

锂原电池基石稳健，动力储能强势来袭

投资要点

- **铸锂原电池基石，受益智能化新浪潮：**公司是中国最大、世界前列的锂原电池供应商，锂原电池是公司主营业务的根基，主要应用于智能表计等领域。“四表合一”作为国家电网建设的重点工程，从去年开始推行，今年加剧推广，要求实现1000万户的接入量，全国多省市已启动“四表合一”项目。目前，全国智能电表已经普及，但智能水表、燃气表、热量表仍然存在大量的空间。这些表计使用寿命为6-8年，已经接近更新换代的时点，替换空间将达到千亿规模，必使公司抢占先机充分受益。
- **两路线并行，动力锂电扩产助力业绩：**三元材料高能量、续航里程长等优势得以在纯电动领域应用推广，是未来锂电一个重要的发展方向。2015年三元锂电年出货量4.26Gwh，在乘用车和专用车占比最大；同时，2015年我国插电式混合动力乘用车、客车采用的动力电池仍是以磷酸铁锂为主，需求尚未饱和。公司磷酸铁锂与三元材料两路线并行，到明年年底，公司锂离子电池总体产能为4.5GWh。公司必将充分受益新能源汽车的放量对于动力锂电需求的带动。
- **政策推动逐步明晰，储能将迎爆发式增长：**近日，国家能源局发布通知，确定电储能参与辅助服务，对储能产业的推动逐渐明晰，储能产业爆发提速。锂离子电池是全球也是我国目前应用最多的电化学电池，相信随着国家政策补贴逐步落实、储能技术日益成熟并实现大规模商业化应用，公司锂离子电池在储能应用的业绩将大幅提升。
- **电子烟自主品牌推广成效显著，业绩迎来高增长：**公司Vapresso自有品牌推向终端市场，获得良好口碑和市场影响。同时，大型烟草公司的持续介入终端市场，日趋集中的市场格局对公司现有的客户结构十分有利。公司已实现电子烟全产业链布局，覆盖整个电子烟行业的主要环节。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2016-2018年EPS分别是0.82元、1.28元、1.62元，对应的动态PE分布是47倍、30倍和24倍。公司锂原电池基石稳健，锂电池将受益于新能源汽车放量及储能的爆发式增长，我们看好公司未来发展前景，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**产能不达预期、竞争激烈导致电池单价下滑等风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1348.93	2741.73	5042.45	6767.66
增长率	11.58%	103.25%	83.92%	34.21%
归属母公司净利润(百万元)	151.30	350.13	545.28	692.29
增长率	79.62%	131.41%	55.74%	26.94%
每股收益EPS(元)	0.35	0.82	1.28	1.62
净资产收益率ROE	9.36%	16.77%	21.38%	22.23%
PE	111	47	30	24
PB	10.80	9.17	7.51	6.15

数据来源: Wind, 西南证券

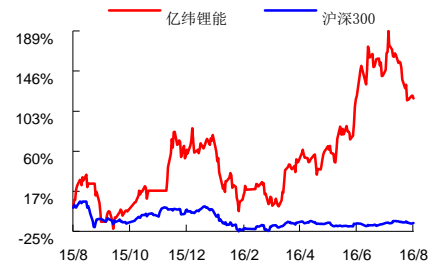
西南证券研究发展中心

分析师: 黄仕川
执业证号: S1250512040001
电话: 023-63725713
邮箱: hsc@swsc.com.cn

联系人: 谭菁
电话: 010-57631196
邮箱: tanj@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: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.27
流通A股(亿股)	4.10
52周内股价区间(元)	14.31-51.85
总市值(亿元)	166.15
总资产(亿元)	26.93
每股净资产(元)	4.09

相关研究

目 录

1 世界级锂原电池领导者，产品覆盖一次二次锂电.....	1
2 投资要点.....	2
2.1 铸锂原电池基石，受益智能化新浪潮.....	2
2.2 动力锂电扩产助力业绩，储能将迎爆发式增长.....	5
2.3 电子烟自主品牌推广成效显著，业绩迎来高增长.....	9
3 盈利预测与估值.....	11
4 风险提示.....	12

图 目 录

图 1: 公司发展史.....	1
图 2: 公司 2015 年主营业务收入结构.....	1
图 3: 公司 2015 年主营业务毛利结构.....	1
图 4: 公司 2010 年以来营业收入(单位: 亿元)及增速(%).....	2
图 5: 公司 2006 年以来净利润(单位: 亿元)及增速(%).....	2
图 6: 公司锂原电池产品应用领域.....	2
图 7: “四表合一”架构.....	3
图 8: 全国多省市地区启动“四表合一”改造项目.....	4
图 9: 目前我国电、气、水、热四表智能化渗透率.....	5
图 10: 国家电网智能电表招标量(单位: 百万只).....	5
图 11: 2015 年我国新能源汽车产量结构.....	5
图 12: 2015 年我国新能源汽车燃料类型分布.....	5
图 13: 2011-2015 年电池出货量走势(单位: Gwh).....	6
图 14: 2015 年纯电动领域不同材料电池产量分布(单位: Gwh).....	6
图 15: 2015 年我国插电式混合动力客车磷酸铁锂占 68%.....	7
图 16: 2015 年我国插电式混合动力乘用车磷酸铁锂占 95%.....	7
图 17: 公司动力锂电的主要下游客户.....	8
图 18: 我国电化学储能装机量中锂离子电池占比最大.....	9
图 19: 全球电化学储能装机量中锂离子电池占比最大.....	9
图 20: 麦克韦尔产品收入(单位: 百万元)结构.....	10
图 21: 麦克韦尔产品毛利率(单位: %).....	10

表 目 录

表 1: 2015 年主要车企电动乘用车的发展方向.....	6
表 2: 其他企业动力锂电扩产情况.....	8
表 3: 2020 年我国储能装机规模预测(单位: GW).....	9
表 4: 2015 年麦克韦尔主要客户销售情况.....	10
表 5: 分业务收入成本预测表.....	11
附表: 财务预测与估值.....	13

1 世界级锂原电池领导者，产品覆盖一次二次锂电

公司于2009年10月在深圳创业板上市，是中国最大、世界前列的锂原电池供应商，具有自主知识产权和国际先进水平，致力于发展成为新型锂能源领域的国际领先企业。公司研发并生产各种规格的高性能锂一次及二次电池产品广泛应用于消费类电子产品、新能源汽车、储能等工业和民用应用领域。

公司先后被认定为国家火炬计划重点高新技术企业、省级企业技术中心和广东省锂电池工程技术研究开发中心，并于2013年获得国家发改委批复的国家地方工程研究中心工程建设项目。

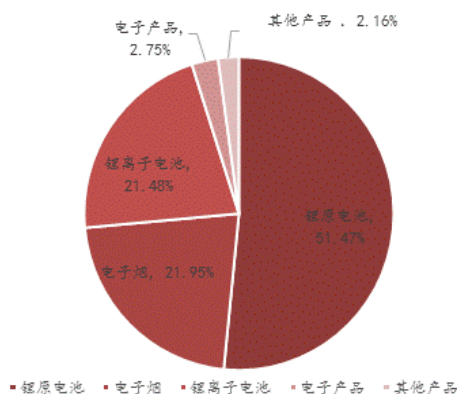
图 1：公司发展史



数据来源：西南证券

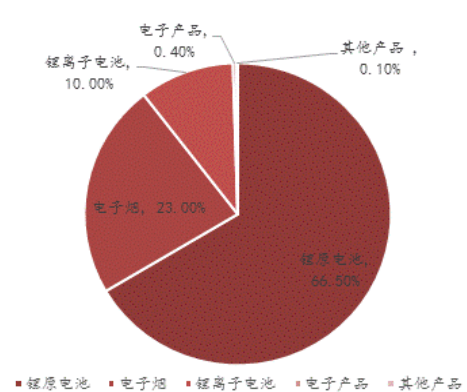
公司主营业务结构：公司收入主要来自锂原电池、电子烟和锂离子电池，分别占比 51.47%、21.95%及 21.48%；2015 年锂原电池贡献 66.5%毛利，电子烟和锂离子电池毛利率略微下滑。锂原电池今年一季度营业收入比上年同期增长 18%，在国家电网检测中，凭借优良品质成为少数获得再次认证的供应商之一，产品订单的明显增加，预计未来锂原电池将继续保持稳定增长。电子烟的毛利有所提升，由于动力电池的上量，改善了锂离子电池的毛利率，预计今年三大产品的毛利都会有所改善。

图 2：公司 2015 年主营业务收入结构



数据来源：公司公告，西南证券

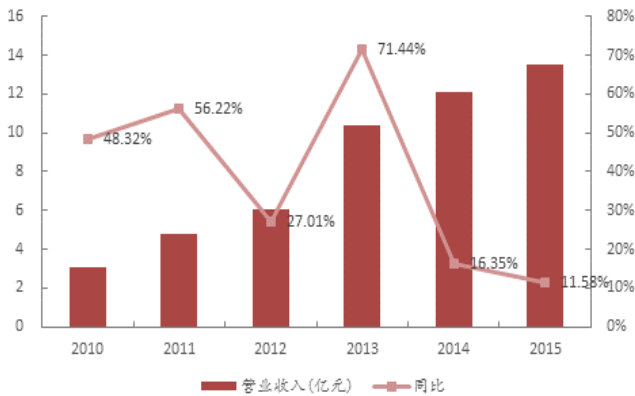
图 3：公司 2015 年主营业务毛利结构



数据来源：公司公告，西南证券

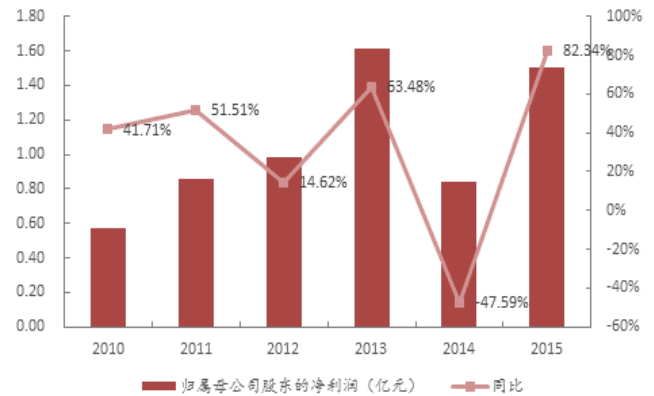
公司业绩状况: 公司 2015 年实现营业收入 13.5 亿, 比上年同期增长 12%, 实现归属母公司的净利润 1.51 亿, 比上年同期增长 82.34%。在 2015 年营业收入结构中, 电子烟同比增速最大为 77%, 实现营业收入 2.96 亿, 今年一季度营收更是增长了 87%; 锂离子业务实现营业收入 2.90 亿, 比上年同期增长 26%, 今年一季度储能加动力已经达到去年全年水平, 从下半年开始会进入上量的阶段, 必将带动公司业务增长。

图 4: 公司 2010 年以来营业收入(单位: 亿元)及增速(%)



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 5: 公司 2006 年以来净利润(单位: 亿元)及增速(%)



数据来源: 公司公告, 西南证券

2 投资要点

2.1 铸锂原电池基石, 受益智能化新浪潮

锂原电池业务方面, 公司是全球唯一同时生产锂亚电池、锂锰电池和锂二硫化铁电池的企业, 主要应用于智能表计、智能交通、智能安防等领域(其中智能表计占 50%, 智能交通占 20%, 智能安防占 20%)。锂原电池作为公司主营业务的根基, 早在 2008 年就已占据国内市场 39% 份额, 近年来公司锂原电池业务收入规模也不断扩大。随着城市智能化的高速发展, 公司锂原电池固本强基响应市场需求, 必将在智能领域保持高增长。

图 6: 公司锂原电池产品应用领域



数据来源: 公司公告, 西南证券

“四表合一”推动超预期，智慧城市建设全面加速

一直以来，电、水、气、热是关乎民生的四个重要能源行业，涉及千家万户。“四表合一”建设项目，依托已全面建成的用电信息采集系统，通过拓展用电信息采集系统应用领域，覆盖广泛的采集终端和通信资源，实现电表、水表、燃气表、热量表四种表计数据的自动采集，四表数据“合一”通过电力通信通道传输到管理平台，实现公共抄表收费和管理智能自动化。“四表合一”采集具备以下优点：

(1) **便民惠民**：“四表合一”数据的互联，用户可以随时随地监控自家的用能情况，同时可以直接在电力营业厅缴纳各项家用能源的使用费用，也可以享受一站式服务，通过网络足不出户缴纳各项费用。

(2) **互联共赢**：减少人工抄表工作量和硬件重复建设；“四表合一”实施后，水、气、热表将统一换成智能表计，精确计量每家每户的用能情况，那些因为机械表老化、故障带来的计量误差将一去不复返。根据百姓用能的精确信息，能源的生产、输送、分配都将更加准确高效，能源损耗将被定量计算，大幅提高能源利用效率。

(3) **智慧高效**：①**基础设施共享，避免重复建设**：国家电网公司已建成大范围覆盖的用电信息采集系统，利用电力线载波技术传输信号，实现电表信息的远程采集，具备完善的采集基础设施。在此基础上，将水、气、热表接入，使其信息与电能表信息一起通过电力通信通道传输到管理平台，即可实现水、气、热表的信息采集。对电、水、气、热能源网络进行协同建设，实现基础设施的共享复用，避免重复建设，减少重复投资和资源浪费。②**综合调配资源，建设节约社会**：为政府提供区域能源使用比例及使用结构差异分析，为政府制定节能降耗、减排增效等政策提供数据支撑；可以为用户提供用能信息，提供最节能合理的能源使用信息，实现智能互动；还可以为企业分析用能，提供更加多样化的服务体验，降低公共事业的综合运营成本，建设节约型社会。③**利用信息资源，拥抱数据时代**：电、水、气、热与居民日常生活息息相关，将“互联网+”概念引入四表抄收中来，充分发挥大数据共享平台优势，智能化管理信息。“四表合一”是一个契机，将是智能家居的一个流量入口，生活用水的二次利用，天然气能源的综合调配，供热系统的恒温调节等，为居民带来更美好的生活体验。

图 7：“四表合一”架构



数据来源：环球表计，西南证券

2015年7月，发改委、能源局发布《关于促进智能电网发展的指导意见》，指出“完善煤、电、油、气领域信息资源共享机制，支持水、气、电集采集抄，建设跨行业能源运行动态数据集成平台，鼓励能源与信息基础设施共享复用。”“四表合一”作为国家电网建设的重点工程，今年加剧推广采集建设应用工作，要求实现1000万户的接入量。去年，“四表合一”改造项目的推广已经浮出水面，其中山东、河南等地区在去年的推广力度较大，领跑“四表合一”改造：截至2015年年底，山东省“四表合一”采集数量突破5万户，每天上传、分析、应用数据超过1000万条；河南洛阳、开封、周口、新乡供电公司作为试点单位，共完成近2300户改造任务；上海已完成居民小区“三表集抄”试点约5389户。今年，全国多省、市地区也已经开始加大力度展开试点工作，目前正如火如荼的进行中，加快推进我国供电、供水、供热、燃气“四表合一”采集建设应用工作，全面支持“智慧城市”建设：如四川省规划今年完成8万户“三表合一”采集改造，天津全市范围将完成3.5万户；而河南省、江西省、上海市今年规划“四表合一”均超过10万户等。

图8：全国多省市地区启动“四表合一”改造项目



数据来源：北极星电力网，西南证券

公司充分受益智能表计的需求提升

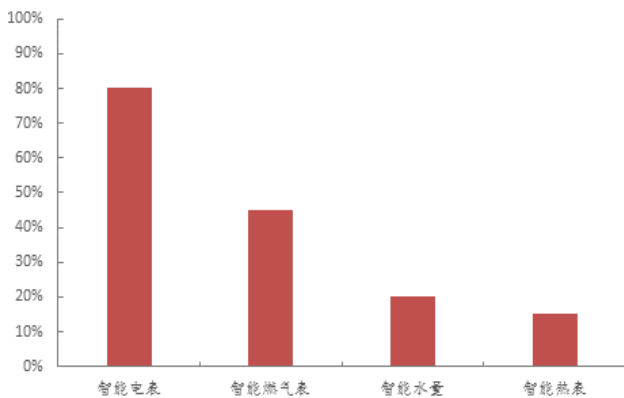
当年国家电网的智能电网升级过程中，公司抓住了这波浪潮的机遇，从2009年的营业收入从2个亿增至2013年的10个亿，复合增速高达49.53%。2015年，公司锂亚电池年销售量居全球第一，在放电容量、储存性能等关键性能指标上已达到国际领先水平。“十三五”期间，国家电网加快智能电网改造升级，对电池性能要求很高，测试的全世界的电池中，只有公司的锂亚电池是合格的（在性能、价格和产量上）。由于锂亚电池技术难度高，公司目前是国内唯一能够大规模生产锂亚电池的企业，公司锂亚电池也是国内厂商中唯一被列入电力部门指定采购目录的品牌电池，所以公司锂亚电池依然供不应求。

目前，全国智能电表已经普及，但是智能水表、燃气表、热量表仍然存在大量的空间。

1) 水表：我国城市常住家庭户数2.6亿，农村家庭户数1.7亿(农村自来水普及率72.1%，并且假设城镇家庭自来水普及率100%)，此外还有数量巨大已完成水电安装的空置房和商业住宅。按照自来水供应实行“一户一表”制度，可估算国内家庭水表保有量不低于3.45亿

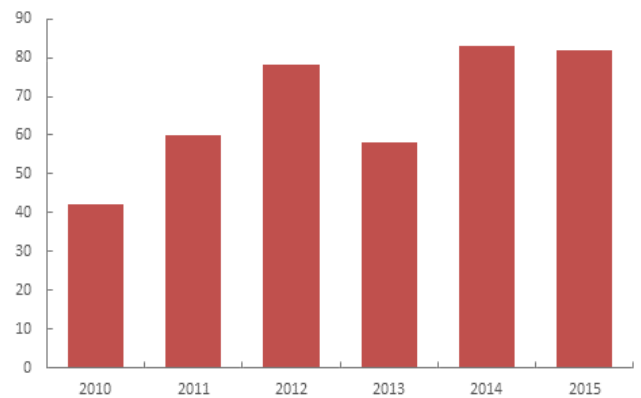
只,然而目前只有20%的水表实现了智能化。**2) 燃气表:**我国用气人口以及达到5.17亿,用气家庭达到1.61亿户,其中,使用天然气入户的家庭达到0.92亿户,目前燃气表智能化渗透率为40-50%。**3) 热量表:**根据国家统计局数据显示,截至2014年年末,我国城市集中供热面积达61亿平方米,而目前智能化渗透率也只达到15%。这些表计的使用寿命为6-8年,已经接近更新换代的时点,参考电表智能化的发展轨迹,若将水表、燃气表、热量表替换成智能表计,替换空间预计将达到千亿规模。国家电网的认证含金量极高,公司锂亚电池在智能电表上积累了大量的经验,产品一致性非常高,已经达到国际水准,因此在其他表计当中也同样具备价格、质量等方面的突出优势。随着“四表合一”项目的推进,促进我国水、热、燃气表计智能化发展,必使公司抢占先机充分受益。

图9:目前我国电、气、水、热四表智能化渗透率



数据来源:公司公告,西南证券

图10:国家电网智能电表招标量(单位:百万只)

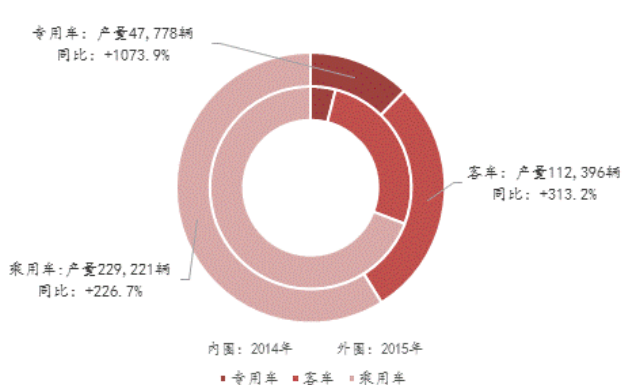


数据来源:国家电网,西南证券

2.2 动力锂电扩产助力业绩,储能将迎爆发式增长

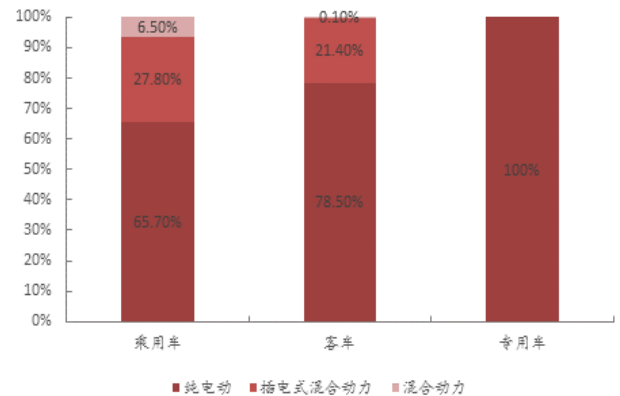
新能源汽车产业作为我国能源发展战略中的重要环节,已被列入“中国制造2025”的十大重点发展领域之一。2015年,新能源汽车市场迎来爆发式的增长,全年销量达33万辆,产量达34万辆,其中纯电动车占75%。在2015年新能源汽车产量结构中,乘用车比例最重,乘用车销量达22.9万,同比增长2倍;专用车比例上升趋势迅猛,2015年全面销量近5万,同比增长了10倍。

图11:2015年我国新能源汽车产量结构



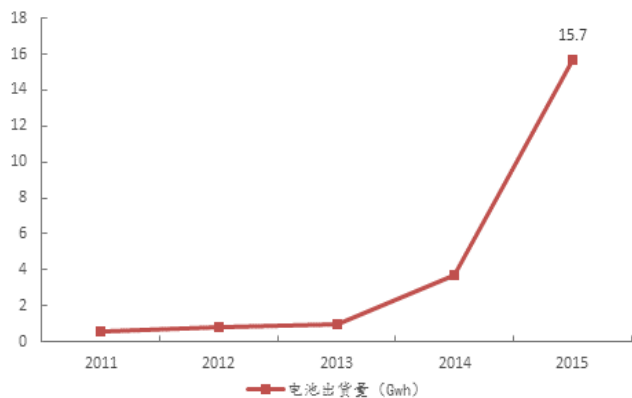
数据来源:工信部,西南证券

图12:2015年我国新能源汽车燃料类型分布

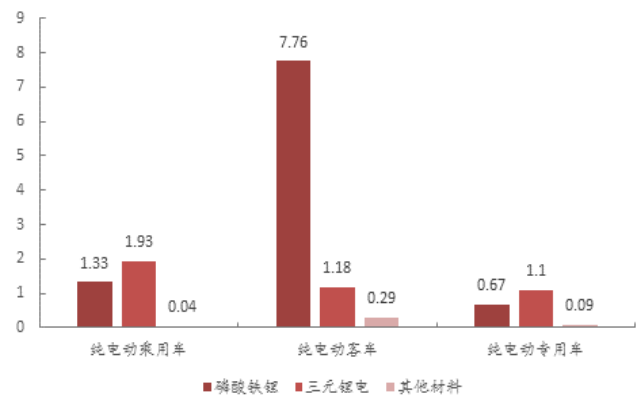


数据来源:工信部,西南证券

动力锂电迎快速成长期：伴随新能源汽车火爆发展，作为新能源汽车最核心的动力电池，已经成为新能源汽车发展的瓶颈之一，新能源汽车产业的快速发展也拉动了动力电池整体出货量剧增。2014年之前，电池产量都低于1GWh，直到2014年动力电池出现小幅提升，再到2015年攀升至15.7Gwh，同比增长3倍之多。从细分纯电动车型来看，客车领域主要以搭载磷酸铁锂电池为主，出货量达7.66Gwh，对应三元锂电仅1.18Gwh，占比12.9%，而其他材料电池量占比仅3%；乘用车领域则与客车不同，电池类型则以三元材料为主，电池出货量达1.93Gwh，对应磷酸铁锂电池出货量1.33Gwh，在其他材料电池分布中，则主要是锰酸锂电池，出货量仅0.04Gwh，占比1%市场；专用车领域，电池类型分布于乘用车类似，以三元锂电为主，与磷酸铁锂电池占比相差不大，出货量分别为1.1Gwh和0.67Gwh。

图 13：2011-2015 年电池出货量走势(单位：Gwh)


数据来源：中国汽车技术研究中心，西南证券

图 14：2015 年纯电动领域不同材料电池产量分布(单位：Gwh)


数据来源：第一电动研究院，西南证券

三元锂电是未来趋势：三元材料高能量、密度高、循环性能好、续航里程长等优势得以在纯电动领域应用推广，是未来锂电池一个重要的发展方向。2015年三元锂电年出货量4.26Gwh，占电池总出货量的27%，我国电动乘用车电池快速实现了由磷酸铁锂向三元锂电的转型。虽然在年初时有规定暂停三元锂电池客车列入新能源汽车推广应用推荐车型目录，但依然看好乘用车和专用车的放量对于三元锂电的需求的带动，同时商用车使用三元材料也可能在未来标准落地后放开，预计今年三元锂电需求量也有望取得翻番以上的增长。

表 1：2015 年主要车企电动乘用车的发展方向

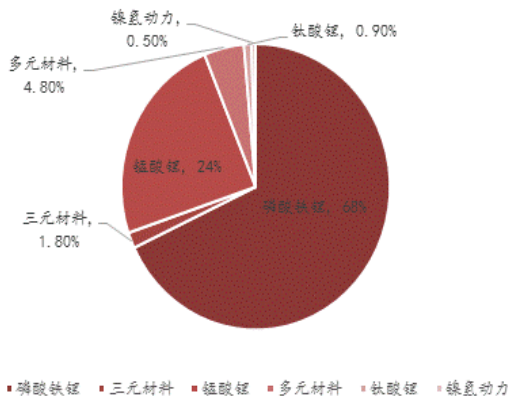
车企	电动乘用车发展方向	2015 年销量(单位：辆)	
		BEV(纯电动)乘用车	PHEV(插电式混合动力)乘用车
特斯拉	专注发展解决长距离交通的 BEV 乘用车	50580	0
日产	专注发展 BEV 乘用车，重点开拓“家用第二辆车”市场	48084	0
雷诺	专注发展 BEV 乘用车，侧重采取换电模式	26282	0
大众汽车	侧重发展 PHEV 乘用车，计划各款传统车都另配一款 PHEV	18327	21969
奥迪	专注发展 PHEV 乘用车，计划各款传统车都另配一款 PHEV	0	12123
保时捷	专注发展 PHEV 乘用车，计划各款传统车都另配一款 PHEV	0	6398
宝马	侧重发展 PHEV 乘用车，计划各款传统车都另配一款 PHEV	10150	24327
戴姆勒	目前暂以 BEV 乘用车为主，已确定侧重发展 PHEV 乘用车	8739	6209
三菱汽车	侧重发展 PHEV 乘用车	2516	43460
通用汽车	侧重发展 PHEV 乘用车，在尝试开发 BEV 乘用车	2911	18964

车企	电动乘用车发展方向	2015年销量(单位:辆)	
		BEV(纯电动)乘用车	PHEV(插电式混合动力)乘用车
福特汽车	侧重发展 PHEV 乘用车, 在尝试开发 BEV 乘用车	1734	19004
沃尔沃	侧重发展 PHEV 乘用车, 在尝试开发 BEV 乘用车	0	10443
上汽集团	侧重发展 PHEV 乘用车	480	10711
比亚迪	侧重发展 PHEV 乘用车	11347	50308
北汽集团	专注发展 BEV 乘用车	20129	0
吉利-康迪	专注发展微型 BEV 乘用车, 以政府政策为导向	25252	0
众泰	专注发展微型 BEV 乘用车, 以政府政策为导向	24516	0

数据来源: 真锂研究, 西南证券

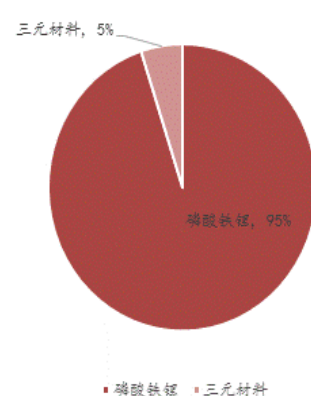
磷酸铁锂电池市场尚未饱和: 磷酸铁锂电极材料是目前最安全的锂离子电池正极材料。动力电池与小型便携锂离子电池相比, 更加要求批次一致性与安全性。磷酸铁锂该类材料具有低廉的价格、优异的安全性等特点, 特别适用于动力电池。我国有不少的新能源汽车(无论是纯电动还是混合电动), 或者是一些比较廉价的新能源汽车, 会出于不同的原因选择磷酸铁锂电池。**2015年国内生产的插电式混合动力乘用车、客车采用的动力电池仍是以磷酸铁锂为主, 其中在插电式混合动力乘用车占据 95% 的份额。**此外, 由于客车“暂停令”的问题, 目前新能源客车对磷酸铁锂的需求比对三元锂电更多。

图 15: 2015 年我国插电式混合动力客车磷酸铁锂占 68%



数据来源: OFweek 锂电网, 西南证券

图 16: 2015 年我国插电式混合动力乘用车磷酸铁锂占 95%



数据来源: 工信部, 西南证券

公司磷酸铁锂与三元材料两路线并行: 磷酸铁锂电池具有热稳定性好、成本低等特点, 但是导电性一般、低温性能较差、能量密度较低; 三元材料的锂离子电池具有循环性能好、质量比能量和体积比能量高、性能比较均衡等特点, 缺点是充放电时晶体容易畸变。两种技术路线的锂离子电池各有优缺点, 将会在竞争中各自成长, 所以公司对磷酸铁锂与三元材料的锂离子电池并行布局。公司动力电池的原材料来自国内重要厂家, 当升科技、杉杉股份、金和股份等, 目前主要客户有华泰、众泰、南京金龙、欧鹏巴赫等。

图 17：公司动力锂电的主要下游客户



数据来源：公司资料，西南证券

公司磷酸铁锂、三元锂电的这两条技术路线，由湖北荆门作为以磷酸铁锂为主的生产基地，目前产能在 0.5GWh 左右；同时在惠州扩产三元圆柱形 18650 电池，拟建成三元锂离子电池的国际一流自动化生产线二期，第二期的总体建设规模为是 2.5GWh，预计明年上半年建成。到明年年底，公司锂离子电池总体产能为 4.5GWh。

表 2：其他企业动力锂电扩产情况

公司名称	2015 年产能 (GWh)	2016 年产能 (GWh) 预测	主要客户
LGC	1	2	通用、雷诺、起亚、福特、沃尔沃、长安、观致、上汽
SDI	1	3	宝马、VW、TATA、Chrysler
比亚迪	4	6	BYD
CATL	3	6	宇通、金龙、宝马、华晨宝马等
国轩	1.6	3.5	安凯、江淮、苏州金龙、北汽、上汽大通、申沃、新大洋
力神	1	2	扬子江、一汽、康迪、北汽、江淮、华泰、宇通、金龙、一汽大众等
沃尔玛	2	4.5	东风、大运、一汽、厦门金旅、南京金龙、五洲龙、九龙汽车等
万向	0.6	1	上汽集团、长安、奇瑞汽车、广汽集团、南京金龙、厦门金龙、宇通客车、上海申沃、南车时代
比克	0.5	1	众泰、海马、奇瑞、一汽、北汽福田、江南汽车、安源客车、苏州金龙、东风裕隆
中航	1	1.2	苏州海格、东风汽车、河南少林、陆地方舟、南京金龙、四川野马、中通客车、重庆瑞驰

数据来源：OFweek 锂电网，西南证券

储能产业政策逐步明朗：2014 年国家发布《能源发展战略行动计划（2014-2020）》中，储能首次被明确为“9 个重点创新领域”和“20 个重点创新方向”之一。2015 年 7 月，国家能源局出台了《关于推进新能源微网示范项目的指导意见》，激励了光储能源项目的发展；2015 年 11 月发布了《关于印发电力体制改革配套文件的通知》，电力体制改革将得到深化，未来电力存储环节也将逐步加入到电力体系建设中；近日，国家能源局发布《关于促进电储能参与“三北”地区电力辅助服务补偿（市场）机制试点工作的通知》，确定电储能参与辅助服务，储能产业前景广阔。在储能逐步明朗的刺激政策下，逐渐增强了储能产业发展的预期。

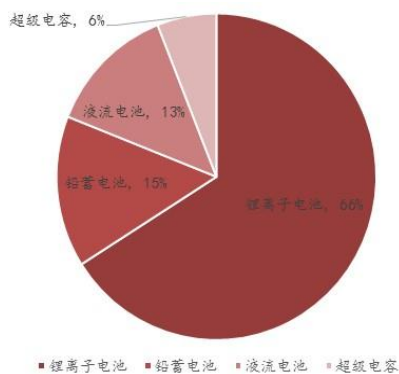
表 3：2020 年我国储能装机规模预测（单位：GW）

应用领域	装机规模	
	常规情景	理想情景
大规模集中式可再生能源	5.4	9.0
分布式发电及微电网	8.0	13.5
调频辅助服务	1.0	1.2
延缓输配电扩容升级	0.1	0.5
总计	14.5	24.2

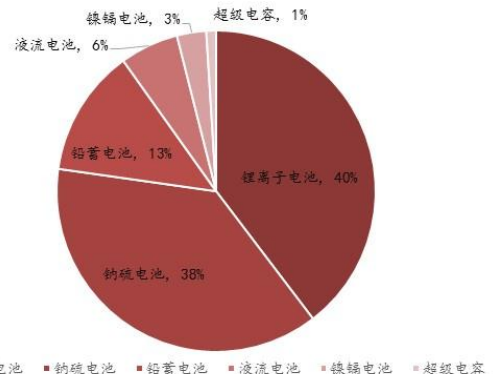
注：上述预测中包含集中式光热电站储热项目；
 上述预测中也不包含抽水蓄能，按照《可再生能源“十三五”发展规划(征求意见稿)》，到 2020 年，我国抽水蓄能电站的总装机规模达到 40GW。

数据来源：CNESA，西南证券

公司在储能应用的锂离子电池，连续三次在广东铁塔中标。同时，公司于今年 4 月使用自有资金 2000 万元增资沃太能源，投资完成后公司将持有沃太能源 12.5% 的股权，沃太能源致力于光伏储能、能源管理、电力存储、锂电池管理及储能数据云平台等技术的研发及生产，此次增资将使公司向储能市场下游产业链的延伸，分享储能市场快速发展的成果。目前，锂离子电池是我国也是全球应用最多的电化学电池，相信随着国家政策补贴逐步落实、储能技术日益成熟并实现大规模商业化应用，公司锂离子电池在储能应用的业绩将大幅提升。

图 18：我国电化学储能装机量中锂离子电池占比最大


数据来源：CNESA，西南证券

图 19：全球电化学储能装机量中锂离子电池占比最大


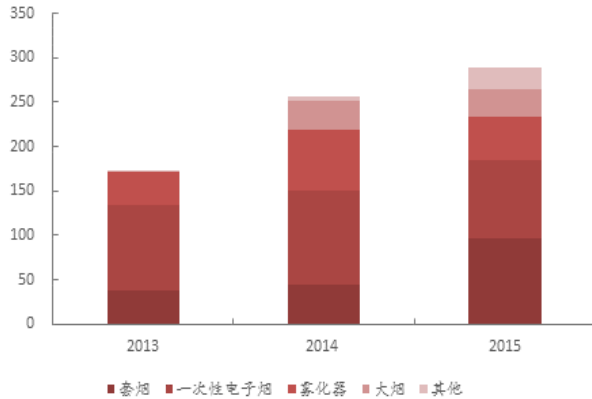
数据来源：CNESA，西南证券

2.3 电子烟自主品牌推广成效显著，业绩迎来高增长

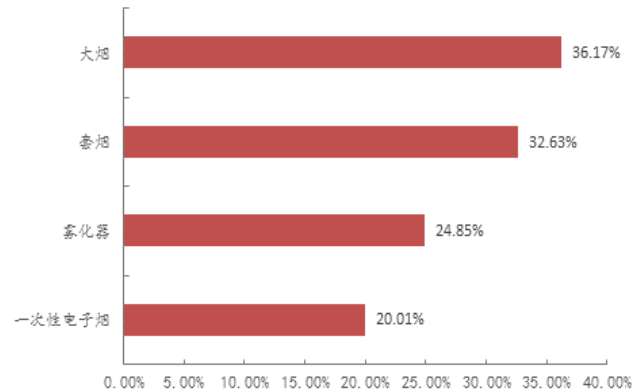
2016 年一季度公司电子烟业务增长较大，实现营业收入 1.31 亿元，比上年同期增长 87%。主要原因是：1) 公司自有品牌业务跨出了关键一步，Vapresso 品牌的大烟产品推向终端市场，获得良好口碑和市场影响；2) 终端市场由于大型烟草公司的持续介入，烟草公司旗下电子烟品牌的销售份额持续增加，日趋集中的市场格局对公司现有的客户结构十分有利。

公司子公司麦克韦尔专注于电子烟业务领域，致力于电子烟的科学研发与生产，进行外销业务的主要经营模式是在目前 ODM/OEM 模式上，全面实现 OEM 向 ODM 的经营模式的转变，即为烟草公司和电子烟品牌运营商进行产品设计和代工加工。

随着国际市场上对电子烟产品的需求结构的调整,公司产品类型的结构变化与整个行业的需求的发展趋势相关,2015年以来,一次性电子烟的需求下降,套烟的需求有较大的增加。由于雾化器属于核心配套使用耗材,因此雾化器的销售规模也逐渐增加。2015年,公司一次性电子烟的销售占比下降,套烟和雾化器的销售占比提升。

图 20: 麦克韦尔产品收入(单位:百万元)结构


数据来源:公司公告,西南证券

图 21: 麦克韦尔产品毛利率(单位:%)


数据来源:公司公告,西南证券

自主品牌已在大烟市场占据一席之地:2015年,麦克韦尔自主品牌销售的大烟业务开始进入美国市场,主要通过独立的 VAPESTORE(大烟店)和网店渠道进行销售。大烟市场经过2年的发展,市场规模已超过小烟市场,处于快速发展的阶段。公司在 ODM 市场处于领先地位的情况下,2015年下半年进军自主品牌(VAPORESSO)大烟市场,经过短短几个月的努力,大烟产品实现了0.32亿的收入,对整体业绩起到了有效的支撑,预计该业务在2016年将会有较大的增长。

销售客户多为国际烟草巨头:麦克韦尔进入电子烟市场时间较早,在业内具备良好的声誉,为欧美大型烟草公司和品牌运营商提供适销对路的电子烟,其主要客户是 LOGIC、Altria、Imperial Tobacco International Limited 等国际烟草巨头和电子烟知名品牌,目前目标市场主要是海外市场(以美国市场为主),欧美烟草商和欧美电子烟品牌商主要在 Walgreens、Tesco 等超市、便利店销售电子烟。

表 4: 2015 年麦克韦尔主要客户销售情况

序号	客户名称	销售金额(单位:百万元)	年度销售占比(单位:%)
1	Altria Group	80.65	27.39%
2	LOGIC TECHNOLOGY DEVELOPMENT LLC	74.48	25.29%
3	Seasonal Visions International Limited	46.51	15.80%
4	DR Distributors	25.01	8.49%
5	HONGKONG ALT TECHNOLOGY LIMITED	12.95	4.39%
	合计	239.60	81.36%

数据来源:公司公告,西南证券

公司与子公司麦克韦尔共同研究电子烟市场,做好做大做强电子烟产品。公司潜心研究新技术和新材料,已实现电子烟全产业链布局,从锂电池到雾化器,再到烟油和电子烟品牌,覆盖整个电子烟行业的主要环节。

3 盈利预测与估值

假设 1：公司锂原电池主要用于智能表计。国家电网将“四表合一”采集建设作为重点工程，今年推广加剧，同时也促进了智能水表、智能燃气表及智能热表的发展，将使公司充分受益。我们预计锂原电池业务 16-18 年增速为 20%。

假设 2：公司锂电池的产能进度为：到 16 年、17 年年底将分别达到 2.5GWh、4.5GWh，由于下游对于高端电池的需求旺盛，我们假设 16-18 年产能利用率为 40%、56%、58%，16-18 年锂离子的销售价格按照 1300 元/KWh、1200 元/KWh 及 1000 元/KWh 来估算，则 16-18 年锂离子电池收入将分别达到 13 亿、30 亿及 37.5 亿，16-18 年其增速分别为 348.62%、130.79%、24.99%。随着动力电池占比的提升，锂离子电池综合毛利率逐步提升。我们预计 16-18 年毛利率为 20%、22%及 25%。

假设 3：2015 年以来，套烟、雾化器的市场需求增长较大，公司电子烟产品结构发生变化（套烟和雾化器的销售占例提升），叠加公司自有品牌的大烟产品挺进美国市场并形成销售，推动该业务快速发展。我们预计 16-18 年增速将维持在 80%。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年的分业务收入成本表如下：

表 5：分业务收入成本预测表

单位：万元		2015A	2016E	2017E	2018E
锂原电池	收入	69,433.53	83,320.24	99,984.28	119,981.14
	增速	19.91%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	44,363.03	53,324.95	63,989.94	76,787.93
	毛利率	36.11%	36.00%	36.00%	36.00%
锂离子电池	收入	28,977.63	130,000.00	300,000.00	374,985.00
	增速	26.16%	348.62%	130.79%	24.99%
	成本	25,176.03	104,000.00	234,018.72	281,238.75
	毛利率	13.12%	20.00%	22.00%	25.00%
电子烟	收入	29,602.82	53,285.08	95,913.14	172,643.65
	增速	76.98%	80.00%	80.00%	80.00%
	成本	21,101.20	37,565.98	67,618.76	121,713.77
	毛利率	28.72%	29.50%	29.50%	29.50%
其他	收入	6,879.31	7,567.24	8,323.97	9,156.36
	增速	-69.59%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	6,424.77	6,886.19	7,658.05	8,515.42
	毛利率	3.07%	9.00%	8.00%	7.00%
合计	收入	134,893.29	274,172.55	504,245.39	676,766.15
	增速	12.21%	103.25%	83.92%	34.21%
	成本	97,065.03	201,777.12	373,285.47	488,255.87
	毛利率	28.04%	26.41%	25.97%	27.85%

数据来源：西南证券

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别是 0.82 元、1.28 元、1.62 元，对应的动态 PE 分别是 47 倍、30 倍和 24 倍。公司锂原电池基石稳健，锂电池将受益于新能源汽车放量及储能的爆发式增长，我们看好公司未来发展前景，首次覆盖，给予“买入”评级。

4 风险提示

产能不达预期、竞争激烈导致电池单价下滑等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1348.93	2741.73	5042.45	6767.66	净利润	166.01	350.13	545.28	692.20
营业成本	972.13	2017.77	3732.85	4882.56	折旧与摊销	75.25	79.58	96.89	101.48
营业税金及附加	12.38	24.40	42.86	65.65	财务费用	12.48	35.01	94.16	202.14
销售费用	73.73	153.81	275.81	392.52	资产减值损失	4.08	0.00	0.00	0.00
管理费用	144.29	197.40	363.06	528.55	经营营运资本变动	-39.48	-337.16	-559.01	-442.16
财务费用	12.48	35.01	94.16	202.14	其他	-161.34	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	4.08	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	57.00	127.56	177.32	553.66
投资收益	4.78	0.00	0.00	0.00	资本支出	-279.05	-110.00	-60.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-115.67	0.00	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	-394.72	-110.00	-60.00	-10.00
营业利润	134.63	313.33	533.70	696.24	短期借款	72.30	-107.30	254.71	-40.09
其他非经营损益	46.28	86.84	86.84	86.84	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	180.91	400.17	620.55	783.08	股权融资	604.54	0.18	0.00	0.00
所得税	14.91	50.04	75.26	90.88	支付股利	-19.91	-35.77	-82.77	-128.91
净利润	166.01	350.13	545.28	692.20	其他	19.76	-35.01	-94.16	-202.14
少数股东损益	14.70	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	676.69	-177.90	77.77	-371.14
归属母公司股东净利润	151.30	350.13	545.28	692.20	现金流量净额	346.02	-160.34	195.09	172.52
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	469.49	309.15	504.22	676.77	成长能力				
应收和预付款项	524.40	1066.40	1961.56	2631.02	销售收入增长率	11.58%	103.25%	83.92%	34.21%
存货	233.23	484.10	895.57	1171.40	营业利润增长率	278.21%	132.73%	70.33%	30.46%
其他流动资产	52.68	69.96	98.49	119.89	净利润增长率	105.18%	110.91%	55.74%	26.94%
长期股权投资	3.72	3.72	3.72	3.72	EBITDA 增长率	93.36%	92.44%	69.36%	37.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	612.50	662.12	644.44	572.16	毛利率	27.93%	26.41%	25.97%	27.85%
无形资产和开发支出	479.06	461.50	443.95	426.40	三费率	17.09%	14.09%	14.54%	16.60%
其他非流动资产	112.87	111.23	109.58	107.93	净利率	12.31%	12.77%	10.81%	10.23%
资产总计	2487.96	3168.18	4661.55	5709.29	ROE	9.36%	16.77%	21.38%	22.23%
短期借款	107.30	0.00	254.71	214.62	ROA	6.67%	11.05%	11.70%	12.12%
应付和预收款项	384.42	795.57	1472.96	1930.66	ROIC	11.09%	18.31%	24.03%	27.06%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.48%	15.61%	14.37%	14.77%
其他负债	222.59	283.42	383.19	450.07	营运能力				
负债合计	714.31	1079.99	2110.86	2595.31	总资产周转率	0.65	0.97	1.29	1.31
股本	427.06	427.24	427.24	427.24	固定资产周转率	3.68	5.36	7.96	11.21
资本公积	652.98	652.98	652.98	652.98	应收账款周转率	3.85	4.63	4.48	3.96
留存收益	628.75	943.11	1405.62	1968.91	存货周转率	4.14	5.63	5.41	4.72
归属母公司股东权益	1708.79	2023.33	2485.86	3049.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.20%	—	—	—
少数股东权益	64.85	64.85	64.85	64.85	资本结构				
股东权益合计	1773.65	2088.18	2550.69	3113.98	资产负债率	28.71%	34.09%	45.28%	45.46%
负债和股东权益合计	2487.96	3168.39	4661.55	5709.29	带息债务/总负债	15.02%	0.00%	12.07%	8.27%
					流动比率	2.33	2.11	1.78	1.89
					速动比率	1.91	1.58	1.32	1.41
					股利支付率	13.16%	10.22%	15.18%	18.62%
					每股指标				
					每股收益	0.35	0.82	1.28	1.62
					每股净资产	4.15	4.89	5.97	7.29
					每股经营现金	0.13	0.30	0.42	1.30
					每股股利	0.05	0.08	0.19	0.30
业绩和估值指标									
EBITDA	222.36	427.92	724.75	999.86					
PE	111	47	30	24					
PB	10.80	9.17	7.51	6.15					
PS	14.20	6.98	3.80	2.83					
EV/EBITDA	83.86	43.72	25.89	18.56					
股息率	0.10%	0.19%	0.43%	0.67%					

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
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
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn