

铅电龙头内外兼修，锂电转型动力强劲

——雄韬股份（002733）调研简报

2016年11月30日

推荐/维持

雄韬股份 调研简报

报告摘要：

公司是国内铅蓄电池行业龙头和主要出口基地。公司目前销售产品以铅酸电池为主，以锂离子电池为辅，主要用于UPS电源、通信、储能、电动车等领域。2016年上半年，实现营收11.74亿元，同比增14.24%；归母净利润0.57亿元，同比增18.44%。

三大基地齐发力，业绩稳步攀升。公司积极优化产业结构，打造了深圳、湖北和越南三大生产基地，其中，深圳和湖北基地主要面向国内市场，越南基地主要承接海外订单。随着国内人力成本、原材料、制造成本和税收的不断提高，公司稳步推进“越南雄韬年产120万KVAh蓄电池新建项目”，进行产能外移，为公司出口创收提供了持续的增长动力。

锚定磷酸铁锂技术，瞄准动力电池市场。公司及时调整发展战略，逐步退出原有钴酸锂等消费类锂电池业务，着力发展磷酸铁锂电池业务。公司募资约8亿元投建“10亿瓦时动力电池新能源建设项目”，加快公司在新能源汽车、通讯和储能领域的布局。同时公司积极储备动力电池回收利用技术，蓄力动力电池梯次利用市场。

提前布局燃料电池和能源互联网市场。公司投资持有北京氢璞创能21.74%的股份，以加快推进燃料电池产品的研发和应用，并募投逾1亿元资金进行“燃料电池等项目研发中心及能源互联网云平台开发项目”建设，卡位能源互联网市场，深入产业并实现公司利益的最大化。

盈利预测及投资评级：我们预计公司2016-2018年营业收入分别为26.2亿元、33.9亿元和43.4亿元，归属于上市公司股东净利润分别为1.5亿元、2.1亿元和2.8亿元；每股收益分别为0.42元、0.60元和0.80元，对应PE分别为58.8、40.7和30.6，给予6个月目标价为28元，维持公司“推荐”评级。

风险提示：原材料价格波动，电池出口市场疲软，新能源汽车行业发展未达预期，进入工信部动力电池目录未达预期。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,975.40	2,417.73	2,622.58	3,387.27	4,339.05
增长率(%)	19.69%	22.39%	8.47%	29.16%	28.10%
净利润(百万元)	99.64	133.37	147.45	212.67	282.50
增长率(%)	17.19%	33.86%	10.56%	44.23%	32.83%
净资产收益率(%)	8.94%	10.95%	6.61%	9.08%	11.33%
每股收益(元)	0.94	0.43	0.42	0.60	0.80
PE	26.09	57.02	58.82	40.65	30.55
PB	3.03	6.20	3.89	3.69	3.46

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：S1480510120012

史鑫

010-60554044 shixin@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480115080056

联系人：林劼

010-66554034 linjie_@dxzq.net.cn

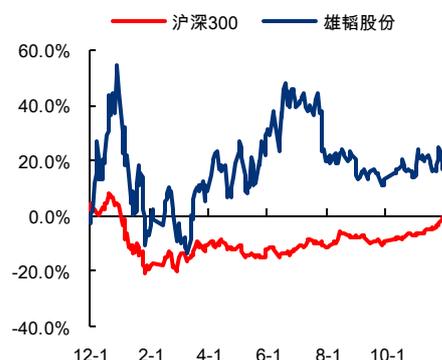
联系人：王革

010-66554043 wangge@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	33.04-17.88
总市值(亿元)	85.85
流通市值(亿元)	26.39
总股本/流通A股(万股)	35011/10762
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	9.55

52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《雄韬股份（002733）：业绩增速略有放缓，关注公司锂电布局》2016-10-25
- 2、《雄韬股份（002733）：中报业绩稳健增长，储能+动力电池放量可期》2016-08-25

目 录

1. 传统铅蓄电池龙头，三地布局产业升级	3
1.1 立足铅蓄电池，业绩稳步增长	3
1.2 深鄂越三地布局，海内外统筹规划	4
2. 技术转型磷酸铁锂，切入动力电池市场	5
2.1 募投磷酸铁锂电池产线	5
2.2 蓄力动力电池梯次利用	6
3. 外延投资燃料电池，布局能源互联网	7
4. 盈利预测及投资评级	8
5. 风险提示	8

