

雄韬股份(002733)/电源设备
铅蓄电池龙头，锂电、燃料电池全面布局助力高成长
评级：增持(首次)

市场价格：18.55

目标价格：20

分析师：邵晶鑫

执业证书编号：S0740517010005

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

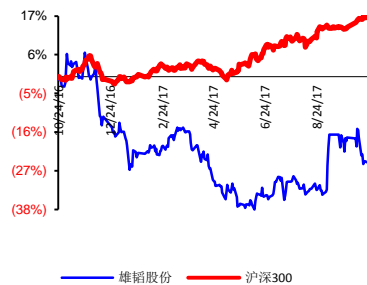
联系人：陈亚琼

电话：021-20315201

Email: chenyaq@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 350 |
| 流通股本(百万股) | 161 |
| 市价(元) | 18.55 |
| 市值(百万元) | 6,495 |
| 流通市值(百万元) | 2,981 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

| 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2418 | 2501 | 2647 | 3110 | 3834 |
| 增长率 yoy% | 22% | 3% | 6% | 17% | 23% |
| 净利润 | 132 | 120 | 128 | 201 | 251 |
| 增长率 yoy% | 35% | -9% | 7% | 56% | 25% |
| 每股收益(元) | 0.38 | 0.34 | 0.37 | 0.57 | 0.72 |
| 净资产收益率 | 10.9% | 5.4% | 5.5% | 7.9% | 9.0% |
| P/E | 49 | 54 | 51 | 33 | 26 |
| PEG | 3.4 | 2.0 | 5.8 | 2.2 | 0.9 |
| P/B | 5 | 3 | 3 | 3 | 2 |

备注：

投资要点

- 事件：**公司发布2017年3季报，3季度实现营业收入6.50亿元，同比增长5.18%；归属于上市公司股东净利润为1215万元，同比下滑66.42%；扣非净利润597万元，同比下滑79.26%；基本每股收益0.03元。1-3季度共实现营业收入19.76亿元，同比增长10.29%；归属于上市公司股东净利润7022万元，同比下滑24.58%；扣非净利润5407万元，同比下滑31.10%；基本每股收益0.20元。
- 公司预计全年净利润在0.78-1.32亿元，同比变动-35%~10%，业绩变动主要由于公司今年加大了在燃料电池产业链、IDC产业链、储能产业链、锂离子动力电池等新能源领域的投入，今年内暂时无法产生效益；另外原材料铅购买价格快速上升，导致短期毛利率降低；同时人民币汇率变动较大，汇兑损失大幅度增加，对业绩产生一定影响。**
- 致力于成为新能源大型集团公司，全面布局铅酸、锂电、燃料电池领域。**公司以铅酸蓄电池起家，多年来不断研发新产品，现在已形成铅酸、锂电、燃料电池三大业务体系，力争成为解决方案、金融服务、技术创新、服务导向并面向21世纪的新能源大型集团公司。目前公司业务暂时仍以铅酸电池为主，锂电业务在2017年得到了较大扩张，但占比仍较小；燃料电池业务则仍处布局期。
- 锂电池，寻求差异化市场定位。**公司锂电产品包括电池、BMS管理系统、电源线、箱体、接插件、全套系统，电池类型包括三元、磷酸铁锂和锰酸锂，产能处于扩张期。公司锂电布局推进较晚，但其差异化市场定位策略有望为其获得优势。公司锂电产品目前已用于通信、储能以及客车/物流车，并进入海外市场。此外，在研梯次利用项目发展潜力大，公司优质的海内外铅酸电池客户都有望成为未来锂电梯次利用客户。
- 燃料电池产业链全面布局。**公司在燃料电池领域布局较早，通过全资子公司鹏远自动化持有氢璞创能21.74%的股份，并拟出资不超过5亿元设立氢雄电池，主要展开燃料电池及相关业务；同时拟出资不超过3亿元设立雄韬投资，主要以投资手段积极整合公司产业布局。目前公司通过内生、外延已对燃料电池产业链重要环节进行相关研究和产业布局，未来致力于成为燃料电池领域的龙头企业。
- 投资建议：**预计2017-2019年公司营业收入分别为26.47、31.10、38.34亿元，同比分别增长6%、17%、23%；EPS分别为0.37、0.57、0.72元，对于三年PE分别为51、33、26。首次覆盖，目标价20元，给予“增持”评级。

- **风险提示事件：**募投项目推进不及预期，燃料电池发展不及预期，铅酸电池行业发展不及预期。

内容目录

| | |
|------------------------------------|--------|
| 进军燃料电池，致力于成为新能源大型集团公司..... | - 5 - |
| 全面布局铅酸、锂电、燃料电池领域..... | - 5 - |
| 海外布局+产业链扩展+新兴业务，铅蓄龙头积极转型..... | - 5 - |
| 历年业绩稳步增长，近两年稍有承压..... | - 6 - |
| 股权结构..... | - 8 - |
| 以铅酸为支柱，转型锂电，进军燃料电池..... | - 9 - |
| 铅酸蓄电池业务：稳定前行的行业领先者..... | - 9 - |
| 锂电池：及时转型，寻求差异化市场定位..... | - 10 - |
| 燃料电池业务：正式进军燃料电池市场，即将出世的清洁能源新秀..... | - 12 - |
| 研发实力雄厚..... | - 13 - |
| 投资建议..... | - 14 - |
| 风险提示..... | - 15 - |

图表目录

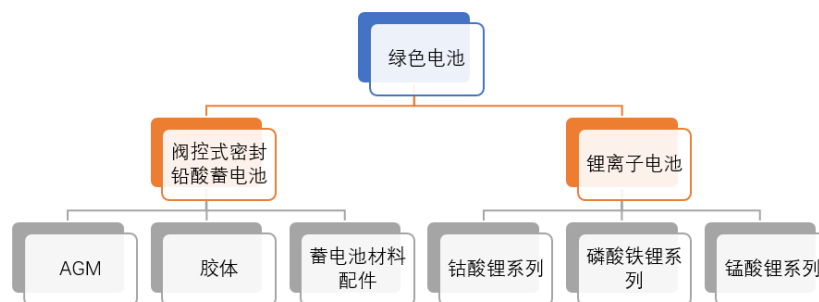
| | |
|----------------------------------|--------|
| 图表 1: 公司目前主营产品 | - 5 - |
| 图表 2: 雄韬股份重大事件年表 | - 6 - |
| 图表 3: 2011-2017H1 营业收入情况 | - 7 - |
| 图表 4: 2011-2017H1 归母净利情况 | - 7 - |
| 图表 5: 2011-2016 毛利率变化 | - 7 - |
| 图表 6: 2011-2016 净利率变化 | - 7 - |
| 图表 7: 2011-2017H1 年主营构成 (按产品类型) | - 8 - |
| 图表 8: 2017H1 年主营构成 | - 8 - |
| 图表 9: 2012-2017H1 主营收入结构 (按地域) | - 8 - |
| 图表 10: 2012-2017H1 海外收入情况 | - 8 - |
| 图表 11: 公司实际控制人股权结构 | - 9 - |
| 图表 12: 公司主营铅酸蓄电池产品种类 | - 9 - |
| 图表 13: 铅酸蓄电池业务营业收入 (2012-2017H1) | - 10 - |
| 图表 14: 铅酸蓄电池业务毛利率 (2012-2017H1) | - 10 - |
| 图表 15: 锂电池业务营业收入 (2012-2017H1) | - 11 - |
| 图表 16: 锂电池业务毛利率 (2012-2017H1) | - 11 - |
| 图表 17: 氢璞创能主营产品概览 | - 12 - |
| 图表 18: 燃料电池产业链 | - 13 - |
| 图表 19: 雄韬股份新产品研发 (2017) | - 14 - |
| 图表 20: 研发费用 (2012-2016) | - 14 - |
| 图表 21: 专利情况 (2014-2016) | - 14 - |
| 图表 22: 电池行业可比上市公司列表 | - 15 - |
| 图表 23: 公司盈利预测 (百万元) | - 16 - |

