

雄韬股份 (002733)

强烈推荐

行业：

铅炭+锂离子电池双布局，储能+新能源汽车双驱动

公司是铅酸电池龙头企业之一，与各大 UPS 厂商保持长期良好合作关系，将充分受益爆发式增长机会。公司定增 8.25 亿用于动力锂电池项目建设，公司已经掌握相关锂离子电池技术，客户开发也在进行中，我们看好公司在新能源汽车用电池方面的发展前景。储能补贴政策即将出台，铅炭和锂离子电池技术路线最成熟，公司已经做好技术+产品+产能+应用的充分准备，受益于即将到来的储能投资浪潮。

投资要点：

✧ **传统铅酸电池业务受益于数据中心的爆发式增长。**我国的数字信息量有望在 2012 年至 2020 年间从 364EB 增至 8.6ZB，数据中心建设有望继续保持高增长态势。公司传统产品主要为数据中心的 UPS 电源用蓄电池，并与各大 UPS 厂商保持良好的合作关系，充分受益于数据中心建设浪潮。

✧ **消费税征收利好公司产品出口。**铅蓄电池将于明年按 4% 税率征收消费税，对于国内客户而言，消费税的征收可以被转移给下游客户（UPS 厂商等），对于国际客户而言，由于其供应商来自全球各地，国内铅酸厂商的出口将受到压制。公司在越南的生产基地越南雄韬拥有 80 万 KVAh 产能，消费税开征后，公司的越南基地将不受到影响，较之国内其他厂商，在出口方面将具备价格优势。

✧ **募集 8.25 亿元加速新能源产业链发展。**公司 10 月 23 日发布非公开发行股票预案的公告，募集资金不超过 9.35 亿元，其中 8.25 亿元用于建设 10 亿瓦时动力锂电池新能源建设项目。项目建设周期为两年，达产后将实现年均销售收入 193,964.51 万元，年均净利润 25,034.45 万元，项目前景广阔。公司已经掌握动力用锂电池相关技术，客户前期开发工作已经在进行中，看好公司动力电池发展前景。

✧ **储能政策即将出台，公司已经做好“技术+产品+产能+应用”准备。**储能是能源互联网重要一环，预计今年年底前将出台储能补贴政策。铅炭电池是最具竞争力的储能技术路线。公司已经成功研发铅炭电池，并应用于 IDC 和储能领域。最近公司牵手中科恒源，合作探索储能系统建设新的商业模式。

✧ **给予“强烈推荐”评级。**公司未来业绩具备较高的增长潜力，我们预测公司 2015~2017 年 EPS 分别为 0.42、0.56、0.82 元，我们看好公司在动力电池领域的广阔前景，给予公司未来 6-12 个月目标价为 27 元，对应 2015~2017 年 PE 分别为 64、48、33 倍。

✧ **风险提示：**储能补贴政策不达预期，数据中心运营推进力度不达预期

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1975	2469	3333	4800
收入同比(%)	20%	25%	35%	44%
归属母公司净利润	98	127	172	252
净利润同比(%)	17%	29%	35%	47%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：王雪峰

S0960114080007

0755-82026924

wangxuefeng@china-invs.cn

6-12 个月目标价： 27

当前股价： 19.55

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	306
流通股本(百万股)	76
总市值(亿元)	54
流通市值(亿元)	14
成交量(百万股)	8.56
成交额(百万元)	145.51

股价表现



相关报告

毛利率(%)	15.7%	15.3%	15.5%	15.7%
ROE(%)	8.9%	10.6%	12.9%	16.5%
每股收益(元)	0.32	0.42	0.56	0.82
P/E	60.84	47.02	34.87	23.76
P/B	5.44	5.00	4.50	3.91
EV/EBITDA	34	32	23	15

资料来源：中国中投证券研究总部

目 录

一、 公司简介	5
二 数据中心+出口，传统产品受益双轮驱动	6
1. 互联网+来袭，数据中心建设高潮持续，铅酸电池需求旺盛.....	6
2. 消费税即将开征，海外基地再添竞争优势.....	7
三 技术储备完善，动力电池发展将成新的增长点	8
四 储能补贴即将出台，铅炭+锂离子电池两条技术路线布局中长期均受益	10
3. 储能是能源互联网的关键一环.....	10
4. 储能技术日益成熟，看好铅炭+锂离子储能技术.....	11
5. 政策支持有望出台，储能爆发箭在弦上.....	13
6. 技术+经验，储能龙头即将起航.....	15
五 投资建议与盈利预测	17

图目录

图 1 公司构成情况	5
图 2 2014 年营业收入增长 19.69%	5
图 3 IDC 市场规模增长迅猛	6
图 4 我国数字信息量到 2020 年有望达到 8.6ZB	7
图 5 我国铅酸蓄电池及零件进出口情况（单位：美元）	8
图 6 我国新能源汽车销量（单位：辆）	9
图 7 日负荷曲线	10
图 8 年负荷曲线	10
图 9 储能在电力系统各环节的作用	11
图 10 2014 储能项目同比增长 15%	12
图 11 2014 年我国储能的装机规模同比增长 58%	12
图 12 各国储能政策	14

