老业务搭台稳步扩张，新业务唱戏颇具潜力

——骆驼股份（601311）深度报告

2016 年 10 月 24 日

强烈推荐/维持

骆驼股份 | 深度报告

杨若木
010-66554032 yangrm@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480510120014
孙浩然
010-66554045 sunhr@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480116070027

报告摘要：

我们看好公司基于两点原因：一是传统起动电池业务量价齐升，业绩拐点确认；二是新兴业务蓄势待发，形成新利润增长点。

一、传统起动电池业务产能稳步扩张，产品多次提价，业绩迎来拐点。

- **产能端，公司现有产能铅酸蓄电池产能 2450 万 KVAH，市场占有率 26%，预计 2017 年同比增长近 20%。**至 2020 年，公司在国内将完成西南、东北、西北的战略布局，在海外实现对外出口到对外投资的转变，届时公司产能相比 2016 年产能翻番，市场占有率达到 40%。
- **价格端，九月末十月初产品两次提价 5%，四季度毛利率有望继续保持 24%高位**，盈利能力明显增强。

二、两大新兴业务蓄势待发，形成新的利润增长点。

- **启停电池前景广阔。**公司已拥有 600 万 KVAH 启停电池生产线，其中 100 万 KVAH 启停电池已投入生产。**相比于传统的起动电池，启停电池毛利率超过 30%，价格超过传统起动电池的 1.5 倍。**每 100 万 KVAH 启停电池将新增营业收入 5 个亿，新增毛利 1.5 亿。公司开发的 EFB、AGM 启停电池已与多家主机厂签订了定点开发协议，与多家主流车企实现了配套，未来增长可期。
- 融资租赁极具爆发性，拉动新能源业务大幅增长。**2016 年融资租赁投放车辆预计 1600 辆，2017 年预计将投放 1.5 万辆-2 万辆，同比增近 10 倍。**融资租赁业务的爆发增长，2017 年预计增加利息收入 0.8 亿元，融资租赁投放的车辆装配公司的锂电池和电机电控，带动三电业务的销售，以 7.7 亿 WH 锂电池产量计算，将贡献营业收入 17 个亿，毛利 5 个亿。

盈利预测与估值：公司未来三年 EPS 预计为 0.61 元、0.99 元、1.11 元，净利润增速-14.32%，61.13%、11.23%。可比公司平均市盈率为 37，公司目标价 22.8 元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：融资租赁业务低于预期；新能源政策不确定；铅价大幅波动等

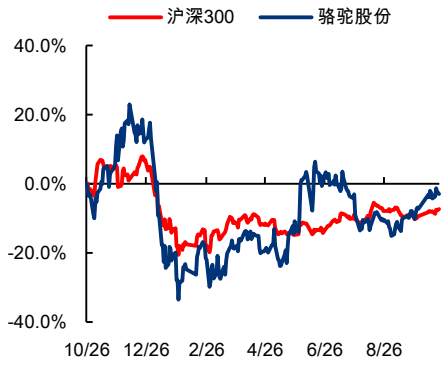
指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万	5,167.19	5,376.98	6,754.39	8,599.96	10,942.7
增长率（%）	11.85%	4.06%	25.62%	27.32%	27.24%
净利润（百万元）	686.64	615.93	527.75	850.36	945.81
增长率（%）	28.99%	-10.30%	-14.32%	61.13%	11.23%
净资产收益率	16.69%	13.44%	10.66%	15.40%	15.30%
每股收益(元)	0.79	0.72	0.61	0.99	1.11
PE	21.03	23.07	27.06	16.71	15.01
PB	3.52	3.12	2.88	2.57	2.30

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	18.51-18.56
总市值（亿元）	157.04
流通市值（亿元）	157.04
总股本/流通 A 股（万股）	84840/84840
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.62

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《骆驼股份（601311）：传统业务拐点显现，新兴业务蓄势待发》2016-10-24

2、《骆驼股份（601311）：毛利率仍可持续提升》2014-04-03

3、《骆驼股份（601311）：起动电池、启停电池和动力锂电池拉动持续成长》2014-02-27

4、《骆驼股份（601311）调研简报：汽车后市场保障持续增长，储能、动力电池市场提供新舞台》2012-05-25

目　录

1. 骆驼股份 2017 年业绩将爆发式增长 5
2. 传统业务量价齐升，公司业绩形成拐点 6
1.1 公司受益于行业景气度与市场集中度提升 6
1.1.1 汽车起动电池需求持续上升 6
1.1.2 公司产能稳步扩张，稳居铅酸蓄电池龙头 7
1.2 起动电池毛利率维持高位 9
1.3 废铅回收降低公司成本，创造新利润增长点 11
2. 启停电池前景广阔 12
2.1 节能减排带动启停电池业务发展 12
2.2 启停电池行业壁垒高，售后市场潜力大 14
2.3 启停电池前景广阔，公司业绩将显著提升 14
3. 新能源业务极具爆发力 15
3.1 2017 年新能源汽车融资租赁爆发增长 15
3.2 融资租赁业务爆发带动三电业务订单饱满 17
4. 盈利预测及估值 17
5. 风险提示 18

表格目录

表 1:公司近两年积极发展海外市场 9
表 2:公司回收铅盈利估算 12
表 3:EFB 电池与 AGM 电池对比 14
表 4:骆驼租赁在新能源汽车领域进展 15
表 5:可比公司估值 18
表 6：公司盈利预测表 19

插图目录

图 1:骆驼股份 2015-2017 年营业收入及预测（百万） 6
图 2:骆驼股份 2015-2017 年毛利及其预测（百万） 6
图 3:汽车起动电池需求量景气度上升 6
图 4:骆驼股份产能稳步扩张 7
图 5:骆驼股份 2014、2015 年海外业务快速增长（单位：万元） 8
图 6:骆驼股份海外业务收入占比不断提升（单位：%） 8
图 7:公司铅酸电池产能规划（单位：KVAH） 9

图 8:公司汽车起动电池毛利率%..... 10
图 9:长江有色铅价格（单位：元/吨）..... 10
图 10:长江有色铅价同比与骆驼股份起动电池毛利率对比图..... 11
图 11:行业平均燃料消耗量实际值及工信部设定的燃料消耗量达标值（单位：L/百公里）..... 12
图 12:2020 年新车启停电池渗透率将达 70%..... 13
图 13:启停系统对启停电池的要求..... 14
图 14:湖北骆驼融资租赁公司的五大优势..... 16
图 15:融资租赁拉动“三电”销售..... 17