进军燃料电池，致力于成为新能源大型集团公司

全面布局铅酸、锂电、燃料电池领域

- 雄韬股份成立于 1994 年，以铅酸蓄电池起家，力争成为解决方案、金融服务、技术创新、服务导向并面向 21 世纪的新能源大型集团公司。公司主要从事化学电源、新能源储能、动力电池的研发、生产和销售业务，是国内阀控式密封铅酸蓄电池的主要生产企业之一，也是工业用铅酸蓄电池最大出口企业之一。公司以深圳为管理中心，在中国大陆、欧洲、香港、越南、印度、美国拥有制造基地或销售服务中心，通过销售服务中心及经销商的销售网络，分销网络遍布全球主要国家和地区。
- 公司目前的主营产品是铅酸蓄电池和锂电池，其中铅酸蓄电池占公司总营业收入约 90%，是公司主要收入来源。阀控式密封铅酸蓄电池涵盖 AGM 和胶体两大系列，锂离子电池产品涵盖钴酸锂、磷酸铁锂、锰酸锂三大系列。按应用领域分，公司的产品被应用于电信、云计算数据中心、电动交通工具、光伏储能、风能、电力、UPS、电子及数码设备等领域。

图表 1：公司目前主营产品



来源：公司公告，中泰证券研究所

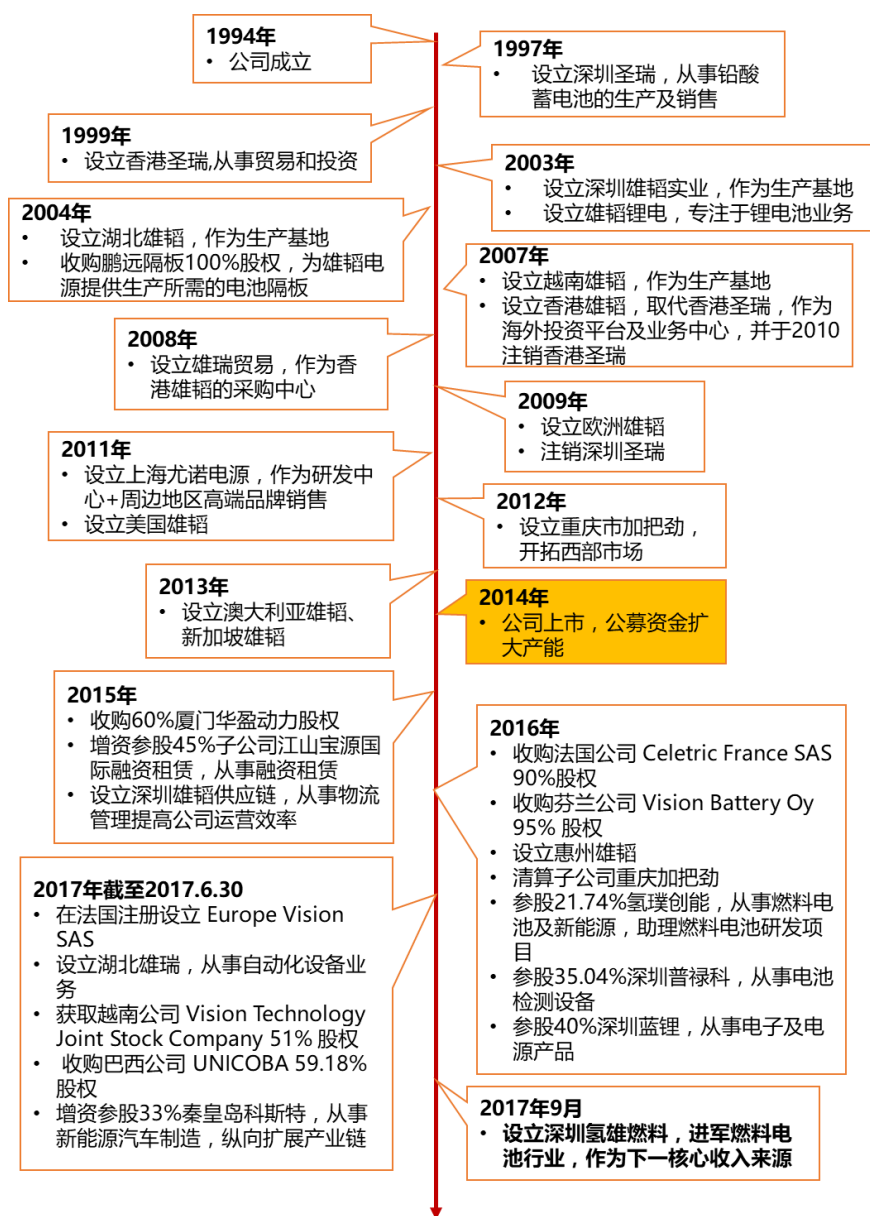
- 燃料电池领域布局已久，战略布局日趋完善。公司在燃料电池领域布局较早，通过全资子公司鹏远自动化持有氢璞创能 21.74% 的股份，氢璞创能一直致力于水冷电堆和甲醇制氢技术的研发和产业化，核心团队来自于美国 Idatech、Plugpower、德国大众等知名车企和燃料电池企业，拥有甲醇/氢燃料电池备电、风光互补发电、移动式发电、车载动力发电等丰富的集成经验。2017 年 9 月 22 日，公司公告称，拟出资不超过 5 亿元设立氢雄电池，主要展开燃料电池及相关业务；同时拟出资不超过 3 亿元设立雄韬投资，主要以投资手段积极整合公司产业布局。

海外布局+产业链扩展+新兴业务，铅蓄龙头积极转型

- 公司于 1994 年成立以后，公司以深圳为中心，逐渐扩展业务地域范围，将铅酸蓄电池业务扩展到全球范围，并于 2000 年成为中国最大铅酸蓄电池出口商。2014 年上市后，公司扩张节奏明显加快，开始在全球范围内并购同业公司，并设立欧洲新公司。同时，公司不再满足于电池生产

