



Research and
Development Center

再起航，以高端电池为核心的新能源平台

——猛狮科技 (002684.sz) 跟踪报告

2017年11月14日

郭荆璞 首席分析师

刘 强 分析师

证券研究报告

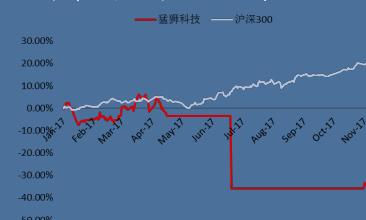
公司研究——跟踪报告

猛狮科技 (002684.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2017.11.02

猛狮科技相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2017. 11. 13)

收盘价(元)	20.50
52周内股价波动区间(元)	23.51-19.40
最近一月涨跌幅(%)	-3.39
总股本(亿股)	5.67
流通 A 股比例(%)	56.90
总市值(亿元)	116.31

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编: 100031

再起航, 以高端电池为核心的新能源平台

跟踪报告

2017 年 11 月 14 日

本期内容提要:

- ◆ 以高端电池为核心的新能源平台已经具有根基。公司目前主要拥有三大业务板块: 高端电池; 新能源汽车, 包括整车设计、汽车运营以及销售; 清洁电力, 包括清洁能源发电和储能。公司以高端电池制造业务为核心, 清洁电力业务和新能源车辆业务协同发展, 三个业务具有良好的协同效应, 新能源汽车设计、运营拉动动力电池需求, 清洁电力业务有望推动深度布局储能, 进一步带动电池等核心业务的成长! 新能源汽车产业链与清洁电力产业链交叉协同, 围绕电池核心, 合力增厚业绩, 奠定了公司未来成为新能源平台级企业的基础, 公司以高端电池为核心的新能源平台将迎来较好的成长期。
- ◆ 高端锂电放量在即, 核心环节有望顺势继续飞速发展。新能源汽车拉动动力电池需求, 政策助力区域产业发展。公司福建诏安、湖北宜城两大基地放量在即, 产能释放周期与行业需求周期吻合, 将带来强大业绩支撑力。展望未来, 2018 年年底公司高端锂电产能预计将达到 6GWh, 2018 年全年可释放的产量预计可达到 3GWh。我们认为未来 3-5 年仍是新能源汽车最好的成长期, 将带动动力电池需求上扬。我们预计公司高端电池制造业务将随着产能建设逐步落地而持续带来业绩增量, 公司将迎来业绩爆发。进而, 随着公司高端电池规模优势起来, 有望更好绑定上游优质材料、优质资源发展。
- ◆ 拟加大布局 PACK 环节拉动下游需求, 强强联手进一步绑定下游客户。公司拟出资购买合普上海 95.85% 的股权, 进一步加强 PACK 能力, 绑定下游客户。动力电池 PACK 产品具有典型的高客户壁垒特点, 整车企业与 PACK 企业粘性较高, PACK 产品一旦进入整车企业供应商目录, 可获得至少 3-5 年的销售渠道保障。合普拥有深厚的 PACK 积淀, 其自动化生产线拥有很高的竞争力。目前, 合普上海及合普新能源已开拓众泰、长帆等下游客户, 优质客户资源成为未来业绩保障。公司此次布局将进一步连通新能源汽车上下游, 加大从电芯到电池组 PACK、BMS 系统的一体化研发、设计与生产, 有望增强下游整车厂客户拓展能力, 提升公司的盈利能力。
- ◆ 新能源汽车运营和设计进一步拉动电池核心业务发展。公司新能源车辆业务包括新能源汽车整车设计和动力系统解决方案、新能源汽车租赁服务等, 网点布局多个城市。尤其是运营板块, 其有望拉动下游新能源汽车厂商的销售, 进而促使整车厂购买公司三电产品, 从而带动公司动力电池的销售。
- ◆ 清洁电力业务成业绩亮点, 未来有望持续提供业绩支撑, 并进一步拉动电池业务继续向上发展。公司已经完整布局了从电力供应侧到需求侧的产业链, 具备微电网建设和运营能力, 未来将重点发展可再生能源发电、储能和售电业务, 并已有较多的项目储备。同时, 储能政策出台, 行业爆发在即; 公司在储能业务领域已有深度布局, 各个项目正在持续推进中。我们认为公司清

洁电力业务将凭借优质产品和清洁能源资源储备持续打造业绩亮点，同时能够依托此项业务进一步深度布局储能业务，从而进一步拉动电池核心业务向上发展。

- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们认为公司以高端电池为核心的新能源平台将迎来较好的成长期，行业与公司也将迎来较好的共振发展期：未来3-5年是新能源汽车最好的成长期，储能行业爆发在即；公司高端锂电即将放量，产能释放与行业发展节奏吻合，并通过新能源汽车运营业务和清洁电力业务带动电池核心业务发展。暂不考虑此次非公开增发对公司未来盈利预测的影响，我们预计公司2017年、2018年、2019年EPS为0.44、1.17、1.75元，对应2017年11月13日收盘价的PE分别为47、18、12倍。考虑到公司明后年业绩的高速增长，我们维持公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**高端锂电业务拓展超预期；电站及储能业务拓展超预期；售电牌照的获得；光伏及储能行业超预期变化。
- ◆ **风险因素：**1、动力电池及新能源汽车拓展低于预期；2、新能源汽车行业发展的波动。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	550.43	2,033.13	4,847.50	7,774.53	10,555.48
增长率 YoY%	12.73%	269.37%	138.43%	60.38%	35.77%
归属母公司净利润(百万元)	2.78	93.98	246.87	662.22	995.37
增长率 YoY%	-74.05%	3276.11%	162.69%	168.25%	50.31%
毛利率%	20.94%	23.12%	25.54%	24.68%	24.90%
净资产收益率 ROE%	0.41%	7.81%	10.59%	19.33%	23.40%
摊薄每股收益(元)	0.00	0.17	0.44	1.17	1.75
市盈率 P/E(倍)	4,178	124	47	18	12
市净率 P/B(倍)	8.0	4.3	3.8	3.1	2.4

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为2017年11月13日收盘价

目 录

投资聚焦	1
电池为核，打造新能源产业一体化平台	3
以高端电池为核心的三大业务协同发展，新能源平台价值凸显	3
盈利情况不断向好，以电池为核心的新能源业务趋势向好	4
高端电池制造：两大基地相映，高端锂电放量在即	5
两大基地放量在即，带来强大业绩支撑力	5
大手笔加强 PACK 环节，增强配套服务能力	7
布局锂电回收业务，打造产业链循环	10
布局新能源车辆运营、设计等，拉动高端电池核心环节	10
新能源汽车未来 3-5 年仍是最好的成长期	10
公司深度布局新能源汽车运营、设计业务，有望大力拉动核心电池业务	11
控股上燃动力，深度布局未来燃料电池系统	12
清洁电力业务：打造业绩亮点，进一步拉动高端电池等核心业务	13
储能政策出台，行业爆发在即，公司将长期受益	14
深度布局，打造新能源平台级企业，即将步入业绩爆发期	15
盈利预测、估值与投资评级	16
风险因素	16