1. 骆驼股份 2017 年业绩将爆发式增长

市场对公司的观点：

- 1、2016 年公司铅酸蓄电池产能投放减缓，使得公司半年报公司营业收入同比增 5.68%，与此同时 2016 年国家对铅蓄电池征收 4%的消费税，致使公司半年报净利润同比下滑 19.91%。市场当前无法判断骆驼股份业绩拐点。
- 2、公司启停业务上量不及市场预期。
- 3、2016 年新能源汽车行业产销量不及预期，物流车补贴目录迟迟不发放，资本市场对新能源汽车行业增速不甚乐观。而公司布局新能源汽车产业链较晚，新建锂电池产能、电机电控业务的盈利能力有所担忧。

与市场上观点不同，我们判断骆驼股份 2017 年业绩将爆发式增长，原因在于：

1、传统起动电池价格两次提价 5%，产能进一步扩张，公司业绩面临拐点。

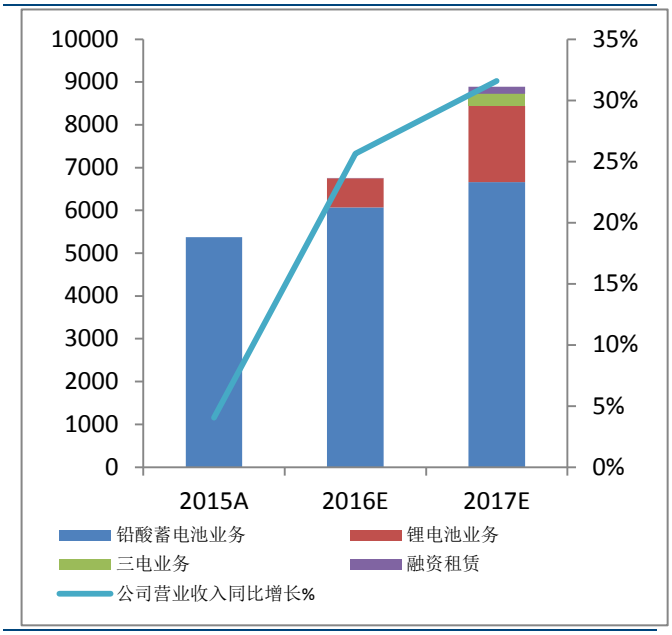
- 一方面在**价格端**，2016 年 9 月底 10 月初公司产品两次提价 5%，传统业务毛利有望维持 24%高位。另一方面**产能持续扩张**，公司 2017 年的起动电池产能将达到 3000 万 KVAH，同比增 22.45%。在保持价格上升的基础上，公司产能持续扩张，第四季度业绩将形成拐点，同时 2017 年业绩可期。
- **至 2020 年，公司将形成 4770 万 KVAH 蓄电池产能，相比 2016 年同比增近一倍，市场占有率达 40%。**公司当前拥有华中、华南、华东四个铅酸蓄电池生产基地，铅酸蓄电池产能达 2450 万 KVAH，汽车铅酸蓄电池市场占有率达 26%。2016 年上半年公司汽车起动电池业务实现营业收入 23.88 亿元，占营业收入比重达 96.35%。未来五年，公司将坚持内涵式扩张和外延式扩张并举，在国内西北（新疆）、东北（长春）、西南（重庆）投建生产基地，完成国内战略布局；在国外，公司将沿“一带一路”适时布局产能。

2、公司新兴业务蓄势待发，形成新的利润增长点。

- 公司当前拥有 600 万 KVAH 启停电池产能，当前有 100 万 KVAH 产能已投入生产。启停电池毛利达到 30%，价格较起动电池高 1.5 倍。**新增 100 万 KVAH 启停电池产能将带来营业收入 5 个亿，毛利 1.5 个亿。**公司已向大众、福特、郑州日产、长安、吉利、东风实现配套。2017 年启停电池产能释放，业绩提升可期。
- **融资租赁业务极具爆发力，带动三电产销放量增长。**受新能源汽车政策不确定影响，公司 2016 年融资租赁新能源汽车数量不及预期，预计 1600 辆。但是 2017 年融资租赁公司拟租赁投放车辆 1.5 万辆至 2 万辆，同比增 10 倍，原因在于：2017 年新能源物流车车型进入补贴名单，新能源物流车市场将爆发增长；公司在北京、上海、武汉核心城市提前布局，多项融资租赁框架协议的签署，将带动融资租赁车辆的快速放量，而这些车辆均装配有骆驼锂电池、电机电控。融资租赁业务爆发式增长将带动三电业务放量增长。以 1.5 万辆租赁车辆进行计算，将实现融资租赁毛利 0.8

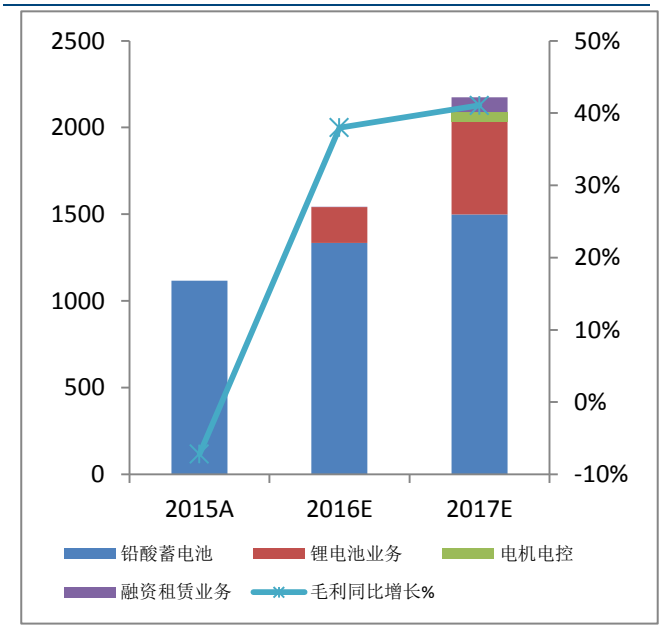
个亿，锂电池毛利 5 个亿，极大增厚公司业绩。

图 1:骆驼股份 2015-2017 年营业收入及预测（百万）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2:骆驼股份 2015-2017 年毛利及其预测（百万）



