

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

## 业绩略超预期 预计高增长延续

——坚瑞沃能(300116)中报点评

### 证券研究报告-中报点评

增持(维持)

发布日期: 2017年08月29日

#### 市场数据(2017-08-28)

收盘价(元)	10.31
一年内最高/最低(元)	24.40/8.81
沪深300指数	3842.71
市净率(倍)	3.20
流通市值(亿元)	69.68

#### 基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	3.45
每股经营现金流(元)	-0.60
毛利率(%)	31.92
净资产收益率-摊薄(%)	6.66
资产负债率(%)	70.26
总股本/流通股(万股)	243252.46/67588.56
B股/H股(万股)	0/0

#### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

#### 相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点: 8月25日, 公司公布17年半年度报告。

- **靓丽业绩受益于沃特玛增长。**16年下半年, 公司完成了沃特玛的并购, 并购后业绩表现靓丽。17年上半年, 公司营收60.66亿元, 同比增长2618.5%; 营业利润7.32亿元; 净利润5.58亿元, 而16年上半年为-128万元, 基本每股收益0.23元, 靓丽业绩源自沃特玛动力电池、新能源汽车租售及运营业务业绩增长。17年上半年, 公司资产减值损失1.21亿元, 其中坏账损失和存货跌价损失分别为6716万元和5386万元。
- **动力电池业务表现靓丽 预计全年将高增长。**17年上半年, 沃特玛实现营收58.86亿元, 其中动力电池产量4.66GWh, 对应营收52.89亿元, 同比增长128.31%, 靓丽业绩主要受益于以下四点: 一是公司产品具备一定品质优势, 17年1月投产32650-6.5Ah高能量动力电池, 单体能量密度达145Wh/Kg, 成组后可达115Wh/Kg以上; 二是公司产品广泛进入新产品目录。17年上半年, 沃特玛为27家车企提供配套电池, 截止17年7月底, 共计139款车型进入工信部发布的1-7批《道路机动车辆生产企业及产品公告》新产品目录, 其中客车75款、专业车63款、乘用车1款; 三是客户优势, 17年沃特玛新增中通客车、湖北新楚风汽车、安徽安凯汽车等整车企业, 产品覆盖31个新能源示范城市及周边各省市; 四是创新联盟合作机制。通过与创新联盟企业建立高效合作机制, 围绕动力电池、电机、电控等核心技术进行合作研究, 目前该联盟已与一汽客车、南京金龙客车、厦门金龙旅行、东风特汽等签订战略合作协议, 合作范围涵盖纯电动公交车、纯电动通勤车、纯电动物流车等新能源车种。下半年为我国新能源汽车产销旺季, 考虑公司在动力电池领域已具备一定行业地位, 预计公司动力电池业绩将持续高增长。
- **新能源汽车租售及运营具备较强竞争力。**该业务主要由民富沃能承接, 从产业发展推广进度和难度看, 新能源汽车商业模式发展将遵循“客车>专用车>乘用车”路径, 为此民富沃能目前主要定位于新能源公交车运营, 可为公共交通电动化提供综合解决方案, 如通过融资租赁、分期付款、直接销售等模式以满足不同客户需求, 同时提供充电桩建设、维保等完整解决方案, 且针对电池、电机和电控大三电提供8年的免费售后维保。17年上半年, 公司新能源汽车租售及运营营收3.76亿元, 同比增长411.80%, 主要是民富沃能运营模式具备较强竞争力, 如公交公司一辆电动客车在全生命周期运营内可大致节约20万元。
- **锁定上游资源供应 关注包销协议进展。**17年7月11日, 公司与Altire签署了《包销协议》, 其主要内容包括: 一是公司每年最少包销100000千公吨6%的锂精矿, 其余部分由Altire自行销售, 剩余部分仍由公

