

东方精工 (002611)

证券研究报告

2017年04月06日

Pack 龙头，普莱德驱动业绩腾飞

普莱德占据行业高地，极具发展前景

普莱德是国内第三方 pack 集成领军企业，2016 年装机量国内排名第三，其股东包括北大先行、北汽集团和宁德时代等业内领军企业，电芯核心供应商为动力电池龙头企业宁德时代，核心客户包括北汽新能源、中通客车、南京金龙、福田汽车等新能源汽车龙头企业，2016 年 60% 的营业收入均来自北汽新能源。基于北汽新能源 2017 年新车型投放以及渠道的快速布局，预计北汽新能源 2017 年销量有望达到 17 万辆，同比增长 266%。另外，尽管京津冀‘2+26’城市出租车汽车将全面电动化的方案被否，但我们认为电动化仍是大势所趋，近期广东省规划 2020 年前珠三角地区新能源公交车保有量占比超 85%，其中电动公交车占比超 75%，而京津冀地区污染压力远大于珠三角，因此我们认为京津冀地区出租车电动化进程有望超预期，北汽新能源处于京津冀地区且产销量位于行业第一名，作为北汽新能源核心供应商，普莱德将大幅受益。

并购普莱德，公司业绩迎来腾飞

公司以 47.5 亿元的价格收购普莱德 100% 股权，且于 2 月 25 日获得证监会核准批文。采购 CATL 电芯+领先的 pack 技术使普莱德动力电池系统能量密度达到 120wh/kg 以上，满足顶额补贴条件，竞争优势明显。产能方面，普莱德将新增常州溧阳、广州增城两大生产基地，形成 10Gwh 规模。我们认为，普莱德独特的产业协同模式（核心供应商和客户均为公司股东且形成了长期战略合作关系）可有效保障其动力电池系统业务快速增长。

传统业务 2017 年净利润有望实现 70% 增长

公司围绕“智能制造”成功打造“智能包装设备”和“高端核心零部件”两大业务板块，我们判断公司除普莱德外的主营业务将实现稳定增长，考虑到 2017 年公司将收购 fosber 剩余 40% 股权以及意大利 EDF 将全年并表，我们预计公司传统主营业务 2017 年净利润有望实现 70% 左右增长。

盈利预测与估值

我们预计公司传统主营业务 2016-2018 年可实现扣非净利润 0.88 亿元、1.5 亿元和 1.65 亿元，普莱德 2016-2018 年可实现净利润 4.1 亿元、5.54 亿元和 7.79 亿元，则东方精工 2016-2018 年净利润分别为 0.88 亿元、7.04 亿元和 9.44 亿元，当前股价对应 PE 分别为 128、24 和 18 倍。给予公司传统业务 2017 年 35 倍估值，动力电池系统业务 30 倍估值，则东方精工对应的合理市值为 218.7 亿元，暂不考虑配套融资，则对应目标价 22.74 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：北汽新能源销量低于预期，动力电池系统降价幅度高于预期。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,190.27	1,294.79	1,544.94	8,336.02	11,407.85
增长率(%)	225.78	8.78	19.32	439.57	36.85
EBITDA(百万元)	165.52	136.12	148.05	984.13	1,201.74
净利润(百万元)	84.11	64.84	88.36	704.20	944.11
增长率(%)	49.84	(22.91)	36.28	696.98	34.07
EPS(元/股)	0.13	0.10	0.14	0.73	0.98
市盈率(P/E)	135.23	175.42	128.72	24.20	18.05
市净率(P/B)	12.74	12.50	10.67	3.67	3.09
市销率(P/S)	9.56	8.78	7.36	2.04	1.49
EV/EBITDA	30.88	66.42	79.29	16.16	11.55

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	17.72 元
目标价格	22.74 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	641.87
流通 A 股股本(百万股)	293.10
A 股总市值(百万元)	11,373.87
流通 A 股市值(百万元)	5,193.76
每股净资产(元)	2.32
资产负债率(%)	44.78
一年内最高/最低(元)	18.87/11.92

作者

李恩国	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010001	
lienguo@tfzq.com	
邹润芳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
杨藻	联系人
yangzao@tfzq.com	
曾帅	联系人
zengshuai@tfzq.com	
吴用	联系人
wuyong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

PE-Band (公司报告必备)

东方精工历史 PE Band



资料来源: 贝格数据, 天风证券研究所

PB-Band (公司报告必备)

东方精工历史 PB Band



资料来源: 贝格数据, 天风证券研究所

内容目录

- 1. 围绕“智能制造”，布局两大业务板块 5
 - 1.1. 公司简介 5
 - 1.2. 内生+外延，打造瓦楞包装设备整体解决方案提供商 7
 - 1.2.1. 网购时代，催生瓦楞纸箱巨大需求 7
 - 1.2.2. 并购意大利 Fosber 和 EDF，瓦楞包装实力大大加强 8
 - 1.2.3. 参股嘉腾机器人和意大利 Ferretto，完成智能包装最后一块拼图 9
 - 1.3. 收购百胜，布局高端核心零部件，带来新增长动力 9
 - 1.4. 公司业绩稳步增长，内生+外延发展成效显著 10
- 2. 并购普莱德，打开长期成长空间 12
 - 2.1. 普莱德简介 12
 - 2.2. 认识动力电池 PACK 14
 - 2.3. 普莱德是 pack 集成领军企业 14
 - 2.3.1. Pack 行业竞争格局及普莱德地位 14
 - 2.3.2. 绑定最优质乘用车和商用车客户 16
 - 2.3.3. 核心竞争优势：CATL 电芯+领先的 pack 技术+独特的产业协同模式 17
 - 2.4. 产能+渠道拓展，保障业绩高增长 19
 - 2.5. 潜在催化剂：EC180 热销及京津冀电动化 21
 - 2.6. 并购普莱德，产业协同得以延续 23
- 3. 盈利预测与估值 23

图表目录

- 图 1：东方精工发展历程 5
- 图 2：东方精工两大核心业务板块 6
- 图 3：公司打造成为智能瓦楞包装设备整体解决方案提供商 6

图 4: 公司上市以来营收构成情况	6
图 5: 2016 年 H1 各业务营收占比	6
图 6: 2006-2015 中国瓦楞纸箱产量	7
图 7: 2012-2019 中国网络购物市场交易规模	7
图 8: 2008-2015 我国快递总量	7
图 9: 公司全球化战略布局	9
图 10: 舷外机产业链	10
图 11: 2015-2020 年中国舷外机市场规模 (亿元)	10
图 12: 2016H1 百胜营收占比为 20.22%	10
图 13: 2016H1 百胜毛利润占比为 23.57%	10
图 14: 公司上市以来营收及增速	11
图 15: 公司上市以来归母净利润及增速	11
图 16: 普莱德股权结构图	12
图 17: 2016 年动力电池出货量排名 (MWH)	13
图 18: 北汽集团历年来整车销量 (万辆)	13
图 19: 北汽集团历年来营业收入 (亿元)	13
图 20: 普莱德各类产品销售收入占比	13
图 21: 锂离子电池产业链构成	14
图 22: 动力电池系统成本构成	14
图 23: 2016 年中国动力电池系统装机量前十大供应商 (辆)	15
图 24: 2014-2016 年普莱德营收情况	16
图 25: 2014-2016 年普莱德实现扣非净利润情况	16
图 26: 普莱德向前五大客户销售额占营收比重	16
图 27: 2016 年各车企新能源乘用车销量排名及同比增速	17
图 28: 2016 年新能源客车销量排名 (辆)	17
图 29: 2016 年北汽新能源各车型销量占比	17
图 30: 北汽新能源 EU 系列 2016 年销量暴涨 56 倍	17
图 31: 普莱德核心技术工艺取得了显著的进步	18
图 32: 普莱德与股东间形成独特的产业协同模式	19
图 33: 北汽新能源乘用车历年销量	20
图 34: A00 级乘用车占比大幅提升	21
图 35: 京津冀和珠三角地区 2016 年 pm2.5 月均浓度(微克/立方米)	22
图 36: 京津冀和珠三角地区 2016 年空气质量优良天数比例	22
图 37: 普莱德承诺扣非净利润 (亿元)	23
图 38: 收购普莱德后, 东方精工股权结构图 (不考虑配套募资)	23
表 1: 意大利 Fosber 产品优势明显	8
表 2: 近年来公司收购标的业绩承诺及实现情况	11
表 3: 动力电池 PACK 工艺流程	14
表 4: 动力电池 PACK 市场竞争格局	15
表 5: 北汽新能源主要车型参数	17

表 6: 2017 年纯电动乘用车补贴政策.....	18
表 7: 2017 年纯电动客车补贴政策.....	18
表 8: 普莱德 2014-2016 年产销数据 (kwh)	19
表 9: 2017-2021 普莱德资本性支出规划	19
表 10: 2017 年北汽新能源新车规划	20
表 11: 普莱德新老客户开拓情况	20
表 12: 2014 年 “2+26” 城市出租车情况统计	22
表 13: 普莱德营收及盈利预测表	24

1. 围绕“智能制造”，布局两大业务板块

1.1. 公司简介

公司成立于 1996 年，是国内最早从事瓦楞纸箱多色印刷成套设备生产的公司之一，也是最早获得欧盟 CE 认证的国内瓦楞纸箱印刷机械制造商之一。作为在国内处于龙头地位的大型瓦楞纸箱多色印刷成套设备供应商，公司是行业技术革新的引领者，率先进行伺服数控、机电一体化印刷成套设备的设计、研发以及产业化生产。

2003 年，公司产品成功进入欧美发达国家市场。2011 年 8 月，公司登陆深交所。2014 年以前，公司资产集中在中国，且主营业务单一，主要产品为瓦楞纸箱多色印刷成套设备。从 2014 年起，围绕“智能制造”，公司通过一系列内生+外延拓展，成功打造“智能包装设备”和“高端核心零部件”两大业务核心板块。

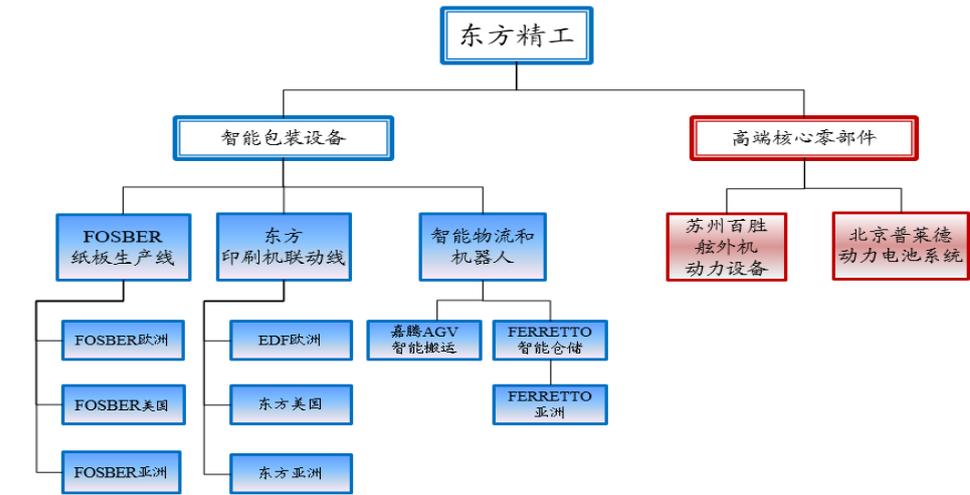
- 2014 年 3 月，公司收购意大利 Fosber 60% 股份，借此进入上游的瓦楞纸板生产线市场。
- 从 2013 年开始，公司与意大利 EDF 共同研发生产“全自动联动线”产品，公司一跃成为国内唯一能够提供上印式和下印式两大类全自动印刷设备成套生产线的生产厂商，2016 年 5 月，公司完成收购意大利 EDF 100% 股份。
- 2014 年 6 月，公司参股认购嘉腾机器人 20% 股份，借此进入机器人行业，更通过与嘉腾机器人在搬运机器人智能物流领域的资源协同，启动了自动化智能物流系统的建设。
- 2015 年 10 月，公司完成参股收购意大利 Ferretto 集团 40% 股份，加速推进智能物流仓储设备平台的搭建。
- 2015 年 7 月，公司完成控股收购苏州百胜动力机器股份有限公司 80% 股份，成功开启公司第二个业务板块“高端核心零部件”的布局。
- 2016 年 7 月 28 日，公司公告拟以 47.5 亿元的价格收购普莱德 100% 股权，并于 2017 年 2 月 25 日获得证监会核准批文，由此切入动力电池系统 PACK 领域。

图 1：东方精工发展历程



资料来源：公司介绍 PPT，天风证券研究所

图 2：东方精工两大核心业务板块

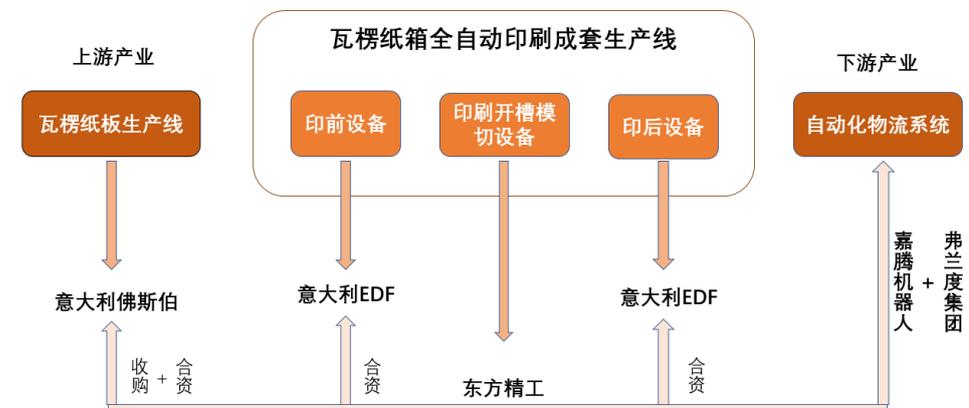


资料来源：公司公告，天风证券研究所

经过一系列的并购，公司从上市初期单一的瓦楞纸板多色印刷成套设备供应商，逐步打造成为集上游瓦楞纸板生产线、中游印前印后设备及印刷开槽模切设备、下游自动化物流系统于一体的智能瓦楞包装设备整体解决方案提供商，市场空间及盈利能力均大大提升。

从营收构成来看，2016 年上半年，成套印刷设备营收占比已由上市初期的 95%以上下降到 11%，瓦楞纸板生产线占比最高，达到 44.5%。若普莱德 2017 年实现并表，以动力电池系统 PACK 业务为核心的高端核心零部件板块有望成为公司的主要收入构成。

图 3：公司打造成为智能瓦楞包装设备整体解决方案提供商



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司上市以来营收构成情况

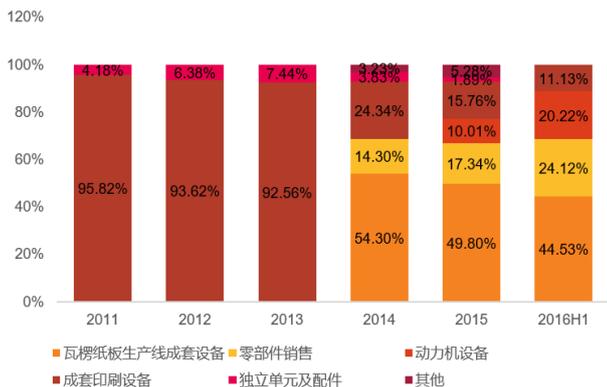
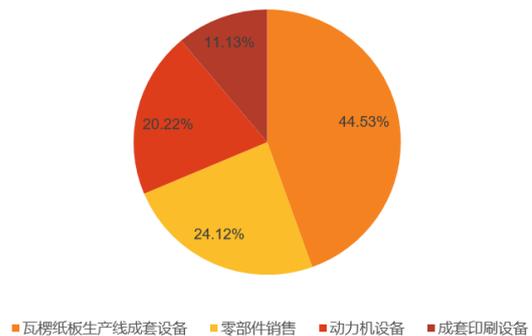


图 5：2016 年 H1 各业务营收占比



资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 内生+外延，打造瓦楞包装设备整体解决方案提供商

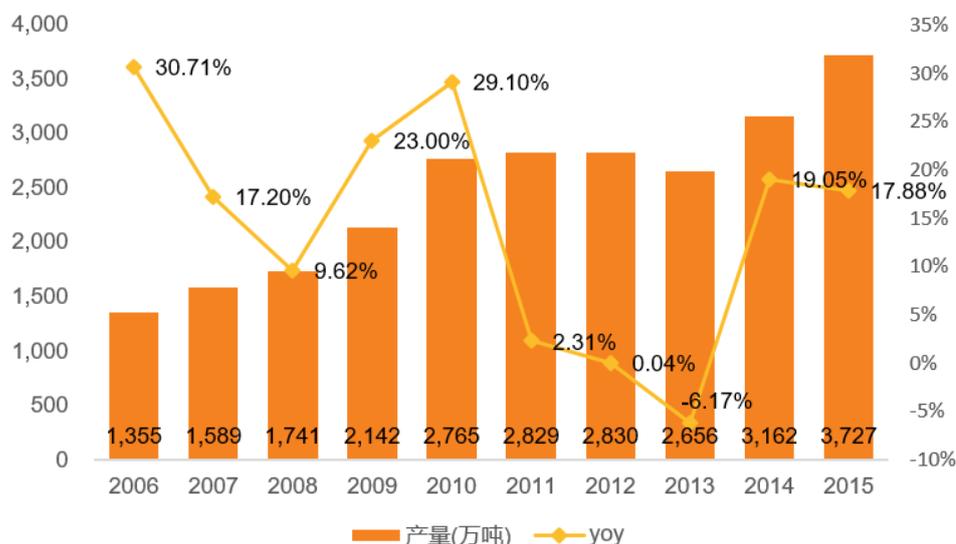
1.2.1. 网购时代，催生瓦楞纸箱巨大需求

瓦楞纸箱包装已有 100 多年历史，产品、工艺、技术、设备等都已基本成熟。瓦楞纸箱是用瓦楞纸板制成的包装运输纸箱，是必不可少的包装容器，它轻便、牢固，便于装卸运输。

瓦楞包装行业被包装界誉为“绿色包装行业”，主要是因为瓦楞纸包装具有良好的物理机械性、可回收性、印刷适应性、经济实用性和环保性。由于其良好的特性，瓦楞纸包装的使用范围越来越广，行业发展速度越来越快。

我国瓦楞纸箱行业起步较晚，1954 年才开始推广使用瓦楞纸箱，技术起点低，基本依靠手工作业。近些年，我国瓦楞纸箱行业发展迅速，据统计，2006 年-2015 年，我国瓦楞纸箱产量由 1355 万吨增长到 3727 万吨，复合增速达到 12%。目前，我国已成为全球最大的瓦楞纸箱市场。

图 6：2006-2015 中国瓦楞纸箱产量



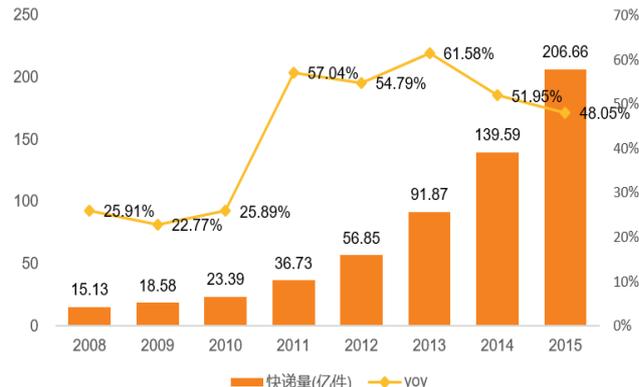
资料来源：wind，天风证券研究所

近年来，我国电子商务市场发展迅猛，无论是网络购物交易规模还是快递量，都迎来井喷式增长。由于在电子商务的配送过程中很大一部分商品选用的就是纸箱包装，所以电子商务的蓬勃发展正促进了瓦楞纸箱行业的兴盛。我们认为，随着电子商务市场的持续快速发展，瓦楞纸箱及作为上游的瓦楞纸板生产线和印刷成套生产线仍具有广阔的市场空间。

图 7：2012-2019 中国网络购物市场交易规模



图 8：2008-2015 我国快递总量



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

资料来源：国家统计局，天风证券研究所

1.2.2. 并购意大利 Fosber 和 EDF，瓦楞包装实力大大加强

并购 Fosber，抢占中高端瓦楞纸板生产线市场。随着瓦楞纸箱消费结构的升级、人力成本的提升、节能环保压力的增强，瓦楞纸箱生产企业对自动化程度较高、整体性能先进的瓦楞纸板生产线需求增加。公司于 2014 年 3 月收购意大利 Fosber 60% 股份，借此进入上游的瓦楞纸板生产线市场，2017 年公司将完成 Fosber 剩余 40% 股权的收购。

意大利 Fosber 集团设立于 1978 年，专注于瓦楞纸板生产线及其相关设备的研发、生产，是欧洲、美国市场上主要的高端瓦楞纸板生产线生产企业之一，客户覆盖了 International Paper、SmurfitKappa Turnhout 等主要全球大型包装企业，在智能自动化瓦楞纸板生产线设备领域拥有排名全球第二的国际品牌。目前世界上已经有超过 1,000 套的意大利 Fosber 设备在进行运转，意大利 Fosber 在北美市场已跻身为行业龙头企业。

表 1：意大利 Fosber 产品优势明显

	Fosber 产品	国内产品
速度	350-400 米/分钟	70-150 米/分钟的占比 80%
尺寸	宽幅可达 2.5-2.8 米	宽幅小于 2 米
性价比	售价约为 350 万欧元，运行时间长、速度快、生产产品质量高、性能稳定、故障率低，综合使用成本相对更低。	价格大部分都低于 500 万元，但产品的效率及质量较低，综合使用成本较高。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

双方协同效应显著。公司与意大利 Fosber 的产品定位极其相似，因此双方可以充分共享销售渠道、客户资源，东方精工可以借助意大利 Fosber 的销售渠道快速拓展欧美中高端市场的客户，意大利 Fosber 也能够借助东方精工在新兴市场特别是中国、印度市场完善的营销网络增加新的商业机会，从而实现双品牌的协同发展。

高速宽幅瓦楞纸板生产线布局完善。除并购 Fosber 外，双方还在中国共同出资设立了广东佛斯伯智能设备有限公司（东方精工持股 56.4%），该合资公司主要针对亚洲市场（特别是中国及印度市场）量身定制高端瓦楞纸成套生产线。该合资公司的智能全自动瓦楞纸板生产线的“混合线”产品在 2015 年下半年开始对外销售；另一款针对亚洲市场设计、研发的“亚洲线”产品也在加紧各项工作的筹备，其中的“干部”已经完成设计并完成样机调试阶段，“湿部”的研发设计仍在进行当中，预计整机产品在 2017 年上半年面世。至此，东方精工在高速宽幅瓦楞纸板生产线领域拥有完整的产品库：

- ◆ 针对欧美市场，2.5 米/2.8 米纸板宽幅，250 米-450 米/分钟的运行速度。
- ◆ 针对亚洲市场，2.2 米/2.5 米/2.8 米纸板宽幅，250 米-350 米/分钟的运行速度。

收购 EDF 提升研发实力，深化公司国际布局。EDF 设立于 2009 年，长期专注于瓦楞纸箱印刷机械的印前、印后自动化配套设备的研发、生产和运营。早在 2013 年，公司就和意大利 EDF 共同研发生产并销售“全自动联动线”产品，包括：预送纸机、清废传送设备、智能堆垛设备、粘箱设备等印前印后自动化设备。公司一跃成为国内唯一能够提供上印式和下印式两大类全自动印刷设备成套生产线的生产厂商，满足了客户由单台设备到成套设备的一站式采购需求。2016 年 5 月，公司完成收购意大利 EDF 100% 股份，一方面，公司在瓦楞纸箱印刷联动线上的研发实力将大大加强，另一方面，借助 EDF 的销售渠道和资源，由东方精工的瓦楞纸箱印刷设备和 EDF 印前、印后自动化设备所组成的全自动印刷联动线可实现在欧洲生产，并带动全球销售。

图 9：公司全球化战略布局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2.3. 参股嘉腾机器人和意大利 Ferretto，完成智能包装最后一块拼图

公司的客户纸箱厂是典型的劳动密集型企业，纸箱厂大部分的工作内容都集中在搬运、仓储和装卸工作上。在公司瓦楞纸包装设备的全产业链布局图上，实现纸箱生产企业的整厂自动化，所缺的关键一环就是自动化智能物流系统的解决方案。

自动物流系统设备空间广阔。自 2003 年以来，我国自动物流系统设备的市场需求基本上一直保持 15%以上的高速增长，到 2013 年增速甚至达到了 30%，预计 2018 年我国自动物流仓储系统设备的市场规模有望成长为一个千亿元容量的大市场。

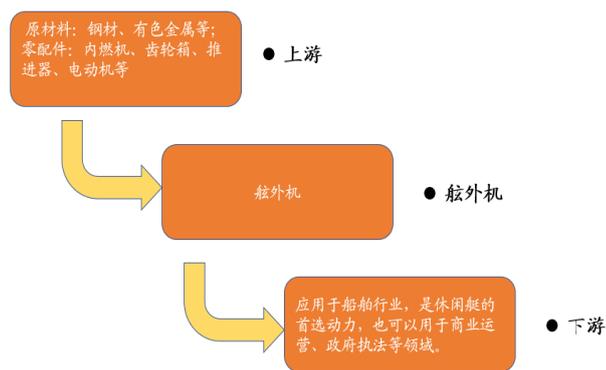
参股嘉腾机器人和意大利 Ferretto，完成智能包装最后一块拼图。2014 年 6 月，公司参股认购嘉腾机器人 20%股份，2015 年 10 月，公司完成参股收购意大利 Ferretto 集团 40%股份，嘉腾机器人在搬运机器人智能物流领域有着多年的沉淀，而意大利 Ferretto 集团在智能仓储物流领域具有近 60 年的技术沉淀，公司和 Ferretto 集团深度合作，结合嘉腾机器人的 AGV 搬运机器人，公司能够为瓦楞纸箱包装企业提供“瓦楞纸板生产线-瓦楞纸箱印刷全自动联动线-智能仓储物流”的全产业链产品，实现瓦楞纸包装业务真正的自动化和智能化，公司的发展空间得以极大拓展。

1.3. 收购百胜，布局高端核心零部件，带来新增长动力

收购百胜，开启高端核心零部件。2015 年 7 月，公司完成控股收购苏州百胜动力机器股份有限公司 80%股份，成功开启公司第二个业务板块“高端核心零部件”的布局。百胜动力是一家专业化生产舷外机、发电机、水泵和发动机的生产厂商，以技术含量高的舷外机为主要产品。

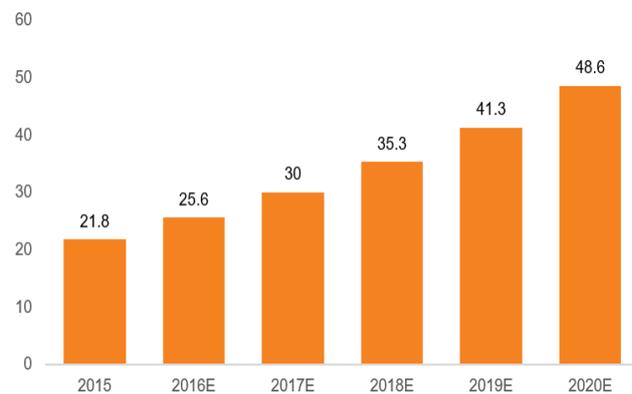
舷外机市场空间广阔。舷外机是一种悬挂在舟、艇尾板上，能推动舟、艇航行的可卸式动力装置，主要由发动机和传动、操纵、悬挂装置及推进器等组成，可广泛应用于休闲娱乐业（游艇、快艇等）、海事巡逻（巡逻艇等）、军事用途（冲锋艇、登陆艇）、渔业和水上交通运输业。尤其是休闲娱乐业，受国内消费水平、消费观念以及旅游行业发展的影响，在中国以及其它新型市场，将形成对游艇、快艇等产品的大量需求，从而带动舷外机快速增长。据中商产业研究院统计，2015 年我国舷外机市场规模为 21.8 亿元，到 2020 年，市场规模将超过 48 亿元，复合增速达到 17.5%。

图 10：舷外机产业链



资料来源：天风证券研究所

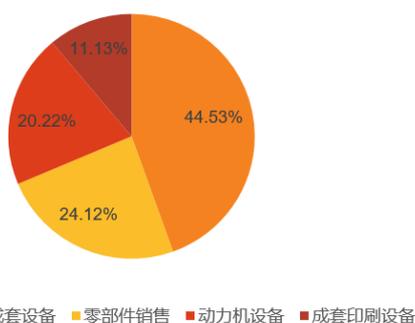
图 11：2015-2020 年中国舷外机市场规模（亿元）



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

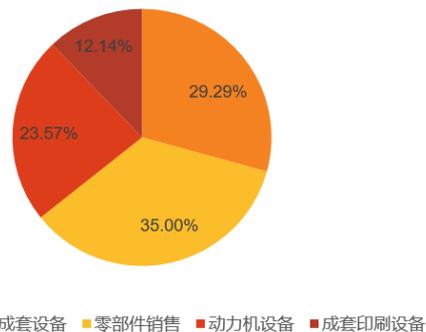
百胜实力雄厚，成公司业绩重要贡献者。百胜动力目前已建成舷外机用发动机、水下装置和整机装配五条流水线，目前年产量可达 18 万台，是中国最大的舷外机专业生产制造企业，其生产规模在全球舷外机生产企业中排名前列，销售量约占全球舷外机市场需求量的 6% 左右。目前，百胜动力 90% 以上的产品出口到欧洲、美洲、独联体国家、大洋洲、非洲和亚洲等 70 多个国家和地区，客户关系紧密稳定，同时客户数量保持稳步增加。据海关出口最新数据显示，百胜舷外机出口量占国内总出口量的份额达到 65%，在同行业中遥遥领先。2016 年上半年，百胜的营收和毛利占比均超过 20%，成为公司营收和利润的重要贡献者。基于舷外机市场广阔的市场前景以及公司在舷外机市场的雄厚实力，我们认为，百胜 2015、2016、2017 累计实际扣非净利润不低于 1.69 亿元的业绩承诺大概率会实现。

图 12：2016H1 百胜营收占比为 20.22%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：2016H1 百胜毛利润占比为 23.57%

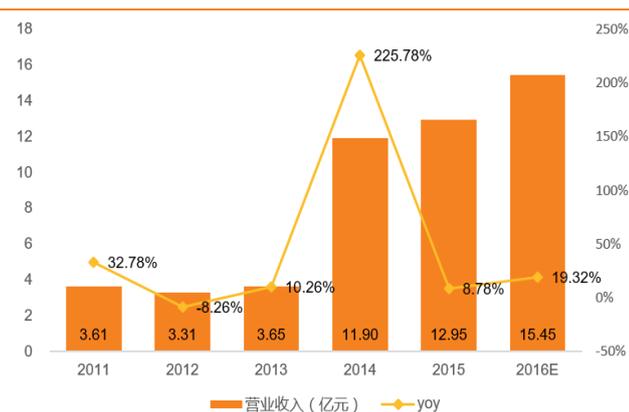


资料来源：wind，天风证券研究所

1.4. 公司业绩稳步增长，内生+外延发展成效显著

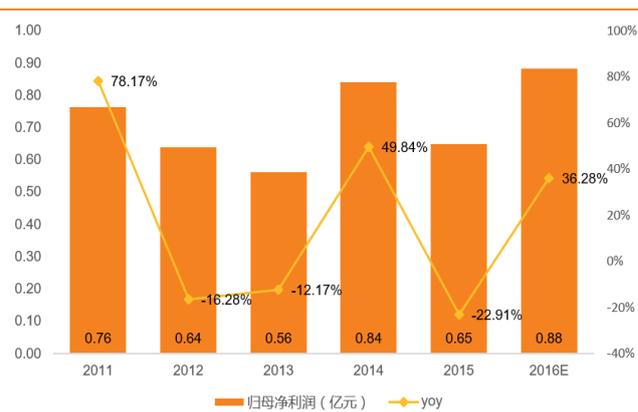
公司自上市以来，整体业绩呈稳步提升的态势。2012 和 2013 年，由于全球经济复苏缓慢，出口疲软，公司业绩连续两年下滑，2014 年公司营收同比增长 225.78%，归母净利润同比增长 49.84%，其中 2014 年 3 月收购的意大利 Fosber 并表是营收和净利润大幅增长的主要原因，2015 年业绩下滑主要是因为行业需求低迷，公司印刷成套设备和瓦楞纸板生产线销售规模和毛利率均出现下滑，2016 年公司营收和归母净利润增速分别为 19.32% 和 36.28%，业绩再次实现大幅增长的主要原因是意大利 Fosber 的订单同比大幅增长同时苏州百胜动力的舷外机业务并表。

图 14：公司上市以来营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：公司上市以来归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

内生+外延发展成效显著。我们梳理了公司近年来所收购的标的业绩承诺及实现情况，其中主要的 Fosber 2013 和 2014 年均超额完成，2015 年的完成率也接近 80%，苏州百胜 2015 年的完成率超过 80%。整体而言，公司通过内生+外延的发展方式，经营效果较好，营收和净利润呈稳步提升的趋势。目前，公司围绕“智能制造”，两大核心业务板块已初步搭建完成。随着公司对普莱德的收购，我们认为，高端核心零部件板块、各大业务板块之间进一步发挥协同效应将是公司未来业绩高速增长的重要驱动力。

表 2：近年来公司收购标的业绩承诺及实现情况

标的	业绩承诺	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	备注
Fosber	承诺净利润 (万欧元)	650	700	750	750	-	-	-	-
	实际净利润 (万欧元)	680	785.7	584	-	-	-	-	-
	完成率	104.62%	112.24%	77.86%	-	-	-	-	-
EDF	承诺净利润 (万欧元)	-	-	-	-	-	-	-	16-19 年经调整的累计税后净利润为 310 万欧元
	实际净利润 (万欧元)	-	-	-	-	-	-	-	-
	完成率	-	-	-	-	-	-	-	-
嘉腾机器人	承诺净利润 (万元)	-	1000	1600	3500	-	-	-	-
	实际净利润 (万元)	-	604.7	1477	-	-	-	-	-
	完成率	-	60.47%	92.3%	-	-	-	-	-
Ferretto 集团	承诺扣非净利润 (万欧元)	-	-	-	50	170	300	340	累计扣非后的合并净利润不低于 860 万欧元
	实际净利润 (万欧元)	-	-	-	-	-	-	-	-
	完成率	-	-	-	-	-	-	-	-
苏州百胜	承诺扣非净利润 (万元)	-	-	5000	5500	6400	-	-	累计扣非净利润不低于 1.69 亿
	实际净利润 (万元)	-	-	4136.85	-	-	-	-	-
	完成率	-	-	82.74%	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 并购普莱德，打开长期成长空间

2.1. 普莱德简介

普莱德成立于 2009 年，是一家新能源电池系统方案供应商，由北大先行科技产业有限公司 (电池关键材料)、东莞新能德科技有限公司 (电芯)、北京汽车工业控股有限公司 (汽车) 和北汽福田汽车股份有限公司 (汽车) 共同出资，持股比例分别为 41%、25%、24%和 10%。2016 年经过两次股权转让后，北大先行、北汽产研、宁德时代、福田汽车和青海普仁成为普莱德新的前五大股东，持股比例分别为 38%、24%、23%、10%和 5%。其中，北大先行和青海普仁实控人均均为高力，属于一致行动人；北汽产研和福田汽车均为北汽集团旗下企业，同样构成一致行动人关系。

图 16：普莱德股权结构图

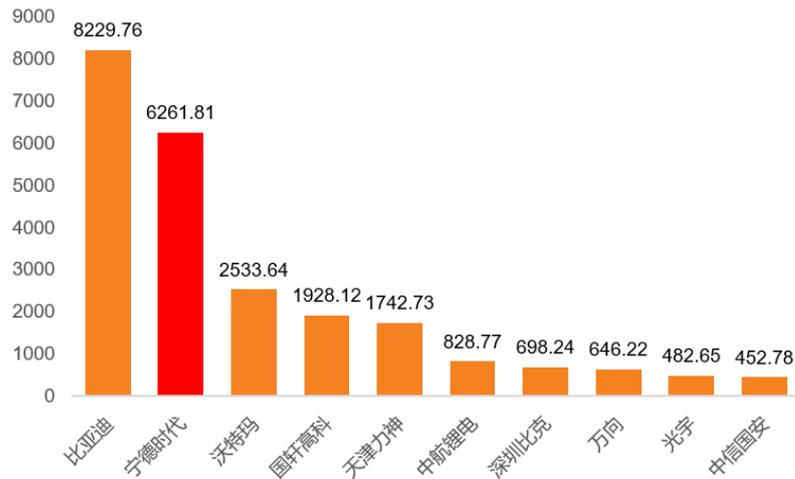


资料来源：公司公告，天风证券研究所

股东背景强大。普莱德股东北大先行、宁德时代、北汽集团 (北汽产投、福田汽车) 均为各自所属行业细分领域内的领先者。

- **北大先行：**北大先行成立于 1999 年，主要从事电池材料的研发、生产与销售，拥有磷酸铁锂西宁生产基地、正极材料泰安生产基地，依托青海盐湖资源优势，在国内率先开发出锂离子消费电池电芯所需的核心原材料正极材料，即钴酸锂、三元材料 (即钴、锰、镍) 和磷酸铁锂，北大先行提供的正极材料在高低温性能、一致性、工艺细节等方面具有显著优势，处于国内领先地位，是宁德时代电芯正极材料的主要供应商之一。
- **宁德时代：**宁德时代新能源科技股份有限公司 (CATL) 成立于 2011 年，自成立初期即利用与国际汽车企业合作开发动力电池系统的契机，通过不断研发和实践，有效提升了动力电池领域相关技术，同时在电池电芯上加大投入，形成了动力和储能电池领域较为完整的研发、制造能力。作为动力电池系统的核心部件，动力电池电芯是宁德时代的优势产品。宁德时代动力电池电芯在电芯设计、制造工艺、质量控制、研发专利数量、产品性能等方面处于市场领先地位。宁德时代电芯产量保持在全球行业前列，2016 年产量位居国内第二，各项性能处于行业领先地位。

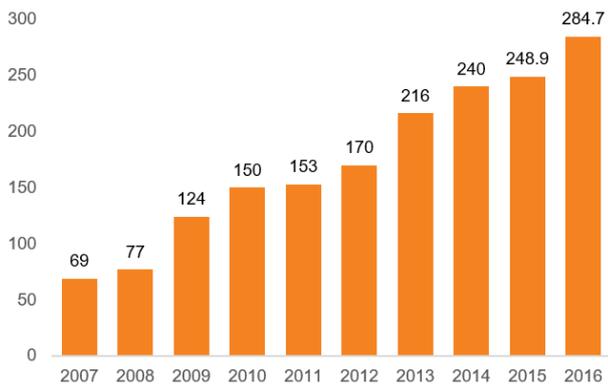
图 17：2016 年动力电池出货量排名 (MWH)



资料来源：EVTank，天风证券研究所

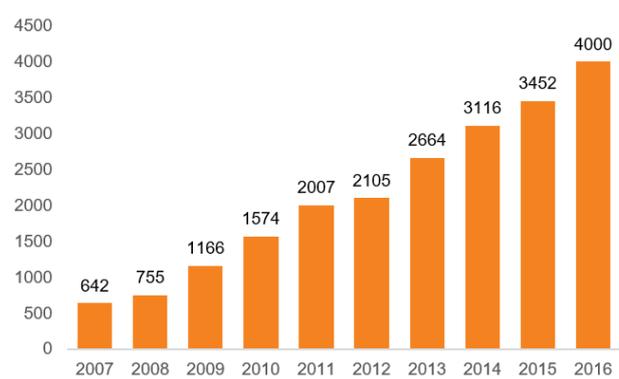
- **北汽产研和福田汽车（北汽集团）**：北汽产研和福田汽车均为隶属于北汽集团，北汽集团是我国汽车产业产品品种最全、产业链最完善、规模最大的汽车集团之一，2016 年，北汽集团实现整车销量 284.7 万辆，同比增长 15%，市场占有率提升至 10.2%，全年营收突破 4,000 亿元大关。

图 18：北汽集团历年来整车销量 (万辆)



资料来源：wind，天风证券研究所

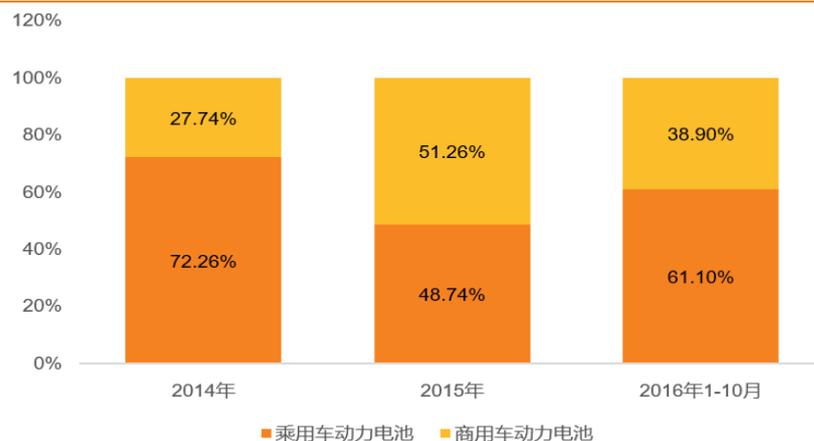
图 19：北汽集团历年来营业收入 (亿元)



资料来源：wind，天风证券研究所

主营业务：普莱德专业从事新能源汽车动力电池系统 PACK 的设计、研发、生产、销售与服务，致力于为新能源汽车生产厂商提供动力电池整体解决方案，客户主要为国内大型乘用车、商用车生产厂商，主要产品为定制化的新能源汽车动力电池系统，包括乘用车动力电池系统和商用车动力电池系统。

图 20：普莱德各类产品销售收入占比



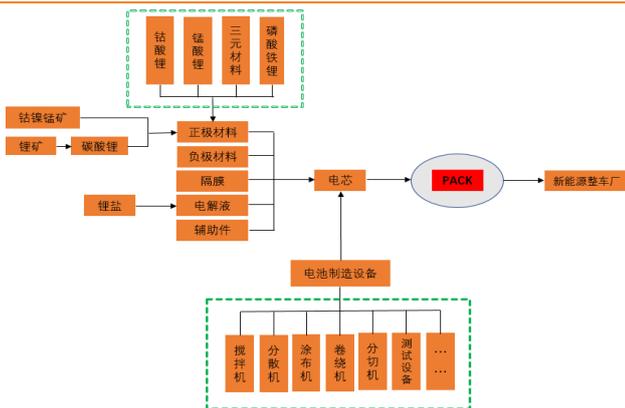
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 认识动力电池 PACK

动力电池 PACK 成品由三部分构成，即电池模组、BMS 和固定架外壳，其工序包括电芯组装、焊接、半成品测试、贴标和装箱等流程。电池 PACK 系统利用机械结构将众多单个电芯通过串并联连接起来，并考虑系统机械强度、热管理、BMS 匹配等问题。PACK 作为动力电池系统生产、设计和应用的关键步骤，成本占比约为 35%，是连接上游电芯生产与下游整车运用的核心环节，需要大量成熟技术的相互交叉与协作，其主要的技术包括电池管理系统的定制化开发技术、热管理技术、电流控制和检测技术、模组拼装设计技术、铝合金动力电池外箱铸造技术、计算机虚拟开发技术等。

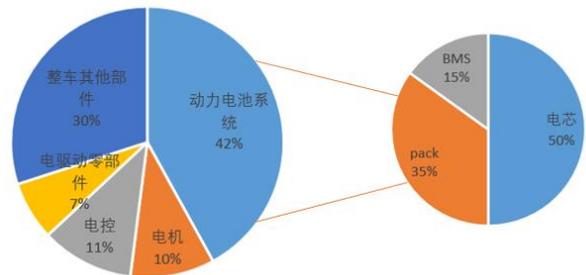
动力电池 PACK 是技术和资本双密集型行业。动力电池 PACK 的难点在于定制化开发技术，优质的动力电池 PACK 企业，要基于车厂客户不同车型的个性化需求，对动力电池 BMS 方案、热管理、空间尺寸、结构强度等进行定制化研发与设计，通过各种成熟技术的交互使用实现动力电池组各模块的有机结合，保障核心储能装置电芯的安全性和稳定性，对技术和工艺提出了很高的要求。此外，动力电池系统的研发周期漫长，需根据车厂客户特定车型的具体需求来进行，经过立项、方案设计、内部试制、样品测试、联调联试、国标认证、产品定型、向上级主管部门提交申请、审查、发布公告等阶段，从立项到实现销售需要很长时间，因此，如果没有强大的资金支撑，动力电池 PACK 企业会很难熬。

图 21：锂离子电池产业链构成



资料来源：天风证券研究所

图 22：动力电池系统成本构成



资料来源：高工锂电，天风证券研究所

表 3：动力电池 PACK 工艺流程

模块	工艺流程	说明
PACK	电芯组装	将若干个电芯组装一起
	焊接	将线路板和若干电芯焊接在一起
	半成品测试	测量半成品电池的电压、内阻、ID 电压等数据
	贴标	将标贴条码贴在组合后的电池组上，做成成品电池
	装箱	将若干成品电池装在一些成品箱中

资料来源：天风证券研究所

2.3. 普莱德是 pack 集成领军企业

2.3.1. Pack 行业竞争格局及普莱德地位

Pack 市场三分天下。目前，国内市场上从事动力电池系统 PACK 设计、研发、生产、销售与服务的企业主要有三种类型：

- ◆ 主营生产电芯的公司，动力电池系统 PACK 为公司的一类附属服务业务。
- ◆ 主营业务为新能源汽车生产和销售的厂商，动力电池系统 PACK 为其上游配套产品。
- ◆ 专业从事 BMS 设计、生产和动力电池系统 PACK 的企业。

现阶段，在国内动力电池 PACK 领域，约 60% 的电池系统 PACK 由电芯生产企业自行完成，整车厂和专业的第三方电池系统 PACK 企业各占约 20% 市场份额。其中，专业从事动力电池 PACK 生产的企业相对较少，优质 PACK 集成商更是屈指可数。

专业第三方 PACK 企业市场份额有望提升。目前国内动力电池 PACK 水平差距很大，不少 PACK 企业的技术水平都还仅仅停留在简单的电芯串并联上，无法实现结合整车设计来进行 PACK 设计和组装，真正能达到下游整车厂商需求的优质 PACK 厂商屈指可数。随着动力电池市场规模的扩大和竞争的加剧，动力电池产业链专业化分工会逐渐明显，专业的第三方 PACK 企业凭借多样化的电芯选择、强大的 PACK 技术以及良好的成本控制能力等优势有望从一部分 PACK 实力有限的动力电池企业中分流一部分市场份额。

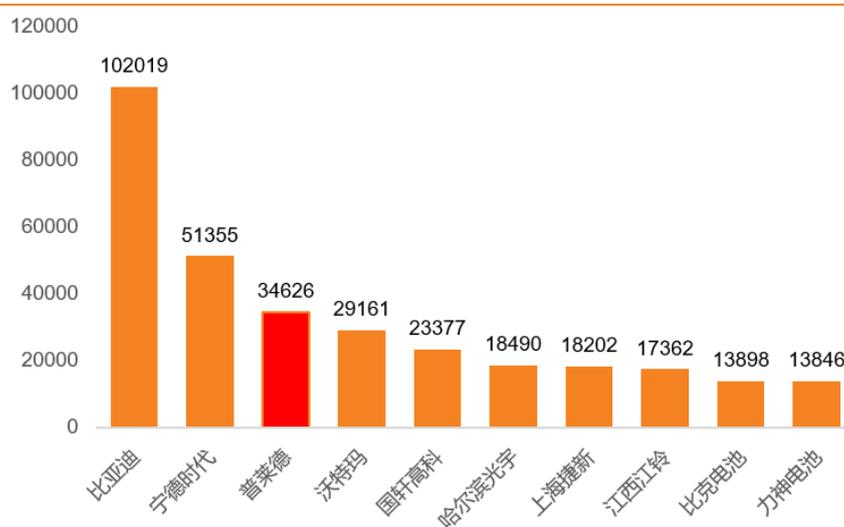
表 4：动力电池 PACK 市场竞争格局

企业类型	主要企业名称
电池企业 (60%)	宁德时代、天津力神、中航锂电、国轩高科、沃特玛
整车企业 (20%)	比亚迪、长城汽车、江淮汽车
专业第三方 PACK 企业 (20%)	电池和整车企业合资公司 普莱德、北京爱思开、上海捷新、亿能电子
	专注于动力和储能的第三方动力电池公司 华鑫动力、海博思创、欧鹏巴赫、科易动力
	数码转型做动力电池 PACK 公司 欣旺达、德赛电池

资料来源：公司公告，天风证券研究所

普莱德在动力电池 pack 集成市场份额排名第三。据中国化学与物理电源行业协会统计，2016 年前十大动力电池系统供应商提供了市场 77.30% 的动力电池系统需求，行业集中度较高，其中普莱德装机 34,626 辆，占比 8.30%，国内排名第三，仅次于比亚迪和宁德时代。

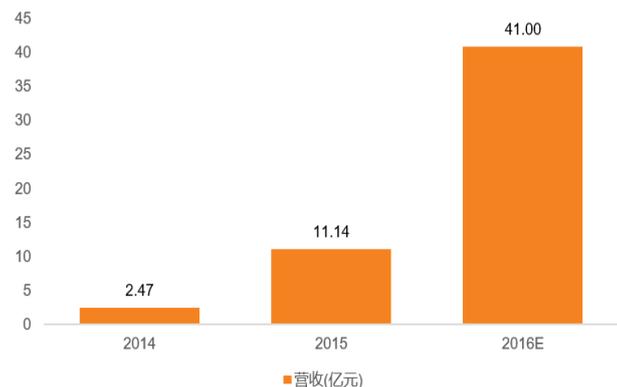
图 23：2016 年中国动力电池系统装机量前十大供应商（辆）



资料来源：中国化学与物理电源行业协会，天风证券研究所

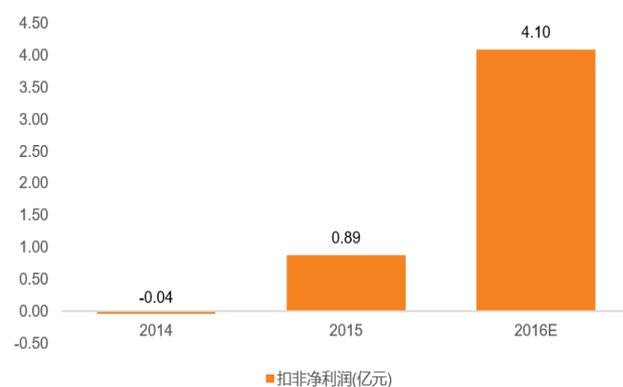
普莱德盈利能力突出，2016 年净利润远超业绩承诺。普莱德的动力电池系统主要从 2014 年起大量装配于新能源汽车，受益于新能源汽车产业的快速发展，近年来普莱德的业绩呈现爆发式增长，2014 年、2015 年，普莱德分别实现营业收入 2.47 亿元、11.14 亿元，扣非后净利润分别为 -431.04 万元、8,867.76 万元，预计 2016 年普莱德实现营收 41 亿元(yoy 268%)、扣非后净利润 4.1 亿元 (yoy 362%，远超此前 2.5 亿元的业绩承诺)。

图 24：2014-2016 年普莱德营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：2014-2016 年普莱德实现扣非净利润情况



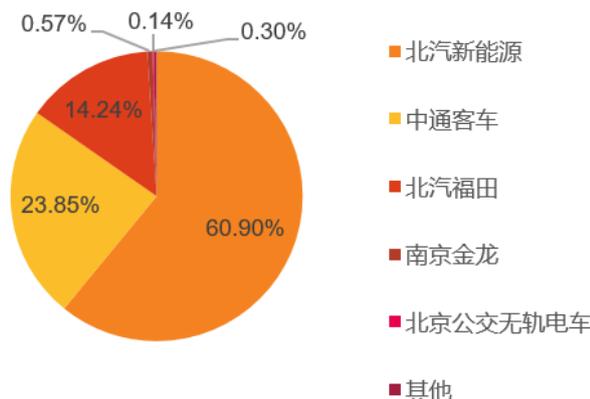
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3.2. 绑定最优质乘用车和商用车客户

新能源动力电池系统定制化较强，新能源整车客户对动力电池供应商有较强的粘性。动力电池系统的研发需根据车厂客户特定车型的具体需求进行。根据整车厂商的采购习惯，只有通过整车厂商检验定型的产品才能装配于对应型号的车辆，对供应商的技术研发能力、行业应用积累、产品设计及工艺水平要求较高。普莱德经过多年来的技术应用积累，在研发技术实力、PACK 设计能力、系统集成能力、动力电池系统与整车性能匹配等方面取得下游整车厂商的高度认可，具备较强的研发成果产业化并规模化的能力，顺利进入北汽新能源、中通客车、南京金龙、福田汽车等优质客户合格供应商目录并建立了长期稳定的合作关系。

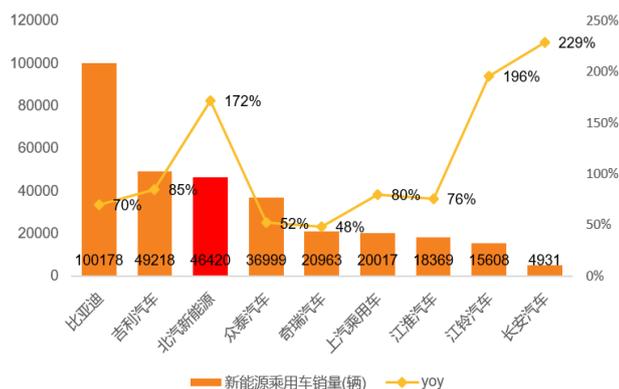
普莱德核心客户是北汽新能源、中通客车、南京金龙和福田汽车。2016 年 1-10 月，普莱德向北汽新能源、中通客车、南京金龙和福田汽车销售额占营收比重达到 99.56%，其中北汽新能源占比达到 60.9%。新能源乘用车领域，北汽新能源 2016 年销量国内排名第三，达到 46420 辆，同比增长 172%，远超 86%的行业总体增速。新能源客车领域，中通客车、南京金龙和福田汽车 2016 年内销量也均排在行业前十名。公司绑定了乘用车和客车领域最优质的客户资源，为未来持续稳定的发展提供了有力保障。

图 26：普莱德向前五大客户销售额占营收比重



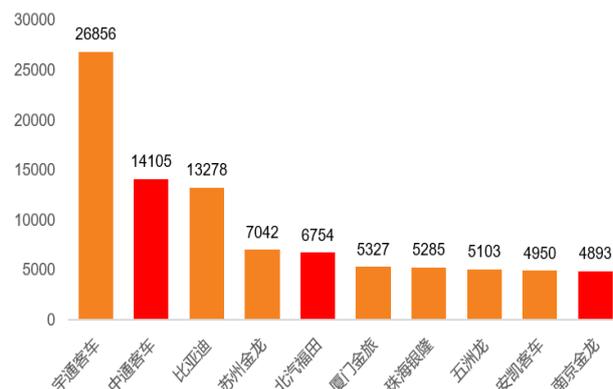
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：2016 年各车企新能源乘用车销量排名及同比增速



资料来源：乘联会，天风证券研究所

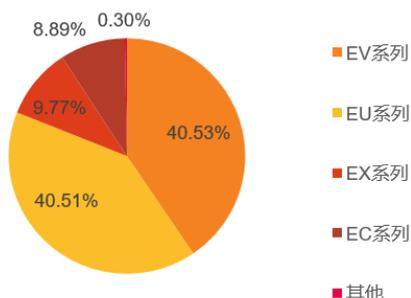
图 28：2016 年新能源客车销量排名 (辆)



资料来源：第一商用车网，天风证券研究所

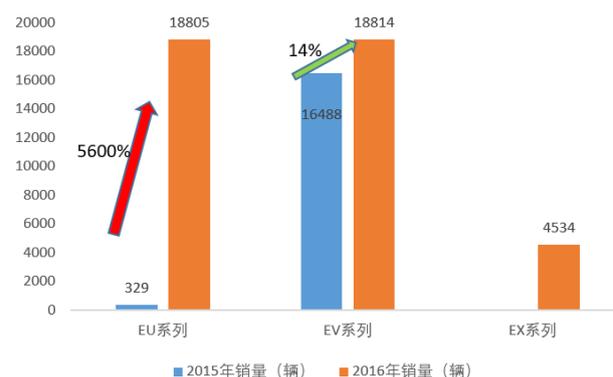
普莱德给北汽供应的均是其主流车型。2016 年，北汽新能源乘用车销量达到 46420 辆，其中 EV 和 EU 系列占比均在 40% 以上，EU 系列销量更是暴涨 56 倍，普莱德给北汽供的车型包括 EV150、EV160、EU220、EU260、EC180 和将于今年年内上市的 EX260，均是北汽新能源的主流车型。

图 29：2016 年北汽新能源各车型销量占比



资料来源：乘联会，天风证券研究所

图 30：北汽新能源 EU 系列 2016 年销量暴涨 56 倍



资料来源：乘联会，天风证券研究所

表 5：北汽新能源主要车型参数

车型	北汽 EV150	北汽 EU260	北汽 EC180
最大续航里程 (km)	150	260	156
电池类型	磷酸铁锂	三元	三元
电池组能量 (KWh)	25.6	41.4	20.3
百公里耗电量 (KWh)	17	16	13
整备质量 (kg)	1370	1583	1050

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3.3. 核心竞争优势：CATL 电芯+领先的 pack 技术+独特的产业协同模式

补贴新政对能量密度要求提高。2016 年 12 月 30 日，国家财政部、科技部、工信部、发改委联合发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，要求提高推荐车型目录门槛并动态调整，在保持 2016-2020 年补贴政策总体稳定的前提下，调整新能源汽车补贴标准，改进补贴资金拨付方式等，同时要求各类车型 2019-2020 年中央及地方补贴标准和上限，在现行标准基础上退坡 20%。新能源乘用车领域，能量密度在 90~120wh/kg

之间补贴相对 2016 年下降约 20%，120wh/kg 以上的可享受 1.1 倍补贴系数，相比 2016 年下降约 10%；新能源客车领域，补贴按能量密度分为 85-95Wh/kg、95-115Wh/kg 和 115Wh/kg 以上三档，中间档补贴为 1800 元/kwh，上下两档按照 1.2 倍和 0.8 倍计算。

表 6：2017 年纯电动乘用车补贴政策

纯电动乘用车	能量密度 (Wh/Kg)	续航里程 R		
		100≤R<150	150≤R<250	R≥250
原补贴标准 (万元)	不考量该指标	2.5	4.5	5.5
新补贴政策 (万元)	90-120	2	3.6	4.4
	>120(1.1 倍补贴)	2.2	3.96	4.84

资料来源：工信部，天风证券研究所

表 7：2017 年纯电动客车补贴政策

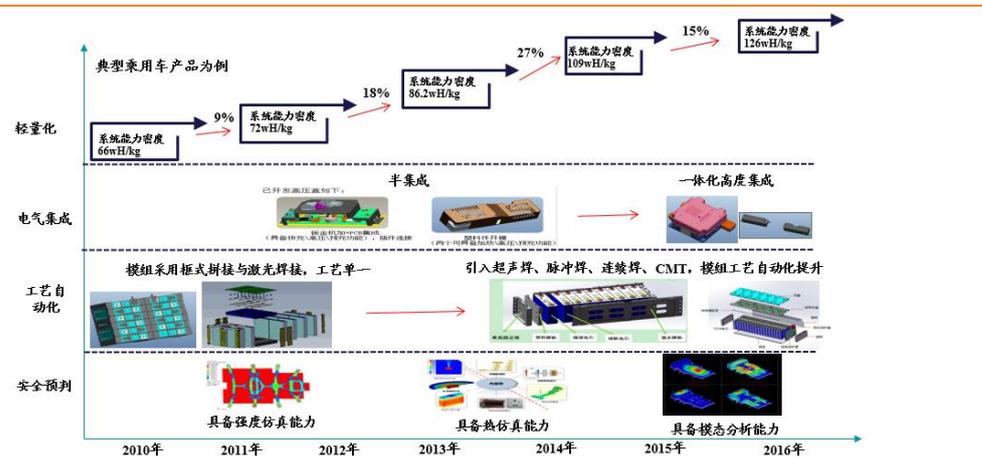
车辆类型	中央财政补贴标准 (元/kWh)	中央财政补贴调整系数			中央财政单车补贴上限 (万元)		
					6<L≤8m	8<L≤10m	L>10m
非快充类纯电动客车	1800	系统能量密度 (Wh/kg)			9	20	30
		85-95	95-115	115 以上			
		0.8	1	1.2			

资料来源：工信部，天风证券研究所

宁德时代是普莱德最大供应商。宁德时代作为普莱德股东 (持股比例 23%)，同时也是普莱德最大供应商。2014 年、2015 年、2016 年 1-10 月，普莱德向宁德时代采购电芯的金额分别为 1.76 亿、7.48 亿、23.92 亿，占同期采购总额的比例分别为 76.84%、73.52%、81.25%，采购金额较大且集中度相对较高。

CATL 优质电芯+先进 pack 技术保障产品满足顶额补贴标准。普莱德自成立以来即深耕动力电池系统 PACK 环节，在锂电池模组 PACK 集成及电池管理系统 (BMS) 研发、设计、生产、维护等方面拥有丰富的实践经验，是国内最早成功研发新能源汽车动力电池 PACK 集成工艺，并率先实现动力电池系统规模化生产和批量应用的企业之一。普莱德在 PACK 技术研发与工艺设计领域积累深厚，能快速响应车厂客户的定制化需求(pack 的核心难点)，并提供整体解决方案。领先的 pack 技术搭配 CATL 优质电芯，使得普莱德的动力电池系统能量密度均在 120wh/kg 以上，因此，在补贴整体退坡的背景下，配置普莱德动力电池系统的整车可享受更高补贴，受补贴调整新政的影响较小，因而普莱德对下游客户的议价能力也较强。

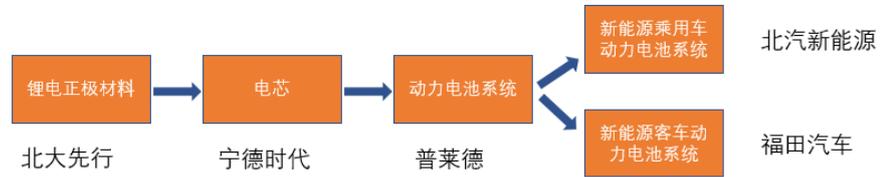
图 31：普莱德核心技术工艺取得了显著的进步



资料来源：公司介绍 PPT，天风证券研究所

普莱德通过与股东间形成独特的产业协同模式锁定最优质客户资源。北大先行、宁德时代、普莱德、北汽新能源及福田汽车根据各自竞争优势建立了紧密的长期战略合作关系并基于产业链形成了专业化的市场分工：北大先行向宁德时代供应锂电正极材料，宁德时代向普莱德供应电芯，普莱德向北汽新能源和福田汽车等销售动力电池系统。

图 32：普莱德与股东间形成独特的产业协同模式



资料来源：天风证券研究所

2.4. 产能+渠道拓展，保障业绩高增长

作为国内领先的动力电池系统 PACK 厂商，普莱德产品处于供不应求的状态。2015 年，普莱德产能利用率超过 100%，2016 年普莱德已通过新租厂房、添置生产检验设备等扩大既有产能，截止 2016 年 10 月，普莱德产能达到 2.5Gwh，因调试、测试等环节，部分厂房及设备尚未完成投入运营，2016 年 1-10 月产能利用率达到 68.75%。

表 8：普莱德 2014-2016 年产销数据 (kwh)

类别	指标	2016 年 1-10 月	2015 年	2014 年
乘用车动力电池系统	产量	1,072,537.00	237,666.00	71,630.00
	销量	890,490.98	234,446.18	67,173.21
	产销率	83.03%	98.65%	93.78%
商用车动力电池系统	产量	646,113.95	244,616.00	29,363.00
	销量	521,254.79	213,698.96	19,934.16
	产销率	80.77%	87.36%	67.89%
合计	产能	2,500,000	480,000	210,000
	产量	1,718,650.95	482,282.00	100,993.00
	销量	1,411,745.77	448,280.14	89,043.45
	产能利用率	68.75%	100.48%	48.09%
	产销率	82.18%	92.95%	88.17%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

