研究所
证券分析师：何魏伟 S0350514090001
0755-23824865 heww@ghzq.com.cn
证券分析师：谭 倩 S0350512090002
010-88576939-808 tanq@ghzq.com.cn

全力开拓 UPS 前后端服务及节能市场，储能和 EV 电池将迎来爆发增长

——雄韬股份（002733）调研简报

调研观点：

1. **制造业服务化转型，全面渗透客户前后端服务市场，利润基点不断拓宽。**公司于 2014 年进行改革，所有部门与客户建立沟通，了解客户新产品的动向，通过向下游渗透，提供全套系统性的服务，帮助客户降低成本、提高效率以更好地满足客户的需求。公司结合融资租赁的方式，帮助大客户解决资金流动问题，扩大电池销售，解决铅酸电池的回收问题，并从中赚取利率差。我们认为其大部分客户的公司采购决策链同样是以全套系统性的方式进行，而非传统的由单一采购部门决策，因此雄韬电源提供整体系统性服务与客户的采购决策方式具有协同性，并且在稳定客户的基础上，公司可以提供包括电池的安装、维护、更换等一系列后端服务，取代传统的电力安装维护公司，为客户节省成本，有效拓宽产品向前后端服务获取利润增长点。我们看好雄韬电源发展集成业务，爆发新增长。

2. **储能龙头崛起，战略签约中科恒源 2 亿元订单。**公司于 2015 年 4 月 24 日公告与“湖南中科恒源科技股份有限公司”（简称“中科恒源”）于 2015 年 4 月 2 日签订《战略合作框架协议》，围绕新能源及绿色能源解决方案形成战略合作关系。中科恒源主要从事清洁能源领域技术的开发、生产与应用，是风能与太阳能应用系统整体解决方案的提供商，其整体解决方案服务主要有照明系统、供电系统、监控系统。根据协议，双方将在大型地面光伏电站建设，光伏离网电站项目建设，以及大型光伏储能系统示范基地建设等项目合作。我们认为在国家新能源政策的引导下，行业极具发展潜力。公司依靠产品和技术优势，抓住新能源发展的契机，结合原有产业资源，致力于成为世界一流绿色能源解决方案提供商。我们同时认为公司战略合作中科恒源在扩大储能业务规模方面形成的协同效应。

3. **传统业务与产品创新，有望发展高效节能模式。**公司主营 UPS 有望结合储能放电，突破在传统应用中，为保障安全性而导致的电池低效使用所造成的资源浪费，通过新的方式实现高效节能，同时通过安全余量控制来保障安全性。公司利用峰值电差，高峰期电池供电而低谷充电的模式，控制安全余量，在安全余量以上循环使用来实现传统业务的创新，促进高效节能。公司着力发展如高温电池等新产品，以高温电池为代表的新产品具有降低运营费用，减少 40%以上碳排放等优势，使公司有望突破由于传统电信行业受到互联网冲击导致的传统业务下滑。我们认为创新的高效节能模式有望为公司带来巨大效益，尤其是在节能环保的政策推动下，此创新模式将会拥有巨大发展空间；我们同时认为新产品的研发或将使公司在电信行业保持稳步增长的态势。

4. **磷酸铁锂电池应用纯电动汽车，开辟广阔前景。**电池作为纯电动汽车的关键，将会在电动汽车行业发展的带动下拥有广阔的市场空间。以磷酸铁锂电池为主的新型电源具有容量高，循环次数高等特点，将代替传统铅酸蓄电池为纯电动汽车提供动力源，可填补铅酸蓄电池能量低、充电速度慢的缺陷，从而提高纯电动汽车的续航能力及使用效率。公司的磷酸铁锂电池项目被国家列为火炬计划重点项目和深圳市科技资助项目，我们

认为汽车工业跨越式发展，以及国家对新能源产业的政策支持，为公司磷酸铁锂电池的开发以及在纯电动汽车的应用开辟了广阔的市场空间。

投资建议:

首次给予公司“买入”评级。我们预测公司 2015-2017 年 EPS 各是 0.61 元、0.88 元、1.18 元，对应当前 PE49.08 倍、33.96 倍、25.27 倍。我们看好公司通过内增与外延结合的方式，发展创新，扩大业务，其中我们尤其看好公司符合节能减排趋势的发展方向。首次覆盖公司，给予“买入”评级。

