2016 年 07 月 06 日
证券研究报告•动态跟踪报告
坚瑞消防（300116）锂电池

增持（首次）
当前价：25.38 元
目标价：——元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

联姻沃特玛，奠定行业领先地位

投资要点

- **联姻即将完成。**坚瑞消防（300116）去年年底启动重组以来，总共历时半年，现在其发行股份购买沃特玛 100%股权的事项已经获得证监会的批准，按照证监会一般流程，我们预计公司本次收购事项最终完成和并表的时间将在 8 月份左右。
- **沃特玛行业领先。**沃特玛是国内最早成功研发磷酸铁锂新能源汽车动力电池、汽车启动电源、储能系统解决方案并率先实现规模化生产和批量应用的动力锂电池企业之一。沃特玛象其他大多数领先的锂电池企业一样并不偏安一隅，而是开始了对外布局，截止目前沃特玛已经在陕西、山西、湖北等地布局了锂电池电芯生产线。沃特玛入列符合《汽车动力蓄电池行业规范条件》企业第一批名单。在申报工业和信息化部《道路机动车辆生产企业及产品公告》(第 285 批)的车辆新产品公示的纯电动专用车型中，沃特玛以为 23 款车型供应动力电池而排名首位，在专用车市场具有明显的市场先发优势。
- **行业竞争加剧，领先优势重要性显现。**近日，工信部发布了第四批符合《汽车动力蓄电池行业规范条件》企业的公示信息，进入该目录的从事锂电池单体生产的企业有 51 家，据我们不完全统计，这些企业及其分子公司等关联企业总的锂电池单体产能（包括在产+在建）已经超过 110GWh，我们相信未来锂电池行业的竞争必然加剧。今年以来，工信部曾发布三批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》，在所有大约一千余种车型中，坚瑞消防所收购的沃特玛配套的车型数占在整个车型数中比例约为 4.5%，排名行业第五，处于行业领先地位。
- **运营存改善空间。**沃特玛 2015 年的销量超过国轩和中航锂电，但是其单位售价却低于国轩和中航锂电，我们认为沃特玛更多的是以价格取胜。从成本控制上看，无论是单位成本控制还是最终的单位净利，沃特玛都逊于国轩，我们认为这主要是国轩能够实现部分核心原材料的自给。因此，沃特玛在构建自身的生态链上还存在较大的改善空间。
- **盈利预测与投资建议。**以公司增发后总股本计算，我们预计公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.17 元、0.53 元和 0.71 元，对应的 PE 分别为 155 倍、51 倍和 38 倍，相较于同行业来说估值较高，首次给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**新能源汽车发展状况或不及预期、公司产能释放进度或不及预期、公司原辅材料采购或不及预期、公司对沃特玛收购完成时间或不及预期等风险。

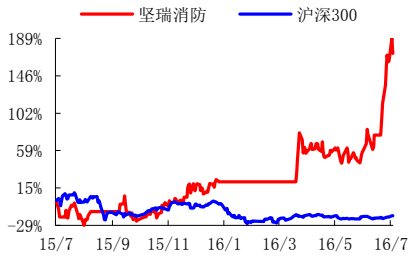
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	581.34	2297.74	6723.14	8714.07
增长率	65.59%	295.25%	192.60%	29.61%
归属母公司净利润（百万元）	35.37	211.50	643.89	863.23
增长率	313.54%	498.02%	204.44%	34.06%
每股收益 EPS（元）	0.03	0.17	0.53	0.71
净资产收益率 ROE	3.85%	2.89%	8.21%	10.33%
PE	930	155	51	38
PB	34.19	4.29	4.00	3.76

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：兰可
执业证号：S1250514030001
电话：010-57631191
邮箱：lanke@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.00
流通 A 股(亿股)	3.08
52 周内股价区间(元)	6.69-27.03
总市值(亿元)	126.96
总资产(亿元)	14.04
每股净资产(元)	1.91

相关研究

1 联姻沃特玛即将完成，沃特玛行业领先

坚瑞消防（300116）去年年底启动重组以来，总共历时半年，现在其发行股份购买沃特玛 100%股权的事项已经获得证监会的批准，按照证监会一般流程，我们预计公司本次收购事项最终完成和并表的时间将在 8 月份左右。