资料来源：wind、东兴证券研究所

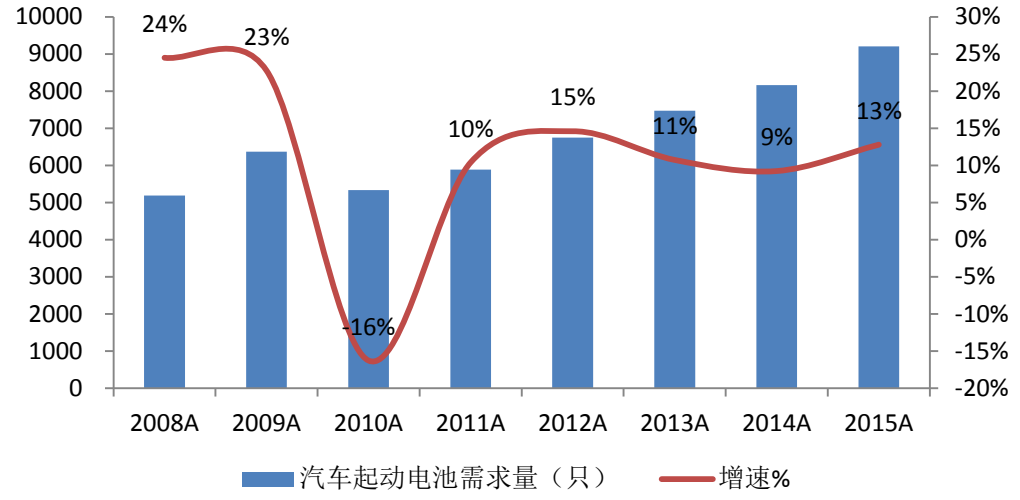
2. 传统业务量价齐升，公司业绩形成拐点

1.1 公司受益于行业景气度与市场集中度提升

1.1.1 汽车起动电池需求持续上升

受益于维修市场的更新需求以及 2016 年汽车销量增速的提升，汽车起动用铅酸电池增速将高于 2015 年，景气度上行。未来五年铅酸电池需求仍将保持 13%增速。

图 3:汽车起动电池需求量景气度上升



资料来源：根据公司招股说明书测算、东兴证券研究所

注：汽车起动电池需求量（只）=汽车配套市场+1/3 汽车维护市场

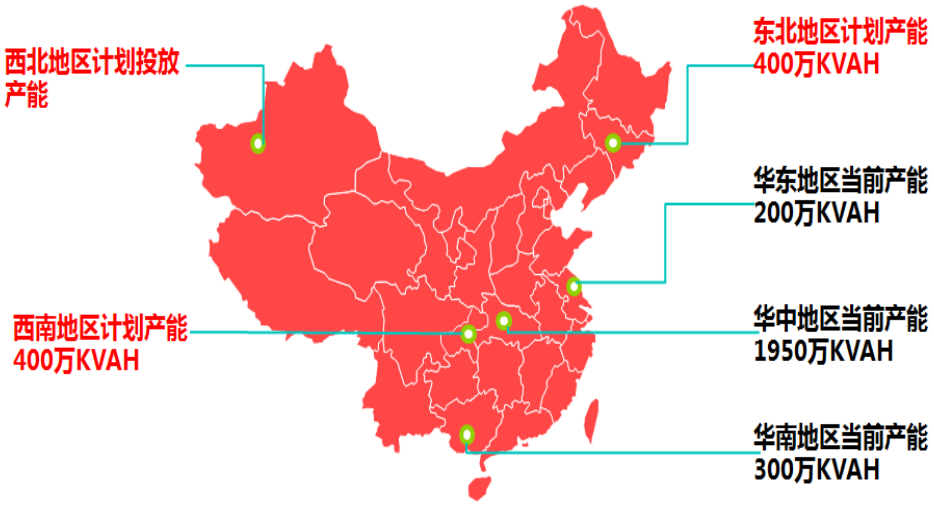
1.1.2 公司产能稳步扩张，稳居铅酸蓄电池龙头

2016 年，公司铅酸蓄电池生产能力已达 2450 万 KVAH，市场占有率达到 26%，稳居行业第一。公司当前拥有襄阳蓄电池有限公司、华中蓄电池有限公司、扬州阿波罗蓄电池有限公司、华南蓄电池有限公司四个生产基地，分别布局在华中、华东、华南地区。

公司未来将坚持内涵式扩张和外延式扩张并举。国内完成西南、东北、西北战略布局。

- 公司未来两年内将在重庆、长春分别投资 10 亿自建年产 400 万 KVAH 高性能密封汽车蓄电池项目。
- 通过收购，公司在新疆增资入股吐鲁番鼎鑫再生资源科技环保有限公司，持股 51%，并将另行新设一家开展蓄电池生产业务的公司，实现“立足新疆，辐射中亚”的目标，完善公司战略布局。

图 4:骆驼股份产能稳步扩张

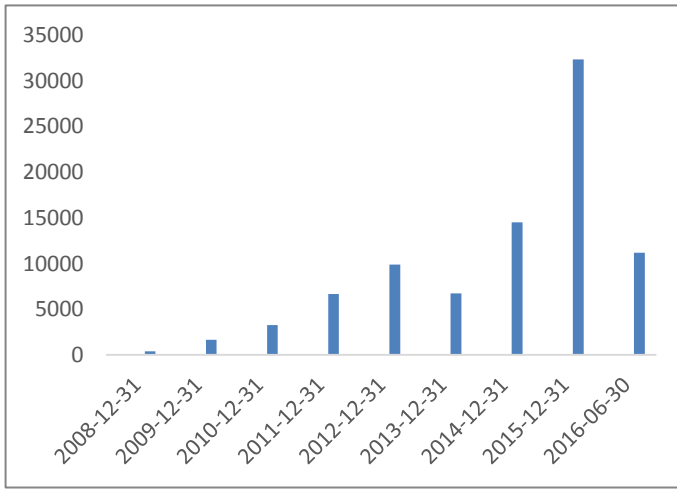


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

海外扩张打开市场空间，从对外出口到对外投资。

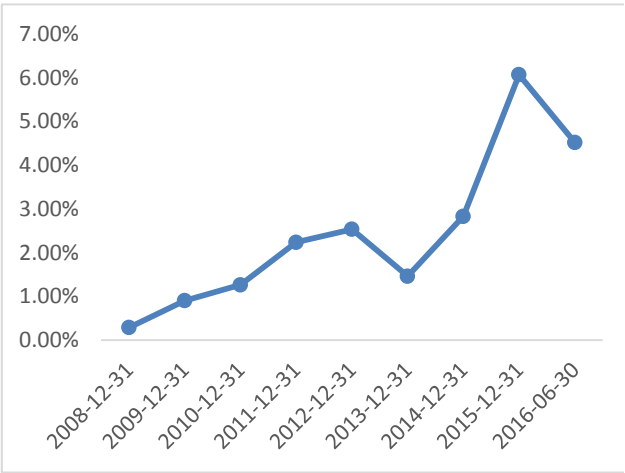
- 2014 年与 2015 年业绩靓丽，出口同比增长 116.1%与 122.7%，2015 年毛利率达到 28.8%，比国内毛利率高 7%，产品出口俄罗斯、澳大利亚等 40 多个国家，产品出口至欧洲、美洲、非洲、东南亚等国家和地区，旗下拥有“骆驼”、“华中”、“天鹅”、“DF”四大品牌，品牌影响力不断提升。
- 2016 年，公司随中国车企走出去，将沿“一带一路”沿线布局产能。公司 6 月发布公告，着眼于公司的长远发展，在乌兹别克斯坦形成蓄电池生产能力，拓展中亚及独联体区域业务。