扩建应对产能瓶颈，长期空间值得期待。目前普莱德拟在北京采育基地的基础上建设常州溧阳、广州增城两大生产基地，从而有效提升产能，最终形成年产能 10Gwh 的规模。根据规划，常州普莱德预计将于 2017 年 4 月投产，2020 年达产。随着产能的逐步释放，我们认为，优质的客户资源、核心客户销量有望继续大幅上涨以及新老客户的不断开拓可有效保障普莱德动力电池系统业务的快速增长。

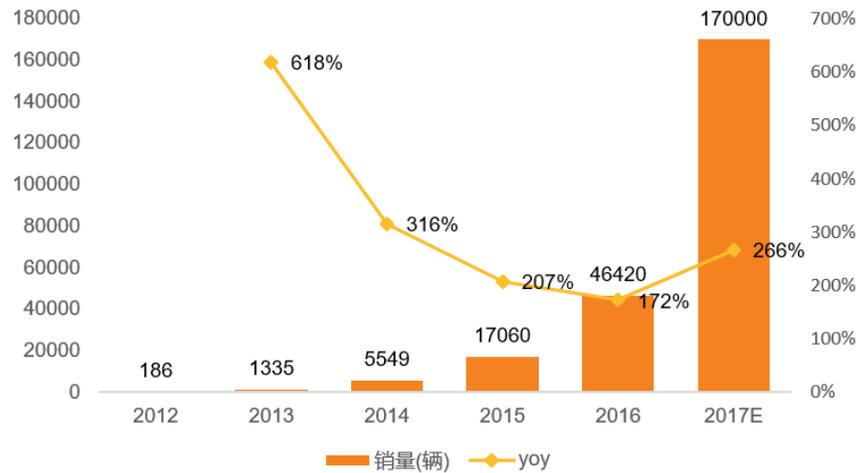
表 9：2017-2021 普莱德资本性支出规划

年份	资本性支出 (万元)	备注
2017	16,800	溧阳基地改造 7,000 万，增加二条生产线及检测等设备 9,800 万元。
2018	7,300	溧阳增加二条生产线及检测等设备 7,300 万元。
2019	6,500	北京和溧阳基地增加设备各 3,000 万，其他设备 500 万。
2020	7,300	溧阳基地增加二条生产线及检测等设备 7,300 万元。
2021	6,000	北京和溧阳基地增加设备各 3,000 万。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

北汽新能源 2017 年销量有望继续大幅上涨。作为北汽集团旗下最具活力的核心业务，北汽新能源近年来发展速度迅猛，2016 年，北汽新能源乘用车销量国内排名第三，达到 46420 辆，同比增长 172%。在此前北汽新能源 2017 年全球伙伴大会上，北汽公布了其“17-20 万辆”的 2017 年销量目标，其中 17 万是保底目标，20 万是力争目标。北汽今年将有 5 款新车投放市场用于支持这一销量目标的实现，另外，在渠道布局上，北汽今年中在全国的经销商会增至 200 家，年底前将形成 350-400 家的全国布局，经销商渠道数量快速增长。**基于新车型投放以及渠道的快速布局，我们认为北汽新能源今年销量有望继续大幅上涨。**

图 33：北汽新能源乘用车历年销量



资料来源：乘联会，天风证券研究所

表 10：2017 年北汽新能源新车规划

车型名称	类型	上市时间
EC180	A00 级轿车	已上市
ARCFOX-1	A000 级轿车	2017 年 4 月
EH300	B+级轿车	2017 年上半年
北斗星	MPV	2017 年年中
EU300	紧凑级轿车	2017 年下半年
EX260	小型 SUV	2017 年年内

资料来源：天风证券研究所

两个方面加强渠道拓展。在客户开发方面，普莱德计划从增加已有客户供货份额及开拓新客户两个方面来加强市场渠道的拓展，进一步增强未来发展动力，目前已取得良好的进展。普莱德过往供应的动力电池系统主要应用于慢充技术纯电动车型，目前已针对客户需求，开发快充动力电池系统、插电混合动力电池系统。

表 11：普莱德新老客户开拓情况

类型	老客户开发	新客户开发
乘用车	北汽新能源（EU300 系列、EX260 系列乘用车动力电池系统、经济型乘用车型、插电式混动车型）	福田宝沃 SUV、众泰汽车、长城汽车
商用车	中通客车、南京金龙、福田汽车（快充技术纯电动商用车动力电池系统、插电混合动力商用车适用的动力电池系统）	黄海客车、北京公交集团、桂林大宇客车、山西原野汽车、南车电车、湖州恩驰汽车
物流车	福田汽车（物流车车型）	航天新长征电动汽车技术有限公司

资料来源：公司介绍 PPT，天风证券研究所

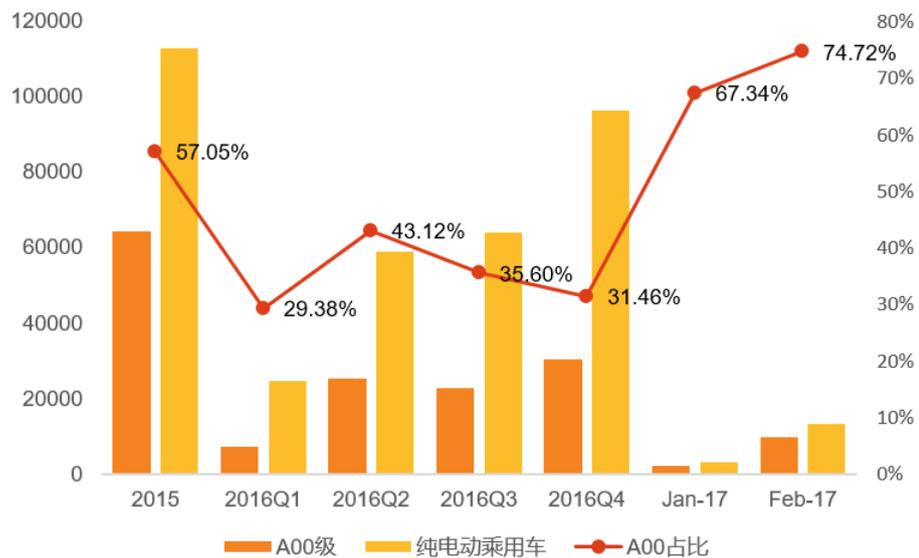
2.5. 潜在催化剂：EC180 热销及京津冀电动化

A00 乘用车占比大幅提升，北汽 EC180 有望热销。根据我们的统计，进入 2017 年，新能源乘用车中 A00 占比大幅提升，2017 年 2 月份，A00 占比超过 70%。

2017 年 1 月 18 日，北汽新能源旗下北汽 EC180 正式在京上市。EC180 定位为一款微型车（A00 级乘用车），采用 5 门 5 座的设计，售价区间为 15.18-15.78 万元，扣除国家补贴 3.6 万元，地方补贴 1.8 万元以及北汽新能源厂家补贴 4.8 万元后的终端零售价为 4.98-5.58 万元，是北汽新能源品牌最便宜的纯电动汽车。续航里程可以达到 156km，足够满足城市及农村代步需求。

考虑到 EC180 定位于市场空间更为巨大的三四线城市和农村地区、极具竞争力的价格（4.98-5.58 万元）以及 5 门 5 座的设计较竞争对手来说实用性更强，**预计 EC180 今年销量有望达到 8-9 万辆。**据我们前期调研了解到，在给 EC180 的供货中，普莱德将具有较高的市场份额。因此，若北汽 EC180 热销，普莱德将显著受益。

图 34：A00 级乘用车占比大幅提升

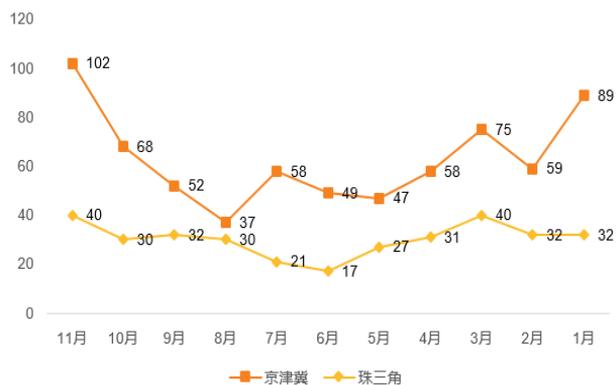


资料来源：乘联会，天风证券研究所

普莱德是京津冀电动化的最大受益者。近期，电车汇报道有关部门正在研究制定《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案（征求意见稿）》，其中提到，京津冀‘2+26’城市出租车汽车将全面电动化。其中，北京市将在 2017 年 9 月底之前全部更换为纯电动汽车，其余 27 座城市 2017 年底前更换一半。尽管最终该方案被否，**但我们认为从空气污染的大方向来说，京津冀地区出租车电动化仍然值得期待。**

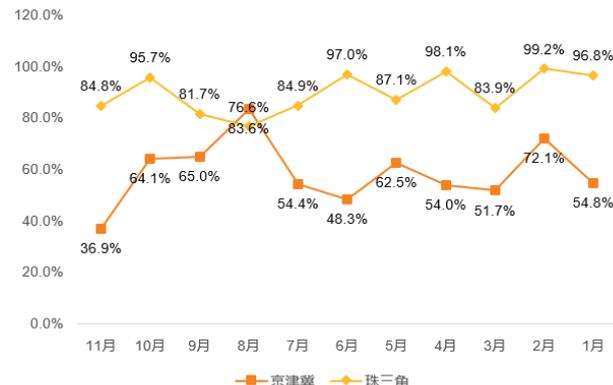
首先，在 2017 年 3 月 5 日李克强总理所作的政府工作报告中大幅增加了雾霾治理的篇幅，表明了打好蓝天保卫战决心，同时指出，要强化机动车尾气治理，鼓励使用清洁能源汽车；另一方面，2017 年 2 月下发的《广东省节能减排“十三五”规划》中提到，到 2020 年，实现全省 25 万辆新能源汽车保有量，全省新能源公交车保有量占全部公交车比例超 75%，其中纯电动公交车占比超 65%，**珠三角地区新能源公交车保有量占比超 85%，其中电动公交车占比超 75%**，其中，深圳市于 2018 年、广州市于 2019 年、佛山市于 2020 年力争实现纯电动公交占比达 100%。对比两地，我们发现京津冀地区的空气污染压力远远大于珠三角地区，因此，**我们认为，京津冀地区出租车实现电动化仍是大势所趋，而从政府表态来看，电动化进程有望加快。**

图 35: 京津冀和珠三角地区 2016 年 pm2.5 月均浓度(微克/立方米)



资料来源: 国家环保局, 天风证券研究所

图 36: 京津冀和珠三角地区 2016 年空气质量优良天数比例



资料来源: 国家环保局, 天风证券研究所

假如京津冀地区出租车实现电动化, 意味着什么? 根据我们的统计, 2014 年这 28 个城市的出租车保有量达到 20.39 万辆 (北京 6.7 万+其它城市 13.69 万), 以此测算其电动出租车保有量需达到 13.55 万辆, 扣除存量 (部分城市缺数据), 则需新增电动出租车 12.1 万辆 (北京 6.37 万+其他城市 5.73 万), 相当于 2016 年新能源汽车销量的 22.4%, 新能源乘用车销量的 36.7%, 纯电动乘用车销量的 48.6%, 由于出租车续航里程要求长, 单车电池量大, 我们按照 45kwh/车的需求量来测算, 则对于动力电池的需求量达到 5.45GWh, 相当于 2016 年动力电池出货量的 17.9%。

表 12: 2014 年“2+26”城市出租车情况统计

“2+26”城市		出租车保有量(辆)	其中电动出租(辆)	
直辖市	北京市	67046	3310	
	天津市	31940	54	
	石家庄	6710	NA	
	唐山	6610	NA	
	保定	6543	NA	
河北	廊坊	8252	NA	
	沧州	7503	NA	
	衡水	2412	NA	
	邯郸	7185	NA	
	邢台	2863	NA	
	山西	太原	8292	8292
		阳泉	2236	720
长治		1801	500	
晋城		1453	NA	
山东	济南	8357	NA	
	淄博	6084	NA	
	聊城	1416	NA	
	德州	2405	NA	
	滨州	714	NA	
	济宁	1561	100	
	菏泽	1315	NA	
河南	郑州	10608	750	
	新乡	1738	700	
	鹤壁	670	NA	
	安阳	1359	NA	
	焦作	1398	NA	
	濮阳	1745	NA	

	开封	3679	NA
加总		203895	14326

资料来源：中国城市统计年鉴 2014，各政府网站，天风证券研究所

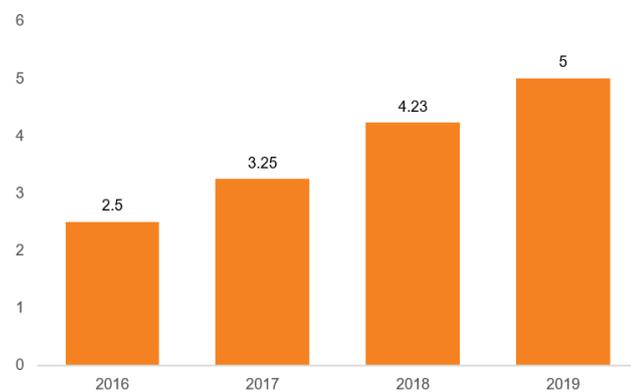
普莱德位于京津冀地区，其服务的核心乘用车客户北汽新能源也处于京津冀地区且产销量位于行业第一名，因此，若上述政策实施，将有力保障普莱德乘用车动力电池系统业务的快速增长。

2.6. 并购普莱德，产业协同得以延续

2016 年 7 月 28 日，公司公告拟以 47.5 亿元的价格收购普莱德 100% 股权，2017 年 2 月 25 日，公司公告获得证监会核准批文。具体方案为：公司以 47.5 亿元的价格收购普莱德 100% 股权，其中现金对价支付 18.05 亿元，股权对价支付 29.45 亿元，股权支付以 9.2 元/股的价格发行 3.2 亿股。同时以 9.2 元/股的价格募集配套资金 29 亿元，其中，18.05 亿元用于支付收购普莱德的现金对价，10 亿元用于投资普莱德溧阳基地新能源汽车电池研发及产业化项目。普莱德承诺 2016-2019 年扣非净利润分别不低于 2.5 亿元、3.25 亿元、4.23 亿元和 5 亿元，复合增速 26%。

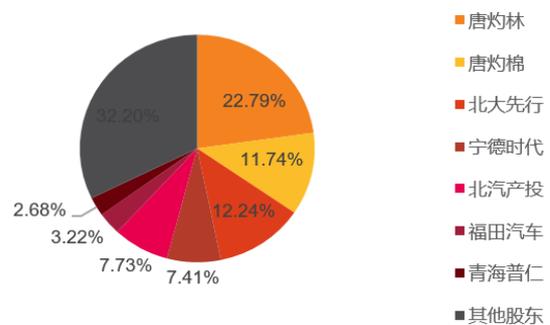
普莱德的前五大股东分别为北大先行、青海普仁、北汽产研、福田汽车和宁德时代，持股比例分别为 38%、5%、24%、10% 和 23%。本次收购后，北大先行、青海普仁、北汽产研、福田汽车和宁德时代均成为东方精工的员工，持股比例分别为 12.24%、2.68%、7.73%、3.22% 和 7.41%。上游客户与下游供应商均成为公司员工，双方利益形成捆绑，上文所说的与股东间形成独特的产业协同模式有望得以延续。

图 37：普莱德承诺扣非净利润（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 38：收购普莱德后，东方精工股权结构图（不考虑配套募资）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 盈利预测与估值

公司围绕“智能制造”成功打造“智能包装设备”和“高端核心零部件”两大业务核心板块，我们判断公司除普莱德外的主营业务将实现稳定增长，考虑到 2017 年公司将完成 fosber 剩余 40% 股权的收购以及意大利 EDF 将全年并表，我们预计公司传统主营业务 2016-2018 年可实现扣非净利润 0.88 亿元，1.5 亿元，1.65 亿元。

动力电池系统业务，我们假设普莱德 2017 年全年并表，同时假设乘用车动力电池系统 2017-2018 年降幅分别为 20% 和 15%，商用车动力电池系统 2017-2018 年降幅分别为 30% 和 20%，以此测算，我们预计普莱德 2016-2018 年可实现净利润 4.1 亿元、5.54 亿元、7.79 亿元。

我们给予公司传统业务 2017 年 35 倍估值，动力电池系统业务 30 倍估值，则东方精工对应的合理市值为 218.7 亿元，暂不考虑配套融资，则对应目标价 22.74 元，首次覆盖给予

“买入”评级。

表 13：普莱德营收及盈利预测表

		2016	2017	2018
乘用车动力电 池系统	销量(Gwh)	1.17	2.00	3.60
	价格(元/kwh)	2214.71	1771.77	1506.00
	收入(亿元)	25.83	35.44	54.22
	毛利率	11.70%	11.00%	10.50%
商用车动力电 池系统	销量(Gwh)	0.63	1.36	2.40
	价格(元/kwh)	2408.45	1685.92	1348.73
	收入(亿元)	15.17	22.93	32.37
	毛利率	23.41%	22.00%	21.00%
合计	收入(亿元)	41.00	58.36	86.59
	毛利率	16.03%	15.32%	14.43%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	329.33	336.28	123.60	1,987.08	3,491.90	营业收入	1,190.27	1,294.79	1,544.94	8,336.02	11,407.85
应收账款	250.68	297.51	190.04	2,131.39	1,045.49	营业成本	866.44	971.81	1,158.70	6,767.19	9,443.42
预付账款	6.94	12.12	25.81	120.32	112.48	营业税金及附加	1.86	2.22	3.09	15.00	18.25
存货	293.00	362.98	454.94	3,721.46	2,776.97	营业费用	85.48	87.83	108.15	250.08	318.51
其他	169.85	183.64	119.96	1,445.21	830.24	管理费用	86.26	124.31	151.87	347.61	456.31
流动资产合计	1,049.81	1,192.54	914.35	9,405.46	8,257.08	财务费用	(3.93)	4.04	5.49	5.50	5.50
长期股权投资	56.41	136.96	136.96	136.96	136.96	资产减值损失	3.20	7.97	3.92	3.92	3.92
固定资产	433.45	540.82	541.95	563.16	583.42	公允价值变动收益	0.00	1.03	(0.63)	0.13	0.13
在建工程	0.98	0.00	36.00	69.60	71.76	投资净收益	1.29	3.29	2.18	2.18	2.18
无形资产	225.12	235.97	231.56	227.14	222.73	其他	(2.58)	(8.63)	(3.11)	(4.61)	(4.61)
其他	199.60	382.74	385.85	382.43	383.39	营业利润	152.25	100.93	115.28	949.03	1,164.24
非流动资产合计	915.55	1,296.50	1,332.33	1,379.30	1,398.26	营业外收入	6.48	16.15	8.19	10.27	11.54
资产总计	1,965.36	2,489.03	2,246.67	10,784.76	9,655.34	营业外支出	1.12	2.30	1.17	1.53	1.67
短期借款	113.93	174.25	118.32	0.00	0.00	利润总额	157.60	114.78	122.30	957.77	1,174.12
应付账款	293.10	586.38	429.66	4,218.22	2,991.99	所得税	48.06	30.45	18.34	143.67	176.12
其他	132.29	154.55	165.83	967.76	706.97	净利润	109.54	84.33	103.95	814.10	998.00
流动负债合计	539.33	915.18	713.81	5,185.97	3,698.96	少数股东损益	25.44	19.49	15.59	109.90	53.89
长期借款	315.53	385.49	203.37	562.04	0.00	归属于母公司净利润	84.11	64.84	88.36	704.20	944.11
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.13	0.10	0.14	0.73	0.98
其他	84.56	97.98	67.55	83.36	82.96						
非流动负债合计	400.09	483.48	270.91	645.40	82.96						
负债合计	939.41	1,398.65	984.73	5,831.37	3,781.93	主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	133.20	180.80	195.61	303.69	356.38	成长能力					
股本	362.87	580.59	641.87	961.87	961.87	营业收入	225.78%	8.78%	19.32%	439.57%	36.85%
资本公积	271.76	51.57	51.57	2,676.47	2,676.47	营业利润	133.79%	-33.71%	14.22%	723.27%	22.68%
留存收益	515.65	349.41	424.47	3,687.83	4,555.17	归属于母公司净利润	49.84%	-22.91%	36.28%	696.98%	34.07%
其他	(257.54)	(72.00)	(51.57)	(2,676.47)	(2,676.47)	获利能力					
股东权益合计	1,025.95	1,090.38	1,261.95	4,953.38	5,873.41	毛利率	27.21%	24.94%	25.00%	18.82%	17.22%
负债和股东权益总计	1,965.36	2,489.03	2,246.67	10,784.76	9,655.34	净利率	7.07%	5.01%	5.72%	8.45%	8.28%
						ROE	9.42%	7.13%	8.29%	15.15%	17.11%
						ROIC	36.95%	7.00%	7.94%	56.69%	28.37%
						偿债能力					
						资产负债率	47.80%	56.19%	43.83%	54.07%	39.17%
						净负债率	-31.75%	16.42%	39.07%	10.82%	55.80%
						流动比率	1.95	1.30	1.28	1.81	2.23
						速动比率	1.40	0.91	0.64	1.10	1.48
						营运能力					
						应收账款周转率	7.60	4.72	6.34	7.18	7.18
						存货周转率	5.84	3.95	3.78	3.99	3.51
						总资产周转率	0.81	0.58	0.65	1.28	1.12
						每股指标(元)					
						每股收益	0.13	0.10	0.14	0.73	0.98
						每股经营现金流	0.07	0.18	0.04	-1.83	3.42
						每股净资产	1.39	1.42	1.66	4.83	5.74
						估值比率					
						市盈率	135.23	175.42	128.72	24.20	18.05
						市净率	12.74	12.50	10.67	3.67	3.09
						EV/EBITDA	30.88	66.42	79.29	16.16	11.55
						EV/EBIT	34.46	86.13	97.20	16.66	11.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com