投资评级 买入 维持

**股票数据**

| | |
|---|---|
| 6 个月内目标价（元） | 10.20 |
| 05 月 24 日收盘价(元) | 8.54 |
| 52 周股价波动（元） | 8.08-27.46 |
| 总股本/流通 A 股（百万股） | 1407/703 |
| 总市值/流通市值（百万元） | 12014/6006 |

**主要估值指标**

| | 2016 | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|
| 市盈率 | 44.20 | 25.09 | 20.67 |
| 市净率 | 4.53 | 3.99 | 3.49 |
| 市销率 | 3.80 | 2.48 | 1.97 |
| EV/EBITDA | 30.10 | 17.32 | 14.59 |
| 分红率(%) | — | — | — |

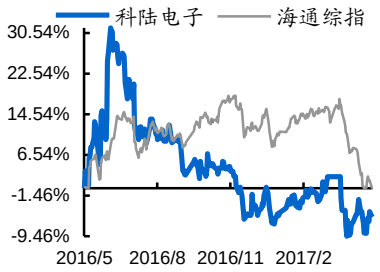
**相关研究**

《储能+新能源汽车运营，双轮驱动》2017.04.26

《配网 PPP 项目拉开帷幕》2016.11.09

《充电桩落地开花，储能值得期待》2016.05.04

**市场表现**




| 沪深 300 对比 | 1M | 2M | 3M |
|---|---|---|---|
| 绝对涨幅（%） | 1.8 | -7.0 | -5.8 |
| 相对涨幅（%） | 2.0 | -5.1 | -4.4 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:杨帅
Tel:(010)58067929
Email:ys8979@htsec.com
证书:S0850515060001
分析师:徐柏乔
Tel:(021)32319171
Email:xbq6583@htsec.com
证书:S0850513090008
联系人:曾彪
Tel:(021)23154148
Email:zb10242@htsec.com

# 中标储能大单，打造新的增长点

## 投资要点:

- **事件。**5 月 25 日，科陆电子发布公告，公司中标绿色储能技术研究院（上能电力集团）500Mwh 的储能电站 EPC 项目，约定项目投建时间为 17 年年底之前，预计中标总金额 15 亿元，约占 16 年收入的 47%，对此我们点评如下:

- **储能元年，放量在即。**动力电池成本下降利好储能产业发展，科陆电子深耕该领域多年，产品研发能力、项目开发能力较强，公司玉门市三十里井子风光储电网融合示范项目、上能佛山项目、西藏双湖项目、山西同达电厂储能 AGC 调频项目均为行业标杆。公司同国能合资打造“储能”型锂电基地，铁锂储能电池循环寿命实现质的突破，度电成本领先同行，应用前景广阔。我们预计公司 17 年储能项目收入在 10 亿体量，带动较高的业绩增量。

- **新能源汽车运营另辟蹊径。**新能源汽车行业公司已搭建完整产业链条，从动力电池（北京国能）到新能源汽车运营（中电绿源、地上铁），再到充电桩生产运营，同时携手阿里云共同打造科陆能源云平台。公司利用电动物流较低的运营成本，力求在“场站+运力”层面取得优势地位，目前积极搭建市区运营中心，同四通一达合作，承包其机场、车站至市区分包中心的运力，另承包其二级分布中心至各区派送点的分拣、运输工作，最大化利用资源。

- **运营车辆显著增长。**根据公司披露信息，目前地上铁已经拥有 5000 余辆在运营车辆，后续将再添 1 万辆；而中电绿源目前拥有新能源大巴约 400 辆，中巴大约 40 余辆，今年计划新能源大巴的运营规模 1,000 辆，打造新能源汽车运营龙头企业。

- **目前股价具有较强安全边际。**16 年公司成功实施非公开发行，以 8.52 元/股的价格发行 2.23 亿股，募集资金 19 亿元，董事长认购 53%，锁定期三年，彰显公司管理层对未来发展信心。募集资金用于智慧能源储能、微网、主动配电网产业化项目、新能源汽车及充电网络建设与运营项目、智慧能源系统平台项目等。根据公司 1 季报披露信息，目前公司在手现金 29 亿元，具备较强的外延并购能力。

- **盈利预测与评级。**公司长期目标是打通发、输、配、储能到售电的一个能源互联网闭环，短期目标实现双轮驱动，储能与新能源汽车运营协同发展，将充分收益未来产业发展，目前股价具备较高安全边际，长期看好。预计公司 2017 年-2019 年 EPS 为 0.34 元、0.41 元、0.46 元，给予 17 年 30 倍 PE 估值，给予目标价 10.20 元，维持买入评级。

- **风险提示:** 储能发展低于预期；限电风险。

**主要财务数据及预测**

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 2261.42 | 3161.90 | 4854.03 | 6088.50 | 7013.46 |
| (+/-)YoY(%) | *15.70%* | *39.82%* | *53.52%* | *25.43%* | *15.19%* |
| 净利润(百万元) | 196.20 | 271.80 | 478.92 | 581.18 | 648.40 |
| (+/-)YoY(%) | *56.09%* | *38.53%* | *76.20%* | *21.35%* | *11.57%* |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.14 | 0.19 | 0.34 | 0.41 | 0.46 |
| 毛利率(%) | *32.29%* | *31.86%* | *33.49%* | *31.98%* | *32.07%* |
| 净资产收益率(%) | *8.45%* | *10.25%* | *15.91%* | *16.86%* | *16.49%* |

资料来源：公司年报（2015-2016），海通证券研究所 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

**表 1　可比上市公司估值**

| 代码 | 公司 | Last price | 总市值（亿元） | EPS(元） | | | PE（x） | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 5 月 24 日 | 5 月 24 日 | 2016 | 2017E | 2018E | 2016 | 2017E | 2018E |
| 002580.SZ | 圣阳股份 | 7.30 | 25.87 | 0.152 | 0.224 | 0.314 | 48.03 | 32.65 | 23.24 |
| 002169.SZ | 智光电气 | 15.68 | 61.76 | 0.283 | 0.484 | 0.618 | 55.45 | 32.38 | 40.20 |
| 002364.SZ | 中恒电气 | 12.98 | 73.15 | 0.281 | 0.431 | 0.574 | 46.22 | 30.10 | 22.63 |
| 002276.SZ | 万马股份 | 10.00 | 93.91 | 0.229 | 0.226 | 0.242 | 43.64 | 44.27 | 41.29 |
| 行业平均 | | | | | | | **48.33** | **34.85** | **31.84** |
| 002121.SZ | 科陆电子 | 8.54 | 120.14 | 0.19 | 0.34 | 0.41 | **44.20** | **25.09** | **20.67** |

资料来源：除科陆电子外其他公司来自 WIND 一致预期，海通证券研究所

**表 2　科陆电子损益表预测（百万元）**

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 1954.61 | 2261.42 | 3161.90 | 4854.03 | 6088.50 | 7013.46 |
| *同比增长率* | 38.74% | 15.70% | 39.82% | 53.52% | 25.43% | 15.19% |
| 营业成本 | 1348.85 | 1531.32 | 2154.54 | 3228.26 | 4141.14 | 4764.20 |
| 毛利率 | 30.99% | 32.29% | 31.86% | 33.49% | 31.98% | 32.07% |
| 营业税金及附加 | 9.46 | 14.01 | 22.45 | 21.84 | 27.40 | 31.56 |
| 销售费用 | 199.15 | 189.81 | 278.41 | 388.32 | 456.64 | 526.01 |
| *销售费用率* | 10.19% | 8.39% | 8.81% | 8.00% | 7.50% | 7.50% |
| 管理费用 | 195.78 | 299.18 | 410.13 | 606.75 | 730.62 | 841.62 |
| *管理费用率* | 10.02% | 13.23% | 12.97% | 12.50% | 12.00% | 12.00% |
| 财务费用 | 59.73 | 123.30 | 245.80 | 215.69 | 217.58 | 254.80 |
| *财务费用率* | 3.06% | 5.45% | 7.77% | 4.44% | 3.57% | 3.63% |
| 期间费用 | 454.66 | 612.28 | 934.35 | 1210.76 | 1404.84 | 1622.42 |
| *期间费用率* | 23.26% | 27.08% | 29.55% | 24.94% | 23.07% | 23.13% |
| 资产减值损失 | 43.40 | 33.37 | 85.02 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 公允价值变动净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.00 | 17.74 | 220.52 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 营业利润 | 98.25 | 88.18 | 186.08 | 483.16 | 605.12 | 685.28 |
| EBIT | 201.38 | 227.11 | 296.38 | 608.85 | 732.70 | 850.08 |
| *增长率* | 52.85% | 12.78% | 30.50% | 105.43% | 20.34% | 16.02% |
| *EBIT margin* | 10.30% | 10.04% | 9.37% | 12.54% | 12.03% | 12.12% |
| 营业外收入 | 49.44 | 90.08 | 119.52 | 90.00 | 90.00 | 90.00 |
| 营业外支出 | 1.25 | 1.21 | 9.36 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 利润总额 | 146.44 | 177.05 | 296.24 | 571.16 | 693.12 | 773.28 |
| *增长率* | 41.83% | 20.90% | 67.32% | 92.80% | 21.35% | 11.57% |
| 所得税 | 17.45 | -24.98 | 19.14 | 79.96 | 97.04 | 108.26 |
| *所得税率* | 11.92% | -14.11% | 6.46% | 14.00% | 14.00% | 14.00% |
| 净利润 | 128.99 | 202.03 | 277.10 | 491.20 | 596.08 | 665.02 |
| 少数股东损益 | 3.30 | 5.84 | 5.30 | 12.28 | 14.90 | 16.63 |
| 归属于母公司所有者净利润 | 125.69 | 196.20 | 271.80 | 478.92 | 581.18 | 648.40 |
| *净利润率* | 6.43% | 8.68% | 8.60% | 9.87% | 9.55% | 9.25% |
| *增长率* | 46.28% | 56.09% | 38.53% | 76.20% | 21.35% | 11.57% |
| 总股本（百万股） | 1191.90 | 1191.90 | 1191.90 | 1191.90 | 1191.90 | 1191.90 |
| EPS（元） | 0.09 | 0.14 | 0.19 | 0.34 | 0.41 | 0.46 |

资料来源：公司年报，海通证券研究所

# 财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 0.19 | 0.34 | 0.41 | 0.46 |
| 每股净资产 | 1.88 | 2.14 | 2.45 | 2.80 |
| 每股经营现金流 | -0.05 | 0.28 | 0.55 | 0.63 |
| 每股股利 | 0.150 | 0.085 | 0.103 | 0.115 |
| **价值评估（倍）** | | | | |
| P/E | 44.20 | 25.09 | 20.67 | 18.53 |
| P/B | 4.53 | 3.99 | 3.49 | 3.05 |
| P/S | 3.80 | 2.48 | 1.97 | 1.71 |
| EV/EBITDA | 30.10 | 17.32 | 14.59 | 12.58 |
| 股息率（%） | 1.75% | 1.00% | 1.21% | 1.35% |
| **盈利能力指标（%）** | | | | |
| 毛利率 | 31.86% | 33.49% | 31.98% | 32.07% |
| 净利润率 | 8.60% | 9.87% | 9.55% | 9.25% |
| 净资产收益率 | 10.25% | 15.91% | 16.86% | 16.49% |
| 资产回报率 | 2.22% | 3.56% | 3.81% | 3.93% |
| 投资回报率 | 4.46% | 7.45% | 8.81% | 9.82% |
| **盈利增长（%）** | | | | |
| 营业收入增长率 | 39.82% | 53.52% | 25.43% | 15.19% |
| EBIT 增长率 | 30.50% | 105.43% | 20.34% | 16.02% |
| 净利润增长率 | 38.53% | 76.20% | 21.35% | 11.57% |
| **偿债能力指标** | | | | |
| 资产负债率 | 77.2% | 79.7% | 80.4% | 80.5% |
| 流动比率 | 1.05 | 1.00 | 1.03 | 1.05 |
| 速动比率 | 0.85 | 0.76 | 0.78 | 0.79 |
| 现金比率 | 0.19 | 0.06 | 0.05 | 0.04 |
| **经营效率指标（%）** | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 351.62 | 295.89 | 295.89 | 295.89 |
| 存货周转天数 | 181.34 | 178.30 | 180.04 | 179.68 |
| 总资产周转率 | 25.9% | 36.1% | 39.9% | 42.5% |
| 固定资产周转率 | 0.83 | 1.24 | 1.51 | 1.70 |

| 现金流量表（百万元） | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 271.80 | 478.92 | 581.18 | 648.40 |
| 折旧摊销 | 249.20 | 339.21 | 395.93 | 463.13 |
| 营运资金变动 | -1249.36 | -446.56 | -220.42 | -250.98 |
| **经营活动现金流** | -65.64 | 390.78 | 777.87 | 883.02 |
| 固定资产投资 | 464.32 | 500.00 | 500.00 | 500.00 |
| 无形资产投资 | -44.65 | -7.00 | -7.00 | -7.00 |
| 资本支出 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **投资活动现金流** | -1499.37 | -504.00 | -504.00 | -504.00 |
| 债务变化 | 1528.70 | 50.00 | 50.00 | 0.00 |
| 股票发行 | 43.32 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **融资活动现金流** | 1808.08 | -119.73 | -95.30 | -112.10 |
| 现金净流量 | 246.48 | -232.95 | 178.57 | 266.92 |
| 公司自由现金流 | -630.54 | -794.64 | -436.26 | -155.38 |
| 股权自由现金流 | 92.09 | -189.19 | 124.87 | 233.59 |

| 利润表（百万元） | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | 3161.90 | 4854.03 | 6088.50 | 7013.46 |
| 营业成本 | 2154.54 | 3228.26 | 4141.14 | 4764.20 |
| 毛利率% | 31.86% | 33.49% | 31.98% | 32.07% |
| 营业税金及附加 | 22.45 | 21.84 | 27.40 | 31.56 |
| 营业税金率% | 0.71% | 0.45% | 0.45% | 0.45% |
| 营业费用 | 278.41 | 388.32 | 456.64 | 526.01 |
| 营业费用率% | 8.81% | 8.00% | 7.50% | 7.50% |
| 管理费用 | 410.13 | 606.75 | 730.62 | 841.62 |
| 管理费用率% | 12.97% | 12.50% | 12.00% | 12.00% |
| EBIT | 296.38 | 608.85 | 732.70 | 850.08 |
| 财务费用 | 245.80 | 215.69 | 217.58 | 254.80 |
| 财务费用率% | 7.77% | 4.44% | 3.57% | 3.63% |
| 资产减值损失 | 85.02 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 投资收益 | 220.52 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| **营业利润** | 186.08 | 483.16 | 605.12 | 685.28 |
| 营业外收支 | 110.16 | 88.00 | 88.00 | 88.00 |
| **利润总额** | 296.24 | 571.16 | 693.12 | 773.28 |
| EBITDA | 545.57 | 948.06 | 1128.63 | 1313.21 |
| 所得税 | 19.14 | 79.96 | 97.04 | 108.26 |
| 有效所得税率% | 6.46% | 14.00% | 14.00% | 14.00% |
| 少数股东损益 | 5.30 | 12.28 | 14.90 | 16.63 |
| **归属母公司所有者净利润** | 271.80 | 478.92 | 581.18 | 648.40 |
| **扣除非经常性损益净利润** | 66.480 | 388.92 | 491.18 | 558.40 |

| 资产负债表（百万元） | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 1068.12 | 400.00 | 400.00 | 400.00 |
| 应收款项 | 3088.27 | 3989.61 | 5004.25 | 5764.49 |
| 存货 | 1085.30 | 1598.85 | 2071.02 | 2377.88 |
| 其它流动资产 | 533.63 | 825.18 | 1035.04 | 1192.29 |
| 流动资产合计 | 5775.32 | 6813.64 | 8510.31 | 9734.66 |
| 长期股权投资 | 274.60 | 278.60 | 282.60 | 286.60 |
| 固定资产 | 3874.20 | 3945.25 | 4059.61 | 4164.29 |
| 在建工程 | 242.59 | 329.33 | 316.03 | 245.22 |
| 无形资产 | 140.02 | 133.02 | 126.02 | 119.02 |
| 非流动资产合计 | 6448.36 | 6648.71 | 6745.64 | 6775.45 |
| **资产总计** | 12223.68 | 13462.35 | 15255.95 | 16510.11 |
| 短期借款 | 1803.07 | 1803.07 | 1803.07 | 1803.07 |
| 应付账款 | 2909.64 | 4396.82 | 5695.30 | 6539.16 |
| 预收账款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其它流动负债 | 812.69 | 624.95 | 793.58 | 912.04 |
| 流动负债合计 | 5525.40 | 6824.85 | 8291.95 | 9254.27 |
| 长期借款 | 1766.56 | 1766.56 | 1816.56 | 1866.56 |
| 其它长期负债 | 1162.57 | 1168.57 | 1176.57 | 1186.57 |
| 非流动负债合计 | 3905.35 | 3911.35 | 3969.35 | 4029.35 |
| **负债总计** | 280.56 | 281.56 | 282.56 | 283.56 |
| 实收资本 | 1191.90 | 1191.90 | 1191.90 | 1191.90 |
| 普通股股东权益 | 2651.63 | 3010.81 | 3446.70 | 3933.00 |
| 少数股东权益 | 141.30 | 150.51 | 161.68 | 174.15 |
| **负债和所有者权益合计** | 12223.68 | 13462.35 | 15255.95 | 16510.11 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 24 日
资料来源：公司年报（2016），海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

杨帅　　电力设备及新能源行业
徐柏乔　　电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　小康股份,多氟多,科陆电子,易成新能,圣阳股份,南都电源,江苏神通,中恒电气,天能重工,新海宜,国轩高科,中能电气,金风科技,阳光电源,星云股份,亿纬锂能,中科电气,特变电工,东方能源,泰胜风能,数源科技,九洲电气,欣旺达,道氏技术,通裕重工,胜利精密,先导智能,亚星客车,智光电气,曙光股份

## 投资评级说明

**1. 投资评级的比较标准**

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

**2. 投资建议的评级标准**

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

| 类别 | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 股票投资评级 | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上； |
| | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间； |
| | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间； |
| | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间； |
| | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于-15%。 |
| 行业投资评级 | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上； |
| | 中性 | 行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间； |
| | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。 |

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。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。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。

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，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。