表目录

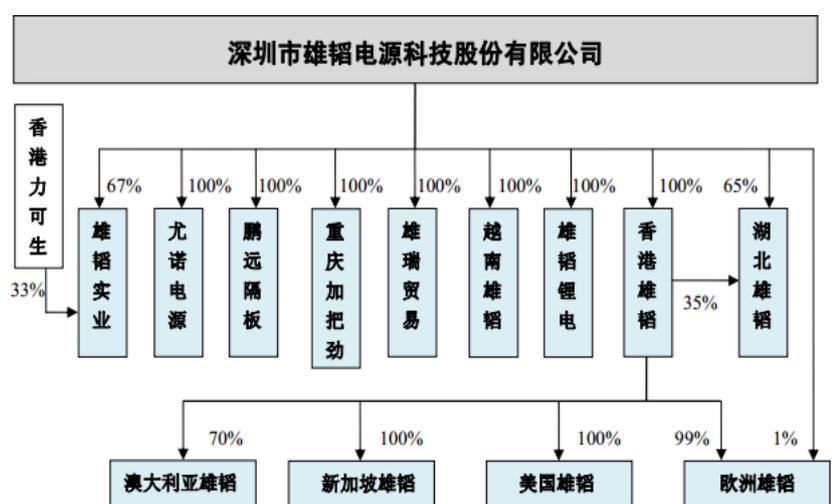
表 1 公司研发项目投入（单位：元）	9
表 2 储能的类别	13
表 3 各类电池技术的度电成本	14
表 4 我国部分地区峰谷电价差情况	15
表 5 不同补贴条件下的度电成本情况	15

一、公司简介

公司成立于 1994 年，是一家集化学电源、新能源储能、动力电池的研发、生产和销售业务研发、生产、销售、服务于一体的国家级高新技术企业，是中国最早进行阀控式密封铅酸蓄电池开发和生产的厂家之一。

目前公司产品涵盖密封铅酸（AGM、胶体两大系列）、铅炭电池、锂离子电池（钴酸锂、磷酸铁锂、锰酸锂三大系列）三大品种：密封铅酸蓄电池主要用于通信、UPS、电动车等领域；铅炭电池应用于 UPS、储能等领域；磷酸铁锂电池主要用于 UPS、电动车动力电池、通信等领域。

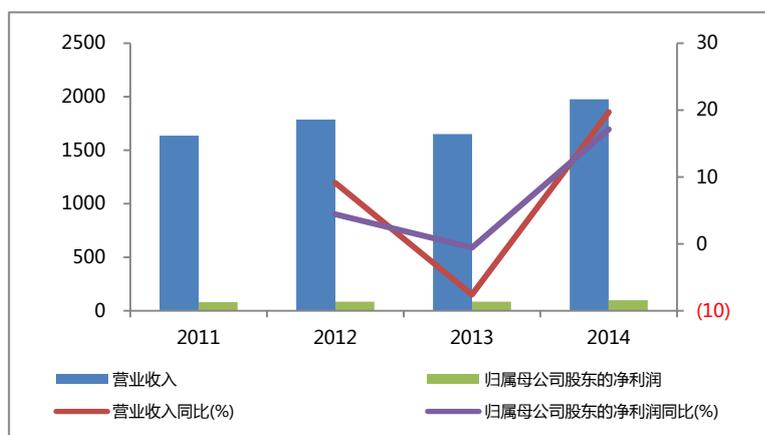
图 1 公司构成情况



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司 2014 年实现营业收入 19.75 亿元，同比增长 19.69%；实现营业利润 1.12 亿元，同比增长 17.44%；实现净利润 1 亿元，同比增长 17.19%。

图 2 2014 年营业收入增长 19.69%



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

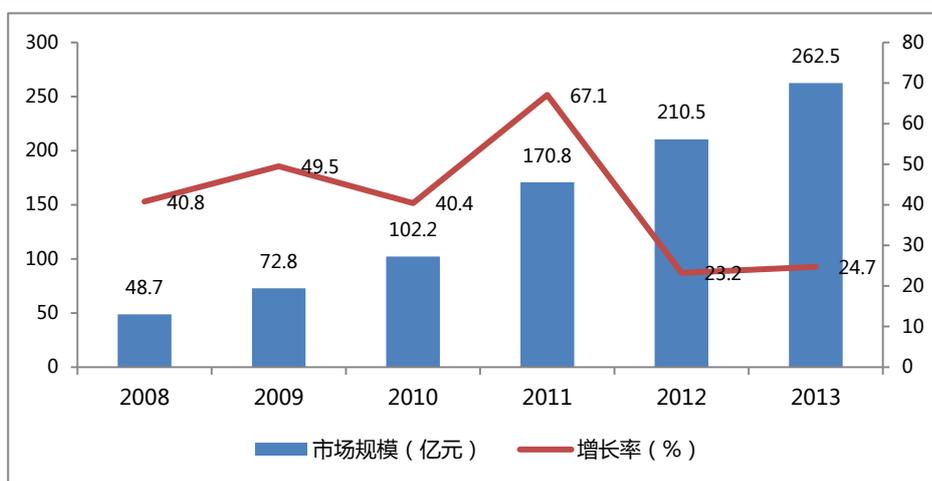
二、数据中心+出口，传统产品受益双轮驱动

能源互联网以及其他互联网+的大发展必将带来数据量的膨胀，数据中心建设有望保持高增长，公司产品主要为数据中心的 UPS 电源用蓄电池，充分受益数据中心的爆发式增长。

