

## 机械设备

2017年04月05日

## 坚瑞沃能 (300116)

——业绩增速符合申万宏源预期，联盟模式带动可持续发展

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年03月31日

收盘价(元)	21.76
一年内最高/最低(元)	27.03/13.14
市净率	3.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	7354
上证指数/深证成指	3222.51 / 10428.72

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	6.44
资产负债率%	62.80
总股本/流通A股(百万)	1216/338
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《综合版170309—每日市况》 2017/03/08  
 《坚瑞沃能(300116)点评：沃特玛显著增厚业绩，独创联盟模式驱动业绩增长》  
 2017/01/19

## 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
 liuxn@swsresearch.com  
 韩启明 A0230516080005  
 hanqm@swsresearch.com

## 研究支持

郑嘉伟 A0230116110002  
 zhenqjw@swsresearch.com

## 联系人

宋欢  
 (8621)23297818×7409  
 songhuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 事件：

- 公司发布 2016 年度报告，2016 年营业收入 44.67 亿元，同比增长 668.45%，营业利润 5.18 亿元，同比增长 1053.13%，归属于母公司所有者净利润 4.26 亿元，较上年同期增长 1100.42%，符合申万宏源预期。其中消防业务营业收入 6.35 亿元(同比增长 15%)；动力电池营业收入 27.31 亿元；新能源汽车租售及运营业务收入 10.67 亿元。利润分配和公积金转增预案：向全体股东每 10 股派发现金红利 0.1 元(含税)，向全体股东每 10 股转增 10 股。

## 投资要点：

- **并表动力电池领跑者沃特玛，新增新能源领域业务带动业绩增长。**公司于 2016 年 9 月 2 日完成收购沃特玛 100% 股权，主营业务由单一的消防业务转变为双主业(消防业务和新能源业务)。沃特玛在电芯材料、生产工艺、成组结构、BMS 管理方面具有独特的技术优势，是动力电池行业的领跑企业之一。2016 年底，公司动力电池产能规模突破 12GWh。尽管 2017 年动力电池行业竞争激烈、价格整体走低，但是我们认为公司借助联盟资源整合，竞争优势在行业中较强，业绩持续增长有保障。
- **创新联盟签署战略合作协议，与多家下游客户建立长期战略合作关系。**中国沃特玛新能源汽车产业创新联盟是由公司全资子公司沃特玛联合机电、电控驱动系统、动力总成、充电设备、运营平台等企业、大专院校及科研机构组成的企业联盟，沃特玛是创新联盟的核心。创新联盟拥有千余家会员，70 余家上市公司，自成立 3 年以来，累计促成 100 余项合作项目，产值突破 5000 亿元，拉动企业投资超过 1000 亿元。沃特玛通过联盟上下游产业链协同，新能源汽车市场开发做到了极致，与多家下游客户建立长期战略合作关系。2017 年 2 月 20 日，创新联盟与中通客车签署《战略合作协议》，将带动公司主营业务的发展和动力电池的销售。
- **2017 年沃特玛将继续加大研发投入，动力电池能量密度目标提升 26%。**沃特玛计划 2017 年继续加大研发投入，以每年不低于销售额的 3% 的资金投入电池技术、动力总成技术研究，并在年内实现生产全自动化。沃特玛计划在第一阶段通过生产配方、工艺、结构优化验证使得动力电池能量密度由 115Wh/kg 提升至 130Wh/kg(提升 13.2%)，第二阶段通过联合供应商开发高性能正负极和箔材，将能量密度从 130Wh/kg 提升至 145Wh/kg(提升 11.5%)，合计提升 26%。我们认为，研发上的高投入有望带来公司的竞争力和业绩的提升。
- **上调盈利预测，维持评级不变：**我们认为公司在巩固消防业务行业龙头地位的同时，积极布局新能源动力电池领域，研发加大投入，市场积极开拓，业绩可持续发展可期。我们上调公司盈利预测，预计公司 2017-2018 年归母净利润分别为 12.41 亿元、17.89 亿元(调整前分别为 10.14 亿元和 14.62 亿元)，对应的 EPS 分别为 1.02 和 1.47 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 21 倍和 15 倍，维持“增持”评级不变。
- **风险提示：**动力电池出货量不及预期。