司包销；二是包销协议期最少 5 年；三是包销条件是 Altire 在 17 年 8 月底或之前获得项目开发融资；四是包销协议前三年最低价格为每千公吨 550 美元(离岸价,以 6%氧化锂含量为基础),最高价格为每千公吨 950 美元(离岸价,以 6%氧化锂含量为基础)。目前公司正协助 Altire 进行 1.1 亿美元融资,督促其尽快在 18 年上半年完成投产,如该协议执行将有利于公司锁定上游原材料价格,但协议是否执行仍存在较大的不确定性。

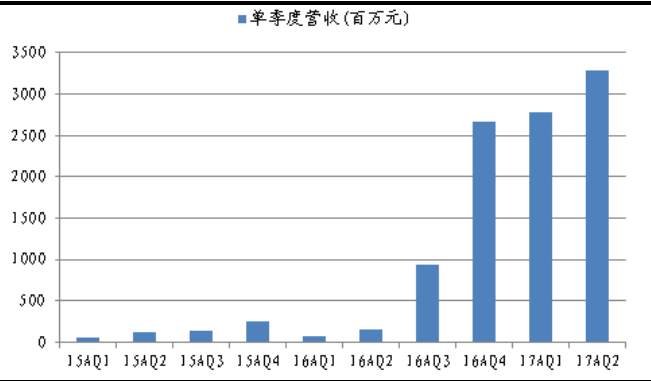
- **消防产品及工程营收基本持平。**17 年上半年,公司消防产品及工程营收 1.78 亿元,同比基本持平,在公司营收中占比仅为 2.93%,同时公司继续推行向新能源产业转型的战略发展规划,上半年将持有力拓科技 47%的股权进行了转让,至此公司不再从事消防产品业务。
- **盈利能力提升 预计全年将提升。**17 年上半年,公司销售毛利率 31.92%,同比显著提升 9.12 个百分点,其中第二季度为 33.15%,环比一季度提升 2.68 个百分点,盈利提升主要受益于公司营收组成变化。分业务毛利率显示:动力电池为 31.91%,环比 16 年底提升 2.02 个百分点;新能源汽车租售及运营为 32.84%,环比 16 年底略降 0.43 个百分点。17 年上半年,沃特玛研发投入 2.74 亿元,占其营收的 4.66%,取得专利合计 231 项。考虑沃特玛并表后公司主营业务发生较大变化,且动力电池业务具备较高附加值,预计全年公司盈利能力将提升。
- **公司应收账款和存货占比较高。**16 年以来,公司应收账款和存货规模显著增长,且在公司营收中占比均较高。2016 年,公司应收账款和存货分别为 49.83 和 33.47 亿元,在公司营收中分别占比 130.47%和 87.65%;17 年一季度占比分别为 256.33%和 139.25%;17 年 6 月底,公司应收账款和存货分别为 80.29 亿元和 45.35 亿元,占比分别回落至 132.37%和 74.76%。公司应收账款飙升与行业高速发展有一定关系,目前应收账款占比回落,但其规模仍较大,后续密切关注公司应收账款变动情况。
- **部分股东拟减持公司股份。**17 年 8 月 16 日,公司公告合计持有公司股份 1.51 亿股(占公司总股本比例 6.22%)的股东童新建、童建明、霍建华、孙喜生计划在可减持之日起后的 6 个月内以集中竞价方式减持公司股份不超过 43155654 股(占公司总股本比例 1.77%)。
- **维持公司“增持”投资评级。**预测公司 2017 年、2018 年全面摊薄后 EPS 分别为 0.50 元与 0.68 元,按 08 月 28 日 10.31 元收盘价计算,对应的 PE 分别为 20.8 倍与 15.2 倍。目前估值相对锂电行业水平合理,维持公司“增持”投资评级。

**风险提示:** 新能源汽车近低于预期;行业竞争加剧;订单执行不及预期;应收账款大幅增加。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	581.3	3819.6	12133.7	15318.1	18460.0
增长比率	65.6%	557.0%	217.7%	26.2%	20.5%
净利润(百万元)	35.4	425.5	1206.5	1654.3	2052.5
增长比率	313.5%	1103.0%	183.6%	37.1%	24.1%
每股收益(元)	0.01	0.17	0.50	0.68	0.84
市盈率(倍)	709.1	58.9	20.8	15.2	12.2

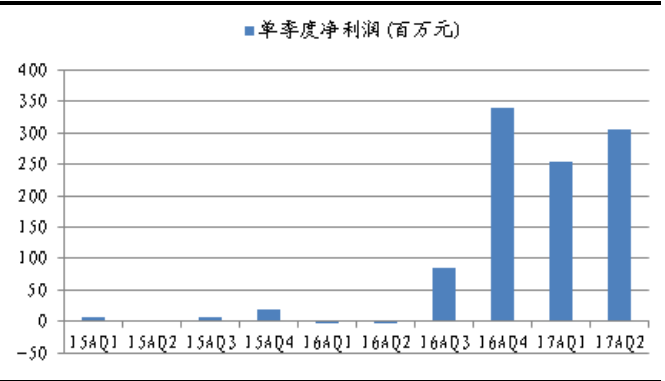
资料来源:贝格数据,中原证券

图 1: 2015-17 年公司单季度营收



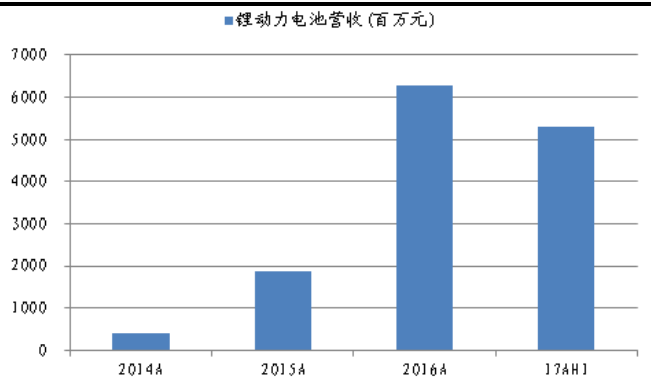
资料来源: 中原证券, Wind

图 2: 2015-17 年公司单季度净利润



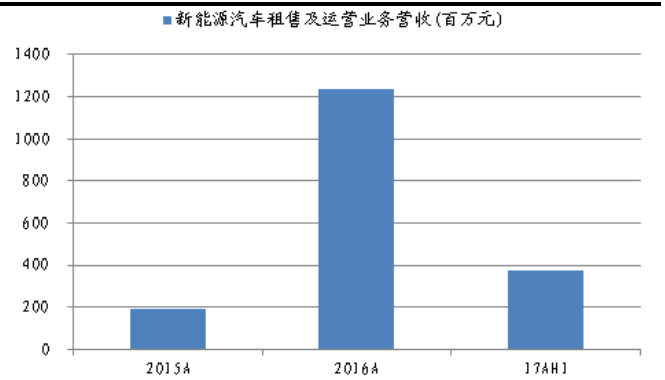
资料来源: 中原证券, Wind

图 3: 2014-17 年沃特玛动力电池营收



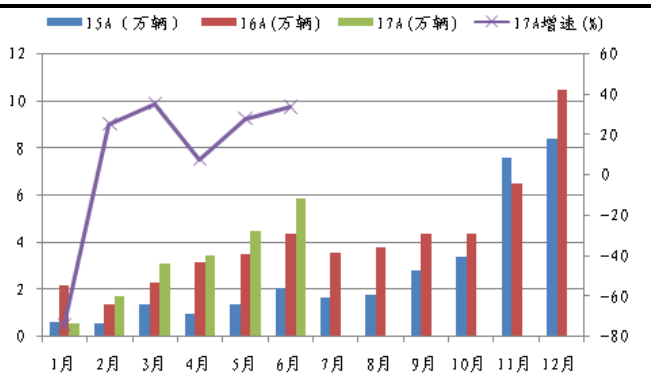
资料来源: 中原证券, 公司公告

图 4: 2015-17 年沃特玛新能源汽车租售及运营业务营收



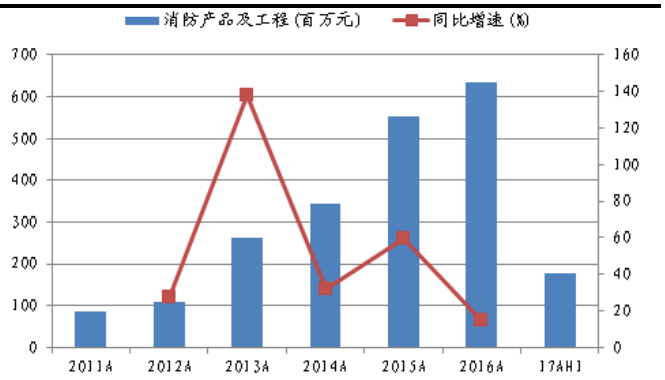
资料来源: 中原证券, 公司公告

图 5: 2015-17 年我国新能源汽车月度销量及增速



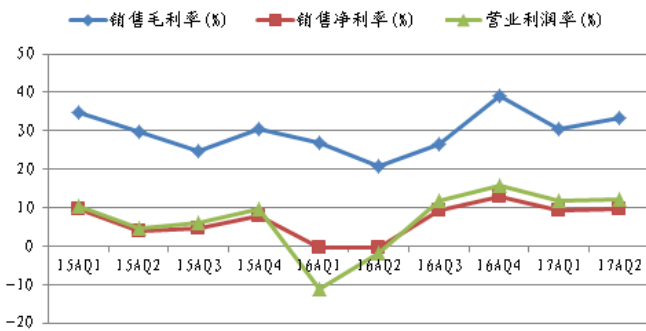
资料来源: 中原证券, 中汽协

图 6: 2011-17 年公司消防产品及工程营收与增速



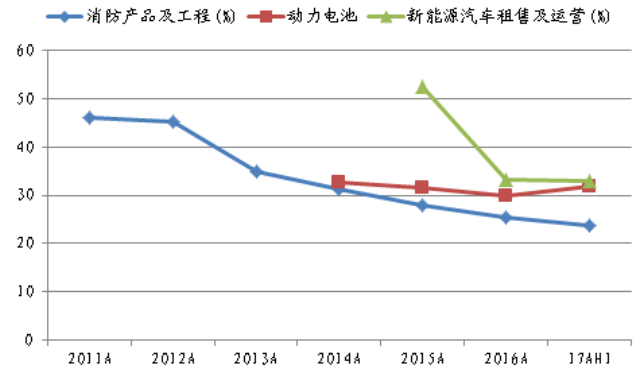
资料来源: 中原证券, 公司公告

图 7: 2015-17 年公司单季度盈利能力



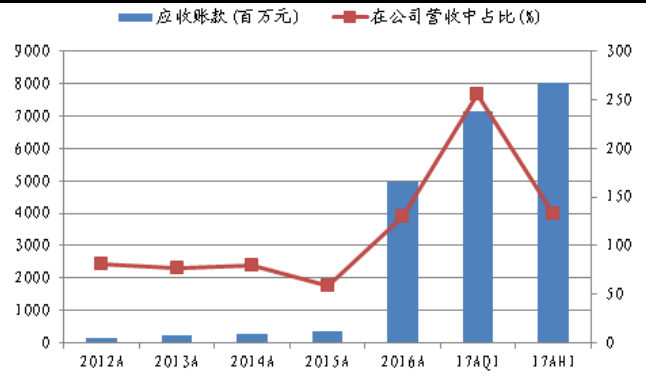
资料来源: 中原证券, Wind

图 8: 2011-17 年公司分业务销售毛利率



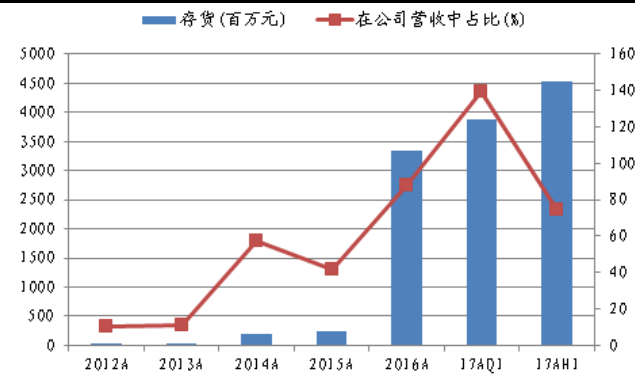
资料来源: 中原证券, Wind, 公司公告

图 9: 2012-17 年公司应收账款及占比



资料来源: 中原证券, Wind

图 10: 2012-17 年公司存货及占比



资料来源: 中原证券, Wind

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>581.3</b>	<b>3819.6</b>	<b>12133.7</b>	<b>15318.1</b>	<b>18460.0</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	411.0	2,476.3	8,526.0	10,770.1	12,983.0	营业收入增长率	65.6%	557.0%	217.7%	26.2%	20.5%
营业税费	14.8	33.4	54.6	68.9	83.1	营业利润增长率	359.2%	1055.5%	193.1%	37.3%	24.1%
销售费用	30.9	259.5	661.3	827.2	996.8	净利润增长率	313.5%	1103.0%	183.6%	37.1%	24.1%
管理费用	62.8	414.7	1,037.4	1,308.2	1,570.9	EBITDA增长率	174.8%	712.9%	208.7%	30.2%	21.9%