1. 互联网+来袭，数据中心建设高潮持续，铅酸电池需求旺盛

IDC 市场规模增长迅猛，铅酸电池需求旺盛。根据中国 IDC 圈发布的《2013-2014 年度中国 IDC 产业发展研究报告》，2013 年中国 IDC 市场规模已经达到 262.5 亿元，较之 2008 年增长了近 6 倍，年均复合增长率达到 40%。在推动因素方面，云计算、大数据业务的发展、互联网客户需求的增加等成为主要力量。

图 3 IDC 市场规模增长迅猛



资料来源：IDC 圈、中国中投证券研究总部

根据 IDC2012 年发布的研究报告，我国的数字信息量有望在 2012 年至 2020 年间从 364EB 增至 8.6ZB，这意味着每两年就会翻一倍，而随着能源互联网、互联网+等投资热潮的来临，这一数字将会更大，数据中心建设有望继续保持高增长态势，这必将带来铅酸电池需求的旺盛。

图 4 我国数字信息量到 2020 年有望达到 8.6ZB



资料来源：互联网、中国中投证券研究总部

客户关系良好。公司与全球各大 UPS 厂商保持着良好的合作关系，全球主要合作伙伴有国际 UPS 巨头施耐德、艾默生（EMERSON）、伊顿（EATON），国内龙头企业科华恒盛、中科恒源等，长期良好的合作赢得了客户的普遍信赖，有利于公司迎接数据中心建设浪潮，推动公司产品销售。

新产品研发顺利。公司在 2014 年成功掌握纯铅极板技术和高温电池技术，为进一步发展打下良好基础。

公司历时 8 年研发成功掌握纯铅极板技术，纯铅电池具备卓越的超高功率性能，迎合了云计算数据中心、UPS 电源领域对蓄电池大电流充放电、短时间备电的需求，可最大限度节省用户投资。另外，纯铅电池与普通电池相比浮充寿命更长，可为用户提供更长的质保周期，循环使用次数也高达 700 次以上（超过普通电池一倍）。产品量产之后，公司拥有了全国领先的全自动纯铅电池生产线。

为迎合电信运营商网络发展室外化、低能耗的趋势，公司开发出高温电池，可在新风机房或室外机柜环境中使用，进而节约 40%以上的碳排放。

2014 年纯铅电池已经正式量产并得到多个 ups 厂家的订单，进一步奠定我们 ups 电池领先的地位。

2. 消费税即将开征，海外基地再添竞争优势

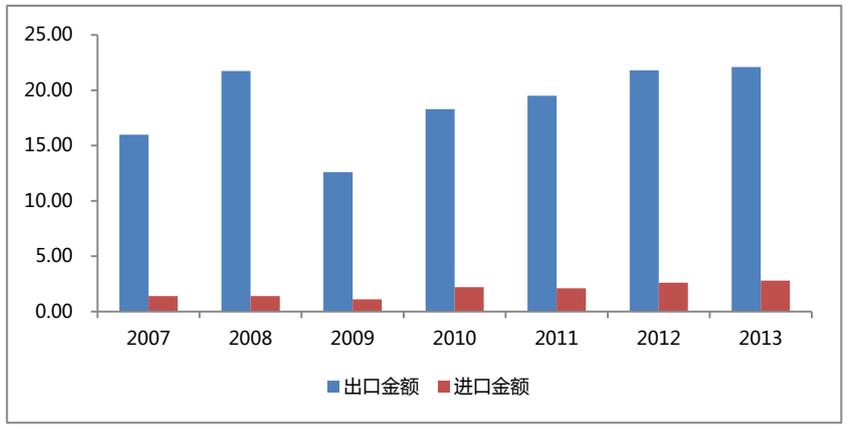
消费税即将开征。财政部于 2015 年 1 月发布《关于对电池涂料征收消费税的通知》，规定自 2016 年 1 月 1 日起，对铅蓄电池按 4% 税率征收消费税（在生产、委托加工和进口环节征收）。对于国内客户而言，消费税的征收可以被转移给下游客户（UPS 厂商等），对于国际客户而言，由于其供应商来自全球各地，国内铅酸厂商的出口将受到压制。

公司在越南的生产基地越南雄韬拥有 80 万 KVAh 阀控密封铅酸蓄电池的生产能

力,是国内厂商在海外最大的生产基地,消费税开征后,公司的越南基地将不受到影响,较之国内其他厂商,在出口方面将具备价格优势。

另外,由于越南是小国,切实东盟成员国,较之中国,从越南对很多国家的出口享受更低的关税(印度从中国进口关税为 10%,从越南进口 3%;欧洲从中国进口关税为 5%,而越南则为 0),这更增加了公司在出口方面的竞争优势。

图 5 我国铅酸蓄电池及零件进出口情况 (单位:美元)



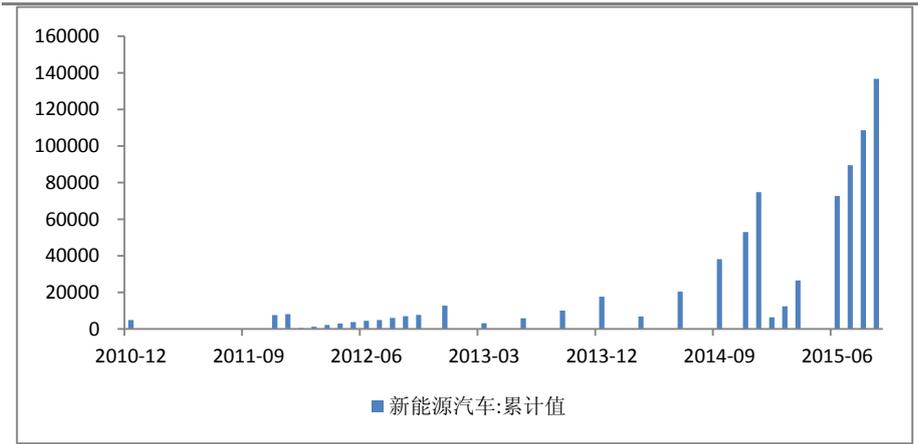
资料来源:WIND、中国中投证券研究总部

三、技术储备完善,动力电池发展将成新的增长点

募集 8.25 亿元加速新能源产业链发展。公司 10 月 23 日发布非公开发行股票预案的公告,募集资金不超过 9.35 亿元,其中 8.25 亿元用于建设 10 亿瓦时动力锂电池新能源建设项目。项目建设周期为两年,达产后将实现年均销售收入 193,964.51 万元,年均净利润 25,034.45 万元,项目前景广阔。

新能源汽车销量维持高增长。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,2015 年,我国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,今年 1-9 月份,我国新能源汽车销售 1.37 万辆,同比分别增长 200%。我国新能源汽车发展在未来几年内将维持高增长态势,新能源汽车核心产品之一的动力电池需求旺盛。

图 6 我国新能源汽车销量（单位：辆）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司于 2004 年开展锂电池的研发、销售，但公司产品前期主要面对消费品市场，业务进展比较缓慢，到 2014 年，锂电产品销售收入也仅为 7119 万元。

公司技术储备完善，客户开发已经先行。目前，公司已经调整锂电的发展战略，将加强磷酸铁锂、三元锂离子电池、新能源电池的研发和营销力度，并努力将其打造成为公司未来的核心战略产品。

公司承担的“年产 15 万 KVAh 磷酸铁锂锂离子动力电池”项目是国家火炬计划重点项目和深圳市科技资助项目。公司目前的研发项目包括管式磷酸铁锂电池、软包聚合物锂离子动力电池、高温锰酸锂电池、EV 电动车电池等。

表 1 公司研发项目投入（单位：元）

项目	2014	2013
纯铅电池	7657000	9280500
管式磷酸铁锂电池	9086550	8177895
软包聚合物锂离子动力电池	3256798	1954079
高温锰酸锂电池	1290543	1677707
电信高温电池	4345980	3476785
2V 高功率电池	675487	810585
EV 电动车电池	1279435	1535322
其他常规电池型号开发	14147572	18257029
合计	41729368	45169901

资料来源：中国中投证券研究总部

公司磷酸铁锂动力电池已通过国家机动车质量监督检验中心的强制性检验，产品符合《电动汽车用锂离子蓄电池》的相关要求。在客户开发方面，公司前期已有部分产品应用于电动巴士，目前公司动力锂电池产品正在配合国内几大主要客车厂商进行申请工信部《汽车动力蓄电池行业规范条件》企业及产品目录，申请完成后将可享受新能源汽车优惠政策，我们相信公司在今年底、明年初即可完成该项工作，后续将逐步向客户供货。

公司在铅酸电池领域耕耘多年，熟悉如何把控电池的制造工艺，我们看好公司在动力电池领域的拓展。

四、储能补贴即将出台，铅炭+锂离子电池两条技术路线布局中长期均受益

3. 储能是能源互联网的关键一环

由于电的特殊属性，在传统模式下，生产和消费必须同时进行，即电力的运行模式是“发、输、变、配、用”同时完成。但电力系统的负荷随时间而不断变化，具有随机性，其变化情况用负荷曲线来表示（通常有日负荷曲线、月负荷曲线、年负荷曲线等）。负荷曲线表明电力系统的用电符合存在着巨大的日间差异和季节间差异。

电力系统的负荷有“谷底”和“尖峰”，为保证电力系统时刻处于发电与负荷之间的动态平衡，发出的电力必须即时传输给用户，这就要求电网必须实时监控负荷运行情况，并对发电机组进行调度。

图 7 日负荷曲线

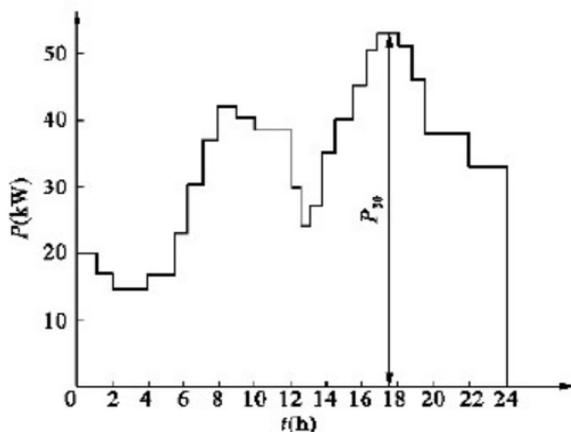
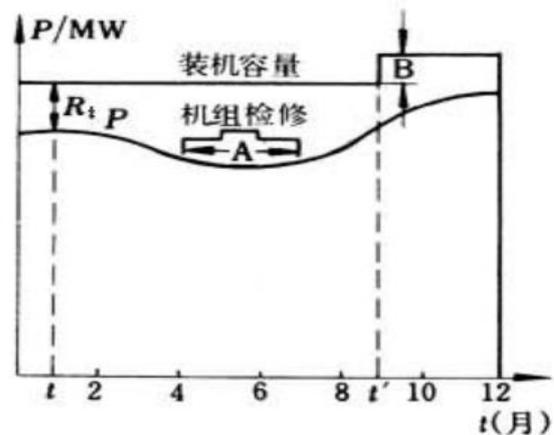


图 8 年负荷曲线



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

同时，由于电力系统日间以及季度间存在的峰谷差，为保障各类负荷在任何时点都可以顺利运行，这就需要发电机组以及电网系统的都需要按照最大负荷来设计（同时还要考虑设备故障发生的可能性以及预测的误差性，这就要求备用容量），而这一系统必然导致在“平常”时，大量的发电容量被闲置。

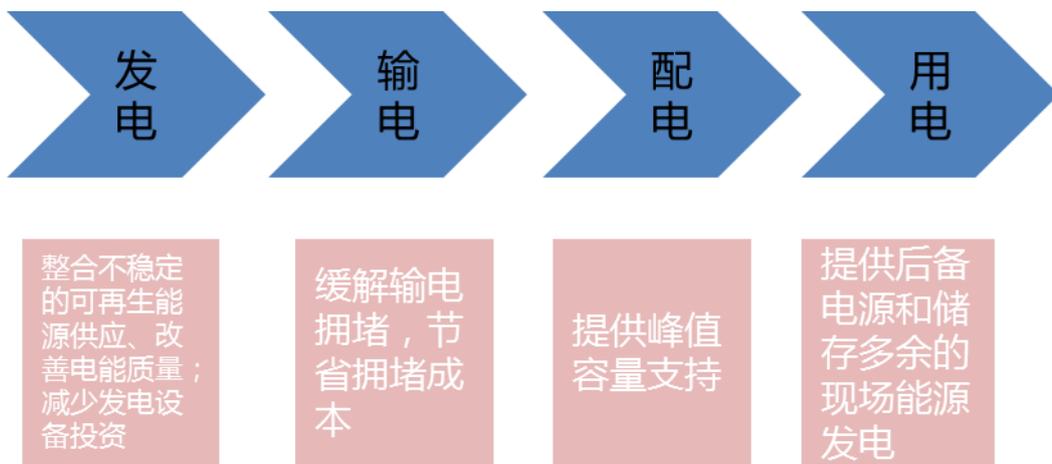
分布式能源、微网的兴起。光伏、风能等可再生能源的发电成本在不断下移、发电效率在日益提升，其经济型将逐渐体现，而其清洁性则有着传统化石能源无可匹敌的魅力，电力系统集中式的发电格局将被分布式的新格局取代。

2012 年，国家能源局分别发布了风电和光伏发电的“十二五”规划，其中，要求风电到 2015 年的发展目标位为 100GW，2020 年为 200GW，太阳能光伏发电到 2015 年的发展目标为 35GW，2020 年为 50GW。规划在极大地促进可再生能源发电发展的同时，也给储能带来了很好的机遇。

储能装置有望成为可再生能源的标准配置。但风电、太阳能发电自身固有的间歇性以及输出不稳定性等问题是新能源发展的阿喀琉斯之踵，而储能技术则是可再生能源大规模发展的关键，可以为可再生能源的接入和利用提供平滑输出、削峰填谷、迅速响应用户需求变化的责任。

另外，储能还可以为输电环节的拥堵问题提供解决之策，为独立的微网运行提供可能，是未来能源互联网发展的关键一环。综合而言，储能技术在电力系统中具有削峰填谷、一次调频、提高电网稳定性、改善电能质量、提高电网利用率、提高可再生能源的利用率等重要作用。

图 9 储能电力系统各环节的作用



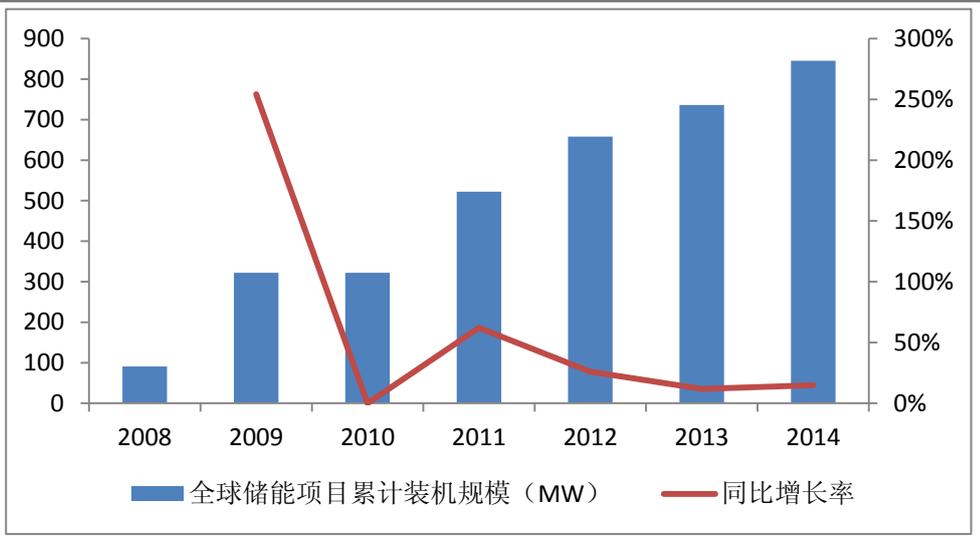
资料来源：中国中投证券研究总部

4. 储能技术日益成熟，看好铅炭+锂离子储能技术

储能目前的装机情况。据 CNESA 项目库不完全统计，截至 2014 年底，全球应用在电力系统的储能项目(不含抽蓄、压缩空气及储热)累计装机规模为 845.3MW，2014 年新增装机 111.6MW，年增长率为 15%，较去年增幅提升 2 个百分点。

从地域分布上看，截至 2014 年底，美国已投运储能项目 95 个，装机规模超过 357MW，是储能应用最广泛的国家，在装机容量和新增装机方面均位居世界首位。日本在装机规模上位居第二，接近 310MW。

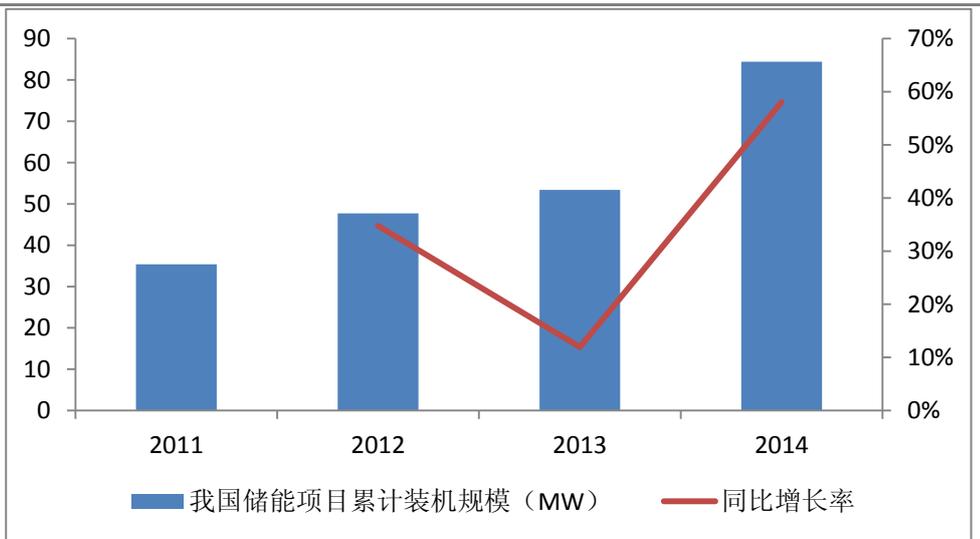
图 10 2014 储能项目同比增长 15%



资料来源：CNESA 数据库、中国中投证券研究总部

截止 2014 年底，我国的储能累计装机规模达 84.4MW，同比增长 58%，占全球储能装机的 10%，成为全球储能增长第二快的市场。

图 11 2014 年我国储能的装机规模同比增长 58%



资料来源：CNESA 数据库、中国中投证券研究总部

储能的技术路线。根据能量存储形式类型的不同，储能技术可分为四大类别：基础燃料的存储（如煤、石油、天然气等）、中级燃料的存储（如氢气、煤气、太阳能燃料等）、电能的存储和后消费能量的存储（相变储能等）。与能源互联网相适应的储能方式是以电的形式存在。

表 2 储能的类别

类别	事例
基础燃料的存储	煤、石油、天然气等
中级燃料的存储	氢气、煤气、太阳能燃料等
电能的存储	物理储能：抽水储能、压缩空气储能、飞轮储能等
	化学储能：钠硫、液流、铅酸、镍氢、锂电池等
	电磁储能：超导储能、超级电容器储能
后消费能量的存储	储热、相变储能

资料来源：中国中投证券研究总部

未来广泛应用于电力系统的储能技术，至少需达到 MW / MWh 级的储能规模。目前，抽水蓄能、压缩空气储能和电化学电池储能可达到 MW / MWh 的储能规模，而飞轮储能、超导磁储能及超级电容器等功率型储能技术很难达到兆瓦时级。抽水蓄能和大型压缩空气储能可达到数百 MW / MWh 级；电池储能和不采用地下洞穴和天然气的新型压缩空气储能能够达到 MW / MWh 级。因此，抽水蓄能、压缩空气储能和电池储能等能量型储能技术是大规模发展储能技术的首选。

抽水蓄能发展受制于地理条件。抽水蓄能是目前技术上较为完善的大规模储能方式，其设备寿命可达 30-40 年，功率和储能容量规模可以非常大，通常在 100-2000MW 之间。抽水蓄能在电力系统中可以起到调峰填谷、调频、调相、紧急事故备用、黑启动和为系统提供备用容量等多重作用。抽水蓄能的最大局限性是受地理条件的限制，必须具有合适建造上下水库的地理条件。

压缩空气储能技术在欧美已经达到商业化运行水平，压缩空气储能通常是与燃气或燃油调峰电站匹配，我国天然气和石油价格很高，燃气及燃油调峰电站经济性很差，在我国的应用前景不乐观。

抽水储能和压缩空气储能均有极大的限制，化学储能更适应于微网以及分布式能源发展的需要，是未来的主流发展方向。

铅炭和锂离子电池技术日益成熟，将成为储能主流技术路线。铅炭和锂离子电池是铅酸蓄电池领域最先进的技术，也是国际新能源储能行业的发展重点，适应能源互联网发展的趋势，具有非常广阔的应用前景。

5. 政策支持有望出台，储能爆发箭在弦上

储能成本成为储能投资发展的重要障碍，补贴成为刺激投资的现实选择。储能技术目前在大规模商业应用上仍存在成本过高、寿命有限等障碍，但储能对电网运行的重要性日益受到认可，储能发展水平较高的国家如美国、日本、韩国等均出台各类补贴政策刺激储能投资。

图 12 各国储能政策



资料来源：中国中投证券研究总部

无补贴下，储能尚不具备商业化基础。我们对国内的铅炭技术、锂离子技术以及日本古河的铅炭电池技术的度电成本进行了模型计算。目前国内铅炭电池、古河铅炭电池和国内锂电的度电成本分别为 1.68 元/KWh、1.57 元/KWh、2.21 元/KWh。

表 3 各类电池技术的度电成本

假设	国内铅炭	古河铅炭	国内锂电
电池功率 (kw)	5	5	5
电池容量 (kwh)	10	10	10
放电深度	80%	70%	80%
循环次数	2500	3500	4000
充放电频率 (次/日)	1	1	1
电池成本 (元/kwh)	1000	1200	2500
逆变器成本 (元/w)	1	1	1
安装成本 (元)	5000	5000	5000
年维护费用占初始总投资比例 (%)	5	5	7
充放电效率	80%	85%	88%
计算			
初始总投资 (元)	20000	22000	35000
年维护费用 (元)	1000	1100	2450
运营年份	6.94	9.72	11.11
总投资 (元)	26944	32694	62222
总发电量(kwh)	16000	20825	28160
度电成本 (元/kwh)	1.68	1.57	2.21

资料来源：中国中投证券研究总部

存储的度电成本远高于光伏的度电成本 (0.5-0.6 元/kwh),不可能通过存储弃光的电力获得收益。另外，储能的度电成本也高于我国的峰谷电价差，单纯通过峰谷电力转移也不可能获得正的收益。

表 4 我国部分地区峰谷电价差情况

	尖峰电价	峰段电价	平段电价	谷段电价	峰谷电价差
北京	1.4615-1.5295	1.3332-1.4002	0.8145-0.8745	0.3208-0.3748	~1.14
浙江	1.367-1.456	1.074-1.151		0.571-0.628	~0.8
湖南	0.9027-0.9597	0.8027-0.8597	0.6527-0.7097	0.4527-0.5097	~0.45

资料来源：中国中投证券研究总部

考虑到其他省市的峰谷电价差基本在 0.8 及以下的水平，储能项目尚难以通过削峰填谷受益得以大规模推广。另外，储能通过调峰实现的延缓电网升级收益以及其他收益尚无法明确衡量，这也在阻碍储能的快速普及。补贴政策是目前促进储能技术升级、刺激储能投资的必要措施。

75%电池成本补贴下，储能将迎来投资浪潮。我们分别计算了补贴 30%、50%和 75%电池成本情况下各类电池技术的度电成本情况。我们认为在目前的成本结构下，补贴 75%的电池投资成本，在部分省市，一般工商业用户安装储能装置，铅炭电池技术路线的存储投资可以取得正的投资收益。

我们认为目前锂离子电池储能的成本较之铅炭技术略高，但其成本下降较迅速，有望在两年后迎来平价阶段。

表 5 不同补贴条件下的度电成本情况

补贴占电池安 装成本比例	目前成本				明年电池和逆变器成本下降 20%			
	0	30%	50%	75%	0	30%	50%	75%
国内铅炭	1.684028	1.49653	1.37153	1.21528	1.43142	1.34653	1.24653	1.12153
古河铅炭	1.569961	1.39709	1.28185	1.13779	1.35588	1.28185	1.18581	1.06576
国内锂电	2.209596	1.94326	1.7657	1.54376	1.89394	1.80832	1.65917	1.47274

资料来源：中国中投证券研究总部

补贴政策即将到来。今年以来，储能受到国家能源局的诸多关注，《国家能源局综合司关于进一步做好可再生能源发展“十三五”规划编制工作的指导意见》中提到要“规划建设若干以智能电网、物联网和储能技术为支撑、新能源发挥重要作用的微电网示范工程或新能源综合供应区域”。

2 月份，国家能源局已委托中科院物理所、中国化学与物理电源行业协会等单位，开展储能“十三五”规划重大课题研究，研究报告将于 6 月上报国家能源局新能源司，预计下半年将有望出台。

有报道，6 月份举行的储能国际峰会 2015 上，国家能源局下半年将出台微电网电价及补贴方案，目前处于征求意见稿讨论阶段，从国外的经验来看，储能是微网顺利运行的关键环节，补贴将涉及储能投资。

6. 技术+经验，储能龙头即将起航

公司已经研发成功铅炭电池，并获得部分重要客户认可，正式大批量生产订单也已签订，将在 UPS 以及储能领域得到应用。

铅炭电池：工艺趋同，产能不是问题。公司拥有深圳、湖北、越南三大生产基地，目前锂离子电池产能约 7500 万 ah、铅蓄电池的产能约在 500 万 KVAH，铅蓄电池达产的最大产能合计在 700 万 KVAH 以上。胶体、铅炭、铅酸电池在大部分工艺是一样的，只是在某些环节有一些差别，铅炭电池的生产可以迅速放量。定增方案一旦实施，公司在锂离子电池方面将取得长足进展，在锂离子具备储能商业化条件时，公司也将受益。

牵手中科恒源，合作开展储能系统建设。中科恒源科技股份有限公司是专业从事清洁能源领域开发、生产与应用的高新技术企业，为风能与太阳能中小型综合应用系统提供整体解决方案。

围绕新能源及绿色能源解决方案，公司在 2015 年 4 月与中科恒源签订战略合作框架协议，双方约定公司将在中科恒源一些大型光伏电站项目上建设示范性的储能系统，以此作为储能系统的示范基地，共同探索新的商业模式等，在协议期内，总体储能系统的规模力争不少于 10MWH。

目前，公司已经做好“技术+产能+产品+应用”的充分准备，将充分受益于储能投资浪潮。

五、投资建议与盈利预测

投资建议：“强烈推荐”

互联网+、工业 4.0 等投资热潮的兴起，数据中心建设将持续高增长，公司是铅酸电池龙头企业之一，与各大 UPS 厂商保持长期良好合作关系，将充分受益爆发式增长机会；公司定增 8.25 亿用于动力锂电池项目建设，公司已经掌握相关锂离子电池技术，客户开发也在进行中，我们看好公司在新能源汽车用电池方面的发展前景；储能补贴政策即将出台，铅炭和锂离子电池技术路线最具前景，公司已经做好技术+产品+产能+应用的充分准备，将受益于即将到来的储能投资浪潮。

公司未来业绩具备较高的增长潜力，给予公司“强烈推荐”评级。我们预测公司 2015~2017 年 EPS 分别为 0.42、0.56、0.82 元，考虑到公司在动力电池领域布局的广阔前景，我们给予估计公司未来 6 - 12 个月目标价为 27 元，对应 PE 分别为 64、48、33 倍。

风险因素：

1) 储能补贴政策不达预期，我们预期储能补贴政策将于年底前出台，这将刺激市场对公司铅炭产品的需求，一旦储能补贴政策出台晚于预期或者铅炭类储能技术不在补贴范围内，公司业绩将受到不利影响；

2) 数据中心运营推进力度不达预期，公司传统铅酸产品主要应用于数据中心，数据中心的推进力度放缓将对公司业绩造成不良影响；

3) 动力电池推广力度不达预期，公司正准备非公开发行股票发力动力电池产业，但能否成功取决于公司对汽车厂的开发力度，目前尚存在不确定性。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1607	1650	2066	2770
现金	597	400	400	400
应收账款	428	535	723	1041
其它应收款	12	15	20	29
预付账款	41	51	69	99
存货	440	552	744	1069
其他	89	96	110	132
非流动资产	292	525	708	802
长期投资	0	0	0	0
固定资产	219	412	599	696
无形资产	41	39	37	35
其他	33	74	71	70
资产总计	1899	2175	2774	3572
流动负债	742	935	1389	1985
短期借款	423	601	921	1355
应付账款	166	201	272	393
其他	153	133	196	238
非流动负债	44	28	36	36
长期借款	0	0	0	0
其他	44	28	36	36
负债合计	786	963	1426	2021
少数股东权益	14	16	18	21
股本	136	306	306	306
资本公积	532	362	362	362
留存收益	442	529	662	862
归属母公司股东权益	1100	1197	1330	1529
负债和股东权益	1899	2175	2774	3572

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	96	-79	-43	-205
净利润	100	129	174	255
折旧摊销	37	19	30	38
财务费用	24	18	30	48
投资损失	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	-64	-234	-297	-570
其它	2	-7	23	26
投资活动现金流	-114	-248	-208	-128
资本支出	77	250	210	130
长期投资	0	0	0	0
其他	-37	2	2	2
筹资活动现金流	397	130	251	334
短期借款	88	178	320	434
长期借款	-0	0	0	0
普通股增加	34	170	0	0
资本公积增加	366	-170	0	0
其他	-91	-47	-69	-100
现金净增加额	379	-197	0	0

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1975	2469	3333	4800
营业成本	1666	2091	2817	4047
营业税金及附加	7	8	11	16
营业费用	75	93	126	181
管理费用	87	109	147	212
财务费用	24	18	30	48
资产减值损失	7	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	3	3	3
营业利润	112	146	198	291
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	115	149	200	294
所得税	15	20	26	39
净利润	100	129	174	255
少数股东损益	1	2	2	3
归属母公司净利润	98	127	172	252
EBITDA	174	182	257	378
EPS (元)	0.72	0.42	0.56	0.82

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	19.7%	25.0%	35.0%	44.0%
营业利润	17.4%	30.1%	35.5%	47.4%
归属于母公司净利润	17.1%	29.4%	34.9%	46.8%
获利能力				
毛利率	15.7%	15.3%	15.5%	15.7%
净利率	5.0%	5.2%	5.1%	5.2%
ROE	8.9%	10.6%	12.9%	16.5%
ROIC	12.2%	9.9%	10.5%	11.7%
偿债能力				
资产负债率	41.4%	44.2%	51.4%	56.6%
净负债比率	53.82%	62.40%	64.57%	67.02%
流动比率	2.17	1.77	1.49	1.40
速动比率	1.56	1.17	0.94	0.85
营运能力				
总资产周转率	1.27	1.21	1.35	1.51
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	11.30	11.39	11.90	12.17
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.42	0.56	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	-0.26	-0.14	-0.67
每股净资产(最新摊薄)	3.59	3.91	4.35	5.00
估值比率				
P/E	60.84	47.02	34.87	23.76
P/B	5.44	5.00	4.50	3.91
EV/EBITDA	34	32	23	15

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义**公司评级**

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

王雪峰,中国中投证券研究所电力设备行业分析师,清华大学金融学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关转载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434