

雄韬股份 (002733.SZ)

动态分析

蓄电池 UPS 龙头，内生动力锂电+外延燃料电池

投资要点

- ◆ **投资北京氢璞，加快推进燃料电池研发应用**：公司投资北京氢璞创能科技有限公司，持有其 21.74% 的股份，意在加快公司燃料电池产品的研发和应用。北京氢璞是我国第一家商业化甲醇燃料电池厂家，拥有燃料电池中试生产线，主要产品甲醇燃料电池，能够通过甲醇重整产氢，氢气进入燃料电池电堆中输出电能。氢璞目前的主要合作对象为北汽集团，相关产品也在试用阶段，氢璞储能用的燃料电池已被作为通讯基站备用电源小范围应用。燃料电池作为一种高效的化学能源转化装置，是我国“十三五”科技创新布局的一个重要方向，未来发展前景广阔。公司提前布局燃料电池，未来有望成为公司业绩新的增长点。
- ◆ **募资约 8 亿，投建 10 亿瓦时动力锂电池项目**：公司增发实际募得资金 9.16 亿元，其中约 8 亿元拟用于 10 亿瓦时动力锂电池新能源建设项目，公司产品磷酸铁锂动力电池，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，有望进入第五批《汽车动力蓄电池行业规范条件》企业及产品目录，锂电业务的业绩有望在明后年大幅释放。
- ◆ **三大蓄电池生产基地，储能、通信、UPS 全覆盖**：公司目前拥有深圳、湖北和越南三大蓄电池生产基地，合计产能超 500 万 KVAH，处于行业领先地位，公司产品蓄电池在储能、通信和 UPS 电源等领域广泛应用。公司铅酸蓄电池出口澳大利亚、欧洲、东南亚等地区，市场增长较为稳定，保持在 15%~20%，公司拥有的越南生产基地，能够合理规避消费税降低成本，今年越南基地扩建的 120 万 KVAH 蓄电池项目使得越南产能达 200 万 KVAH，目前处于满产状态。
- ◆ **投资建议**：公司作为传统的蓄电池行业的领先者，传统 UPS 业务业绩增速稳定，储能类电池大跨步发展，锂电业务预计在明后年大幅释放，提前布局燃料电池，未来将成为公司业绩新的增长点。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.49、0.73、0.98 元，对应 PE 分别为 48.8、33.1、24.6 倍，首次覆盖给予“买入-A”评级，6 个月目标价为 27 元。
- ◆ **风险提示**：锂电池政策风险、市场竞争加剧、境外经营风险。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1,975.4	2,417.7	2,948.7	3,904.8	5,047.3
同比增长(%)	19.7%	22.4%	22.0%	32.4%	29.3%
营业利润(百万元)	112.1	145.6	196.7	295.5	397.9
同比增长(%)	17.4%	29.9%	35.1%	50.2%	34.7%
净利润(百万元)	98.3	132.4	172.9	254.5	342.5
同比增长(%)	17.1%	34.7%	30.5%	47.3%	34.6%
每股收益(元)	0.28	0.38	0.49	0.73	0.98
PE	85.8	63.7	48.8	33.1	24.6
PB	7.7	7.0	6.1	5.4	4.6

数据来源：贝格数据、华金证券研究所

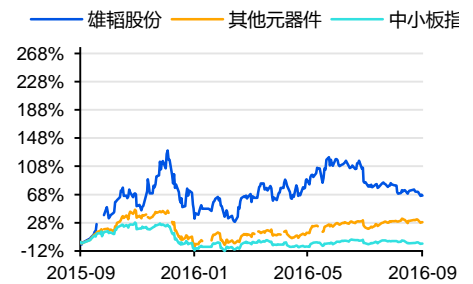
电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级	买入-A(首次)
6 个月目标价	27 元
股价(2016-09-29)	23.19 元

交易数据

总市值(百万元)	8,168.14
流通市值(百万元)	2,380.05
总股本(百万股)	350.11
流通股本(百万股)	102.02
12 个月价格区间	13.44/33.23 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.47	-22.11	62.11
绝对收益	-7.9	-23.76	62.05

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20655640

报告联系人

陈雁冰
chenyanbing@huajinsc.cn
021-20655676

相关报告

内容目录

一、蓄电池业绩稳步增长，积极拓展新型电池技术.....	3
二、立足蓄电池产业，内生动力锂电+外延燃料电池.....	4
（一）投资北京氢璞，加快推进燃料电池研发应用.....	4
（二）募资 8 亿，投建 10 亿瓦时动力锂电池项目.....	5
（三）三大蓄电池生产基地，储能、通信、UPS 全覆盖.....	5
三、盈利预测及估值.....	6
四、风险提示.....	6

图表目录

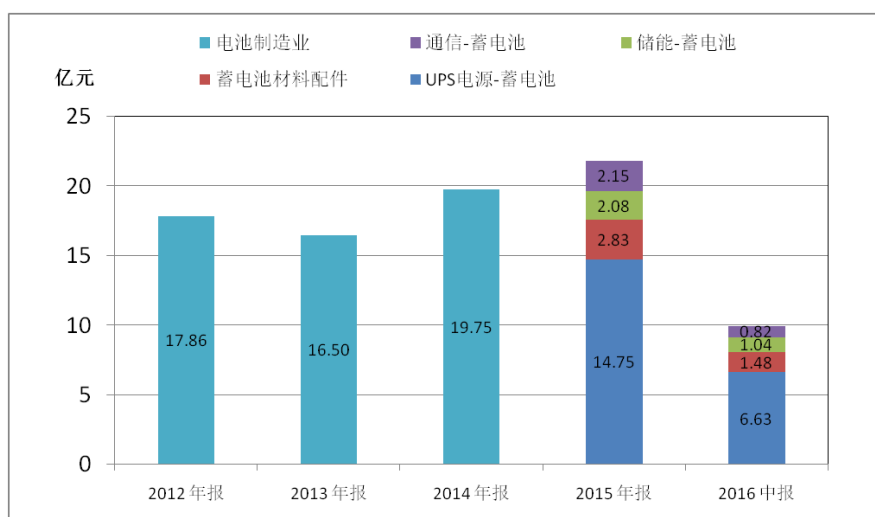
图 1：公司分产品的营业收入（亿元）.....	3
图 2：公司分产品的毛利率.....	3
图 3：北京氢璞 Nowogen G 燃料电池堆.....	4
图 4：北京氢璞燃料电池在江苏通讯基站备用电源的应用案例.....	4
表 1：募集资金投资项目具体情况（万元）.....	5

一、蓄电池业绩稳步增长，积极拓展新型电池技术

雄韬电源是全球最大的蓄电池生产企业之一，公司成立于 1994 年并于 2014 年 12 月上市，目前公司拥有深圳、湖北和越南三大生产基地，主要有铅酸蓄电池和锂电池两大类产品，总产能超 500 万 KVAH，主要应用在 UPS 电源、通信、储能和移动运输的车用动力电池等领域。

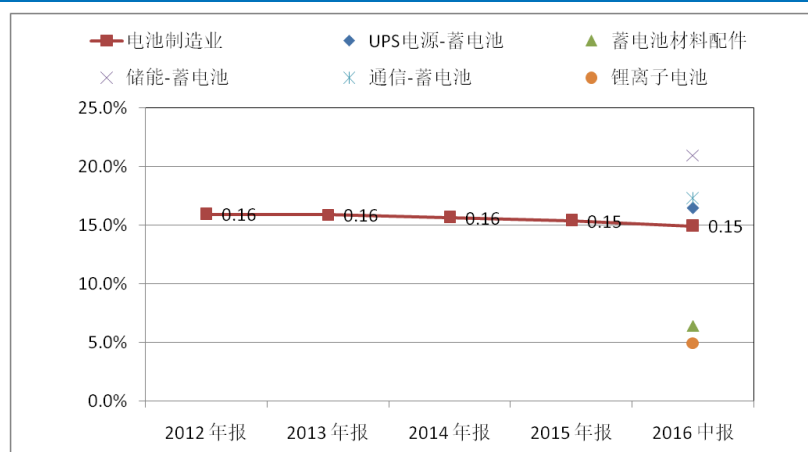
2015 年公司实现营收 24.18 亿元，同比增长 22.4%，2016 年上半年，公司实现营业收入 11.74 亿元，同比增长 14.24%，实现归母净利润 5692 万元，同比增长 18.44%，公司主要产品 UPS 电源-蓄电池实现营业收入为 6.63 亿元，同比减少 4.25%，毛利率增加 0.36%至 16.44%，公司储能蓄电池业务增长明显，实现营业收入 1.04 亿元，同比增长 65.82%，毛利率增加 0.6%至 20.93%。通信类蓄电池实现营业收入 8214 万元，同比减少 29.7%，锂离子电池实现营业收入 5710 万元，同比增加 33.04%。总体来看，公司业绩稳步增长，综合毛利率稳定在 15%左右，公司目前正在加大在动力锂电池及燃料电池方面的拓展，并积极储备了硅基电池、超级蓄电池、石墨烯电池等新型电池技术，未来发展前景广阔。

图 1：公司分产品的营业收入（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司分产品的毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

自 2016 年 1 月 1 日起，我国开始了对铅蓄电池行业按 4% 税率征收消费税，公司越南生产基地合理避税，此外，未来几年将转型拓展动力锂电池及燃料电池业务，致力于成为世界一流的绿色能源解决方案供应商。公司中报预计 1-9 月，归母净利润为 8743.68-11504.84 万元，同比变动范围 -5%~25%。

二、立足蓄电池产业，内生动力锂电+外延燃料电池

（一）投资北京氢璞，加快推进燃料电池研发应用

雄韬股份投资北京氢璞创能科技有限公司，持有其 21.74% 的股份，意在加快公司燃料电池产品的研发和应用。根据氢璞官网信息所示，它是我国第一家商业化甲醇燃料电池厂家，拥有燃料电池中试生产线，主要产品甲醇燃料电池，能够通过甲醇重整产氢，氢气进入燃料电池电堆中输出电能。氢璞目前的主要合作对象为北汽集团，车用燃料电池的相关产品主要将在物流车和叉车上的应用，目前产品仍在测试阶段，预计大规模应用还需要 2 到 3 年。氢璞储能用的燃料电池已经有所应用，例如江苏的通讯运营商考虑到多家供应商的供电系统的安全性、综合成本和可靠性等多方面的因素后，最终选择了氢璞创能的 NowoGen L5000 燃料电池的系统，作为基站备用电源的解决方案。近几年日本大型车企本田丰田、日产相继推出燃料电池乘用车 Mirai、Clarity 和 e-NV200 van 加速了日本燃料电池乘用车的推广，9 月 23 日据美国媒体 autoevolution 报道，法国阿尔斯通公司研制了全球首辆燃料电池火车，该车将在德国投入运营，取代传统柴油引擎。燃料电池作为一种高效的化学能源转化装置，是我国“十三五”科技创新布局的一个重要方向，未来发展前景广阔。

除收购燃料电池标的之外，雄韬股份本身也不断的在燃料电池领域进行研发投入，主要研究项目有新型多孔 Pt-Pd/石墨烯阳极材料的质子交换膜燃料电池。据公司公告信息《[非公开发行 A 股股票之发行情况报告及上市公告书](#)》燃料电池等项目研发中心及能源互联网云平台开发计划投入 1.29 亿元，燃料电池等项目将在未来成为公司新的利润增长点。

图 3：北京氢璞 Nowogen G 燃料电池电堆



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 4：北京氢璞燃料电池在江苏通讯基站备用电源的应用案例



资料来源：公司官网，华金证券研究所

(二) 募资 8 亿，投建 10 亿瓦时动力锂电池项目

公司 2015 年 10 月 22 日公告，拟不低于 13.36 元/股非公开发行不超过 7000 万股，募集资金总额不超过 93520 万元，今年实际发行 4411 万股，发行价 21.20 元，募集资金总额 9.35 亿元，扣除承销保荐和其他费用，公司实际募集资金净额 9.16 亿元。募资中的约 8 亿元拟用于 10 亿瓦时动力锂电池新能源建设项目。

非公开发行募投项目“10 亿瓦时动力锂电池新能源新建项目”达产后将至 10 亿瓦时，其中包括动力电池 7 亿瓦时，通讯锂电池 2 亿瓦时，储能类锂电池 1 亿瓦时。第一年投资 4.62 亿元，第二年投资 3.63 亿元。公司作为一家老牌铅酸电池生产企业，积累了多年电池制造经验和产业资源，通过本次非公开发行募集得到的资金，主要是用来推动公司锂电池新能源项目的进度，全面布局新能源汽车、通信及储能市场。公司目前未能够进入工信部动力电池目录，但公司产品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，公司有望进入第五批《汽车动力蓄电池行业规范条件》企业及产品目录，在进入目录之后，公司锂电业务的业绩有望在明后年大幅释放。基于公司目前的情况我们预计明年公司产能或达 4 亿瓦时，预计新增收入达 8 亿元，后年该块业务收入规模或达 15 亿元。

表 1：募集资金投资项目具体情况（万元）

募集资金投资项目（万元）	项目总投资	募集资金承诺投资金额	截止 2016 年 8 月 26 日自有资金已投入金额
10 亿瓦时动力锂电池新能源建设项目	82,548.09	79,663.01	3,340.47
燃料电池等项目研发中心及能源互联网云平台开发项目	12,943.78	12,000.00	447.01
合计	95,491.87	91,663.01	3,787.48

资料来源：公司公告，华金证券研究所

(三) 三大蓄电池生产基地，储能、通信、UPS 全覆盖

公司目前拥有深圳、湖北和越南三大蓄电池生产基地，合计产能超 500 万 KVAH，处于行业领先地位，公司产品蓄电池在储能、通信和 UPS 电源等领域广泛应用，公司海外的主要合作伙伴有 UPS 巨头施耐德、艾默生、伊顿和国内龙头包括中科恒源、科华恒盛和易事特等。铅酸蓄电池作为工业的主要电池，出口澳大利亚、欧洲、东南亚等地区，行业增长较为稳定，保持在 15%~20%，由于我国自 2016 年 1 月 1 日起开始了对铅蓄电池行业按 4% 税率征收消费税，公司今年上半年毛利率受到了一定影响，但仍然保持在 15% 以上。公司的越南生产基地能够合理避税，目前越南基地也在扩建 120 万 KVAH 蓄电池项目，产能达 200 万 KVAH，目前处于满产状态。

公司蓄电池三大应用领域中，储能用蓄电池增长明显，营业收入同比增长 64.56%，公司于 2015 年 4 月与中科恒源签订了战略合作协议，约定在中科恒源的大型光伏电站项目上建设示范性储能系统，总体储能规模力约 10MWH，公司今年 4 月 7 日公告，与厦门科华恒盛股份有限公司签署了《战略合作协议》。双方充分发挥各自在**电池、储能变流器**领域的技术研究、设备研发与制造等方面的优势，共同开拓**储能、微网领域**的市场，实现互利共赢、共同发展。储能用蓄电

池也是公司毛利较高的产品，主要由深圳本地的生产基地生产。未来公司蓄电池类的产品将继续积极推广分布式储能方面的应用。我们预计该块业务每年增速为 15%，明后年收入规模分别达 28.84 亿元和 33.17 亿元。

三、盈利预测及估值

公司作为传统的蓄电池行业的领先者，传统 UPS 业务业绩增速稳定，储能类电池大跨步发展，内生外延锂电池和燃料电池行业，公司发展前景广阔。传统业务方面，预计公司每年的营业收入增速为 15%，毛利率保持在 15%。新增业务方面，公司锂电池产品规模化生产后，毛利有望达到或超过行业平均水平，考虑到电芯降价，我们预测 2016-2018 年锂电业务的毛利分别为 25%、23%和 21%，预计 2016-2018 年营业收入分别为 2.2 亿元、8 亿元、15 亿元。公司提前布局燃料电池，研究技术水平行业领先，预计在 2018 年将给公司带来业绩 0.1 亿元。

预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.49、0.73、0.98 元，对应 PE 分别为 48.8、33.1、24.6 倍，首次覆盖给予“买入-A”评级，6 个月目标价为 27 元。

表 2：公司营业收入及毛利率预测一览表

报告期	2015 年报	2016 中报	2016E	2017E	2018E
营业收入（亿元）					
燃料电池	-	-	-	-	0.1
锂离子电池	0.95	0.57	2.20	8.00	15.00
铅酸蓄电池	21.81	9.97	25.08	28.84	33.17
其他	1.42	1.20	2.21	2.21	2.21
合计	24.18	11.74	29.49	39.05	50.48
同比增速	22.40%	14.24%	21.96%	32.42%	29.26%
毛利率%					
燃料电池			-	-	10%
锂离子电池			25%	23%	21%
铅酸蓄电池			15%	15%	15%
综合毛利	15.37%	15.64%	15.37%	16.36%	16.53%

资料来源：华金证券研究所

四、风险提示

1、锂电池的政策风险

公司目前还未顺利进入“电池目录”，新增锂电池业务的业绩贡献相对较小，未来如果公司迟迟不能进入《汽车动力蓄电池行业规范条件》目录，将对公司长期的动力电池业务发展造成影响，业绩将不及预期。

2、原材料价格波动风险

铅及铝合金是公司生产阀控式密封铅酸蓄电池的主要原材料，占生产成本 60%左右，铅价波动对公司生产成本影响较大。此外，塑料、铜、硫酸等相关原材料的价格波动也会对公司的生产成本造成一定的影响。

3、市场及行业风险

公司国外的竞争对手主要有 ENERSYS 公司、EXIDE 集团、C&D 公司，国内主要竞争对手有光宇国际、南都电源、江苏双登、天能国际等境内外上市公司，该等公司在总体业务规模、资金实力等方面均具有较强优势。近几年来公司保持了稳定的发展势头，但如果公司未来在新产品或技术的开发、销售网络构建等方面不能有效适应市场的变化，公司在市场竞争中可能难以保持快速增长，甚至失去已有的市场份额。

4、境外经营风险

公司在越南设立越南雄韬，为公司的生产基地之一。越南或将有排华暴力事件发生，导致损失。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn