

杉杉股份 (600884.SH) 动力电池行业

评级：增持 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 32.75 元
 目标价格 (人民币): 40.00-40.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	410.86
总市值(百万元)	13,455.61
年内股价最高最低(元)	39.38/16.02
沪深 300 指数	3715.58
上证指数	3568.47



自上而下切入新能源汽车全产业链

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.447	0.848	1.718	1.319	1.509
每股净资产(元)	7.83	10.33	7.70	12.97	14.48
每股经营性现金流(元)	-0.31	-0.98	-1.82	-0.83	-0.89
市盈率(倍)	27.54	19.56	19.06	24.84	21.71
净利润增长率(%)	15.70%	89.58%	102.58%	4.87%	14.42%
净资产收益率(%)	5.71%	8.21%	22.32%	10.16%	10.42%
总股本(百万股)	410.86	410.86	410.86	561.38	561.38

来源: 公司年报、国金证券研究所 (2016 2017 EPS 考虑增发摊薄股本)

投资逻辑

- **锂电材料业务基础扎实:** 公司是国内最大的锂电三大核心材料——正极、负极及电解液的综合供应商, 产品技术领先, 在国际国内的市场份额持续上升; 受制于现有锂电核心材料产能, 整体营收基本持平; 新能源产业链的上游——锂电材料业务业绩优良, 2015 年上半年占总收入的 61%, 贡献了前三季度约 1.25 亿经常性净利润中的绝大部分(估算), 主导地位逐步明确, 其中正极材料 2015 年上半年销量增长 49%, 收入增长 48.29%; 品牌服装业务保持稳定, 略有增长, 对低毛利率的针织品业务进行剥离;
- **现有主营业务需求保持快速增长:** 锂电池及新能源汽车未来需求放量趋势确定, 2015 年我国新能源汽车销量增速预计将达到 250% 以上, 2016 年虽然大概率在高速成长后迎来增速下降的调整年, 但动力电池需求总容量增速预计仍将保持 50% 以上的增速, 拉动动力电池核心材料需求保持高速增长, 确保了公司现有主营业务的高成长性;
- **增资巩固地位并切入下游, 培育新的增长极:** 公司定向增发 34 亿, 在扩充负极材料产能, 巩固产业地位的同时, 将募投资金及自身融资配套资金的 60% 以上投入新能源汽车三电及整车的研发, 以及车辆和充电整体运营, 打通全产业链; 核心子公司的股权激励和单独三板上市, 以及控股股东的大比例认购定增股权, 彰显了公司上下一心, 实现跨越式发展的决心;
- **落子有力, 精心布局, 收获期将近:** 公司与多个在产业链下游有着深厚积累的合作伙伴或团队进行了合资公司的设立或公司的并购, 同时设立新能源股权基金, 为进一步拓宽布局打下基础, 并采用互联网+及工业 4.0 思维, 致力打造大数据平台, 提供新能源汽车产品、金融及后市场服务解决方案, 在新能源汽车全产业链价值链中培育多个盈利增长点, 与上游和金融产业的良好发展形成强大的协同效应, 预计 2016 年即进入收获期, 有望超预期。

估值

- 基于较保守的业务假设, 假设公司增发 2016 年初完成, 我们预测, 公司 2015、2016、2017 年的 EPS 分别为 1.718 元、1.319 元和 1.509 元;
- 公司 2015 年 11 月 16 日收盘价为 36.42 元, 对应 2015、2016 及 2017 年市盈率分别为: 19.06 倍、24.84 和 21.71 倍;

投资建议

- 首次覆盖, 综合考虑公司上游龙头地位及转型能力, 给予“增持”评级, 6 个月目标价为 40 元/股, 对应 2016 年 30 倍市盈率;

风险

- 新能源汽车推广不及预期, 2016 年出现增速减缓; 充电设施建设及运营项目开发不及预期。

姚罡

联系人
 (8621)60935531
 yaogang@gjzq.com.cn

苏广宁

联系人
 (8621)61620766
 suguangning@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
 (8621)60230213
 zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

新能源业务成为主导，充分受益新能源汽车行业增长.....	3
锂电材料需求放量，增资募投顺势扩大份额.....	5
多点布局产业链，培育新增长点.....	9
试水新能源后市场，打造业内最全产业链.....	11
财务预测与投资建议.....	13
风险提示.....	13

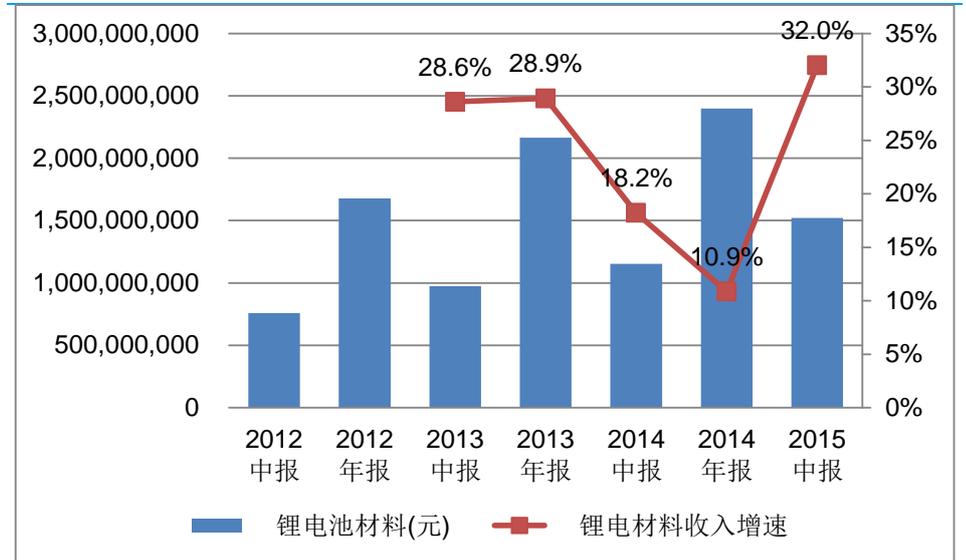
图表目录

图表 1. 公司各板块业务营收情况（单位：万元）.....	3
图表 2. 历年公司各板块业务占比.....	4
图表 3. 公司各板块业务营收情况（单位：万元）.....	4
图表 4. 各类电池性能比较.....	5
图表 5. 全球锂电市场需求及增长率.....	6
图表 6. 国内锂电市场需求分析（万千瓦时）.....	6
图表 7. 我国锂电池细分市场的需求预测（单位：亿元）.....	6
图表 8. 中国新能源汽车月销量图.....	7
图表 9. 定增募投项目.....	8
图表 10. 锂离子电池产业链.....	9
图表 11. 主要控股子公司.....	10
图表 12. 新能源汽车产业链产能布局.....	11
图表 13. 新能源产业股权投资基金股权关系.....	11
图表 14. 公司新能源全产业链构想.....	12
图表 15. 新能源充电设施运营案例.....	13

新能源业务成为主导，充分受益新能源汽车行业增长

- 杉杉品牌因品牌服装而得名，但自 1999 年在上海开启锂电负极材料业务起，经过 16 过年的努力，杉杉股份已全面转型新能源业务。

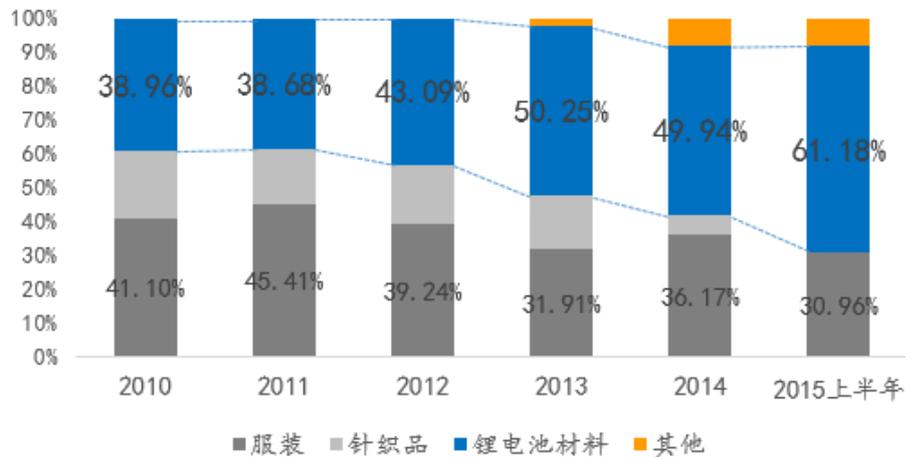
图表 1. 公司各板块业务营收情况 (单位: 万元)



来源：公司财报，国金证券研究所

- 公司为国内最大的锂电池综合材料供应商。产品种类覆盖锂电池正极材料、负极材料和电解液，正极产品包括钴酸锂、锰酸锂、镍钴锰三元系等系列产品；负极产品包括中间相系列、人造石墨系列、天然石墨系列、综合型系列等四大系列成熟产品；电解液产品包括各种规格型号锂离子电池电解液及各种高纯度的有机溶剂。公司锂电池材料业务板块利润占比逐年提升，由 2010 年的 38.96% 扩大至 2015 年上半年的 61.18%，目前已成为最为核心的业务板块。
- 公司锂电材料业务积极开拓市场份额已见成效，现阶段锂电材料业务主要包括正极材料业务、负极材料业务及电解液业务，且上半年均实现大幅增长：
 - 正极材料 2015 年上半年实现销售量 8,068 吨，销量与营收增长分别达 49.44%、48.29%；
 - 负极材料 2015 年上半年实现销售量 7,197 吨，销量、营收增长分别达 30.90%、11.52%；
 - 电解液 2015 年上半年实现销售量 2,089 吨，因价格下降，销量增长 17.49% 而营收下降 11.00%。

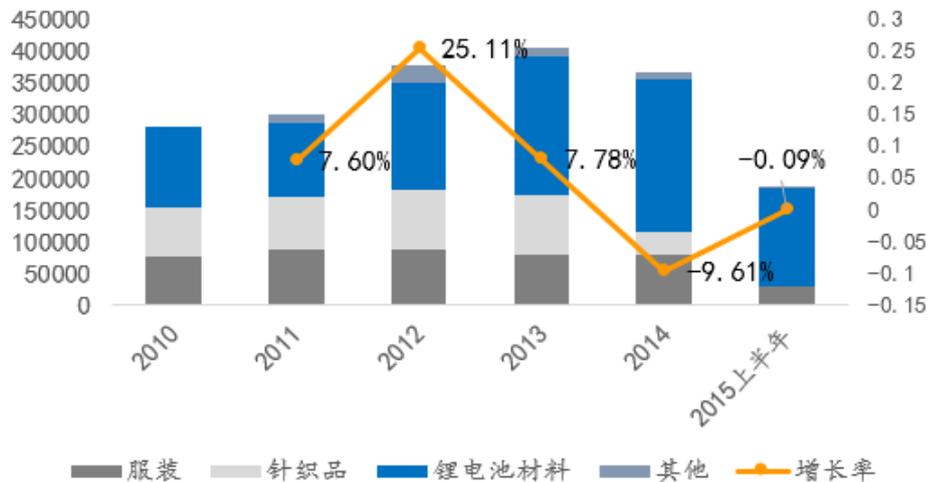
图表 2. 历年公司各板块业务占比



来源：公司财报、国金证券研究所

- 公司部分利润来自投资收益，据公司公告，今年累计三次减持宁波银行股票：分别于3月9、13日减持1952万股，3月25至27日减持184.3万股，3月30至31日、6月4日减持10,290,866股，6月9日减持1,832,558股。2015年初截至目前，公司累计减持宁波银行33,486,424股，累计获利52,146万元（税后），2015年上半年公司共减持宁波银行1.03%的股权，减持后公司仍占宁波银行4%。此举贡献了公司上半年度相当比例的利润，占2015年上半年净利润的84.7%，扣除此部分，公司上半年的经常性净利润为0.9417亿元，预计主要为锂电材料的贡献；三季报与中报比较可知，来自宁波银行股权减持的税前投资收益增加3800万元，而税后净利润增加6335万元，我们据此估算，前三季度的经常性净利润约为1.25亿元；

