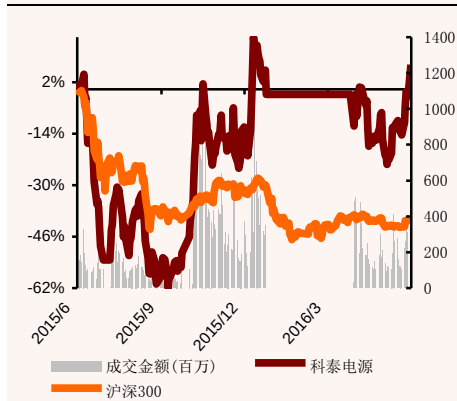


方正证券研究所证券研究报告

首席分析师： 段迎晟
执业证书编号： S1220514060002
TEL：
E-mail duanyingsheng@founders

联系人： 章书勤，杨洋
TEL： 0755-83023992
E-mail: zhangshuqin@foundersc
联系人： 谢恒，侯宾，吴振华
TEL：
E-mail: xieheng@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《智能集成环保电站先锋》2010.12.16

请务必阅读最后特别声明与免责条款

科泰电源(300153)

公司研究

电气设备行业

公司深度报告

2016.06.14/强烈推荐(调升)

我们认为，随着近年来新能源车的增量爆发，存量市场进一步稳固，未来将会有越来越多的物流车/大巴车/专用车/乘用车进入运营领域。新能源车运营市场就此打开。新能源车运营的优势：1)与自身相比，可最小化电池续航里程和充电时间带来的影响。由于充电桩侧的技术问题，现阶段的动力电池不支持真正意义上的快充，低电量状态下的充电时间需要2小时左右，而以物流车为主的运营车辆，行驶范围相对小，通常不需要很长的续航里程即可到达目的地充电。2)与传统车相比，新能源车可获得中央和地方两级补贴，降低购买成本。同时，使用电驱动也使得后续的燃料、维护成本大大降低。竞争力明显大于传统车。3)车辆运营是未来互联网的重要入口，乐视收购易到用车，苹果战略入股滴滴打车，早已预示了产业发展的未来！

公司为新能源车运营龙头标的，控股子公司捷泰新能源主营物流车/客运车运营和充电桩服务。公司位居上海，上海的角色定位是中国金融中心和航运中心，人口密度大，承载着很大的货物、人力流转需求。同时，公司在北京、广东、福建等6个地成立子公司，业务辐射长三角、珠三角，京津冀等经济区域，在全国快速形成规模市场，夯实公司车辆运营的龙头地位。车辆运营的下游客户一般是新兴产业，城市物流车客户包括第三方物流、快递、电商、互联网O2O平台等企业，城市客运车客户主要是包括滴滴巴士等互联网用车平台。车辆运营可与公司的充电桩服务进行配合，形成综合服务，完善新能源车产业链。

除了运营平台外，公司还积极打造新能源车核心部件制造平台，控股子公司捷星原有业务为新能源车的电机、电控，后布局BMS和三元电芯PACK业务，形成新能源车“三电”。随着乘用车市场的进一步发展，三元材料市场有望进一步的放量，公司业务高速增长可期。“三电”+运营平台+充电桩服务，公司新能源车生态圈初步形成。

我们预计，公司2016-2018年的EPS为：0.30、0.65、1.22元/股，对应6月13日收盘价(22.00元/股)，PE分别为73、43、18倍。基于对三元材料市场未来以及新能源车运营市场后续发展的强烈看好，给予“强烈推荐”。

风险提示：新能源车补贴政策迟迟未落地对市场的影响。公司运营业务发展不及预期带来的风险。

盈利预测:

单位/百万	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	817.36	1011.00	1885.00	2934.00
(+/-) (%)	28.81	23.69	86.45	55.65
净利润	41.21	96.25	206.97	389.48
(+/-) (%)	31.56	133.53	115.04	88.18
EPS (元)	0.13	0.30	0.65	1.22
P/E	147.05	73.14	34.01	18.08

数据来源: wind 方正证券研究所

目录

1 车辆运营，新能源车产业链“皇冠上的明珠”	5
1.1 新能源车存量市场进一步扩大	5
1.2 车辆运营平台盘活存量市场，利好新能源生态圈	6
2 依托运营平台+充电桩服务，打造新能源车综合运营服务商	7
2.1 车辆运营龙头地位无可争议	7
2.2 充电桩建设和服务，车辆运营平台的强有力后盾	9
3 “三电”核心部件制造平台，完善新能源车生态圈	9
4 盈利预测与评级	11
5 风险提示	11

图表目录

图表 1:	2014-2015 年新能源乘用车月度销量走势.....	5
图表 2:	2014-2015 年纯电动客车月度销量走势.....	6
图表 3:	2014-2015 年纯电动专用车月度销量走势.....	6
图表 4:	捷泰主要运营车型.....	8
图表 5:	捷泰直流充电桩产品.....	9
图表 6:	BMS 架构.....	10
图表 7:	电池包成本分析.....	10
图表 8:	动力电池 PACK 市场分析.....	11

1 车辆运营，新能源车产业链“皇冠上的明珠”

1.1 新能源车存量市场进一步扩大

科技部 2015 年 2 月 16 日出台了《国家重点研发计划新能源汽车重点专项实施方案(征求意见稿)》，再次提到 2020 年中国新能源汽车保有量达 500 万辆的目标。经过国家和地方政府两年来的大力发展，中国新能源车保有量已经进一步扩大。据公安部交管局统计，截至 2015 年底，新能源汽车保有量达 58.32 万辆，与 2014 年相比增长 169.48%。其中，纯电动汽车保有量 33.2 万辆，占新能源汽车总量的 56.93%，与 2014 年相比增长 317.06%。

2015 年单年，根据中汽协数据，纯电动乘用车产销分别完成 15.2 万辆和 14.7 万辆，同比分别增长 2.8 倍和 3 倍；插电式混合动力乘用车产销分别完成 6.3 万辆和 6 万辆，同比均增长 2.5 倍。2015 年新能源乘用车产销分别完成 21.5 万辆和 20.7 万辆。

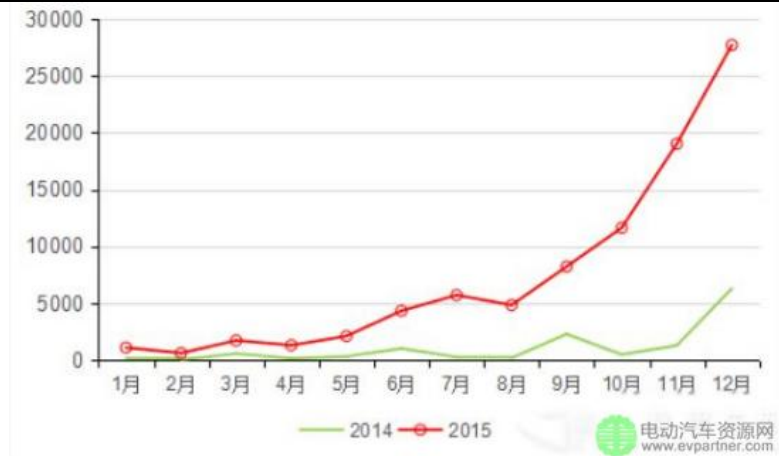
图表1： 2014-2015 年新能源乘用车月度销量走势



资料来源：电动汽车资源网，方正证券研究所

纯电动车方面，国内纯电动客车累计产量达 8.8 万辆，相比 2014 年净增量达 7.5 万辆。

图表2： 2014-2015 年纯电动客车月度销量走势



资料来源：电动汽车资源网，方正证券研究所

2015 年，纯电动专用车产量月度呈现走高趋势，全年纯电动专用车总产量达到 4.8 万辆，其中货车为 4.4 万辆、环卫专用车为 1976 辆、其他专用车为 1305 辆。

图表3： 2014-2015 年纯电动专用车月度销量走势



资料来源：电动汽车资源网，方正证券研究所

1.2 车辆运营平台盘活存量市场，利好新能源生态圈

基于已有的 60 万辆新能源车存量市场，如何盘活使用率进一步创造价值？我们认为，车辆运营是新能源车发展的必然趋势。新能源车具备低成本、环保、无噪声、易驾驶等核心优势。对于新兴产业（如电商、物流企业、滴滴打车等）而言，具备巨大吸引力。新兴产业擅长破坏式创新，往往能创造出传统企业难以想象的成本参与竞争，而新能源车购车享受国家、地方政府双重补贴，且电驱动的方式也降低了后续的运营成本和维护保养成本，这些无疑是新兴产业最需要的。中国目前处于产业升级阶段，大量互联网、新兴产业如雨后春笋般涌现，需求端的长期增量将毫无疑问是稳定的。