## 财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	581	4,467	12,103	18,959	23,269
同比增长率(%)	65.59	668.45	170.92	56.65	22.73
净利润(百万元)	35	425	1,241	1,789	2,050
同比增长率(%)	313.68	1100.31	192.31	44.16	14.59
每股收益(元/股)	0.07	0.35	1.02	1.47	1.69
毛利率(%)	29.3	30.1	27.1	26.1	25.1
ROE(%)	3.7	5.4	9.4	11.9	12.0
市盈率	308	62	21	15	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 1. 运营分析

业绩增长符合申万宏源预期，新增新能源领域业务带动业绩增长。公司全年实现营业收入 44.67 亿元，同比增长 668.45%，实现归母净利润 4.26 亿元，同比增长 1100.42%。报告期内，消防安防工程及产品实现营业收入 6.35 亿元，较上年同期增长 15%；本报告期新增的动力电池和新能源汽车租售及运营业务实现营业收入 38.29 亿元，其中动力电池业务实现营业收入 27.31 亿元；新能源汽车租售及运营业务实现营业收入 10.67 亿元。报告期内，公司收入水平及盈利能力大幅提升主要因公司实施重大资产重组，于 2016 年 9 月完成收购沃特玛，将其纳入公司合并报表范围所致。

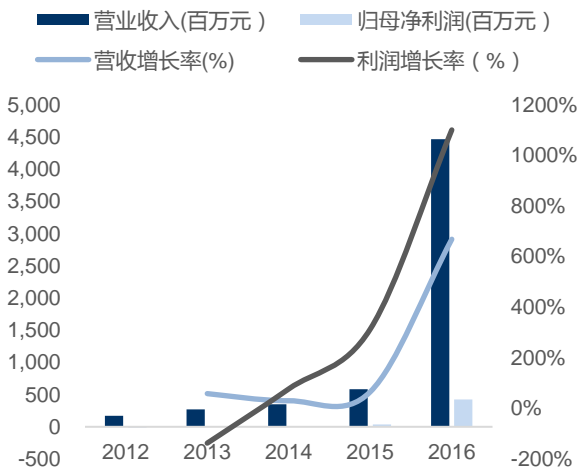
表 1：公司 2016 年和 2015 年重点主营业务情况（分产品）（单位：百万元）

板块	2016 年收入	2015 年收入	较上年增减 (%)	2016 年毛利率	2015 年毛利率	较上年增减 (个百分点)
消防安防工程	529.79	422.71	25.33%	24.18	26.5	-2.32
火灾报警系统	67.63	59.78	13.14%	34.54	39.98	-5.44
七氟丙烷灭火装置	26.57	45.79	-41.98%	28.31	26.99	1.32
气溶胶灭火装置	10.70	21.66	-50.59%	21.04	27.52	-6.48
动力电池	2,746.24			29.89		
新能源汽车租售及运营	1,083.73			33.27		

资料来源：WIND、申万宏源研究

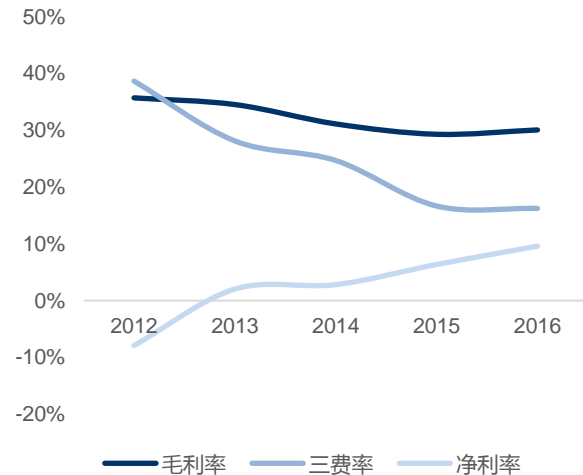
三费率稳中有降，净利率显著上升。从利润表看，公司 2016 年综合毛利率 30.07%，较上年的 29.30% 基本维持稳定；公司 2016 年三费率 16.24%，较上年的 16.66% 略有下降；公司 2016 年净利率 9.59%，较上年的 6.37% 显著上升。