图 5:骆驼股份 2014、2015 年海外业务快速增长（单位：万元）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 6:骆驼股份海外业务收入占比不断提升（单位：%）



资料来源：wind、东兴证券研究所

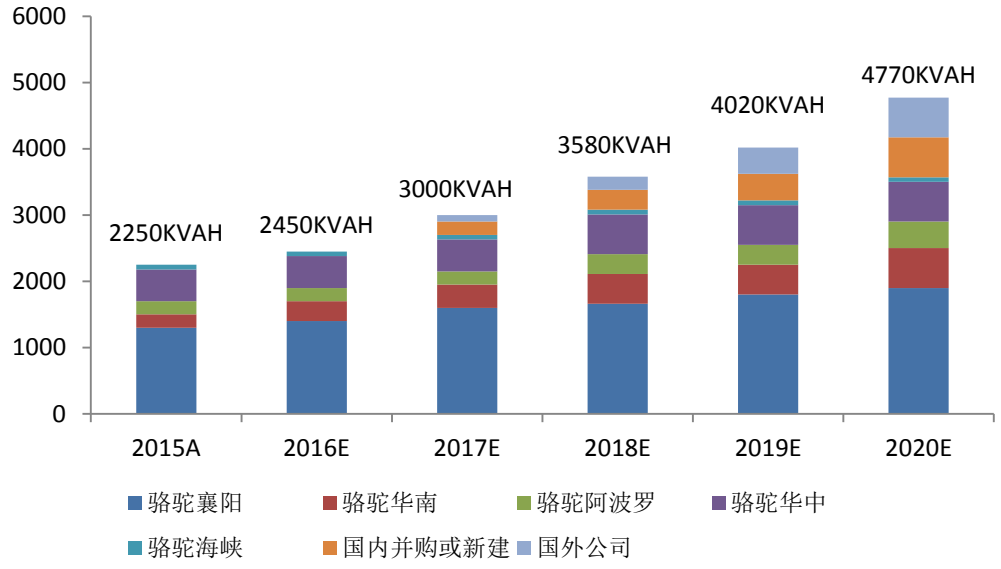
表 1:公司近两年积极发展海外市场

重要海外业务
2015 年 5 月，中标印度电信公司 BSNL 免维护阀控铅酸蓄电池项目，供给 30%的蓄电池采购量。
2015 年 8 月，骆驼香港与委内瑞拉签订价值 2.3 亿元的蓄电池销售合同，包括汽车起动用铅酸蓄电 25 个型号，共约 456210 只。
2015 年 9 月，骆驼新能源与加州锂电公司合作，引入高电压正极材料改进产品性能。
2016 年 6 月，骆驼股份拟收购乌兹别克汽车工业公司所持有的 SC Djizak Battery Plant（吉扎克蓄电池股份有限公司，以下简称“吉扎克蓄电池公司”或“目标公司”）不少于 51%的股份。该公司上一年度未经审计的营业收入为 37 亿美元，年产汽车 25 万辆，该公司上一年度未经审计的营业收入为 2800 万美元，年产蓄电池 60.4 万只。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

根据公司未来五年（2016-2020）发展战略规划，至 2020 年，公司预计将形成 4770 万 KVAH 产能，相比 2016 年产能翻番，其中国内 4170 万 KVAH，境外 600 万 KVAH，至 2020 年国内市场占有率达 40%，稳居行业龙头。