财务费用	3.1	51.4	184.7	149.6	147.5	EBIT增长率	281.8%	1086.8%	199.1%	31.2%	22.4%
资产减值损失	23.6	78.4	150.0	110.0	90.0	NOPLAT增长率	366.9%	1057.3%	206.8%	31.2%	22.4%
<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	23.2%	901.5%	106.0%	-36.4%	86.4%
投资和汇兑收益	9.8	13.2	2.0	5.0	5.0	净资产增长率	3.3%	717.1%	30.4%	15.7%	16.8%
<b>营业利润</b>	<b>44.9</b>	<b>519.2</b>	<b>1,521.8</b>	<b>2,089.2</b>	<b>2,593.6</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	2.0	38.4	7.0	7.0	7.0	毛利率	29.3%	35.2%	29.7%	29.7%	29.7%
<b>利润总额</b>	<b>46.9</b>	<b>557.6</b>	<b>1,528.8</b>	<b>2,096.2</b>	<b>2,600.6</b>	营业利润率	7.7%	13.6%	12.5%	13.6%	14.1%
减: 所得税	9.9	128.2	321.0	440.2	546.1	净利润率	6.1%	11.1%	9.9%	10.8%	11.1%
<b>净利润</b>	<b>35.4</b>	<b>425.5</b>	<b>1206.5</b>	<b>1654.3</b>	<b>2052.5</b>	EBITDA/营业收入	12.1%	14.9%	14.5%	15.0%	15.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT/营业收入	8.3%	14.9%	14.1%	14.6%	14.8%
货币资金	209.4	1,400.1	970.7	1,225.4	1,476.8	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	85	99	58	46	38
应收帐款	407.2	5,199.2	12,117.2	9,046.9	17,268.3	<b>流动营业资本周转天数</b>	141	173	237	227	219
应收票据	2.0	1,618.6	3,100.0	2,857.0	4,539.7	流动资产周转天数	562	617	572	550	562
预付帐款	57.0	293.0	1,688.6	542.6	1,971.4	应收帐款周转天数	225	264	257	249	257
存货	243.0	3,347.7	8,067.6	6,352.3	11,511.3	存货周转天数	137	169	169	169	174
其他流动资产	1.5	317.5	405.0	416.0	440.8	总资产周转天数	898	1,054	829	751	727