本身，而是纵向扩展产业链。自 2015 年开始，公司相继参股江山宝源国际融资租赁、深圳普禄科、秦皇岛科斯特等相关公司，开始涉足上游的锂电设备和下游的新能源汽车制造。同时，公司在巴西、法国、芬兰等国家收购设立公司，经营网络更为广阔。

图表 2：雄韬股份重大事件年表



来源：公司公告，中泰证券研究所

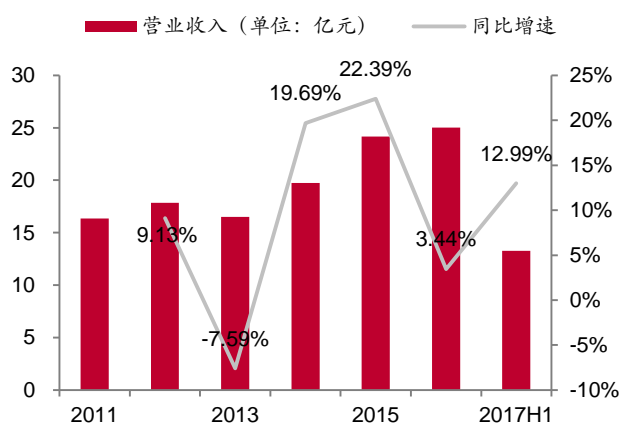
历年业绩稳步增长，近两年稍有承压

- 历年业绩稳步增长，2016-2017 开始承压。**2013-2015 年公司业绩一直处于稳步增长，营业收入从 16.5 亿元增长到 24.18 亿元，归母净利润从 0.84 亿元增长到 1.32 亿元。2016 年营收继续同比增长 3.44%到 25.01 亿元，但净利润同比下滑 9.36%到 1.2 亿元；2017 Q1-Q3 实现营业收入 19.76 亿元 (+10.29%)，归母净利润 0.7 亿元 (-24.58%)。同时公司预计 2017 年全年净利润在 0.78-1.32 亿元，同比变动 -35%~10%

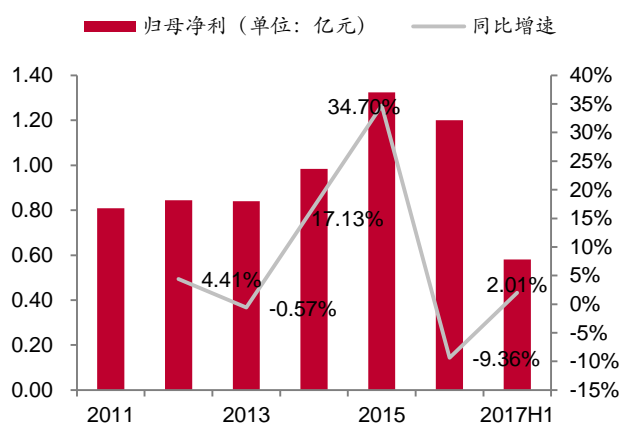
- **2016-2017 年业绩承压** 主要由于铅酸市场变化，以及公司不断加大研发投入，且新投入项目尚未产生收益。

2016 年公司业绩有所下滑主要因为：1) 2016 年起征铅酸电池 4% 消费税，市场和客户接受都处于过渡期，公司给战略客户适当让利从而影响部分利润；2) 加大对锂电、燃料电池、锌离子电池及智慧储能解决方案的投入，暂时还未获得相应回报。

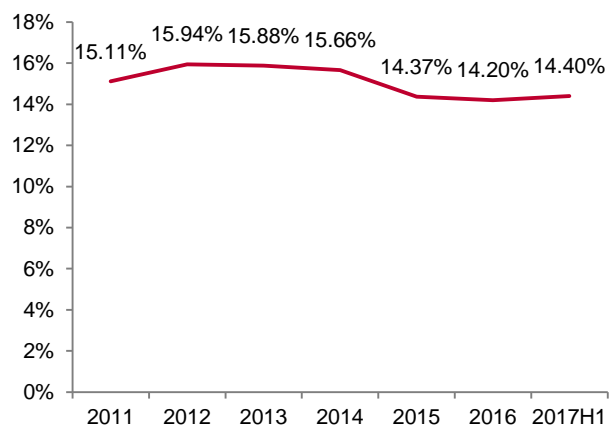
2017 年业绩再次承压主要在于：1) 原材料铅购买价格快速上升，导致短期毛利率降低；2) 人民币汇率变动较大，汇兑损失大幅度增加；3) 加大燃料电池产业链、IDC 产业链、储能产业链、锂离子动力电池等新能源领域的投入，今年内暂时无法产生效益。

图表 3: 2011-2017H1 营业收入情况


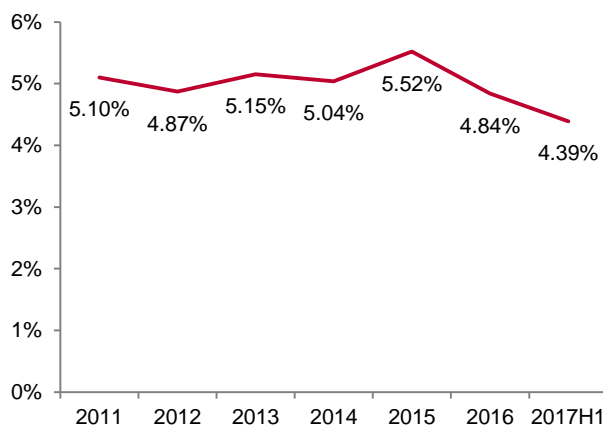
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4: 2011-2017H1 归母净利润情况


来源：公司公告，中泰证券研究所

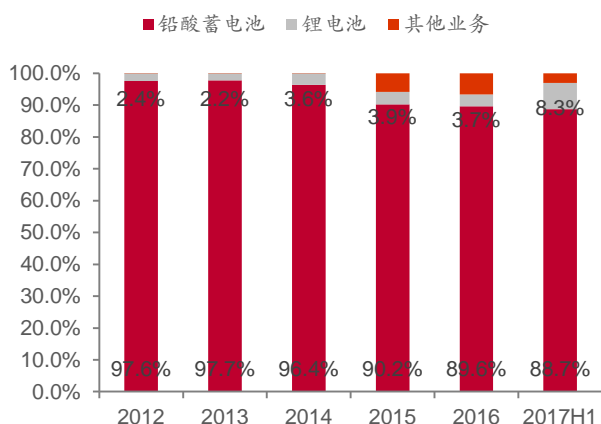
图表 5: 2011-2016 毛利率变化


来源：公司公告，中泰证券研究所

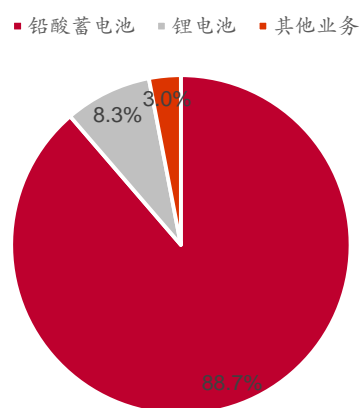
图表 6: 2011-2016 净利率变化


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **2017 年锂电业务占比开始提高。** 铅酸电池一直是公司的主营业务，收入占比一直在 90% 以上；锂电池业务占比一直在 4% 左右，2017 年 H1 占比提升至 8.3%，锂电业务开始逐步加大业绩贡献。