图 7:公司铅酸电池产能规划（单位：KVAH）

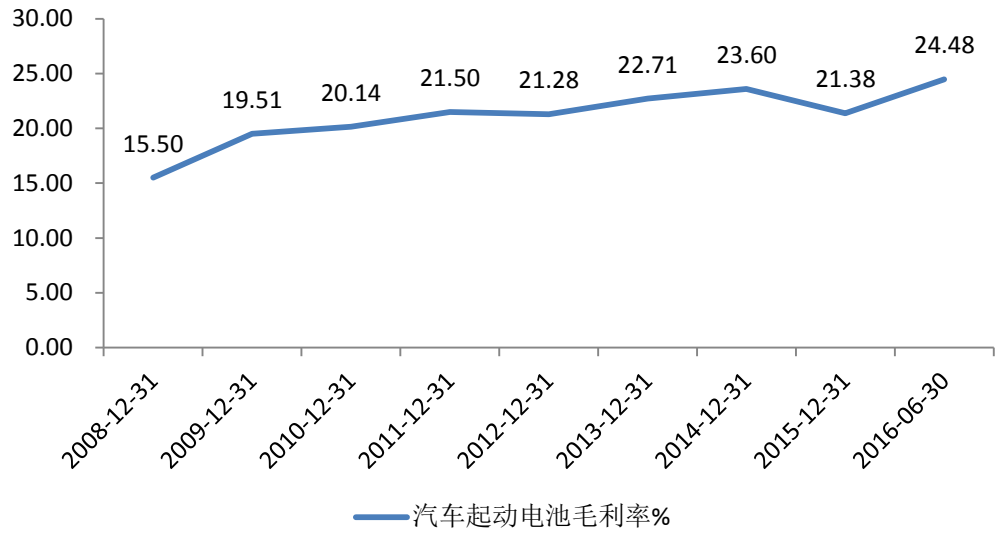


资料来源：未来五年（2016-2020）发展战略规划，东兴证券研究所

1.2 起动电池毛利率维持高位

2016 年上半年，公司调整产品结构，优化管理模式，加大成本管控，提质增效使起动电池毛利率达到 24.48%历史高位。

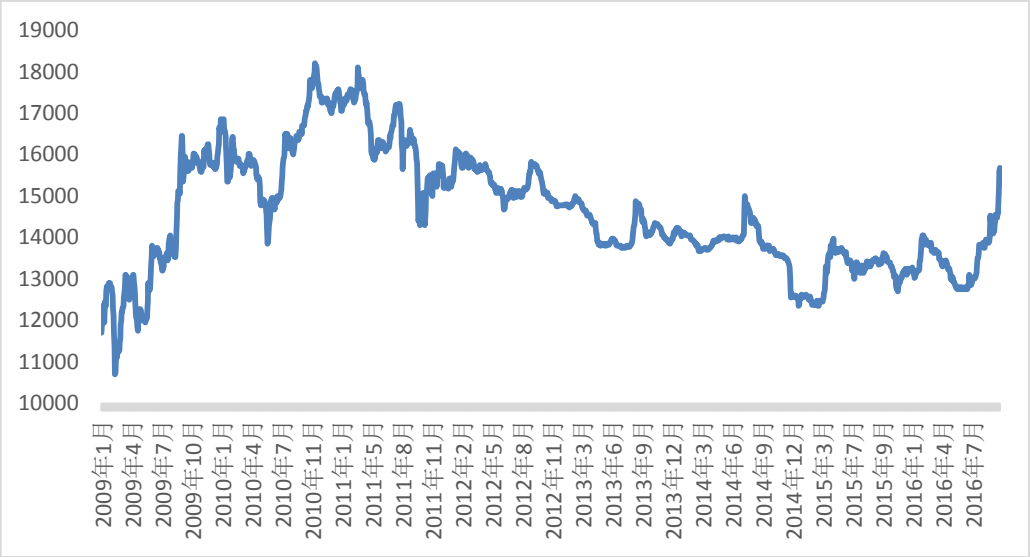
图 8:公司汽车起动电池毛利率%



资料来源：wind、东兴证券研究所

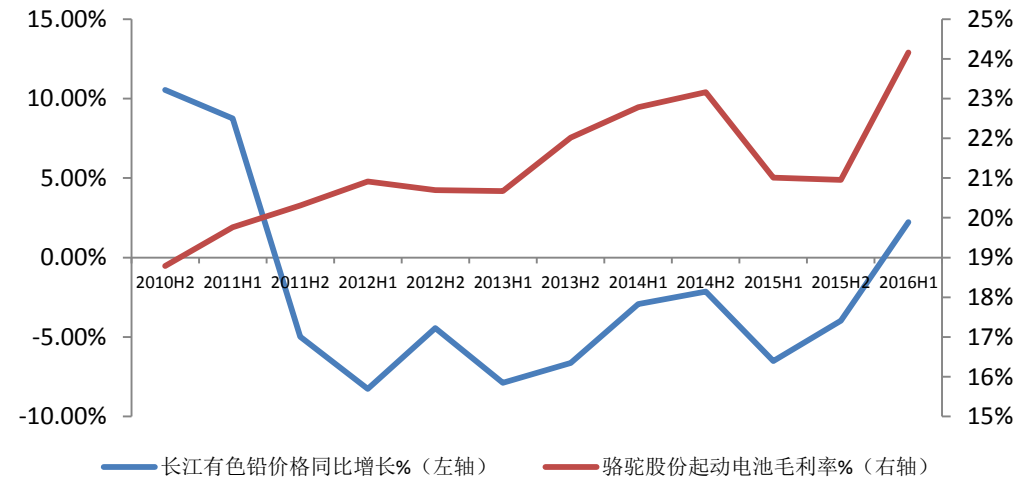
公司第四季度毛利率有望维持。2016 年 6 月以来铅价持续上行，当前价格已突破 15000 元/吨。公司建立了铅价联动机制，骆驼股份于 9 月底提价 5%，并于 10 月初再次小幅提价。根据图 10，2013 年以来铅价与公司毛利有高度相关性，当铅价上涨时，公司毛利率亦同幅度上行。预计 2016 年三季度，公司起动电池业务毛利率将继续上行，在保持产销稳步扩张的同时，公司净利同比增幅逐渐好转（2016 年上半年净利润同比降幅 19%），公司传统业绩拐点到来。

图 9:长江有色铅价格（单位：元/吨）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 10:长江有色铅价同比与骆驼股份起动电池毛利率对比图



资料来源：wind、东兴证券研究所

1.3 废铅回收降低公司成本，创造新利润增长点

公司拟在全国多点布局废旧铅酸蓄电池回收工厂，现有湖北楚凯冶金公司回收废铅10 万吨产能，未来三年内将在华中、西南、东北、西北、华南分别投产 15 万吨蓄电池回收项目，2019 年将形成 70 万吨废铅回收产能。

公司利用密布全国各地的成熟销售网络回收废旧铅酸蓄电池，实现蓄电池在自有渠道内的双向流动，形成生产--销售--回收--再生--生产再利用的循环经济模式。公司拟通

过对废旧电池回收产业链的整合，进一步降低生产成本，创造新的利润增长点，提升可持续发展能力。

表 2:公司回收铅盈利估算

名称	数值
铅回收产能（万吨）	15
产能释放（%）	100%
回收精铅比例（%）	60%
回收精铅（万吨）	9
当前铅销售价格（万元/吨）	1.5
当前废铅回收成本（万元/吨）	1.35
营业收入（百万）	135
营业成本（百万）	126.9
毛利（百万）	8.1
增值税返还 30%（百万）	5.88
毛利+增值税返还 30%（百万）	13.98

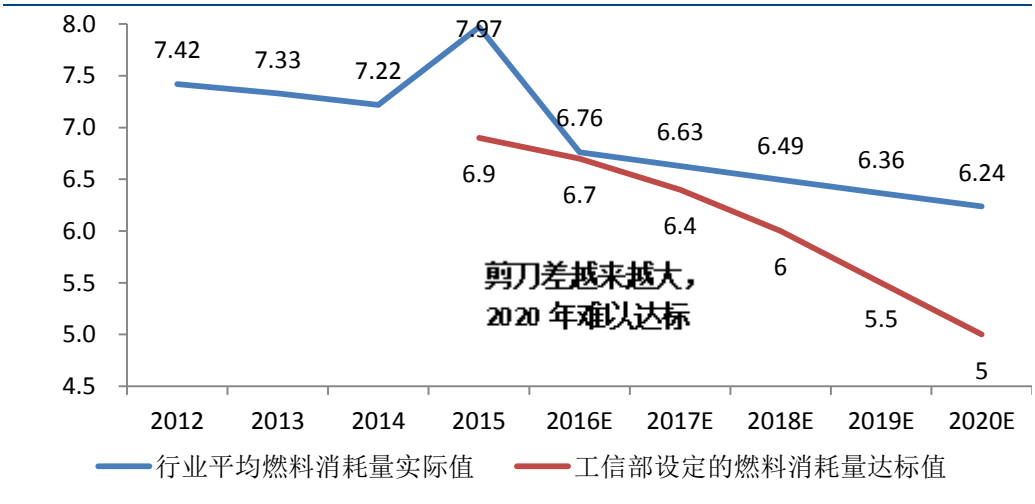
资料来源：东兴证券研究所

2. 启停电池前景广阔

2.1 节能减排带动启停电池业务发展

百公里油耗标准严苛，车企节能减排任重道远。2015 年我国乘用车平均燃油消耗量标准为 6.9L/百公里，而实际值为 7.97L/百公里，有 31 家车企未达标，占所有车企的 26.72%。假设未来五年我国乘用车平均燃料消耗量年复合降低 2%（考虑到过往 4 年的实际情况，此增速很难突破），2020 年预测百公里油耗消耗值为 6.24L/百公里，远高于国家规定的 5L/百公里标准值，届时大部分车企不能达标。

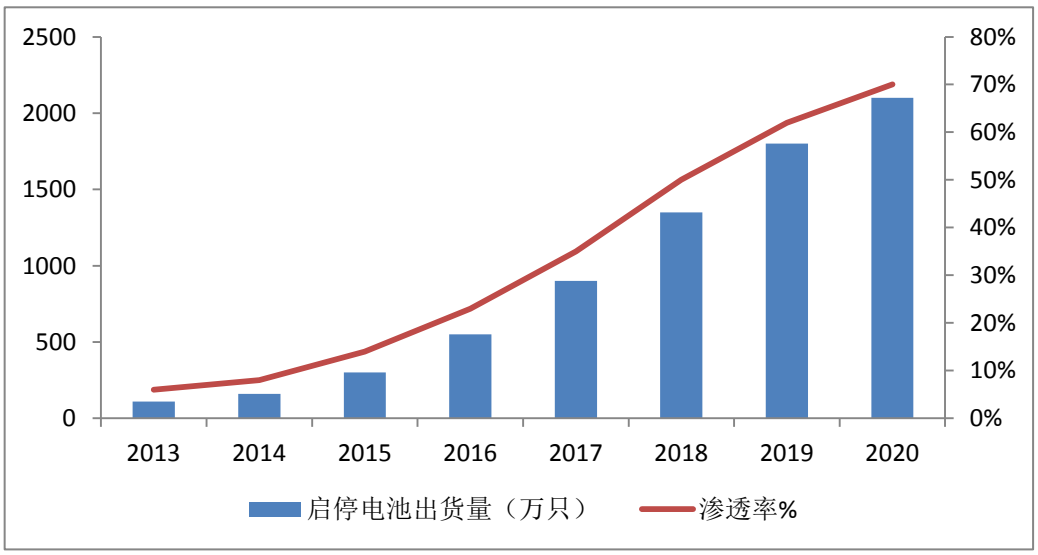
图 11:行业平均燃料消耗量实际值及工信部设定的燃料消耗量达标值（单位：L/百公里）



资料来源：网络资料、东兴证券研究所

助力车企节能减排，启停电池或迎爆发期。搭载启停系统平均可减少 5%-15%的油耗量。在 2014 年，我国已有 160 万辆新车搭载启停系统，但对比新车 2349 万台的销售总量而言，启停系统装配率仅占比 6.8%，远低于欧洲国家。根据高工锂电预测，2018 年国内启停系统渗透率将达 50%，约为 1350 万套；2020 年将达 70%，约为 2100 万套，产值约 140 亿元。

图 12:2020 年新车启停电池渗透率将达 70%



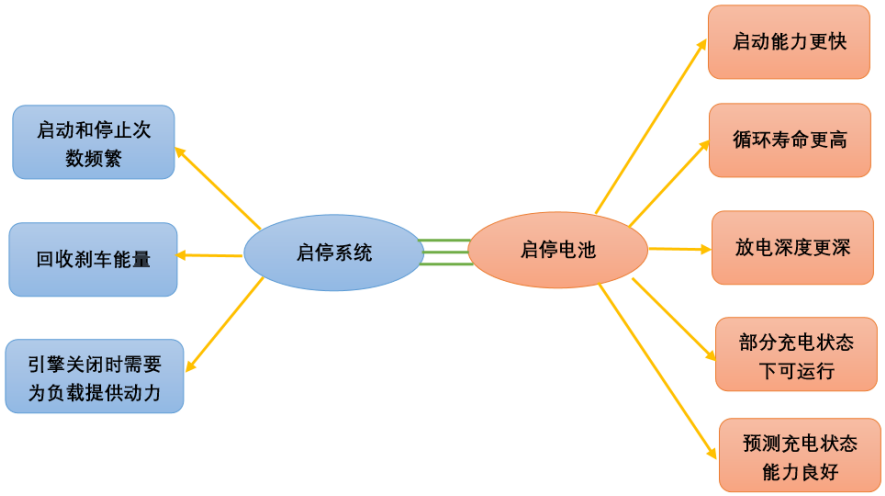
资料来源：高工锂电、东兴证券研究所

因此，在节能减排驱动下，启停电池作为启停系统的关键环节将迎来爆发式增长，预计 2015 年-2018 年是中国汽车启停电池增长的黄金时期，年复合增长率高达 83%，启停电池板块有望成为公司收入增长新星。

2.2 启停电池行业壁垒高，售后市场潜力大

启停系统对于电池有着高要求，与传统起动电池技术难度低相比，启停电池存在结构更复杂、生产工艺要求更高及电池性能标准更严格等特点，使得行业壁垒提高，这无疑会利好类似骆驼股份这种规模大、研发能力强的龙头企业。同时考虑到启停电池平均寿命为 3-4 年即需重新更换，且车企对于启停电池的需求往往具有固定偏好，这种隐匿需求的存在意味着启停电池售后市场潜力巨大。

图 13:启停系统对启停电池的要求



资料来源：Daramic LLC.东兴证券研究所

2.3 启停电池前景广阔，公司业绩将显著提升

目前得到大规模应用的启停电池主要有 EFB（Enhanced flooded battery，增强型富液式铅酸电池）和 AGM（Absorbed glass mat，玻璃纤维吸附蓄电池），前者适用于紧凑型，后者适用于高档车。

表 3:EFB 电池与 AGM 电池对比

	中文全称	相对优势	成本	适用范围	价格(元/kvah)	毛利
EFB 电池	增压型富液式铅酸电池	高温性能好	可利用原传统起动电池生产线，具有成本优势	紧凑型	500-600	30%
AGM 电池	玻璃纤维吸附蓄电池	启停电池大，深循环性能好，但	须新投生产线，且自动化难度大，	高档车	700-900	30%

	有特定稳定条件要求。	成本比 EFB 电池高 1/3 以上

资料来源：网络资料、东兴证券研究所

根据公司 2015 年报，公司开发的 EFB、AGM 启停电池已与通用、菲亚特、一汽轿车、郑州海马、北汽福田、东风悦达起亚、江铃汽车等多家主机厂签订了定点开发协议，与一汽大众、上海大众、福特、郑州日产、北汽银翔、郑州海马、长安铃木、吉利汽车、东风裕隆、东风乘用等主机厂实现了配套。

