

审慎推荐-A (首次)

珈伟股份 300317.SZ

当前股价: 16.59 元
2017年08月28日

业绩保持高增长, 看好固态电池未来布局

基础数据

上证综指	3363
总股本(万股)	85449
已上市流通股(万股)	29469
总市值(亿元)	142
流通市值(亿元)	49
每股净资产(MRQ)	5.6
ROE(TTM)	8.7
资产负债率	48.7%
主要股东	振发能源集团有限公司
主要股东持股比例	26.39%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

彭琪

0755-83174724
pengqi@cmschina.com.cn
S1090514080003

寸思敏 (研究助理)

cuansimin1@cmschina.com.cn

李懿洋 (研究助理)

liyiyang@cmschina.com.cn

事件:

公司发布 2017 年半年度报告, 实现营收 21.17 亿 (+62.91%), 归母净利润 2.26 亿 (+84.49%), 毛利率 24.23%, 财务费用率 2.88%, 整体业绩符合预期。公司光伏产品销售增加及 EPC 项目和共享单车业务的增长是净利润增长的主要因素。看好公司业绩高增长以及对固态电池未来布局, 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.68/0.96/1.34 元, 给予“审慎推荐-A”投资评级。

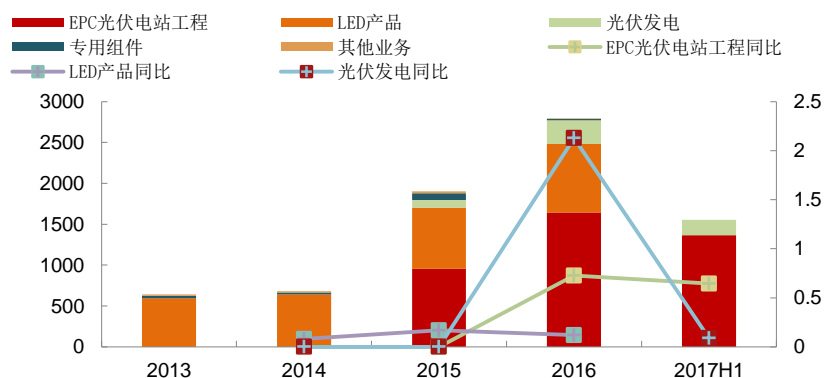
评论:

1、17 年 H1 归母利润增速强势, 预计下半年势头持续

公司上半年归母净利润增速迅猛, 主要原因一方面是公司光伏行业今年上半年的势态良好, 同比去年营收增加 72.08%, 其中光伏电站 EPC 业务营业收入 13.66 亿 (+76.03%), 毛利率同比上涨 5.85%; 光伏与 LED 照明产品收入 5.61 亿 (+41.7%); 光伏发电及运营 1.89 亿 (+48.08%), 该业务毛利率高达 64.14%。另一方面, 去年年底起, 共享单车行业呈现出爆发式增长, 公司利用自身在 LED 照明业务上所积累的小型光伏储能系统研发经验, 依靠自身技术优势, 为该行业的龙头企业提供移动能源服务, 带来了一部分新增利润。此外, 公司去年六月以发行股份的方式购买储阳光伏所持国源电力 100% 股权, 于今年年初并表, 带来一部分利润增量。剔除并表影响后, 公司营业收入 20.67 亿 (+29.06%), 净利润 2.01 亿 (+64.41%), 依然保持高增速。

随着: 1) 光伏照明和光伏电站发展稳定; 2) 共享单车的投放数量和使用人数的不断扩大, 来带的市场规模增量可观, 对公司小型光伏储能应用业务利好; 3) 子公司珈伟龙能锂电池产能 1 亿 WH 的预计于今年 9 月实现量产, 后续产能释放最大可达 21 亿 WH; 预计下半年该增长势头将会持续。