同时，车辆运营也给整个生态圈带来了新的机会，推动了充电桩

等配套服务产业的发展。车辆运营（车载显示屏）还将成为互联网媒体的入口，针对客户的品牌广告、精准营销、大数据的发展空间巨大。乐视早在 2015 年就布局控股了易到用车，苹果今年亦豪掷 10 亿美金入股滴滴，国内外互联网巨头们撒下的真金白银，也预示着车辆运营未来的美好蓝图。

2 依托运营平台+充电桩服务，打造新能源车综合运营服务商

2.1 车辆运营龙头地位无可争议

2014 年底，公司控股子公司捷泰新能源从事新能源汽车设计开发、租赁、金融服务、运营及维修保养、充电设施投资建设及运营等业务。2015 年 7 月获得政府颁发的新能源汽车运营牌照。捷泰在公司新能源战略中是作为公司新能源汽车运营平台，主要涉足城市物流车和客运车运营以及充电桩服务。运营对象为商业运营领域的新能源纯电动汽车，主要以城市客运车、城市物流车为主，应用领域包括旅游车辆、通勤、机场接驳、物流等多个领域。在专用车领域，公司与整车厂合作开发适合专用市场的新能源汽车车型，主要行业包括物流行业、公交行业、环卫行业、消防行业、医疗行业、市政行业等。根据各地方车厂的新能源专用车的车型优势及车厂优势，加强战略合作，整合公司新能源汽车的产业链。公司通过原有的 BMS 和 PACK 业务积累了大量优质合作车厂，如苏州金龙、南京金龙、一汽集团、安源汽车等。

图表4： 捷泰主要运营车型

车辆	车型	车型图片	最高续航	载客人数
城市客运	ET-06K		210 KM	10~16
城市客运	ET-07K		200KM	19+1
城市客运	ET-105K		220 KM	43+1
城市客运	ET-109K		≥200	47+1+1
城市物流	ET-04W		245 KM	2
城市物流	ET-06K		210 KM	2

资料来源：公司官网，方正证券研究所

公司目前运营物流车 500 辆，今明两年将大规模扩张，预计年底达到 2000 辆。上海作为中国金融和航运中心，地处中国最活跃的经济带之一，新兴产业高速发展，人流、物流需求庞大。另外，在北京、

广东、福建、湖北等 6 个经济、物流核心省市设立了子公司，开启全国范围扩张模式。公司坐拥整车厂合作关系并具备庞大的客户资源，后续业绩弹性可观。

2.2 充电桩建设和服务，车辆运营平台的强有力后盾

公司除了车辆运营租赁外，还根据客户场地和车辆类型，提供充电桩的建设和运营服务。公司拥有直流和交流充电桩产品，直流充电桩依据其功率大小，可分为 15KW、30KW、60KW 等三种。

图表5： 捷泰直流充电桩产品



资料来源：公司官网，方正证券研究所

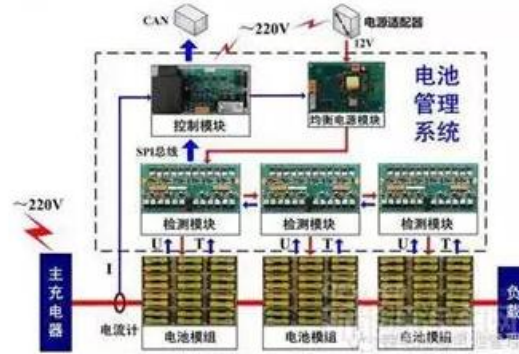
公司充电桩业务与车辆运营相辅相成，更多的运营车辆给公司带来了更大的充电桩建设及服务需求，而充电桩的进一步建设也为运营服务的推广进一步打开了市场。

3 “三电”核心部件制造平台，完善新能源车生态圈

在公司的新能源汽车战略中，除了捷泰的运营平台外，还有核心部件制造平台。控股子公司捷星的核心技术包括电池、电机、电控三大核心技术。电池技术方面，公司立足于 BMS 和 PACK，上连电芯企业，下接整车厂商，通过集成的方式为车厂提供动力锂电池系统解决方案。

新能源汽车由于续航里程的要求，需要配备大量单体动力电池，而每个单体电池无法直接使用，需要根据车厂具体设计要求做成电池箱模组 PACK，并通过 BMS 系统进行电芯状态的管理。BMS 是电池与车上用电设备之间的纽带，BMS 实时采集、处理、存储电池组运行过程中的重要信息，与外部设备如整车控制器交换信息，解决锂电池系统中安全性、可用性、易用性、使用寿命等关键问题，同时能够提高电池的利用率，防止电池出现过度充电和过度放电，延长电池的使用寿命，并监控电池的状态。BMS 的核心作用在保障动力电池安全和提高电池寿命，其技术并不能简单的用一两项指标来衡量，关键在 BMS 厂商的经验积累和对相应型号电芯性能的理解。目前新能源车的 80% 故障来自于电池包，电池包的 80% 故障又来自于 BMS，由此可见 BMS 的重要性。

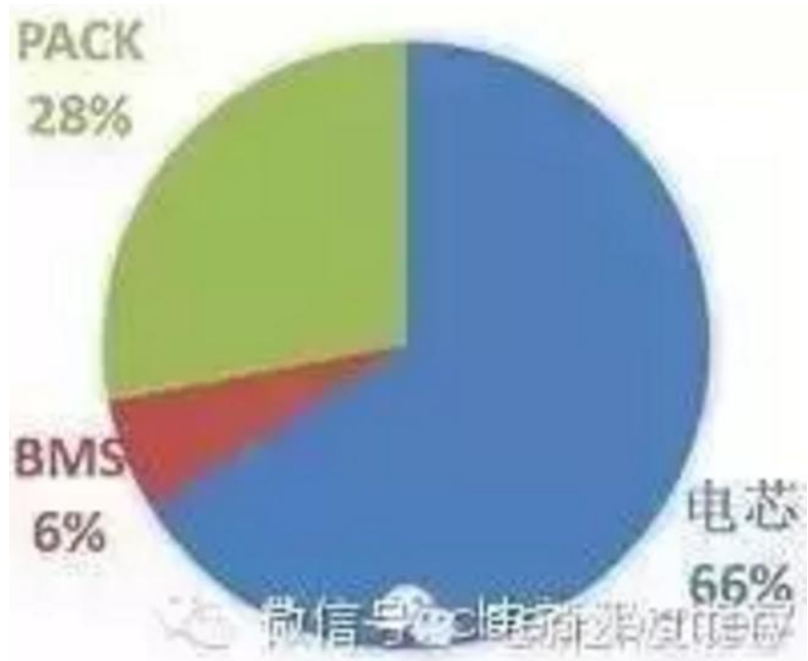
图表6: BMS 架构



资料来源：百度图片，方正证券研究所

整个电池包的成本中，电芯成本约占 $\frac{2}{3}$ ，PACK 和 BMS 占 $\frac{1}{3}$ ，其中 PACK 占 28% 左右，BMS 成本约 6%。

图表7: 电池包成本分析



资料来源：高工锂电，方正证券研究所

2015 年国内动力电池市场规模（含 PACK 业务）在 400 亿左右，预计 2016 年规模达到 700 亿，保持 80% 的高速增长。在动力电池 PACK 领域，目前 60% 以上的电池系统 PACK 由电芯企业自己完成，剩余的 40% 由整车厂和专业的第三方电池系统 PACK 公司完成。随着动力电池产业链上电芯厂商和模组厂商专业化分工日渐清晰，预计未来 3-5 年，专业第三方 PACK 企业所占电池系统 PACK 市场将逐步提高，达到 40% 左右份额。

图表8： 动力电池 PACK 市场分析



资料来源：高工锂电，方正证券研究所

4 盈利预测与评级

我们预计，公司 2016-2018 年的 EPS 为：0.30、0.65、1.22 元/股，对应 6 月 13 日收盘价（22.00 元/股），PE 分别为 73、43、18 倍。基于对三元材料市场未来以及新能源车辆运营市场后续发展的强烈看好，给予“强烈推荐”。

5 风险提示

新能源车补贴政策迟迟未落地对市场的影响。公司运营业务发展不及预期带来的风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	927.97	1024.80	1369.47	1937.44	营业总收入	817.36	1011.00	1885.00	2934.00
现金	340.20	386.73	221.50	207.08	营业成本	642.44	755.61	1381.17	2091.97
应收账款	315.94	338.75	620.76	955.76	营业税金及附加	2.02	1.78	3.99	5.69
其它应收款	13.55	12.79	23.95	37.59	营业费用	44.26	55.00	89.54	127.92
预付账款	11.65	11.41	22.95	33.17	管理费用	80.51	89.67	176.44	267.43
存货	206.90	234.14	418.89	621.86	财务费用	-2.89	0.50	0.36	0.86
其他	39.73	40.98	61.41	81.98	资产减值损失	15.47	0.00	0.00	0.00
非流动资产	429.88	448.46	476.07	514.58	公允价值变动收益	0.55	0.00	0.00	0.00
长期投资	140.68	140.68	140.68	140.68	投资净收益	17.14	0.00	0.00	0.00
固定资产	198.84	247.86	270.91	304.95	营业利润	53.22	108.43	233.50	440.12
无形资产	82.30	51.86	56.42	60.88	营业外收入	4.51	0.00	0.00	0.00
其他	8.07	8.07	8.07	8.07	营业外支出	0.09	0.00	0.00	0.00
资产总计	1357.85	1473.26	1845.54	2452.02	利润总额	57.64	108.43	233.50	440.12
流动负债	310.82	361.98	527.29	744.29	所得税	6.87	12.18	26.53	50.64
短期借款	84.65	84.65	84.65	84.65	净利润	50.77	96.25	206.97	389.48
应付账款	95.27	111.93	202.63	301.48	少数股东损益	9.55	0.00	0.00	0.00
其他	130.90	165.40	240.01	358.16	归属母公司净利润	41.21	96.25	206.97	389.48
非流动负债	40.29	40.29	40.29	40.29	EBITDA	61.77	125.65	254.19	464.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.13	0.30	0.65	1.22
其他	40.29	40.29	40.29	40.29					
负债合计	351.12	402.28	567.58	784.58	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	52.44	52.44	52.44	52.44	成长能力				
股本	320.00	320.00	320.00	320.00	营业收入	0.29	0.24	0.86	0.56
资本公积	494.64	494.64	494.64	494.64	营业利润	0.68	1.04	1.15	0.88
留存收益	142.38	206.63	413.60	803.09	归属母公司净利润	0.32	1.34	1.15	0.88
归属母公司股东权益	954.29	1018.54	1225.51	1615.00	获利能力				
负债和股东权益	1357.85	1473.26	1845.54	2452.02	毛利率	0.21	0.25	0.27	0.29
					净利率	0.05	0.10	0.11	0.13
现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	0.04	0.09	0.17	0.24
经营活动现金流	2.27	83.34	-83.76	49.32	ROIC	0.07	0.15	0.21	0.28
净利润	50.77	96.25	206.97	389.48	偿债能力				
折旧摊销	13.65	16.71	20.33	23.71	资产负债率	0.26	0.27	0.31	0.32
财务费用	0.64	1.52	1.52	1.52	净负债比率	0.10	0.09	0.08	0.06
投资损失	-17.14	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.99	2.83	2.60	2.60
营运资金变动	-61.48	-31.14	-312.58	-365.40	速动比率	2.32	2.18	1.80	1.77
其他	15.82	0.00	0.00	0.00	营运能力				
投资活动现金流	-78.43	-35.29	-47.94	-62.22	总资产周转率	0.65	0.71	1.14	1.37
资本支出	-52.46	-35.29	-47.94	-62.22	应收账款周转率	2.96	0.63	0.00	0.00
长期投资	-29.52	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	9.25	1.50	0.00	0.00
其他	3.55	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	31.04	-1.52	-33.52	-1.52	每股收益	0.13	0.30	0.65	1.22
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.01	0.26	-0.26	0.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	2.98	3.18	3.83	5.05
普通股增加	2.85	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积增加	0.00	-5.11	-6.15	-6.33	P/E	147.05	73.14	34.01	18.08
其他	28.19	3.59	-27.37	4.81	P/B	6.35	6.91	5.74	4.36
现金净增加额	-45.12	46.53	-165.22	-14.42	EV/EBITDA	94.13	53.70	27.19	14.91

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com