

分析师：牟国洪

执业证书编号：S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

## 沃特玛并表增厚业绩 17 年将持续高增长

——坚瑞沃能（300116）季报点评

### 证券研究报告-季报点评

增持（首次）

发布日期：2017 年 04 月 26 日

#### 报告关键要素：

2017 年一季度，公司业绩符合预期。公司业绩增长主要在于沃特玛并表，17 年 1 季度沃特玛动力电池出货 1.11GWh，同比增长 65%；盈利能力提升受益于产品营收组成变化，预计 17 年将承压。公司未来业绩增长主要在于新能源业务，沃特玛在动力电池领域具备先发优势和一定行业地位，独特的创新联盟模式也将助推公司发展。预测公司 2017-18 年全面摊薄后 EPS 分别为 0.44 元与 0.56 元，按 04 月 25 日 10.10 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 22.92 倍与 18.02 倍。目前估值相对行业水平合理，首次给予公司“增持”投资评级。

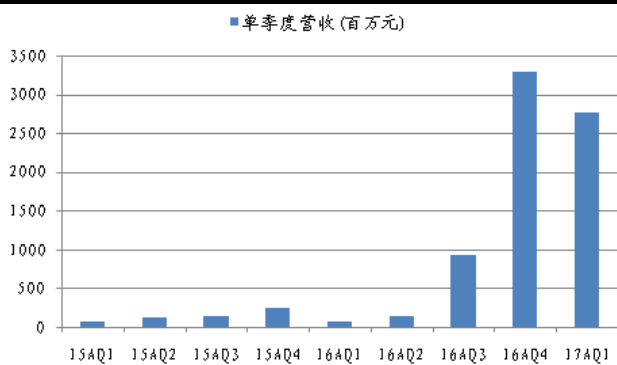
#### 事件：

- **坚瑞沃能(300116)公布2017年一季度报告。**2017 年一季度，公司实现营业收入 27.83 亿元，同比增长 3615%；实现营业利润 13.29 亿元；实现归属于上市公司股东的净利润 2.54 亿元，基本每股收益 0.21 元。

#### 点评：

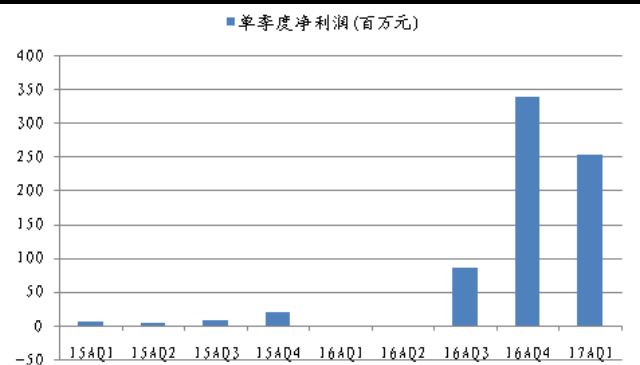
- **沃特玛并表显著增厚公司业绩。**2017 年一季度，公司实现营业收入 27.83 亿元，同比增长 3615%，净利润 2.54 亿元。2016 年，公司营收 44.67 亿元，同比增长 668.45%；净利润 3.81 亿元，同比增长 1455.96%，公司 2016 年和 17 年一季度业绩增长主要在于沃特玛并表。

图1：2015-17年公司单季度营收及增速



数据来源：Wind，中原证券

图2：2015-17年公司单季度净利润及增速



数据来源：Wind，中原证券

2016 年 3 月，公司公告拟以发行股份及支付现金方式购买沃特玛 100% 股权，沃特玛预估值 52 亿元，其中发行股份 4.64 亿股，发行价格 8.63 元/股，现金支付 12 亿元；同时非公开发行 2525 万股，募集配套资金 25 亿元。2016 年 7 月，公司完成沃特玛 100% 股权收购，并自 9 月份开始并表。根据业绩承诺，2016-18 年，沃特玛扣非后净利润分别不低于 40350、90900 和 151800 万元。此次收购完成后，公司在原有消防业务板块基础上增加了新能源业务，具体包括新能源汽车动力电池销售和新能源汽车租