风险提示: 全球经济下行导致海外市场收缩；人民币升值削弱出口利润；国内储能行业发展低于预期。

表 1 盈利预测

证券代码:	002733.sz	股票价格:	34.18	投资评级:	买入	日期:	2015-5-19

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力				
ROE	9%	10%	14%	17%
毛利率	16%	16%	16%	16%
期间费率	10%	9%	10%	10%
销售净利率	5%	5%	5%	5%
成长能力				
收入增长率	20%	24%	41%	35%
利润增长率	17%	26%	45%	34%
营运能力				
总资产周转率	1.04	1.26	1.63	1.96
应收账款周转率	4.20	5.45	8.69	13.52
存货周转率	3.79	4.22	5.50	6.47
偿债能力				
资产负债率	41%	39%	40%	41%
流动比	2.17	2.20	2.19	2.16
速动比	1.57	1.51	1.52	1.50

每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标				
EPS	0.72	0.61	0.88	1.18
BVPS	8.09	5.71	6.18	6.81
估值				
P/E	47.28	56.43	39.05	29.05
P/B	4.23	5.98	5.53	5.02
P/S	2.35	2.85	2.02	1.49

资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	597	496	639	819
应收款项	471	448	397	345
存货净额	440	490	529	609
其他流动资产	99	122	173	234
流动资产合计	**1607**	**1556**	**1738**	**2007**
固定资产	219	222	240	243
在建工程	17	97	87	87
无形资产及其他	41	41	37	32
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**1899**	**1932**	**2117**	**2385**
短期借款	423	323	273	243
应付款项	247	307	432	584
预收帐款	23	28	40	54
其他流动负债	49	49	49	49
流动负债合计	**742**	**707**	**793**	**930**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	44	44	44	44
长期负债合计	**44**	**44**	**44**	**44**
负债合计	**786**	**751**	**837**	**974**
股本	136	204	204	204
股东权益	1114	1182	1279	1411
负债和股东权益总计	**1899**	**1932**	**2116**	**2385**

利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**1975**	**2443**	**3446**	**4667**
营业成本	1666	2060	2898	3922
营业税金及附加	7	8	12	16
销售费用	75	101	148	200
管理费用	87	116	167	226
财务费用	24	8	12	19
其他费用/（-收入）	(5)	(5)	(2)	(5)
营业利润	**112**	**144**	**209**	**280**
营业外净收支	3	0	0	0
利润总额	**115**	**144**	**209**	**280**
所得税费用	15	19	28	37
净利润	100	125	181	243
少数股东损益	1	2	2	3
归属于母公司净利润	**98**	**124**	**179**	**240**

现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	**96**	**37**	**35**	**18**
净利润	100	125	181	243
少数股东权益	1	2	2	3
折旧摊销	36	26	26	28
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	(41)	(116)	(175)	(256)
投资活动现金流	**(114)**	**(83)**	**(8)**	**(3)**
资本支出	(22)	(83)	(8)	(3)
长期投资	2	0	0	0
其他	(94)	0	0	0
筹资活动现金流	**(83)**	**(157)**	**(133)**	**(142)**
债务融资	88	(100)	(50)	(30)
权益融资	447	0	0	0
其它	(618)	(57)	(83)	(112)
现金净增加额	**(101)**	**(203)**	**(106)**	**(126)**

资料来源：国海证券研究所

【电力设备与新能源小组介绍】

谭　倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，任电力设备与新能源组长，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、天然气、锂电池行业分析师。2014年水晶球公用事业及环保行业第五名，2013年水晶球公用事业及环保行业第四名。

何魏伟：中山大学金融学硕士、武汉大学工学学士，两年核电工作经验，2012年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师，2014年水晶球公用事业及环保行业第五名。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

杨雪：香港中文大学会计硕士，武汉大学金融学、法学双学士，2年证券从业经历，2015年进入国海证券，从事环保与公用事业上市公司研究

【分析师承诺】

何魏伟、谭倩：本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券股票投资评级标准】

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。