图表 3. 公司各板块业务营收情况（单位：万元）



来源：公司财报、国金证券研究所

- 服装板块业务已逐渐成为非支柱业务，今年上半年杉杉品牌和其他品牌服装总共实现营收30202.33万元（不含针织品业务收入），同比增长7.05%。针织品业务毛利率长期维持在13%-16%，且呈现平稳下降趋势，在公司各业务中利润率最低。为优化业务结构，提升整体盈利能力，公司通过转让明达针织品35%股权实施业务剥离。
- 公司2014年总体营收为36.5899亿元，较2013年下降9.61%，如上文所述，剔除业已剥离的低利润率的针织品业务，公司整体营收同比增长

7.09%；今年上半年总体营收实现 18.7057 亿元，下降 0.09%，与去年同期基本持平，而剔除针织品剥离的影响，今年上半年总体营收增长 22.87%。

锂电材料需求放量，增资募投顺势扩大份额

- 锂电池应用广泛，包括以手机、笔记本电脑、移动电源为主的消费电子领域、以新能源汽车动力电池为主的动力交通领域以及以电网储能为主的储能领域。因其相较铅酸电池成本日益趋近，且具有更高的能量密度、循环寿命和温度适应性，在燃料电池应用的供给和配套体系未实现商业化前，锂电池是兼顾性能、成本、环保性以及技术成熟度的最优选择。

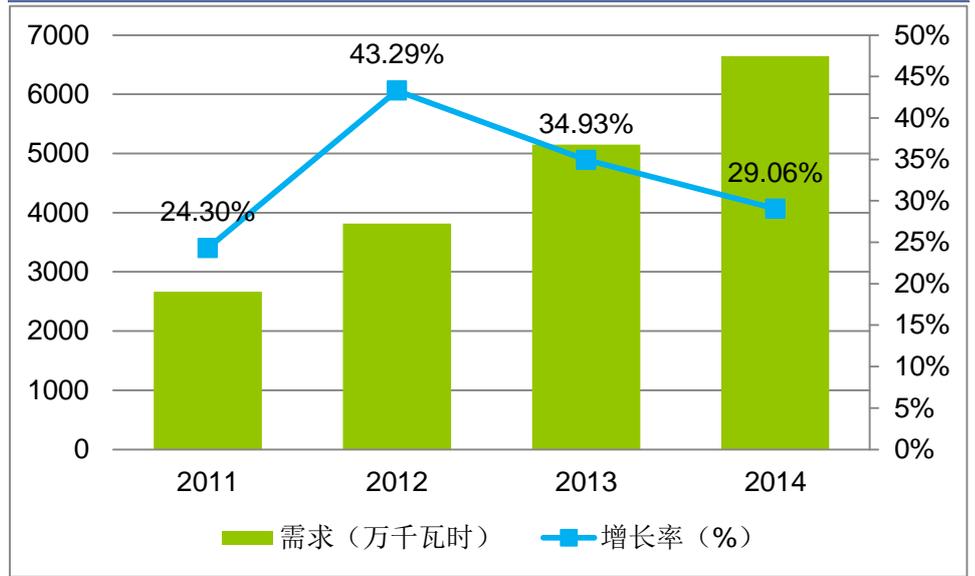
图表 4. 各类电池性能比较

性能项目	铅酸电池	镍镉镍氢电池	锂电池	燃料电池	超级电容
能量密度	差	中	好	好	较好
功率	中	较好	好	中	较好
寿命	中	较好	好	好	好
成本	低	中	较高	高	高
环保	差	中	好	好	好
技术成熟度	好	较好	较好	差	差
优点	性价比高，技术成熟，安全	高倍率充放电、技术成熟	能量密度高、无记忆、寿命长、环保	能量密度高且转换性好，环保	功率密度高、功率高、充电快、无污染
缺点	能量密度低，寿命短，环保型差	自放电、记忆性、环保型差	成本高、安全性较差、高功率放电性能差	技术不成熟	能量密度低，电解质可能泄露

来源：国金证券研究所

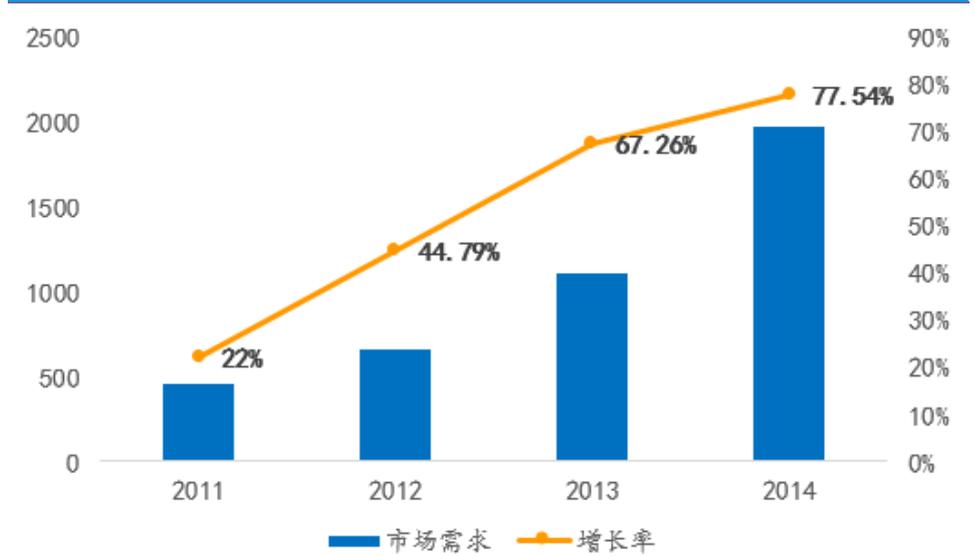
- 全球锂电需求由 2013 年的 26.6358GWh 增加至 2014 年的 66.4647GWh，年均复合增长率达到 35.63%；我国锂电池需求至 2011 年 4.5721GWh 增加至 2014 年的 19.6583GWh，年复合增长率为 62.61%；