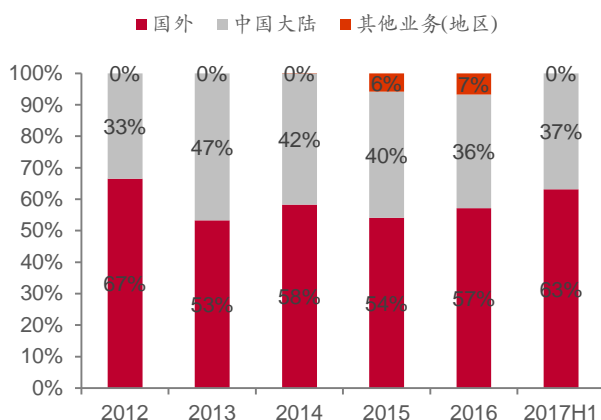
图表 7: 2011-2017H1 年主营构成 (按产品类型)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

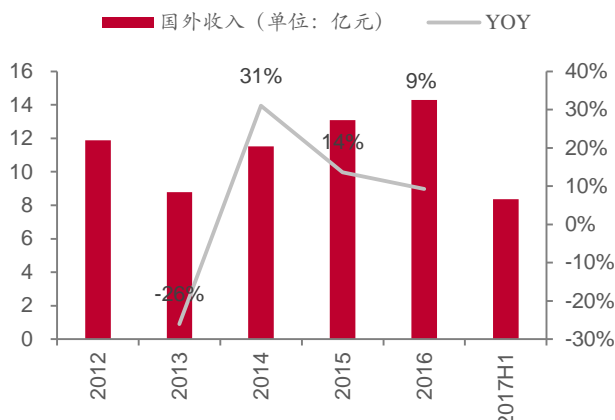
图表 8: 2017H1 年主营构成


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 海外业务驱动。**近五年来, 公司主营收入中超过 50% 来自国际业务, 公司是工业用铅酸蓄电池最大出口企业之一。自 2016 年起, 2016 年起征铅酸电池 4% 消费税, 铅酸蓄电池市场受到一定抑制, 为了应对公司加大海外市场布局, 在全球范围内进行收购兼并, 以期继续保持铅酸业务的优势。2016 年公司海外收入继续实现了 9% 的同比增长。

图表 9: 2012-2017H1 主营收入结构 (按地域)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 2012-2017H1 海外收入情况


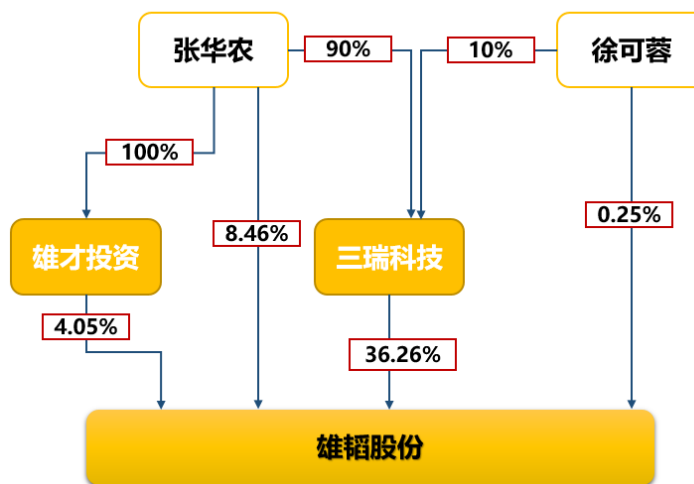
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

股权结构

- 公司的实际控制人张华农是公司的发起人之一, 与其妻子徐可蓉一直掌握着公司的控制权与决策权。**目前, 张华农直接持股 8.46%, 并通过其全资控制的雄才投资持股 4.05%。徐可蓉直接持股 0.25%。同时, 公司最大的股东三瑞科技持股 36.26%, 它是实际控制人张华农与徐可蓉的全资控股公司, 张华农持股 90%, 徐可蓉持股 10%。通过直接和间接持股, 张华农有效持股共计 45.144%, 徐可蓉有效持股共计 3.876%, 两人共计 49.02%。
- 张华农先生有着深厚的实业背景与扎实的行业经历。**1984 年至 1991 年曾任国营武汉第七五二厂技术处主管工程师; 1991 年至 1994 年曾任

深圳市律普敦蓄电池有限公司总工程师；1994 年之后担任公司董事长，具有 30 余年电池制造行业的从业经历。

图表 11：公司实际控制人股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

以铅酸为支柱，转型锂电，进军燃料电池

铅酸蓄电池业务：稳定前行的行业领先者

- **公司铅酸电池业务处龙头地位。** 公司是国内阀控式密封铅酸蓄电池的主要生产企业之一，也是工业用铅酸蓄电池最大出口企业之一。主要客户有施耐德电气（SCHNEIDERELECTRIC）、艾默生（EMERSON）、INFORM、VINIT、SUNLIGHT、科华恒盛、科士达等，在全球范围内拥有优质的客户资源。

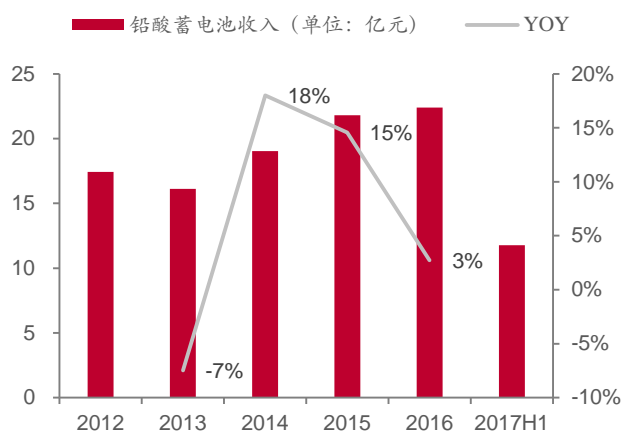
公司从事固定型阀控式密封铅酸蓄电池（VRLA 电池）、动力用铅酸蓄电池的研发、生产和销售，目前所生产的铅酸蓄电池主要用在电信及计算机系统的备用电源、太阳能风能储能电源以及电动自行车、电动摩托车等动力源。

图表 12：公司主营铅酸蓄电池产品种类

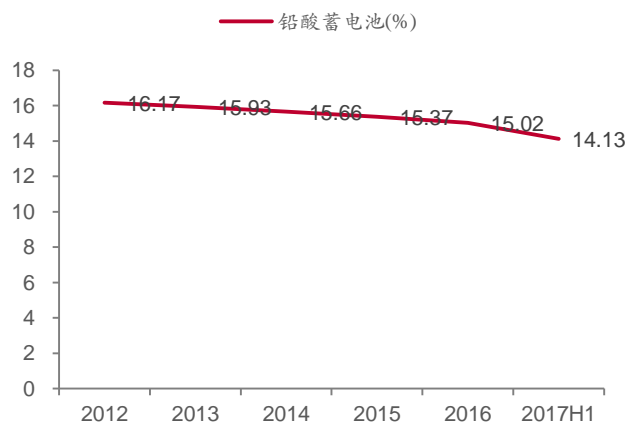
| 电池种类 | 细分种类 | 技术参数 | 应用领域 |
|----------|-------|---|--|
| AGM 蓄电池 | 中大密电池 | 单体电池容量 25Ah 以上的电池 设计寿命 CL 20 年，UPS 15 年，CTA 12 年， CT/FM/HF 10 年 | 电信、电力、UPS，电力负荷调整、铁路机车、 铁路信号、储能，机房等对于可靠性要求高的领域 |
| | 小密电池 | 单体电池容量在 24Ah 以下 设计寿命 5 年 | UPS、应急照明、电动工具、医疗仪器、野外便携式仪器 |
| GEL 胶体电池 | N.A. | 以二氧化硅为凝胶剂，使电解液成不流动状态。 电池具有耐高低温，深循环特点。使用寿命比 AGM 电池长 30%以上 | 太阳能/风能储能、室外基站、船用 |

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **坐拥深圳、湖北、越南三大蓄电池生产基地。**2016 年蓄电池产量 423.21 万 KVAH，处于行业领先地位。截至 2016 年，三大生产基地合计产能超过 500 万 KVAH。由于国内 2016 年起征收 4% 蓄电池消费税，国内生产成本增加，越南生产基地的优势凸显，公司将原本 2018 年年底完工的湖北雄韬 275 万千伏安密封蓄电池极板组装线项目转置为越南雄韬年产 120 万 KVAH 蓄电池新建项目，截至 2017 年年中已达到预定可使用状态。届时，公司铅酸蓄电池产能将达到 620 万 KVAH。
- **风险控制力强，毛利率水平较为稳定。**铅酸蓄电池业务的盈利水平主要受到原材料价格、汇率和税收政策等因素影响：
 - 原材料价格：**铅占铅蓄电池生产成本 60% 左右，铅价波动对生产成本影响较大。针对主要原材料价格可能出现的大幅波动对利润率的影响，公司与大部分客户建立了产品销售价格与铅价的联动机制，可以将铅价上涨所带来的不利影响部分传导下去。
 - 销售模式：**按照品牌分类，可区分为自主品牌产品销售和 ODM 产品销售，ODM 毛利率较自主品牌较低。此外，按地域区分，海外销售的毛利率较高，而国内的低毛利率的产品居多。
 - 海外业务货币结算方面：**公司订单以美元定价，针对人民币对美元汇率可能上升的风险，公司采取增加结算货币种类、美元贷款、缩短销售回款期、销售价格与汇率联动机制等措施，以减少人民币对美元升值给公司带来的不利影响。若人民币对美元汇率下降，将会实现部分汇兑收益。
 在以上因素影响下，公司仍保持着相对稳定的毛利率，有着相当的成本控制能力，但是税收政策的直接影响在短期内为盈利水平带来了冲击。受 2016 年起征铅酸电池 4% 消费税的影响，终端客户对于消费税带来的涨价接受程度不一。为开拓和占领国内通信、储能和数据中心市场，公司给战略客户适当让利，暂时降低了毛利率水平。

图表 13：铅酸蓄电池业务营业收入 (2012-2017H1)


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14：铅酸蓄电池业务毛利率 (2012-2017H1)


来源：公司公告，中泰证券研究所

锂电池：及时转型，寻求差异化市场定位

- 公司锂电产品包括电池、BMS 管理系统、电源线、箱体、接插件、全套

系统。公司早在 2003 年设立雄韬锂电，开始对锂电研发、生产。前几年的产品主要为消费量锂电池，随着公司的战略明晰，公司近两年开始逐步退出钴酸锂等普通消费类锂电池业务，并对原有生产线进行改造，产品主要应用于动力、储能、通信市场。

■ **产能正处扩张期。**公司原有锂电产能约 7500 万 ah。2016 年 3 月启动 10 亿瓦时动力锂电池新能源建设项目，预计 2018 年 9 月 30 日达到可使用状态。该项目计划建成年产 10 亿瓦时的锂电池生产线，其中动力锂电池产能 7 亿瓦时，通讯锂电池产能 2 亿瓦时，储能锂电池产能达 1 亿瓦时。此项目一期已顺利投建。

■ **差异化市场定位，储能及梯次利用优势明显，动力领域不断开拓。**公司进军动力锂电市场较晚，产能扩张速度较其他厂家也偏晚。但公司在储能以及梯次利用方面具备非常大的优势，差异化市场定位策略有望助力公司在锂电领域获得一席之地。

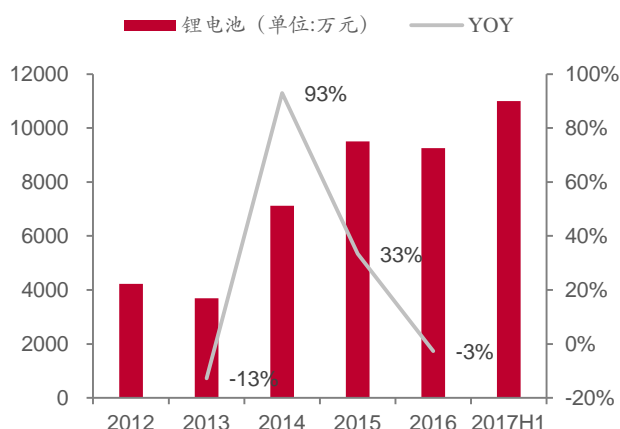
储能方面，公司“铅酸+锂电”双向布局具备强竞争力，储能锂电池用以家庭储存及小型太阳能，产品主要销往澳大利亚、欧洲市场；

梯次利用方面则可以充分共享铅酸产品优质客户，铅酸业务客户都有望成为未来锂电梯次利用客户，比如在通信基站的应用，公司锂电产品已开拓进入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；

动力方面目前主要应用在新能源巴士和物流车。公司正在持续接洽的巴士厂商有安徽星凯龙客车有限公司、厦门金龙旅行车有限公司、上海中龙客车有限公司、东风特汽客车有限公司、东风扬子江客车有限公司等客户合格供应商；物流车厂商包括江苏陆地方舟新能源电动汽车有限公司、北京青年汽车集团等客户群体。

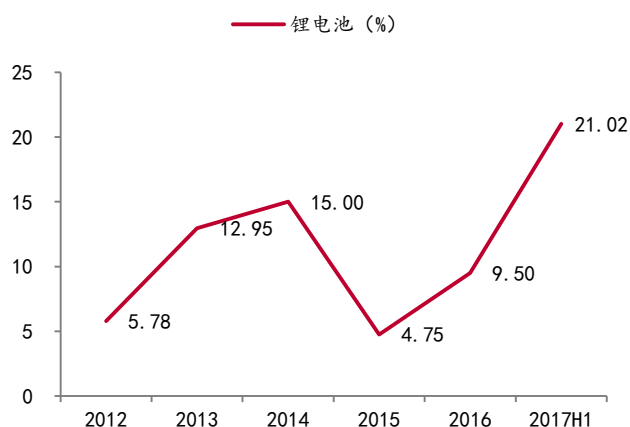
■ **锂电池业务正处扩张期。**锂电池业务往年占公司主营业务收入比例 3%-4%，毛利率水平也因为未形成规模效应而不稳定。2017 年 H1，公司锂电池业务收入 1.1 亿元，超过去年全年水平，占公司总收入比例达到 8.29%，较去年同期增长 102.65%，毛利率达到 21.02%。随着公司锂电产能的逐步释放以及业务不断推进，后续业务增长可期。

图表 15: 锂电池业务营业收入 (2012-2017H1)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 16: 锂电池业务毛利率 (2012-2017H1)

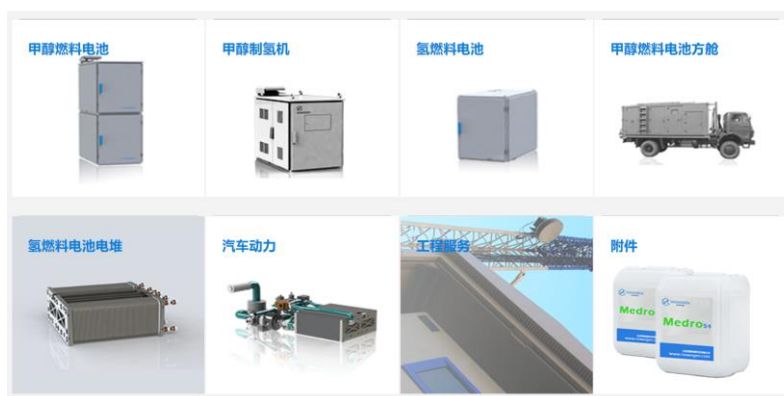


来源：公司公告，中泰证券研究所

燃料电池业务：正式进军燃料电池市场，即将出世的清洁能源新秀

- **谋定而后动，不断完善布局。**公司在燃料电池领域布局较早，通过全资子公司鹏远自动化持有氢璞创能 21.74%的股份，氢璞创能一直致力于水冷电堆和甲醇制氢技术的研发和产业化，核心团队成员来自于美国 Idatech、Plugpower、德国大众等知名车企和燃料电池企业，拥有甲醇/氢燃料电池备电、风光互补发电、移动式发电、车载动力发电等丰富的集成经验。2017 年 9 月 22 日，公司公告称，拟出资不超过 5 亿元设立氢雄电池，主要展开燃料电池及相关业务；同时拟出资不超过 3 亿元设立雄韬投资，主要以投资手段积极整合公司产业布局。

图表 17：氢璞创能主营产品概览



来源：氢璞创能官网，中泰证券研究所

- **研发项目布局产业链关键点，形成协同效应。**

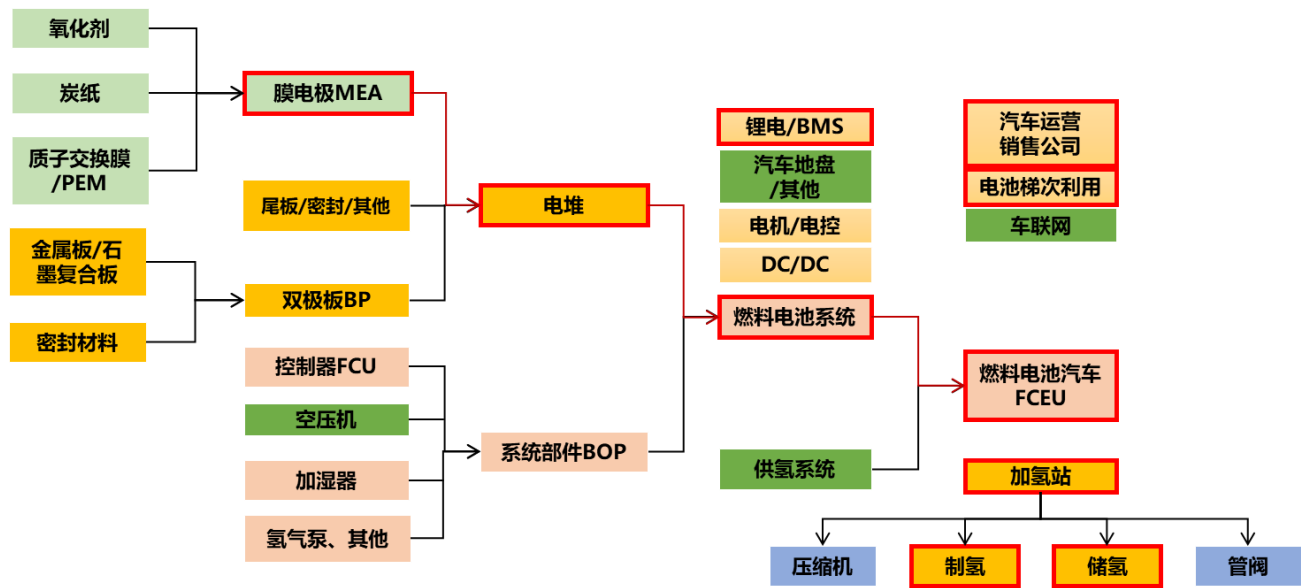
氢璞创能为燃料电池产业化提供了宝贵的经验以外，也在技术层面与公司已有在研项目形成互补，助力其扩展产业链。氢璞主营产品包括燃料电池、移动加氢站、电推、电堆测试平台等。

作为公司燃料电池业务开展的基石，燃料电池研发项目包括基于新型多孔 Pt-Pd/石墨烯阳极材料的质子交换膜燃料电池、燃料电池混合动力车制造以及废铝制氢的研究。

结合已有的锂电业务、新参股的新能源汽车制造业务和能源梯次利用研究项目，雄韬股份在燃料电池汽车整个产业链的关键点纷纷布局，已经在部分环节形成上下产业链的衔接，具有一定的协同效应。
- **截至 2017 年年中，燃料电池项目主要研究对象实际上已经通过测试阶段，项目完成指日可待：**

 - 1) 新型多孔 Pt-Pd /石墨烯阳极材料的质子交换膜燃料电池项目中，目前已经完成燃料电池 UPS 在印度通信基站的安装和调试以及燃料电池测试平台的搭建；
 - 2) 燃料电池混合动力样车已经完成设计和总装，现处于样车的技术方案验证、定型测试和可靠性试验阶段；
 - 3) 在废铝制氢方面，已经完成立项工作，现处于铝制氢与燃料电池系统的技术对接及调试测试阶段。

图表 18: 燃料电池产业链



来源：公司公告，中泰证券研究所

备注：红框重点标注的产业链环节是目前雄韬股份已有相关研究/产业布局的，红色箭头部分为产业链上下衔接的环节。

研发实力雄厚

- 公司非常重视研发投入，规定研发经费不得低于母公司年销售收入的 3% 的比例。实际投入看，2012-2015 年公司研发费用一直占去年归母净利润的 49% 以上，2016 年占 36%。除了直接投入研究费用以外，公司在上市后采取参股相关公司、收购上下游公司的方式获取研究成果和专题研究的研发力量。
- 产学研合作方面，公司与香港理工大学、清华大学、浙江大学、湖南大学、深圳大学、清华大学深圳研究院等合作进行新材料、新产品的研究。聘请厦门大学、哈尔滨工业大学的教授担任顾问，进行前沿课题的咨询研究。公司为深圳市先进电池材料产学研联盟成员，经常参加省部产学研课题研究活动，提高自主研发水平。
- 公司虽然暂时以铅酸蓄电池作为主要收入来源，但其在研项目非常多样化。公司目前的重点培育对象有：
 - 1) 燃料电池项目：即将实现产业化。
 - 2) 动力电池梯次利用项目：申请专利数篇，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及全产业链布局
 - 3) 汽车启停电池回收项目：已经开发出基于 3R 原则的绿色、经济可行的回收工艺正在进行终试线的安装调试。

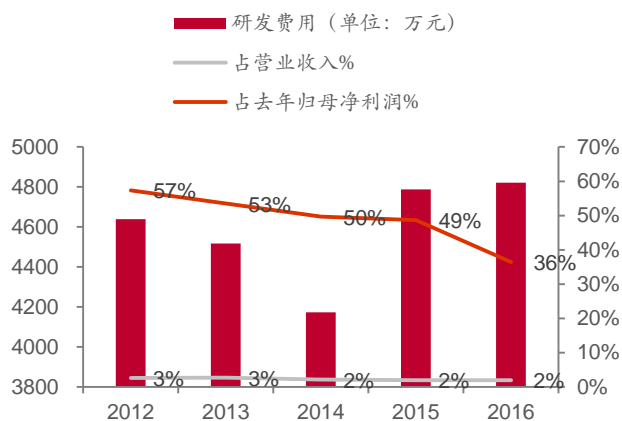
图表 19: 雄韬股份新产品研发 (2017)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **研发成果方面, 公司专利数量稳步增长。**截至 2016 年年底, 公司拥有专利 96 项, 其中 42 项为蓄电池及其生产方法、制备方法方面的发明专利, 53 项为实用新型专利, 1 项外观设计专利。2016 年, 公司新增了 5 项发明专利、2 项实用新型专利、1 项外观专利。另外, 分别有 9 项实用新型、24 项外观专利因超出保护年限失效, 合计 32 项, 此 32 项专利不包括在总专利数 96 项中。公司正在审查中的专利申请有 30 项, 其中发明专利申请 20 项, 实用新型申请 10 项。

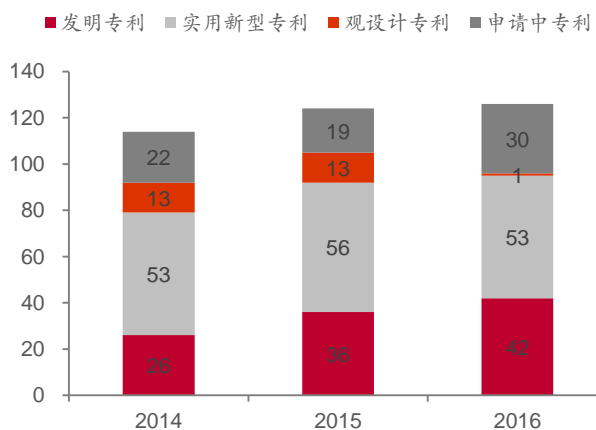
图表 20: 研发费用 (2012-2016)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

备注: 研发费用图表中, 受雄韬股份接连收购公司合并报表影响, 其营业收入占比不能作为客观对照因素, 所以附上占去年归母净利润百分比作为补充的对照标的。

图表 21: 专利情况 (2014-2016)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资建议

- 公司已全面布局铅酸、锂电、燃料电池三驾马车。铅酸蓄电池有望在国内外市场继续保持优势, 锂电市场则将通过差异化策略赢得一定市场份额, 燃料电池布局已趋完善, 后续将逐步贡献利润。我们预计 2017-2019 年公司营业收入分别为 26.47、31.10、38.34 亿元, 同比分别增长 6%、17%、23%;

EPS 分别为 0.37、0.57、0.72 元，对于三年 PE 分别为 51、33、26。

公司具备强研发实力，在锂电、燃料电池领域布局已久。现在锂电业务已开始释放业绩，随着产能的进一步释放以及客户的进一步拓展，后续业绩有望快速增长。同时，公司对燃料电池领域布局已较为全面，随着产业化临近，燃料电池业务即将盈利快速增长期。

我们认为公司目前多项业务推进顺利，在燃料电池领域的布局具备强先发优势以及高全面性，后续将充分受益产业爆发。首次覆盖，给予目标价 20 元，给予“增持”评级。

图表 22：电池行业可比上市公司列表

| 代码 | 简称 | 市值(亿元) | 股价 | EPS | | | PE | | |
|------------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-----------|-----------|-----------|
| | | | | 2017E | 2018E | 2019E | 2017E | 2018E | 2019E |
| 300068.SZ | 南都电源 | 152.09 | 17.45 | 0.67 | 0.92 | 1.15 | 26 | 19 | 15 |
| 300438.SZ | 鹏辉能源 | 89.52 | 31.84 | 0.92 | 1.51 | 2.06 | 35 | 21 | 15 |
| 300014.SZ | 亿纬锂能 | 201.58 | 23.55 | 0.53 | 0.73 | 0.95 | 44 | 32 | 25 |
| 002074.SZ | 国轩高科 | 271.70 | 30.96 | 1.37 | 1.82 | 2.23 | 23 | 17 | 14 |
| 300198.SZ | 纳川股份 | 74.17 | 7.19 | 0.10 | 0.20 | 0.27 | 69 | 36 | 26 |
| 002249.SZ | 大洋电机 | 193.12 | 8.15 | 0.26 | 0.33 | 0.41 | 31 | 24 | 20 |
| 002733.SZ | 雄韬股份 | 65.26 | 18.64 | 0.37 | 0.57 | 0.72 | 51 | 33 | 26 |

来源：WIND，中泰证券研究所

风险提示

- 募投项目推进不及预期，公司募投项目仍处建设期，如果产能建设不顺利或者产品销售低于预期将对公司业绩造成一定影响。
- 燃料电池发展不及预期，公司燃料电池仍处布局期，暂时还没形成太大收益，后续产业化推广如果不顺利，将对公司业绩造成一定影响。
- 铅酸电池行业发展不及预期，如果铅价格再继续剧烈波动，将对公司原料采购价格造成一定影响，进而影响该项业务毛利率。