可供出售金融资产	15.1	43.0	43.0	43.0	43.0	投资资本周转天数	457	423	370	323	299
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	3.5	12.5	12.5	12.5	12.5	ROE	3.7%	5.4%	11.8%	14.0%	14.9%
投资性房地产	4.3	4.1	4.1	4.1	4.1	ROA	2.5%	2.1%	3.5%	5.7%	4.5%
固定资产	136.5	1,964.3	1,955.2	1,946.1	1,937.0	ROIC	5.7%	54.0%	16.5%	10.5%	20.3%
在建工程	13.9	101.4	101.4	101.4	101.4	<b>费用率</b>					
无形资产	98.7	459.4	413.4	367.5	321.6	销售费用率	5.3%	6.8%	5.5%	5.4%	5.4%
其他非流动资产	262.0	6,140.6	6,119.9	5,991.5	6,047.2	管理费用率	10.8%	10.9%	8.6%	8.5%	8.5%
<b>资产总额</b>	<b>1,454.1</b>	<b>20,901.5</b>	<b>34,998.8</b>	<b>28,906.5</b>	<b>45,675.2</b>	财务费用率	0.5%	1.3%	1.5%	1.0%	0.8%
短期债务	96.7	2,164.0	4,326.9	772.4	1,045.0	三费/营业收入	16.7%	19.0%	15.5%	14.9%	14.7%
应付帐款	288.6	5,405.5	9,372.9	9,395.3	15,598.4	<b>偿债能力</b>					
应付票据	29.2	1,353.7	2,246.2	2,301.2	3,180.5	资产负债率	33.9%	62.4%	70.7%	59.0%	69.7%
其他流动负债	74.8	920.1	1,679.6	1,266.6	1,651.2	负债权益比	51.2%	166.1%	241.7%	143.9%	230.0%
长期借款	-	627.9	4,006.8	-	7,351.0	流动比率	1.88	1.24	1.49	1.49	1.73
其他非流动负债	3.5	2,574.6	3,123.0	3,321.0	3,006.2	速动比率	1.38	0.90	1.04	1.03	1.20
<b>负债总额</b>	<b>492.7</b>	<b>13,045.8</b>	<b>24,755.3</b>	<b>17,056.6</b>	<b>31,832.4</b>	利息保障倍数	15.27	11.09	9.24	14.97	18.58
<b>少数股东权益</b>	<b>4.5</b>	<b>20.4</b>	<b>21.6</b>	<b>23.3</b>	<b>25.3</b>	<b>分红指标</b>					
股本	500.2	1,216.3	2,432.5	2,432.5	2,432.5	DPS(元)	-	0.01	0.01	0.02	0.03
留存收益	456.7	6,619.1	7,789.4	9,394.1	11,385.0	分红比率	0.0%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>股东权益</b>	<b>961.5</b>	<b>7,855.7</b>	<b>10,243.5</b>	<b>11,849.9</b>	<b>13,842.8</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	37.0	-	1,206.5	1,654.3	2,052.5	EPS(元)	0.01	0.17	0.50	0.68	0.84
加: 折旧和摊销	22.3	-	55.0	55.0	55.0	BVPS(元)	0.39	3.22	4.20	4.86	5.68
资产减值准备	23.6	-	-	-	-	PE(X)	709.1	58.9	20.8	15.2	12.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	26.2	3.2	2.5	2.1	1.8
财务费用	6.0	-	184.7	149.6	147.5	P/FCF	-263.0	-6.6	-15.0	135.3	67.2
投资收益	-9.8	-	-2.0	-5.0	-5.0	P/S	43.1	6.6	2.1	1.6	1.4
少数股东损益	1.7	3.9	1.2	1.7	2.1	EV/EBITDA	71.4	22.5	18.0	10.4	11.2
营运资金的变动	-85.7	1,581.8	-8,677.1	6,180.6	-9,349.9	CAGR(%)	254.9%	68.5%	396.3%	254.9%	68.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-4.0</b>	<b>-2,153.8</b>	<b>-7,231.7</b>	<b>8,036.2</b>	<b>-7,097.8</b>	PEG	2.8	0.9	0.1	0.1	0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-113.2</b>	<b>-1,263.0</b>	<b>44.5</b>	<b>-6.0</b>	<b>-1.8</b>	ROIC/WACC	0.7	6.4	2.0	1.2	2.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>10.1</b>	<b>4,155.6</b>	<b>6,757.7</b>	<b>-7,775.4</b>	<b>7,351.0</b>	REP	9.1	0.2	1.0	1.8	0.7

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

### 特别声明：

在法律许可的情况下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。