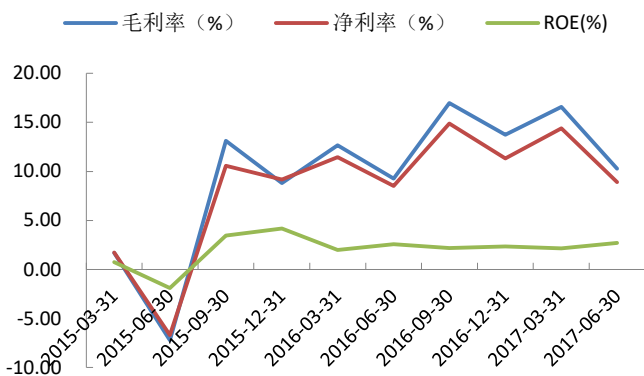
图 1: 公司分业务营收情况一览



资料来源: 公司公告, 招商证券

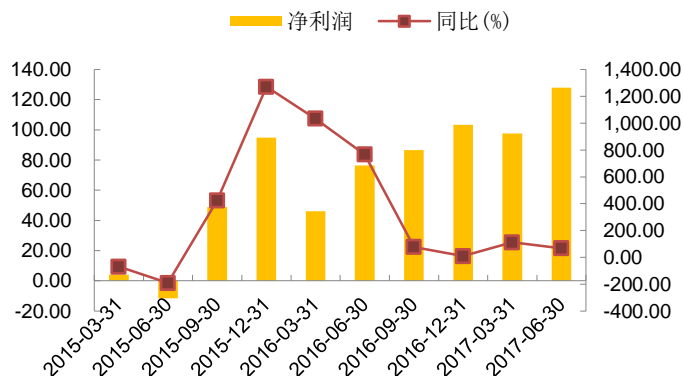
风险提示: 光伏电站效益、共享单车未来的使用量和投放量不及预期

图 2：公司季度毛利率、净利率、ROE 变化



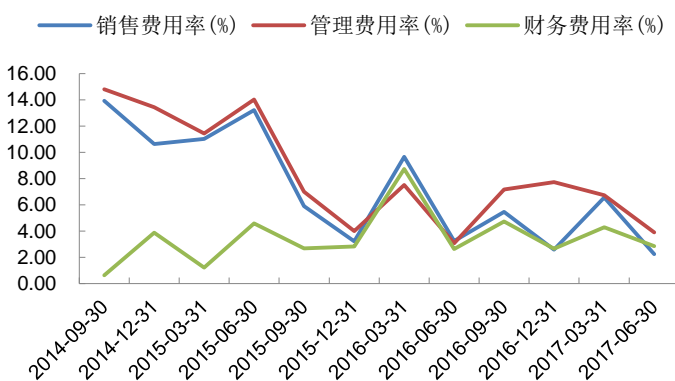
资料来源：公司公告，招商证券

图 3：公司季度净利润变化及同比



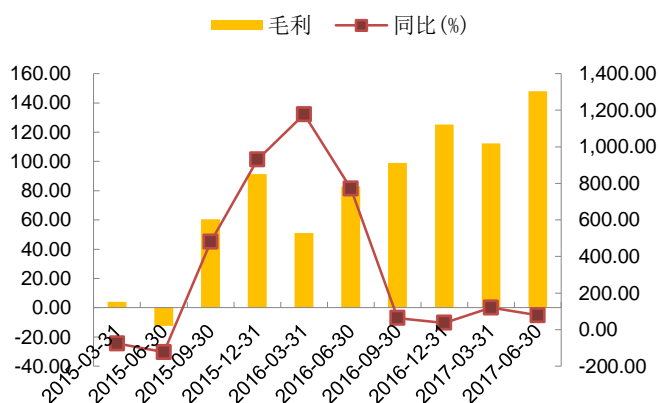
资料来源：公司公告，招商证券

图 4：公司三费比例变化情况



资料来源：公司公告，招商证券

图 5：公司季度毛利变化及同比



资料来源：公司公告，招商证券

2、光伏电站 EPC 稳步增长，收购并表效益渐显。

据中电联电力工业运行简况，17 年前 7 月我国光伏装机达到近 34.92GW，已超 16 年全年的 34.54GW，单 7 月份一个月就有 10.52GW。国家能源局指导意见显示，到 2020 年光伏电站建设规模将达 86.6GW，照此估计 17-20 年 CAGR 为 25.83%。光伏业务是公司的传统业务，生产技术和市场占有率皆为国内前列。公司在该业务今年的新开工项目和开工规模都同比增速较快，目前公司持有电站 364 兆瓦。其中，公司为中山上品专项设计的 548.8KW 屋顶光伏电站日发电 3000KWh。本项目首次使用组件效率 17.4% 的单晶 SUNPOWER 组件，和组件效率 16.7% 的 MWT 多晶光伏电池组件，效率均领先于市场。预计未来 25 年总计发电 1.2 亿度电，相当于 3833 吨煤燃烧释放的能量，可减少二氧化碳排放 9584 吨，带来的经济效益和环保效益皆可观。

表 1: 光伏电站相关项目情况一览

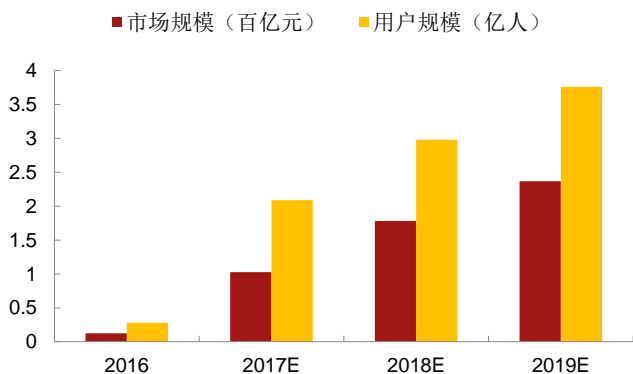
序号	项目公司	规模 (MW)	并网电价 (元)	运营年限 (年)	业务模式	进展情况