图表 23: 公司盈利预测 (百万元)

| 利润表 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 财务指标 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 2418 | 2501 | 2647 | 3110 | 3834 | 成长性 | | | | | |
| 减: 营业成本 | 2070 | 2146 | 2284 | 2655 | 3256 | 营业收入增长率 | 22% | 3% | 6% | 17% | 23% |
| 营业税费 | 8 | 49 | 48 | 50 | 61 | 营业利润增长率 | 30% | -22% | 8% | 67% | 28% |
| 销售费用 | 81 | 97 | 101 | 109 | 134 | 净利润增长率 | 35% | -9% | 7% | 56% | 25% |
| 管理费用 | 103 | 106 | 112 | 132 | 162 | EBITDA增长率 | 9% | -22% | 16% | 57% | 33% |
| 财务费用 | 5 | (6) | (8) | (8) | 10 | EBIT增长率 | 11% | -29% | 6% | 72% | 38% |
| 资产减值损失 | 19 | 10 | 10 | 10 | 10 | NOPLAT增长率 | 9% | -26% | 6% | 72% | 38% |
| 加: 公允价值变动收益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资资本增长率 | 43% | 33% | 6% | -3% | 16% |
| 投资和汇兑收益 | 14 | 14 | 20 | 40 | 60 | 净资产增长率 | 10% | 82% | 5% | 9% | 10% |
| 营业利润 | 146 | 113 | 121 | 202 | 259 | 利润率 | | | | | |
| 加: 营业外净收支 | 11 | 23 | 23 | 23 | 23 | 毛利率 | 14% | 14% | 14% | 15% | 15% |
| 利润总额 | 156 | 136 | 144 | 225 | 282 | 营业利润率 | 6% | 5% | 5% | 7% | 7% |
| 减: 所得税 | 23 | 15 | 16 | 25 | 31 | 净利润率 | 5% | 5% | 5% | 6% | 7% |
| 净利润 | 132 | 120 | 128 | 201 | 251 | EBITDA/营业收入 | 8% | 6% | 6% | 9% | 9% |
| 资产负债表 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | EBIT/营业收入 | 6% | 4% | 4% | 6% | 7% |
| 货币资金 | 457 | 810 | 858 | 1008 | 1242 | 运营效率 | | | | | |
| 交易性金融资产 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 34 | 37 | 45 | 46 | 39 |
| 应收帐款 | 717 | 802 | 816 | 911 | 1005 | 流动营业资本周转天数 | 111 | 133 | 145 | 123 | 111 |
| 应收票据 | 36 | 49 | 39 | 48 | 59 | 流动资产周转天数 | 242 | 291 | 315 | 288 | 274 |
| 预付帐款 | 70 | 130 | 86 | 136 | 118 | 应收帐款周转天数 | 86 | 109 | 110 | 100 | 90 |
| 存货 | 342 | 422 | 340 | 545 | 540 | 存货周转天数 | 58 | 55 | 52 | 51 | 51 |
| 其他流动资产 | 13 | 194 | 88 | 98 | 127 | 总资产周转天数 | 309 | 392 | 426 | 385 | 353 |
| 可供出售金融资产 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 投资资本周转天数 | 167 | 221 | 245 | 211 | 182 |
| 持有至到期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资回报率 | | | | | |
| 长期股权投资 | 238 | 297 | 297 | 297 | 297 | ROE | 10.9% | 5.4% | 5.5% | 7.9% | 9.0% |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | ROA | 5.9% | 3.8% | 4.2% | 5.6% | 6.4% |
| 固定资产 | 232 | 289 | 375 | 414 | 425 | ROIC | 13.9% | 7.2% | 5.8% | 9.4% | 13.3% |
| 在建工程 | 76 | 131 | 90 | 60 | 45 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 39 | 47 | 45 | 43 | 41 | 销售费用率 | 3.4% | 3.9% | 3.8% | 3.5% | 3.5% |
| 其他非流动资产 | | | | | | 管理费用率 | 4.2% | 4.2% | 4.2% | 4.2% | 4.2% |
| 资产总额 | 2245 | 3202 | 3061 | 3589 | 3927 | 财务费用率 | 0.2% | -0.2% | -0.3% | -0.2% | 0.3% |
| 短期债务 | 574 | 349 | 367 | 274 | 417 | 三费/营业收入 | 7.8% | 7.9% | 7.7% | 7.5% | 8.0% |
| 应付帐款 | 179 | 238 | 182 | 303 | 306 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付票据 | 121 | 222 | 12 | 306 | 108 | 资产负债率 | 45.4% | 30.2% | 23.3% | 29.0% | 28.7% |
| 其他流动负债 | | | | | | 负债权益比 | 83.2% | 43.3% | 30.4% | 40.8% | 40.3% |
| 长期借款 | 0 | 0 | 11 | 0 | 133 | 流动比率 | 1.71 | 2.68 | 3.46 | 2.81 | 3.32 |
| 其他非流动负债 | | | | | | 速动比率 | 1.35 | 2.21 | 2.93 | 2.25 | 2.74 |
| 负债总额 | 1019 | 967 | 713 | 1040 | 1127 | 利息保障倍数 | 28.09 | -18.43 | -14.55 | -25.63 | 26.93 |
| 少数股东权益 | 16 | 17 | 17 | 17 | 17 | 分红指标 | | | | | |
| 股本 | 306 | 350 | 350 | 350 | 350 | DPS(元) | 0.13 | 0.15 | - | - | - |
| 留存收益 | 906 | 1853 | 1981 | 2182 | 2433 | 分红比率 | 34.7% | 43.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 股东权益 | 1225 | 2235 | 2348 | 2549 | 2800 | 股息收益率 | 0.7% | 0.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 现金流量表 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 业绩和估值指标 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 净利润 | 133 | 121 | 128 | 201 | 251 | EPS(元) | 0.38 | 0.34 | 0.37 | 0.57 | 0.72 |
| 加: 折旧和摊销 | 39 | 42 | 56 | 72 | 86 | BVPS(元) | 3.46 | 6.34 | 6.66 | 7.23 | 7.95 |
| 资产减值准备 | 19 | 10 | 0 | 0 | 0 | PE(X) | 49 | 54 | 51 | 33 | 26 |
| 公允价值变动损失 | (1) | 0 | 0 | 0 | 0 | PB(X) | 5 | 3 | 3 | 3 | 2 |
| 财务费用 | 22 | 6 | (8) | (8) | 10 | P/FCF | (59) | (12) | 112 | 43 | 28 |
| 投资收益 | (14) | (14) | (20) | (40) | (60) | P/S | 2.7 | 2.6 | 2.5 | 2.1 | 1.7 |
| 少数股东损益 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 50.2 | 45.4 | 35.6 | 21.7 | 16.4 |
| 营运资金的变动 | (97) | (251) | (52) | 61 | (298) | CAGR(%) | 14.6% | 27.6% | 8.8% | 14.6% | 27.6% |
| 经营活动产生现金 | 11 | 78 | 105 | 287 | (11) | PEG | 3.4 | 2.0 | 5.8 | 2.2 | 0.9 |
| 投资活动产生现金 | (254) | (380) | (80) | (40) | (20) | ROIC/WACC | 1.0 | 0.5 | 0.4 | 0.7 | 0.9 |
| 融资活动产生现金 | 92 | 576 | 23 | (97) | 265 | REP | 7.4 | 7.5 | 8.1 | 4.9 | 3.0 |

来源: WIND、中泰证券研究所

投资评级说明：

| | 评级 | 说明 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。