图 1：公司收入、归母净利润大幅增长



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 2：公司三费率稳中有降，净利率上升



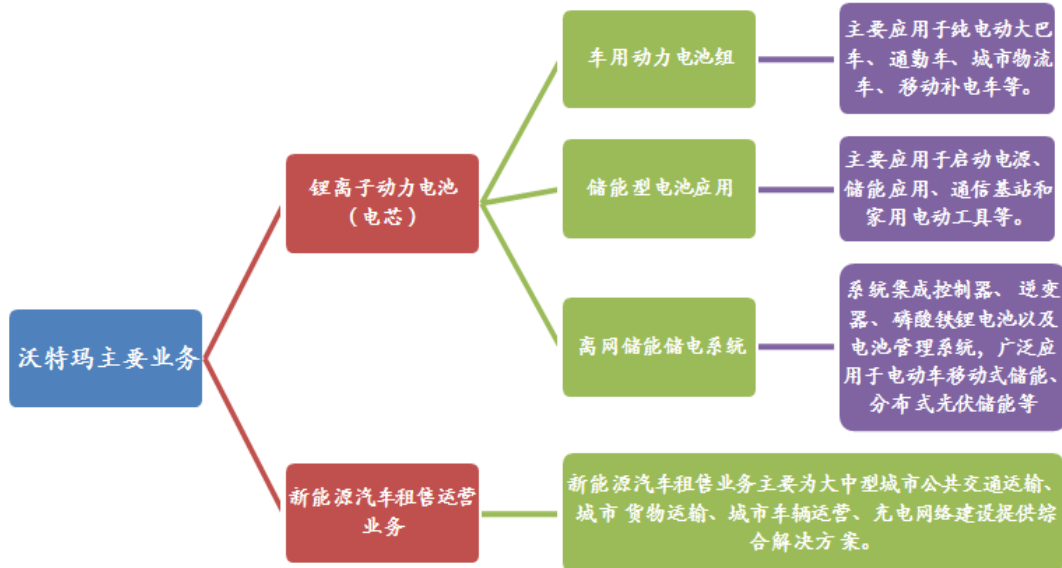
资料来源：公司公告、申万宏源研究

并表动力电池领跑者沃特玛，新能源领域业务带动业绩增长。公司于 2016 年 9 月 2 日完成收购沃特玛 100% 股权，主营业务由单一的消防业务转变为双主业（消防业务和新能源业务）。沃特玛在电芯材料、生产工艺、成组结构、BMS 管理方面具有独特的技术优势，是动力电池行业的领跑企业之一。2016 年底，公司动力电池产能规模突破 12GWh。尽管 2017 年动力电池行业竞争激烈、价格整体走低，但是我们认为公司借助联盟资源整合，竞争优势在行业中较强，业绩持续增长有保障。

公司的新能源板块 2016 年营业收入实现 38.29 亿元，占营业收入中的比重达到 85.73%。报告期内，沃特玛 7 个子分公司陆续投产，沃特玛动力电池实现产能 12 GWh，2016 年度全年实际生产 5.45 GWh，销量达到 5.06 GWh，较上年同期增长 269.34%；沃特玛全资子公司民富沃能从事新能源汽车租赁、销售、运营、维护，本报告期末，民富沃能实现收入 12.2 亿元，是 2015 年的 5 倍。

沃特玛 2016 年全年实现营业收入 75.19 亿元，净利润 9.63 亿元。其中动力电池业务收入 62.83 亿元，新能源汽车租售及运营业务收入 12.36 亿元。沃特玛在合并报表期间 4 个月（自 2016 年 9-12 月）实现营业收入 38.29 亿元，净利润 4.61 亿。

图 3：沃特玛主要产品与业务



资料来源：公司公告，申万宏源研究

订单持续落地，保障 2017 年业绩稳定增长。公司子公司沃特玛与东风特汽签署《工业品买卖合同》，沃特玛向东风特汽提供 900 组移动储能车用电池组（16.64 亿元），移动储能车用充电设备 900 组（1.8 亿元），合计金额 18.44 亿元。2016 年东风特汽开始与沃特玛合作，沃特玛全年向东风特汽销售电池组金额为 22.97 亿元，占 2016 年沃特玛总销售额的 30.55%。截止目前沃特玛签订的 2017 年销售合同还有申龙客车（4.07 亿元）、

新楚风汽车（13.48 亿元）、安凯汽车（7.8 亿元），订单的持续落地，保障了公司 2017 年业绩稳定增长。

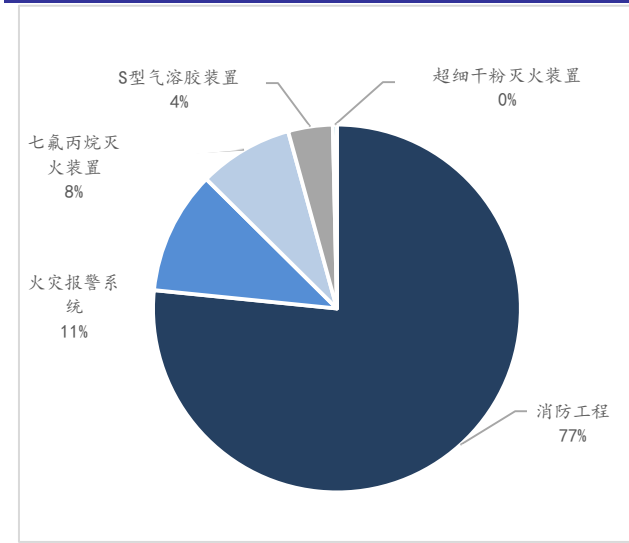
表 2：公司重大合同履行情况

合同订立对方名称	合同签订日期	合同金额(百万元)	执行情况
东风特汽（十堰）专用车有限公司	2017/3/31	1,843.79	未执行
上海申龙客车有限公司	2017/3/27	406.50	未执行
安徽安凯汽车股份有限公司	2017/3/17	780	未执行
湖北新楚风汽车股份有限公司	2017/3/7	1,348.30	未执行
中通客车控股股份有限公司	2017/2/20	2,000	未执行
许昌市交运投资有限责任公司	2016/12/7	86.88	已全部执行
东风特汽（十堰）专用车有限公司	2016/11/30	705.20	已执行 58300 万元
东风特汽（十堰）专用车有限公司	2016/11/22	570	已执行 45000 万元
锦州市公共交通总公司	2016/11/1	102.95	未执行
上海申龙客车有限公司	2016/10/25	191.85	已全部执行
南京金龙客车制造有限公司	2016/10/17	192.21	已全部执行
珠海格力电器股份有限公司	2016/9/28	162.00	已全部执行
东风特汽（十堰）专用车有限公司	2016/8/24	275.11	已全部执行
东风特汽（十堰）专用车有限公司	2016/8/24	182.80	已全部执行
深圳市京兰比克动力电源有限公司	2016/8/11	131.45	已执行 152.145 万元
珠海格力电器股份有限公司	2016/8/5	121.50	已全部执行
成都大运汽车集团有限公司运城分公司	2016/7/25	273.21	已全部执行
中国重汽集团济南豪沃客车有限公司	2016/6/22	118.94	已全部执行
成都大运汽车集团有限公司运城分公司	2016/6/6	136.60	已全部执行
成都大运汽车集团有限公司运城分公司	2016/6/6	273.21	已全部执行
十堰茂竹实业有限公司	2016/4/12	106.60	已全部执行
东风特汽（十堰）专用车有限公司	2016/3/9	150	已全部执行
东风特汽（十堰）专用车有限公司	2016/3/4	225	已全部执行
东风特汽（十堰）专用车有限公司	2016/3/4	225	已全部执行
临汾公共交通有限	2015/9/29	205.71	已全部执行
东风特汽		228.50	已全部执行

资料来源：公司公告、申万宏源研究

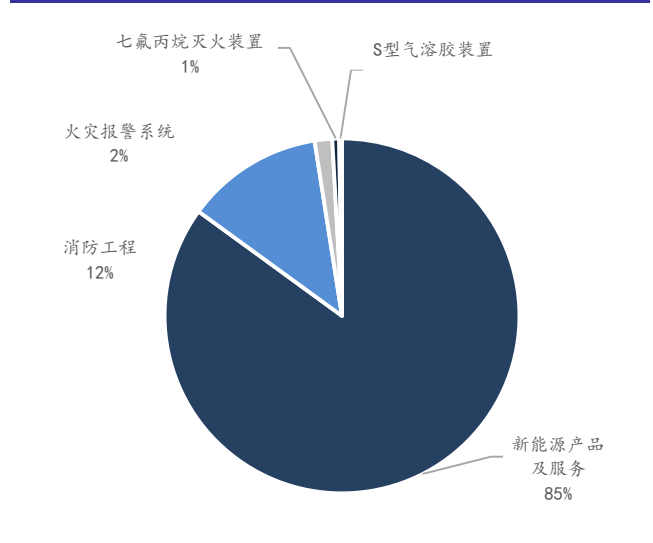
**创新联盟签署战略合作协议，与中通客车建立长期战略合作关系。**中国沃特玛新能源汽车产业创新联盟是由公司全资子公司沃特玛联合机电、电控驱动系统、动力总成、充电设备、运营平台等企业、大专院校及科研机构组成的企业联盟，沃特玛是创新联盟的核心。创新联盟拥有千余家会员，70 余家上市公司，自成立 3 年以来，累计促成 100 余项合作项目，产值突破 5000 亿元，拉动企业投资超过 1000 亿元。沃特玛通过联盟上下游产业链将新能源汽车市场做到了极致。2017 年 2 月 20 日，创新联盟与中通客车签署《战略合作协议》，预计给公司带来 20 亿元以上的收入，有利于公司主营业务的发展。

图 4：2015 年主营业务结构（分产品）



资料来源：公开资料、申万宏源研究

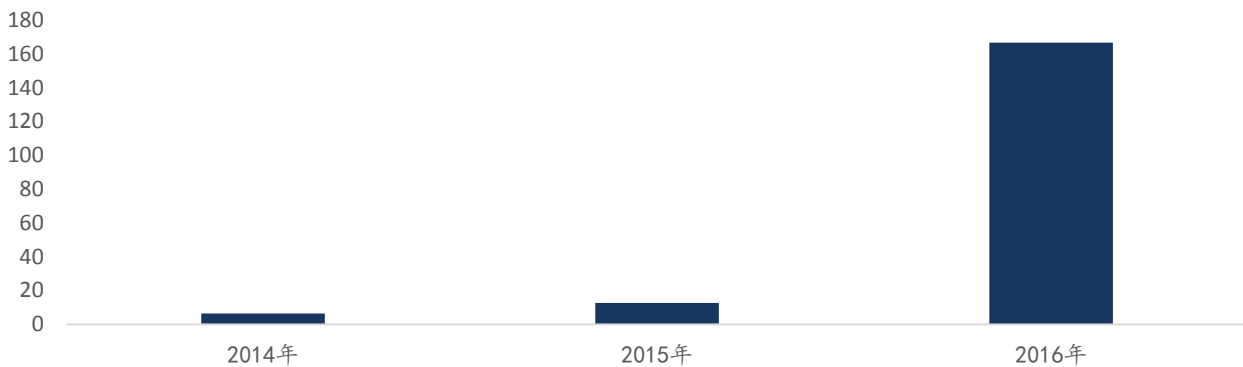
图 5：2016 年主营业务结构（分产品）



资料来源：公开资料、申万宏源研究

**2017 年沃特玛将继续加大研发投入，动力电池能量密度目标提升 26%。**沃特玛计划 2017 年继续加大研发投入，以每年不低于销售额的 3% 的资金投入电池技术、动力总成技术研究，并在年内实现生产全自动化。沃特玛计划在第一阶段通过生产配方、工艺、结构优化验证使得动力电池能量密度由 115Wh/kg 提升至 130Wh/kg (提升 13.2%)，第二阶段通过联合供应商开发高性能正负极和箔材，将能量密度从 130Wh/kg 提升至 145Wh/kg (提升 11.5%)，合计提升 26%。我们认为，研发上的高投入有望带来公司的竞争力和业绩的提升。

图 6：研发费用情况（单位：百万元）



资料来源：公司官网、申万宏源研究

**公司的消防产品及工程板块 2016 年营收同比增长 9.18%。**2016 年，公司的消防产品及工程板块实现营业收入 6.35 亿元，较 2015 年的 5.81 亿元同比增长 9.18%，在营业收入中的比重从之前的 100% 下降到 14.21%。由于公司的业务重心转向新能源汽车产业，为符

合公司战略发展目标，降低经营风险，回收资金，公司对部分盈利能力较差的消防资产进行处置。截至报告期末，公司已经基本退出消防产品业务，但是会继续发挥多年在消防产品集成、消防安全解决方案方面积累的经验 and 优势，更多地投入到新能源汽车发展过程中最为关注的消防安全问题。

表 3：公司前十大股东明细（截至 2016 年 12 月 31 日）

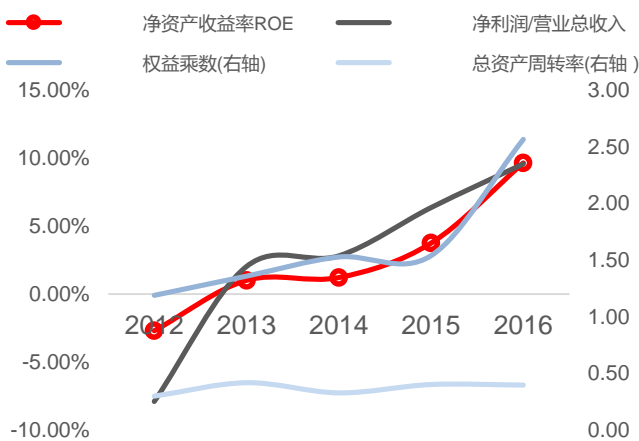
股东名称	方向	持股数量（百万股）	持股比例（%）
李瑶	不变	165	13.58
郭鸿宝	不变	157	12.90
宁波坚瑞新能源投资合伙企业(有限合伙)	不变	152	12.46
拉萨市长园盈佳投资有限公司	不变	59	4.81
北京德联恒丰投资中心(有限合伙)	不变	53	4.34
厦门京道天枫投资合伙企业(有限合伙)	不变	53	4.33
童建明	不变	42	3.48
童新建	不变	42	3.45
上海国泰君安君彤投资管理有限公司-君彤二期投资基金	不变	40	3.32
耿德先	不变	27	2.23
合计		789	64.90

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 2. 财务分析

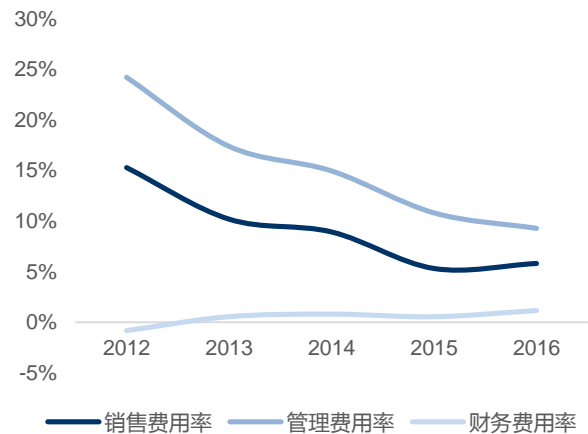
**ROE 大幅提升，费用管理总体成功。**报告期内，资产周转率无显著变化，但净利率显著提升，导致公司加权净资产收益率大幅提升，从 2015 年的 3.75% 提升至 12.79%。公司费用控制成效显著，三费率整体保持下降态势，销售费用率由 2015 年的 5.31% 提升至 5.81%，管理费用率由 2015 年的 10.81% 下降至 9.28%，财务费用率由 2015 年的 0.54% 提升至 1.15%。我们认为公司三费由于并表沃特玛后导致相应费用同比大幅增长，但费用管理总体成功。

图 7：公司 ROE 大幅提升



资料来源：公司年报、申万宏源研究

图 8：公司三费率整体保持下降态势



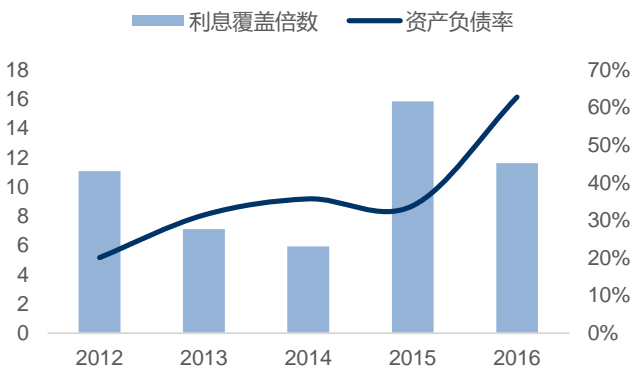
资料来源：公司年报、申万宏源研究



公司负债率相对较高，主要受限于之前融资渠道有限。沃特玛的负债主要以流动负债为主，截至 2016 年末，沃特玛流动负债占负债总额的比例为 78.93%。其中，短期借款占负债总额的比例为 17.86%，应付票据和应付账款占负债总额的比例为 54.08%，合计占负债总额的比例为 71.94%，构成了负债的主要内容。沃特玛短期借款主要用于增加固定资产投资和原材料的采购。应付票据和应付账款占比较大主要是因为 2016 年下半年沃特玛业务增长迅速，加大了原材料采购，导致应付账款和应付票据增幅较大。同时，与同行业上市公司相比，由于沃特玛为非上市公司，其通过股权融资的能力有限，主要依赖债务融资渠道筹集资金，因此资产负债率显著高于同行业上市公司。

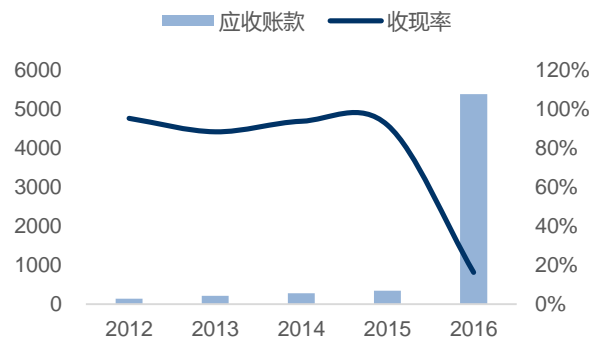
应收账款大幅增长，应收账款可回收性较强。2016 年年末，公司资产总额为 211.16 亿元，其中应收账款 53.82 亿元，占总资产比重 25.49%，占比较年初增加 1.97%，主要原因是公司新能源业务拓展速度和生产销售规模急速上升，致使应收账款大幅增长。沃特玛下游客户主要是国内知名的新能源整车生产厂商，公司在综合考虑客户资质、合作年限、采购数量、采购单价等因素后制定不同的信用政策。整体而言，报告期内，沃特玛要求客户在签订合同后预付 10%-30% 的预付款，在货到后 2-3 个月内支付 90% 左右的货款，剩余 10% 左右货款作为质保金在交货后 12 个月内支付。我们认为公司下游客户资质优良，资金实力雄厚，信用情况良好，因此沃特玛应收账款可回收性较强。

图 9: 公司资产负债率大幅提升 (单位: 百万元)



资料来源: 公司年报、申万宏源研究

图 10: 公司应收账款大幅提升 (单位: 次)



资料来源: 公司年报、申万宏源研究

上调盈利预测，维持评级不变：我们认为公司在巩固消防业务行业龙头地位的同时，积极布局新能源动力电池领域，研发加大投入，市场积极开拓，业绩可持续发展可期。我们上调公司盈利预测，预计公司 2017-2018 年归母净利润分别为 12.41 亿元、17.89 亿元(调整前分别为 10.14 亿元和 14.62 亿元)，对应的 EPS 分别为 1.02 和 1.47 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 21 倍和 15 倍，维持“增持”评级不变。

**表 2：利润表（单位：百万元）**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	581	4,467	12,103	18,959	23,269
二、营业总成本	546	3,962	10,674	16,876	20,872
其中：营业成本	411	3,124	8,826	14,015	17,427
营业税金及附加	15	33	85	133	163
销售费用	31	259	605	948	1,163
管理费用	63	415	968	1,517	1,861
财务费用	3	51	158	220	258
资产减值损失	24	79	32	43	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	10	13	13	13	13
三、营业利润	45	518	1,442	2,097	2,409
加：营业外收入	3	43	43	43	43
减：营业外支出	1	4	4	4	4
四、利润总额	47	557	1,481	2,136	2,448
减：所得税	10	128	235	340	390
五、净利润	37	428	1,246	1,796	2,059
少数股东损益	2	4	5	7	8
归属于母公司所有者的净利润	35	425	1,241	1,789	2,050
六、基本每股收益	0.07	0.57	1.02	1.47	1.69
全面摊薄每股收益	0.01	0.03	1.02	1.47	1.69

资料来源：Wind，申万宏源研究



## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。