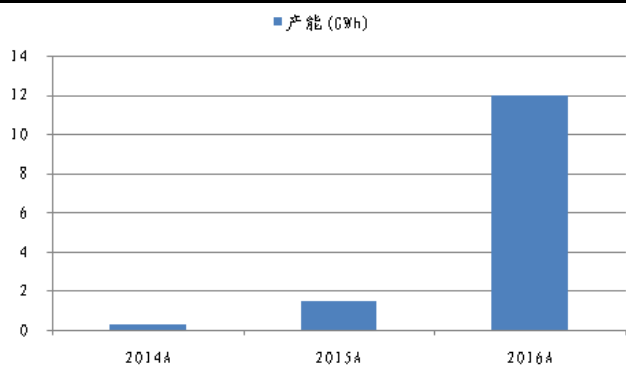
售及运营业务，新能源业务是公司未来的主要看点和业绩增长点。

**沃特玛具备先发优势和一定行业地位。**公司动力电池业务主要由沃特玛承接，沃特玛是国内最早成功研发磷酸铁锂动力电池、汽车启动电源、储能系统解决方案，并率先规模化应用的企业之一，其主要产品包括32650型圆柱锂电池、电池管理项目、动力电池组及储能电池组，为国家级“高兴技术企业”。15年10月工信部公布的《汽车动力蓄电池行业规范条件》(第一批)目录中，公司生产的32650型磷酸铁锂和26650型三元电池成功入选。同时，15年12月深圳发改委发布了《深圳市发展改革委关于2015年第四批新能源汽车充电设施运营备案的通知》，沃特玛获得新能源汽车充电设施运营备案资格，获得充电桩建设资质。成立以来，沃特玛已获得“动力电池领域十大品牌之一”、新能源产业最具影响力等荣誉。

长期以来，公司注重研发投入与技术创新。17年1月，公司投产的32650-6.5Ah高能量动力电池，单体能量密度达到145Wh/Kg以上，成组后能量密度在115Wh/Kg以上，伴随工艺改善及技术创新，电池100%深度循环在2000次以上。16年沃特玛创新联盟纯电动大巴搭载的低温电池在北疆测试通过全球机构检测，为北方推广纯电动汽车提供了初步技术解决方案。

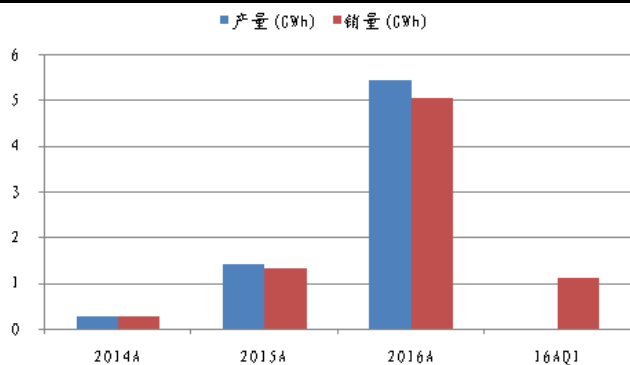
近年来，公司动力电池产能与产销量持续高增长。2014年，公司动力电池产能仅0.29GWh，产销量均为0.28GWh；15年，产能增至1.50GWh，产销量分别为1.40和1.34GWh；16年公司下属7个子分公司相继投产，至16年底动力电池产能增至12GWh，全年实际生产5.45GWh，销量增长5.07GWh，销量同比增长277.89%，显著高于行业水平；17年一季度，实现销售1.11GWh，同比增长65%。结合技术水平及出货量，沃特玛在动力电池领已具备一定先发优势和行业地位。