深圳市沃特玛电池有限公司是国内最早成功研发磷酸铁锂新能源汽车动力电池、汽车启动电源、储能系统解决方案并率先实现规模化生产和批量应用的动力锂电池企业之一，主要技术指标处于领先水平。沃特玛象其他大多数领先的锂电池企业一样并不偏安一隅，而是开始了对外布局，更加接近市场，截止目前沃特玛已经在陕西、山西、湖北等地布局了锂电池电芯生产线。

图 1：沃特玛在全国的产线布局

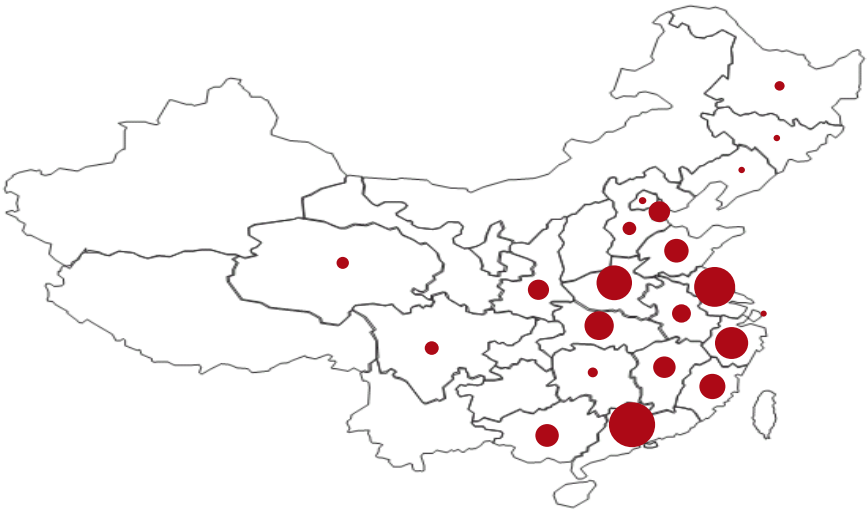
数据来源：公司公告，西南证券整理

沃特玛在大力发展磷酸铁锂路线的同时为应对市场需求及技术路线变化积极布局三元电池市场，提高沃特玛抗风险能力及盈利能力。根据 2015 年 10 月工信部发布的《汽车动力蓄电池行业规范条件》企业及产品目录（第一批），沃特玛生产的 32650 型磷酸铁锂电池和 22650 型三元电池成功入选。根据高工产研锂电研究所(GGII)报道，在申报工业和信息化部《道路机动车辆生产企业及产品公告》(第 285 批)的车辆新产品公示的纯电动专用车型中，在电池供应商方面，共有 32 家动力电池供应商入围，沃特玛以为 23 款车型供应动力电池而排名首位，在专用车市场具有明显的市场先发优势。

2 行业竞争加剧，领先优势重要性显现

近日，工信部发布了第四批符合《汽车动力蓄电池行业规范条件》企业的公示信息，不出意外的话这些企业都将获得通过，这样将使得通过《规范条件》的企业名单拉长到 57 家。这 57 家企业中，除去从事电容器型电池和金属氢化物电池业务的 4 家企业和 2 家电池系统企业外，从事锂电池单体生产的企业只有 51 家，据我们不完全统计，这些企业及其分子公司等关联企业总的锂电池单体产能（包括在产+在建）已经超过 110GWh，我们相信未来锂电池行业的竞争必然加剧。