图表 5.全球锂电市场需求及增长率



来源：真锂研究、中国电池网，国金证券研究所

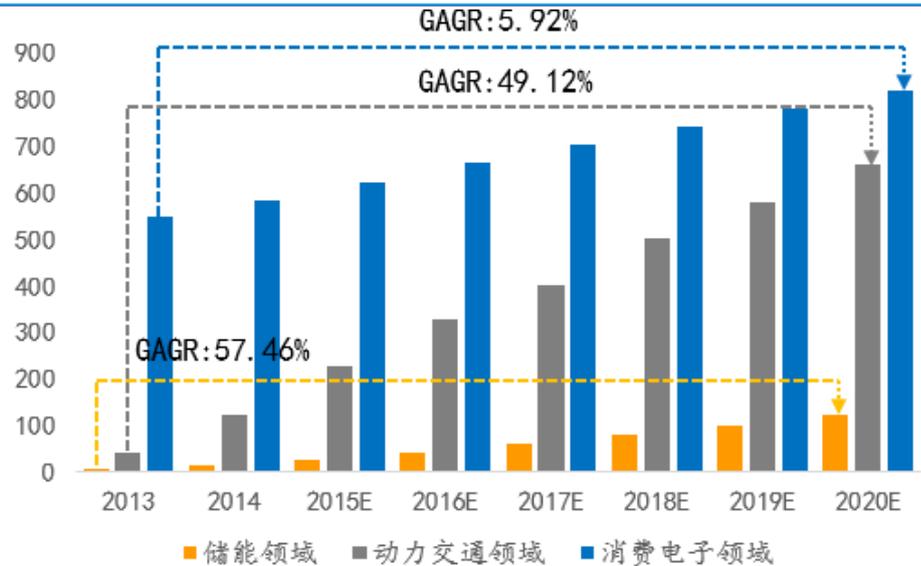
图表 6.国内锂电市场需求分析 (万千瓦时)



来源：真锂研究、中国电池网，国金证券研究所

- 2014 年，我国锂电需求总容量同比增长 77.54%，在目前需求量稳定增长的消费电子领域、需求量大幅增长的汽车动力电池领域以及即将爆发式增长的储能领域三大需求拉动下，锂电池市场需求容量巨大。
- 根据电化学行业协会的预测，我国 2015 年锂电市场将达到 853 亿元，较 2014 年的 715 亿元增长 22.10%，其中动力电池需求为 227 亿元，同比增长 89%；
- 我们预计今年动力电池市场总容量将达到 250~260 亿元，较 2014 年大幅增长超 100%以上；

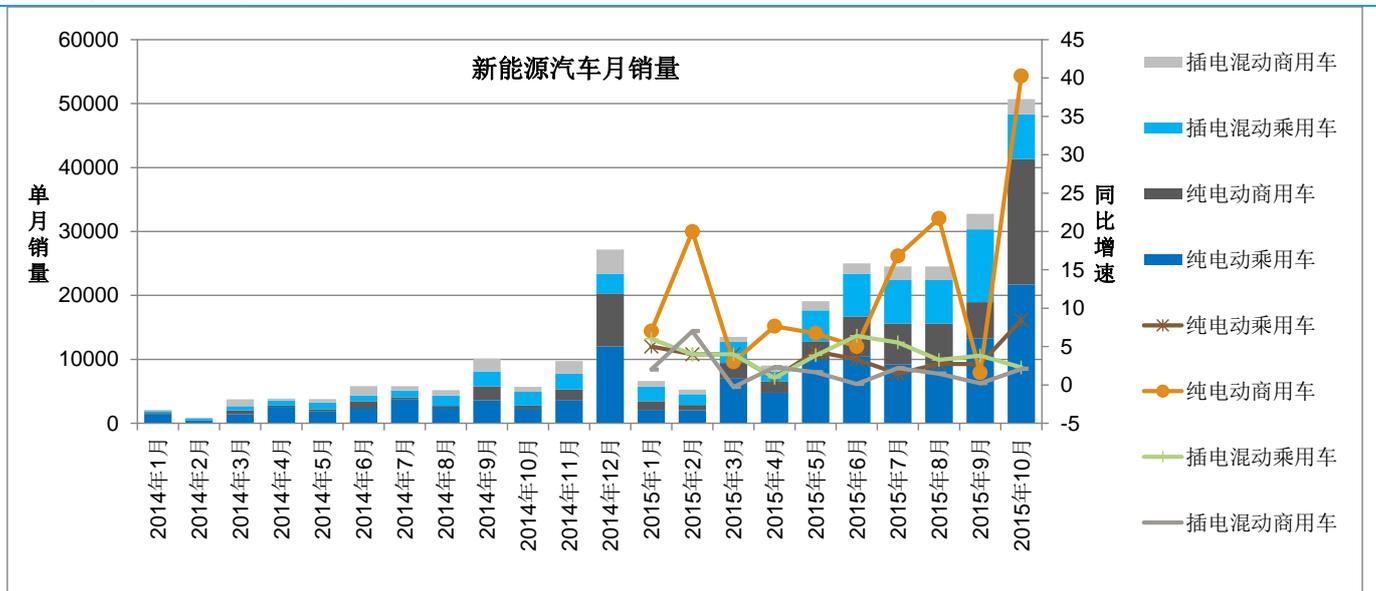
图表 7.我国锂电池细分市场的需求预测 (单位：亿元)



来源：中国化学与物理电源行业协会，国金证券研究所

- 据工信部机动车整车出厂合格证数据统计，10月，我国新能源汽车生产5.07万辆，环比上涨54.6%，同比增长8倍。其中，纯电动乘用车生产2.17万辆，环比上涨63.2%，同比增长8.5倍，插电式混合动力乘用车生产7028辆，环比上涨24.6%，同比增长2倍；纯电动商用车生产1.96万辆，环比上涨71.9%，同比增长40倍，插电式混合动力商用车生产2389辆，环比下降1.65%，同比增长2倍；1新能源汽车累计生产20.69万辆，同比增长3倍。其中，纯电动乘用车生产8.71万辆，同比增长3倍，插电式混合动力乘用车生产4.55万辆，同比增长3倍；纯电动商用车生产5.93万辆，同比增长9倍，插电式混合动力商用车生产1.50万辆，同比增长88%。

图表 8. 中国新能源汽车月销量图



来源：工信部，国金证券研究所

- 根据第一电动统计，截至7月份，在88个新能源示范推广城市中，目前已经有63个城市出台了地方性的新能源汽车配套政策，共计175项。其中有46个省市的补贴政策实施按国家和地方财政1:1高比例补贴。此外也包含山东济南、山西运城、广西南宁、青海等非示范推广城市也出台相关政

策，特别是北京、上海、广东、江苏等新能源基础条件较好的地区地方政策相对完备。

- 据《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020年）》，2020年新能源汽车累计销量将达500万辆，市场容量巨大。国内具备核心竞争力且具备规模效益的新能源汽车厂商尚不多，业内竞争格局、规模效益及产品差异化仍有较大挖掘和成长空间，为后起之秀留出了占据一席之地甚至脱颖而出的机会。
- 我们预计，2015年新能源汽车总销量有望达到30万辆，同比增长275%左右，而2016年新能源汽车总销量将至少达到45万辆，增速达到50%以上，将继续驱动正负极材料和电解液的需求量快速提升；
- 并且，随着乘用车市场的快速启动，更加适用于乘用车的三元材料体系的下游需求将以更高速度增长。三元材料正是公司的主攻方向，公司的高电压酸锂材料在高端3C产品中取得广泛应用和龙头供应地位，而汽车及3C用三元材料出货量也已达到业界领先水平；而负极材料自锂电发明以来一直主要采用碳系材料；通过多年的努力，公司开发的新能源电动汽车负极材料已成功在多家电动汽车电池生产厂商得到了应用，并正在进一步扩大规模，2014年公司销售负极材料约1.2万吨，稳居世界前列。公司目前已经成为BENZ和BMW电动汽车电池负极材料供应商，与国际和国内的SDI、LG、Sony、ATL和比亚迪等多家电动汽车电池生产厂商进行紧密的合作，并间接接入国际国内多家电动车厂商的供应链。
- 我国锂电市场容量2013、2014和2015预期值分别为590亿元、715亿元和873亿元，2014和2015预期同比增速分别为21%和22%；通过比较公司各类材料的销售收入增速与我国锂电市场容量增速，可知公司两种锂电核心材料中，正极材料市场份额正在快速提升，负极材料市场份额基本稳定；

图表9.定增募投项目

募投项目	募集资金投资额度 (万元)	总投资额度 (万元)	投资占比
1. 年产35000吨锂离子动力电池材料项目	77950	121918	23.75%
2. 新能源汽车关键技术研发及产业化项目	222300	347083	67.62%
2.1 新能源汽车研发、示范及推广	84250	92863	18.09%
2.2 动力总成研发及产业化	111450	207913	40.51%
2.3 LIC应用研发及产业化	26600	46307	9.02%
3. 补充流动资金	44300	44300	8.63%
合计	344550	513301	100.00%

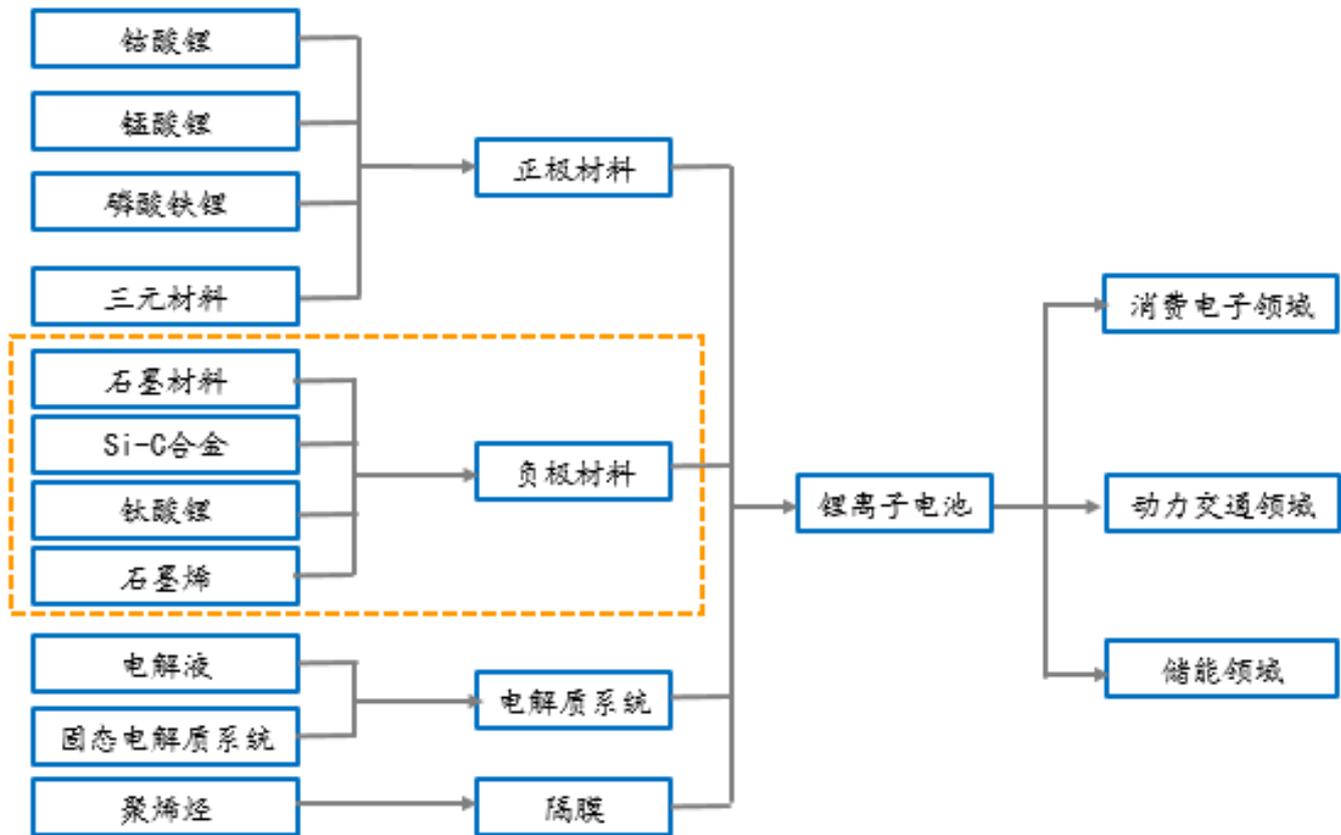
来源：国金证券研究所

- 鉴于核心材料市场份额的发展状况，公司决定巩固和加强市场地位，于今年5月份发布公告，宣布以非公开发行的方式分别向杉杉控股有限公司、华夏人寿保险股份有限公司、天安财产保险股份有限公司分别发行9000、3000、3000万股，累计募资达344550万元；增发后，杉杉集团的持股比例为23.81%，杉杉控股持股比例为16.05%，杉杉集团为公司第一大股东。公司实际控制人郑永刚合计控制本公司的股份比例为39.86%；10月9日，公司发布公告，非公开发行股票发行价格由22.97元/股调整为22.89元/股，非公开发行股票发行数量由150,000,000股调整为150,524,246股；此次定增目前正与证监会积极对接，若审核通过，则经此次公开发行后，公司净资产增至818001.12万元，大幅增长72.77%。
- 杉杉控股参与超过50%大比例认购定向增发，彰显了集团对杉杉股份发展前景的信心。
- 在定增基础上，公司自筹168751万元，将投资总额度扩大至513301万元，投资项目主要包括：年产35000吨锂离子动力电池材料项目、新能源汽车关键技术研发及产业化项目和补充流动资金。此次募资主要用于新能源产

业链上游材料、“三电”及下游整车研发，其中公司新进入的新能源汽车领域的投入占比高达 67.62%。

- 锂离子项目主要聚焦负极材料研发及产能扩增。公司目前负极材料产能规模为 1.5 万吨，募投后将围绕天然石墨、人造石墨、混合石墨、Si-C 合金、钛酸锂和石墨烯等负极材料的研发，预期 2019 年完全达产后产能规模达 3.5 万吨，大大加强公司在负极材料领域的市场份额，税后投资回收期 8.4 年，税后内部收益率约 15.88%，经济效益良好。
- 公司负极材料客户资源优质稳定，目前进入苹果、奔驰、索尼、比亚迪等全球知名企业的供应链。
- 我们认为，目前负极材料产能制约了公司发展，前期因上海临港项目被叫停致使负极产品加工能力难以满足市场需求。公司此次投资锂离子负极材料，同时对负极材料业务管理层实施负极材料公司 10% 股权的股权激励，彰显公司对负极材料生产的高度重视，有利于巩固负极材料市场地位，加强负极公司发展后劲，以及面向领先电池客户充分发挥正极、负极、电解液三大业务间的协同服务和销售。

图表 10. 锂离子电池产业链



来源：国金证券研究所

- 新能源汽车相关项目投资占比高达 67.62%，而在核心部分的动力总成研发及产业化项目占比高达 40.51%。公司致力于车用驱动电机、动力电池组、和整车控制器等核心部件的产业化建设，掌握电池、电控、电机“三大电”的正向开发技术。建设动力电池组装生产线，实现新能源汽车电机及 BSG（皮带传动启动/发电一体化电机）产业化、实现整车控制系统、驱动电机电控系统、车载充电机等电控产品产业化。

多点布局产业链，培育新增长点

- 公司原来主要控股 4 家子公司，业务板块分工明确，主要包括锂电三大核心主材和服装业务。

图表 11.主要控股子公司

主要子公司	主营业务	持股比例	注册资本(万元)
宁波杉杉服装品牌经营有限公司	“杉杉”品牌服装	90%	5000
湖南杉杉新材料有限公司	锂离子电池正极材料	90%	44667
上海杉杉科技有限公司	锂离子负极材料	90%	15300
东莞市杉杉电池材料有限公司	锂离子电池电解液	100%	2500

来源：公司公告，国金证券研究所

- 此次定增转型后，公司新能源产业链布局聚焦整车制造、动力总成系统研发、市场运营推广服务三个中心。
 - 整车方面，公司已联手内蒙古第一机械集团有限公司与中国兵器工业集团公司旗下的北奔重型汽车集团有限公司成立“内蒙古青衫汽车有限公司”；
 - 动力总成方面，公司联手台湾八达创新科技股份有限公司获得排他性技术许可，而八达公司拥有与 Tesla 电机核心技术并驾齐驱的技术水平和产品；
 - 电池系统方面，公司联手北京利维能电源设备有限公司，从事相关技术开发、服务和销售；
 - 销售方面联手深圳星美新能源汽车有限公司成立“宁波杉美新能源汽车销售公司”以涉足新能源销售代理业务，拓宽与整车企业的合作范围；
 - 公司在深圳设立“云杉智慧”新能源汽车股权投资基金，云杉智慧新能源(深圳)有限公司在 9 月入围深圳市新能源汽车充电设施运营商备案名单，正式布局新能源充电运营及新能源汽车后市场，将在一年内在深圳建设不少于 8000KW 充电能力的充电设施，约合 3000 台交流慢充桩或 400 台乘用车用直流快充桩，或 100 台纯电动大巴用直流快充桩；
 - 在动力总成系统核心零部件方面，公司收购上海展泉新能源科技有限公司，是日本 JM Energy 公司的中国合作伙伴，从事锂离子超级电容的研发和制造，其锂离子超级电容性能较传统超级电容大幅提升，在日益提升的汽车油耗标准倒逼下，有望成为未来汽车标配的微混动系统的核心部件。
 - 金融服务方面，公司于 2012 年 12 月 7 日成立富银融资租赁，注册资本人民币 2 亿元，由杉杉股份及其全资子公司香港杉杉资源有限公司（以下简称“香港杉杉”）联合北京市大苑天地房地产开发有限公司及深圳市中科智资本投资有限公司发起设立；目前，杉杉股份和香港杉杉分别持有富银融资租赁 45%和 25%的股权，合计持股 70%；下属子公司包括北京杉杉医疗科技发展有限公司和杉杉富银商业保理有限公司；公司 6 月公告，富银融资租赁拟通过挂牌新三板后通过向外部投资人定向增发的方式不断扩充资金规模，逐步将富银融资租赁发展为中等规模融资租赁公司，增强企业发展的稳健性，同时衍生新能源业务的范畴。
- 公司着重打通锂离子电池下游产业链，依次为动力电池及电机、整车研发、及新能源运营和后市场。我们认为，公司上游产业链基础雄厚，自上而下稳健打通全产业链利于各个环节发挥协调效应，降低产业链末端成本。同时因上游产业可控可积极应对下游订单波动。

图表 12. 新能源汽车产业链产能布局

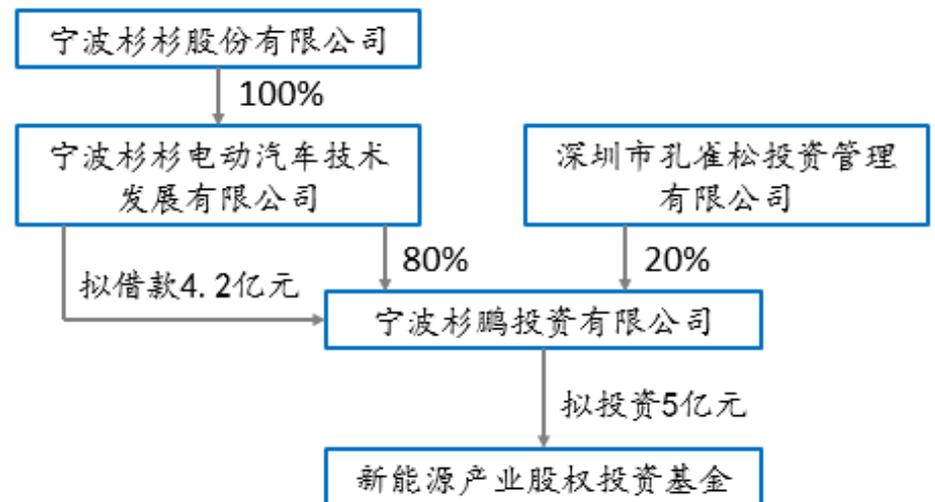
产业链板块	产能布局子公司	注册 资本 (万)	持股比例		核心业务
			直接 持股	间接 持股	
整车制造	内蒙古青衫汽车有限公司	2950		宁波杉杉电动汽车持 60%	新能源客车制造及销售
动力总成系 统	宁波杉杉八达动力总成有限公司	12000	70%		车用驱动电机、动力电池组、 政策控制器等
	宁波利维能储能系统有限公司	1000	70%		电池系统及相关部件
	江苏利维能电池系统有限公司	5000		利维能持股 30%	动力电池系统集成
	上海展泉新能源科技有限公司		70%		锂超级电容的制造
市场 运营	“云衫智慧”新能源汽车产业股权 投资基金	50000	80%		充电基础设施建设、新能源汽车 运营及充电设施智能化管 理、新能源汽车关键零部件维 修服务、新能源汽车运营大数 据平台
	宁波杉美新能源汽车销售有限公司	650	65%		新能源汽车销售

来源：公司公告，国金证券研究所

试水新能源后市场，打造业内最全产业链

- 7 月，公司公告拟通过全资子公司宁波杉杉电动车的控股子公司杉鹏投资在深圳设立新能源汽车产业股权投资基金，注册额度达 5 亿元人民币。同时公司允许宁波杉杉电动车在满足自身资金需求的下以借款年化利率 10% 为杉鹏投资提供 4.2 亿元人民币借款，主要用于基金的前期设立和后期业务拓展。
- 此举意在实现公司新能源汽车产业链战略布局。主要培育新能源汽车关键零部件维修、充电基础设施建设、新能源汽车及充电设施的智能化管理等多个利润增长点。我们认为，对于基础积累较好的上游业务公司主要通过募资实现内生增长，对于基础较为薄弱的下游新能源整车及充电设施，公司主要通过投资实现外延培育，此举使得公司依托现有锂离子材料产业链的优势地位，以及杉杉品牌在终端消费中的认知度积累，进一步渗透至下游新能源整车及充电设施，同时布局新能源汽车后市场。

图表 13. 新能源产业股权投资基金股权关系



来源：国金证券研究所

- 汽车后市场服务周期自汽车出售到报废。成熟市场中后市场业务应占到整个汽车行业的 60%，因此绝大部分利润在后市场。新能源汽车后市场涉及

面较传统车更广，包括新能源汽车及充电设施运营，细分来说，包括新能源车租赁、充电设施共享、汽车金融、远程协助、充电引导及支付等。

图表 14.公司新能源全产业链构想



来源：国金证券研究所

- 公司致力于打造最为完整的新能源汽车产业链，基于电池材料上游，渗透“三电”、新能源整车及丰富的后市场服务。我们认为，上游电池材料业已形成的优势地位和公司在金融投资领域的成功，形成了公司全面转型，向新能源汽车全产业链延伸的坚实基础。
- 公司基于互联网+和工业 4.0 思维，通过采集和分析新能源汽车大数据，致力于提供新能源汽车城市级一揽子解决方案。线上接收终端信息请求，利用大数据信息平台处理请求并记忆数据，从而实现能源合理调度、充电设施地理位置指导、预约及支付处理、新能源车辆分时租赁、新能源通勤车状态分析及合理调度等线下活动。同时，通过动力系统核心零部件、动力电池系统集成总成和动力系统集成，形成自身核心技术和价值链，区别于单纯运营的企业，灵活地争取项目机会，加快项目落地。

图表 15. 新能源充电设施运营案例



来源：国金证券研究所

财务预测与投资建议

- 我们认为公司负极材料将在 6 个月内建成投产，开始贡献收入及利润，而新能源客车销售、电池系统集成、动力总成和充电运营业务将取得突破；
- 假设 2016 年新能源客车实现交货和收入利润确认 200 台，电池系统出货 2000 套，充电运营完成 16000KW 充电能力建设，日均满负荷充电时间为 6 小时，充电服务费为 0.5 元/度，获得的补贴为充电设施总投资 30%；
- 假设 2017 年新能源客车实现交货和收入利润确认 600 台，新能源物流车出货 1000 台，电池系统出货 10000 套，充电运营完成 60000KW 充电能力建设，日均满负荷充电时间为 6.5 小时，充电服务费为 0.4 元/度，获得的补贴为充电设施总投资 30%；
- 假设公司每年减持宁波银行股权，投资收益基本稳定；
- 综合上述基本假设，结合公司增发进程，我们预测，公司 2015、2016、2017 年的 EPS 分别为 1.718 元、1.319 元和 1.509 元，2016 及 2017 年 EPS 测算已考虑预计 2016 年初完成的增发摊薄因素；
- 公司 2015 年 11 月 18 日收盘价为 32.75 元，对应 2015、2016 及 2017 年市盈率分别为：19.06 倍、24.84 和 21.71 倍；
- 首次覆盖，综合考虑公司上游龙头地位及转型能力，给予“增持”评级，6 个月目标价为 40 元/股，对应 2016 年 30 倍市盈率；

风险提示

- 新能源汽车推广不及预期，2016 年出现增速减缓；充电设施建设和运营项目开发不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	3,756	4,048	3,659	4,535	6,273	8,303
增长率		7.8%	-9.6%	23.9%	38.3%	32.4%
主营业务成本	-2,901	-3,177	-2,786	-3,560	-4,953	-6,524
% 销售收入	77.2%	78.5%	76.1%	78.5%	79.0%	78.6%
毛利	855	871	873	974	1,320	1,779
% 销售收入	22.8%	21.5%	23.9%	21.5%	21.0%	21.4%
营业税金及附加	-18	-19	-16	-16	-20	-25
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
营业费用	-264	-248	-262	-317	-439	-581
% 销售收入	7.0%	6.1%	7.2%	7.0%	7.0%	7.0%
管理费用	-377	-400	-397	-467	-640	-839
% 销售收入	10.0%	9.9%	10.8%	10.3%	10.2%	10.1%
息税前利润 (EBIT)	196	204	198	174	221	334
% 销售收入	5.2%	5.0%	5.4%	3.8%	3.5%	4.0%
财务费用	-142	-149	-155	-132	-105	-6
% 销售收入	3.8%	3.7%	4.2%	2.9%	1.7%	0.1%
资产减值损失	-49	-54	-87	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0	0	0
投资收益	150	166	414	771	770	770
% 税前利润	84.1%	88.3%	112.5%	94.4%	86.6%	69.9%
营业利润	157	167	369	813	886	1,098
营业利润率	4.2%	4.1%	10.1%	17.9%	14.1%	13.2%
营业外收支	21	21	-2	3	3	3
税前利润	178	188	367	816	889	1,101
利润率	4.7%	4.7%	10.0%	18.0%	14.2%	13.3%
所得税	-41	-33	-39	-106	-124	-165
所得税率	22.8%	17.7%	10.6%	13.0%	14.0%	15.0%
净利润	138	155	329	710	765	936
少数股东损益	-21	-29	-20	4	24	89
归属于母公司的净利润	159	184	348	706	740	847
净利率	4.2%	4.5%	9.5%	15.6%	11.8%	10.2%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	927	846	1,004	925	1,125	1,325
应收款项	1,236	1,375	1,861	2,234	3,245	4,499
存货	880	886	775	878	1,221	1,609
其他流动资产	185	114	211	189	209	206
流动资产	3,228	3,221	3,851	4,225	5,800	7,639
% 总资产	42.3%	43.2%	42.0%	43.3%	50.2%	56.6%
长期投资	3,046	2,910	4,273	4,274	4,273	4,273
固定资产	1,050	1,037	840	1,078	1,303	1,402
% 总资产	13.8%	13.9%	9.2%	11.1%	11.3%	10.4%
无形资产	282	259	177	176	181	185
非流动资产	4,396	4,229	5,315	5,531	5,759	5,862
% 总资产	57.7%	56.8%	58.0%	56.7%	49.8%	43.4%
资产总计	7,624	7,450	9,166	9,756	11,559	13,502
短期借款	1,756	1,756	1,179	3,444	392	561
应付款项	1,075	1,042	1,360	1,566	2,245	3,046
其他流动负债	92	89	153	81	112	148
流动负债	2,923	2,887	2,692	5,091	2,749	3,755
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1,120	1,043	2,063	1,331	1,331	1,331
负债	4,044	3,931	4,755	6,422	4,081	5,088
普通股股东权益	3,238	3,217	4,243	3,162	7,282	8,129
少数股东权益	342	302	167	171	196	285
负债股东权益合计	7,624	7,450	9,166	9,756	11,559	13,501

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.387	0.447	0.848	1.718	1.319	1.509
每股净资产	7.881	7.830	10.328	7.697	12.972	14.480
每股经营现金净流	0.157	-0.308	-0.981	-1.817	-0.830	-0.892
每股股利	0.100	0.080	0.060	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.91%	5.71%	8.21%	22.32%	10.16%	10.42%
总资产收益率	2.08%	2.47%	3.80%	7.24%	6.40%	6.27%
投入资本收益率	2.37%	2.68%	2.35%	1.87%	2.06%	2.75%
增长率						
主营业务收入增长率	25.11%	7.78%	-9.61%	23.93%	38.34%	32.35%
EBIT增长率	37.82%	3.95%	-2.92%	-11.96%	27%	51%
净利润增长率	N/A	15.70%	89.58%	103%	4.87%	14.42%
总资产增长率	14.96%	-2.28%	23.03%	6.44%	18.48%	16.81%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.2	82.7	111.0	120.0	130.0	140.0
存货周转天数	106.6	101.5	108.8	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	57.0	52.9	69.3	70.0	75.0	80.0
固定资产周转天数	87.7	91.5	68.5	58.3	49.4	50.5
偿债能力						
净负债/股东权益	38.69%	42.78%	33.97%	115%	7.89%	6.65%
EBIT利息保障倍数	1.4	1.4	1.3	1.3	2.1	55.8
资产负债率	53.04%	52.76%	51.88%	65.83%	35.30%	37.68%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	138	155	329	710	765	936
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	174	164	175	68	81	106
非经营收益	-21	-44	-243	-1,207	-647	-742
营运资金变动	-226	-401	-661	-318	-664	-802
经营活动现金净流	65	-127	-400	-746	-466	-501
资本开支	-279	-139	-345	-304	-306	-207
投资	283	330	392	-1	0	0
其他	60	18	57	771	770	770
投资活动现金净流	64	209	104	466	464	563
股权募资	0	79	41	0	3,380	0
债权募资	289	93	669	2,141	-3,052	169
其他	-191	-96	-207	-1,939	-126	-31
筹资活动现金净流	98	76	503	202	202	138
现金净流量	227	158	207	-79	200	200

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD