

传统主业稳健发展，新能源汽车和光伏成为主要业绩增长点

核心观点：

1、事件

公司发布三季报，2017年前三季度公司实现营业收入23.41亿元，同比增长145.35%，归母净利润2.34亿元，同比增长382.57%，EPS0.32元。其中第三季度单季实现营业收入8.06亿元，同比增长154.19%，归母净利润0.73亿元，同比增长623.38%。同时公司预计2017年公司业绩稳健向上发展，预计2017年归母净利润3.3-3.6亿元。

2、我们的分析与判断

(1) 传统主业漆包线业务稳健发展，转型升级积极推进

公司原有主业漆包线、机电业务稳健发展。公司漆包线业务主要生产耐高温铜芯漆包线、微细铜芯电子线材和耐高温铝芯漆包线三大类，产品广泛应用于电动工具、电机、家用电器、电子、通讯、交通等领域。主要客户有三星、LG、恩布拉科、艾默生、美的、正泰、长虹、海尔等国内外知名企业。机电设备板块是公司漆包线产业向下游的自然延伸，机电板块主要包括节能电机、涡轮增压器、新能源电机等，主要应用于家用电器、电动工具、安防设备、新能源汽车等领域。上半年漆包线业务收入7.57亿元，同比增长36.6%。

公司在立足漆包线传统优势的基础上，积极发展机电等高端装备制造业、动力锂电池等战略产业，完善新能源汽车“大三电”（电机、电控、电池）布局目标，积极实行转型升级，逐步实施“传统产业+新型产业”双轮驱动的发展战略。

(2) 新能源汽车行业“大三电”业务成为未来重要业绩增长点

最近两年公司通过并购切入新能源汽车行业核心三电供应领域。2016年9月收购浙江中科正方电子技术有限公司，进入新能源车整车CAN总线控制系统领域。2017年2月收购上海正昀新能源技术有限公司，进入电动汽车锂离子动力电池系统领域。2016年9月设立顺通新能源汽车服务有限公司，搭建新能源汽车营运平台。公司将利用完善的三电系统的优

露笑科技 (002617.SZ)

谨慎推荐 首次覆盖

分析师

王绪丽

电话：(8621) 20252641

邮箱：wangxuli@chinastock.com.cn

资格证书：S0130512090003

市场数据

2017-10-30

| | |
|-------------|-----------|
| A股收盘价(元) | 15.70 |
| A股一年内最高价(元) | 16.79 |
| A股一年内最低价(元) | 13.05 |
| 上证指数 | 3,390.34 |
| 市净率 | 4.97 |
| 总股本(万股) | 73,482.48 |
| 实际流通A股(万股) | 69,774.30 |
| 限售的流通A股(万股) | 3,708.17 |

资料来源：中国银河证券研究部

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

以及顺通新能源营运平台与公司三电系统的协同效应，加快拓展新能源车板块的业务。

与奇瑞成立合资公司，三年内合资公司将成为奇瑞唯一的新能源汽车销售平台。8月31日董事会审议通过了《关于对外投资设立合资公司的议案》，同意公司拟使用自有资金出资3,500万元与奇瑞商用车（安徽）有限公司共同设立奇瑞集团新能源汽车有限公司，公司持股35%，奇瑞持股65%。自合资公司完成工商登记之日起三年内，合资公司作为奇瑞唯一的新能源汽车销售平台，开展新能源汽车产品的销售、运营、租赁及服务。三年期届满后如合资公司完成考核任务，可继续作为奇瑞唯一的新能源汽车销售平台，具体期限合资公司与奇瑞协商确认。公司有望通过合资公司这一平台实现新能源汽车销售，从而带动公司大三电产品的业务扩展。

上半年新能源汽车行业新增销售23092万元，贡献毛利10627万元，占总毛利的33.87%。自收购时点至2017年6月30日止，上海正昀归属于母公司的净利润为597万元。上海正昀承诺2017-2019年实现的净利润数分别不低于5000万元、6250万元及7800万元。

(3) 新能源光伏行业发展势头良好，利润增长稳定，贡献稳定现金流

2017年5月收购江苏鼎阳绿能电力有限公司，进入光伏行业为代表的新能源行业，光伏电站的投资、安装和运营成为公司未来盈利的重要增长点。自收购时点至2017年6月30日止，鼎阳归属于母公司的净利润9,886万元，合计10,483万元。

未来大股东所持光伏资产将在光伏电站并网总量达到500兆瓦的次年进行处置。2016年4月，公司出资设立诸暨顺宇股权投资合伙企业（有限合伙），持股比例分别66%，大股东露笑集团持股比例为33%。顺宇农业在实际经营过程中，从事光伏电站的投资、运营，与鼎阳电力的光伏电站运营业务构成同业。露笑集团承诺在顺宇农业投资运营的光伏电站并网总量达到500兆瓦的次年，征求上市公司意见，在优先保障上市公司股东利益的前提下，对顺宇农业的股权进行处置，处置方式包括但不限于以下手段：将露笑集团所持有的顺宇合伙的财产份额同等条件下优先出售给露笑科技、或无关联第三方等。

3、盈利预测与投资建议

预计2017年、2018年、2019年归母净利润3.42亿元、6.02亿元、7.34亿元，EPS分别为0.47元、0.82元、1元，对应PE34倍、20倍、16倍。公司业务结构将逐渐转变为以成长性高的新能源汽车和光伏业务为主。公司漆包线业务发展稳健，光伏业务贡献稳定利润来源，新能源汽车业务成为未来重要业绩增长点。随着合并范围的增加，公司的业绩规模将大幅增长。目前公司估值水平处于行业中位水平，首次覆盖，给予谨慎推荐评级。

4、风险提示

新能源汽车业务销售低于预期风险；光伏业务进展低于预期风险；并购公司业绩低于预期风险。

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | 利润表 | | 单位:百万元 | | | |
|----------------|--|--------|-------|-------|-------------|-----------------|------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 会计年度 | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 流动资产 | | 1682 | 2620 | 2924 | 3511 | 营业收入 | | 1396 | 3300 | 4801 | 5627 |
| 现金 | | 605 | 1717 | 2053 | 2561 | 营业成本 | | 1235 | 2643 | 3778 | 4388 |
| 应收账款 | | 434 | 423 | 388 | 415 | 营业税金及附加 | | 7 | 13 | 21 | 25 |
| 其它应收款 | | 2 | 2 | 2 | 2 | 营业费用 | | 19 | 39 | 59 | 70 |
| 预付账款 | | 188 | 69 | 89 | 115 | 管理费用 | | 65 | 115 | 177 | 222 |
| 存货 | | 199 | 191 | 178 | 189 | 财务费用 | | 12 | 20 | 8 | 3 |
| 其他 | | 254 | 219 | 215 | 229 | 资产减值损失 | | 14 | 39 | 19 | 20 |
| 非流动资产 | | 1618 | 1084 | 1113 | 1104 | 公允价值变动收益 | | 3 | 0 | 0 | 1 |
| 长期投资 | | 419 | 241 | 262 | 307 | 投资净收益 | | 19 | -11 | -10 | -1 |
| 固定资产 | | 455 | 384 | 315 | 247 | 营业利润 | | 66 | 420 | 728 | 900 |
| 无形资产 | | 94 | 80 | 66 | 58 | 营业外收入 | | 9 | 28 | 36 | 24 |
| 其他 | | 649 | 379 | 469 | 493 | 营业外支出 | | 3 | 4 | 4 | 4 |
| 资产总计 | | 3300 | 3704 | 4037 | 4616 | 利润总额 | | 72 | 444 | 760 | 921 |
| 流动负债 | | 1006 | 969 | 961 | 979 | 所得税 | | 12 | 98 | 152 | 179 |
| 短期借款 | | 665 | 577 | 626 | 623 | 净利润 | | 60 | 347 | 608 | 742 |
| 应付账款 | | 220 | 234 | 204 | 219 | 少数股东损益 | | -4 | 5 | 6 | 7 |
| 其他 | | 121 | 158 | 130 | 136 | 归属母公司净利润 | | 65 | 342 | 602 | 734 |
| 非流动负债 | | 8 | 124 | 46 | 59 | EBITDA | | 160 | 517 | 820 | 975 |
| 长期借款 | | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (摊薄) | | 0.09 | 0.47 | 0.82 | 1.00 |
| 负债合计 | | 1014 | 1093 | 1007 | 1038 | | | | | | |
| 少数股东权益 | | 17 | 21 | 27 | 35 | | | | | | |
| 股本 | | 735 | 735 | 735 | 735 | | | | | | |
| 资本公积 | | 1262 | 1262 | 1091 | 919 | | | | | | |
| 留存收益 | | 273 | 593 | 1178 | 1889 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | | 2270 | 2590 | 3004 | 3543 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | | 3300 | 3704 | 4037 | 4616 | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | | | | | |
| 经营活动现金流 | | -293 | 536 | 642 | 790 | 盈利能力 | | | | | |
| 净利润 | | 60 | 342 | 602 | 734 | 毛利率 | | 11.5% | 19.9% | 21.3% | 22.0% |
| 折旧摊销 | | 57 | 53 | 52 | 52 | 净利率 | | 4.3% | 10.5% | 12.7% | 13.2% |
| 财务费用 | | 12 | 20 | 8 | 3 | ROE | | 4.0% | 14.0% | 21.3% | 22.2% |
| 投资损失 | | -19 | 11 | 10 | 1 | ROIC | | 2.9% | 11.4% | 16.9% | 17.9% |
| 营运资金变动 | | -427 | 170 | -13 | -44 | 偿债能力 | | | | | |
| 其它 | | 23 | -60 | -17 | 43 | 资产负债率 | | 30.7% | 29.5% | 24.9% | 22.5% |
| 投资活动现金流 | | -519 | 588 | -81 | -94 | 净负债比率 | | 65.60% | 52.82% | 62.23% | 60.02% |
| 资本支出 | | -64 | 33 | 21 | 21 | 流动比率 | | 1.67 | 2.70 | 3.04 | 3.59 |
| | | | | | 速动比率 | | 1.47 | 2.51 | 2.86 | 3.39 | |
| | | | | | 营运能力 | | | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | | 0.54 | 0.94 | 1.24 | 1.30 | |
| | | | | | 应收账款周转率 | | 3.77 | 7.70 | 11.84 | 14.02 | |

| | | | | | | | | | |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 长期投资 | 426 | 432 | -80 | -90 | 应付账款周转率 | 6. 51 | 11. 65 | 17. 24 | 20. 70 |
| 其他 | -882 | 123 | -22 | -24 | 每股指标(元) | | | | |
| 筹资活动现金流 | 1284 | -12 | -225 | -188 | 每股收益(最新摊薄) | 0. 09 | 0. 47 | 0. 82 | 1. 00 |
| 短期借款 | 28 | -88 | 49 | -4 | 每股经营现金流(最新摊薄) | -0. 40 | 0. 73 | 0. 87 | 1. 07 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 3. 09 | 3. 52 | 4. 09 | 4. 82 |
| 普通股本增加 | 375 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 资本公积金增加 | 920 | 0 | -171 | -171 | P/E | 181. 43 | 34. 35 | 19. 52 | 16. 00 |
| 其他 | -38 | 75 | -103 | -13 | P/B | 5. 18 | 4. 54 | 3. 91 | 3. 32 |
| 现金净增加额 | 471 | 1111 | 336 | 508 | EV/EBITDA | 28. 32 | 20. 55 | 12. 62 | 10. 09 |

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

王绪丽，证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

上海地区: 何婷婷 021-20252612hetingting@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构: 李笑裕 010-83571359lixaoyu@chinastock.com.cn

北京地区: 王婷 010-66568908wangting@chinastock.com.cn

海外机构: 刘思瑶 010-83571309liusiyao@chinastock.com.cn