图3：2014-16年公司动力电池产能



数据来源：公司公告，中原证券

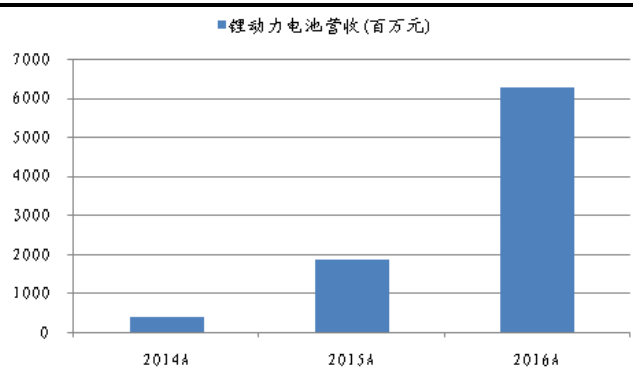
图4：2014-16年公司动力电池产销量



数据来源：公司公告，中原证券

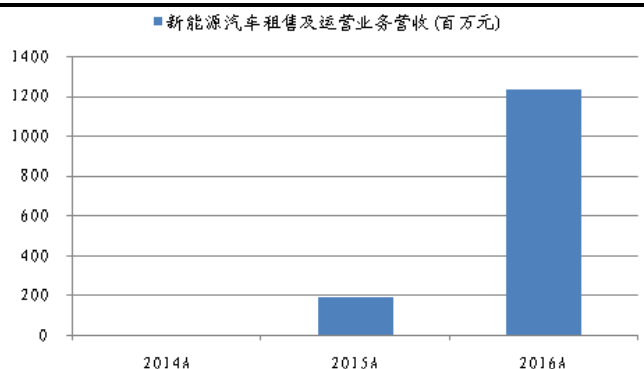
伴随出货量提升，沃特玛新能源业务营收大幅增长。2016年，公司新能源业务合计实现营收75.19亿元，同比增长266%，净利润为9.63亿元，显著高于16年4.04亿元的净利润承诺，其中动力电池业务营收62.83亿元，新能源汽车租售及运营业务营收12.36亿元。由于沃特玛自16年9月并表，并表期间归属于上市公司收入38.28亿元，净利润4.61亿元。17年一季度，沃特玛动力电池实现营收24.94亿元，净利润2.76亿元；新能源汽车租售及服务业务实现营收2.2亿元，净利润802万元。

图5：2014-16年沃特玛动力电池营收



数据来源：公司公告，中原证券

图6：2014-16年沃特玛新能源汽车租售及运营业务营收



数据来源：公司公告，中原证券

另外，为解决上游原材料供应和增强公司话语权，16年公司参与认购了Altura Mining Limited 19.19%的股权，交易金额4162万澳元。

**创新联盟模式独特 下游客户资源优势显著。**2013年10月，沃特玛发起设立了新能源汽车核心零部件产业创新联盟(简称“创新联盟”)，该联盟涵盖了动力电池上游原材料、动力电池、电机、电控、整车控制器，以及充电集成设施配套建设等完整产业链企业。目前创新联盟拥有会员单位千余家，其中上市公司70余家，成立三年以来累计促成合作项目100余项、产值突破5000亿元、拉动企业投资超过1000亿元，该联盟已成为新能源汽车行业规模最大、壁垒极高的联盟集团，利好联盟内企业发展。

沃特玛通过与下游新能源汽车整车进行战略合作，共同开发锂动力电池(组)产品，如已陆续与东风特汽、一汽客车、大运汽车、厦门金龙、南京金龙、上海申龙、珠海银联、奇瑞万达、唐骏欧铃等整车开展合作，产品已覆盖31个新能源示范城市及周边各省市。同时，沃特玛组建售后服务团队提供新能源汽车车辆运营服务，确保任何产品质量问题在2小时内响应、3天内修复，且通过自主研发、设计与运行“沃联网”远程监控系统，对运行中的电池组产生进行实时监控。凭借产品优势及独特的创新联盟模式，16年8月以来，公司累计签署重大合同51.08亿元，已执行订单34.40亿元，未执行订单16.69亿元。