表格目录

表 1: 现有锂离子电池产品业务与募投项目比较	6
表 2: 公司盈利预测表	9

插图目录

图 1: 公司营业收入及增速情况	3
图 2: 公司归母净利润及增速情况	3
图 3: 公司营收分业务构成	4
图 4: 公司分业务毛利率	4
图 5: 公司期间费用率情况	4
图 6: 公司营收分地区构成	4
图 7: 公司锂电池营收按下游应用领域分类情况（百万元）	5
图 8: 公司锂电池营收按产品种类情况（百万元）	5
图 9: 废旧动力电池退役电量预测	7
图 10: 第三代甲醇燃料电池 NowoGen L5000	7
图 11: Nowogen ST 水冷电堆	7

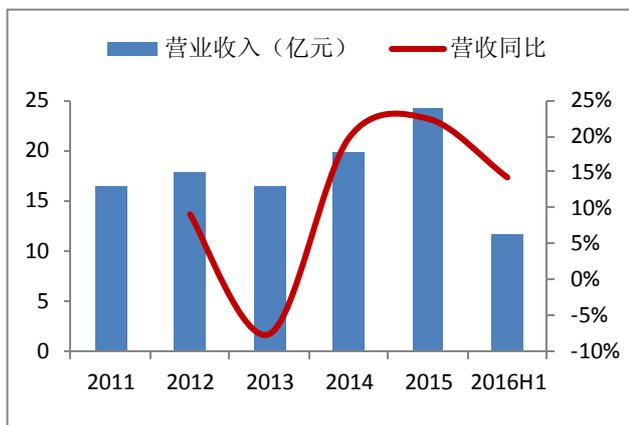
1. 传统铅蓄电池龙头，三地布局产业升级

1.1 立足铅蓄电池，业绩稳步增长

公司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，同时也是国内最大的铅蓄电池出口基地之一，集阀控式密封铅酸蓄电池研发、生产、销售、服务于一体。公司产品涵盖阀控式密封铅酸蓄电池、锂离子电池两大品类，目前销售产品以铅酸电池为主，以锂离子电池为辅，主要用于 UPS 电源、通信、储能、电动车等领域。公司依靠产品和技术优势，紧抓新能源、新材料的发展契机，整合原有产业资源，积极研发储备新型电池技术，致力于成为世界一流的绿色能源解决方案提供商。

近年来，受益于国内电力设备行业的企稳和出口环境的改善，公司业绩实现稳步增长，2015 年公司实现营业收入 24.18 亿元，同比增长 22.43%，归母净利润 1.32 亿元，同比增长 34.69%。2016 年上半年，公司业绩持续稳步攀升，实现营业收入 11.74 亿元，同比增长 14.24%，归母净利润 0.57 亿元，同比增长 18.44%。

图 1：公司营业收入及增速情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

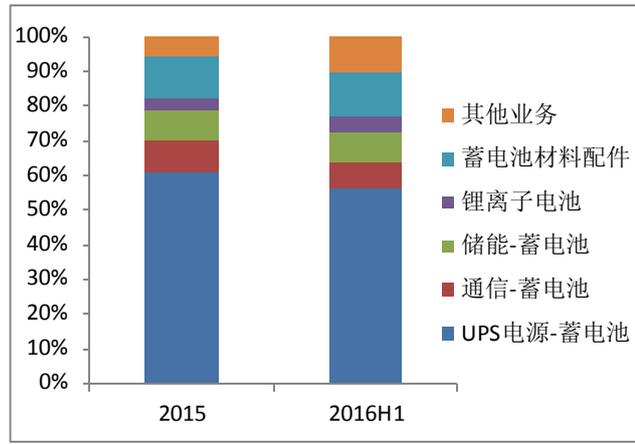
图 2：公司归母净利润及增速情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

