

### 中信证券研究部



**弓永峰**  
首席电新分析师  
S1010517070002



**林劼**  
电新分析师  
S1010519040001

### 核心观点

公司是国内铅酸电池龙头企业，转型升级进入锂离子电池、燃料电池领域。公司铅酸电池业务稳中有进，锂离子电池业务价值兑现，二者共筑公司业绩安全边际。公司燃料电池业务商业化程度领先，产业链布局优质完善，看好其燃料电池业务长期成长性。我们预测公司 2019-2021 年 EPS 为 0.49/0.56/0.69 元，对应 PE 42/37/30 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **公司是国内铅酸龙头，锂离子电池布局价值兑现。**公司是国内铅酸电池龙头企业，目前产品系列覆盖铅酸电池、锂离子电池和燃料电池。其中铅酸电池和锂离子电池主要出口海外，2018 年公司铅酸电池出口额占全国 32%，客户囊括通信、UPS、新能源等领域的优质领军企业。2018 年公司铅酸业务通过拓展海外市场实现稳健增长，锂电业务开启价值兑现周期，实现营收 4.79 亿元（同比+181.7%），占总营收 16.2%（同比+9.7pcts）。公司 2019 年锂电订单饱满，利润空间大，预计成为中短期增长极。

■ **进军燃料电池千亿市场，外延内生卡位核心环节。**公司 2016 年切入燃料电池，通过自主研发和产业链整合双线布局。迄今已精准覆盖上游核心材料膜电极、中游电堆制造、系统集成和配套设施端加氢站等环节，系业内产业链布局最为完善的标的之一。我国在下游整车、中游系统集成已实现国产化，时下电堆制造、膜电极制备是核心卡位环节。电堆、膜电极价值量高、作用关键，公司完善、优质的布局有望率先实现国产化突破，在市场上掌握一定主动权。

■ **商业化进度领先，坚定燃料电池战略发展方向。**公司燃料电池发动机在体积比功率、质量比功率处于国内领先水平。公司燃料电池产品商业化程度领先，2018 年共有 4 款配套了公司产品的车型进入工信部新能源汽车推荐目录，客户有金龙客车、东风汽车、中通客车。2018 年 9 月，公司子公司大同氢雄云鼎氢能科技获得山西大同市 300 辆公交车的燃料电池配套合同，将在 2019 年内交付完毕。该合同金额约 5 亿元，预计将增厚公司业绩。2019 年公司精简业务，集中资金资源加码燃料电池。考虑公司先发优势和全面布局，看好公司燃料电池业务成长性。

■ **风险因素：**技术突破不及预期，燃料电池汽车推广不及预期，政策扶持力度不及预期。

■ **投资建议：**公司铅酸电池业务稳中有进，锂离子电池业务价值兑现，二者共筑业绩安全边际。公司燃料电池业务商业化程度领先，产业链布局优质完善，我们看好公司燃料电池业务的成长性。我们预测公司 2019-2021 年 EPS 为 0.49/0.56/0.69 元，对应 42/37/30 倍 PE，综合分部估值分析，预计公司未来一年的合理目标市值为 83 亿，给予公司目标价 23.70 元，对应 2019 年 55 倍 PE。首次覆盖，给予“增持”评级。

<b>雄韬股份</b>	<b>002733</b>
<b>评级</b>	<b>增持（首次）</b>
当前价	20.60 元
目标价	23.70 元
总股本	350 百万股
流通股本	327 百万股
52 周最高/最低价	34.95/7.57 元
近 1 月绝对涨幅	-5.22%
近 6 月绝对涨幅	102.33%
近 12 月绝对涨幅	96.70%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,656.43	2,956.16	3,630.26	4,167.84	4,894.55
营业收入增长率	6%	11%	23%	15%	17%
净利润(百万元)	36.32	94.22	169.97	196.34	242.63
净利润增长率	-70%	159%	80%	16%	24%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.10	0.27	0.49	0.56	0.69
毛利率%	13%	13%	16%	17%	18%
净资产收益率 ROE%	1.67%	3.95%	6.79%	7.51%	8.80%
每股净资产（元）	6.21	6.81	7.15	7.47	7.88
PE (x)	206	76	42	37	30
PB (x)	3.3	3.0	2.9	2.8	2.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 6 月 19 日收盘价

## 目录

始于铅酸电池，积极拓展新领域 .....	1
蓄電池行业龙头，股权集中结构稳定 .....	1
产品齐全、客户优质，新能源布局价值兑现 .....	3
铅酸電池发展遇冷，燃料电池持续火热 .....	6
平价铅酸電池应用广泛，性能环保短板成低端能源 .....	6
燃料电池产业化进程提速，助力高端绿色能源转型 .....	8
业务升级进军燃电，全产业链布局协同发展 .....	15
铅酸增长失速，切入燃料电池千亿市场 .....	15
燃料电池全产业链布局，塑造协同效应 .....	17
产学研合作深入，研发能力居前列 .....	20
财务分析：盈利运营处中游，燃电产品附加价值高 .....	21
风险因素 .....	23
盈利预测 .....	23
估值及投资评级 .....	24

## 插图目录

图 1：公司铅酸业务分布 .....	1
图 2：公司股权结构 .....	2
图 3：公司历史沿革 .....	2
图 4：公司主要产品及应用领域 .....	3
图 5：公司主要客户 .....	4
图 6：2014-2018 年公司营收 .....	4
图 7：2014-2018 年公司营收分布 .....	4
图 8：2014-2018 年公司营收地区构成 .....	5
图 9：2014-2018 年公司归母净利润 .....	5
图 10：铅酸电池应用场景 .....	6
图 11：磷酸铁锂与铅酸电池技术参数对比 .....	7
图 12：2009-2018 年我国铅酸电池产量 .....	8
图 13：2009-2017 年我国铅酸电池销量 .....	8
图 14：2010-2017 全球铅酸电池市场规模 .....	8
图 15：我国能源结构 .....	9
图 16：氢能优势 .....	9
图 17：2012-2018 年全球燃料电池应用领域按系统功率占比 .....	9
图 18：2018 年全球燃料电池应用领域按系统功率占比 .....	9
图 19：2008-2020 年锂离子电池汽车累计销量及预测 .....	10
图 20：2011-2030 年燃料电池汽车累计销量及预测 .....	11
图 21：我国氢能产业集群 .....	12
图 22：海外燃料电池成本与产量的关系 .....	13
图 23：国内燃料电池系统成本与燃料电池汽车保有量的关系 .....	13
图 24：燃料电池产业链 .....	13
图 25：燃料电池系统各环节成本构成 .....	14
图 26：2018 年全球燃料电池市场规模及市场格局 .....	14
图 27：2030 年全球燃料电池市场规模及市场格局 .....	14
图 28：2030 年全球燃料电池市场规模及市场格局预测 .....	15
图 29：2018 年公司收入 63.5%来自海外， .....	15
图 30：公司铅酸电池业务营业收入及增速 .....	16
图 31：公司产业链布局 .....	17
图 32：擎动科技卷对卷直接涂布法 .....	18
图 33：擎动科技车用膜电极 .....	18
图 34：武汉雄韬产业园 .....	18
图 35：大同雄韬氢雄云鼎产业园示意图 .....	18
图 36：武汉汉南雄众加氢站 .....	19
图 37：工信部新能源车推荐目录车型数量 .....	19
图 38：公司产学研合作院校 .....	20
图 39：公司燃料电池研发布局 .....	21
图 40：公司研发费用及年增长率 .....	21
图 41：公司研发人员占比 .....	21
图 42：2014-2018 年毛利率同行对比 .....	22

图 43：2014-2018 年净利率同行对比.....	22
图 44：2014-2018 存货周转天数同行对比 .....	22
图 45：2014-2018 应收账款周转天数同行对比 .....	22
图 46：燃料电池业务营收同业比较（2018 年） .....	23
图 47：燃料电池业务毛利率同业比较（2018 年） .....	23
图 48：燃料电池业务可比公司亿华通 PS-band.....	25

## 表格目录

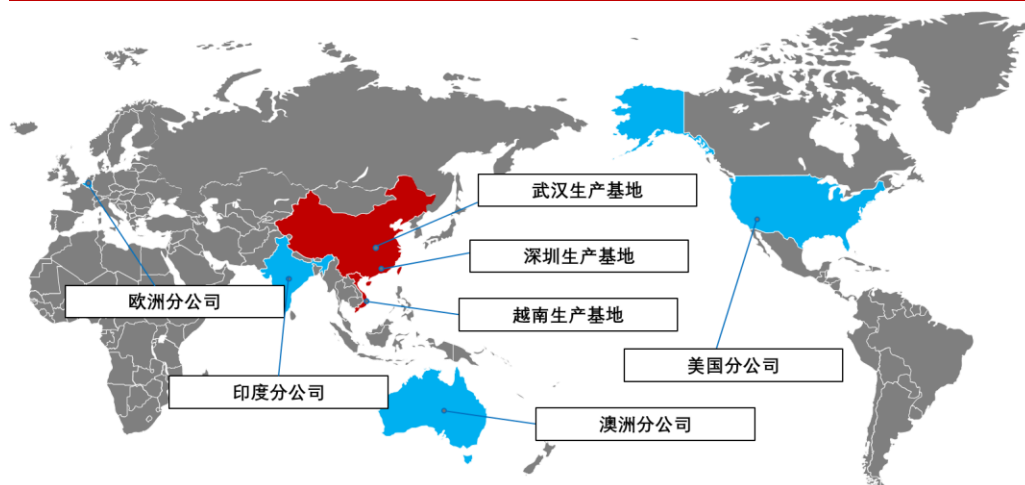
表 1：我国氢能和燃料电池产业链相关政策 .....	7
表 2：我国氢能和燃料电池产业链相关政策 .....	10
表 3：燃料电池 2019 年节点与锂离子电池 2009 年节点多维度对比 .....	11
表 4：公司参控股燃料电池行业公司 .....	16
表 5：非公开发行股票募集资金用途 .....	17
表 6：国内燃料电池发动机技术参数对比 .....	20
表 7：雄韬股份盈利预测关键假设 .....	23
表 8：铅酸电池业务可比公司 .....	24
表 9：锂电池业务可比公司 .....	25

## ■ 始于铅酸电池，积极拓展新领域

### 蓄电池行业龙头，股权集中结构稳定

**铅酸电池领先企业，具备全球战略视角。**公司于 1994 年成立，集化学电源、新能源储能、动力电池的研发、生产和销售业务研发、生产、销售、服务于一体，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。目前，公司是国内最大的出口型蓄电池企业，2018 年公司蓄电池出口额占全国总出口额的 32%，产品系列横跨铅酸电池、锂电池与燃料电池三大类。公司拥有越南、湖北和深圳三大生产基地。

图 1：公司铅酸业务分布

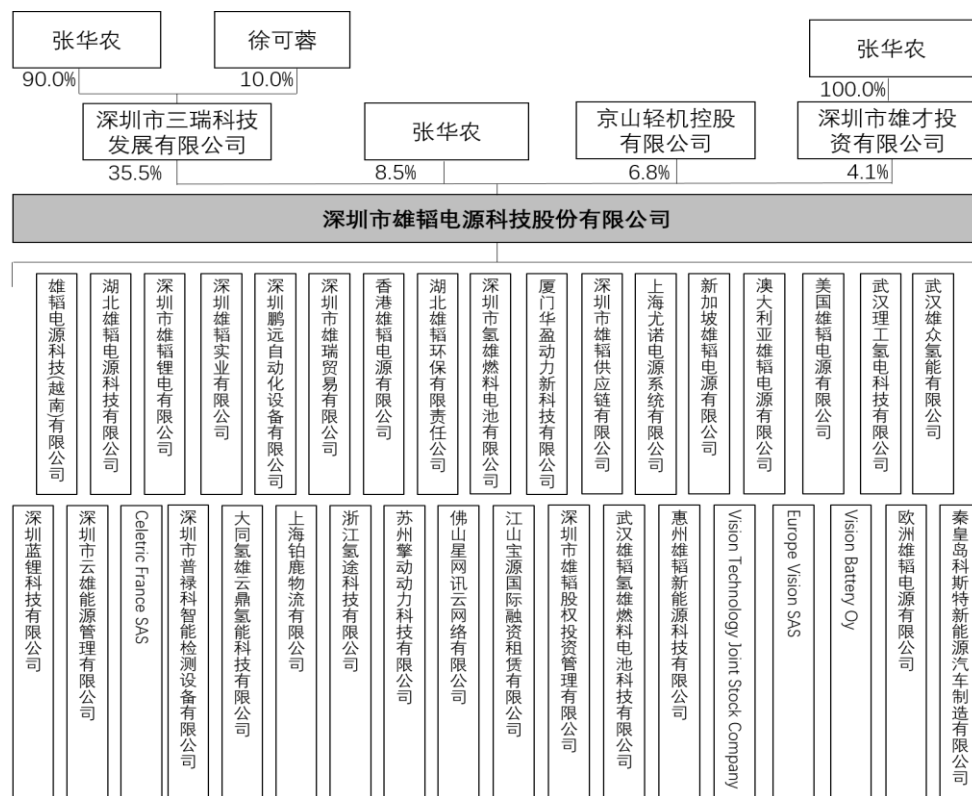


资料来源：公司官网，中信证券研究部

**实控人大比例持股，股权结构稳定。**公司的实际控制人张华农与其妻子徐可蓉稳定掌握公司控制权。目前，张华农直接持股 8.5%，并通过其全资控制的雄才投资间接持股 4.1%。徐可蓉直接持股 0.25%。同时，公司最大的股东三瑞科技持股 35.5%，其实际控制人为张华农与徐可蓉，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 44.6%，徐可蓉有效持股共计 3.8%，两人共计持股 48.4%。

**公司控股子公司多元，协同效应强化产业链竞争力。**截至 2018 年 12 月公司共有子公司 35 家，涉及范围涵盖铅酸电池生产经销、锂电池生产、燃料电池研发生产、设备生产、融资租赁等领域，协同效应强化产业链竞争力。同时，公司积极持有燃料电池生产企业股权，通过外延收购迅速掌握核心卡位环节技术，抢占市场先机。

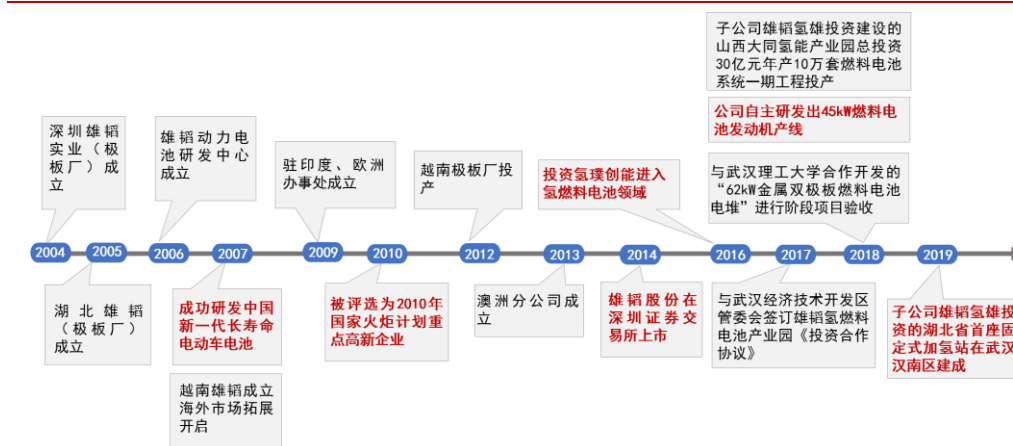
图 2：公司股权结构



资料来源：公司年报，中信证券研究部

**积极布局海外市场，不断拓展新能源业务。**公司自 2007 年始积极扩展海外版图，相继在越南、印度、欧洲、澳洲成立分公司负责当地业务，海外业务逐渐成为公司主要收入来源地，2018 年海外地区收入占总营收 65.4%。公司起步于铅酸蓄电池并持续升级业务范围，2007 年公司进入锂电池领域，并在武汉、深圳、越南相继布局生产基地，2016 年公司正式切入燃料电池行业，通过自设子公司及参股行业内公司，布局上游膜电极、电堆生产，中游发动机集成以及加氢站建设。

图 3：公司历史沿革



资料来源：公司官网，中信证券研究部



## 产品齐全、客户优质，新能源布局价值兑现

**电池产品种类齐全，应用场景广泛。**目前公司产品涵盖密封铅酸蓄电池（AGM、胶体两大系列）、锂离子电池（钴酸锂、磷酸铁锂、锰酸锂三大系列）和燃料电池。其中，密封铅酸蓄电池主要用于通信基站供电、UPS、电动助力车动力电池、汽车启动电池等领域；磷酸铁锂电池主要用于 UPS、电动助力车动力电池、通信基站供电等领域；燃料电池主要用于商用车动力电池领域。

图 4：公司主要产品及应用领域



资料来源：公司官网，中信证券研究部

**客户资源优质，覆盖行业多元。**公司客户涉及通信、UPS、新能源等领域，多为行业领军企业。通信行业客户涵盖业内绝大多数龙头，包括中国移动、中国联通、中国电信、华为等，公司在通信行业电源领域处于领先地位。UPS 行业是公司重点业务线，客户囊括国内外一线 UPS 制造商，公司对 UPS 电源供应处于领头羊地位。锂电池客户包括全球最大的高尔夫车制造商 EZGO 和中科恒源，燃料电池客户包括东风汽车、中国南车、五洲龙等优质企业，合作前景可期。

图 5：公司主要客户

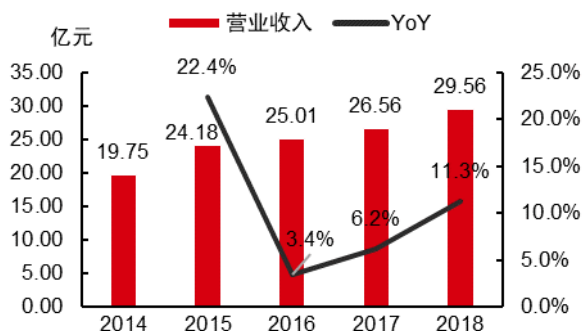


资料来源：公司官网，中信证券研究部

**营收规模持续增长，新能源业务增长加速。**2014-2018 年，公司营收逐年增长，2016 年后加速增长，系铅酸电池扩展海外市场，亚洲新兴市场如越南、印度成为增长主力，同时国内市场基本盘保持稳定。2018 年铅酸电池/锂电池/燃料电池营收占比为 77.1%/16.2%/2.8%。公司与战略客户在铅酸电池方面加深合作，使公司铅酸业务业绩保持稳定增长。

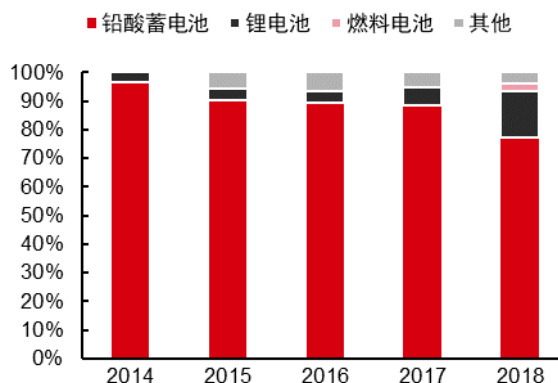
新能源业务方面，公司早期锂电布局迎来回报期，2018 年锂电业务营收增长 181.7%，系 2018 年公司收获来自 RELIANCE JIO INFOCOMM LIMITED 价值 3.17 亿元的巨额锂电池订单。公司 2019 年一季报显示越南工厂订单饱满，需求加速增长。为此公司积极扩大越南工厂产能，同时规避中美贸易摩擦的不确定性。燃料电池方面，公司采用自主化和产业链整合双线并行，强化产品高功率、高性价比、差异化的竞争优势，计划利用未来 3-5 年的时间，成为氢能行业真正意义上的领先企业。

图 6：2014-2018 年公司营收



资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 7：2014-2018 年公司营收分布

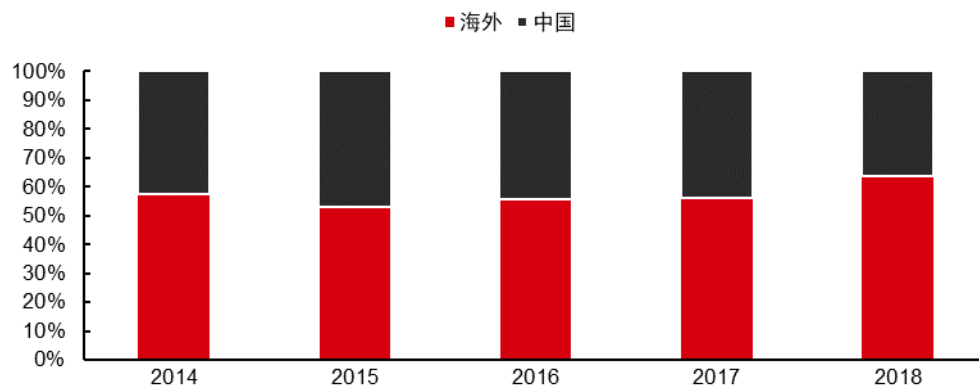


资料来源：公司年报，中信证券研究部



**海外营收占比提升。**2014-2018 年，公司收入结构中海外业务比重占比过半，主要集中在亚洲和欧洲地区。近年来菲律宾、俄罗斯、印度等新兴经济体快速发展，使得这些国家通信行业得以高速增长，后备电源的市场容量不断扩大，也带动了公司产品在该地区的销售收入快速增长。

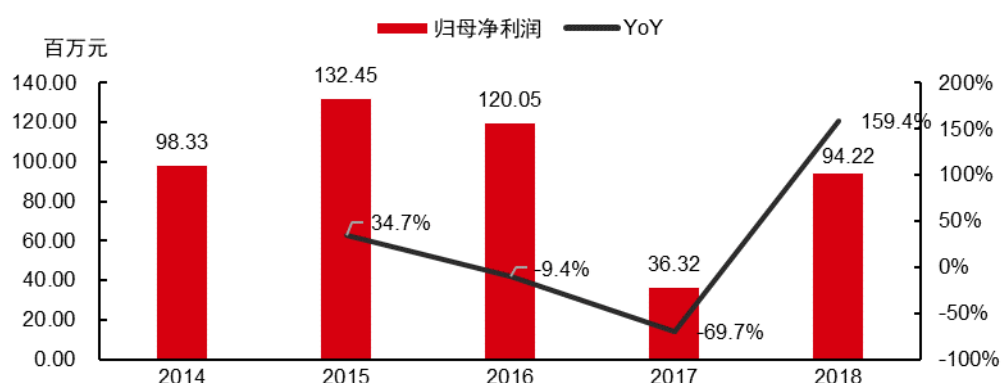
图 8：2014-2018 公司营收地区构成



资料来源：公司年报，中信证券研究部

**归母净利润转好，静待新业务布局奏效。**2014-2018 年，公司归母净利润分别为 98.33/132.45/120.05/36.32/94.22 百万元，2017 年归母净利润下滑明显，系公司加大了燃料电池产业链的投入。同时，当年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，此外，公司将深圳铅酸电池业务转移至湖北、越南生产基地需产生较高的员工安置费用。2018 年归母净利润有所回升，预计 2019 年新业务布局奏效后，盈利能力将持续修复。

图 9：2014-2018 年公司归母净利润



资料来源：公司年报，中信证券研究部

## ■ 铅酸电池发展遇冷，燃料电池持续火热

### 平价铅酸电池应用广泛，性能环保短板成低端能源

工业应用历史悠久，应用场景广泛。1859 年法国物理学家普兰特发明铅酸蓄电池，至今已经有 150 多年的历史，是最早工业化应用的二次电池。按照应用领域划分，铅酸蓄电池主要可分为备用电源电池、储能电池、启动电池和动力电池四大类。备用电源电池是主要用于通讯备用电源、不间断电源(UPS)、应急照明电源及其他备用电源的蓄电池。储能电池适用于供太阳能发电设备和风力发电机以及其他可再生能源的储能用蓄电池。启动电池是主要应用于汽车、摩托车、燃油发动机启动、点火和照明的蓄电池。动力电池主要应用于电动自行车、电动特种车、低速电动乘用车、混合电动车等电动车辆作为动力。

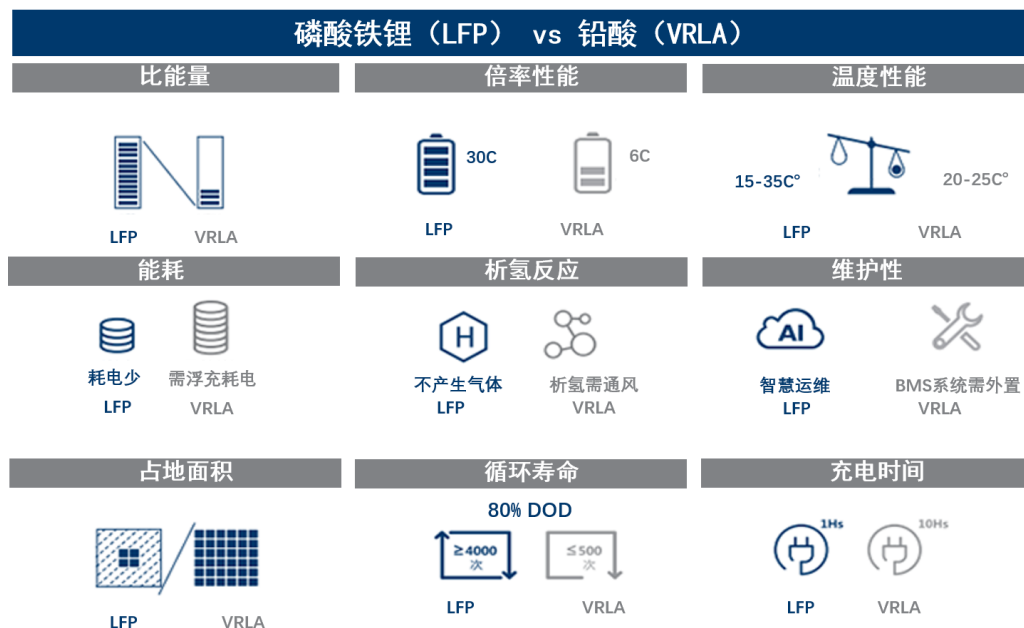
图 10：铅酸电池应用场景



资料来源：北极星储能网，中信证券研究部绘制

**早期耐用廉价是优势，未来性能环保成主要制约。**铅酸蓄电池的性能优势主要为：1) 技术成熟，性能稳定；2) 无可燃性，安全性好；3) 生产成本低，回收残值高。因此铅酸蓄电池广泛应用于启动电池、储能电池等领域。其性能劣势在于 1) 质量和体积能量密度低，仅为锂离子电池的 1/3 左右，不适宜在要求质量轻、体积小的应用场景使用；2) 循环寿命较短，理论循环次数仅为锂离子电池 1/3 左右；3) 环保性较差，铅是铅酸蓄电池的主要原材料，铅酸蓄电池制造产业链(原生铅冶炼、电池制造、电池回收、再生铅冶炼)存在很高的铅污染风险，如果管理不善会对环境造成污染和对人体健康产生危害。

图 11：磷酸铁锂与铅酸电池技术参数对比



资料来源：高工锂电

**产业政策法规持续严格，铅酸电池行业发展遇冷。**2008 年开始，环保部接连发布《清洁生产标准废铅酸蓄电池铅回收业》、《清洁生产标准铅蓄电池工业》、《废铅酸蓄电池处理污染控制技术规范》、《铅蓄电池生产及再生污染防治技术政策》，对铅酸电池产业链产生的污染控制提出更高要求，规范铅蓄电池生产及再生行业污染治理和管理行为，行业的环保提质压力陡增，铅酸电池近年因此发展遇冷。同时，国家通过税收手段淘汰低端、高污染行业。2016 年财政部与国税总局对铅蓄电池按 4% 税率征收消费税，导致企业利润锐减，部分企业转移至境外设厂。

2012 年工信部发布《铅蓄电池行业准入条件》，要求新建项目年产能不低于 50 万 kWh，从源头扼制低端产能。2017 年，《四轮低速电动车——技术条件（草案）》发布，规定低速电动车的驱动形式必须为锂电池。2019 年 4 月 15 日，“史上最严”电动自行车新国标发布，明确要求电动自行车蓄电池能量密度不得低于 38Wh/kg，持续压缩铅酸电池市场空间。

表 1：我国氢能和燃料电池产业链相关政策

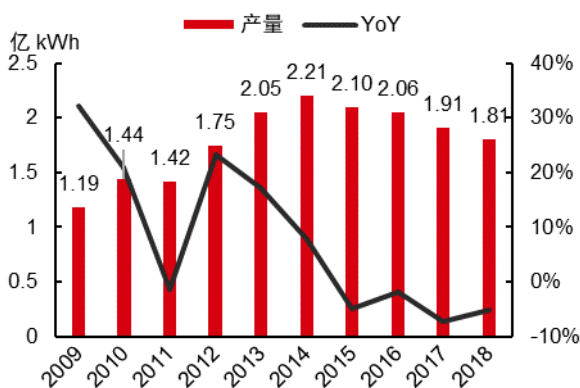
日期	部门	文件
2008	环保部	《清洁生产标准：铅蓄电池工业》
2009	环保部	《清洁生产标准：废铅酸蓄电池回收业》
2009	环保部	《废铅酸蓄电池处理污染控制技术规范》
2012	工信部	《铅蓄电池行业准入条件》
2015	工信部	《铅蓄电池行业规范条件》（2015 年本）
2016	环保部	《铅蓄电池生产及再生污染防治技术政策》
2016	财政部、国税总局	《财政部国家税务总局关于对电池、涂料征收消费税的通知》
2017	工信部	《四轮低速电动车——技术条件（草案）》

日期	部门	文件
2019	工信部	《电动自行车安全技术规范》GB17761-2018

资料来源：环保部，工信部，财政部，国税总局，中信证券研究部

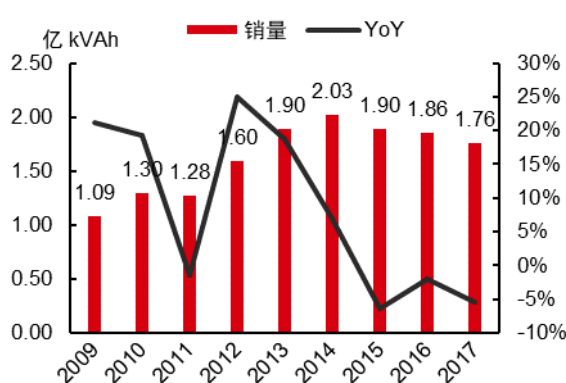
**产销量增长拐点已现，市场规模增速放缓。**2015-2018 年，我国铅酸蓄电池产销量在 2014 年达到峰值后持续回落。随着政策不断严苛，对其他高端电源如锂电池和燃料电池的扶持力度不断增加，我们预计铅酸电池产销量下降趋势将持续。从全球来看，虽然铅酸电池市场规模持续增加，但增速自 2015 年后放缓，预计未来大概率出现负增长。

图 12：2009-2018 年我国铅酸电池产量



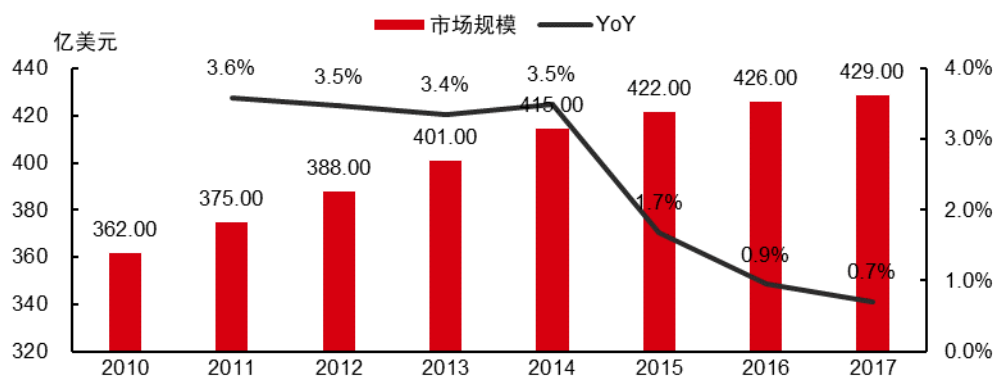
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 13：2009-2017 年我国铅酸电池销量



资料来源：智研咨询，中信证券研究部

图 14：2010-2017 全球铅酸电池市场规模



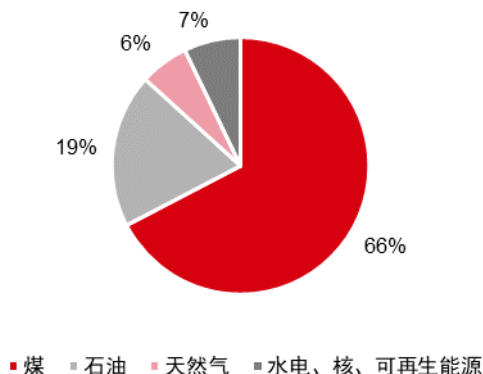
资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部

## 燃料电池产业化进程提速，助力高端绿色能源转型

**清洁高效优势显著，氢能时代加速到来。**2015 年 6 月我国政府向联合国气候变化框架公约秘书处提交的《强化应对气候变化行动——中国国家自主贡献》指出我国到 2030 年单位 GDP 二氧化碳需减排至 2005 年的 60%-65%，目前以化石能源为主的能源消费结构为我国减排目标带来了巨大的挑战。氢能以其清洁环保、效能高、来源广、可储能等优势，被称为“终极能源”，是未来替代矿物能源的最佳选择。据世界氢能协会预计，到 2050

年全球环境 20%的二氧化碳的减排要靠氢气来完成，氢能汽车将占到全球的车辆的 20% 到 25%，并承担 18%以上的能源需求。

图 15：我国能源结构



资料来源：中国产业信息网，中信证券研究部

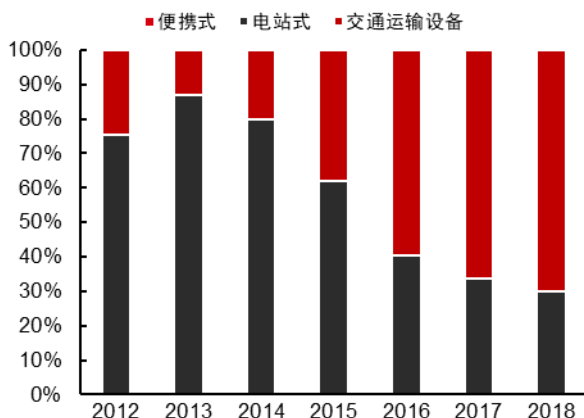
图 16：氢能优势



资料来源：国家能源集团

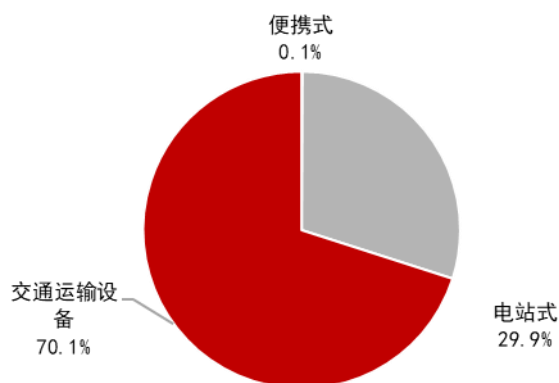
**燃料电池是氢能产业的突破口，交通领域成最大应用场景。**燃料电池通过氧化还原反应将氢气中的化学能高效转化成电能，是利用氢能的最佳工具。目前全球汽车电动化浪潮正盛；据 E4tech 数据，燃料电池在交通领域规模占比逐年提升，已成为燃料电池最大应用场景。2018 年全球燃料电池出货规模 803.1MW（+21.9%），其中交通领域占据 70%。

图 17：2012-2018 年全球燃料电池应用领域按系统功率占比



资料来源：E4tech，中信证券研究部

图 18：2018 年全球燃料电池应用领域按系统功率占比



资料来源：E4tech，中信证券研究部

**政策扶持力度渐强，产业化态势明显。**《2019 年国务院政府工作报告》首次写入支持加氢设施建设，正式开启燃料电池产业化元年。随后利好政策密集出台，如新能源车地补转向加氢设施建设，燃料电池产业列入《产业结构调整目录》鼓励类等。根据前期政策目标及目前落实情况，我们预计未来仍有系列利好政策落地，如燃料电池“十城千辆”项目有望今年实施。从上下游、市场、政策、人才等维度考量，我们研判时下燃料电池行业节点与锂离子电池行业在 2009 年左右节点类似，预计未来十年燃料电池行业将呈现爆发式增长。

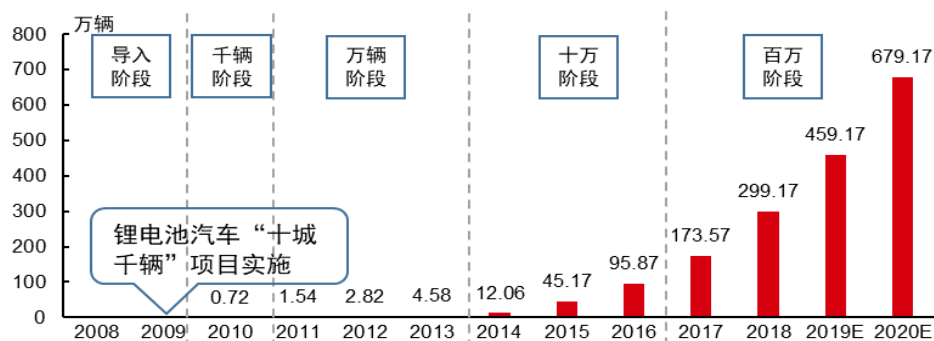


表 2：我国氢能和燃料电池产业链相关政策

日期	部门	文件	内容
2009	能源局	《节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法》	对于试点城市零排放纯电动和燃料电池汽车补贴 6-60 万元不等。
2011	工信部、国家税务总局	《中华人民共和国车船税法》	混合动力汽车、燃料电池汽车和插电式混合动力汽车免征车船税。
2012	国务院	《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）》	开展燃料电池电堆、发动机及其关键材料核心技术研究。把握世界新能源汽车发展动向，对新能源汽车技术加大研究力度。
2014	工信部、国家税务总局	《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》	2014 年 9 月-2017 年 12 月，对购置新能源汽车免征车辆购置税，并发布《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》。
2014	财政部	《关于新能源汽车充电设施建设奖励的通知》	对符合国家技术标准且日加氢能力不低于 200 公斤的新建燃料电池汽车加氢站每个站奖励 400 万元。
2014	国务院	能源发展战略行动计划（2014-2020 年）	正式将“氢能与燃料电池”作为能源科技创新战略方向
2015	财政部、科技部、工信部、发改委	《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》	2017—2020 年除燃料电池汽车外其他车型补助标准适当退坡，其中：2017—2018 年补助标准在 2016 年基础上下降 20%，2019-2020 年补助标准在 2016 年基础上下降 40%。
2016	发改委、能源局	《能源技术革命创新行动计划 2016-2030》、《能源技术革命重点创新行动路线图》	发展氢能和燃料电池技术创新、先进储能技术创新等提出在先进燃料电池、燃料电池分布式发电、氢的制取储运及加氢站等方面开展研发。
2017	发改委、能源局	《能源发展“十三五”规划》	集中攻关新型高效电池储能、氢能和燃料电池。发挥我国能源市场空间大、工程实践机会多的优势，加大资金、政策扶持力度，重点在大规模储能、柔性直流输电、制氢等领域，建设一批创新示范工程，推动先进产能建设
2018	发改委、工信部、财政部、科技部	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	燃料电池汽车补贴力度保持不变，燃料电池乘用车按燃料电池系统的额定功率进行补贴，燃料电池客车和专用车采用定额补贴方式。
2019	国务院	《2019 年国务院政府工作报告》	推动充电、加氢等基础设施建设。
2019	发改委、工信部、财政部、科技部	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	取消地方购车补贴（燃料电池车除外），转为支持加氢（充电）基础设施建设和配套运营服务。
2019	发改委	《产业结构调整指导目录》（2019 年征求意见稿）	氢能及燃料电池产业被纳入鼓励类发展

资料来源：相关部委网站，中信证券研究部

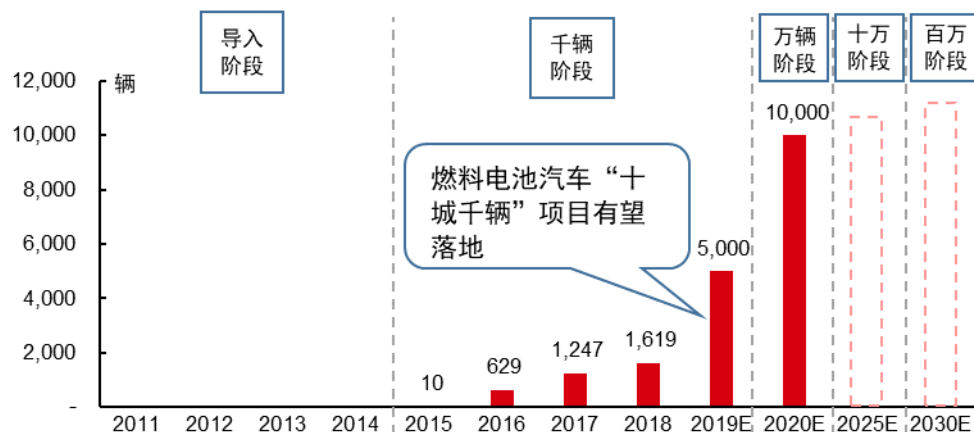
图 19：2008-2020 年锂离子电池汽车累计销量及预测



资料来源：中汽协（含预测），中信证券研究部



图 20：2011-2030 年燃料电池汽车累计销量及预测



资料来源：GGII（含预测），中信证券研究部

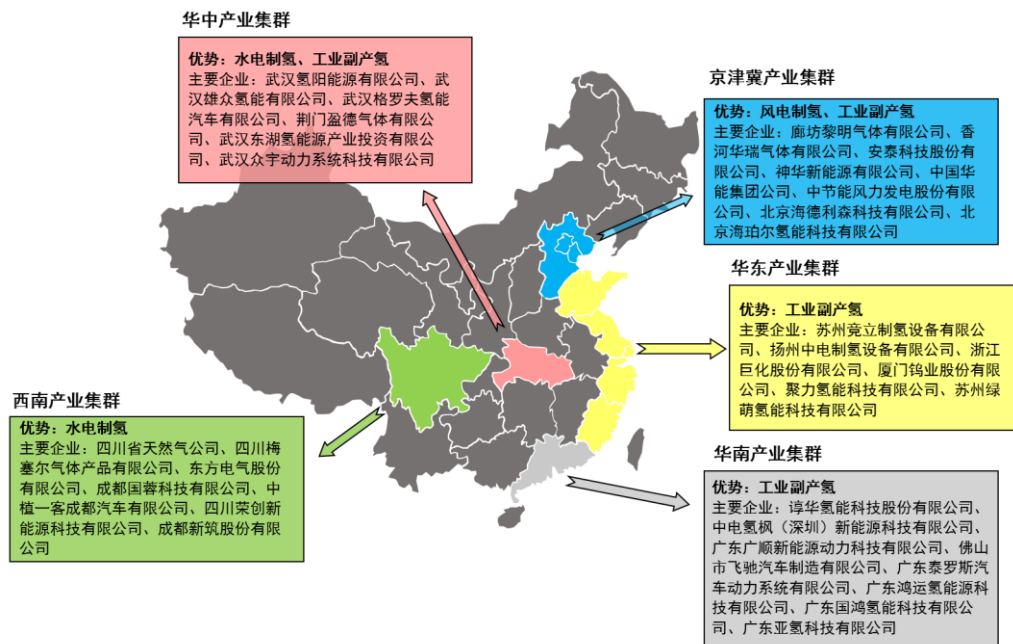
表 3：燃料电池 2019 年节点与锂离子电池 2009 年节点多维度对比

	氢燃料电池汽车（2019 年）	锂电池汽车（2009 年）
上游电池企业情况	出现多家燃料电池企业，但自主研发能力较弱，但拥有制造、匹配技术。	出现多家锂动力电池供应商（比克、比亚迪等），能够提供车用动力电池，拥有自主研发能力及制造能力，但性能较差。
国际整车企业情况	少量知名车企推出了量产燃料电池汽车，但出现了标杆性企业--丰田 Mirai。	仅知名少量车企推出了电动汽车，但出现了标杆性企业--特斯拉，日产聆风。
国内整车企业情况	推出的燃料电池汽车多为政府项目（客车、专用车），且为试运营作用；知名乘用车企业仅上汽推出了产品。	知名企业仅有比亚迪推出了乘用车产品。
下游市场情况	消费者接触少，但也有一定认同。	消费者接触少，认同小。
资本市场情况	大量融资，众多上市公司布局。	融资较少，上市公司布局较少。
社会情况	加氢站数量极少。	充电桩数量极少。
政策情况	补贴不退坡。	2009 年推出公共服务领域补贴政策，2010 年提出私人购车补贴政策。
地方政府情况	出现大量产业园，当地政府大力支持。	产业园区较少。
人才情况	归国人才较多。	人才较少。

资料来源：微信公众号能链，中信证券研究部

由点及面稳步推进，区位优势、容量大的地区是成长沃土。氢气的来源很大程度上决定了燃料电池汽车的使用成本，可获取、低成本的氢资源将有利于燃料电池汽车的市场导入，因此具备氢能禀赋优势、燃料电池市场容量高的地区将率先发展，再辐射周边地区形成规模化产业集群。目前来看较有潜力的是京津冀、华东、华南、华中、西南五大产业集群，未来短期内的燃料电池车增量大部分将从这些地区产生，预计布局于此的企业可获丰厚业绩，提前成长。

图 21：我国氢能产业集群

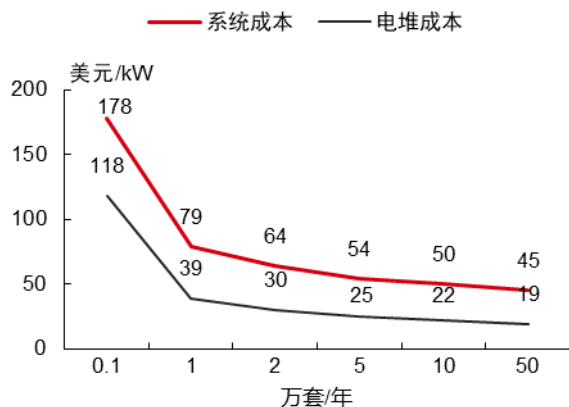


资料来源：中商产业研究院，中信证券研究部

**具备下游优质客户资源的企业享受技术加速迭代和下游放量双重红利。**我国在中下游已具备集成和量产能力，在上游原材料例如膜电极、气体扩散层等核心环节仍依赖进口。车规级的自主燃料电池产品与国外产品在功率密度、铂载量、循环寿命等技术参数上仍存在一定差距。产生差距的主要原因在于相比国外缺乏足够充分的实车验证。例如，全球燃料电池龙头巴拉德动力系统有 300 辆在营车辆和超过 1400 万公里的累计运营里程。国内用于示范的氢燃料电池汽车 200 余辆，累计运营里程仅 140 万公里。

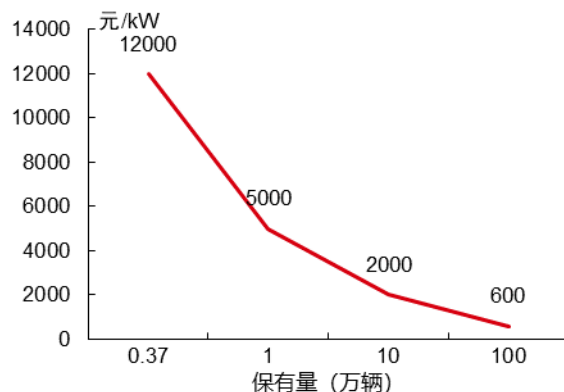
类比锂电池，我们认为在燃料电池产业化催化下，国内燃料电池技术将加速突破，因此具有更多下游客户资源且有实质性进展的企业将获得更加充分的产品验证，加速迭代；同时享受下游市场放量红利，占据市场先发优势。据 DOE 数据，当产量从 0.1 万套增加至 1 万套时，系统成本下降 57%。根据《节能与新能源汽车路线图》（中国汽车工程学会），当保有量从目前的 0.37 万辆增加至 1 万辆时，系统成本下降 50%。优质的下游客户资源带来的规模效应迅速降低成本，有利于提高企业的产品竞争力，稳固市场地位。

图 22：海外燃料电池成本与产量的关系



资料来源：DOE，中信证券研究部

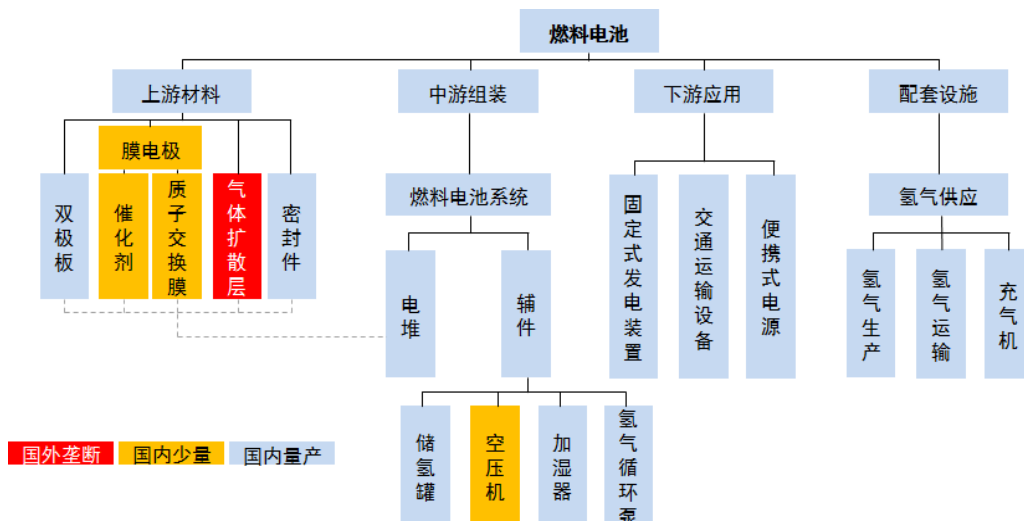
图 23：国内燃料电池系统成本与燃料电池汽车保有量的关系



资料来源：节能与新能源汽车路线图（中国汽车工程学会），中信证券研究部

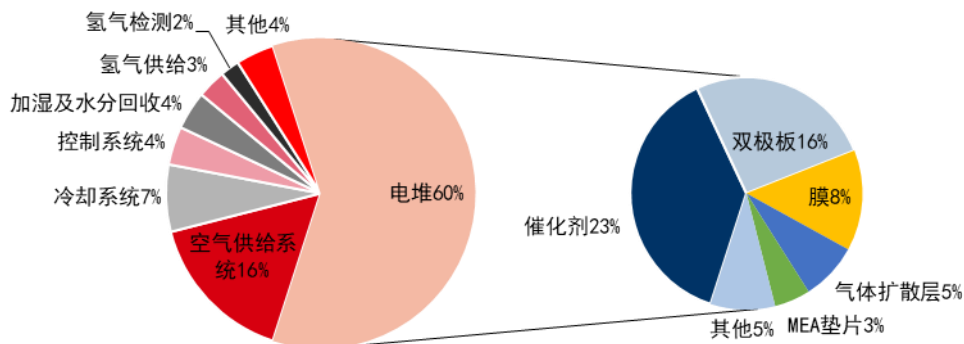
**上游材料是核心环节，率先突破的企业将掌握一定市场主动权。**燃料电池产业链包括上游材料、中游组装、下游应用和配套设施。其中上游原材料中的膜电极及其组分催化剂和质子交换膜国内仅能少量生产，气体扩散层则由国外厂商完全垄断。据 DOE 估算，膜电极占据燃料电池系统成本 31%，是价值量最高的原材料。此外，膜电极是决定燃料电池系统寿命、性能的关键部件。因此，上游材料是燃料电池产业链的核心环节，率先突破的企业将掌握一定市场主动权。

图 24：燃料电池产业链



资料来源：中信证券研究部绘制

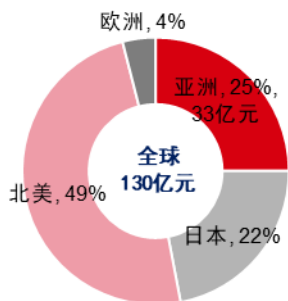
图 25：燃料电池系统各环节成本构成



资料来源：DOE，中信证券研究部

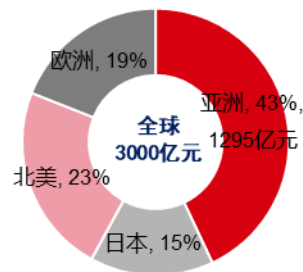
**全球燃料电池市场规模 2030 年突破 3000 亿元，中国有望成为最大市场。**根据日本富士经济调查会社预测，全球燃料电池市场规模将在 2030 年达到人民币 3000 亿元左右，比 2018 年增长 22 倍。其中，亚洲地区（不含日本）燃料电池市场规模约人民币 1300 亿元，比 2018 年增长 38 倍。应用场景方面，预计 2030 年车用燃料电池市场规模占比达 45%，是燃料电池最主要的应用场景。目前我国燃料电池产业化态势加快推进，凭借率先形成锂电池电动车规模化市场及推广经验，未来有望成为燃料电池最大市场。

图 26：2018 年全球燃料电池市场规模及市场格局



资料来源：日本富士经济调查会社、中信证券研究部

图 27：2030 年全球燃料电池市场规模及市场格局

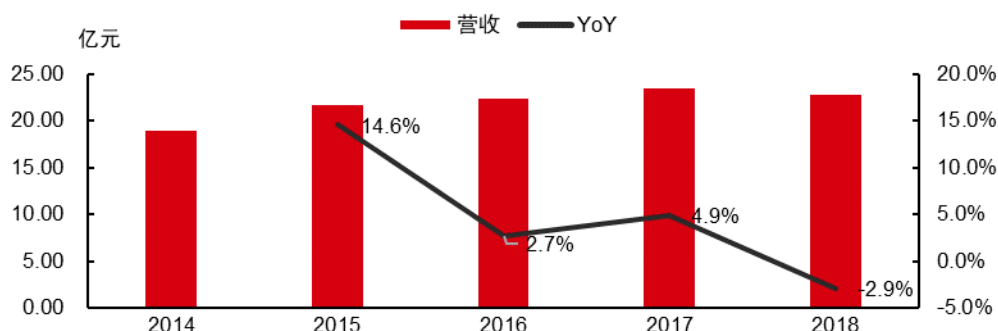


资料来源：日本富士经济调查会社预测、中信证券研究部



转型升级。燃料电池产业获得国家政策支持，成长确定性强，市场前景广阔，目前公司已建成标准实验与检测中心 4 座，直接投资产业链企业 6 家，合作产业内研究机构 5 家，4 款搭载公司燃料电池发动机的车型入选工信部新能源汽车推广目录，处于行业领先地位。

图 30：公司铅酸电池业务营业收入及增速



资料来源：公司年报，中信证券研究部

**参股行业内领先企业，快速展开产业布局。**自 2016 年起，公司投资业内技术领先、卡位燃料电池产业链核心环节的企业，如电堆企业氢璞创能、膜电极企业擎动科技和燃料电池系统集成商氢途科技；收购武汉理工新能源，成立主营发动机和电堆生产控股子公司武汉理工氢电；投建雄韬氢燃料电池产业园，成立雄韬氢雄，主营发动机、电堆生产以及加氢站建设；在山西大同投建雄韬氢能大同产业园，成立氢雄云鼎；参股已建设 10 座加氢站的加氢站投建及运营公司上海氢枫。公司燃料电池产业布局集中在华中、华北氢能产业集群，依托当地富集的氢能发展优势，形成协同效应，降低成本实现规模化经营。

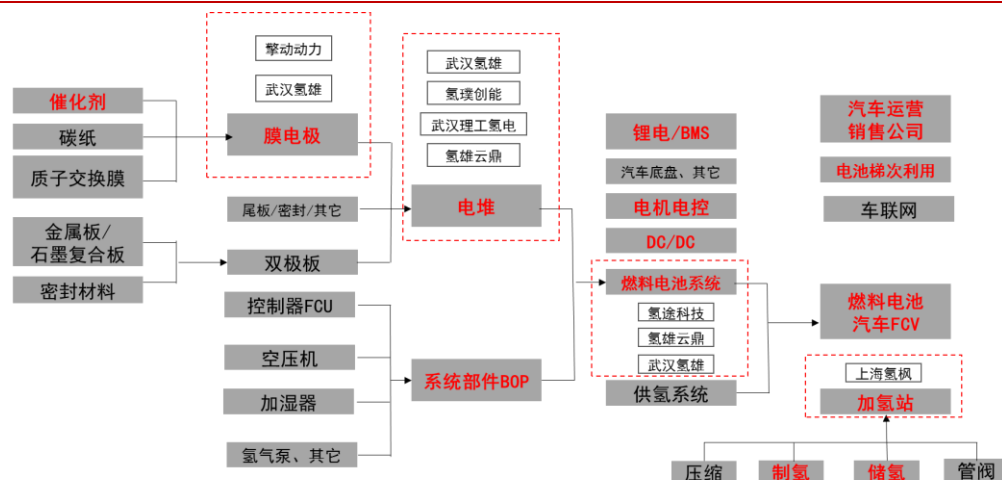
表 4：公司参控股燃料电池行业公司

时间	地点	参（控）股公司	主营业务
2016	北京	氢璞创能	电堆生产
2017	浙江湖州	氢途科技	燃料电池系统集成
2017	湖北武汉	武汉氢雄	电堆、发动机、膜电极生产
2017	江苏苏州	擎动动力	膜电极生产
2018	湖北武汉	武汉理工氢电	电堆研发生产
2018	山西大同	氢雄云鼎	电堆、发动机生产
2019	上海	上海氢枫	加氢站投建及运营

资料来源：公司年报，中信证券研究部



图 31：公司产业链布局



注1：红色字体为已投资或拟投资/合作领域  
注2：红色虚线框内为雄韬股份在该领域参股的公司

资料来源：氢能与燃料电池观察微信公众号，中信证券研究部

**公司投资方向专注燃料电池，暂缓锂电池业务投资。**2019 年 4 月，公司通过非公开发行股票募集资金 14.15 亿元，主要用于武汉雄韬氢燃料电池发动机产业化基地建设项目、深圳雄韬氢燃料电池产业园项目和深圳雄韬氢燃料电池电堆研发项目。同时，由于锂电池行业竞争加剧，公司将原为锂电池建设项目募集的 4 亿元资金变更用途投资到深圳雄韬氢燃料电池园项目。此外，公司精简发展前景黯淡的业务，将主营新能源汽车生产的子公司秦皇岛斯科特整体剥离。

表 5：非公开发行股票募集资金用途

项目名称	投资总额（亿元）	募集资金拟投入金额（亿元）
武汉雄韬氢燃料电池发动机产业化基地建设项目	8.69	5.23
深圳雄韬氢燃料电池产业园项目	9.04	3.80
深圳雄韬氢燃料电池电堆研发项目	2.00	0.92
补充流动资金	4.20	4.20
<b>合计</b>	<b>23.93</b>	<b>14.15</b>

资料来源：公司公告、中信证券研究部

## 燃料电池全产业链布局，塑造协同效应

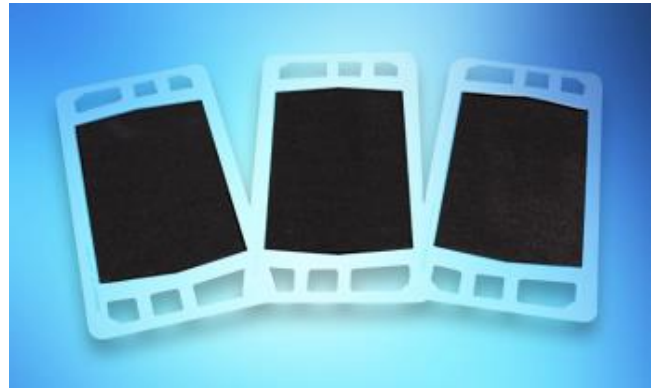
**上游核心部件不断突破，创造降本空间。**2017 年 9 月，公司参股子公司擎动科技自主研发的铂合金催化剂成功量产，贵金属铂的用量降低 75%，可以使公司电堆生产成本降低 17%左右。2019 年 2 月，擎动科技自主研发的国内首套“卷对卷直接涂布法”膜电极生产线投产，该工艺自动化程度高、效率高、制造成本低、产品性能和耐久性高，原先该技术受国外垄断。苏州擎动规划年产膜电极 100 万片，预计产值超过 3 亿元，量产后膜电极生产成本将下降 50%。

图 32：擎动科技卷对卷直接涂布法



资料来源：擎动科技

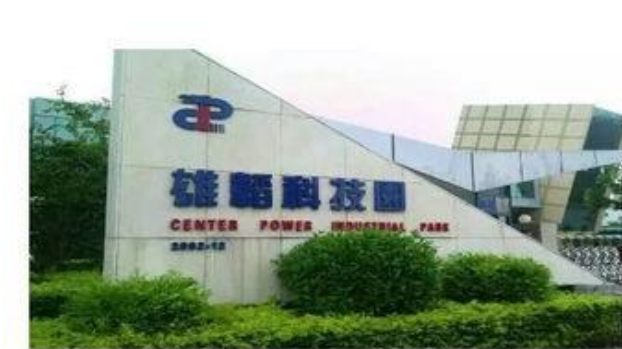
图 33：擎动科技车用膜电极



资料来源：擎动科技

**积极建设产业园，规模化生产可期。**公司控股子公司雄韬氢雄分别在湖北武汉、山西大同建立雄韬氢燃料电池产业园，总投资预计达到 69 亿元。其中，武汉产业园发动机/电堆/膜电极预期年产能分别为 10 万套/10 万套/50 万平方米，大同产业园发动机/电堆预期年产能分别为 5 万套/5 万套。目前，武汉工厂膜电极车间已完工，设备正在安装调试；电堆车间于 2019 年 4 月试产；发动机车间已完成调试并试产近百台发动机；大同工厂一期临时厂房已经正式投产，氢燃料电池发动机系统达到产能 3 万套/年。公司在参股膜电极生产企业的同时，设立子公司开展膜电极研产，打造核心卡位环节双保险。

图 34：武汉雄韬产业园



资料来源：武汉雄韬氢雄燃料电池科技有限公司官网

图 35：大同雄韬氢雄云鼎产业园示意图



资料来源：国际新能源网

**加码加氢站建设，完善氢能应用生态。**由公司投建的武汉汉南加氢站已于 2019 年 4 月投入使用，为武汉首个固定式加氢站，占地 15 亩，加氢能力为 1000kg/d，加注压力为 35Mpa，并预留了 70Mpa 加注压力和 700kg/d 加注能力的扩展空间，是国内最大的加氢站之一。公司在大同布局加氢站设备已安装完毕进入调试阶段，投入使用后将成为全国首座制氢加氢一体站公司规划分别在武汉和大同建设示范运营加氢站 10-20/5-20 座，将满足 6000 台以上氢能整车示范运营。

图 36：武汉汉南雄众加氢站

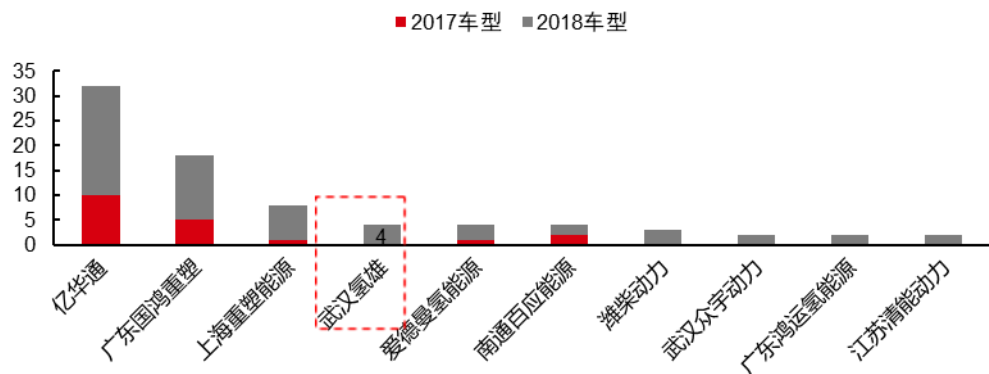


资料来源：新浪网

**燃料电池产品获大额订单，增厚公司业绩。**2018 年 9 月 30 日，公司公告大同市人民政府与大同市开发区睿鼎新能源汽车销售有限公司签署 300 辆燃料电池采购合同，合同金额 10.08 亿元。该合同指定所有燃料电池公交车的燃料电池系统均由公司子公司大同氢雄云鼎氢能科技有限公司配套，将由 2019 年内完成交付。考虑燃料电池系统成本占整车约 50%，乐观/中性/悲观预计该合同将为公司带来约 5/3/2 亿营收，增厚公司业绩。

**与整车厂合作不断深化，量产车型入围工信部目录。**整车方面，公司与南京金龙、中通客车合作开发的燃料电池客车以及与东风汽车合作开发的燃料电池专用车已经进入工信部新能源汽车推荐目录，公司累计配套车型数量排名处于并列第四位。公司正在持续接洽的客车厂商包括安徽星凯龙客车有限公司、厦门金龙旅行车有限公司、上海申龙客车有限公司、东风特汽客车有限公司、东风扬子江客车有限公司等；专用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，与整车厂的合作持续深化。

图 37：工信部新能源车推荐目录车型数量



资料来源：工信部，中信证券研究部绘制

## 产学研合作深入，研发能力居前列

产品性能位于第一梯队，产品覆盖类型多样。燃料电池发动机方面，公司自主开发了 QX-3045 45kW 燃料电池发动机系统，Gen-3 复合板燃料电池电堆及 Gen-4 金属板燃料电池电堆等，在体积比功率、质量比功率均属国内领先水平，综合性能位居全国前列，未来公司将继续优化与升级 45kW/60kW 发动机系统，同时展开 100kW 及以上发动机系统研发；电堆方面，公司产品类型实现全覆盖，额定功率覆盖 18kW-100kW。未来，公司将继续优化 75kW 及以上大功率电堆性能，金属板电堆与复合板电堆研发齐头并进。

表 6：国内燃料电池发动机技术参数对比

公司	雄韬氢雄	亿华通	弗尔赛	武汉众宇动力
型号	QX-3045	YHTG-60	RDZ04-36K	TW4100
额定功率（kW）	30-45	63	36	41
体积比功率密度（W/L）	381	100	157	95
质量比功率密度（W/kg）	401	254	131	169
防护等级	IP67	IP67	-	IP67

资料来源：公司官网，中信证券研究部

广泛与高校开展合作，持续吸收前沿技术。在产学研一体化方面，公司联合武汉理工大学、武汉工程大学、同济大学、华南理工大学等构建产学研一体化体系，共建先进技术研究院。公司还与香港理工大学、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、厦门大学、哈尔滨工业大学等合作进行新材料、新产品的研究。众多科研机构为公司提供技术支撑，有助于公司持续吸收最前沿技术，维持产品竞争力。

图 38：公司产学研合作院校

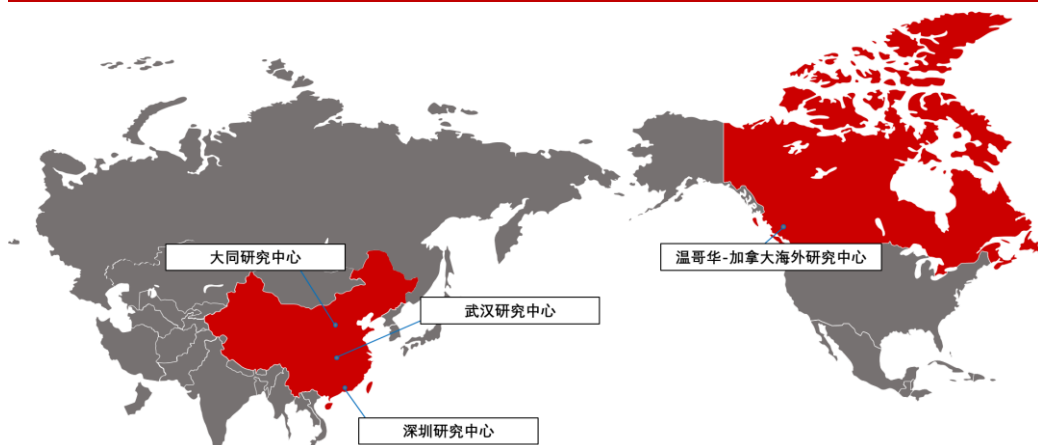


资料来源：亚化咨询，中信证券研究部



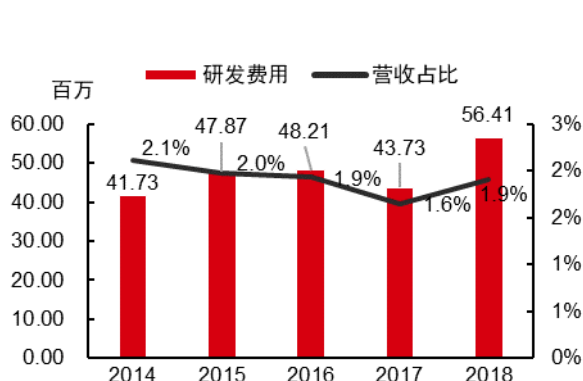
**研发中心布局海内外，研发投入持续增加。**在产业前瞻布局方面，公司在湖北武汉市、山西大同市、广东深圳市与加拿大温哥华市成立了研究中心。公司研发投入波动增加，占营收比例均在 1.5%以上。公司研发人员占比逐年提高，由生产密集型企业向研发密集型企业转型。

图 39：公司燃料电池研发布局



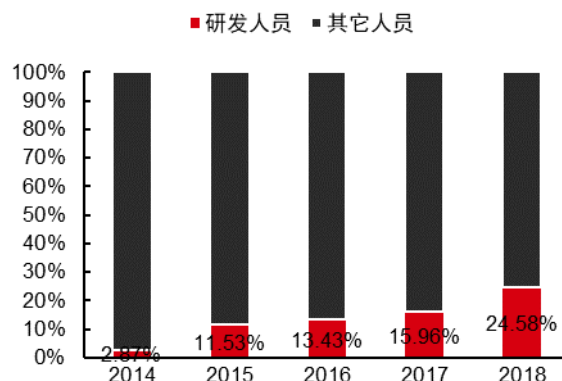
资料来源：亚化咨询，中信证券研究部

图 40：公司研发费用及年增长率



资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 41：公司研发人员占比

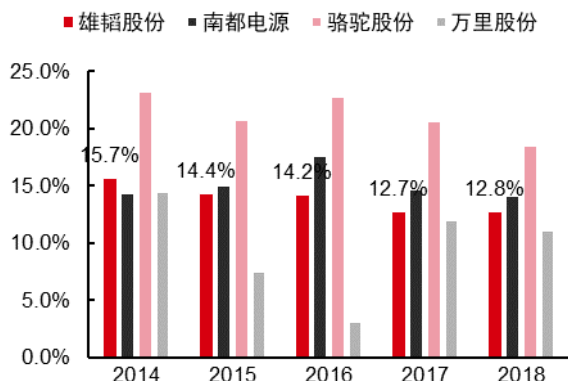


资料来源：公司年报，中信证券研究部

## 财务分析：盈利运营处中游，燃电产品附加价值高

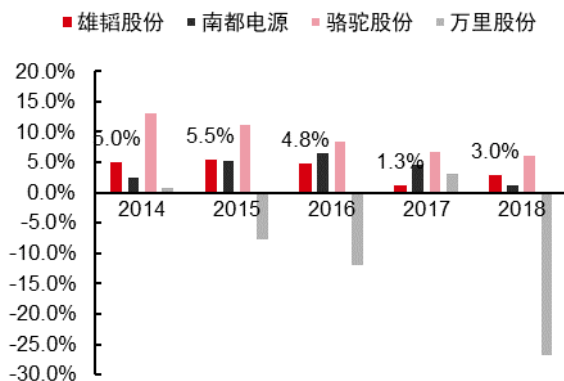
**盈利能力稳定，维持行业中游水平。**2014-2018 年，公司毛利率维持在 15%左右，处于行业中游水平，相对稳定，系公司与大部分客户建立了产品销售价格与铅价的联动机制，可有效防范原材料波动风险。公司净利率持续为正，2017 年有明显下降，系公司将深圳铅酸电池业务转移至湖北、越南生产基地产生较高的员工安置处理费用；长期来看，业务转移可以减少人工成本，特别是搬迁至越南生产基地，可节省 4%的消费税。

图 42：2014-2018 年毛利率同行对比



资料来源：公司年报，中信证券研究部

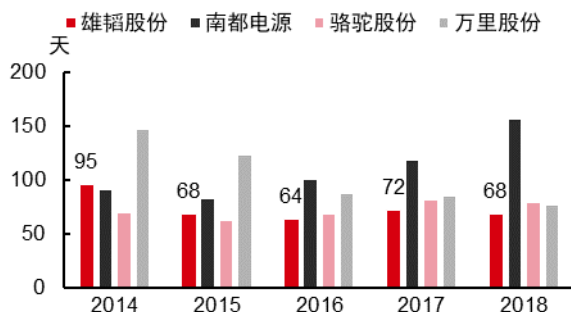
图 43：2014-2018 年净利率同行对比



资料来源：公司年报，中信证券研究部

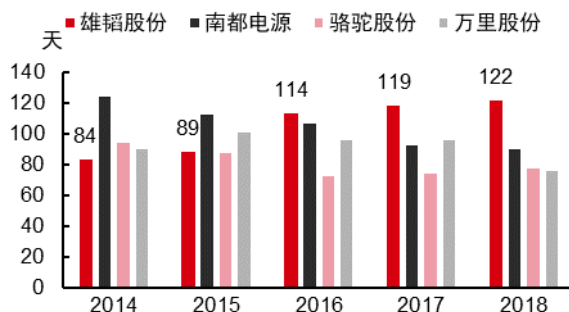
**运营能力稳定，同比略有增长总体可控。**2014-2018 年，公司存货周转天数维持在 70 天左右，在同业中处于领先水平。2014-2018 年，公司应收账款周转天数持续增长，分别为 84/89/114/119/122 天，由同业领先转变为同业后进，但天数仍然较少，运营风险总体可控。

图 44：2014-2018 存货周转天数同行对比



资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 45：2014-2018 应收账款周转天数同行对比

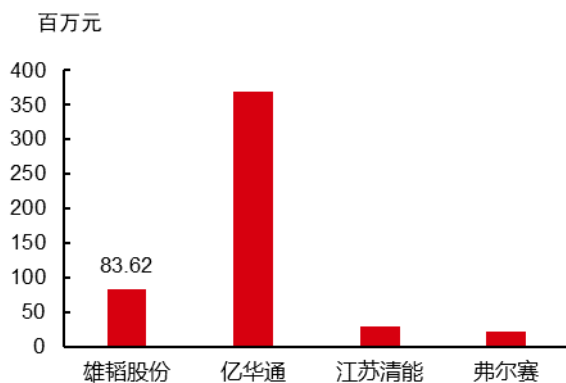


资料来源：公司年报，中信证券研究部

**燃料电池业务营收行业领先，毛利率处于第一梯队。**2018 年，公司燃料电池营收为 0.84 亿元，仅次于亿华通，说明公司燃料电池产品的市场认可程度较高。2018 年公司燃料电池毛利率为 49.7%，与亿华通处于行业第一梯队，表明公司燃料电池产品附加值高，构筑宽阔护城河。

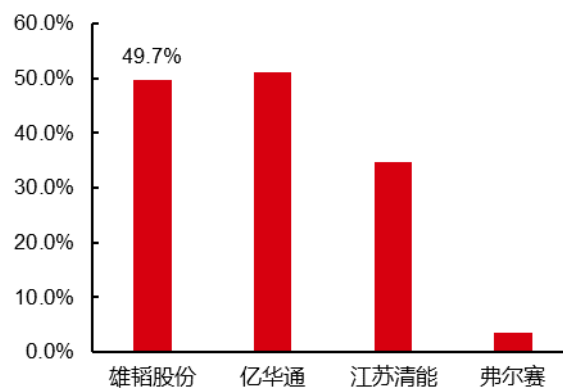


图 46：燃料电池业务营收同业比较（2018 年）



资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 47：燃料电池业务毛利率同业比较（2018 年）



资料来源：公司官网，中信证券研究部

## ■ 风险因素

- 1、技术突破不及预期；
- 2、燃料电池汽车推广不及预期；
- 3、政策扶持力度不及预期。

## ■ 盈利预测

表 7：雄韬股份盈利预测关键假设

	2018	2019E	2020E	2021E
总营业收入（百万元）	2956	3630	4168	4895
yoy	11.28%	22.80%	14.81%	17.44%
总营业成本（百万元）	2579	3032	3457	4033
毛利率	12.76%	16.49%	17.06%	17.60%
<b>一、铅酸蓄电池</b>				
收入（百万元）	2282	2316	2347	2377
yoy	-2.93%	1.50%	1.30%	1.30%
成本（百万元）	2048	2078	2107	2136
毛利率	10.27%	10.27%	10.20%	10.15%
<b>二、锂离子电池</b>				
收入（百万元）	476	762	1181	1772
yoy	182.16%	60.00%	55.00%	50.00%
成本（百万元）	395	625	975	1467
毛利率	17.14%	18.00%	17.50%	17.20%
<b>三、燃料电池</b>				
收入（百万元）	84	437	524	629
yoy		422.00%	20.00%	20.00%
成本（百万元）	42	223	270	327

	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	49.75%	49.00%	48.50%	48.00%
<b>四、其他业务</b>				
收入（百万元）	114	115	116	117
yoy	-16.57%	1.00%	0.80%	0.60%
成本（百万元）	94	105	105	103
毛利率	17.27%	8.49%	9.38%	11.72%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

基于上述预测假设，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别达 36.30/41.68/48.95 亿元，同比增速分别达 23%/15%/17%，有望持续增长。其中我们预计公司 2019 年铅酸/锂电业务净利率分别为 3.5%/11.0%，对应净利润 0.82/0.84 亿元。

## ■ 估值及投资评级

公司作为国内铅酸电池龙头企业，短期来看铅酸电池业务仍将是公司支柱业务，锂电池业务有望成为中短期增长极，二者能够保持公司正常运营并支撑其燃料电池板块布局。转型升级进入燃料电池领域后，通过参股与自设子公司相结合的方式实现燃料电池全产业链覆盖，长期看有望形成协同效应，率先降低渠道成本；公司布局立足华北、华中氢能产业集群，区位优势大，有望占据市场先机。

考虑公司选择燃料电池业务作为战略发展目标，未来有望维持高增速，贡献主要业绩。但目前该业务板块仍处于商业化初级阶段，因此我们认为采用分部估值较合理。

公司铅酸电池业务参考 A 股可比公司南都电源/骆驼股份/德赛电池 2019 年 PE18/14/13 倍。结合公司龙头地位，考虑欧洲、东南亚等海外地区通讯基站、IDC 机房建设提速，公司铅酸业务受益，预计稳中有进。给予公司铅酸电池业务 18 倍 PE，即 15 亿元。

表 8：铅酸电池业务可比公司

公司简称	币种	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				PB
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	2019E
南都电源	CNY	11.65	0.28	0.66	0.84	1.09	42	18	14	11	1.6
骆驼股份	CNY	10.35	0.66	0.73	0.87	1.10	16	14	12	9	1.5
德赛电池	CNY	24.48	1.96	1.95	2.33	2.69	13	13	11	9	2.8
平均							23	15	12	10	2

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：南都电源、骆驼股份、德赛电池 EPS 为 Wind 一致预期

公司锂离子电池业务开启价值兑现窗口，共享公司铅酸电池业务客户资源，实现配套产品升级，有望贡献中短期主要增量。可比公司国轩高科/亿纬锂能/欣旺达/鹏辉能源 2019 年 PE18/42/23/13 倍，平均 PE24 倍。公司采取差异化竞争路线，有望成为 UPS、通讯基站用锂离子电池等细分领域龙头，我们给予公司锂离子电池业务 24 倍 PE，即 20 亿元。

表 9：锂电池业务可比公司

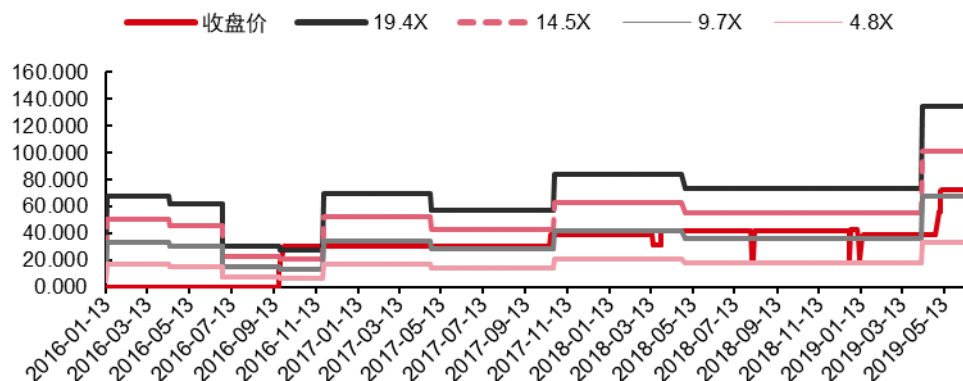
公司简称	币种	收盘价(元)	EPS (元)				PE			PB	
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	2019E
国轩高科	CNY	13.90	0.51	0.77	0.86	1.00	27	18	16	14	1.8
亿纬锂能	CNY	25.20	0.67	0.60	0.77	0.98	38	42	33	26	3.9
欣旺达	CNY	11.68	1.11	0.52	0.74	1.01	11	23	16	12	3.3
鹏辉能源	CNY	16.00	0.37	1.25	1.49	1.76	43	13	11	9	2.0
平均							30	24	19	15	3

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：国轩高科、亿纬锂能、欣旺达、鹏辉能源 EPS 为 Wind 一致预期

考虑公司燃料电池业务仍处商业化初级阶段,采用市销率 PS 进行预测。我们预计 2019 年公司燃料电池营收达到 4.40 亿元,对标国内燃料电池领跑企业亿华通（新三板上市）约 10-11 倍 PS,考虑燃料电池高补贴下潜在净利率为 20%,结合公司先发优势和优质布局,以及 A 股对三板公司的溢价,我们给予公司燃料电池业务 11 倍 PS,即 48 亿元。

图 48：燃料电池业务可比公司亿华通 PS-band



资料来源：Wind，中信证券研究部

我们预测公司 2019-2021 年 EPS 为 0.49/0.56/0.69 元,对应 42/37/30 倍 PE,综合分部估值分析,预计公司未来一年的合理目标市值为 83 亿,对应公司目标价 23.70 元,对应 2019 年 55 倍 PE。首次覆盖,给予“增持”评级。

**利润表（百万元）**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,656	2,956	3,630	4,168	4,895
营业成本	2,318	2,579	3,032	3,457	4,033
毛利率	12.73%	12.76%	16.49%	17.06%	17.60%
营业税金及附加	49	38	62	67	75
销售费用	107	124	147	170	201
营业费用率	4.03%	4.20%	4.04%	4.09%	4.11%
管理费用	124	140	172	197	231
管理费用率	4.67%	4.73%	4.73%	4.73%	4.73%
财务费用	52	10	25	48	70
财务费用率	1.95%	0.33%	0.69%	1.15%	1.44%
投资收益	28	42	28	33	34
营业利润	47	70	178	212	252
营业利润率	1.77%	2.37%	4.90%	5.08%	5.15%
营业外收入	2	35	20	19	25
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	46	102	196	228	274
所得税	13	14	34	45	46
所得税率	27.53%	13.74%	17.39%	19.55%	16.89%
少数股东损益	(3)	(7)	(8)	(13)	(15)
归属于母公司股东的净利润	36	94	170	196	243
净利率	1.37%	3.19%	4.68%	4.71%	4.96%

**资产负债表（百万元）**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	685	1,022	1,020	1,179	1,375
存货	507	465	551	669	747
应收账款	911	1,085	1,267	1,471	1,744
其他流动资产	489	288	325	376	412
流动资产	2,593	2,860	3,163	3,696	4,279
固定资产	285	439	678	928	1,180
长期股权投资	345	372	372	372	372
无形资产	96	150	147	143	139
其他长期资产	204	377	376	445	494
非流动资产	930	1,337	1,572	1,888	2,185
资产总计	3,523	4,197	4,735	5,584	6,463
短期借款	707	800	1,263	1,869	2,411
应付账款	481	751	714	846	1,037
其他流动负债	89	130	133	144	163
流动负债	1,277	1,681	2,110	2,859	3,611
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	58	56	56	56	56
非流动性负债	58	56	56	56	56
负债合计	1,335	1,737	2,167	2,915	3,667
股本	350	350	350	350	350
资本公积	1,234	1,365	1,365	1,365	1,365
归属于母公司所有者权益合计	2,175	2,385	2,502	2,615	2,757
少数股东权益	13	75	66	53	39
股东权益合计	2,187	2,460	2,569	2,669	2,796
负债股东权益总计	3,523	4,197	4,735	5,584	6,463

**现金流量表（百万元）**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	46	102	196	228	274
所得税支出	-13	-14	-34	-45	-46
折旧和摊销	47	62	67	87	107
营运资金的变化	-275	92	-349	-244	-196
其他经营现金流	14	17	8	28	55
经营现金流合计	-181	259	-113	55	194
资本支出	-39	-304	-303	-403	-404
投资收益	28	42	28	33	34
其他投资现金流	-121	120	0	0	0
投资现金流合计	-133	-142	-275	-370	-370
发行股票	0	200	0	0	0
负债变化	2,129	2,670	463	606	542
股息支出	-18	-53	-53	-84	-100
其他融资现金流	-1,837	-2,713	-25	-48	-70
融资现金流合计	275	104	385	475	372
现金及现金等价物净增加额	-39	220	-2	159	196

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	6.22%	11.28%	22.80%	14.81%	17.44%
营业利润增长率	-58.30%	49.06%	153.58%	19.04%	19.08%
净利润增长率	-69.74%	159.41%	80.39%	15.51%	23.58%
毛利率	12.73%	12.76%	16.49%	17.06%	17.60%
EBITDA Margin	4.17%	7.10%	8.16%	9.02%	9.52%
净利率	1.37%	3.19%	4.68%	4.71%	4.96%
净资产收益率	1.67%	3.95%	6.79%	7.51%	8.80%
总资产收益率	1.03%	2.25%	3.59%	3.52%	3.75%
资产负债率	37.90%	41.39%	45.75%	52.21%	56.74%
所得税率	27.53%	13.74%	17.39%	19.55%	16.89%
股利支付率	48.19%	55.74%	49.23%	51.05%	52.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。