1	金昌国源电力	100	1	25	持有运营	已并网
2	金湖振合新能源发电 (一期)	100	1	25	持有运营	已并网
3	高邮振新新能源科技	100	1	25	持有运营	已并网
4	正镶白旗国电光伏发电	20	0.9	25	持有运营	已并网
5	定边珈伟光伏电力	20	0.75	25	持有运营	在建
6	金湖振合新能源发电 (二期)	30	0.93	25	持有运营	已并网
7	宿迁电站	4	0.98	20	持有运营	已并网
8	杜尔伯特蒙古族自治县珈伟光伏	10	0.88	25	持有运营	已并网
9	兴城珈伟光伏	20	0.88	25	自持开发	在建

资料来源: 公司公告、招商证券

3、紧抓共享单车趋势，行业内移动能源供应量最大。

16 年底，ofo 与摩拜的投放量已达到 130 万辆，17 年两家计划投放 2000 万辆，此外共享单车企业也增速猛烈。按照一台单车配备一个移动电源，移动电源单车配套价值测算，市场需求量巨大。公司紧抓共享单车趋势，已成为共享单车行业最大的移动能源提供商，其提供的全球领先的 N 型高效单晶转换效率高达 24.2%，缩短了充电时间。公司正继续加强和摩拜等共享单车企业合作，该项业务将为公司带来新的利润增长点。

图 6: 中国共享单车市场、用户规模及预测



资料来源: 中商产业研究院, 招商证券

图 7: 太阳能板在单车上应用示意图



资料来源: 公司官网, 招商证券

4、投产半固态动力电池，布局未来新能源。

控股子公司珈伟龙能工厂落地如皋，大力开展锂电池研发与生产活动，投资额不低于 6.6 亿。一期产能 1 亿 WH 的锂电池产线预计于今年 9 月实现量产，后续产能释放最大可达 21 亿 WH。公司将要量产锂电池中，一部分是采用半固态电池技术，能够大大提高锂电池的安全性和能量密度，我们认为，固态电池作为下一代锂电池发展大趋势，看好公司利用半固态过渡技术和先发优势。同时与公司已经在研发的石墨烯相关产品结合，研发出在电池容量、充电时间和循环次数上都颇具优势的产品，且石墨烯纳米涂层能够降低制造透明可变形太阳能电池成本。上下游一体化的布局将为公司未来铺就一条新能源发展的道路，带来持续增量。

表 2：规划投产产品性能及应用方向

产品类型	正极材料	负极材料	性能指标				应用方向
			能量密度	高续航里程	充电时间	耐受温度	
快充的钛酸锂电池	复合镍锰基	钛酸锂	70-120Wh/kg, 度电成本较高	>20000 次循环, 24h 不停 10 年	3 分钟	-50°C	固定线路车辆、重卡、拉煤车、轨道车、码头卸货车等
快充的复合材料锂电池	锰基复合材料	碳硅复合材料	120-250Wh/kg	>10000 次循环, 至少 5 年	15 分钟	-40°C	乘用车、物流车、慢速车等
快充的新型磷酸铁锂电池	磷酸铁锂	碳复合材料	90-140Wh/kg	>10000 次循环, 12h 不停 8 年	10 分钟	-40°C	公交车、大客车等
高能量密度锂离子电池	纳米新型层状氧化物	硅碳复合材料	>200Wh/kg	5000 次以上循环	30--60 分钟	-40°C	豪华 SUV、乘用车、无人机、军工特种车辆等

资料来源：公司公告、招商证券

5、盈利预测与评级

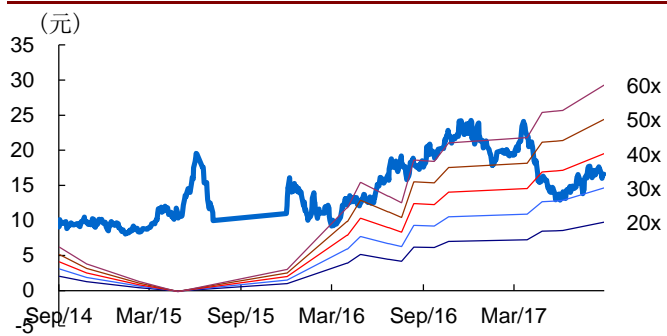
随着接下来光伏照明和光伏电站稳定发展、共享单车的投放数量和使用人数的不断扩大，带来的市场规模增量可观，对公司小型光伏储能应用业务利好和锂电池产能释放、石墨烯研发进展，看好公司未来增长。我们预计公司 17-19 年净利润 5.8 亿、8.2 亿和 11.5 亿，对应 EPS 分别为：0.68 元、0.96 元、1.34 元，维持“强烈推荐-A”投资评级，持续推荐。

表 3：简式盈利预测模型

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1902	2794	4677	6401	8438
同比增长	180%	47%	67%	37%	32%
营业利润(百万元)	144	358	666	946	1322
同比增长	1246%	150%	86%	42%	40%
净利润(百万元)	137	314	580	822	1147
同比增长	1575%	129%	85%	42%	39%
每股收益(元)	0.36	0.66	0.68	0.96	1.34
P/E(倍)	46.5	25.2	24.4	17.2	12.4
P/B(倍)	2.7	1.7	2.6	2.3	2.0

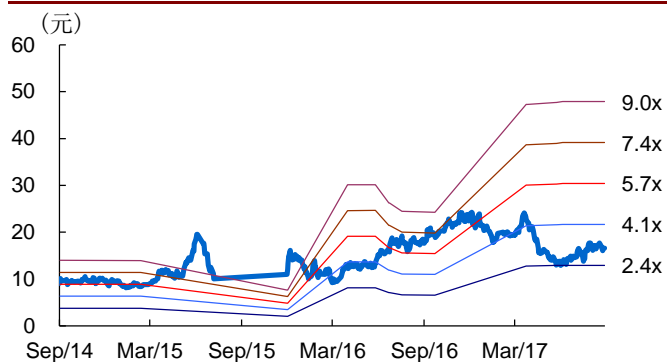
资料来源：招商证券

图 8：珈伟股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 9：珈伟股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3203	4937	7031	9236	11833
现金	539	1327	1000	1000	1000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	2	4	5	7
应收款项	1462	1848	3070	4201	5538
其它应收款	28	40	67	92	122
存货	868	929	1558	2122	2782
其他	306	790	1332	1816	2384
非流动资产	3274	4125	5972	9710	11241
长期股权投资	0	38	38	38	38
固定资产	1780	2354	4214	7962	9502
无形资产	53	51	46	41	37
其他	1441	1682	1675	1669	1664
资产总计	6477	9062	13004	18946	23074
流动负债	2647	3051	6096	11325	14416
短期借款	475	765	2522	6546	8226
应付账款	1065	1224	2068	2816	3692
预收账款	344	336	567	772	1012
其他	762	726	939	1191	1486
长期负债	1476	1450	1450	1450	1450
长期借款	1442	1356	1356	1356	1356
其他	35	94	94	94	94
负债合计	4123	4500	7546	12775	15866
股本	384	477	854	854	854
资本公积金	1724	3529	3529	3529	3529
留存收益	212	518	1041	1761	2806
少数股东权益	34	37	33	27	19
归属于母公司所有者权益	2320	4524	5424	6144	7189
负债及权益合计	6477	9062	13004	18946	23074

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	143	249	(234)	179	522
净利润	137	314	580	822	1147
折旧摊销	68	140	147	251	464
财务费用	48	102	100	100	100
投资收益	(1)	0	0	0	0
营运资金变动	(110)	(305)	(1077)	(1013)	(1201)
其它	2	(2)	16	19	12
投资活动现金流	(371)	(401)	(2000)	(4000)	(2000)
资本支出	(422)	(237)	(2000)	(4000)	(2000)
其他投资	51	(163)	0	0	0
筹资活动现金流	154	948	1907	3821	1478
借款变动	(1371)	(868)	1687	4024	1680
普通股增加	244	93	377	0	0
资本公积增加	1356	1805	0	0	0
股利分配	(11)	(46)	(57)	(102)	(102)
其他	(64)	(37)	(100)	(100)	(100)
现金净增加额	(74)	796	(327)	0	0

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1902	2794	4677	6401	8438
营业成本	1430	2026	3421	4660	6109
营业税金及附加	8	6	9	13	17
营业费用	103	107	178	250	338
管理费用	118	147	248	378	498
财务费用	48	96	100	100	100
资产减值损失	49	55	55	55	55
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	0	0	0	0
营业利润	144	358	666	946	1322
营业外收入	22	6	6	6	6
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	165	364	671	952	1327
所得税	29	52	95	135	188
净利润	136	312	576	817	1139
少数股东损益	(1)	(2)	(4)	(6)	(8)
归属于母公司净利润	137	314	580	822	1147
EPS (元)	0.36	0.66	0.68	0.96	1.34

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	179.68%	46.88%	67.39%	36.85%	31.84%
营业利润	-1246.10%	149.69%	85.72%	42.10%	39.74%
净利润	15.7%	1.3%	0.8%	0.4%	0.4%
获利能力					
毛利率	24.8%	27.5%	26.8%	27.2%	27.6%
净利率	7.2%	11.2%	12.4%	12.8%	13.6%
ROE	5.9%	6.9%	10.7%	13.4%	16.0%
ROIC	3.7%	5.8%	7.0%	6.4%	7.3%
偿债能力					
资产负债率	63.7%	49.7%	58.0%	67.4%	68.8%
净负债比率	29.6%	24.2%	29.8%	41.7%	41.5%
流动比率	1.2	1.6	1.2	0.8	0.8
速动比率	0.9	1.3	0.9	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4
存货周转率	2.1	2.3	2.8	2.5	2.5
应收帐款周转率	2.3	1.7	1.9	1.8	1.7
应付帐款周转率	2.3	1.8	2.1	1.9	1.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.36	0.66	0.68	0.96	1.34
每股经营现金	0.37	0.52	-0.27	0.21	0.61
每股净资产	6.05	9.49	6.35	7.20	8.42
每股股利	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
估值比率					
PE	46.5	25.2	24.4	17.2	12.4
PB	2.7	1.7	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	-51.4	-21.4	-13.4	-9.4	-6.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究10年。2008年获得英国金融时报与Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。2011年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球第四名、金牛奖最佳分析师第三名。2012年入围新财富最佳分析师评选，2013年水晶球第四名，新财富最佳分析师第五名。2014年水晶球第一名，新财富最佳分析师第二名。2015年水晶球公募第一名，新财富最佳分析师第三名。2016年金牛奖第二名，新财富最佳分析师第五名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。