表1：公司重大合同及执行情况

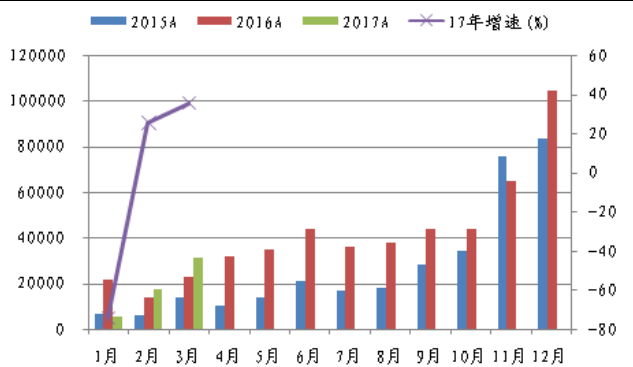
合同订立公司名称	合同订立对方名称	合同标的	合同签订日期	合同金额(万元)	合同执行情况(致17年3月底)
安徽沃特玛新能源电池有限公司	东风特汽(十堰)专用车有限公司	电池组、充电设备	2016-11-22	57000	已执行45000万元
安徽沃特玛新能源电池有限公司	东风特汽(十堰)专用车有限公司	电池组、充电设备	2016-11-30	70520	已执行58300万元
深圳市沃特玛电池有限公司	深圳市京兰比克动力电源有限公司	L-537.6V-231Ah 电池组	2016-8-11	13145	已执行6666.058万元
深圳市沃特玛电池有限公司	湖北新楚风汽车股份有限公司	537.6V57AH 电池组	2017-3-1	134830	已执行26966万元
深圳市沃特玛电池有限公司	东风特汽(十堰)专用车有限公司	750度移动储能车用电池组及充电设备	2017-3-30	12228	已执行11028万元

深圳市沃特玛电 池有限公司	东风特汽(十堰) 专用车有限公司	730度移动储能车用 电池组及充电设备	2017-3-30	136041	已执行 122341 万元
深圳市沃特玛电 池有限公司	东风特汽(十堰) 专用车有限公司	910度移动储能车用 电池组及充电设备	2017-3-30	22842	已执行 20962万 元
深圳市沃特玛电 池有限公司	东风特汽(十堰) 专用车有限公司	806度移动储能车用 电池组及充电设备	2017-3-30	13268	已执行 12047.5 万元
深圳市沃特玛电 池有限公司	上海申龙客车有 限公司	537.6V302.5AH 电池 组	2017-3-21	16260	已执行 16260万 元
深圳市沃特玛电 池有限公司	上海申龙客车有 限公司	537.6V302.5AH 电池 组	2017-3-15	24390	已执行 24390万 元
深圳市民富沃能 新能源汽车有限 公司	锦州市公共交通 总公司	10.5米纯电动公车	2016-11-01	10295	尚未执行
			合计:	510818	343961

资料来源：公司公告，中原证券

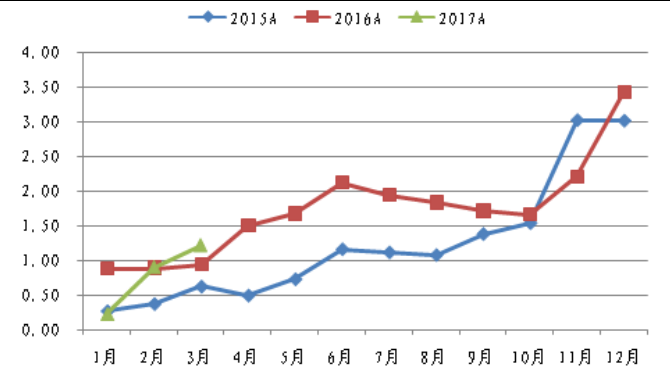
**看好三元动力电池发展前景 我国新能源汽车月度产销稳步向好。**目前，动力电池成熟技术主要包括锰酸锂、三元和磷酸铁锂。结合不同技术特点及行业发展趋势，中长期看好三元动力电池发展前景，同时从近期行业政策看，三元电池逐步受到重视。2017年1月和3月，工信部相继发布了《新能源汽车推广应用推荐车型目录》(17年第1和2批)：第一批中三元电池70款占比38%，第二批中三元电池55款占比27.3%；下游应用领域看，三元动力电池主要集中于乘用车和物流车领域。值得注意的是，第二批目录中客车领域首次出现了三元电池。为此预计三元动力电池将逐渐成为新能源汽车主流技术，看好其市场发展前景。

图7：我国新能源汽车月度销量(辆)及增速



数据来源：中汽协，中原证券

图8：我国新能源汽车月度市场占比



数据来源：中汽协，中原证券

**我国新能源汽车月度产销量稳步向好。**2017年1-3月，我国新能源汽车销量总体持续稳步增长，1月仅5682辆，2-3月分别为1.76和3.11万辆，其中3月同比增长35.68%，17年一季度合计销量5.44万辆，同比下降7.70%。17年1月销量较低主要原因在于受16年行业骗补时间影响，我国新能源汽车推广目录存在一个真空期，伴随17年新目录(已出台3批)出台后销量稳步提升，预计后续仍将提升。随着月度销量提升，我国新能源汽车月度市场占比稳步提升，17年3月占比1.22%，且我国新能源汽车月度销量存在季节因素，总体是1-12月稳中有升，特别是四季度为我国新能源汽车产销旺季。

**新能源汽车租售及运营业务。**公司新能源汽车租售及运营业务主要由民富沃能承接，其主要功能分为两部分：一是汽车研发和设计，包括技术产生、性能匹配等；二是市场运营，涵盖销售、租赁、

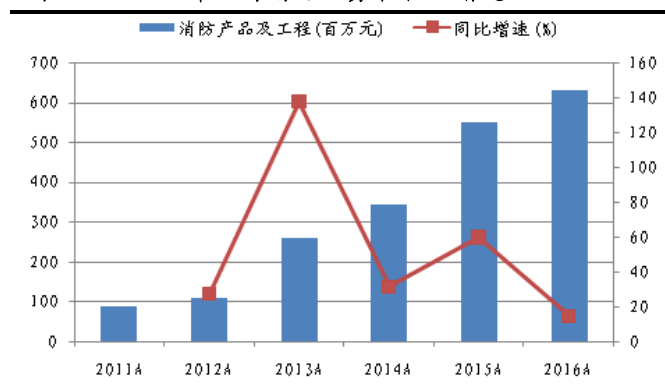
充电桩建设以及维保等。同时结合下游细分市场特点，民富沃能业务模式包括：一是向公交公司直接销售以开拓地方公交运营市场；二是向物流企业租赁物流车形式快速切入物流领域；三是利用互联网平台开展分时租赁、市内新能源客车通勤等业务。2016年，公司新能源汽车销售2122辆。

- **消防业务大幅调整 重点发展消防工程及新能源汽车消防。**公司原消防业务包括气体灭火系统(装置)的生产和销售、火灾报警系统的生产和销售，以及消防工程业务。2016年，公司消防业务板块实现营收6.34亿元，同比增长9.18%，在公司营收中的占比14.21%，其中消防安防工程营收5.30亿元，同比增长25.33%。

考虑公司发展战略，16年公司消防业务进行了重大调整，总体为退出消防产品业务，至16年底：公司处置了从事消防火灾报警业务的北京福赛尔安全消防设备有限公司，未来不再从事该产品销售；处置了从事消防工程业务的控股子公司武汉华盛电子有限责任公司；处置了七氟丙烷业务资产，该业务原来由控股公司陕西捷泰信消防安全设备有限公司承接，处置后变为参股9.17%；气溶胶灭火装置业务大幅萎缩，16年实现营收约1070万元。

结合公司重点发展新能源汽车业务，以及公司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，公司消防业务未来将关注新能源汽车发展过程中的消防安全问题，继续致力于解决电池燃烧发生的灭火问题，电动公交车装备的火灾报警系统和灭火装置的选择，以及对电动客车整车设计提出更严格的安全防火设计。

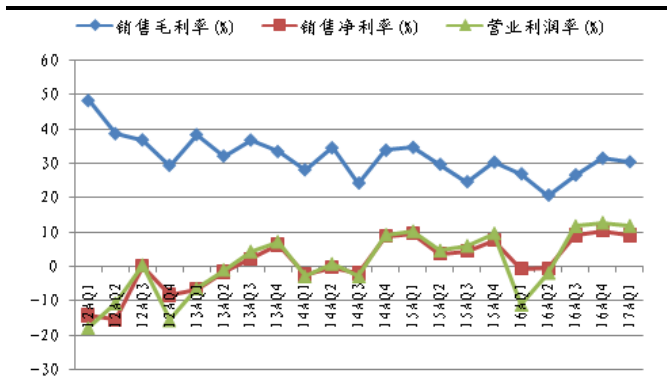
图9：2011-16年公司消防业务营收及增速



数据来源：公司公告，中原证券

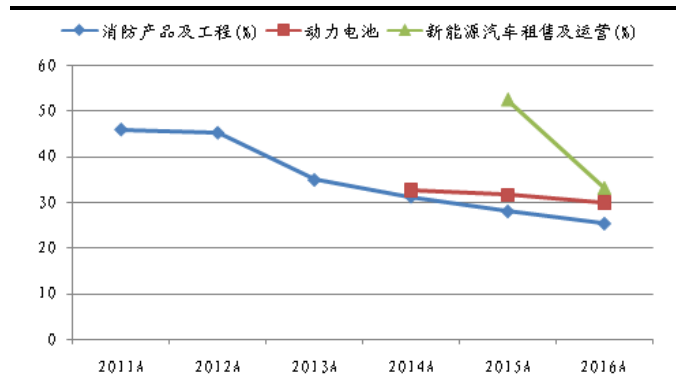
- **盈利能力提升 预计17年将承压。**2017年一季度，公司销售毛利率30.47%，同比提升3.51个百分点；2016年，公司销售毛利率30.07%，同比提升0.76个百分点，盈利能力变化主要是沃特玛并表后营收组成发生重大转变。16年公司分产品毛利率显示：消防产品及工程25.40%，同比回落2.67个百分点；新能源行业30.85%，其中动力电池为29.89%，同比回落1.71个百分点，新能源汽车租售及运营为33.27%，同比回落19.24个百分点。17年我国新能源汽车补贴大幅下滑，新能源整车存在较大的降价压力，预计将逐步传导至动力电池领域，结合行业竞争现状，总体预计17年盈利能力将承压。

图10: 2012-16年公司单季度盈利能力



数据来源: Wind, 中原证券

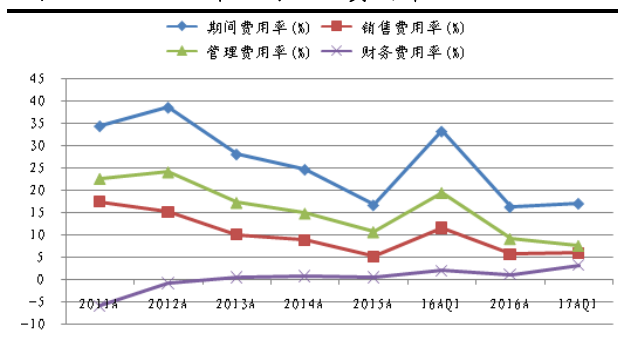
图11: 2011-2016年公司分业务毛利率对比



数据来源: 公司公告, Wind, 中原证券

- **三项费用率显著回落 预计17年总体持平。**2017年一季度,公司三项费用合计支出4.74亿元,对应期间费用率为17.02%,同比显著回落16.27个百分点,原因是沃特玛并表后致营收大幅增长。具体至分项费用:销售费用支出1.70亿元,管理费用为2.15亿元,财务费用为8863万元。沃特玛并表后公司主营业务发生变化,预计17年业绩将大幅增长,全年三项费用率总体基本持平。

图12: 2011-17年公司三项费用率



数据来源: Wind, 中原证券

- **首次给予公司“增持”投资评级。**17年4月公司完成了16年年度分红,其中以资本公积金向全体股东每10股转增10股。预测公司2017年、2018年全面摊薄后EPS分别为0.44元与0.56元,按04月25日10.10元收盘价计算,对应的PE分别为22.92倍与18.02倍。目前估值相对行业水平合理,首次给予公司“增持”投资评级。
- **风险提示:**项目进展不及预期;行业竞争加剧;新能源汽车推广不及预期;系统风险。

## 盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	44.67	113.39	151.21	191.33
增长比率(%)	668.45	153.82	33.35	26.53
净利润(百万元)	4.25	10.72	13.63	16.49
增长比率(%)	1100.42	152.48	27.16	20.96
每股收益(元)	0.17	0.44	0.56	0.68
市盈率(倍)	57.87	22.92	18.02	14.90

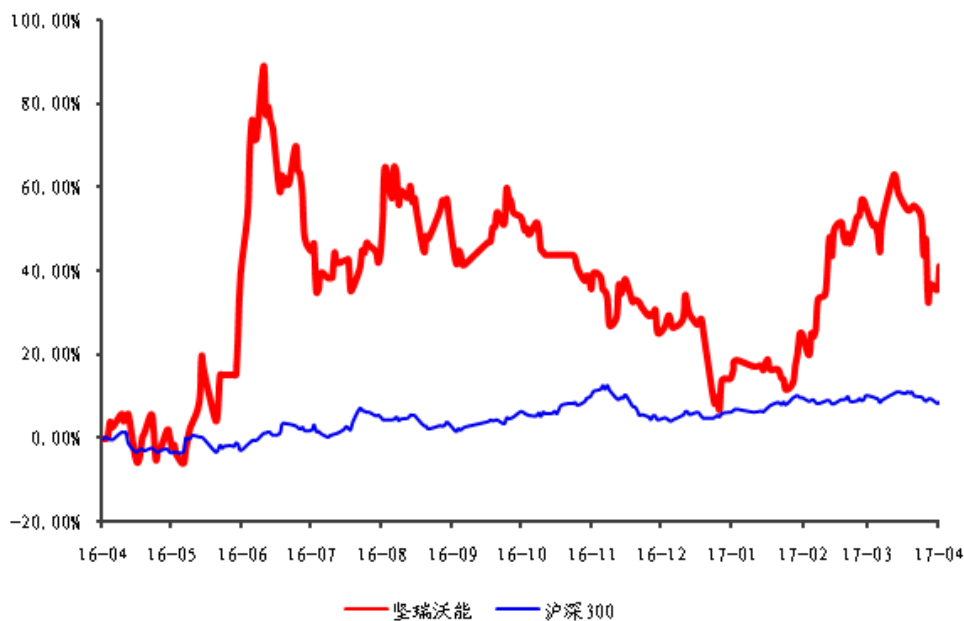
## 市场数据(2017年04月25日)

收盘价(元)	10.10
一年内最高/最低(元)	13.51/6.56
沪深300指数	3440.97
市净率(倍)	3.14
流通市值(亿元)	68.26

## 基础数据(2017年03月31日)

每股净资产(元)	6.65
每股经营现金流(元)	(0.75)
毛利率(%)	30.47
净资产收益率-摊薄(%)	3.14
资产负债率(%)	66.14
总股本/流通股(万股)	121626/33794
B股/H股(万股)	0/0

## 个股相对沪深300指数走势



## 附：公司盈利预测

资产负债表					利润表				
(百万元)					(百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>12388</b>	<b>23205</b>	<b>30974</b>	<b>39143</b>	<b>营业收入</b>	4467	11339	15121	19133
现金	1400	3515	4687	5931	营业成本	3124	8011	10718	13601
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税费	33	83	109	136
应收票据	1619	3402	4536	5740	销售费用	259	686	907	1148
应收款项	5598	7282	9735	12322	管理费用	415	1043	1388	1741
存货	3161	8011	10718	13601	财务费用	51	87	187	304
其他	610	996	1297	1548	资产减值损失	79	88	93	114
<b>非流动资产</b>	<b>8728</b>	<b>14973</b>	<b>20464</b>	<b>26018</b>	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期股权投资	12	12	12	12	投资收益	13	15	15	15
固定资产	1964	1862	1745	1647	<b>营业利润</b>	<b>518</b>	<b>1356</b>	<b>1733</b>	<b>2103</b>
无形资产	459	436	415	394	营业外收入	43	35	35	35
其他	6292	12663	18292	23966	营业外支出	4	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>21116</b>	<b>38179</b>	<b>51438</b>	<b>65161</b>	<b>利润总额</b>	<b>557</b>	<b>1388</b>	<b>1765</b>	<b>2135</b>
<b>流动负债</b>	<b>10059</b>	<b>22334</b>	<b>32053</b>	<b>41813</b>	所得税	128	305	388	470
短期借款	2164	6450	10881	15010	<b>净利润</b>	<b>428</b>	<b>1083</b>	<b>1377</b>	<b>1665</b>
应付帐款	5236	9613	12861	16322	少数股东权益	4	11	14	17
预收帐款	104	654	957	1278	<b>归属母公司净利润</b>	<b>425</b>	<b>1072</b>	<b>1363</b>	<b>1649</b>
其他	2555	5617	7354	9203	<b>EPS (元)</b>	<b>0.17</b>	<b>0.44</b>	<b>0.56</b>	<b>0.68</b>
<b>长期负债</b>	<b>3202</b>	<b>6908</b>	<b>9071</b>	<b>11369</b>					
长期借款	628	628	628	628	<b>主要财务比率</b>				
其他	2575	6280	8443	10741		<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债合计</b>	<b>13261</b>	<b>29241</b>	<b>41124</b>	<b>53181</b>	<b>每股指标</b>				
股本	1216	1216	1216	1216	每股收益	0.57	0.88	1.12	1.36
资本公积金	6104	6104	6104	6104	每股经营现金	0.61	1.74	0.96	1.02
未分配利润	507	1472	2699	4183	每股净资产	6.44	7.32	8.44	9.80
少数股东权益	20	31	45	62	<b>增长率</b>				
<b>母公司所有者权益</b>	<b>7834</b>	<b>8906</b>	<b>10269</b>	<b>11918</b>	营业收入增长率	668.45%	153.82%	33.35%	26.53%
<b>负债及权益合计</b>	<b>21116</b>	<b>38179</b>	<b>51438</b>	<b>65161</b>	营业利润增长率	1053.13%	161.75%	27.80%	21.35%
					净利润增长率	1100.42%	152.48%	27.16%	20.96%
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率	30.07%	29.35%	29.12%	28.91%
					净利率	9.50%	9.45%	9.01%	8.62%
					ROE	5.42%	12.04%	13.27%	13.83%
					ROIC	3.98%	6.86%	6.75%	6.71%
					<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	<b>-2154</b>	<b>2486</b>	<b>1502</b>	<b>1897</b>	资产负债率	62.80%	76.59%	79.95%	81.62%
净利润	428	1083	1377	1665	流动比率	1.23	1.04	0.97	0.94
资产减值准备	79	88	93	114	速动比率	0.92	0.68	0.63	0.61
折旧摊销	174	161	162	162	<b>营运能力</b>				
财务费用	51	87	187	304	资产周转率	0.40	0.38	0.34	0.33
投资收益	13	15	15	15	存货周转率	1.83	1.43	1.14	1.12
营运资金变动	0	1082	-301	-334	应收帐款周转率	1.56	1.87	1.93	1.88
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1263</b>	<b>-4572</b>	<b>-4574</b>	<b>-4478</b>	<b>估值比率</b>				
资本支出	0	0	0	0	PE	57.87	22.92	18.02	14.90
其他投资	-1263	-4572	-4574	-4478	PB	1.57	1.38	1.20	1.03
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4156</b>	<b>4205</b>	<b>4244</b>	<b>3825</b>					
借款变动	0	6	0	0					
其他	4156	4199	4244	3825					
<b>现金净增加额</b>	<b>739</b>	<b>2119</b>	<b>1172</b>	<b>1244</b>					

资料来源：公司报表、中原证券



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。