

全面转型进军新能源汽车产业链

投资要点

- 近日，公司发布非公开发行股票预案的公告，拟募集18.7亿元加速新能源产业链发展。
- 剥离矿产业务，转型新能源产业。**公司2014年做出向新能源汽车行业转型的战略规划调整，置出传统矿产资源业务，集中精力发展新能源业务。公司现已完成锂电池材料、锂电池组装、新能源汽车以及融资租赁业务的产业布局，逐步打造新能源汽车板块的完整产业链，大大提升公司的可持续发展能力。
- 募集18.7亿元加速新能源产业链发展。**公司10月17日发布非公开发行股票预案的公告，募集资金不超过18.7亿元，用于扩建年产1000万只锂离子动力电池项目、新能源电动客车技改项目、增资交通租赁公司和偿还银行贷款。
- 动力电池新星冉冉升起——宇量电池。**宇量电池主要提供电芯到动力电池组整体解决方案，技术带头人毛焕宇博士是国内18650锂离子电池产业化第一人，依托丰富的研发技术和生产经验，实现整条生产线全工序100%自动化，大大提高了产品的一致性和良品率，预计2015年-2017年营业收入为1.6亿元、8.4亿元和25.2亿元。
- 新能源整车业务爆发可期——恒通客车。**恒通客车和恒通电动为公司整车业务平台，公司实现控股后着力进行整合改革，聘请前中国汽车工程研究院股份有限公司董事兼副总经理谢跃红先生担任公司总经理，改善公司管理经营情况，逐步形成市场化规模运作，同时公司加大对整车产线投入力度，通过升级改造提升车辆可靠性、安全性和舒适性。预计2016年-2017年营业收入为11亿元、24亿元和37亿元。
- 融资租赁助力公司业务推广——交通租赁。**交通租赁主要开展轨道交通、公用燃气水、酒业和客车的融资租赁业务，综合经营水平和盈利能力均处在西部地区龙头地位。随着注册资本金及杠杠水平的提升，预计2015年-2017年实现净利润1亿元、3亿元和3.5亿元。
- 估值与评级：**预计公司2015-2017年EPS分别为-0.04元、0.49元和0.84元，以10月22日收盘价16.21元为基准，对应2016-2017年动态市盈率为33倍和19倍，首次覆盖，给予“增持”评级。此外公司正在出售矿产资源，我们预计明年完成，将会带来5亿元以上的收益，如果考虑此项收益，公司2016年EPS可达到1.11元。由于增发股价尚未确定，暂不考虑增发对股本影响，明后年EPS存在一定程度的高估。
- 风险提示：**补贴政策调整或影响客车需求；锂电池产能释放或导致产能过剩；公司业务板块整合进度或不达预期；宏观经济形势变化或对融资租赁业务产生波动性影响；矿产资源转让进度或不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师: 简洁
执业证号: S1250515090001
电话: 0755-23605294
邮箱: jjie@swsc.com.cn

联系人: 张荫先
电话: 0755-23617478
邮箱: zyx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	6.62
流通A股(亿股)	6.62
52周内股价区间(元)	10.65-24
总市值(亿元)	107.29
总资产(亿元)	62.04
每股净资产(元)	1.97

相关研究

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	462.54	1774.61	3976.11	7066.12
增长率	9.34%	283.66%	124.06%	77.71%
归属母公司净利润(百万元)	16.03	-23.85	323.26	556.68
增长率	-71.57%	-248.80%	1255.50%	72.21%
每股收益EPS(元)	0.02	-0.04	0.49	0.84
净资产收益率ROE	0.58%	-1.54%	15.79%	20.97%
PE	669	-	33	19
PB	4.91	4.98	4.19	3.31

数据来源: Wind, 西南证券

目 录

1. 细分行业现状分析	1
1.1 2020 年新能源客车销量达 10 万辆	1
1.2 动力电池产能投放加速，行业或将面临洗牌	2
1.3 融资租赁行业快速崛起	3
2. 剥离矿产业务，转型新能源产业	4
2.1 公司股权结构	4
2.2 转型新能源产业	5
2.3 募集 18.7 亿元加速新能源产业链发展	6
3. 子公司具备爆发潜力	7
3.1 动力电池新星冉冉升起——宇量电池	7
3.2 新能源整车业务爆发可期——恒通客车	8
3.3 融资租赁助力公司业务推广——交通租赁	10
3.4 电池材料精耕细作逐渐进入收获季——龙能科技	12
4. 产业链协同效应打造新能源汽车优质标的	13
5. 盈利预测与投资建议	14
6. 风险提示	15

图 目 录

图 1: 我国新能源汽车推广数量预测.....	1
图 2: 2010 年至 2015H1 客车销量 (万辆)	1
图 3: 2015 至 2020 年新能源汽车销量比例预估	1
图 4: 2015 至 2020 年各车型动力电池需求量预测 (GWh)	3
图 5: 2013 年全球主要国家融资租赁渗透率 (%)	3
图 6: 我国 2006-2014 年融资租赁规模.....	3
图 7: 公司实际控制人控股关系	5
图 8: 公司新能源汽车产业链布局情况.....	6
图 9: 公司 2015 年上半年主营业务收入结构	6
图 10: 公司 2015 年上半年主营业务毛利贡献结构	6
图 11: 宇量电池全自动化生产线	7
图 12: 恒通电动客车	9
图 13: 恒通电动快充插电式混动客车	9
图 14: 整车销售收入预测 (亿元)	10
图 15: 整车销量预测 (辆)	10
图 16: 龙能科技、营业收入及盈利预测 (亿元)	13

表 目 录

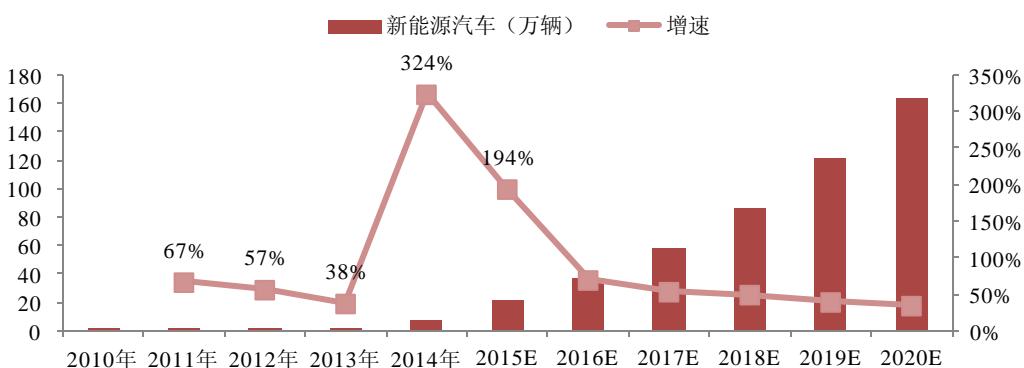
表 1: 主要动力电池厂家产能统计 (GWh)	2
表 2: 注册资本前十名的内资租赁公司	4
表 3: 公司历史沿革	4
表 4: 公司新能源汽车产业链主要子公司	5
表 5: 非公开发行募集资金投向 (亿元)	7
表 6: 宇量电池产能规模及营收预测	8
表 7: 恒通客车经营情况	9
表 8: 恒通电动经营情况	9
表 9: 交通租赁经营情况	10
表 10: 交通租赁资产及杠杠指标	11
表 11: 2014 年国内典型内资/外资租赁公司规模及经营指标	11
表 12: 交通租赁 2015-2017 年盈利预测	11
表 13: 龙能科技经营情况 (万元)	12
表 14: 分业务收入及毛利率	14
附表: 财务预测与估值	16

1. 细分行业现状分析

1.1 2020 年新能源客车销量达 10 万辆

根据国务院《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》的通知，我国新能源汽车产业化目标是到 2015 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量力争达到 50 万辆；到 2020 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆。根据中国汽车工业协会发布的数据，1-9 月新能源汽车生产 144284 辆，销售 136733 辆，同比分别增长 2.0 倍和 2.3 倍。我国新能源汽车已转入直道，正开启加速冲刺模式。我们预计 2015 年新能源汽车全年实现销售 22 万辆，未来 5 年也将保持高速增长，至 2020 年底基本实现国家累计产销 500 万辆的目标。

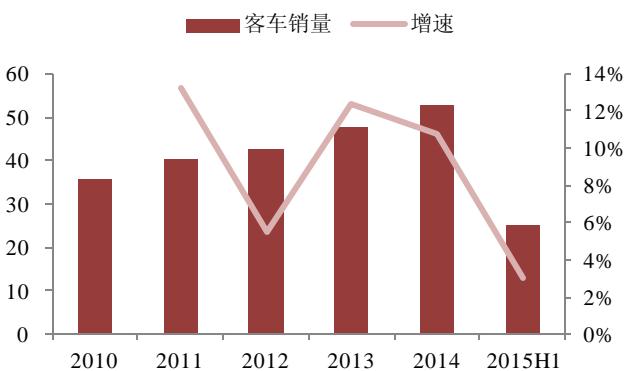
图 1：我国新能源汽车推广数量预测



数据来源：西南证券

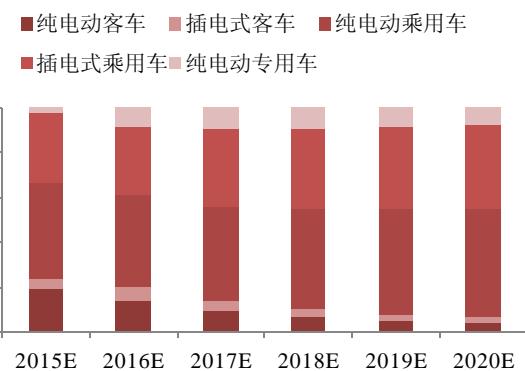
2013 年我国公共汽电车保有量为 46 万，增速 6.7%，《城市公共交通“十二五”发展规划纲要》提出 2015 年全国公共汽电车保有量达到 60 万辆，如果“十三五”公共汽电车增速按照 5% 计算，2020 年我国城市公交车保有量将达到 76.6 万辆，年均新增 3.3 万辆，而公交车一般报废更新年限为 8 年，“十三五”平均每年更新公交车数量为 8.3 万辆，因此，平均每年新增公交车 11.6 万辆。此外，成本优势会促使座位客车如通勤车、城市内旅游用车等逐步采用新能源，据此我们对未来五年新能源汽车构成进行测算，其中客车市场占比虽然由 2014 年的 31% 下降至 2020 年的 7% 左右，但推广数量达到 10 万辆左右是大概率事件。

图 2：2010 年至 2015H1 客车销量（万辆）



数据来源：中国汽车工业信息网，西南证券

图 3：2015 至 2020 年新能源汽车销量比例预估



数据来源：西南证券

1.2 动力电池产能投放加速，行业或将面临洗牌

据第一电动网数据，今年上半年新能源汽车动力电池出货量达 2.72GWh，如果按今年预计 25 万辆的新能源汽车产量，对应到电池需求量将达 11GWh。

伴随着新能源汽车的热销，国内动力电池需求旺盛，尤其是受明年补贴政策对客车实施单位载质量能量消耗量（Ekg）进行衡量的影响，加上今年迎来新能源汽车推广应用城市的大考年，因此各地对新能源客车需求量非常旺盛，而今年动力电池产能严重不足，无法满足国内车厂需求，因此很多动力电池厂家纷纷宣布扩大产能。据不完全统计，现有主流厂家 2016 年、2017 年可实现达产产能合计达 26GWh、52GWh。

表 1：主要动力电池厂家产能统计（GWh）

厂家	现有产能	2015年底产能	2016年底产能	2016年以后产能
比亚迪	3.8	9.6	15.6	15.6
力神	1.4	3.2	4.6	4.6
国轩高科	1.4	2.8	2.8	3.5
LG 南京	0.0	1.0	3.0	3.0
三星西安	0.0	1.0	2.0	4.0
多氟多	0.4	0.7	1.4	1.4
ATL	0.4	0.4	1.4	1.4
普莱德	0.2	0.2	0.9	0.9
沃特玛	1.1	1.1	2.1	2.1
中航锂电	0.6	0.6	0.9	3.5
哈尔滨光宇	0.3	0.3	0.3	0.3
波士顿	0.4	0.4	0.4	0.4
比克	0.4	0.4	0.4	0.4
万向集团	0.4	0.4	1.1	1.1
拓邦股份	0.2	0.2	0.3	0.3
骆驼股份	0.0	0.0	0.7	0.7
南都股份	0.6	1.1	1.4	1.4
冠城大通	0.0	0.0	0.0	1.8
猛狮科技	0.0	0.0	0.9	6.0
力帆股份	0.0	0.0	5.6	5.6
大东南	0.0	0.0	2.6	2.6
金鹰股份	0.0	0.0	1.1	1.1
国轩高科	1.4	2.8	2.8	3.5
合计	13	26.2	52.3	65.2

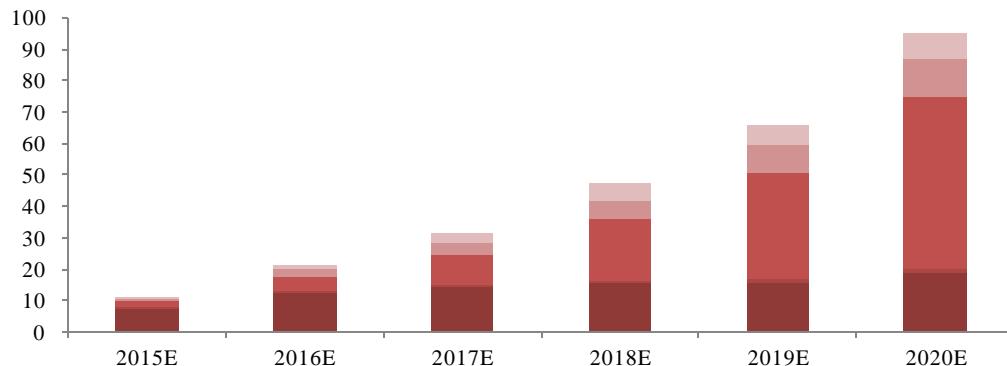
数据来源：公司公告及互联网信息，西南证券

随着动力电池成本下降，我们预计为了更好地满足出行需求，电动汽车续驶里程必须获得提升，因此电动汽车单车装载电池量也将提升。根据不完全统计，我们假设纯电动客车、纯电动乘用车、纯电动物流车百公里耗电约 80 度、13 度和 20 度，未来续驶里程目标超过 325 公里、500 公里及 300 公里，根据销量预测可得出 2016 年、2017 年动力电池需求量为

21GWh 和 31GWh, 2020 年则达到 95GWh, 根据现有主流厂家数据, 明后两年产能可达 26GWh 和 52GWh, 即使考虑有效产能、良品率等问题, 我们依然判断对于一些能量密度、一致性、低温性能、循环寿命等性能指标不好的动力电池厂家, 将面临被洗牌整合甚至淘汰的宿命。

图 4: 2015 至 2020 年各车型动力电池需求量预测 (GWh)

■纯电动客车 ■插电式客车 ■纯电动乘用车 ■插电式乘用车 ■纯电动专用车

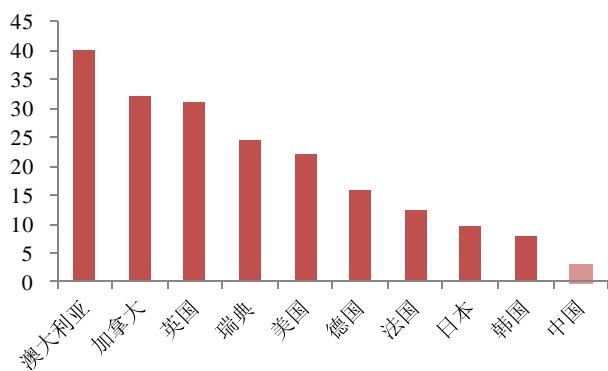


数据来源: 第一电动网, 西南证券

1.3 融资租赁行业快速崛起

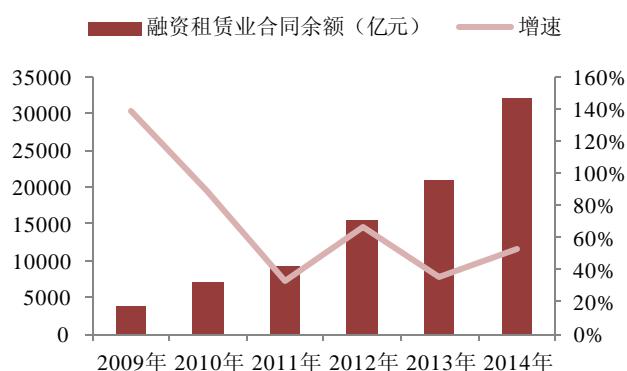
我国金融市场融资模式以银行信贷为主导, 银行贷款在我国社会融资结构比例约为 80%, 但银行出于风险控制和成本效益的综合考虑, 通常选择贷款给具有良好资质且能够提供担保或抵押品的大型企业, 此外, 银行信贷规模对货币政策非常敏感, 当处于信贷紧缩的宏观环境, 企业很难获得银行贷款。

图 5: 2013 年全球主要国家融资租赁渗透率 (%)



数据来源: Wind, 西南证券

图 6: 我国 2006-2014 年融资租赁规模



数据来源: Wind, 西南证券

融资租赁市场容量迅速膨胀。融资租赁对于企业融资需求的门槛相对较低, 可以作为银行贷款的一种替代品以缓解企业难以获得长期贷款的处境, 因此成为企业购买设备的重要融资手段。2013 年全球新增租赁业务规模达到 8840 亿美元, 自 2009 年以来复合增速超过 12%, 世界发达国家融资租赁渗透率(租赁交易总额占固定资产投资总额比例)在 10%-40% 之间,

而我国仅有 3.1%，但我国融资租赁规模快速崛起，融资租赁业合同余额从 2006 年 80 亿元快速上升至去年的 32000 亿元，复合增速达到 111%，融资租赁业务发展空间巨大。

从注册资本看，内资融资租赁公司注册资本超 10 亿元人民币的内资租赁公司为 22 家，占内资租赁公司总数的 11.52%，其中浦航租赁有限公司以 76.6 亿元人民币位居首位。

表 2：注册资本前十名的内资租赁公司

序号	企业名称	地区	注册资本（亿元）
1	浦航租赁有限公司	上海	76.6
2	天津渤海租赁有限公司	天津	62.6
3	广州广汽租赁有限公司	广东	50
4	长江租赁有限公司	天津	38.3
5	中航国际租赁有限公司	上海	37.9
6	国泰租赁有限公司	山东	30
7	南车投资租赁有限公司	北京	23
8	汇通信诚租赁有限公司	新疆	21.6
9	中建投租赁有限责任公司	北京	20
10	中联重科融资租赁（北京）有限公司	北京	15

数据来源：零壹融资租赁研究中心 2015.1Q，西南证券

出于风险管理，国家对融资租赁公司杠杆率进行监管限制，其中对于外资、内资融资租赁公司，限制其风险资产不得超过净资产的 10 倍，数据表明，国内除金融租赁外，一般杠杆率水平在 5-6 倍左右，如 2014 年中航资本、渤海租赁、远东宏信杠杆率分别为 5.5 倍、5.4 倍和 6.9 倍。此外为了迅速扩大规模，频繁的资本金补充成为现有融资租赁公司实现扩张的主要手段。

2. 剥离矿产业务，转型新能源产业

2.1 公司股权结构

四川西部资源控股股份有限公司 2014 年以前主要从事集铜、铅、锌、锂、金、银等多金属的探、采、选业务，公司利用资本市场的融资平台，通过兼并、收购、增发等手段，在甘肃、江苏、云南、广西、江西等地区整合优质矿产资源，不断扩大公司的资产规模和生产能力。

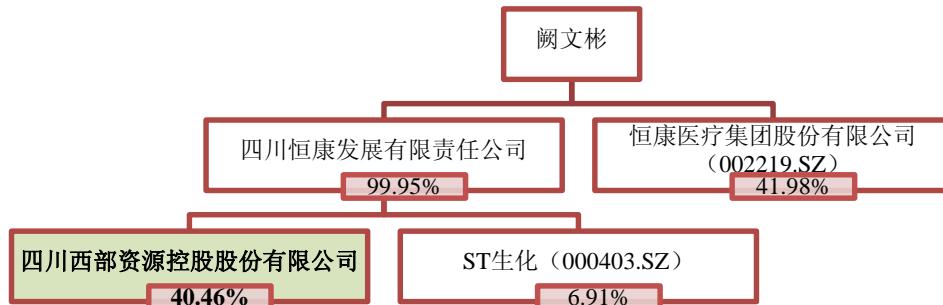
表 3：公司历史沿革

年份	全称	证券简称
1998 年	东方电工（集团）股份有限公司	东方电工
1999 年	鼎天科技股份有限公司	鼎天科技
2004 年	绵阳高新发展（集团）股份有限公司	ST 绵高
2009 年	四川西部资源控股股份有限公司	西部资源

数据来源：公司公告，西南证券

公司控股股东为四川恒康发展有限责任公司，实际控制人为阙文彬先生。阙文彬先生现持有四川恒康 99.95% 的股权，通过四川恒康控制了公司 40.46% 股份。

图 7：公司实际控制人控股关系



数据来源：西南证券

2.2 转型新能源产业

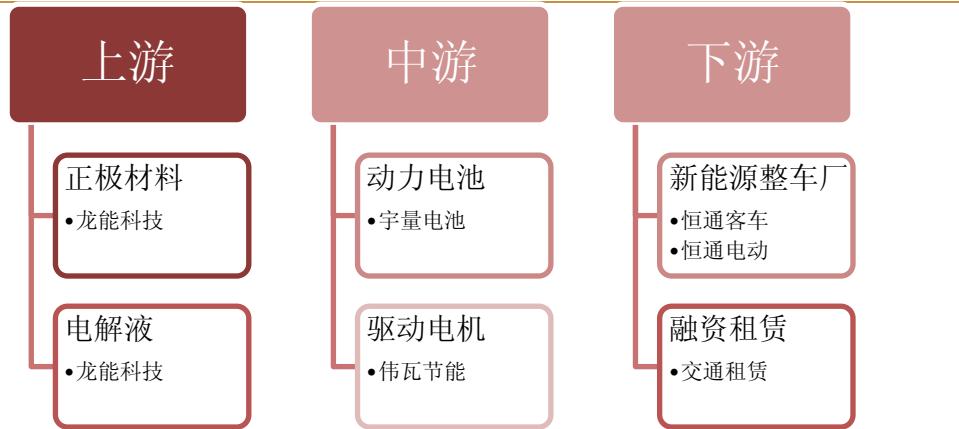
公司 2009 至 2011 年净利润增速高达 12%、45% 和 83%。但受世界经济复苏缓慢的影响，有色金属市场需求不足，产能严重过剩，行业总体呈现不景气局面，公司 2012 净利润下滑 24%，2013 年亏损 5637 万元。

为促进战略转型，公司 2014 年做出向新能源汽车行业转型的战略规划调整，置出传统矿产资源业务，集中精力发展新能源业务。公司聘请了 HUANG BIYING、毛焕宇等一批国际知名的行业专家作为研发带头人，自主研发生产技术先进、性能稳定的锂电池动力系统，掌握新能源车辆中电池、电机、电控三大关键领域的核心技术，在锂电池材料、锂电芯生产、新能源汽车高效节能电机系统研发生产以及新能源整车制造等方面实现全面突破，逐步形成协同优势。在战略转型过程中，公司通过剥离部分规模和盈利能力较弱的资产取得处置收益，2014 年实现扭亏为盈，全年营业收入 4.6 亿元，增长 9.3%，归母净利润达 1600 万元。

表 4：公司新能源产业链主要子公司

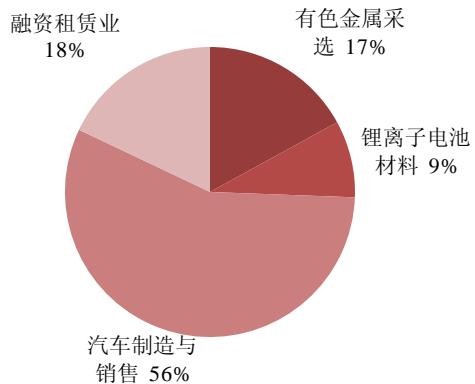
公司名称	业务性质及主要产品	设立或控股时间	注册资本	持股比例 (%)
龙能科技(苏州)有限公司	锂离子电池及相关产业链材料的研发、生产与销售	2014 年 4 月	20000	85
苏州宇量电池有限公司	动力电池的研发、销售	2014 年 4 月	20000	80
成都伟瓦节能科技有限公司	电机及控制系统研发、生产与销售	2014 年 7 月	10000	66
重庆恒通客车有限公司	客车的生产销售	2014 年 12 月	22800	66
重庆市交通设备融资租赁有限公司	融资租赁服务	2014 年 12 月	100000	58
重庆恒通电动客车动力系统有限公司	新能源汽车动力系统研发制造以及新能源汽车整车集成销售	2014 年 12 月	10000	66

数据来源：公司公告，西南证券

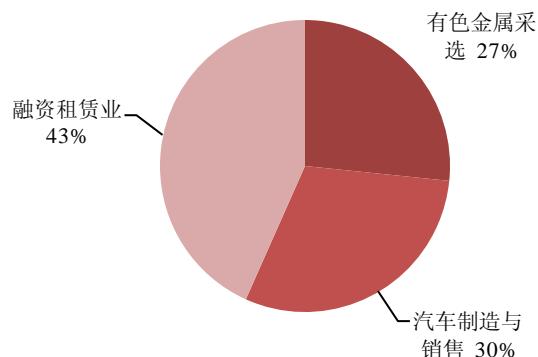
图 8: 公司新能源汽车产业链布局情况


数据来源：西南证券

公司从 2014 年 4 月开始布局新能源汽车产业链，抓住了国家强力推动新能源汽车产业发展的契机，今年上半年开始取得初步成效，锂离子电池材料、整车及融资租赁业务营业收入占公司比重上升至 83%，毛利占比目前只有 73% 左右，主要缘于各项新增业务还处于整合过程中，规模效应、协同效应尚未发挥出来，随着国内新能源汽车销量增速迎来井喷时期，预计公司将加大投入力度。

图 9: 公司 2015 年上半年主营业务收入结构


数据来源：公司公告，西南证券

图 10: 公司 2015 年上半年主营业务毛利贡献结构


数据来源：公司公告，西南证券

2.3 募集 18.7 亿元加速新能源产业链发展

公司 10 月 17 日发布非公开发行股票预案的公告，募集资金不超过 18.7 亿元，扣除发行费用后用于扩建年产 1000 万只锂离子动力电池项目、新能源电动客车技改项目、增资交通租赁公司和偿还银行贷款。

表 5：非公开发行募集资金投向（亿元）

序号	项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金
1	扩建年产 1,000 万只锂离子动力电池项目	1.25	1
2	新能源电动客车技改项目	6	3.96
3	向重庆市交通设备融资租赁有限公司增资	15	8.76
4	偿还银行贷款	4.98	4.98
合计		27.23	18.70

数据来源：公司公告，西南证券

在国内新能源汽车快速发展，交通工具金融服务市场潜力巨大的背景下，此次非公开发行一方面可以快速帮助公司做大做强新能源产业链，形成规模效应，提升盈利能力；另一方面降低公司财务费用，提升资本实力以进一步增强金融服务业绩贡献。

3. 子公司具备爆发潜力

3.1 动力电池新星冉冉升起——宇量电池

苏州宇量电池成立于 2014 年 3 月，是由四川西部资源控股股份有限公司与苏州力能技术投资合伙企业共同出资成立的有限责任公司。公司主要从事汽车动力锂电池的研发、生产、销售和咨询服务等工作，为绿色交通工具提供从电芯到动力电池组整体解决方案。宇量电池成立之初注册资本 5000 万元，2015 年 10 月，宇量电池的注册资本将由 5000 万元人民币增加至 20000 万元人民币，西部资源持有宇量电池 80% 的股权。

质量过硬、成本优势明显。宇量电池秉承全自动化设备选型理念，依托丰富的研发技术和生产经验，首创了业内整条生产线自始至终全部由“宇量自主设计改造、供应商配合生产”的独特模式，做到了由来料分散开始的极片制作、极组装配直到最终的分容检测，全工序 100% 自动化，无任何人为触碰可能性，大大提高了产品的一致性和良品率。

图 11：宇量电池全自动化生产线



数据来源：公司网站，西南证券

核心团队经验丰富。毛焕宇现任公司副总经理兼宇量电池团队带头人，毛先生 1990 年获加拿大纽芬兰大学电化学博士学位，在动力电池行业获多项专利，因批量生产出我国第一批 18650 锂离子蓄电池，结束了我国不能生产锂电池的历史。曾任天津力神公司总工程师、比克电池公司首席运营官、首席技术官、比克天津总经理。宇量电池技术研发和生产管理团队近十年来一直跟随毛焕宇博士，在毛博士全球领先的“Fail-Safe”理念领导下，截止到今天，所售产品未出现过一起恶性事故。宇量电池技术团队中核心技术骨干具有总工级别经验，在锂电从业年限超过 15 年，生产团队从业年限超 10 年。

经营业绩快速释放。宇量电池现有产能 2 亿瓦时，目前处于供不应求的局面，现有生产线基本维持满负荷生产状态。考虑产能处于爬坡释放阶段，我们预计宇量电池全年可实现 8000 万瓦时动力电池销售，对应销售收入 1.6 亿元，净利润 2000 万元左右。宇量电池现有客户主要包括南京金龙、九龙汽车、恒通客车等电动汽车厂商。

今年 9 月份，为了扩大业务发展，宇量电池注册资本由 5000 万元增资至 2 亿元，在新能源汽车销量快速增长引发动力电池需求旺盛的背景下，我们估计公司注册资本提升大概率将用于产线扩建以进行规模扩张，此外，公司近日的增发预案显示公司将投资 1.25 亿元新建 1000 万只/年锂离子动力电池组项目，在国内动力电池厂商纷纷扩产的背景下，我们预计公司增资及非公开发行很有可能也是用于新建产线，增资及募资合计 2.75 亿元，如果宇量电池首期 5000 万元注册资本可以形成 2 亿瓦时产能，那么我们估计 2.75 亿元可以新建 5 亿瓦时产能，因此明年宇量电池将形成 7 亿瓦时的动力电池产能。以我们在表 1 中对主要动力电池厂家的产能统计为例，2016 年底主要动力电池厂家的平均产能在 20 亿瓦时左右，随着新能源汽车快速增长所带来的电池需求量激增，公司目前规划的 7 亿瓦时产能相对较小，不排除公司还会继续投资新建产线，我们保守估计公司 2017 年实现 20 亿瓦时的产能规模。

综上，我们预计宇量电池 2015-2017 年产能规模将分别达到 2 亿瓦时、7 亿瓦时和 20 亿瓦时，考虑产能逐步释放因素，产能利用率为 40%、60% 和 62.5%，对应营业收入为 1.6 亿元、8.4 亿元和 25.2 亿元。

表 6：宇量电池产能规模及营收预测

	2015 年	2016 年	2017 年
产能（亿瓦时）	2	7	20
产能利用率	40%	60%	62.5%
营业收入（亿元）	1.6	8.4	25.2

数据来源：西南证券

3.2 新能源整车业务爆发可期——恒通客车

恒通客车公司是 2003 年由郑州宇通发展有限公司、重庆市客车总厂、郑州宇通客车股份有限公司、新华信托投资股份有限公司共同出资组建，注册资本 1.2 亿元。目前生产客车按用途可分为城市客车、客车、医疗车等，按使用燃料动力可分为 CNG、LNG、柴油、汽油等；车型长度跨介于 5.8-13.7 米之间，共 18 个系列，如迷巴系列、阳光系列、纽曼系列、新能源系列等共 83 个国家公告产品车型，其中新能源推荐车型 11 个。

恒通客车现有一条机械化程度较高的冲压生产线、一条底盘生产线、两条焊装生产线、一条涂装生产线、两条整车生产线和一条新能源客车生产线，并拥有省级设计中心、新能源

客车研究所、燃气客车装配中心、整车检测中心等完整的配套体系，恒通客车具有年产 6000 辆客车的生产能力，公司的产品 95%以上都是公交客车。

表 7：恒通客车经营情况

项目	2012 年度	2013 年度	2014 年 1-8 月	2015 年 H1
营业收入（万元）	105320	95045	56695	24514
净利润（万元）	3574	-790	-2801	-2434

数据来源：公司公告，西南证券

恒通电动是 2011 年由微宏动力系统（湖州）有限公司、重庆恒通客车共同出资组建，注册资本 1 亿元。目前主要产品为插电式混合动力车，其销售收入占主营业务收入的 90%以上。恒通电动客车是以“快速充电”为核心战略的客车制造企业，拥有多项核心优势，其中，自主研发的无线控制自动充电系统是国内少数能够实现无线控制自动充电的充电系统；与重庆大学合作研发的“新能源客车云智慧远程监控系统”是国内新能源客车最完善的远程监控系统，目前生产规模为 2000 辆左右。

表 8：恒通电动经营情况

项目	2012 年度	2013 年度	2014 年 1-8 月	2015 年 H1
营业收入（万元）	40257	45852	19785	14071
净利润（万元）	2842	3430	612	1202

数据来源：公司公告，西南证券

2014 年 12 月，公司完成恒通客车、恒通电动 66% 的股权收购。在被西部资源控股之前，恒通客车和恒通电动为地方国企控股，2012 年-2014 年传统客车平均销量 2000 辆左右，营业收入 10 亿元，新能源客车平均销量 500 辆左右，营业收入 5 亿元。由于尚处在整合阶段过程中，产业协同效应还没有充分发挥，因此上半年恒通客车亏损 2300 万元，恒通电动盈利 1200 万元。

图 12：恒通电动客车



数据来源：公开资料，西南证券

图 13：恒通电动快充插电式混动客车



数据来源：公开资料，西南证券

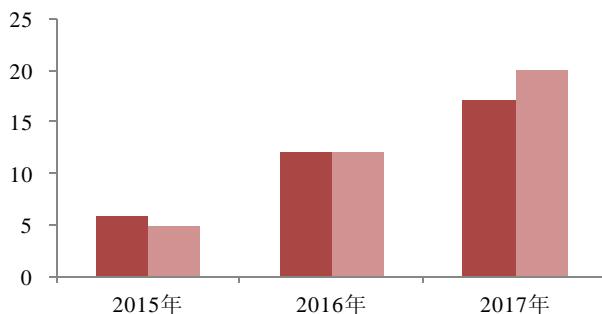
恒通客车及恒通电动作为西部地区客车产销的龙头，与一线品牌“一通三龙”相比，恒通客车目前产品品质和可靠性在客户中认同度不够高，市场知名度、市场占有率和利润水平等方面还存在一定的距离。西部资源控股恒通客车和恒通电动后着力进行整合改革，一方面聘请前中国汽车工程研究院股份有限公司董事兼副总经理谢跃红先生担任恒通客车总

经理，改善公司管理经营情况，逐步形成市场化规模运作，另一方面，增发预案显示公司将投入 6 亿元开展新能源电动客车技改项目，项目建成后恒通客车将新增年产 6000 台轻型新能源客车产能，总计产能 1.2 万辆，技改项目有助于优化客车车身的结构设计，改善生产工艺流程，进一步提升恒通客车的可靠性、安全性和舒适性。

通过引进新的管理团队、与公司旗下动力电池、融资租赁板块形成协同产业效应，我们预计整车板块将迎来脱胎换骨的改变，2016-2017 年，传统客车与新能源汽车营业收入达到 24 亿元、37 亿元。

图 14：整车销售收入预测（亿元）

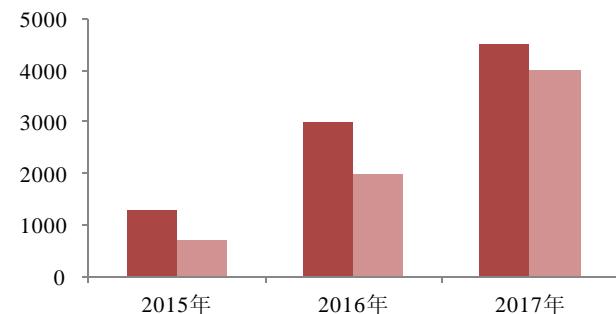
■传统客车营业收入 ■新能源客车营业收入



数据来源：西南证券

图 15：整车销量预测（辆）

■客车销量 ■新能源客车销量



数据来源：西南证券

3.3 融资租赁助力公司业务推广——交通租赁

重庆市交通设备融资租赁有限公司是由重庆市交通委员会发起，经重庆市人民政府特批于 2008 年成立的专门从事融资租赁业务的企业，2009 年取得商务部、国家税务总局融资租赁牌照，是重庆市现有的两家“内资试点”融资租赁企业之一。2014 年 12 月至今年 5 月，公司分别完成交通租赁 57.55% 和 0.85% 的股权收购，合计持有 58.4% 的股权。交通租赁目前主要开展公用燃气水、轨道交通、酒业及客车领域的融资租赁业务。

表 9：交通租赁经营情况

项目	2012 年度	2013 年度	2014 年 1-8 月	2015 年 H1
营业收入 (万元)	16027	17726	13278	10410
净利润 (万元)	5875	7534	5954	4622

数据来源：公司公告，西南证券

融资租赁属于资金密集型行业，风险资产与资本总额比例受到严格的监管指标约束，因此，融资租赁公司的注册资本直接决定公司租赁业务的最大规模。根据商务部、国家税务总局《关于从事融资租赁业务有关问题的通知》中的规定，融资租赁试点企业的风险资产（含担保余额）不得超过资本总额的 10 倍，而交通租赁公司目前接近 60% 的业务集中在交通行业，其中又以汽车租赁及轨道交通建设项目为主，以 1000 辆公交大巴项目为例，假设每台纯电动大巴以 130 万元，涉及金额达到 13 亿元，而轨道交通中地铁造价以 5-10 亿元/公里计算，一段 30 公里的地铁线路就需要 150-300 亿元的资金投入，因此融资租赁公司需要充足资本金才能支撑交通行业的业务发展。此外，交通租赁近两年杠杆率水平基本维持在 2.3

倍的水平，与中航资本、渤海租赁、远东宏信等 5-6 倍杠杆率水平相比较，还有很大的提升空间。

表 10：交通租赁资产及杠杆指标

项目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015H1
总资产(百万元)	2152.5	2210.5	2482.4	2552.1	2625.9
总负债(百万元)	1119.1	1148.7	1404.5	1469.0	1495.4
所有者权益(百万元)	1033.5	1061.8	1077.9	1083.1	1130.5
杠杆(倍数)	2.1	2.1	2.3	2.4	2.3

数据来源：公司公告，西南证券

表 11：2014 年国内典型内资/外资租赁公司规模及经营指标

项目	内资租赁公司		外资租赁公司
	中航资本	渤海租赁	远东宏信
营业收入(百万元)	6725	6852	10061
净利润(百万元)	2784	1179	2296
总资产(百万元)	108433	67721	110726
总负债(百万元)	88568	55123	93276
所有者权益(百万元)	19865	12598	16113
营业收入/总资产	6.20%	10.12%	9.09%
净利润/总资产	2.57%	1.74%	2.07%
杠杆(倍数)	5.46	5.38	6.87
ROA	2.88%	1.89%	2.33%
ROE	18.26%	11.24%	14.52%

数据来源：公司公告，西南证券

注册资本提升解放交通租赁束缚。公司增发方案中将采用 15 亿元提升交通租赁注册资本金，完成后交通租赁注册资本金将提升至 25 亿元，此外，摆脱国有控股体制后，杠杆率水平也有望提升，我们认为交通租赁公司将迎来业绩高速增长时期，同时也有利于公司为客户提供新能源汽车产业链的一整套交钥匙服务，包括动力电池租赁、整车销售及融资租赁服务，真正实现各业务板块的联动，发挥产业协同效应。

表 12：交通租赁 2015-2017 年盈利预测

项目	2013年	2014年 1-8月	2015年 E	2016年 E	2017年 E
注册资本(亿元)	10	10	10	25	25
ROE	7%	5.4%	10%	12%	14%
净利润(亿元)	0.75	0.595	1	3	3.5

数据来源：公司公告，西南证券

提升注册资本金及加大杠杆后，我们可以参考中航资本、渤海租赁、远东宏信的 ROE 水平来预测交通租赁的盈利水平，三者 ROE 平均值为 14%，我们可以保守估计交通租赁 2015-2017 年的 ROE 水平分别为 10%、12% 和 14%，2015-2017 年可实现 1 亿元、3 亿元和 3.5 亿元。

3.4 电池材料精耕细作逐渐进入收获季——龙能科技

龙能科技（苏州）有限公司成立于 2012 年 2 月，注册资金 2 亿元，从事先进的高动力和高性能的锂离子电池材料及相关电池产品的研发、生产与销售。公司 2014 年 4 月完成龙能科技 85% 的股权转让。

龙能科技主要产品为磷酸铁锂纳米材料、三元纳米材料、陶瓷纳米涂层电池隔膜和超高温、超低温电解液，涵盖了电芯所需的三大重要材料，磷酸铁锂、镍钴铝、钛酸锂、多元复合正极等材料和电池产品性能指标获得多个权威第三方的检测，包括有日本丰田、国家电源化学研究所、国家级北方汽车质量监督检验鉴定试验所（201 所），产品性能达到国际领先水平。龙能科技目前同时拥有应用于纯电动汽车的快速充电兼顾高续航里程的动力电池技术，以及应用于大型储能的长循环寿命兼顾低成本的储能电池技术。

海归团队打造核心竞争力。龙能科技董事长 HUANG BIYING（黄碧英）先生，具有超过 20 年的基础研发和将基础研究项目从实验室小试转化中试、最终成功转化成大规模产业化的丰富经验。黄先生 1995 年博士毕业于中国科学院物理研究所，1996 年赴美国麻省理工学院材料科学与工程系从事博士后研究工作，国家特聘专家。曾先后在国际知名电池公司 Valence, A123 担任重要研发及技术人员，拥有 60 多项国际国内专利及专利申请，在《自然》等著名刊物上发表了 40 多篇学术论文。回国创业后获国家“千人计划”特聘专家、江苏省“双创人才”、“姑苏人才”及各级领军人才奖等称号，目前兼任苏州大学讲座教授，张家港工业技术研究院国家“千人计划”创新中心特聘科学家，苏州大学物理与光电-能源学部科技创新导师。公司核心技术团队还包括美国俄亥俄州立大学、以色列 Bar-Ilan 大学毕业后从业经验超过 20 年的专家成员。

龙能走在上坡路上。龙能科技营业收入从 2012 年 370 万元快速提升攀升至今年上半年的 5000 万元，虽然尚处在亏损中，但龙能科技已然走在上坡路上。今年年初以来，龙能科技紧抓新能源汽车及数码产品热销、快速发展的机遇，成功导入国内几大知名商用汽车及和乘用汽车制造公司，截止 8 月底，公司完成销售额同比去年增长 130%。

表 13：龙能科技经营情况（万元）

项目	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年上半年
营业收入	372.76	3010.43	3975.47	5092.77
净利润	-1304.47	-7870.79	-537.13	-840.24

数据来源：公司公告，西南证券

9 月份公司“一兆瓦时储能移动快速充电车及磷酸铁锂快充混和动力电动车”正式交付，这两项产品均由龙能科技承担开发、研制，所用电池材料及电池 PACK 总成技术均由龙能科技提供，主要技术已达到国际领先水平。

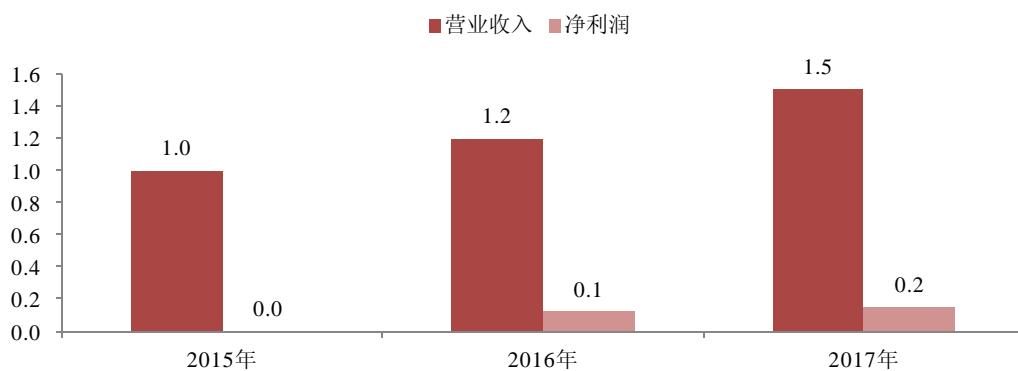
一兆瓦时储能移动快速充电车，可实现高能量密度、高安全性、易操作、易维护的移动储能功能，同时兼具充电桩，采用快充（15 分钟）技术，满足纯电动汽车快速充电需求，为大功率用电设备的移动快速充电提供了条件。

25 千瓦时磷酸铁锂快充混和动力电动车采用的磷酸铁锂电池应用快充（15 分钟）技术，充电时间短，且无须大面积的充电场地，降低充电成本。快速充放电电池的长寿命特性，与汽车等寿命，循环次数大于 7000 次，能够控制车辆的长期使用成本。以上两项产品中的电

池所用电池材料及电池 PACK 总成技术均由龙能科技提供，主要技术已达到国际领先水平。相关专利申报已经积极开展。

龙能科技上半年实现营业收入 5093 万元，由于没有其他更多可供参考信息，在新能源汽车快速发展时期，我们对龙能科技进行偏保守地预测，2015-2017 年营业收入分别为 1 亿元、1.2 亿元和 1.5 亿元，净利润分别为 0、1200 万元、1500 万元。

图 16：龙能科技、营业收入及盈利预测（亿元）



数据来源：西南证券

4. 产业链协同效应打造新能源汽车优质标的

新能源业务板块的一体化优势，促进公司提升业绩

公司采取并购整合的方式，掌握从动力电池研发，到新能源汽车研发、生产销售，以及销售融资业务平台，从而形成较为完整的新能源汽车产业链体系，大大增强整体的市场竞争力，促进公司提升业绩。

产业链融资业务的杠杆优势，有助公司跨越发展

融资渠道是下游客户新能源汽车采购过程中至关重要的业务考虑因素，公司将交通租赁纳入新能源业务板块的产业链之一，是公司扩大新能源汽车市场份额的重要战略举措，可降低客户资金压力，快速拉动新能源汽车销售。

整合管理的经验优势，利于公司稳健经营

近年来，公司通过多次兼并收购，积累了丰富的经验，逐步实施有色金属采选业务与新能源汽车业务的双主营业务，并最终向新能源相关产业转型，集中精力发展新能源相关产业、融资租赁产业以及互联网产业等业务，最大化产生协同效应，利于公司稳健经营。

5. 盈利预测与投资建议

关键假设

动力电池：我们预计宇量电池 2015-2017 年产能规模分别为 2 亿瓦时、7 亿瓦时和 20 亿瓦时，考虑产能逐步释放因素，产能利用率为 40%、60% 和 62.5%，对应营业收入为 1.6 亿元、8.4 亿元和 25.2 亿元。毛利率水平分别 25%、40%、35%。今年由于处于产能投放期，因此毛利率水平较低。

整车业务：引进新的管理团队、与公司旗下动力电池、融资租赁板块形成协同产业效应，我们预计新能源整车板块迎来脱胎换骨的改变，我们预计 2015-2017 年整车业务营业收入分别为 11 亿元、24 亿元和 37 亿元，毛利率水平分别 17%、28% 和 25%。今年毛利率水平较低主要原因是公司整车业务处于整合期，产能没有充分利用，明年随着新能源汽车销量占比上升毛利水平会获得提高。

融资租赁业务：经提升注册资本金及加大杠杆后，我们预计交通租赁 2015-2017 年的 ROE 水平分别为 10%、12% 和 14%，可实现净利润 1 亿元、3 亿元和 3.5 亿元。

动力电池材料：龙能科技上半年实现营业收入 5093 万元，由于没有其他更多可供参考信息，在新能源汽车快速发展时期，我们对龙能科技进行偏保守地预测，2015-2017 年营业收入分别为 1 亿元、1.2 亿元和 1.5 亿元，净利润分别为 0、1200 万元、1500 万元。

综上，由于增发股价尚未确定，暂不考虑对股本影响，预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 -0.04 元、0.49 元和 0.84 元，以 10 月 22 日收盘价 16.21 元为基准，对应 2016-2017 年动态市盈率为 33 倍和 19 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。此外公司正在出售矿产资源，我们预计明年完成，将会带来 5 亿元以上的收益，如果考虑此项收益，公司 2016 年 EPS 可能达到 1.11 元。

表 14：分业务收入及毛利率

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	462.54	1,774.60	3,976.09	7,066.09
增速	9.33%	283.66%	124.06%	77.71%
毛利率	49.41%	25.83%	35.99%	32.35%
动力电池业务				
营业收入	2.35	160.00	840.00	2,500.00
增速	-	6708.51%	425.00%	197.62%
毛利率	-30.21%	25.00%	40.00%	35.00%
新能源整车业务				
营业收入	-	1,075.00	2,400.00	3,700.00
增速	-	-	123.26%	54.17%
毛利率	-	17.00%	28.00%	25.00%
融资租赁业务				
营业收入	-	210.00	600.00	700.00
增速	-	-	185.71%	16.67%

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
毛利率	-	65.00%	64.00%	63.00%
电池材料业务				
营业收入	32.99	100.00	120.00	150.00
增速	-	203.12%	20.00%	25.00%
毛利率	13.82%	13.82%	30.00%	28.00%

注：不考虑出售矿产资源带来的营业收入。数据来源：西南证券

6. 风险提示

补贴政策调整或影响客车需求；锂电池产能释放或导致产能过剩；公司业务板块整合进度或不达预期；宏观经济形势变化或对融资租赁业务产生波动性影响；矿产资源转让进度或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	462.54	1774.61	3976.11	7066.12	净利润	12.67	-33.12	404.07	678.87
营业成本	234.01	1316.15	2545.30	4780.31	折旧与摊销	92.42	244.04	244.04	244.04
营业税金及附加	14.20	35.49	79.52	141.32	财务费用	23.85	94.76	65.76	39.13
销售费用	21.60	73.07	169.16	303.72	资产减值损失	4.68	5.00	0.00	0.00
管理费用	171.97	390.41	675.94	989.26	经营营运资本变动	106.50	2777.67	3961.08	5883.20
财务费用	23.85	94.76	65.76	39.13	其他	-169.92	-101.27	0.86	0.42
资产减值损失	4.68	5.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	70.20	2987.08	4675.82	6845.67
投资收益	17.74	91.20	0.00	0.00	资本支出	-821.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-399.84	1019.73	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1221.72	1019.73	0.00	0.00
营业利润	9.98	-49.08	440.42	812.38	短期借款	375.90	-25.90	0.00	0.00
其他非经营损益	20.93	13.18	13.48	14.62	长期借款	1499.48	-400.00	-400.00	0.00
利润总额	30.92	-35.91	453.91	827.00	股权融资	0.56	0.00	0.00	0.00
所得税	18.25	-2.79	49.84	148.13	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	12.67	-33.12	404.07	678.87	其他	-982.39	-356.58	-66.03	-39.06
少数股东损益	-3.36	-9.27	80.81	122.20	筹资活动现金流净额	893.55	-782.48	-466.03	-39.06
归属母公司股东净利润	16.03	-23.85	323.26	556.68	现金流量净额	-257.97	3224.33	4209.79	6806.60
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E					
货币资金	756.73	3981.06	8190.85	14997.45	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
应收和预付款项	847.66	1383.80	2722.29	4516.25	成长能力				
存货	144.78	656.61	1346.36	2598.99	销售收入增长率	9.34%	283.66%	124.06%	77.71%
其他流动资产	891.82	120.42	269.81	479.49	营业利润增长率	-70.21%	-591.63%	797.31%	84.45%
长期股权投资	0.49	0.49	0.49	0.49	净利润增长率	-78.75%	-361.41%	1119.95%	68.01%
投资性房地产	68.11	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	79.79%	129.47%	158.95%	46.03%
固定资产和在建工程	583.19	501.70	420.20	338.71	获利能力				
无形资产和开发支出	1531.85	1376.15	1220.44	1064.74	毛利率	49.41%	25.83%	35.99%	32.35%
其他非流动资产	1643.58	1636.73	1629.89	1623.04	三费率	47.00%	31.46%	22.91%	18.85%
资产总计	6468.21	9656.96	15800.33	25619.17	净利率	2.74%	-1.87%	10.16%	9.61%
短期借款	375.90	350.00	350.00	350.00	ROE	0.58%	-1.54%	15.79%	20.97%
应付和预收款项	804.12	3132.94	6956.45	12505.77	ROA	0.20%	-0.34%	2.56%	2.65%
长期借款	1499.48	1099.48	699.48	699.48	ROIC	0.97%	15.66%	-14.26%	-8.68%
其他负债	1601.34	2919.20	5235.27	8825.84	EBITDA/销售收入	27.30%	16.33%	18.87%	15.50%
负债合计	4280.84	7501.62	13241.19	22381.09	营运能力				
股本	661.89	661.89	661.89	661.89	总资产周转率	0.10	0.22	0.31	0.34
资本公积	380.66	380.66	380.66	380.66	固定资产周转率	1.14	3.35	8.88	19.29
留存收益	232.57	208.72	531.98	1088.65	应收账款周转率	1.49	3.11	5.99	7.62
归属母公司股东权益	1299.86	1277.11	1600.09	2156.83	存货周转率	2.15	3.21	2.52	2.41
少数股东权益	887.51	878.23	959.05	1081.25	销售商品提供劳务现金营业收入	90.88%	—	—	—
股东权益合计	2187.37	2155.34	2559.14	3238.08	资本结构				
负债和股东权益合计	6468.21	9656.96	15800.33	25619.17	资产负债率	66.18%	77.68%	83.80%	87.36%
					带息债务/总负债	57.76%	27.28%	12.44%	7.36%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	流动比率	1.38	1.11	1.07	1.09
EBITDA	126.25	289.72	750.23	1095.56	速动比率	1.30	0.99	0.96	0.96
PE	669.48	-	33.19	19.27	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	4.91	4.98	4.19	3.31	每股指标				
PS	23.20	6.05	2.70	1.52	每股收益	0.02	-0.04	0.49	0.84
EV/EBITDA	86.56	24.92	3.48	-3.83	每股净资产	3.30	3.26	3.87	4.89
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.11	4.51	7.06	10.34
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn