00%	3.00%
P/B	6.19	5.74	2.59	2.25	管理费用	159.14	252.20	373.87	489.31
P/S	6.70	5.09	3.20	2.53	管理费用率%	9.14%	11.00%	10.26%	10.59%
EV/EBITDA	37.53	29.96	15.44	11.01	EBIT	253.82	308.42	816.11	1169.09
股息率(%)	0.70%	0.42%	1.35%	1.97%	财务费用	93.50	69.00	68.00	77.00
<b>盈利能力指标(%)</b>					财务费用率%	5.37%	3.01%	1.87%	1.67%
毛利率	25.73%	28.17%	36.34%	39.24%	资产减值损失	28.00	20.00	20.00	20.00
净利润率	7.91%	10.12%	17.23%	19.88%	投资收益	21.59	10.00	15.00	15.00
净资产收益率	7.31%	11.26%	13.86%	17.59%	<b>营业利润</b>	153.92	229.42	743.11	1087.09
资产回报率	2.82%	4.25%	7.14%	9.54%	营业外收支	32.34	5.00	7.00	10.00
投资回报率	7.08%	8.90%	18.60%	22.76%	<b>利润总额</b>	186.25	234.42	750.11	1097.09
<b>盈利增长(%)</b>					EBITDA	349.25	420.89	948.13	1315.58
营业收入增长率	52.50%	31.62%	59.01%	26.74%	所得税	28.14	35.16	112.52	164.56
EBIT增长率	82.24%	38.31%	132.47%	43.25%	有效所得税率%	15.11%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润增长率	2.76%	68.29%	170.74%	46.26%	少数股东损益	20.27	2.99	9.56	13.99
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	137.84	196.27	628.03	918.53
资产负债率	59.0%	40.5%	34.9%	34.1%	<b>扣除非经常性损益净利润</b>	137.84	196.27	628.03	918.53
流动比率	1.04	1.31	1.39	1.63	<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
速动比率	0.92	1.17	1.26	1.48	货币资金	615.19	200.00	200.00	200.00
现金比率	0.24	0.11	0.07	0.07	应收款项	562.96	628.15	998.82	1265.88
<b>经营效率指标(%)</b>					存货	288.92	256.79	365.85	441.90
应收帐款周转天数	116.34	98.63	98.63	98.63	其它流动资产	1187.52	1376.71	2188.48	2773.34
存货周转天数	80.39	56.13	56.75	56.66	流动资产合计	2654.58	2461.64	3753.14	4681.12
总资产周转率	35.7%	42.0%	41.5%	48.0%	长期股权投资	124.83	924.83	2924.83	2924.83
固定资产周转率	2.16	2.36	3.25	3.91	固定资产	806.59	970.17	1121.03	1182.30
					在建工程	523.94	337.33	244.16	107.02
					无形资产	224.77	213.53	202.29	191.05
					非流动资产合计	2225.41	2991.14	5037.60	4950.49
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>资产总计</b>	<b>4879.99</b>	<b>5452.78</b>	<b>8790.74</b>	<b>9631.60</b>
净利润	137.84	231.97	628.03	918.53	短期借款	1194.39	694.39	970.99	770.99
折旧摊销	95.43	112.47	132.02	146.49	应付账款	640.35	641.97	914.62	1104.74
营运资金变动	-19.28	-413.11	-756.82	-555.03	预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>456.55</b>	<b>-46.02</b>	<b>30.40</b>	<b>540.49</b>	其它流动负债	723.05	548.76	809.27	991.47
固定资产投资	409.37	80.00	200.00	80.00	流动负债合计	2557.79	1885.12	2694.88	2867.20
无形资产投资	-5.07	-11.24	-11.24	-11.24	长期借款	312.31	312.31	362.31	412.31
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	其它长期负债	8.83	8.83	8.83	8.83
<b>投资活动现金流</b>	<b>-670.77</b>	<b>-880.00</b>	<b>-2200.00</b>	<b>-80.00</b>	非流动负债合计	321.14	321.14	371.14	421.14
债务变化	546.54	-450.00	326.60	-200.00	<b>负债总计</b>	<b>2878.93</b>	<b>2206.26</b>	<b>3066.02</b>	<b>3288.34</b>
股票发行	0.00	0.00	2000.00	0.00	实收资本	687.33	687.33	787.33	787.33
<b>融资活动现金流</b>	<b>564.19</b>	<b>-557.99</b>	<b>2169.60</b>	<b>-379.63</b>	普通股股东权益	1886.58	2060.56	4531.58	5220.48
现金净流量	344.72	-1484.02	0.00	80.85	少数股东权益	114.48	117.13	124.31	134.80
公司自由现金流	220.96	34.13	154.41	662.05	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>4879.99</b>	<b>5452.78</b>	<b>8790.74</b>	<b>9631.60</b>
股权自由现金流	238.37	106.35	320.86	789.96					

备注:表中计算估值指标的收盘价日期为10月26日

资料来源:公司年报(2015年),海通证券研究所

## 信息披露 分析师声明

周旭辉 电力设备及新能源行业  
杨帅 电力设备及新能源行业  
徐柏乔 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：多氟多,彩虹精化,科陆电子,赢合科技,圣阳股份,江苏神通,南都电源,中恒电气,新海宜,阳光电源,国轩高科,宝馨科技,数源科技,东方能源,道氏技术,九洲电气,欣旺达,林洋电子,通裕重工,高澜股份,南风股份,胜利精密,威能电源,先导智能,力帆股份,首航节能,智光电气,亚星客车,中通客车,杉杉股份,隆基股份,骆驼股份,先导股份,群兴玩具

## 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。