公司计划建设 6 条启停电池的生产线，每条生产线的产能是 100 万 KVAH，总共 600 万 KVAH 的产能，目前公司已经完成了 1 条生产线的建设，并投入生产，今年预计生产 150 万只启停电池。未来将视市场需求逐渐释放启停电池产能。假设启停电池的售价为 500 元/KVAH，价格超过传统起动电池的 1.5 倍，毛利率超过 30%。100 万 KVAH 启停电池，将新增营业收入 5 个亿，新增毛利 1.5 亿。当产能全部释放时，将明显提升公司业绩。

3. 新能源业务极具爆发力

3.1 2017 年新能源汽车融资租赁爆发增长

骆驼租赁于 2015 年 5 月 29 日成立，注册资本 2 个亿。定位主营业务方向为新能源汽车行业及环保、治水、治污设备行业。

2017 年公司融资租赁业务极具爆发力。预计 2016 年融资租赁车辆不及预期，2017 年融资租赁车辆将达 1.5 万辆-2 万辆，同比增 6-7 倍。2017 年融资租赁业务爆发原因在于：

- **新能源物流车市场空间广阔。**骆驼租赁有限公司业务着力于北京、上海、广州、武汉、昆明新能源汽车租赁。在经济下滑周期，国家财政的大力扶持，新能源汽车行业具有高景气度。新能源物流车进入补贴目录后的爆发也成为市场的一致预期，保守估计仅北京、上海、广州、武汉 4 地未来 4 年内将至少投放 10 万辆新能源物流车。

- **市场布局早，与多家公司签订战略合作协议。**公司牢牢抓住新能源物流车市场爆发先机，与多家公司签订战略合作协议。在昆明投资 2030 万元增资控制了昆明万家新能源汽车服务有限公司；与北京菜篮子蔬菜配送有限公司签订 730 万元的融资租赁合同，协助其购买南京金龙 50 台 D11 物流车，并和跃迪集团、特锐德公司、航天汽车等国内知名企业签订了战略合作协议，在市场推广及骆驼三电配套等多方面开展合作。

表 4:骆驼租赁在新能源汽车领域进展

时间	内容

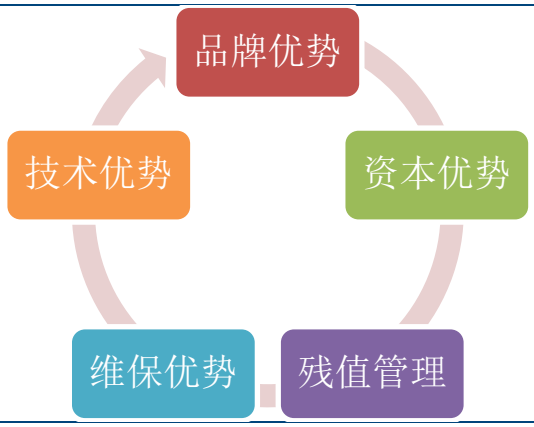
2015 年 5 月	骆驼集团成立湖北骆驼租赁有限公司，开展电动公交、电动物流车、电动通勤车等市场租赁业务
2015 年 10.月	骆驼集团与航天汽车战略合作暨骆驼租赁增资控股昆明万家，骆驼集团采购 1000 台装配有骆驼电池等零部件的纯电动客车，投入云南市场
2015 年 10 月	骆驼租赁与青岛特来电签订《战略合作协议》，双方拟在新能源汽车推广，新能源汽车充电及终端网络投资建设、充电运营等方面展开合作。
2015 年 11 月	骆驼股份与河北迪跃新能源科技集团有限公司在新能源车辆研发、锂电池供应、汽车租赁业务等方面展开合作
2015 年 12 月	骆驼租赁在北京菜篮子配送有限公司在纯电动物流车的推广，配套充电服务等方面展开全面合作。签订 730 万元的融资租赁合同，协助其购买南京金龙 50 台 D11 物流车。北京菜篮子配送未来将计划投放 10000 辆新能源电动车。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

战略合作协议的签订，是因为外部合作伙伴看中了骆驼融资租赁公司的五大优势：品牌优势、技术优势、资本优势、维保优势、残值管理，其中后两者是其特有。

- 所谓维保优势，是公司在全国有 7 大销售分公司，共计 6 万多家经销商，销售网络体系优势巨大，网点遍布全国各地，经销商将会便捷对新能源车辆三电部分进行维护保养。
- 所谓残值管理，租赁合同到期后公司有能力将三电回收，并对三电进行修复，并提供多种方案延续租赁。

图 14:湖北骆驼融资租赁公司的五大优势



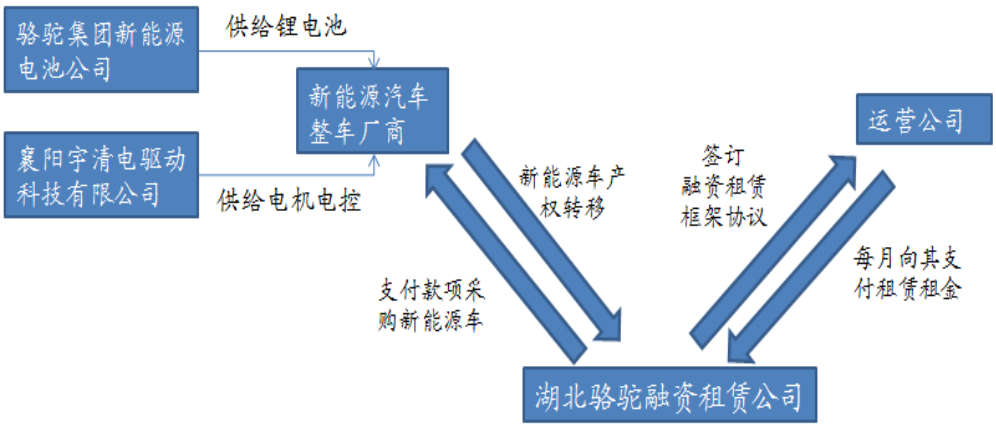
资料来源：东兴证券研究所

3.2 融资租赁业务爆发带动三电业务订单饱满

2016 年 1 月，公司收购襄阳宇清传动科技有限公司托管新能源电机电控。2016 年 5 月公司发行 9 亿元可转换债券，当前拥有 7 亿 wh 锂电池生产线（可生产磷酸铁锂或三元体系方形铝壳动力电池），三季度开始锂电池产能开始投放。