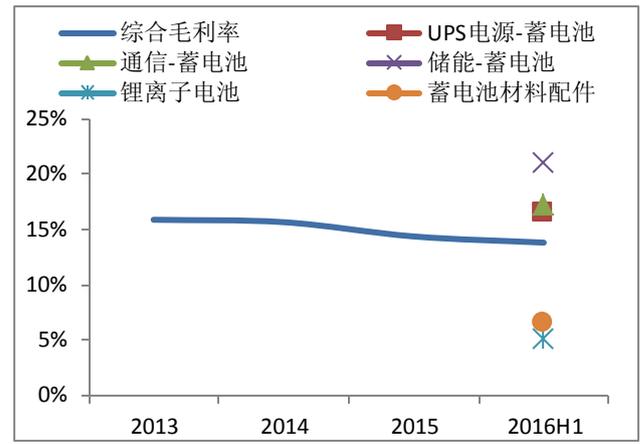
2016 年国家对于铅蓄电池征收 4% 消费税以来，公司通过向消费端转嫁税收以及海外生产基地有效避税，将整体毛利率稳定在 15% 左右。分业务来看，UPS 电源业务仍是公司的核心业务，2016 年上半年实现营收 6.6 亿元，营收占比稳定在 60% 左右，未来公司将通过沿价值链的前伸后延和配套服务等新手段向 UPS 服务解决方案提供商转型。通讯蓄电池业务由于国内外 4G 通讯基站建设进入尾声，2016 年上半年实现营收 0.82 亿元，同比下降 30%。公司 2016 年上半年储能业务增长迅速，实现营收逾 1 亿元，同比增长 66%，毛利率约 21%，业绩提升明显。公司锂电池业务 2016 年上半年实现营收同比增长 33%，但受制于产能利用率较低，拖累毛利率，具备较大改善空间。蓄电池材料配件业务占比较大，但毛利率较低，对业绩支撑贡献有限。

图 3:公司营收分业务构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

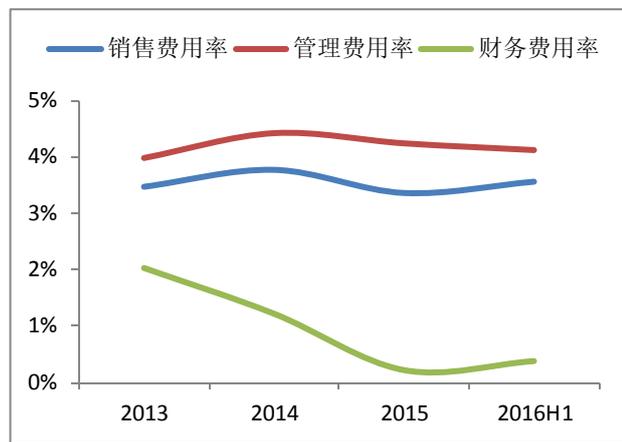
图 4: 公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

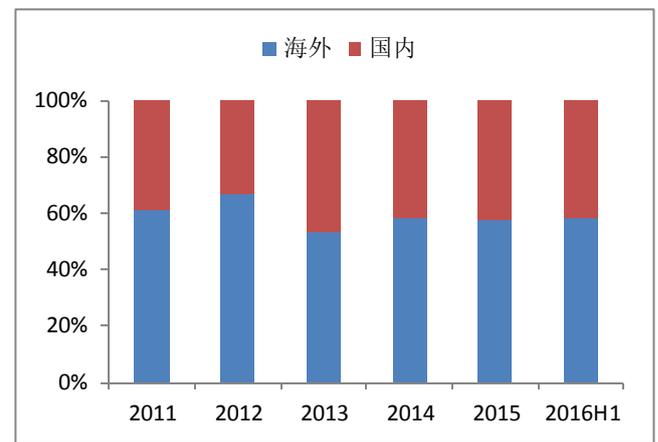
公司是以出口为主的外向型企业，年出口额长期稳定在总营收的60%左右，目标市场主要是亚洲和欧洲等地。公司毛利率公司销售费用率和管理费用率总体保持在相对稳定的水平，同时，由于出口占公司业务较大比重，受益于人民币贬值所产生的汇兑收益，公司财务费用率出现持续明显下降。

图 5: 公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6:公司营收分地区构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 深鄂越三地布局，海内外统筹规划

公司积极优化产业结构，统筹规划海内外市场，打造了深圳、湖北和越南三大生产基地，其中，深圳和湖北基地主要面向国内市场，越南基地则主要承接海外出口订单。目前三大生产基地合计拥有铅蓄电池和锂电池产能逾500万KVAh，主要集中在深圳和越南两地，产能分别在250万KVAh和200万KVAh左右，目前处于满产状态。

随着国内人力成本、原材料、制造成本的不断提高，公司积极进行产能外移，将部分

境外采购订单转移到越南生产基地。公司投资 1.09 亿元的“越南雄韬年产 120 万 KVAh 蓄电池新建项目”正在有序推进，项目完成后越南基地总产能将扩充到 240 万 KVAh，预计将于年底前完成。自今年起，国家对铅蓄电池加征 4% 消费税以来，公司越南基地有效规避这一税收风险，叠加廉价劳动力、往东南亚等国运费低、欧美低廉关税等优势，为公司出口创收提供了持续的增长动力。

2. 技术转型磷酸铁锂，切入动力电池市场

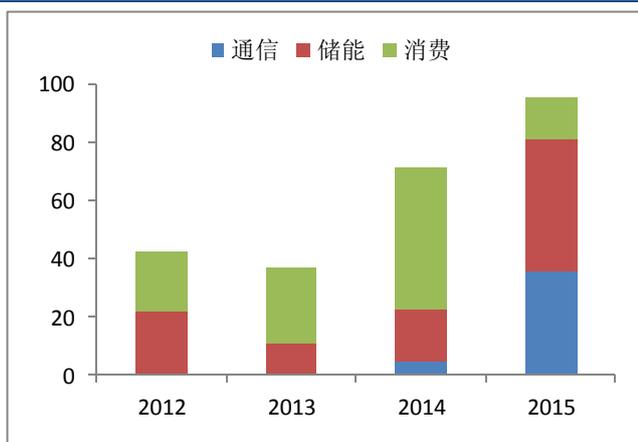
2.1 募投磷酸铁锂电池产线

公司锂离子电池主要分为磷酸铁锂电池、钴酸锂电池和锰酸锂电池，其中，磷酸铁锂电池主要用于通信及储能等领域，钴酸锂和锰酸锂等锂离子电池主要用于消费类电子领域。在消费类锂电市场趋于饱和，动力、储能锂电市场迅速扩大的背景下，公司及时调整发展战略，从 2015 年下半年起逐步退出钴酸锂等消费类锂电池业务，着力发展磷酸铁锂电池业务。

目前，公司已完成磷酸铁锂电池产线改造工作，并确定了动力、通信和储能三个细分应用方向，其中：

- ◆ 动力锂电池主要应用在电动巴士，同时向物流车推广；
- ◆ 通信锂电池用在通信基站，产品客户主要为国内三大电信运营商、东南亚及墨西哥等地的龙头电信公司；
- ◆ 储能锂电池用以家庭储存及小型太阳能，产品主要销往澳大利亚、欧洲市场。

图 7：公司锂电池营收按下游应用领域分类情况（百万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8：公司锂电池营收按产品种类情况（百万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

随着国内新能源汽车产业强势崛起，公司积极进行产线升级切入动力电池产业链，并以形成了较扎实的客户基础。公司与下游安徽星凯龙、厦门金龙、上海申龙、东风汽车、东风扬子江、苏州金龙等大巴客车生产厂商及江苏陆地方舟、北京青年等物流车

厂商进行接触，共同在新车型开发、样品测试、联合申请工信部目录方面进行合作，并签署一系列动力电池采购订单。

为弥补自身动力电池产能不足，以满足客户需求，公司通过非公开发行股票募资约 8 亿元用于投建“10 亿瓦时动力锂电池新能源建设项目”，建设项目将分两年进行，计划 2016 年底完成一期 4 亿瓦时产能，后续再追加 6 亿瓦时产能，并以 7:2:1 的比例分配给动力电池、通讯电池和储能电池，加快公司在新能源汽车、通讯和储能领域的布局。目前公司已基本完成一期产能建设，并在积极申报工信部第五批电池目录。预计该项目达产后每年将实现营业收入 20 亿元左右，贡献利润约 2.5 亿元。

表 1：现有锂离子电池产品业务与新建项目比较

项目	现有	新建
产品方案	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池为主
生产规模	0.6 亿瓦时锂电池生产线	10 亿瓦时锂电池生产线（7 亿瓦时动力锂电池，2 亿瓦时通信锂电池，1 亿瓦时储能锂电池）
产品性能及材料体系	满足电信后备电源用磷酸铁锂电池，100%DOD 循环寿命大于 2000 次，浮充寿命大于 5 年，安全性满足 UL 标准要求	满足电动汽车用磷酸铁锂电池，100%DOD 循环寿命 2000 次以上，日历寿命 5 年以上，安全性满足国家有关动力电池标准要求
生产技术及研发	现有生产设备及关键工艺控制点均是按照电信后备电源标准进行，产线自动化方面尚有提升空间	按动力电池生产控制要求，产线自动化方面达到国内领先水平
应用领域	通信及储能领域	新能源汽车领域为主，通信及储能领域为辅
客户群体	通信客户为移动基站服务商及电信运营商；储能客户为风力和太阳能等电站企业或用户	通信客户为移动基站服务商及电信运营商；储能客户为风力和太阳能等电站企业或用户；新能源汽车客户为巴士车、低速车、家庭车生产厂商
经营模式	直销和经销	直销和经销为主，可适时考虑融资租赁经营模式

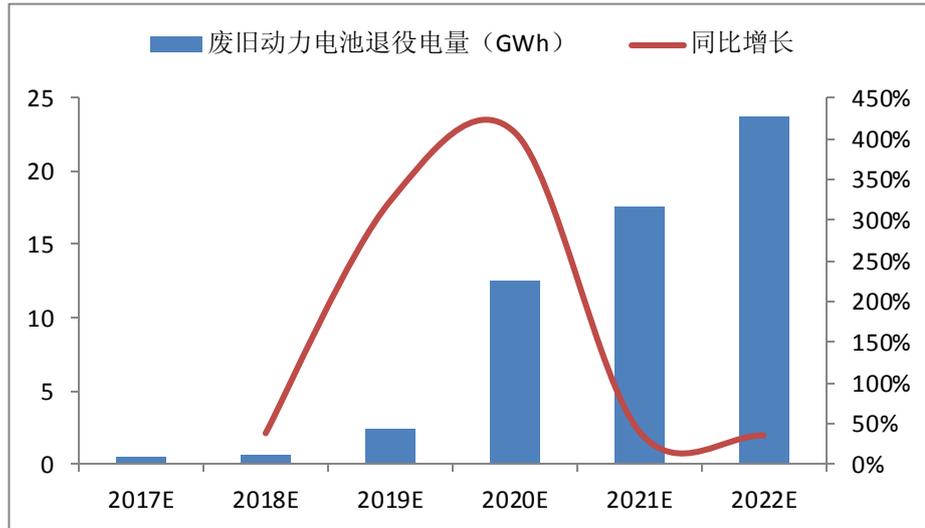
资料来源：东兴证券研究所

2.2 蓄力动力电池梯次利用

由于近年来我国电动汽车行业爆发增长，未来几年将有大量废旧动力电池退役，据我们估计，国内动力电池梯次利用市场将在 2019 年迎来 GWh 级退役大潮，进入快速发展期。虽然此时动力电池已不再适合汽车使用，但在低速电动车和 UPS 等领域仍具备较大的使用价值，也可通过融资租赁转为家庭储能或储能电站领域梯次利用。

目前公司正积极进行相关梯次利用及回收研究，并取得了阶段性进展。基于公司强大的储能、电信等稳定的市场和客户，梯次利用项目研发完成后将给公司带来新的利润增长点，实现公司对动力电池全产业链布局。

图 9: 废旧动力电池退役电量预测



资料来源: 中汽协, 东兴证券研究所

3. 外延投资燃料电池, 布局能源互联网

公司在燃料电池领域较早进行布局, 在氢质子交换膜燃料电池具备先进研究经验。2016 年上半年, 公司投资 2500 万元持有北京氢璞创能 21.74% 的股份, 以加快推进燃料电池产品的研发和应用。北京氢璞创能是一家从事商业化甲醇燃料电池和氢燃料电池研发、生产和销售初创企业, 产品主要应用于电动汽车、叉车、储能设备和通信基站等, 拥有低温水汽重整、变压吸附分离提纯、低压水冷电堆和系统集成等核心技术。目前氢璞的燃料电池产品仍处于测试阶段, 我们预计其 2017 年起将对公司形成业绩贡献。

图 10: 第三代甲醇燃料电池 NowoGen L5000



资料来源: 氢璞官网, 东兴证券研究所

图 11: Nowogen ST 水冷电堆



资料来源: 氢璞官网, 东兴证券研究所

此外，公司募投逾 1 亿元资金加速推进“燃料电池等项目研发中心及能源互联网云平台开发项目”建设，开展燃料电池、石墨烯电池、锌离子电池、铅炭电池等新型电池技术研发，并提前布局能源互联网市场。通过建设能源互联网云平台，公司可实现能源由发电端到用户端的单向输出转变为发电端和用户端之间的双向互动，为客户提供便利的电池使用服务，并提供分布式电源接入、储能接入与调配、电动汽车接入、电能时段利用优化等专业的增值服务，有利于更好地深入产业并实现公司利益的最大化。

4. 盈利预测及投资评级

我们看好公司在传统铅蓄电池行业的市场优势和龙头地位，以及动力锂电池、储能电池和燃料电池等新业务的成长空间。我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 26.2 亿元、33.9 亿元和 43.4 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 1.5 亿元、2.1 亿元和 2.8 亿元；每股收益分别为 0.42 元、0.60 元和 0.80 元，对应 PE 分别为 58.8、40.7 和 30.6，给予 6 个月目标价为 28 元，维持公司“推荐”评级。

5. 风险提示

原材料价格波动，电池出口市场疲软，新能源汽车行业发展未达预期，进入工信部动力电池目录未达预期。

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1607	1638	2373	2744	3098	营业收入	1975	2418	2623	3387	4339
货币资金	597	457	1049	1016	868	营业成本	1666	2070	2205	2848	3645
应收账款	428	700	790	1021	1308	营业税金及附加	7	8	10	12	14
其他应收款	12	17	19	24	31	营业费用	75	81	97	119	148
预付款项	41	70	92	121	157	管理费用	87	103	118	146	182
存货	440	342	362	468	599	财务费用	24	5	22	18	25
其他流动资产	58	12	18	41	70	资产减值损失	7.25	18.95	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	292	607	701	680	636	公允价值变动收益	0.00	0.67	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	238	299	299	299	投资净收益	2.73	13.50	10.00	10.00	10.00
固定资产	219.25	231.73	262.68	264.83	244.11	营业利润	112	146	161	235	315
无形资产	41	39	35	32	28	营业外收入	5.66	13.07	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	2.93	2.29	2.00	2.00	2.00
资产总计	1899	2245	3074	3424	3735	利润总额	115	156	169	243	323
流动负债合计	742	957	788	1020	1175	所得税	15	23	21	30	40
短期借款	423	574	404	548	593	净利润	100	133	147	213	283
应付账款	166	168	181	234	300	少数股东损益	1	1	2	2	2
预收款项	23	20	20	20	20	归属母公司净利润	98	132	146	211	281
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	211	226	234	314	403
非流动负债合计	44	62	62	62	62	EPS (元)	0.94	0.43	0.42	0.60	0.80
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	786	1019	850	1082	1237	成长能力					
少数股东权益	14	16	17	19	20	营业收入增长	19.69%	22.39%	8.47%	29.16%	28.10%
实收资本(或股	136	306	350	350	350	营业利润增长	17.44%	29.87%	10.26%	46.44%	33.95%
资本公积	532	362	1234	1234	1234	归属于母公司净利润	10.19%	44.69%	10.19%	44.69%	33.07%
未分配利润	414	511	551	611	689	获利能力					
归属母公司股东	1100	1210	2210	2326	2480	毛利率(%)	15.66%	14.37%	15.93%	15.92%	15.99%
负债和所有者权	1899	2245	3074	3424	3735	净利率(%)	5.04%	5.52%	5.62%	6.28%	6.51%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	5.18%	5.90%	4.75%	6.17%	7.52%	
经营活动现金流	96	11	89	-14	-13	偿债能力					
净利润	100	133	147	213	283	资产负债率(%)	41%	45%	28%	32%	
折旧摊销	75.14	74.76	0.00	57.42	60.50	流动比率	2.17	1.71	3.01	2.69	2.64
财务费用	24	5	22	18	25	速动比率	1.57	1.35	2.55	2.23	2.13
应收账款减少	0	0	-90	-230	-287	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.27	1.17	0.99	1.04	1.21
投资活动现金流	-114	-254	-156	-50	-30	应收账款周转率	5	4	4	4	4
公允价值变动收	0	1	0	0	0	应付账款周转率	13.40	14.46	15.02	16.31	16.26
长期股权投资减	0	0	-61	0	0	每股指标(元)					
投资收益	3	14	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	0.94	0.43	0.42	0.60	0.80
筹资活动现金流	397	92	659	31	-106	每股净现金流(最新	2.78	-0.50	1.69	-0.09	-0.42
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	8.09	3.95	6.31	6.64	7.08
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	34	170	44	0	0	P/E	26.09	57.02	58.82	40.65	30.55
资本公积增加	366	-170	873	0	0	P/B	3.03	6.20	3.89	3.69	3.46
现金净增加额	378	-152	592	-33	-148	EV/EBITDA	14.95	33.76	33.87	25.83	20.60

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

史鑫

材料学硕士，具备三年以上新能源汽车产业研发经验，两年证券从业经历，目前研究重点覆盖新能源汽车、光伏、光热、充电桩等环节。

联系人简介

林劼

清华大学工学硕士，电力设备与新能源行业研究员，2016 年加入东兴证券，目前研究重点主要覆盖光伏、储能、新能源汽车等板块。

王革

中科院电气工程硕士，4 年光伏电池研发和产业化经验，1 年公司管理经验，2016 年加入东兴证券研究所，关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。