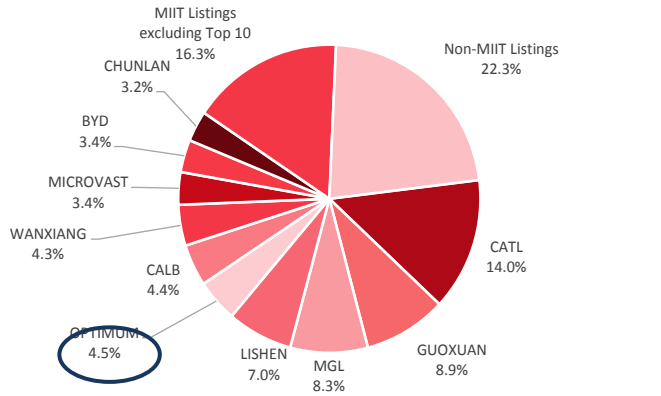
图 2：入围工信部名单企业及其关联企业锂电池产能分布情况



数据来源：工信部，西南证券整理

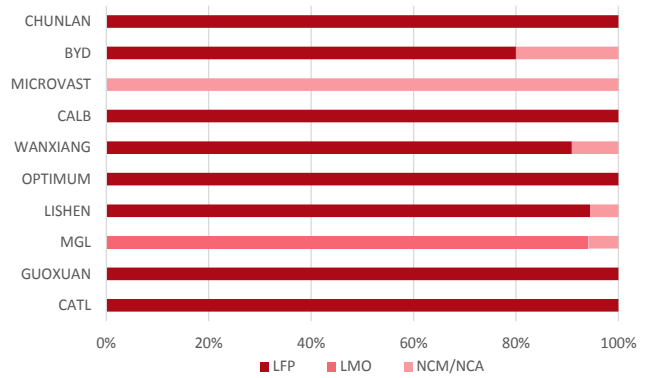
今年以来，工信部曾发布三批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》以替换此前的《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》，尽管这三批目录因电池厂商资质的审核问题已经收回重申，但是我们认为这个目录仍然有分析的价值。这三批目录中的车型共有一千余种，符合《汽车动力蓄电池行业规范条件》的电池企业配套的车型数占比 77%，意味着大约有 23%的车型电池配套厂商尚未符合《汽车动力蓄电池行业规范条件》，未来这些厂商很可能在重新审核后被入围工信部电池企业目录的其他厂商替换，以满足获得新能源车补贴的必要条件。我们注意到，进入工信部电池目录的企业配套车型数排名前 10 的企业配套的车型数已经超过 60%，凸显了锂电池行业集中度相当明显，这些企业都是长期从事锂电池生产开发的企业，显示出锂电池行业的先发优势也很重要且明显。我们特别注意到，坚瑞消防所收购的沃特玛配套的车型数占在整个车型数中比例约为 4.5%，排名行业第五，处于行业领先地位。从前十电池企业配套的锂电池种类来看，领先企业大多以磷酸铁锂为主，并逐步转向三元及其他种类的锂电池，我们认为适时地技术路线选择对相关电池企业获取最优收益有益。在申报工业和信息化部《道路机动车辆生产企业及产品公告》(第 285 批)的车辆新产品公示的纯电动专用车型中，沃特玛以为 23 款车型供应动力电池而排名首位，配套这些车型后，预示着未来在电动物流车爆发过程中，沃特玛也将踏准节奏。

图 3：前三批新能源汽车目录电池厂商配套车型数分解



数据来源：工信部，西南证券整理

图 4：前十电池企业配套的电池种类分解比较

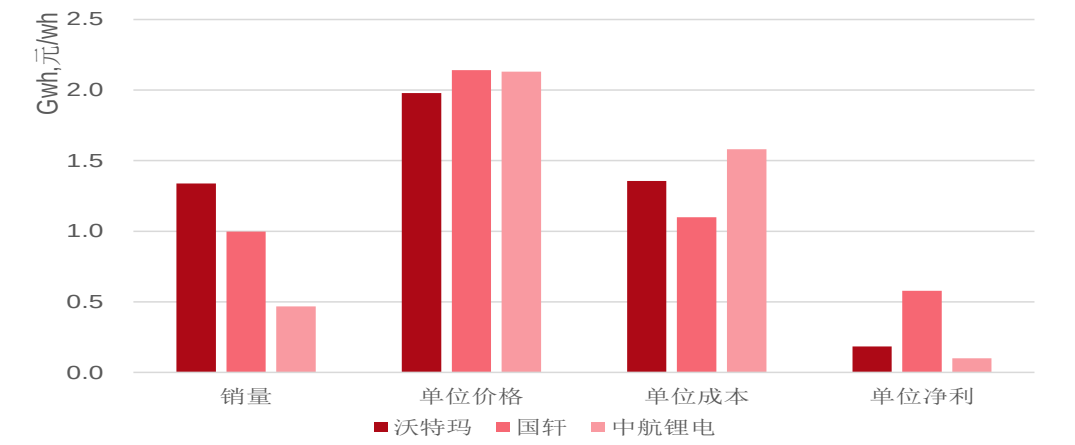


数据来源：工信部，西南证券整理

3 运营存改善空间

我们对 A 股市场几家长期从事锂电池生产开发的企业进行了分析比较。沃特玛在 2015 年的销量远超过国轩和中航锂电，但是其价格低于国轩和中航锂电，我们认为沃特玛更多的是以价格取胜，从成本控制上看，无论是单位成本控制还是最终的单位净利，沃特玛都比国轩差，但好于中航锂电，我们认为这主要是国轩能够实现部分核心原材料的自给，而中航锂电作为国企，各项费用较高，沃特玛在费用控制方面稍优。因此，沃特玛在构建自身的生态链上还存在较大的改善空间。

图 5：2015 年主要锂电池厂家重要数据比较



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测和投资评级

关键假设：

1）我们预计公司原有的消防业务能够维持一定速度的增长，但是其在公司业务中的占比将降低；

2）我们预计公司对沃特玛收购将于 8 月完成并开始对沃特玛进行并表，因此沃特玛 2016 年业绩只有四个月反映在合并报表中；

3）我们预计由于市场竞争加剧，新能源汽车用动力电池的售价和成本都将随着规模扩大逐步实现下滑。

表 1：分业务营收和成本预测

万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计					
营业收入	35,107.41	58,134.31	229,773.89	672,314.27	871,407.28
yoy	30.29%	65.59%	131.72%	192.60%	29.61%
营业成本	24,179.30	41,098.52	154,972.24	479,768.79	624,065.54
毛利率	31.1%	29.3%	32.6%	28.6%	28.4%
消防业务					
收入	35,107.41	58,134.31	78,481.32	105,949.78	143,032.20
yoy	30.29%	65.59%	35.00%	35.00%	35.00%

万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成本	24,179.30	41,098.52	53,636.81	73,427.28	99,332.56
毛利率	31.1%	29.3%	31.7%	30.7%	30.6%
锂电池					
收入			142,599.46	544,631.69	702,295.72
yoy				281.9%	28.9%
成本			99,741.70	394,388.47	510,389.33
毛利率			30.1%	27.6%	27.3%
租售业务					
收入			8,693.12	21,732.80	26,079.35
yoy				150.0%	20.0%
成本			1,593.74	11,953.04	14,343.64
毛利率			45.0%	45.0%	45.0%

数据来源：公司公告，西南证券

以公司增发后总股本计算，我们预计公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.17 元、0.53 元和 0.71 元，对应的 PE 分别为 155 倍、51 倍和 38 倍，相较于同行业来说估值较高，首次给予公司“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	581.34	2297.74	6723.14	8714.07
营业成本	410.99	1549.72	4797.69	6240.65
营业税金及附加	14.78	47.61	143.93	191.44
销售费用	30.87	122.02	357.04	462.77
管理费用	62.84	198.71	465.14	602.88
财务费用	3.15	50.19	107.66	107.35
资产减值损失	23.56	20.00	20.00	20.00
投资收益	9.78	-50.00	-30.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	44.93	259.48	801.69	1068.98
其他非经营损益	1.97	6.82	9.03	17.91
利润总额	46.90	266.30	810.72	1086.89
所得税	9.86	44.80	136.40	182.87
净利润	37.04	221.50	674.32	904.02
少数股东损益	1.67	9.99	30.42	40.79
归属母公司股东净利润	35.37	211.50	643.89	863.23

现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	37.04	221.50	674.32	904.02
折旧与摊销	22.33	28.73	28.73	28.73
财务费用	3.15	50.19	107.66	107.35
资产减值损失	23.56	20.00	20.00	20.00
经营营运资本变动	-180.27	-1104.57	-2421.28	-1359.39
其他	90.19	30.00	10.00	0.00
经营活动现金流净额	-4.00	-754.16	-1580.57	-299.29
资本支出	5.07	0.00	0.00	0.00
其他	-118.23	-50.00	-30.00	-20.00
投资活动现金流净额	-113.17	-50.00	-30.00	-20.00
短期借款	22.75	3903.35	-2000.00	-2000.00
长期借款	0.00	3600.00	1000.00	1000.00
股权融资	0.00	6500.00	0.00	0.00
支付股利	-6.00	-18.27	-128.86	-362.49
其他	-6.64	-50.19	-107.66	-107.35
筹资活动现金流净额	10.10	13934.88	-1236.52	-1469.84
现金流量净额	-107.05	13130.73	-2847.10	-1789.13

资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	209.39	13340.12	10493.02	8703.89
应收和预付款项	466.16	2264.45	6556.52	8351.60
存货	242.97	1038.42	3088.63	4072.26
其他流动资产	1.52	16.63	38.31	54.12
长期股权投资	3.54	3.54	3.54	3.54
投资性房地产	4.33	4.33	4.33	4.33
固定资产和在建工程	150.39	133.95	117.50	101.06
无形资产和开发支出	348.17	335.89	323.61	311.33
其他非流动资产	27.65	27.65	27.65	27.65
资产总计	1454.14	17164.98	20653.11	21629.79
短期借款	96.65	4000.00	2000.00	0.00
应付和预收款项	320.72	1336.40	4115.06	5219.18
长期借款	0.00	3600.00	4600.00	5600.00
其他负债	75.30	563.88	1727.90	2058.93
负债合计	492.67	9500.29	12442.96	12878.11
股本	500.24	1216.26	1216.26	1216.26
资本公积	366.76	6150.74	6150.74	6150.74
留存收益	89.94	283.17	798.20	1298.95
归属母公司股东权益	956.94	7650.17	8165.20	8665.94
少数股东权益	4.53	14.53	44.95	85.74
股东权益合计	961.47	7664.69	8210.15	8751.68
负债和股东权益合计	1454.14	17164.98	20653.11	21629.79

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	65.59%	295.25%	192.60%	29.61%
营业利润增长率	359.21%	477.52%	208.96%	33.34%
净利润增长率	274.98%	498.02%	204.44%	34.06%
EBITDA 增长率	175.59%	380.62%	177.21%	28.46%
获利能力				
毛利率	29.30%	32.55%	28.64%	28.38%
三费率	16.66%	16.14%	13.83%	13.46%
净利率	6.37%	9.64%	10.03%	10.37%
ROE	3.85%	2.89%	8.21%	10.33%
ROA	2.55%	1.29%	3.26%	4.18%
ROIC	4.84%	17.23%	21.39%	17.11%
EBITDA/销售收入	12.11%	14.73%	13.95%	13.83%
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.25	0.36	0.41
固定资产周转率	4.21	17.92	60.13	91.38
应收账款周转率	1.88	2.18	1.98	1.53
存货周转率	1.85	2.42	2.33	1.74
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.76%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	33.88%	55.35%	60.25%	59.54%
带息债务/总负债	19.62%	80.00%	53.04%	43.48%
流动比率	1.88	2.83	2.57	2.91
速动比率	1.38	2.65	2.18	2.35
股利支付率	16.97%	8.64%	20.01%	41.99%
每股指标				
每股收益	0.03	0.17	0.53	0.71
每股净资产	0.79	6.30	6.75	7.20
每股经营现金	0.00	-0.62	-1.30	-0.25
每股股利	0.00	0.02	0.11	0.30

业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	70.41	338.40	938.08	1205.05
PE	929.55	155.44	51.06	38.08
PB	34.19	4.29	4.00	3.76
PS	56.55	14.31	4.89	3.77
EV/EBITDA	189.86	80.07	30.85	24.67
股息率	0.02%	0.06%	0.39%	1.10%

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn