

**纳川股份(300198)/其他建材**
**坚定转型，锰系电池龙头横空出世**
**评级：买入(首次)**

市场价格：5.75

目标价格：8

分析师：邵晶鑫

执业证书编号：S0740517010005

电话：

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

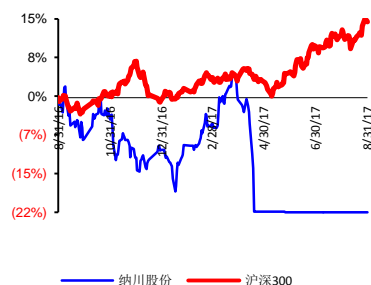
联系人：陈亚琼

电话：021-20315201

Email: chenyaq@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,032
流通股本(百万股)	782
市价(元)	5.75
市值(百万元)	5,931
流通市值(百万元)	4,494

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1308	1117	1292	1642	1921
增长率 yoy%	31%	-15%	16%	27%	17%
净利润	27	64	99	188	234
增长率 yoy%	-46%	139%	56%	89%	24%
每股收益(元)	0.03	0.06	0.10	0.18	0.23
净资产收益率	4.3%	4.9%	5.5%	9.4%	10.4%
P/E	222	93	60	32	25
PEG	4.2	2.3	2.3	0.6	0.6
P/B	5	4	4	3	3

**投资要点**

- 坚定转型新能源汽车，布局再添动力电池。**公司参与设立的新能源产业股权投资基金启源纳川，支付现金 18.64 亿元获得星恒电源 61.59% 的股权。实际控制人控制的企业参与设立动力电池股权投资基金九派远江基金以受让及增资的方式最终获得惠州亿鹏 51% 的股权。公司战略转型新能源汽车领域，前期收购福建万润布局动力总成领域，并通过布局塔塔科技、川流运营进入新能源车租赁运营领域。此次布局星恒电源和惠州亿鹏是公司完善新能源车关键零部件领域的重要举措，该业务一方面将与福建万润充分共享客户优势、增强客户绑定关系，另一方面将与下游运营端布局产生协同，以下游运营需求拉动核心零部件销售，核心零部件供应也将有利于运营端的低成本运作。
- 锰系电池，被忽略的高性价比产品。**锰酸锂电池具有高安全性、优越的低温和倍率放电性能，但能量密度略显不足，因此其一大应用为电动工具领域。通过混合一定比例三元 NCM 后可提高电池能量密度并改善性能，目前日韩已将此路线大量用于动力领域，技术已相对成熟并得到市场验证。近年来该路线在国内也得到大力研发和推广，在动力电池降价大趋势下，我们判断锰系电池有望凭借其高性价比扩大在新能源汽车领域的应用范围和市场空间。
- 星恒电源，锰系电池真龙头。**星恒战略定位自行车、物流车、乘用车三大应用领域，已在自行车、物流车领域取得较大市场份额和客户优势，乘用车市场正处大力推进过程，电池已入选今年推荐车型目录中 30 款车型，包括专用车以及乘用车，涵盖 12 家整车企业。2016 年星恒实现 1.04 亿元净利润，2017 上半年净利润已达到 1 亿元，盈利水平大幅增强。公司是国内锰系电池的龙头企业，目前正努力研发推广可用于不同领域的锰系电池产品，2019 年产能将扩至 8GWH，未来有望凭借产品的低成本、高性能占据自行车、物流车的高市场份额，并在乘用车领域争得一席之地。
- 投资建议：**我们预计 2017-2019 年公司将实现营业收入 12.92/16.42/19.21 亿元，同比增长 16%/27%/17%；归母净利润 0.99/1.88/2.34 亿元，同比增长 56%/89%/24%；EPS 分别为 0.10/0.18/0.23 元，当前股价对应 PE 为 60/32/25 倍。考虑到公司拟进一步收购启源纳川和其他股东所持有的星恒电源股权，正积极推动相关事宜，且星恒承诺 2017 -2019 年度备考净利润分别不低于 2、3、4 亿元，如果后续完成收购将大幅提升公司业绩，业绩增速将进一步提升。我们看好公司在新能源汽车行业的转型和布局，给予公司目标价 8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示事件：**上市公司收购星恒电源事项仍存在一定不确定性；新能源汽车产业基金存在的管理风险；新能源车行业政策不达预期；新能源商用车销量增速不达预期；PPP 业务推进不达预期。

## 内容目录

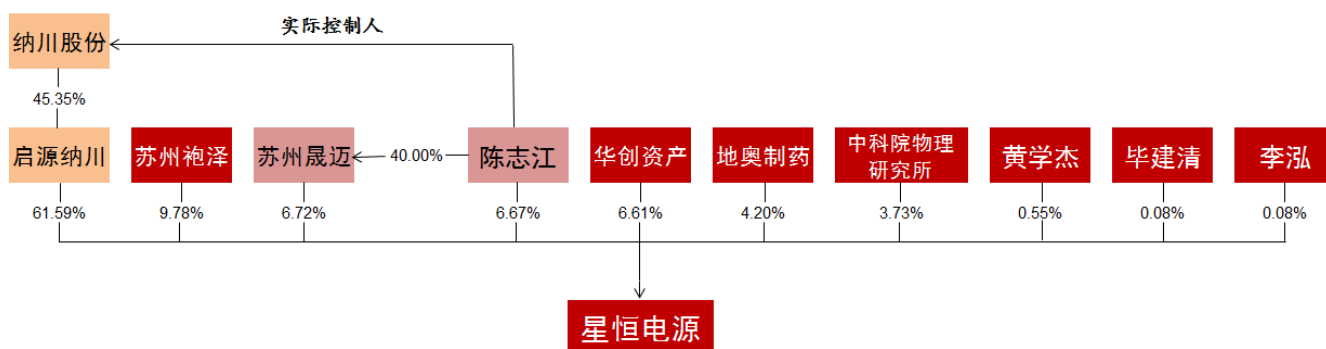
坚定转型，锰系电池龙头横空出世.....	- 4 -
产投基金收购星恒电源，切入动力电池领域.....	- 4 -
星恒电源，锰系电池龙头.....	- 4 -
锰系电池，被忽视的另一大电池体系.....	- 6 -
三大应用体系同步开拓，星恒业绩高增可期.....	- 8 -
拟进一步收购启源纳川和其他股东所持有的星恒电源股权.....	- 10 -
新能源汽车业务布局日趋完善.....	- 10 -
完善动力电池布局.....	- 10 -
福建万润，动力总成领军企业.....	- 11 -
川流+嗒嗒，运营领域多方位布局.....	- 12 -
传统业务稳增长.....	- 12 -
近年业绩趋势向好.....	- 14 -
盈利预测及投资建议.....	- 15 -
风险提示.....	- 16 -

## 坚定转型，锰系电池龙头横空出世

### 产投基金收购星恒电源，切入动力电池领域

- 公司公告，参与设立的新能源产业股权投资基金启源纳川，支付现金 18.64 亿元获得星恒电源 61.59%的股权。收购完成后，纳川股份间接持有星恒电源 28%股权，公司实际控制人陈志江通过直接或间接持有星恒电源 9.36%股权。

图表 1：收购完成后星恒电源股权结构



来源：公司公告、中泰证券研究所

### 星恒电源，锰系电池龙头

- **星恒电源，专注于轻型车与新能源汽车市场。**星恒自 2003 年成立以来一直致力于动力锂电池的研发、生产、销售，在国内率先实现了电池的二次寿命和梯次利用，发展初期主要专注于轻型车市场。2014 年起开始布局切入新能源汽车领域，其超级锰酸锂产品凭借强性价比优势快速进入电动物流车供应体系，并成为国内多家新能源物流车企业的第一供应商。
- **超级锰酸锂产品，具备强性价比。**星恒专注锰酸锂电池技术 14 年，其超级锰酸锂产品采用独特的方形铝壳叠片的工艺路线，电池制造成本低。该产品具有强性价比，较好的安全性能、低温性能和大电流放电性能，同时循环性能达到 2000 次以上，体积比能量密度、重量比能量密度分别达到 360Wh/l、170Wh/kg。  
**产能稳步扩张。**星恒目前拥有 2.5GWH 锰酸锂电池产能，规划在 2018-2020 年每年增加 2 条新电池生产线（年增加产能约 3GWH），预计到 2019 年公司可超过 8GWH 的电池产能。  
除锰酸锂外，星恒还拥有 50Ah 磷酸铁锂电芯生产、销售业务，磷酸铁锂产品主要出口至欧洲、韩国，主要应用于新能源汽车、高尔夫球车等。
- **拥有优质国内外客户资源。**轻型车领域，公司主要客户主要为国内外知名电动自行车制造商。  
**国内：**传统电动自行车整机厂及新兴共享电单车制造商或运营商；传统主要为电动自行车前四大品牌爱玛、雅迪、新日、绿源（平均供应比例大于 80%）；共享电单车客户有蜜蜂出行等。  
**国外：**欧洲本土一流自行车品牌，如荷兰第一大自行车集团 Accell 集团

旗下品牌 Sparta、Batavus、法国一线自行车品牌 Cycleurope、法国邮政等。

**新能源汽车领域：**重庆瑞驰、东风小康、长安、东风股份、扬子江、奥新新能源等。在今天的推荐车型目录中，星恒已入选车型达到 30 款，类型包括专用车以及乘用车，涵盖 12 家整车企业。

**图表 2：2017 推荐车型目录配套车型**

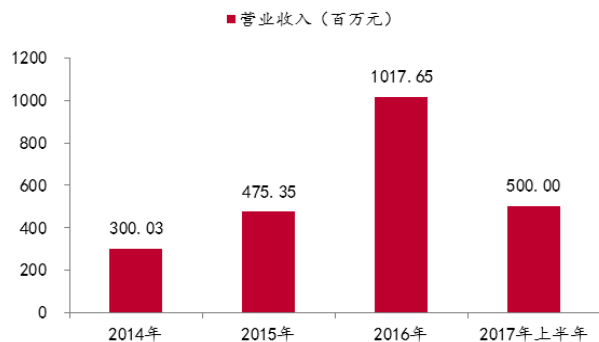
序号	品牌	整车厂	车辆名称	推广目录批次
1	瑞驰牌	重庆瑞驰汽车实业有限公司	纯电动厢式运输车	2017 年第一批
2			纯电动邮政车	2017 年第一批
3			纯电动封闭货车	2017 年第四批
4			纯电动邮政车	2017 年第四批
5	长城牌	北京和田汽车改装有限公司	纯电动厢式运输车	2017 年第五批
6	东风牌	东风汽车公司	纯电动厢式运输车	2017 年第一批
7			纯电动厢式运输车	2017 年第一批
8			纯电动厢式运输车	2017 年第一批
9			纯电动厢式运输车	2017 年第二批
10			纯电动厢式运输车	2017 年第四批
11			纯电动轿车	2017 年第三批
12			纯电动轿车	2017 年第三批
13			风神牌	
14	东风牌	东风小康汽车有限公司	纯电动厢式运输车	2017 年第一批
15			纯电动多用途乘用车	2017 年第二批
16	蓝速牌	航天新长征电动汽车技术有限公司	纯电动冷藏车	2017 年第一批
17			纯电动厢式运输车	2017 年第一批
18	金龙牌	厦门金龙联合汽车工业有限公司	纯电动城市客车	2017 年第二批
19	扬子江牌	扬子江汽车集团有限公司	纯电动厢式运输车	2017 年第五批
20			纯电动厢式冷藏车	2017 年第五批
21			纯电动厢式运输车	2017 年第五批
22			纯电动仓棚式运输车	2017 年第五批
23	解放牌	一汽解放青岛汽车有限公司	纯电动厢式运输车	2017 年第三批
24	长安牌	重庆长安汽车股份有限公司	纯电动厢式运输车	2017 年第一批
25			纯电动多用途乘用车	2017 年第二批
26			纯电动多用途乘用车	2017 年第二批
27	五菱牌	柳州五菱汽车工业有限公司	纯电动厢式运输车	2017 年第四批
28	五菱牌		纯电动厢式运输车	2017 年第四批
29	解放牌	一汽吉林汽车有限公司	纯电动厢式运输车	2017 年第七批
30	开瑞牌	奇瑞汽车股份有限公司	纯电动厢式运输车	2017 年第七批