表 目 录

表 1：“三电”企业产能及产值目标一览表	7
表 2：合普产品应用车型进推荐目录情况	8
表 3:国内新能源汽车销量（单位：辆）	11

图 目 录

图 1：公司三大业务布局	3
图 2：公司五大事业部布局	3
图 3：2012-2017 年公司营业收入及归母净利润（单位：百万元）	5
图 4：公司分业务营收占比	5
图 5：公司历年毛利率（%）	5
图 6：国内锂动力电池出货量/GWh	6
图 7：合普动力电池 PACK 产品	7
图 8：合普上海员工构成情况	9
图 9：合普上海业绩承诺情况	10
图 10：中国新能源汽车销量及渗透率	11
图 11：《上海市燃料电池汽车发展规划》 主要内容	12
图 12：上燃动力股权结构图	13
图 13：上燃动力燃料电池运营案例	13
图 14：公司三大储能项目简介	15

投资聚焦

主要内容

公司明确了发展战略，以高端电池制造为基础和龙头、推动新能源车辆和清洁电力产业链协同发展，进而形成这三大业务板块“三驾马车”并驾齐驱的发展模式，力争成为世界领先的高端电池制造商以及世界先进的清洁能源能源系统的制造商和运营商。

投资逻辑

高端锂电放量在即，下游需求确定，即将步入业绩爆发期。公司以高端电池制造业务为核心，新能源汽车产业链与清洁电力产业链交叉协同，围绕电池核心，合力增厚业绩，奠定了公司未来成为新能源平台级企业的基础。公司福建诏安、湖北宜城两大基地放量在即，产能释放周期与行业需求周期吻合，将带来强大业绩支撑力。同时，公司通过并购合普上海进一步加强PACK能力，绑定下游客户；合普拥有深厚的PACK积淀，其自动化生产线拥有很高的竞争力，已有优质客户资源成为未来业绩保障。

清洁电力业务已有较多项目储备，未来有望持续提供业绩支撑，并带动电池核心业务发展。公司已经完整布局了从电力供应侧到需求侧的产业链，具备微电网建设和运营能力。未来有望持续提供业绩支撑，并进一步拉动电池业务继续向上发展。储能政策出台，行业爆发在即，公司已有较多项目储备，未来有望紧随行业逐步拓展业务，打造业绩亮点。

新能源车辆业务拉动电池核心业务发展，并进一步打开成长空间。新能源汽车未来3-5年仍是最好的成长期，公司上中下游深度布局，从动力电池到整车设计、运营，打造一体化平台，以下游拉动上游需求，拥有强大的协同力，运营板块有望拉动下游新能源厂商的销售，进而促使整车厂购买公司三电产品，从而带动公司动力电池的销售，有利于进一步拓宽发展空间，享受行业红利。

有别于大众的认识

1.公司目前主要拥有三大业务板块，包括高端锂电、清洁电力和新能源车辆业务。我们认为三大业务具有良好的协同性，将快速增厚业绩，奠定公司未来成为新能源平台级企业的基础。2.新能源汽车行业未来几年处于最好的成长期，也将大幅拉动动力电池需求，公司高端锂电放量在即，即将迈入业绩爆发期。3.储能政策出台，行业爆发在即，公司已有较多项目储备，有望成为业绩亮点。

关键假设、盈利预测及投资评级

我们认为公司以高端电池为核心的新能源平台将迎来较好的成长期，行业与公司也将迎来较好的共振发展期：未来3-5年是新能源汽车最好的成长期，储能行业爆发在即；公司高端锂电即将放量，产能释放与行业发展节奏吻合，并通过新能源汽车运营业务和清洁电力业务带动电池核心业务发展。暂不考虑此次非公开增发对公司未来盈利预测的影响，我们预计公司2017

年、2018年、2019年EPS为0.44、1.17、1.75元，对应2017年11月13日收盘价的PE分别为47、18、12倍。考虑到公司明后年业绩的高速增长，我们维持公司“买入”评级。

股价催化剂：高端锂电业务拓展超预期；电站及储能业务拓展超预期；售电牌照的获得；光伏及储能行业超预期变化。

主要风险： 1、动力电池及新能源汽车行业拓展低于预期；2、新能源汽车行业发展的波动；

电池为核，打造新能源产业一体化平台

以高端电池为核心的三大业务协同发展，新能源平台价值凸显

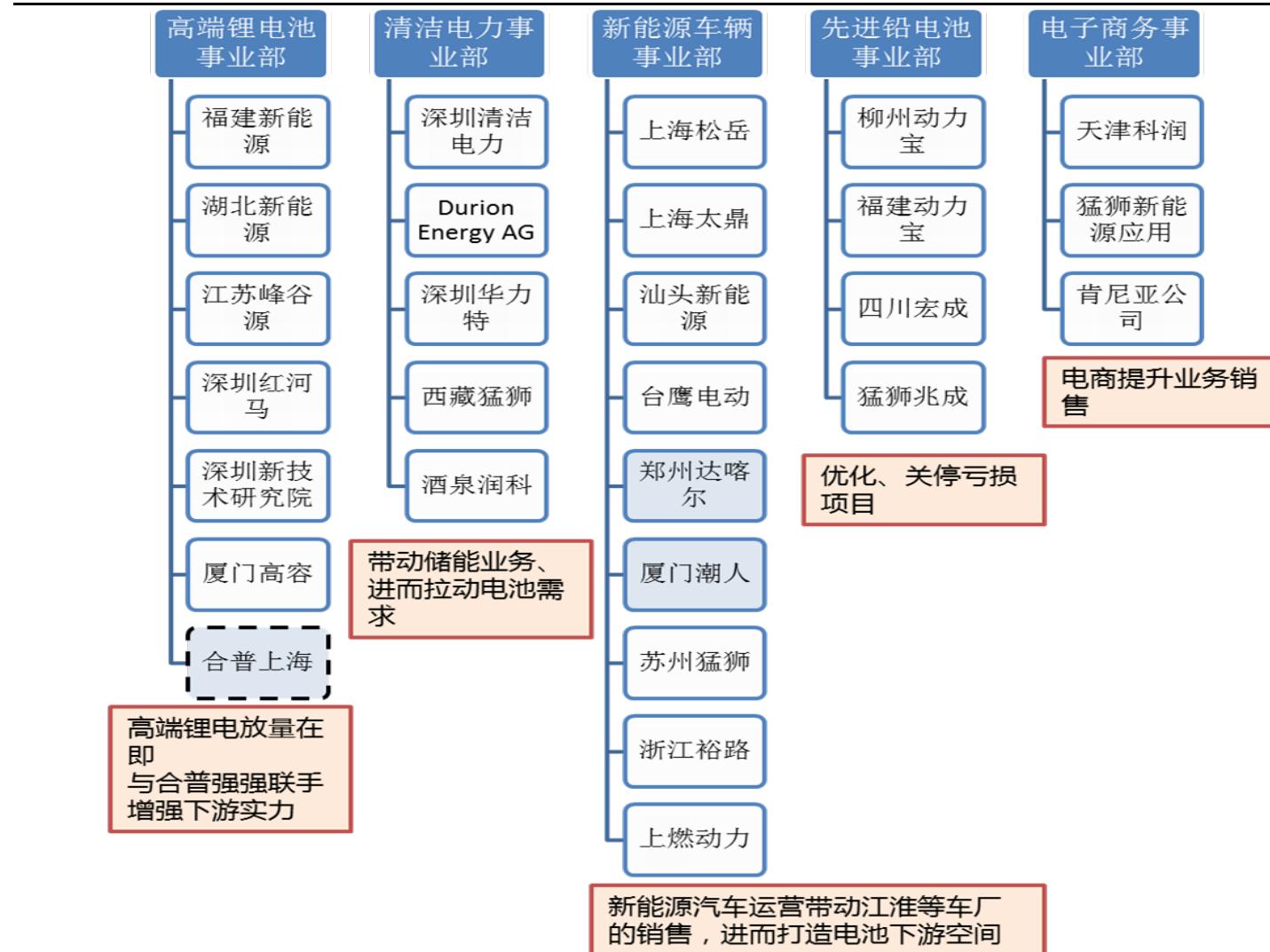
公司数十年深耕电池领域，目前已形成以高端电池制造业务为核心，清洁电力业务和新能源车辆业务协同发展的业务布局。公司把握核心环节，以电池为基础向外延伸，开展清洁能源微电网闭环和新能源汽车产业链两大业务主线的协同，打造完整的新能源平台。同时，公司通过投资和并购方式快速推进战略转型，目前已经初具格局。公司已经实现“高端电池制造+清洁电力+新能源车辆”三大业务板块全面布局、协同发展。我们认为公司以高端电池为核心的新能源平台将持续发挥协同价值、增厚公司业绩。

图 1：公司三大业务布局



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：公司五大事业部布局



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

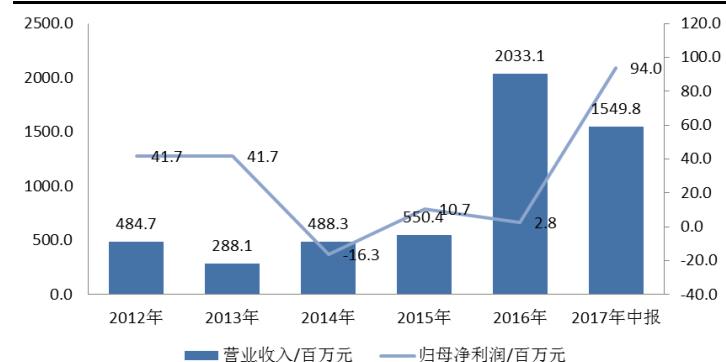
盈利情况不断向好，以电池为核心的新能源业务趋势向好

自 2015 年公司扭亏为盈以来，公司业绩持续向好。未来三年公司高端锂电产能将不断释放，我们预计 2018 年公司将进入业

绩爆发期。

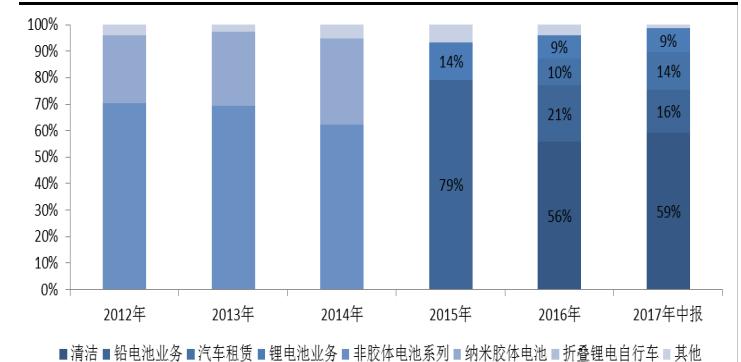
公司转型果断，2015年以来锂电池业务营收占比不断下降，从2015年接近80%的营收逐步降低到2017年中报的20%以下，新能源业务（包括锂电池、清洁电力和新能源汽车等）占比不断提高，转型顺利，毛利率不断提升。

图3：2012-2017年公司营业收入及归母净利润（单位：百万元）



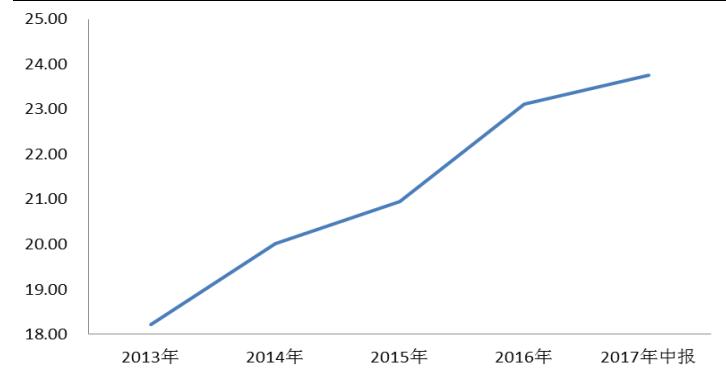
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图4：公司分业务营收占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图5：公司历年毛利率（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

高端电池制造：两大基地相映，高端锂电放量在即

两大基地放量在即，带来强大业绩支撑力

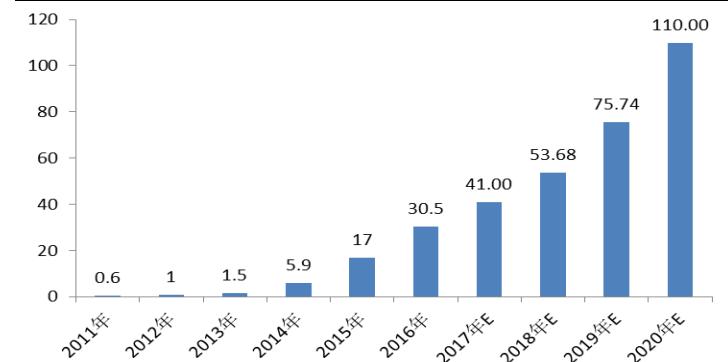
福建湖北两地布局，产能释放节奏紧随行业发展步伐

公司在福建诏安、湖北宜城分别规划建设总产能 6GWh 的圆柱形锂电池和 6GWh 的方形锂电池项目，诏安一期 1GWh 三元 18650 锂离子电池已于 2017 年 3 月实现量产，一期另外 1GWh 三元 18650 锂离子电池和二期 2GWh 三元 21700 锂离子电池正在建设中，特斯拉所用动力电池由 18650 转向 21700，公司 21700 产能的释放与行业趋势相符；在湖北宜城一期 2GWh 正在建设中，产能释放周期与行业需求周期吻合。

新能源汽车拉动动力电池需求，政策助力区域产业发展

受到新能源汽车行业大发展的影响，动力电池需求量不断攀升。根据 EVTank 数据显示，2016 年，中国国内锂动力电池出货量合计达到 30.5GWh，同比 2015 年 17GWh 增长 79.4%。我们预计 2017 年国内动力电池需求约为 41GWh，2020 年需求保守估计将达到 110GWh。

图 6：国内锂动力电池出货量/GWh



资料来源:EVTank, 信达证券研发中心

福建电池基地受当地政策扶持。《福建省新能源汽车产业发展规划(2017-2020 年)》提出“到 2020 年，省内新能源汽车产能达到 30 万辆，实现新能源汽车全产业链产值突破 1800 亿元，形成福莆宁、厦漳泉、闽西北三大新能源汽车整车基地和宁德、漳州两个动力电池基地及电机、电控等产业龙头企业”的发展目标。并且明确指出到 2020 年形成产值 700 亿元的全球最大锂电新能源产业基地。支持漳州猛狮新能源科技等动力电池及安全系统生产企业发展和项目建设。到 2020 年形成产值 700 亿元的全球最大锂电新能源产业基地。

漳州未来将成为福建动力电池一大基地，同时福建拥有一整套完整的新能源产业链，我们认为区域整体对新能源汽车产业的支持也将极大利好公司业务拓展、进一步打开发展空间。

表 1：“三电”企业产能及产值目标一览表

三电	企业	2016年		2017年		2020年	
		产能/GWh	产值/亿元	产能/GWh	产值/亿元	产能/GWh	产值/亿元
动力电池	宁德时代新能源	8	140	18	200	70	540
	漳州猛狮	1	0.6	1	1.4	6	50
	温斯顿					1	10
	冠城瑞闽					6	50
	南平巨电					6	50
小计		9	140.6	19	201.4	89	700

资料来源：《福建省新能源汽车产业发展规划(2017-2020 年)》，信达证券研发中心

湖北电池基地地处中部地区，辐射广、需求大。湖北是中国主要汽车生产基地，位于中国的中部，辐射圈大，周边省份很多车厂对电池的需求量都较大，但目前湖北仍未拥有大型电池厂，从产能指标来说，有利于奠定猛狮科技在湖北市场的地位，占领先机。

公司高端锂电池产能有望在 2018 年底达到 6GWh，2018 年实际释放产量可以达到 3GWh。按照规划，2020 年仅漳州基地预计产能完全释放达 6GWh，产值达到 50 亿元，同时未来湖北基地产能有望超过福建基地，而 2016 年公司营业收入为 20 亿元，我们认为电池项目达产后将给公司带来强大的业绩支撑。我们认为未来 3-5 年是新能源汽车行业最关键的成长期，将带动整个产业链快速发展。公司高端电池是发展新能源汽车的核心与基础，放量在即，受益于新能源汽车和储能市场的快速发展，公司锂电池业务收入占比将快速提升，公司将充分把握行业红利，实现快速、持续发展。

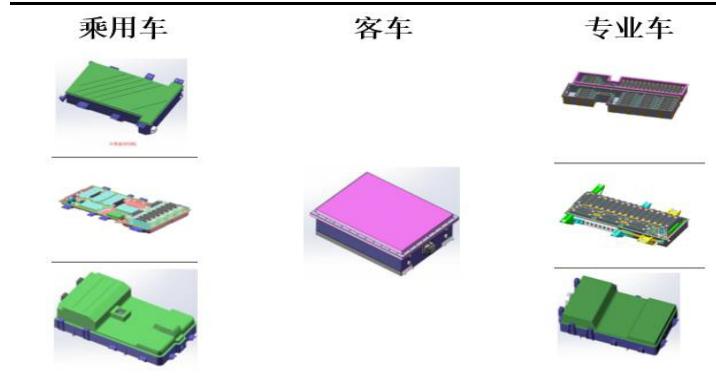
大手笔加强 PACK 环节，增强配套服务能力

通过并购合普，进一步加强 PACK 能力，绑定下游客客户

2017 年 10 月 20 日，公司发布重大资产重组预案，拟出资 12.46 亿元（发行股份支付 7.476 亿元，现金支付 4.984 亿元），收购合普新能源持有的合普上海 95.85% 股权。

合普上海专业从事 PACK 业务，产能规模符合行业准入门槛。合普新能源近三年专业从事动力电池 PACK 业务，通过业务整合，合普上海承接合普新能源的动力电池 PACK 业务及与该业务相关的全部经营性资产，合普新能源将停止相关业务。目前，合普上海备案动力电池系统产能 15 万套，符合《汽车动力电池行业规范条件（2017 年）》（征求意见稿）规定的动力电池企业年产能不低于 8 万套或 4GWh 的要求。

图 7：合普动力电池 PACK 产品



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

合普根基深厚，具有客户优质、产线工艺好等优势

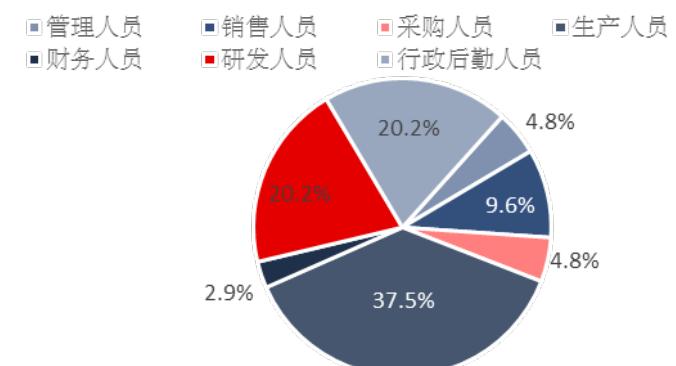
合普优质客户资源成为未来业绩保障。动力电池 PACK 产品具有汽车产业链典型的高客户壁垒特点，整车企业与 PACK 企业粘性较高，PACK 产品一旦进入整车企业供应商目录，可获得至少 3-5 年的销售渠道保障。目前，合普上海及合普新能源设计新能源车电池系统并定型合计 18 种，已开拓众泰、长帆等下游客户，其搭载公司产品的新能源乘用车及专用车分别进入第七批和第九批推荐车型目录。此外，包括康迪、郑州海马、华晨鑫源、柳州五菱及南京特汽等搭载公司产品的新能源汽车正在积极进行目录准入申请。

表 2：合普产品应用车型进推荐目录情况

状态	车型	厂家	型号	电池系统储电量 (KWh)	目录批次
已进目录					
	乘用车	长沙众泰汽车工业有限公司	云 100S	20	第七批
	专用车	重庆长帆新能源汽车有限公司	A302	30	第七批
	专用车	重庆长帆新能源汽车有限公司	A302	30	第九批
待进目录					
	乘用车	长沙众泰汽车工业有限公司	云 100PULS	28.5	
	乘用车	华晨鑫源重庆汽车有限公司	X30L	39.7	
	乘用车	康迪电动车集团	K10	20	
	乘用车	郑州海马汽车有限公司	B211	17.4	
	专用车	郑州海马汽车有限公司	荣达	30	
	专用车	柳州五菱汽车工业有限公司	箱货物流车	39.7	

合普上海产线工艺好、效率高，具有提升空间。公司通过引进全自动产线保障产品质量，研发人员占比超 20%。合普上海产线设计包含电池模组和整包 PACK 两部分，其中除 PACK 装配工艺需要外（如装线、理线）外，其余均采用全自动生产线生产，通过机器人作业保证产品的稳定性和一致性，此外，公司还采用 MES 系统实现生产数据的监控及追溯，企业安全生产能力得到大大保障。截止 2017 年 8 月，公司在册员工 104 人，其中研发人员 21 人，占比达 20.19%，高研发人员占比也成为公司持续创新、不断提高产品竞争力的保证。

图 8：合普上海员工构成情况



2017 年合普业绩迅速放量，业绩承诺预期大大增厚公司利润水平

2017 年合普上海业绩迅速放量。由于合普上海 2015-2016 年没有涉及动力电池 PACK 业务，而在 2017 年承接了合普新能源该项业务，为合理反映 2015-2016 年包含 PACK 业务在内的经营成果，我们以合普上海编制的模拟合并财务报表数据进行分析。动力电池 PACK 业务在合普上海的营收中占主要部分（2016-17 年其他类业务主要为电芯的销售），2016 年由于“骗补”等问题导致行业增速放缓很大程度上也影响了公司的业绩。但 2017 年，公司 PACK 业务迅速放量，前 8 个月已累计实现营收 9825.81 万元，毛利率为 14.19%，在行业淘汰低端产能、市场集中度不断提高的背景下，公司业绩的迅速放量一定程度上也表明了公司产品较强的市场竞争力。

业绩未来有望高增长：合普业绩承诺 4 年累计净利润 4.9 亿元，将大大增厚上市公司利润水平。根据本次交易安排，公司收购合普上海业绩承诺为：2017 年扣非归母净利不低于 4000 万元，2018-2020 年各年累计净利润（以扣非前后净利润孰低者

计量)分别不低于 1.4、2.9、4.9 亿元,按猛狮科技 2016 年归母净利润 9397.69 万元计算,公司收购合普上海后各年净利润占 2016 年净利润比重将分别达 43%、106%、160% 和 213%。

图 9: 合普上海业绩承诺情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

布局锂电回收业务, 打造产业链循环

公司在天津子牙循环经济产业区设立子公司天津猛狮新能源再生科技有限公司, 专门从事废旧锂电池回收、拆解、再制造及梯级利用, 积极布局锂电池回收业务。我们一直强调动力电池回收等是我们重视的除三电之外值得关注的环节之一。电池回收可以完善循环经济, 降低整个产业链成本。一方面, 在上游资源约束趋紧的形势下, 要求对动力电池的资源进行回收来达到持续发展的目的。另一方面, 车载动力电池即将进入大规模报废期, 新能源汽车动力电池寿命普遍在 5 年左右, 近年新能源汽车销量的增长必将带来若干年后动力电池的寿命终结问题; 报废动力电池的去向将推动动力电池回收产业的发展。在锂电领域深耕的企业将迎来再次发展的机会。我们预计在未来两三年内动力电池回收将进入真正的规模发展期。此次公司布局回收业务, 也将借行业发展的东风, 打造一体化的循环产业链。

布局新能源车辆运营、设计等, 拉动高端电池核心环节

新能源汽车未来 3-5 年仍是最好的成长期

新能源汽车行业处于最好的成长期。据中汽协数据显示, 2017 年 1 月至 9 月, 新能源汽车累计销售近 40 万辆, 同比增长近 40%。在政策和市场双重推动下, 2016 年新能源汽车渗透率已经达到 1.81%, 迈入最好的成长期。我们认为在政策利好以及行业发展的背景下, 未来几年新能源汽车渗透率会不断提升, 至 2020 年预计达到 6.16%, 2025 年预计达到 20%。我们认为未来一

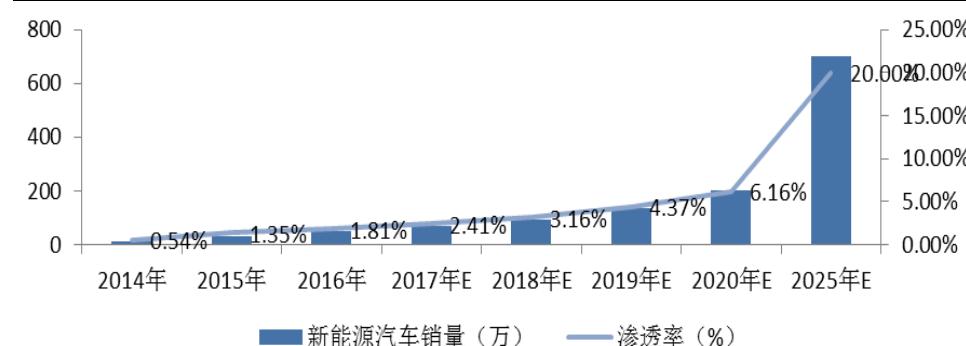
年半是行业最好的向上周期；未来3-5年仍是行业最好的成长期和最好的投资时期。

表 3:国内新能源汽车销量 (单位: 辆)