融资租赁业务爆发将拉动三电销售。公司融资租赁业务瞄准纯电动大巴电池的细分市场，专注于城市公交物流租赁的运营。利用租赁运营的话语权优势，影响运营公司优先选购拥有骆驼锂电池和电机电控的整车。2017 年融资租赁车辆的爆发，将带动动力型锂离子电池、电机电控销售。骆驼股份将获得可观的利息收入，以及三电产品销售毛利。

图 15:融资租赁拉动“三电”销售



资料来源：东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

公司是国内汽车起动电池龙头企业，并积极发展具有潜力的启停电池业务和布局新能源产业链。由于 2016 年国家对铅酸电池征收 4%的营业税，本年利润将同比负增长。但是，随着国家对新能源汽车财政补贴方案调整的落定，新能源物流车进入到补贴车型目录，2017 年公司融资租赁业务将爆发式增长，同时带动三电业务收入放量。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.61 元、0.99 元、1.11 元，净利润同比增速 -14.32%、61.13%、11.23%，对应 PE27.06、16.71、15.01。

我们选择 5 家业务及市值相近的上市公司，2016 年预期平均市盈率为 37，骆驼股份 2016 年 EPS 为 0.61 元，给予公司目标价 22.8 元，对公司首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

表 5:可比公司估值

代码	证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率 PE			市净率
				TTM	16E	17E	PB(MRQ)
601311.SH	骆驼股份	157.46	157.46	28.02	23.64	18.38	3.34
300068.SZ	南都电源	169.87	169.87	61.36	48.39	33.38	3.02
300274.SZ	阳光电源	167.56	167.56	34.61	23.87	17.94	2.96
002276.SZ	万马股份	161.84	161.84	60.60	52.71	42.49	5.48
601222.SH	林洋能源	161.71	161.71	29.59	24.56	18.55	2.03
平均值				37.38			

资料来源：wind、东兴证券研究所

5. 风险提示

1、融资租赁投放车辆不及预期；2、新能源各项政策不确定；3、公司产能扩张速度不及预期；4、铅价大幅波动。

表 6：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3424	3617	4727	5502	6800
货币资金	226	200	381	344	438
应收账款	653	685	888	1131	1439
其他应收款	89	110	139	177	225
预付款项	75	106	217	352	524
存货	771	722	1061	1293	1657
其他流动资产	897	1210	1210	1210	1210
非流动资产合计	2509	2937	2912	5549	6092
长期股权投资	56	61	220	220	220
固定资产	1418.18	1955.40	1950.61	2562.51	3134.41
无形资产	265	285	257	228	200
其他非流动资产	329	186	0	0	0
资产总计	5933	6554	7640	11051	12892
流动负债合计	890	1022	132	3721	4898
短期借款	434	200	0	3415	4386
应付账款	264	307	378	470	596
预收款项	84	161	194	276	355
一年内到期的非	0	0	-590	-590	-590
非流动负债合计	893	874	2492	1717	1717
长期借款	0	0	1000	1000	1000
应付债券	800	775	1492	717	717
负债合计	1783	1896	2624	5438	6615
少数股东权益	128	121	128	135	142
实收资本（或股	852	852	848	848	848
资本公积	1045	1042	1042	1042	1042
未分配利润	1993	2510	2797	3261	3777
归属母公司股东	4022	4536	4887	5478	6135
负债和所有者权	5933	6554	7640	11051	12892

现金流量表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	261	776	-367	527	411
净利润	687	616	528	850	946
折旧摊销	417.82	497.57	0.00	216.60	256.60
财务费用	61	45	11	100	210
应收账款减少	0	0	-204	-243	-308
预收帐款增加	0	0	33	83	79
投资活动现金流	-534	-550	-110	-2851	-798
公允价值变动收	-1	1	0	0	0
长期股权投资减	0	0	-298	-2053	0
投资收益	65	105	20	20	20
筹资活动现金流	-238	-261	764	2287	480
应付债券增加	0	0	717	-775	0
长期借款增加	0	0	1000	0	0
普通股增加	0	0	-3	0	0
资本公积增加	11	-3	0	0	0
现金净增加额	-511	-35	287	-37	94

利润表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5167	5377	6754	8600	10943
营业成本	3964	4260	5531	6744	8639
营业税金及附加	28	28	135	172	219
营业费用	251	295	324	413	525
管理费用	161	175	210	267	340
财务费用	61	45	11	100	210
资产减值损失	17.51	16.60	18.00	18.00	18.00
公允价值变动收益	-0.55	0.55	0.00	0.00	0.00
投资净收益	65.18	105.09	20.00	20.00	20.00
营业利润	749	663	545	906	1012
营业外收入	54.19	45.33	45.33	45.33	45.33
营业外支出	4.85	24.24	4.30	6.00	6.00
利润总额	799	684	586	945	1051
所得税	112	68	59	94	105
净利润	687	616	528	850	946
少数股东损益	15	6	7	7	7
归属母公司净利润	671	609	521	843	939
EBITDA	1229	1205	693	1222	1478
EPS（元）	0.79	0.72	0.61	0.99	1.11

主要财务比率					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入增长	11.85%	4.06%	25.62%	27.32%	27.24%
营业利润增长	32.65%	-11.56%	-17.72%	66.04%	11.71%
归属于母公司净利	-14.56%	61.95%	-14.56%	61.95%	11.32%
获利能力					
毛利率(%)	0.00%	0.00%	18.12%	21.58%	21.05%
净利率(%)	13.29%	11.45%	7.81%	9.89%	8.64%
总资产净利润（%）	11.31%	9.30%	6.82%	7.63%	7.28%
ROE(%)	16.69%	13.44%	10.66%	15.40%	15.30%
偿债能力					
资产负债率(%)	30%	29%	34%	49%	`
流动比率	3.85	3.54	35.79	1.48	1.39
速动比率	2.98	2.83	27.76	1.13	1.05
营运能力					
总资产周转率	0.92	0.86	0.95	0.92	0.91
应收账款周转率	9	8	9	9	9
应付账款周转率	18.53	18.85	19.72	20.28	20.52
每股指标（元）					
每股收益(最新摊	0.79	0.72	0.61	0.99	1.11
每股净现金流(最新	-0.60	-0.04	0.34	-0.04	0.11
每股净资产(最新摊	4.72	5.33	5.76	6.46	7.23
估值比率					
P/E	21.03	23.07	27.06	16.71	15.01
P/B	3.52	3.12	2.88	2.57	2.30
EV/EBITDA	12.33	12.38	22.54	14.97	12.97

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

孙浩然

中国人民大学金融研究生，曾任职于中国出口信用保险公司，2016 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。