来源：公司公告、中泰证券研究所

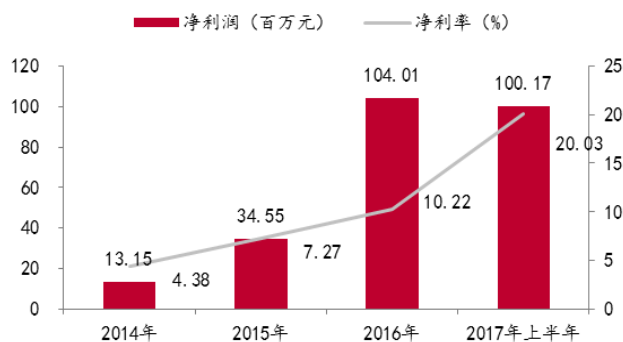
- **业绩大幅增长，盈利能力逐年增强。**2014-2016 年，星恒营业收入从 3 亿元大幅增长至 10 亿元，年平均增长率近 90%；净利润从 0.13 亿元增长至 1.04 亿元，年平均增长率在 180%左右。净利润增速大于营业收入

增速得益于其盈利能力不断增长，净利率从 2013 年的 4.38% 大幅提升至 2016 年的 10.22%。2016 年星恒业绩增长迅速，主要源于物流车以及电动自行车业务同比实现大幅提升。

**2017 年上半年净利润水平达到去年全年水平，净利率翻倍提升。**2017 年上半年公司业绩表现靓丽，净利率达到 20%，相比去年全年增长近 10 个百分点，净利润达到 1 亿元，相当于去年全年利润水平。净利率大幅提升主要由于高毛利业务海外销售的比例提升以及良好的费用和成本控制。

**图表 3：星恒电源历年营收**


来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 4：星恒电源历年盈利情况**


来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 5：星恒电源历年收入结构 (万元)**

	2017年1-6月	2016年	2015年	2014年
<b>电动自行车</b>	<b>37,048</b>	<b>51,231</b>	<b>32,196</b>	<b>24,987</b>
-出口销售	18,314	28,089	18,472	12,179
-国内销售	18,734	23,142	13,724	12,808
<b>物流车业务</b>	<b>12,580</b>	<b>49,436</b>	<b>12,402</b>	-
-出口销售	-	-	-	-
-国内销售	12,580	49,436	12,402	-
<b>通信业务</b>	-	-	-	<b>757</b>
-出口销售	-	-	-	-
-国内销售	-	-	-	757
<b>其他业务</b>	<b>462</b>	<b>1,097</b>	<b>2,938</b>	<b>4,259</b>
-出口销售	-	-	-	-
-国内销售	462	1,097	2,938	4,259
<b>合计</b>	<b>50,090</b>	<b>101,764</b>	<b>47,536</b>	<b>30,003</b>
-出口销售	18,314	28,089	18,472	12,179
-国内销售	31,776	73,675	29,064	17,824
<b>净利润</b>	<b>10,017</b>	<b>10,401</b>	<b>3,455</b>	<b>1,315</b>

来源：公司公告、中泰证券研究所

### 锰系电池，被忽视的另一大电池体系

- 锂电池正极材料将出现多种技术路线并存态势。目前正在使用和开发的锂电池正极材料主要包括钴酸锂、镍钴酸锂、镍锰钴三元材料、锰酸锂、

磷酸铁锂等。根据正极材料分类发展锂离子动力电池路线主要有 3 条：锰酸锂、三元材料和磷酸铁锂。三元材料和锰酸锂主要用于电动工具、电动自行车和电动汽车等领域，在日本与韩国其作为动力电池的技术最为成熟；磷酸铁锂主要在国内的动力电池领域应用，另外还用于基站和数据中心储能、家庭储能、风光电储能等领域。目前这三种材料都有各自的优缺点，并都存在一定的改进空间。我们认为未来正极材料发展趋势将是各种技术路线并存，各种材料都将找到其适用的应用领域，发展空间大小取决于其综合性能改善速度以及产业化推进进程，各大正极企业将在此过程中发挥重要作用。

**图表 6：正极材料性能对比**

正极材料	锰酸锂 LiMn2O4	磷酸铁锂 LiFeP O4	镍钴锰酸锂（三元） Li (NiCoMn) O2	镍钴铝酸锂（三元） Li (NiCoAl)O2
平台电压	3.8V	3.2V	3.6V	3.5V
材料理论容量 (mah/g)	148	170	273	274
循环次数	500 以上（星恒产品可达 2000 次）	2000	2000	
成组能量密度 (wh/kg)	80—120（星恒产品为 120）	100 — 120 （比亚迪为 130，接近极值）	150—200（国内普遍为 120—150）	
成组售价 (元/kwh)	1400—1700（星恒）	1600—2200	1500—2000	
安全性	很好	很好	好	差
充放倍率	很好	差	一般	一般
高温	一般	好	好	差
结构	尖晶石	橄榄石	层状	层状
稳定性	很好	很好	好	差
成本	5-7 万/吨	10 万/吨	18-20 万/吨	
制备工艺	简单	复杂	简单	严苛
适用领域	动力及电动工具	动力和储能	数码和动力	数码和动力

来源：公司公告、中泰证券研究所

#### ■ 锰系电池：兼具性能与成本优势。

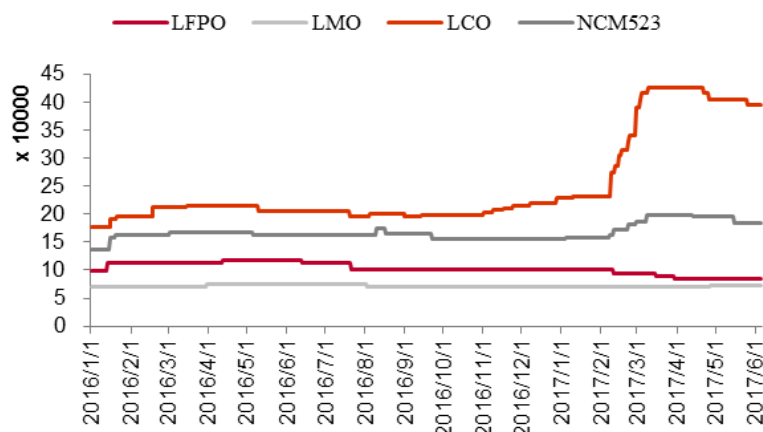
锰酸锂电池具有高安全性、优越的低温和倍率放电性能，但在能量密度上略显不足，因此锰酸锂电池的一大应用就是对能量密度要求较低的电动工具领域。但通过混合一定比例三元 NCM 后可提高电池能量密度并改善性能，海外 LGC、AESC、LEJ 等电池厂商已将该技术路线广泛用于动力电池，该路线已成为日韩动力电池领域的主流技术路线之一。成本方面，锰元素在自然界的矿产资源丰富，正极材料价格相对磷酸铁锂及三元材料更为便宜。目前 NCM523 价格在 20 万元/吨左右，磷酸铁锂在 8.5 万元/吨，而锰酸锂价格仅为 5 万元/吨左右，成本优势明显。

“锰酸锂+三元”组合的技术路线在日韩已广泛用于新能源汽车领域，技术已相对成熟并得到市场验证。近年来该路线在国内也得到大力研发和推广，主要厂家包括星恒、盟固利、惠州亿鹏等。在动力电池降价大趋势下，我们判断锰系电池有望凭借其高性价比扩大在新能源汽车领域的应用范围和市场空间。

**图表 7：锰系动力电池主要厂商及应用**

电池产商	电池系统	汽车品牌（配套车型）
LG 化学	软包电池 LMO 混用体系 或三元体系	一汽/东风/吉利/长城/长安 东风柳汽（景逸 S50 EV）/雪佛兰（沃蓝达、Spark EV、Bolt）/欧宝（Ampera）、/凯迪拉克（ELR）/莱斯科（Pacifica PHEV）/现代（索纳塔 PHEV、索纳塔 HV、Grandeur HV、Avante HV）/起亚（K5 HV、K7 HV、福瑞迪 LPI Hybrid、Venga EV）/沃尔沃（V60 PHEV、XC90 T8 PHEV）/奥迪（Q6 e-tron）/雷诺（ZOE、Twizy、Fluence Z.E）/奔驰（Smart or Two EV）
AESC	方形硬壳/LMO 混用体系或三元体系	雷诺（Kangoo Z.E.）/日产（Leaf、风雅 HV）
LEJ	方形硬壳/LMO 混用体系或三元体系	三菱（高端 G 型 i-MiEV、MINICAB-MiEV、欧蓝德 PHEV）/标致（iOn、Partner）/雪铁龙（C-Zero、Berlingo）
中信国安盟固利	软包/LMO 混用体系或三元体系	郑州宇通、安徽安凯、北汽福田、丹东黄海、中通客车等

来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 8：四种正极材料价格走势图**


来源：公司公告、中泰证券研究所

### 三大应用体系同步开拓，星恒业绩高增可期

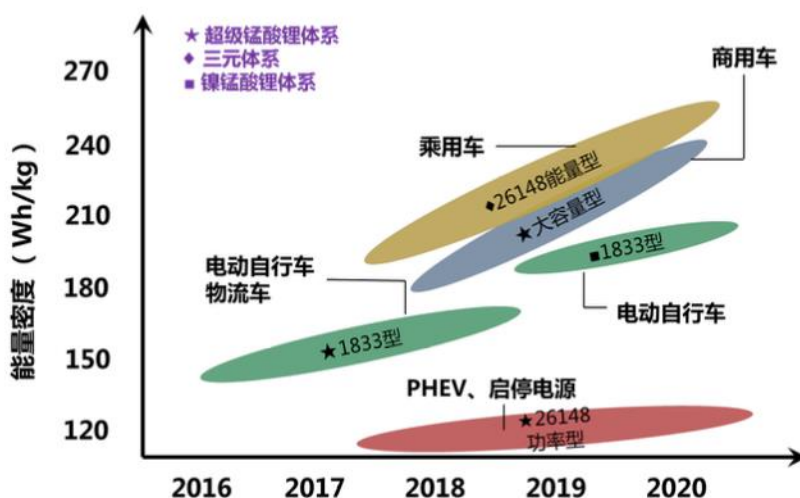
- **公司未来发展战略定位于自行车、物流车、乘用车三大应用领域。**  
 电动自行车将积极把握铅酸锂电化及共享经济带来的市场机会，继续保持市场领先地位。  
 电动物流车领域，一方面保证现有主力客户（如重庆瑞驰、东风小康等）的供应比例；另一方面通过直销和运营双管齐下，快速抢占电动物流车新增市场，争取做到并长期保持国内电动物流车市场占有率第一。  
 电动乘用车领域将加大电动乘用车产品、系统的研发投入，旨在以高性价比突破乘用车市场主要客户，快速打开乘用车市场。
- **产品研发迅速跟进。**  
 星恒整体技术路线是锰锂为主，三元为辅。至 2020 年计划开发出以下 5 种产品分别用于不同市场：  
 1) 1833 型超级锰酸锂体系用于电动自行车、物流车；



- 2) 26148 功率型超级锰酸锂体系用于 PHEV、启停电源；
- 3) 26148 能量型三元体系用于乘用车；
- 4) 大容量型超级锰酸锂用于商用车；
- 5) 1833 型镍锰酸锂体系用于电动自行车。

其中用于纯电动乘用车和 PHEV 的 26148 型电池产线将在 2017 年底建成，产能为 1.3GWH VDA 标准尺寸的 26148 方形铝壳电池产线，可实现锰酸锂和三元两种体系共线生产。该电池产品结构设计简单，成本低于行业内其他厂家约 20%；此外还具备良好的电池循环寿命、能量密度和电池内阻等，具备强竞争优势。

**图表 9：星恒产品开发路线**



来源：公司公告、中泰证券研究所

■ **业绩高增值得期待**

据 EVTank 统计，2016 年星恒电源出货量在全国锂电动力电池生产企业中排名第 14 位。同时星恒电源锂电池在欧洲与德国博世(BOSCH)、BMZ 等世界知名企业竞争中长期保持稳定增长态势，是我国锂电池出口的龙头企业。

**图表 10：2016 年动力电池出货量前 20 名**

排名	企业名	出货量：MWH
1	BYD	8229.76
2	CATL	6261.81
3	沃特玛	2533.64
4	国轩	1928.12
5	力神	1742.73
6	中航锂电	828.77
7	深圳比克	698.24
8	万向	646.22
9	光宇	482.65
10	中信国安	452.78
11	国能电池	432.21

12	银隆	410
13	孚能科技	341.68
<b>14</b>	<b>星恒电源</b>	<b>337.44</b>
15	海四达	262.64
16	天能	214.64
17	微宏动力	210.62
18	钱江锂电	205.03
19	多氟多	171.06
20	中聚电池	164.4

来源：EVTANK，中泰证券研究所

电动物流车正迎来快速发展期，电池成本下降大趋势下锰系电池优势明显，公司已凭借“高性价比产品+优质下游客户”优势在物流车领域占有一定份额，未来有望继续扩大市场份额，实现业绩高增长。

**星恒电源经营团队承诺，2017 年度、2018 年度、2019 年度经审计的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 20,000 万元、30,000 万元和 40,000 万元。**

#### 拟进一步收购启源纳川和其他股东所持有的星恒电源股权

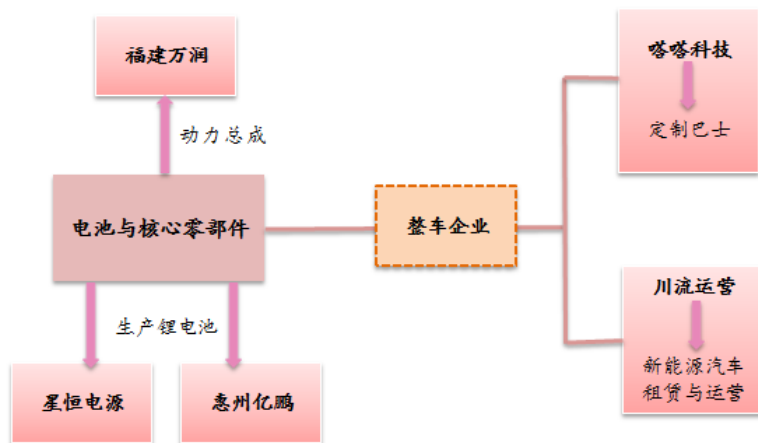
- 公司公告称，本次对外投资参与启源纳川收购星恒电源股份有限公司部分股权是整体收购星恒电源计划的一部分，**公司拟进一步收购启源纳川和其他股东所持有的星恒电源股权**，本次收购后，公司及有关各方将加快推进和各方谈判，组织交易对方及相关中介机构积极推进本次交易方案的商讨、论证及完善工作。若收购成功，星恒电源将为公司业绩增长带来强劲动力。

## 新能源汽车业务布局日趋完善

#### 完善动力电池布局

- 公司战略转型新能源汽车领域，前期收购福建万润布局动力总成领域，并通过布局嗒嗒科技、川流运营进入新能源车租赁运营领域。此次除了启源纳川获得星恒电源 61.59% 的股权外，还公告了实际控制人控制的企业参与设立动力电池股权投资基金九派远江基金，以受让及增资的方式最终获得惠州亿鹏 51% 的股权，交易总金额为人民币 15,300 万元。布局星恒电源和惠州亿鹏是公司完善新能源车关键零部件领域的重要举措，该业务一方面将与福建万润充分共享客户优势、增强客户绑定关系，另一方面将与下游运营端布局产生协同，以下游运营需求拉动核心零部件销售，核心零部件供应也将有利于运营端的低成本运作。

**图表 11：公司新能源车布局**



来源：公司公告、中泰证券研究所

### 福建万润，动力总成领军企业

- 收购福建万润 66%股权，切入新能源汽车动力总成领域。**2014-2017 年，公司分别以 1.61 亿元、0.47 亿元、2.04 亿元收购福建万润 51%、15%、34%的股权，2017 年 4 月，公司完成对福建万润的 100%股权收购。福建万润是我国新能源汽车动力总成领域的领军企业，在产品应用和客户规模上具备较强优势。福建万润承诺 2014 年度、2015 年度、2016 年度经审计的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 3200 万元、4800 万元、7200 万元。2015 年，福建万润实现净利润 7381.73 万元，2016 年实现净利润 6362.43 万元。

**图表 12：福建万润业绩承诺与实现情况**

时间	经审计的扣除非经常性损益后的净利润 (万元)	净利润 (万元)
2014 年	≥3200	
2015 年	≥4800	7381.73
2016 年	≥7200	6362.43

来源：中泰证券研究所

**图表 13：公司收购福建万润**

时间	公告	股权收购	合计持股比例
2014 年	《关于以增资扩股方式收购福建万润新能源科技有限公司股权的公告》	1.61 亿元收购福建万润 51%的股权	51.00%
2015 年	《关于收购福建万润新能源科技有限公司 15%股权的公告》	0.47 亿元收购福建万润 15%的股权	66.00%
2017 年 4 月	《纳川股份:关于收购福建万润新能源科技有限公司 34%股权暨关联交易的公告》	2.04 亿元收购福建万润 34%的股权	100.00%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14: 福建万润客户一览



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 川流+嗒嗒, 运营领域多方位布局

- 2015 年, 福建川流新能源汽车运营服务有限公司成立, 公司通过出资 0.7 亿元持有川流运营 70% 的股权。此次布局是公司进入新能源汽车使用与运营领域的重要举措, 不仅能够及时感知市场环境变化, 还能与福建万润能够实现业务实现协同优势, 有利于进一步强化公司新能源汽车业务竞争力。
- 2016 年, 公司增资 1.28 亿元获得嗒嗒科技 18.69% 的股权。嗒嗒巴士业务为互联网定制巴士, 已快速覆盖了北、上、广、深等多个城市, 是目前覆盖城市最广、开通线路最多、用户使用量最大、市场占有率最高的全国性平台。借助此次参股, 公司享有“业务优先合作权”, 将有效推动新能源汽车相关产品的销售与推广, 实现控股公司间的业务合作与资源共享。

图表 15: 嗒嗒科技承诺三年经营目标

时间	激活用户数 (万名)	注册用户数 (万名)	定制路线数 (条)	签约合作新能源汽车 (台)	合作车企运营新新能源汽车 (台)
2016 年	≥700	≥210	3000	3000	3000
2017 年	≥1200	≥400	4500	6000	6000
2018 年	≥2000	≥600	6000	12000	12000

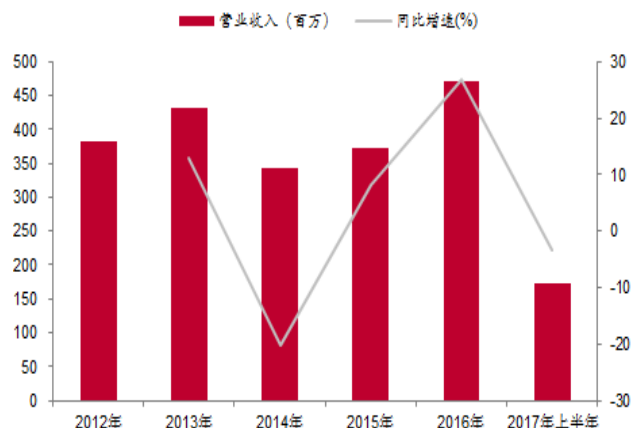
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 传统业务稳增长

- 传统业务持续发力, 保持业绩稳定增长。作为公司的传统业务, 尽管在行业环境影响下管材营业收入出现一定波动, 但总体上该业务始终具备较强的盈利能力, 业绩保持稳定发展。2016 年, 公司的管材销售业务营业收入为 4.72 亿元, 同比增长 26.87%; 2017 年上半年, 公司的管材销售业务营业收入为 1.72 亿元, 同比下降 3.23%。随着公司不断提高产能水平, 持续进行成本管理, 管材销售业务的毛利率一直维持在 35% 以

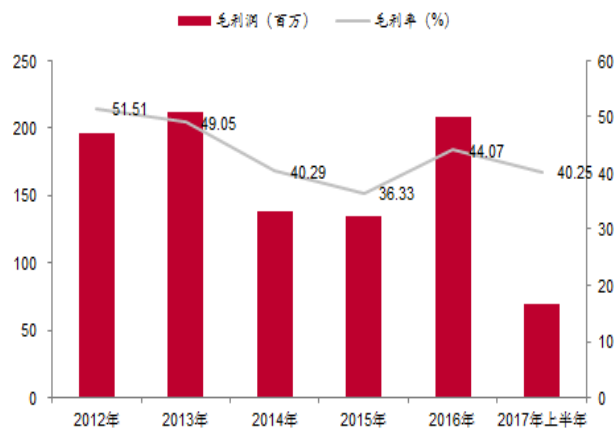
上的较高水平。2017 年上半年公司管材销售业务的毛利率为 40.25%，达到去年同期水平。

图表 16: 2012-2017 年上半年管材销售营收变化



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 17: 2012-2017 年上半年管材销售毛利率变化



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **丰富产品线，应对多样化需求。**公司以 HDPE 缠绕结构壁管为核心，积极研发核级管材产品等新产品，极大地丰富了管材产品构成，现已由 HDPE 缠绕结构壁 B 型管发展为多种类型管，可满足市政工程、核电火电、石油化工、交通枢纽、冶金矿业等领域的多样化需求。目前，公司管材产品已覆盖城市基础设施建设雨水收集、引水、给水、排水、中水回用、工业、燃气、海绵城市建设及核电工业管材等领域；客户涵盖中核总、中电投、中广核、中石油、中石化、大唐能源、国电、华电、华能、华润、中铁、中冶等。

图表 18: 纳川管材业务客户一览



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **扩大产能规模，增强成本优势。**公司 IPO 募集资金净额 6.71 亿元，投资建设纳川管材年产 4800 吨 HDPE 缠绕增强管项目、天津年产 4800 吨 HDPE 缠绕增强管项目和武汉年产 4800 吨 HDPE 缠绕增强管项目，增加多条管材生产线；使用超募资金建设江苏年产 4800 吨 HDPE 缠绕增强管生产项目、四川年产 4800 吨 HDPE 缠绕增强管项目。项目建设

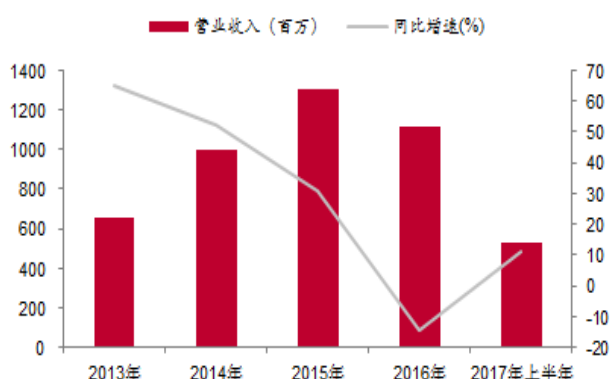
完成后，公司 HDPE 缠绕增强管年产能将增加 2.4 吨。同时公司还布局建设全国生产基地，目前在福建、天津、湖北、江苏等地建立约 10 个管材生产基地，覆盖华北、华中、华东、东南、华南、西南等，拥有 50 多条自动化生产线，公司的管材产品产能规模实现快速扩张，有效提升规模效益，增强管材业务的成本优势。

- **以项目带动公司管材销售业务。**2012 年，公司成功中标总投资额约为 5.6 亿元的崇山污水处理厂、惠西污水处理厂及一期配套管网工程 BT 项目；2013 年，中标 4.5 亿元泉港 BT 项目和 0.93 亿元永春 BT 项目。BT 项目有效带动公司管材销售，拓展公司管材业务的市场份额。2015 年公司中标 6.64 亿元龙岩 PPP 项目；2016 年公司签约总金额 6.88 亿元泉港 PPP 项目；2017 年公司中标 15.38 亿元大理剑川 PPP 项目、10.87 亿元宁城 PPP 项目、将对全年业绩产生正贡献。2017 年上半年，公司 PPP 业务营业收入为 0.35 亿元，毛利率高达 51.93%。

### 近年业绩趋势向好

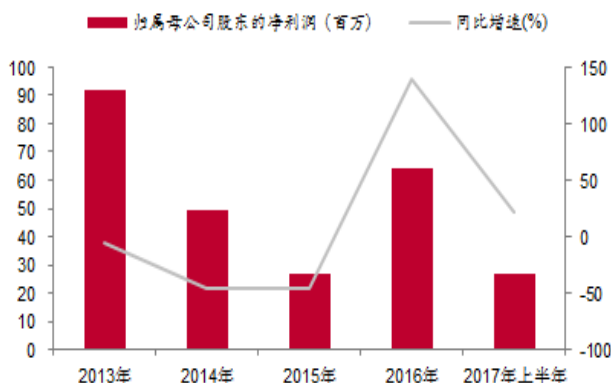
- 2016 年公司实现营业收入 11.17 亿元，同比下降 14.6%；实现归属母公司股东的净利润 0.64 亿元，同比增长 139.67%，盈利能力大幅提升。2017 年上半年实现营业收入 5.29 亿元，同比增长 10.94%；实现归属母公司股东的净利润 0.27 亿元，同比增长 21.56%，业绩保持向好态势。

图表 19：2013-2017 营业收入变化



来源：公司公告，中泰证券研究所

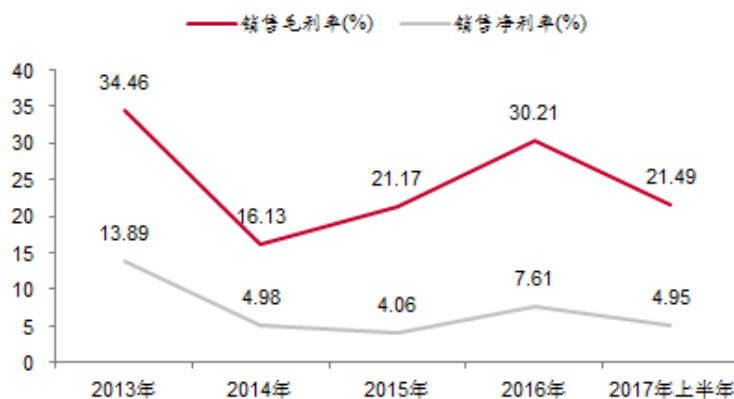
图表 20：2013-2017 归母净利变化



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **盈利水平波动较大。**2016 年公司毛利率为 30.21%，比 2015 年高出 9.04 个百分点；净利率为 7.61%，比 2015 年高出 3.55 个百分点。2017 年上半年，公司毛利率为 21.49%，净利率为 4.95%。从 2014 至 2016 年，公司毛利率实现连续三年快速增长，净利率呈波动上升趋势。2017 年上半年在动力总成业务毛利率大幅下滑影响下，公司整体毛利率也下降了近 10 个百分点至 21.49%，净利率则下滑近 3 个百分点至 4.95%。

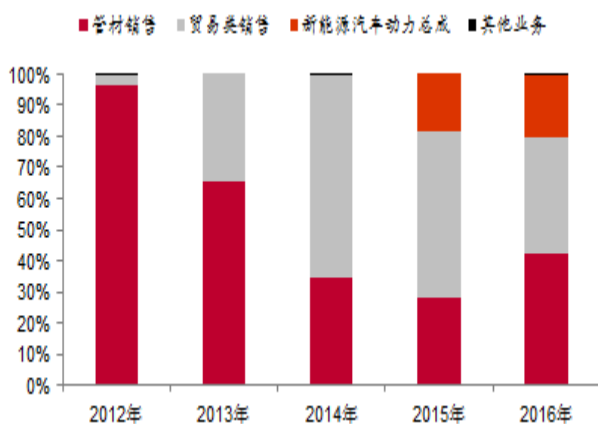
图表 21：2013-2017 毛利率、净利率变化



来源：公司公告，中泰证券研究所

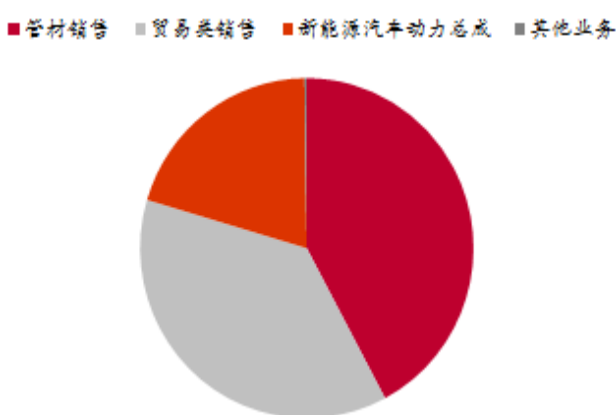
- 2015 年开始公司主营业务主要为管材销售、贸易、新能源车动力总成。其中贸易类销售业务主要来自于子公司福建纳川贸易有限公司，其主要经营销售塑料原料、塑料制品、农副产品、工艺美术品、机械电子设备、矿产品、木材等。

图表 22：2012-2016 年主营构成



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 23：2016 年主营构成



来源：公司公告，中泰证券研究所

## 盈利预测及投资建议

- 我们认为公司的传统管材业务具备较强优势，上半年毛利率高达 42%，预计未来该业务将继续保持较高盈利水平。
- 今年公司参与投资设立 PPP 产业基金，产业基金的成立可帮助公司在实施 PPP 项目时承担融资、出资的功能，并可以帮助公司提高资金运用能力参与到更多规模较大 PPP 项目中去，从而带动公司 PPP 业务板块的快速增长。今年公司分别与泉港石化工业园区签订 PPP 项目合同，预中标宁城县 PPP 项目，7 月确定中标内蒙古 PPP 项目，8 月中标大理剑川剑湖项目，这些订单的签订将给今年业绩带来正贡献。同时我们预计 PPP 订单量有望在明年继续迎来高增长。
- 新能源汽车业务：
  - 1) 福建万润在 2015-2016 年均保持较高营收及毛利率水平，2017 上半年在新能源商用车销量整体低迷下，业绩受到一定影响。但新能源商用车销量已从 6 月份开始迅速回暖，在地补逐步落实后，大巴将迎来招标

和交付旺季；专用车则有望在地方性路权以及其他优惠政策下迎来较大幅度增长，此外新能源专用车具备低运营成本、清洁环保双重优势，各大物流巨头已相继布局，我们预计物流车销量将从今年开始高速增长。在销量回暖以及万润自身优质客户、领先技术的优势下，下半年收入和毛利率都有望得到较大提升。

2) 通过产业基金收购星恒电源、惠州亿鹏后，将与福建万润形成强协同效应，优质客户资源将充分共享，这也将拉动万润的订单提升。此外公司可充分利用星恒电源在动力电池电芯领域的生产技术优势，原材料采购成本上的控制能力和财务状况，及在物流车市场的较大出货量积累的品牌优势，提升公司综合竞争力，加快推动公司在新能源汽车动力电池领域的业务开拓。

- 我们预计 2017-2019 年公司主营业务将实现营业收入 12.92/16.42/19.21 亿元，同比增长 16%/27%/17%；归母净利润 0.99/1.88/2.34 亿元，同比增长 56%/89%/24%；EPS 分别为 0.10/0.18/0.23 元，当前股价对应 PE 为 60/32/25 倍。

考虑到公司拟进一步收购启源纳川和其他股东所持有的星恒电源股权，正积极推动相关事宜，且星恒承诺 2017 -2019 年度备考净利润分别不低于 2、3、4 亿元，如果后续完成收购将大幅提升公司业绩，业绩增速将进一步提升。我们看好公司在新能源汽车行业的转型和布局，给予目标价 8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 24：可比公司估值列表（以 8.31 日股价计）

公司				EPS			PE		
代码	简称	市值（亿元）	股价	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300153.SZ	科泰电源	46.08	14.40	0.22	0.31	0.45	66	47	32
002664.SZ	信质电机	105.45	26.36	0.70	0.88	1.07	38	30	25
002196.SZ	方正电机	47.30	10.49	0.38	0.50	0.63	27	21	17
300048.SZ	合康新能	54.89	4.98	0.20	0.26	0.31	25	19	16
002249.SZ	大洋电机	166.11	7.01	0.26	0.33	0.40	27	21	18

来源：WIND 中泰证券研究所

## 风险提示

- 上市公司收购星恒电源事项尚处推进过程中，仍存在一定不确定性；
- 新能源汽车产业基金作为一项收益较高风险亦较大的投资活动，对管理团队的专业判断、运营、管理存在诸多要求，存在一定的管理风险；
- 新能源车行业政策不达预期；
- 新能源商用车销量增速不达预期；
- PPP 业务推进不达预期。



图表 25: 公司盈利预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1308	1117	1292	1642	1921	成长性					
减: 营业成本	1031	780	972	1164	1327	营业收入增长率	31%	-15%	16%	27%	17%
营业税费	5	8	9	11	13	营业利润增长率	-23%	82%	5%	110%	27%
销售费用	79	95	103	131	173	净利润增长率	-46%	139%	56%	89%	24%
管理费用	88	101	103	131	154	EBITDA增长率	24%	26%	6%	76%	25%
财务费用	34	25	12	20	25	EBIT增长率	18%	34%	-8%	105%	27%
资产减值损失	46	27	20	20	20	NOPLAT增长率	47%	10%	4%	105%	27%
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	投资资本增长率	35%	28%	18%	-6%	17%
投资和汇兑收益	20	(0)	12	14	17	净资产增长率	10%	39%	6%	10%	12%
营业利润	44	81	85	178	226	利润率					
加: 营业外净收支	8	20	20	20	20	毛利率	21%	30%	25%	29%	31%
利润总额	52	101	105	198	246	营业利润率	3%	7%	7%	11%	12%
减: 所得税	(1)	16	5	10	12	净利润率	2%	6%	8%	11%	12%
净利润	27	64	99	188	234	EBITDA/营业收入	8%	13%	12%	16%	17%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	6%	9%	7%	12%	13%
货币资金	325	402	465	591	692	运营效率					
交易性金融资产	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	80	91	88	82	76
应收帐款	624	761	675	1149	985	流动营业资本周转天数	124	180	193	159	147
应收票据	25	80	63	110	82	流动资产周转天数	292	429	417	378	374
预付帐款	35	3	40	15	47	应收帐款周转天数	160	223	200	200	200
存货	203	181	305	18	277	存货周转天数	44	62	68	35	28
其他流动资产	14	11	9	11	10	总资产周转天数	500	730	705	611	575
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资资本周转天数	227	348	369	304	273
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	15	82	82	82	82	ROE	4.3%	4.9%	5.5%	9.4%	10.4%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROA	2.6%	3.5%	3.8%	6.3%	7.4%
固定资产	291	274	355	397	415	ROIC	11.5%	9.4%	7.6%	13.1%	17.8%
在建工程	6	113	82	56	43	费用率					
无形资产	36	56	55	53	52	销售费用率	6.0%	8.5%	8.0%	8.0%	9.0%
其他非流动资产						管理费用率	6.7%	9.1%	8.0%	8.0%	8.0%
资产总额	2077	2455	2607	2971	3165	财务费用率	2.6%	2.2%	1.0%	1.2%	1.3%
短期债务	351	155	259	274	330	三费/营业收入	15.4%	19.8%	17.0%	17.2%	18.3%
应付帐款	196	174	175	282	261	偿债能力					
应付票据	117	180	74	257	153	资产负债率	40.6%	30.0%	30.3%	32.5%	29.3%
其他流动负债						负债权益比	68.4%	42.9%	43.5%	48.2%	41.4%
长期借款	80	116	195	33	65	流动比率	1.61	2.35	2.63	2.04	2.45
其他非流动负债						速动比率	1.34	2.05	2.11	2.02	2.12
负债总额	844	737	790	966	927	利息保障倍数	2.28	4.25	7.87	9.81	9.90
少数股东权益	101	130	130	130	130	分红指标					
股本	416	1032	1032	1032	1032	DPS(元)	0.00	0.01	-	-	-
留存收益	717	556	655	843	1077	分红比率	15.5%	16.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1233	1717	1817	2005	2239	股息收益率	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	53	85	99	188	234	EPS(元)	0.03	0.06	0.10	0.18	0.23
加: 折旧和摊销	34	38	52	65	76	BVPS(元)	1.10	1.54	1.64	1.82	2.04
资产减值准备	46	27	0	0	0	PE(X)	222	93	60	32	25
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	PB(X)	5	4	4	3	3
财务费用	33	26	12	20	25	P/FCF	57	(17)	122	43	64
投资收益	(20)	0	(12)	(14)	(17)	P/S	4.5	5.3	4.6	3.6	3.1
少数股东损益	26	21	0	0	0	EV/EBITDA	57.2	46.2	38.1	20.5	16.5
营运资金的变动	(225)	(104)	(159)	94	(219)	CAGR(%)	52.4%	40.1%	26.0%	52.4%	40.1%
经营活动产生现金	(38)	33	(7)	353	99	PEG	4.2	2.3	2.3	0.6	0.6
投资活动产生现金	(158)	(179)	(88)	(66)	(63)	ROIC/WACC	1.0	0.8	0.6	1.1	1.5
融资活动产生现金	298	231	158	(162)	64	REP	7.0	6.8	6.2	3.6	2.3

来源: WIND, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。