2016年			2017年					
	总	乘用车	商用车	总	乘用车	环比	商用车	环比
1月	22195	13633	8524	5682	4608		1074	
2月	13504	9962	3546	17596	16667	261.70%	929	-13.50%
3月	22936	15740	7225	31120	28490	70.94%	2630	183.10%
4月	31772	20990	10846	34361	30478	6.98%	3883	47.64%
5月	35280	26006	9290	45300	38853	27.48%	6447	66.03%
6月	44360	34099	10262	59000	43000	10.67%	16000	148.18%
7月	36000	30000	7000	56000	44000	2.33%	12000	-25.00%
8月	38000	30000	8000	68000	56000	27.27%	12000	0.00%
9月	44000	31000	13000	78000	61000	8.93%	17000	41.67%
10月	44000	32000	12000					
11月	65000	46000	19000					
12月	104000	47000	57000					
合计	501047	336430	165693	395059	323096		71963	

资料来源：中汽协，信达证券研发中心

图 10: 中国新能源汽车销量及渗透率



资料来源：中汽协，信达证券研发中心

公司深度布局新能源汽车运营、设计业务，有望大力拉动核心电池业务

从上游动力电池的研发生产，到 PACK 深度布局，再到下游新能源汽车运营，公司致力打造新能源汽车的一体化平台价值，拉动高端电池核心业务发展。

公司新能源车辆业务包括整车和核心零部件设计开发、整车销售和运营租赁等业务板块。公司拥有整车及关键零部件设计开发能力、电池管理系统核心技术、动力电池生产能力以及汽车租赁和运营服务平台。

新能源汽车运营方面，公司通过设立厦门潮人和收购郑州达喀尔，积极开拓新能源汽车运营租赁业务，多点布局打造运营生态圈。子公司厦门潮人截至 2017H1 已投入 476 辆新能源汽车在厦门开展长租、短租和分时租赁业务；2016 年 4 月，公司收购郑州达喀尔 90% 股权，郑州达喀尔截至 2017H1 已拥有运营车辆 6320 辆，其中包括近 300 台新能源汽车，是国内两年以上长租领域保有量最大的租赁公司之一。运营板块有望拉动下游新能源厂商的销售，进而促使车厂购买公司三电产品，带动公司动力电池的销售。我们认为下游是利润的源头，运营新模式将真正打开空间。

控股上燃动力，深度布局未来燃料电池系统

燃料电池仍处行业导入期，行业发展阶段类似于 2009 年锂电池的发展阶段，政策大力支持，发展制约因素仍是基础设施与成本把控。目前，已有多项燃料电池政策出台；特别是在上海，其通过发布《上海市燃料电池汽车发展规划》明确燃料电池进程，已进入大力布局期。

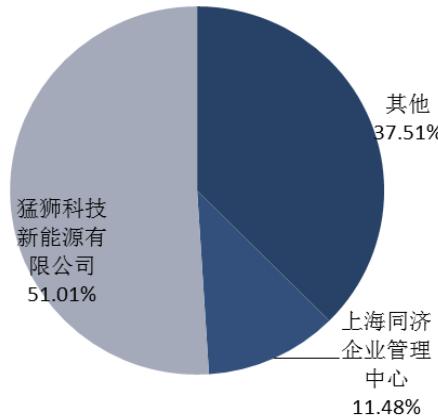
图 11:《上海市燃料电池汽车发展规划》主要内容

指导思想	基本原则	发展目标	重点任务
<p>将发展燃料电池汽车作为上海汽车产业转型升级的引领工程</p> <p>牢牢把握技术发展与产业变革趋势，整合国内外优势资源，充分发挥上海优势，集中突破关键瓶颈，激发企业创新活力，建立国内领先、国际一流的燃料电池汽车技术链与产业链，营造高端生态圈，培育一批具有核心竞争力的龙头企业和领军人才，打造燃料电池汽车技术与产业创新体系，将上海建设成为世界一流的燃料电池汽车创新中心和产业基地。</p>	<p>坚持顶层设计 坚持创新驱动 坚持示范引领 坚持协同推进</p>	<p>近期目标（2017-2020年）</p> <ul style="list-style-type: none"> 打造国内领先的燃料电池汽车技术示范城市，形成优质产业链资源聚集效应，实现燃料电池汽车核心关键技术紧跟国际行业水平 技术链层面/产业链层面/示范运行与推广层面 <p>中期目标（2021-2025年）</p> <ul style="list-style-type: none"> 规划燃料电池汽车示范区域，形成区域内相对完善的加氢配套基础设施建设，在区域公共交通、公务用车、商用物流等领域探索批量投放，提升燃料电池汽车全产业链国际竞争优势 技术链层面/产业链层面/示范运行与推广层面 <p>长期目标（2026-2030年）</p> <ul style="list-style-type: none"> 成为具有国际影响力的燃料电池汽车应用城市，总体技术接近国际先进，部分技术达到国际领先，产业化全面成熟，面向私人用户实现进一步市场推广，带动氢能交通，辐射全国燃料电池汽车产业高速发展 技术链层面/产业链层面/示范运行与推广层面 	<p>任务一、构建应用驱动的发展模式 任务二、规划加氢站建设 任务三、创建产业园区 任务四、建设公共服务平台 任务五、实施重大专项 任务六、设立产业基金</p>

资料来源：上海市科学技术委员会，信达证券研发中心

公司控股上燃动力，深度布局燃料电池系统，把握下一代新能源汽车技术、市场。公司以自有资金 4,869.12 万元竞购上海燃料电池汽车动力系统有限公司 51.01% 股权，切入燃料电池和汽车动力系统领域，布局新一代新能源汽车的设计开发。上燃动力成立于 2001 年，是国内最早一批切入燃料电池汽车的企业之一，其核心业务包括燃料电池轿车、纯电动轿车、燃料电池串联混合动力客车。

图 12: 上燃动力股权结构图



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

受益政策支持, 上燃动力有望率先把握市场机会! 在上海发布的《上海市燃料电池汽车发展规划》中, 上燃动力是重点受支持的企业。上燃动力拥有完整的新能源汽车动力系统研发平台, 且已经建立完善的研究测试环境, 形成了形成动力系统集成及关键零部件测试及生产能力, 目前从燃料电池系统到关键零部件已有多种产品成果, 且已有燃料电池汽车运营经验。公司通过控股上燃动力切入燃料电池领域, 有利于率先把握燃料电池核心技术, 抓住未来市场机会。

图 13: 上燃动力燃料电池运营案例



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

清洁电力业务: 打造业绩亮点, 进一步拉动高端电池等核心业务

清洁电力业务成业绩亮点，未来有望持续提供业绩支撑，并进一步拉动电池业务继续向上发展。公司已经完整布局了一个涵盖清洁能源发电、储能、智能输配电、智慧能源管理、售电服务，从电力供应侧到需求侧的产业链，具备微电网建设和运营能力。公司布局能源互联网，抓住国内电改商机和“十三五”清洁能源投资发展规划的良机，未来将重点发展可再生能源发电、储能和售电业务，投资发展缺电的“一带一路”市场的电力供应业务。

光伏业务方面，公司上半年持有及承建的光伏电站项目共计 177MW 顺利完成并网；储能电站业务方面，完成了陕西定边 10MWh 储能示范电站的设备安装，目前处于并网调试阶段，同时持续推进德国 Relzow 200MWh 储能电站的设计、设备选型等前期准备工作；另外公司以自有资金收购张家口博德玉龙电力开发有限公司 30.00% 股权，切入风电领域。

储能行业即将迎来爆发期。新能源发电占比的提升将增加电网的不稳定性，随着清洁能源逐步替代传统火电，我们判断储能有刚需，即将迎来行业的爆发期，这将带动储能电池需求的增加。

我们认为公司清洁电力业务将凭借优质产品和清洁能源资源储备持续打造业绩亮点，同时能够依托此项业务深度布局储能业务，从而进一步拉动电池核心业务向上发展。

储能政策出台，行业爆发在即，公司将长期受益

2017 年 10 月 11 日，国家发改委等五部门印发《关于促进储能技术与产业发展的指导意见》。《意见》提出“十三五”期间，建成一批不同技术类型、不同应用场景的试点示范项目；研发一批重大关键技术与核心装备，主要储能技术达到国际先进水平；初步建立储能技术标准体系，形成一批重点技术规范和标准；探索一批可推广的商业模式；培育一批有竞争力的市场主体。“十四五”期间，储能项目广泛应用，形成较为完整的产业体系，成为能源领域经济新增长点；全面掌握具有国际领先水平的储能关键技术和核心装备，部分储能技术装备引领国际发展；形成较为完善的技术和标准体系并拥有国际话语权；基于电力与能源市场的多种储能商业模式蓬勃发展；形成一批有国际竞争力的市场主体。

公司在储能业务领域已有深度布局，各个项目正在持续推进中，且多个项目具有示范意义。德国 Relzow 125MW/200MWh 锂电池储能项目位于德国东北部 Relzow 镇，用于一次调频市场（Primary Control）。当地可再生能源占比高，催生电站级储能需求，同时该地拥有成熟的市场间容量竞价交易机制，周均价 3170€ /MW。该项目总投资 1 亿欧元，年容量交易收入 1600 万欧元，是中资企业首个海外大型储能项目，目前公司正在持续推进设计、设备选型等前期准备工作。陕西定边 500MWh 锂电池储能项目规划建设 500MWh 储能电站，旨在缓解西北地区弃风弃光问题，形成辐射西北的可再生能源调度基地。首期 2.5MW/10MWh 已基本完工，正在进行并网调试。该项目通过光储联运模式示范，储能电站在并网点前接入光伏电站，进行削峰填谷错峰上网，未来将跟随政策进度，尝试采用独立主体运营。另有江苏丹阳锂电池储能+增量配电网项目，该项目是公司与丹阳经济开发区合作共建园区分布式储能和增量配电网，该合作为排他性合作。公司已取得丹阳经济开发区未来 5 年所有储能项目和增量配电网业务开发权，将探索分布式光伏+储能+配电网联合运营的示范项目及商业合作模式，首期 1MWh 示范将于 2017 年开始。

图 14: 公司三大储能项目简介

德国Relzow 125MW/200MWh锂电池储能项目



- 项目位于德国东北部Relzow镇, 用于一次调频市场 (Primary Control)
- 高可再生能源占比催生电站级储能需求
- 成熟的市场间容量竞价交易机制, 周均价3170 € /MW
- 总投资1亿欧元, 年容量交易收入1600万欧元
- 中资企业首个海外大型储能项目

陕西定边500MWh锂电池储能项目



- 规划建设500MWh储能电站, 缓解西北地区弃风弃光问题, 形成辐射西北的可再生能源调度基地
- 首期2.5MW/10MWh已基本完工, 正在进行并网调试
- 通过光储联运模式示范, 储能电站在并网点前接入光伏电站, 进行削峰填谷错峰上网
- 未来将跟随政策进度, 尝试采用独立主体运营



江苏丹阳锂电池储能+增量配电网项目

- 与丹阳经济开发区合作共建园区分布式储能和增量配电网, 该合作为排他性合作
- 取得丹阳经济开发区未来5年所有储能项目和增量配电网业务开发权
- 探索分布式光伏+储能+配电网联合运营的示范项目及商业合作模式
- 首期1MWh示范将于2017年开始

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司具有优质产品和清洁能源资源储备, 在储能技术和产品、可再生能源发电业务等方面有望成为国内具备一流技术研发和盈利能力的知名企业, 也有望率先在发达国家市场开拓储能和家用能源管理业务, 从而进一步拉动高端电池核心业务。

深度布局, 打造新能源平台级企业, 即将步入业绩爆发期。

公司以高端电池制造业务为核心, 清洁电力业务和新能源车辆业务协同发展, 并拉动高端电池市场需求。新能源汽车产业链与清洁电力产业链交叉协同, 围绕电池核心, 合力增厚业绩, 奠定了公司未来成为新能源平台级企业的基础。一方面, 新能源车辆和储能业务将拉动电池核心业务, 另一方面新能源汽车退役电池可以实现梯次利用, 用于储能系统。另外, 光伏发电、储能和充电结合的光储充一体化项目是未来充电站的发展方向; 汽车租赁运营公司将成为重要支点, 在传统汽车租赁渠道植入新能源汽车租售和运维。

今年是公司加速转型布局的投入期, 已有初步成果, 资安一期1GWh三元18650锂离子电池已于2017年3月实现量产, 一期另外1GWh三元18650锂离子电池和二期2GWh三元21700锂离子电池正在建设中; 湖北宜城规划建设的总产能6GWh的三元方形铝壳锂离子电池项目, 一期2GWh正在建设中。根据调研情况, 目前公司产线速度已达到150颗电芯每分钟, 效

率超过国内厂家，这有利于后续投放生产线产能的快速释放。展望未来，2018年年底公司高端锂电产能预计将达到6GWh，2018年全年可释放的产量预计可达到3GWh。我们认为未来3-5年仍是新能源汽车最好的成长期，将带动动力电池需求上扬。公司高端锂电放量在即，产能释放周期与行业需求周期吻合，我们预计公司高端电池制造业务将随着产能建设逐步落地而持续带来业绩增量，公司将迎来业绩爆发。

盈利预测、估值与投资评级

我们认为公司以高端电池为核心的新能源平台将迎来较好的成长期，行业与公司也将迎来较好的共振发展期：未来3-5年是新能源汽车最好的成长期，储能行业爆发在即；公司高端锂电即将放量，产能释放与行业发展节奏吻合，并通过新能源汽车运营业务和清洁电力业务将拓展下游市场，贡献业绩增量，并带动电池核心业务发展。暂不考虑此次非公开增发对公司未来盈利预测的影响，考虑到公司高端锂电产能释放以及清洁电力装机量将有较大增长，我们预计公司2017年、2018年、2019年EPS为0.44、1.17、1.75元，对应2017年11月13日收盘价的PE分别为47、18、12倍。考虑到公司明后年业绩的高速增长，我们维持公司“买入”评级。

风险因素

- 1、动力电池及新能源汽车拓展低于预期；
- 2、新能源汽车行业发展的波动。

资产负债表

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	510.40	2,922.13	6,297.78	7,855.86	9,311.10
货币资金	119.15	716.61	2,871.15	2,917.40	3,257.06
应收票据	9.25	79.70	190.03	304.78	413.79
应收账款	106.35	1,235.67	1,599.68	2,176.87	2,427.76
预付款项	40.18	116.02	267.89	434.64	588.33
存货	184.99	454.43	1,049.32	1,702.46	2,304.45
其他	50.49	319.71	319.71	319.71	319.71
非流动资产	1,088.42	3,247.25	4,671.56	5,472.33	6,398.80
长期投资	9.24	41.70	41.70	41.70	41.70
固定资产	556.31	1,303.98	2,256.92	3,452.44	4,504.14
无形资产	90.09	130.07	158.87	195.60	226.57
其他	432.79	1,771.49	2,214.07	1,782.59	1,626.39
资产总计	1,598.82	6,169.37	10,969.34	13,328.19	15,709.91
流动负债	642.59	2,620.28	5,894.73	7,597.92	8,994.13
短期借款	359.20	1,142.56	3,142.56	3,142.56	3,142.56
应付账款	123.40	566.12	1,307.22	2,120.90	2,870.85
其他	159.99	911.60	1,444.95	2,334.45	2,980.71
非流动负债	87.63	1,859.69	1,859.69	1,859.69	1,859.69
长期借款	80.00	1,164.08	1,164.08	1,164.08	1,164.08
其他	7.63	695.61	695.61	695.61	695.61
负债合计	730.21	4,479.97	7,754.42	9,457.61	10,853.82
少数股东权益	28.97	122.86	120.42	113.86	104.01
归属母公司股东权益	839.63	1,566.54	3,094.50	3,756.72	4,752.08
负债和股东权益	1598.82	6169.37	10969.34	13328.19	15709.91

单位:百万元

利润表

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	550.43	2,033.13	4,847.50	7,774.53	10,555.48
营业成本	435.15	1,563.10	3,609.34	5,855.98	7,926.64
营业税金及附加	3.35	20.90	33.41	55.98	76.00
营业费用	34.20	91.42	217.96	349.57	474.61
管理费用	76.72	242.72	501.23	509.23	691.38
财务费用	10.07	86.31	225.69	291.16	299.49
资产减值损失	-0.25	14.01	20.20	17.44	29.44
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.76	23.41	8.78	10.48	14.22
营业利润	-9.58	38.09	248.45	705.64	1,072.14
营业外收入	5.07	44.11	24.56	24.56	24.56
营业外支出	0.67	2.88	1.43	1.69	1.69
利润总额	-5.19	79.32	271.58	728.51	1,095.01
所得税	-4.78	2.86	27.16	72.85	109.50
净利润	-0.40	76.46	244.43	655.66	985.51
少数股东损益	-3.19	-17.52	-2.44	-6.56	-9.86
归属母公司净利润	2.78	93.98	246.87	662.22	995.37
EBITDA	35.18	299.82	613.12	1,200.40	1,638.07
EPS (摊薄)	0.00	0.17	0.44	1.17	1.75

单位:百万元

现金流量表

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-54.05	-316.76	628.47	1,306.90	1,792.23
净利润	-0.40	76.46	244.43	655.66	985.51
折旧摊销	28.98	138.85	127.99	193.76	264.92
财务费用	11.38	81.66	213.55	278.13	278.13
投资损失	0.76	23.41	-8.78	-10.48	-14.22
营运资金变动	-84.53	-618.19	33.15	173.91	251.18
其它	-10.24	-18.95	18.13	15.92	26.71
投资活动现金流	-338.10	-753.88	-1,541.47	-982.52	-1,174.44
资本支出	-238.05	-547.55	-1,550.24	-993.00	-1,188.67
长期投资	-74.10	-306.82	8.78	10.48	14.22
其他	-25.95	100.49	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	397.63	1,519.09	3,067.54	-278.13	-278.13
吸收投资	326.48	12.00	1,300.00	0.00	0.00
借款	96.50	1,650.12	2,000.00	0.00	0.00
支付利息或股息	13.74	64.38	232.46	278.13	278.13
现金净增加额	5.48	448.45	2154.54	46.25	339.66

单位:百万元

重要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主要财务指标					
营业收入	550.43	2,033.13	4,847.50	7,774.53	10,555.48
同比	12.73%	269.37%	138.43%	60.38%	35.77%
归属母公司净利润	2.78	93.98	246.87	662.22	995.37
同比	-74.05%	3276.11%	162.69%	168.25%	50.31%
毛利率	20.94%	23.12%	25.54%	24.68%	24.90%
ROE	0.41%	7.81%	10.59%	19.33%	23.40%
摊薄每股收益(元)	0.00	0.17	0.44	1.17	1.75
P/E	4,178	124	47	18	12
P/B	8.0	4.3	3.8	3.1	2.4
EV/EBITDA	174.7	30.9	26.4	13.5	9.9

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

刘强，新能源与电力设备行业首席研究员，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6年新能源实业工作经验，7年金融经验；实业时的团队在国内最早从事锂电池、动力电池、燃料电池、光伏电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长，推动行业发展。

马步芳，研究助理，清华大学硕士，2016年7月加盟信达证券研发中心，目前从事能源化工研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<p>买入：股价相对强于基准 20% 以上；</p> <p>增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；</p> <p>持有：股价相对基准波动在±5%之间；</p> <p>卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。</p>	<p>看好：行业指数超越基准；</p> <p>中性：行业指数与基准基本持平；</p> <p>看淡：行业指数弱于基准。</p>

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。