

东源电器 (002074.SZ)

动力电池行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

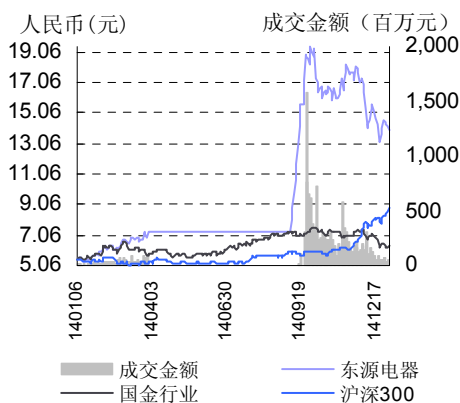
市价(人民币): 14.53元

目标(人民币): 23.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	223.17
总市值(百万元)	3,526.88
年内股价最高最低(元)	19.40/5.31
沪深300指数	3641.06
中小板综指	7955.02



## 相关报告:

2014/12/6 新能源汽车产业链系列报告之一: 充电行业深度研究: 《新能源汽车充电运营: 大蓝海出现, 盈利可实现》

2014/12/26 新能源汽车产业链系列报告之二: 《车联网带来的新机会, 从日本的经验出发》

2014/12/29 新能源汽车产业链系列报告之三: 《动力电池需求及降本空间深度研究: 需求持续高速增长, 规模降本量利齐升》

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)60230213  
zhangshuai@gjzq.com.cn

姚罡 (8621)60935531  
yaogang@gjzq.com.cn

苏广宁 (8621) 61620766

## 动力电池标杆, 协同优势凸显

## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.146	0.115	0.378	0.773	1.196
每股净资产(元)	1.75	1.84	1.01	2.59	3.79
每股经营性现金流(元)	-0.08	0.56	0.34	0.78	1.36
市盈率(倍)	37.38	48.69	38.47	18.79	12.15
行业优化市盈率(倍)	3.12	3.04	14.45	5.61	3.84
净利润增长率(%)	1.27%	-21.11%	863.46%	137.80%	54.63%
净资产收益率(%)	8.34%	6.24%	37.56%	29.86%	31.59%
总股本(百万股)	253.37	253.37	743.30	863.30	863.30

来源: 公司年报、国金证券研究所 附注: 2014年按增发收购100%国轩股权测算, 2015年及之后按增发1.2亿股融资8.2亿元测算

## 投资逻辑

- **动力电池业务整合即将完成, 以区域领先为起点, 凭扎实基础拓全国, 巩固行业龙头地位:** 公司将完成对国内汽车动力电池龙头企业——国轩高科的整合, 实际控制人将变更; 国轩高科依托优势地区, 先生存后发展, 2014年动力电池出货量位居独立动力电池供应商之首, 且拥有磷酸铁锂正极材料核心技术, 产品在材料、电芯及电池系统能量密度方面业内领先, 有望在更加精细化的补贴政策驱动下, 转化为产品溢价和更大份额; 公司基本完成动力三元电池量产技术准备, 亦储备了后续更高性能动力电池的相关技术; 公司的经营状况在过去3年中持续改善, 体现了公司的竞争力提升以及整个动力电池行业的稳步快速健康发展;
- **传统业务竞争力突出, 稳中有增:** 公司传统业务包括开关系列产品、变压器等电力设备产品, 产业链纵向整合程度高, 掌握断路器核心技术, 产品性价比高, 行业地位领先, 在巩固传统优势地区市场的同时, 积极开发海内外其他地区市场, 保持一定的增长; 公司变压器业务完成整合后, 加大市场开发力度, 加快产品结构转型, 交叉销售带来的协同效应开始显现, 整合进入收获期, 形成传统业务的增长点;
- **两家公司业务及技术协同效应显著:** 两家公司整合后, 预计能够在供应链共享、客户共享、储能系统新产品开发和市场开发等方面形成多方位的协同效应, 有助于降低成本, 产生新的增长点;

## 投资建议

- 我们认为公司动力电池业务需求将持续高速增长, 两家公司现有业务及技术协同效应强, 整合后将进一步产生正向协同, 扩大市场, 降低成本, 提升竞争力; 公司给出的业绩承诺为2014年2.28亿, 2015年3.33亿, 2016年4.23亿, 2017年4.68亿, 我们认为盈利将显著超过承诺值;

## 估值

- 考虑整合后公司在动力锂电池领域的龙头及行业标杆地位, 我们给予公司“买入”评级, 近6个月目标价23元, 对应15/16 P/E为30/19倍。

## 风险

- 整合方案未能通过审批、竞争加剧、新能源汽车销量低于预期、公司整合出现问题;

## 内容目录

即将完成整合的动力电池业务迎来持续高速增长.....	4
动力电池需求总量保守预计明年 5GWh，高速持续增长可期.....	4
定增+配套融资整合国轩高科，动力电池业务龙头地位巩固.....	5
公司传统业务竞争力突出，稳中有增，盈利能力有望提升.....	13
公司传统业务产业链纵向整合程度高，成本及核心部件具备竞争力.....	13
传统业务适应新常态，转型系统工程，成本下降，盈利能力有望有所提升.....	16
业务+技术协同效应显著，储能可能成为新的增长点.....	22
东源电器设备+国轩锂电池，储能系统技术及成本竞争力显著.....	22
完全摊薄后，2015/2016 年 EPS 0.773/1.196，对应 P/E 18/12 倍.....	24
附录：三张报表预测摘要.....	25

## 图表目录

图表 19: 我国新能源汽车电池单车电池用量.....	4
图表 20: 我国新能源汽车动力锂电池总需求量预计.....	5
图表 21: 公司整合国轩高科前后股本及股权比例变化.....	5
图表 22: 国轩高科动力电池半成品与最终产品.....	6
图表 23: 国轩高科动力电池实际运行结果.....	7
图表 24: 国轩高科动力电池推广数量（截至 2014 年 9 月）.....	7
图表 25: 磷酸铁锂材料结构、优点（绿底色）、缺点（红底色）及主要供应商.....	8
图表 26: 国轩自产磷酸铁锂性能特性.....	8
图表 27: 国轩电池系统设计主要考虑.....	8
图表 28: 车载动力电池系统能量密度最高的 10 款车型.....	9
图表 29: 同款车型车载动力电池系统能量密度对比.....	9
图表 30: 2016 年新能源客车补贴标准征求意见稿.....	10
图表 31: 公司新型磷酸铁锂材料包覆工艺及性能特点.....	10
图表 32: 公司新型磷酸铁锂循环寿命性能特点.....	11
图表 33: 公司三元材料电池性能特点.....	11
图表 34: 公司已知产能情况汇总.....	12
图表 35: 公司产品售价及盈利能力.....	12
图表 36: 公司部分经营指标.....	12
图表 1: 东源电器子公司情况.....	13
图表 2: 东源电器营收构成.....	14
图表 3: 东源电器毛利构成.....	14
图表 4: 东源电器毛利率及毛利增长率.....	15

图表 5: 东源电器分地区销售收入及比例 .....	15
图表 6: 东源电器分地区销售毛利率、毛利及比例 .....	16
图表 7: 江苏、浙江、安徽居民与工业累计用电量 .....	16
图表 8: 江苏、浙江、安徽全社会累计用电量同比增速 .....	17
图表 9: 江苏、浙江、安徽居民与工业累计用电量同比增速 .....	18
图表 10: 东源电器变压器营收及毛利 .....	19
图表 11: 华东电网辖区变压器月产量 .....	19
图表 12: 华东三省变压器月累计产量同比增速 .....	20
图表 13: 高压开关柜的主要组成部分 .....	20
图表 14: 公司各类产品原材料成本占比 .....	21
图表 15: 主要原材料价格指数变化 .....	21
图表 16: 变压器用再生铜近两年价格变化 .....	21
图表 17: 变压器油近两年价格变化 .....	22
图表 18: 宝钢取向硅钢近两年价格变化 .....	22
图表 37: 储能系统主要构成 .....	23
图表 38: 完成整合后净利润收入及比例 .....	24

## 即将完成整合的动力电池业务迎来持续高速增长

### 动力电池需求总量保守预计明年 5GWh，高速持续增长可期

- 在我们 2014 年 12 月 29 日发布的《新能源汽车产业链系列报告之三：动力电池需求及降本空间深度研究》中，对新能源汽车销量、单车锂电池 2014 年用量及未来 6 年的需求发展进行了预测：
  - 2014 年全年，新能源汽车销量同比增长近 5 倍，国内动力电池市场总容量今年首次达到 2.7~2.9GWh，产值近 65~70 亿；
  - 其中纯电动客车需求量全年预计为近 2GWh，为份额最大的动力电池子市场；
  - 我们对车辆销量以及动力电池用量保守预期为：2015 年销量将达 15.3 万辆，累计推广量 31 万辆；2020 年销量 167 万辆，累计推广量 494 万辆；

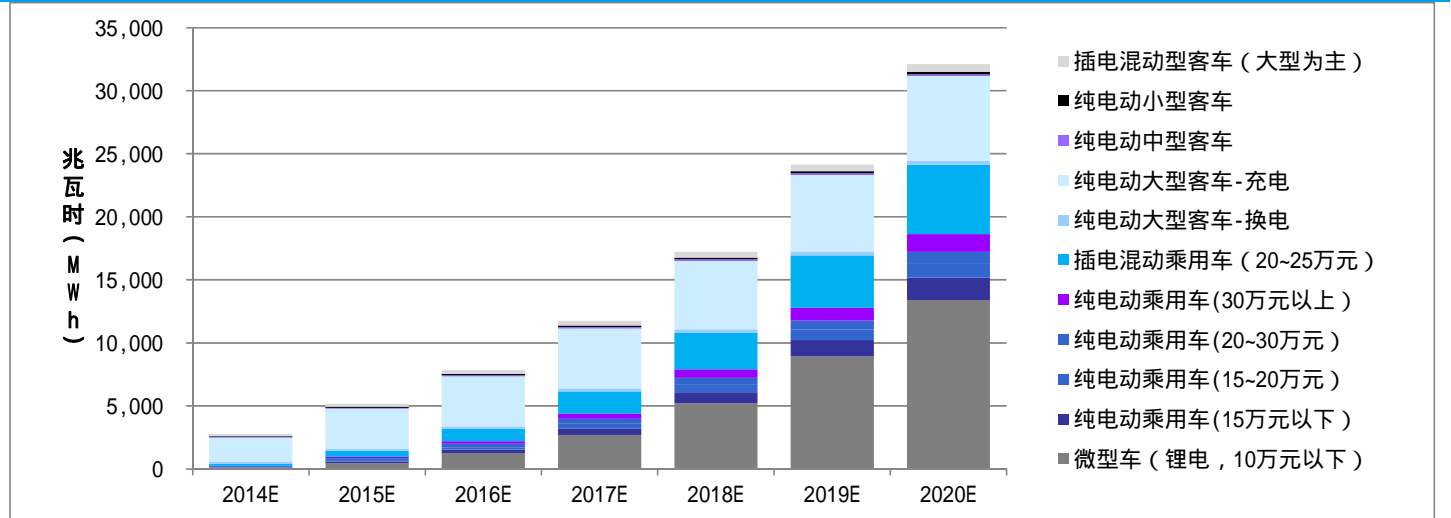
图表1：我国新能源汽车电池单车电池用量

单车锂电池用量 (kwh)	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
微型车 (锂电, 10万元以下)	10	11	11	11	12	13	14
纯电动乘用车 (15万元以下)	15	16	17	17	18	20	21
纯电动乘用车 (15-20万元)	23	25	26	26	28	30	32
纯电动乘用车 (20-30万元)	30	32	34	34	37	39	42
纯电动乘用车 (30万元以上)	45	48	52	52	55	59	63
平均用量增速 (%)		7%	7%	7%	7%	7%	7%
插电混动乘用车 (20~25万元)	12	12	12	12	13	13	14
平均用量增速 (%)		2%	2%	2%	2%	2%	2%
纯电动大型客车-换电	240	250	260	260	270	281	292
纯电动大型客车-充电	260	270	281	281	292	304	316
纯电动中型客车	150	156	162	162	169	175	182
纯电动小型客车	60	62	65	65	67	70	73
平均用量增速 (%)		4%	4%	4%	4%	4%	4%
插电混动型客车 (大型为主)	20	20	21	21	21	22	22
平均用量增速 (%)		2%	2%	2%	2%	2%	2%

来源：国金证券研究所

- 结合动力电池降本分析，结合目前国家对动力电池扶持政策预期不降反升，综合单车电池用量预测，我们预计明年、后年新能源汽车用动力电池销量将持续高速增长，未来三年内，预计动力电池市场年度需求规模将扩大至 200 亿，需求真正规模化，对锂电行业拉动效应显现，培育动力电池世界级龙头的“大池塘”逐步形成；

图表2: 我国新能源汽车动力锂电池总需求量预计



来源: 国金证券研究所

**定增+配套融资整合国轩高科, 动力电池业务龙头地位巩固**

- 东源电器9月9日发布公告, 拟通过向特定对象非公开发行股份方式购买珠海国轩贸易有限责任公司等9家企业及李晨等43名自然人交易对方合计持有的国轩高科100%的股权, 发行股份489,927,511股, 最终确定本次发行股份价格为6.84元/股。即国轩高科100%股权最终估值335,110.42万元人民币。
- 同时, 东源电器拟向国轩高科现有主要股东等四名自然人发行股份募集配套资金, 募集配套资金总额8.208亿元, 拟发行股份数量为1.2亿股; 所募集的配套资金将用于国轩高科投资建设年产2.4亿AH动力锂电池产业化项目、动力锂电池及其材料研发中心建设项目两个募投项目, 提高本次交易的整合绩效。
- 定增后, 国轩高科完成借壳上市, 其大股东李缜董事长成为上市公司的实际控制人。

图表3: 公司整合国轩高科前后股本及股权比例变化

股东方	交易前		交易后	
	持股数 (股)	持股比例 (%)	持股数 (股)	持股比例 (%)
孙益源	32,359,500	12.77	32,359,500	3.75
南通投资管理有限公司	19,063,186	7.52	19,063,186	2.21
邱卫东	7,748,798	3.06	7,748,798	0.9
珠海国轩贸易有限责任公司	-	-	216,240,694	25.05
李晨	-	-	21,805,784	2.53
李缜	-	-	100,000,000	11.58
王菊芬	-	-	8,000,000	0.93
吴永钢	-	-	8,000,000	0.93
陈林芳	-	-	4,000,000	0.46
社会公众股	194,196,516	76.65	446,077,549	51.67
合计	253,368,000	100	863,295,511	100

来源: 国轩高科, 国金证券研究所

- 以区域领先为起点, 凭扎实基础拓全国: 产业链前期, 动力电池企业生存是关键; 依托优势地区资源得以立足和发展, 才能够在行业需求爆发时更被认可; 长期坚持和运营业绩带来的是高销量、低成本和业绩高速增长;



国轩高科即为此类动力电池专业企业，依托合肥市打下坚实市场基础，并快速走向全国；

■ 国轩高科简介：

- **公司概况：**合肥国轩高科动力能源股份公司专业从事电动汽车电池、正极材料、BMS 及电池系统的研发、生产和销售，成立于 2006 年，注册资金 2.0221 亿元人民币；截至 2014 年年底，约有员工 1500 余人；公司设有工程研究院，下设材料、电池、产品及电动汽车研究分院等六个分院。研发团队达到 180 余人，分别在电池材料、设计、应用、电动汽车技术、电池管理系统等方面展开系统性研究工作；近年来，公司与多所高校密切合作，共同研发锂动力电池及其关键材料和电池应用产品等关键技术，累计申请专利 256 项，其中发明专利 113 项，已授权 92 项；公司现有客户群包括长安昌河、江淮汽车、众泰汽车、安凯客车、申沃客车、南车时代、南京金龙客车、苏州金龙客车、桂林客车、沂星电动汽车公司等等。

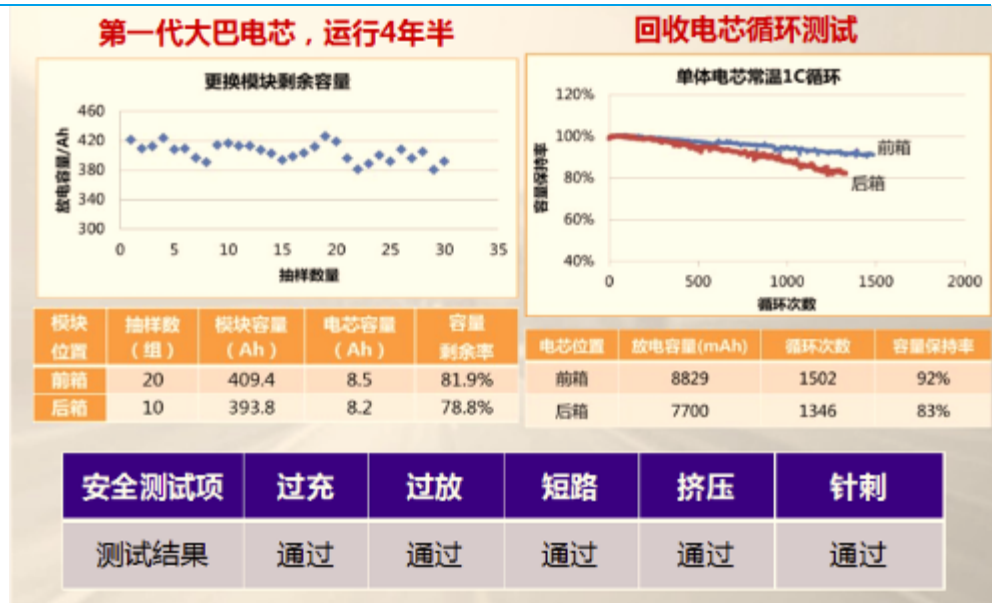
图表4：国轩高科动力电池半成品与最终产品



来源：国轩高科，国金证券研究所

- **电网项目合作：**在 2011、2012 和 2013 年国家电网和地方电网动力电池招标项目中，公司业绩较为领先，目前成功配套青岛电网公司、江苏省电网公司、上海电网公司、安徽省电网公司、冀北电网公司；公司与东源电器整合后，预计将进一步深化与电网公司的合作；
- **运行案例：**公司与安凯客车、江淮汽车共同承担了国家“十城千辆”和“新能源乘用车示范运营”在合肥市的双示范运营任务，其中合肥于 2010 年 1 月 23 日第一批投入运营的 18 路纯电动公交路线的 30 辆车，运营已超过 4 年，累计行驶里程超过 600 万公里，单车最大行驶里程已超过 28 万公里，电池容量还保持在 80%左右，且回收电芯进行安全测试，仍全部通过；公司产品系列包括能量型电池和功率型铁锂电池，共 10 多个系列产品，配套运营的车辆包括超过 1500 辆纯电动大巴车和超过 11000 辆纯电动轿车；截至 2014 年 9 月，国轩高科累计推广动力电池系统数量达到 17057 套。

图表5: 国轩高科动力电池实际运行结果



来源: 互联网, 国金证券研究所

图表6: 国轩高科动力电池推广数量 (截至2014年9月)



来源: 互联网, 国金证券研究所

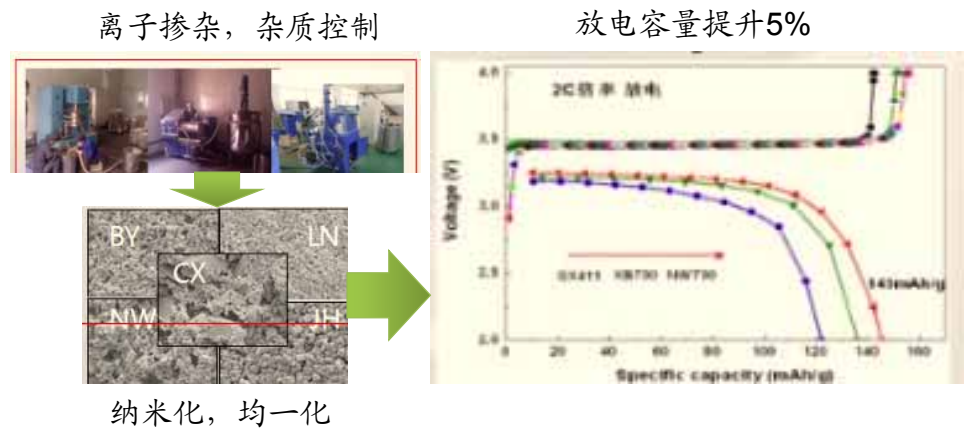
- 技术现状:** 公司自产磷酸铁锂, 从一定程度上控制了铁锂材料的一致性, 有利于提升产品盈利空间和确保产品质量; 同时, 公司通过掺杂、有害杂质控制和材料纳米化、均一化等方法, 优化自产磷酸铁锂材料的性能, 公司的磷酸铁锂材料在 2C (半小时率) 情况下放电容量达到了 145mAh/g, 为业内领先水平, 且循环寿命长; 磷酸铁锂材料资产成为公司的核心竞争力之一; 在电池系统技术方面, 公司采用模块化设计、轻量化的设计和材料、导热型材以及多级硬软件防护体系, 提升系统级别能量密度, 方便电池系统的制造、运行和维护;

图表7: 磷酸铁锂材料结构、优点 (绿底色)、缺点 (红底色) 及主要供应商



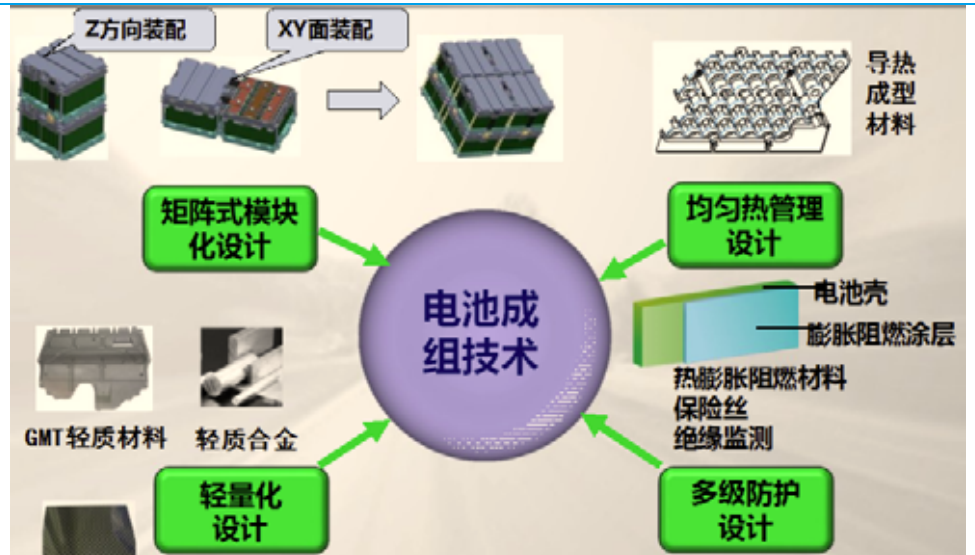
来源: 互联网, 国金证券研究所

图表8: 国轩自产磷酸铁锂性能特性



来源: 互联网, 国金证券研究所

图表9: 国轩电池系统设计主要考虑



来源: 互联网, 国金证券研究所

- **技术现状:** 根据我们对三批免征购置税车型目录相关数据的整理, 国轩高科在所有纯电动客车车型配套的动力电池系统中, 能量密度领先, 在所有车型电池系统比较和同一车型电池系统比较中, 均具有优势, 仅次于采用三元体系的竞争对手, 在铁锂电池系统中最高; 这一



技术特点在未来财政补贴政策中将成为动力电池企业的核心竞争优势，因为在 2014 年 12 月 26 日财政部发布的《关于公开征求 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策意见的通知》中，对纯电动客车的补贴进行了细分，在车厂范围之外，增加了单位载质量能量消耗量的考核指标 Ekg，同等车厂情况下，低 Ekg 意味着车辆及电池系统的能量转化为运力的能力越高，即“运车体的能耗比例更低”，即财政将对技术水平更高的新能源汽车车型给予更高补贴；虽然 Ekg 指标的降低需要车辆企业从车身轻量化、驱动系统能效提升、以及动力电池系统能量密度提升等多方面合作努力，但动力电池企业在拥有高能量密度的电芯及系统设计制造能力的情况下，产品将能够相对竞争对手产生一定溢价，提升相对盈利能力；

图表10: 车载动力电池系统能量密度最高的 10 款车型

汽车企业名称	车辆型号	产品名称	纯电动续航里程 (km)	整车整备质量 (kg)	动力电池组总质量 (kg)	动力电池组总能量 (kWh)	车长 (m)	电池组能量密度 (Wh/kg)	电池化学体系	动力电池供应商
金龙联合汽车工业(苏州)有限公司	KLQ6129GEV2	纯电动城市客车	160	13500	846	184	12	217.49	NMC/NCA	波士顿
金龙联合汽车工业(苏州)有限公司	KLQ6129GEV	纯电动城市客车	160	13800	1210	181	12	149.59	NMC	盟固利
安徽安凯汽车股份有限公司	HFF6100G03EV-1	纯电动城市客车	260	12700/13000	1900	233	10	122.63	NMC	北京电控/波士顿
南京金龙客车制造有限公司	NJL6600BEV4	纯电动客车	300	2930/2980	760	88	6	115.79	NMC/NCA	波士顿
山东沂星电动汽车有限公司	SDL6120EVG6	纯电动城市客车	360	12000	2000	230	12	115.00	LFP	国轩
江苏陆地方舟新能源电动汽车有限公司	RQ6701XBEVH0	纯电动客车	180	6450	1044	120	7	114.94	LFP	中航锂电
比亚迪汽车工业有限公司	CK6120LLEV1	C9B	220	13550	1600	183	12	114.38	LFP	比亚迪
比亚迪汽车工业有限公司	CK6120LLEV	C9A	430	13870	3200	365	12	114.06	LFP	比亚迪
安徽安凯汽车股份有限公司	HFF6101K10EV	纯电动客车	320	11700	1900	215	10	113.16	LFP	国轩
安徽安凯汽车股份有限公司	HFF6101K10EV-1	纯电动客车	350	11700	1900	215	10	113.16	LFP	国轩

来源：财政部，国金证券研究所

图表11: 同款车型车载动力电池系统能量密度对比

免购置税公告批次	序号	汽车企业名称	车辆型号	产品名称	纯电动续航里程 (km)	整车整备质量 (kg)	动力电池组总质量 (kg)	动力电池组总能量 (kWh)	车长 (m)	电池组能量密度 (Wh/kg)	电池化学体系	动力电池供应商
2	31	南京金龙客车制造有限公司	NJL6100BEV2	纯电动城市客车	200	12200/12500	3000	280	10.5	93.33	LFP	国轩
2	32	南京金龙客车制造有限公司	NJL6100BEV3	纯电动城市客车	200	12200/12500	3000	280	10.5	93.33	LFP	国轩
1	37	南京金龙客车制造有限公司	NJL6100BEV4	纯电动城市客车	200	12200/12500	2520	225	10.5	89.29	LFP	洁神
3	40	南京金龙客车制造有限公司	NJL6100BEV5	纯电动城市客车	150	11500/11800	2000	151	10.5	75.50	LFP	沃特玛
2	30	南京金龙客车制造有限公司	NJL6100BEV	纯电动城市客车	200	12200/12500	2600	173	10.5	66.54	LFP	国轩
1	36	南京金龙客车制造有限公司	NJL6100BEV1	纯电动城市客车	200	12200/12500	2600	173	10.5	66.54	LFP	国轩
3	38	南京金龙客车制造有限公司	NJL6118BEV4	纯电动客车	200	12500	1962	210	10.96	107.05	LFP	国轩
1	35	南京金龙客车制造有限公司	NJL6118BEV	纯电动客车	250	13300/13700	2660	269	10.96	101.13	LFP	国轩
3	39	南京金龙客车制造有限公司	NJL6118BEV5	纯电动客车	200	12860	2500	210	10.96	84.00	LFP	沃特玛
1	34	南京金龙客车制造有限公司	NJL6118BEV1	纯电动客车	250	13300/13700	3200	260	10.96	81.25	LFP	沃特玛
1	39	南京金龙客车制造有限公司	NJL6600BEV4	纯电动客车	300	2930/2980	760	88	6.005	115.79	NMC/NCA	波士顿
3	41	南京金龙客车制造有限公司	NJL6600BEV6	纯电动客车	240	2930/2980	690	72	6.005	104.35	LFP	威能
2	36	南京金龙客车制造有限公司	NJL6600BEV5	纯电动客车	250	2930/2980	752	76	6.005	101.06	LFP	国轩
1	38	南京金龙客车制造有限公司	NJL6600BEV3	纯电动客车	180	2930/2980	500	46	6.005	92.00	LFP	沃特玛
3	37	南京金龙客车制造有限公司	NJL6600BEV	纯电动客车	170	2930/2980	630	51	6.005	80.95	LFP	万向
2	35	南京金龙客车制造有限公司	NJL6600BEV2	纯电动客车	150	2930/2980	670	37	6.005	55.22	LTO	微宏

来源：财政部，国金证券研究所

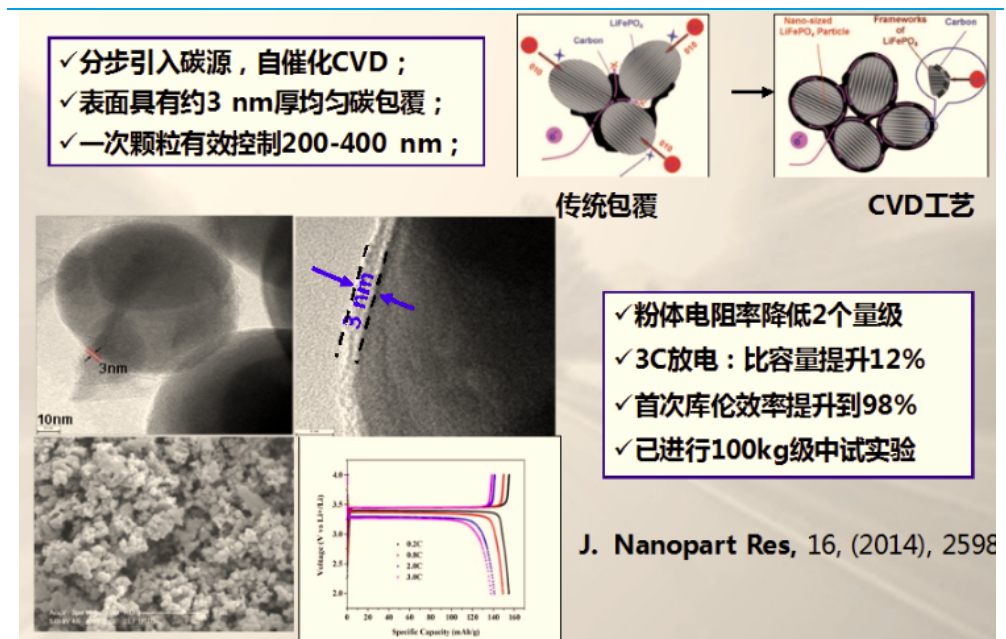
图表12: 2016年新能源客车补贴标准征求意见稿

车辆类型	单位载质量能量消耗量 (Ekg, Wh/km·kg)	车厂L(米)		
		6<L<8	8<L<10	L>10
纯电动客车	Ekg<0.3	30	40	50
	6<L<8		36	46
	6<L<8	32	42	
	6<L<8	26	/	/
	6<L<8	22	/	/
插电式混合动力客车(含增程式混合动力客车、双源无轨客车等)		17	20	23
快充纯电动客车		10	12	15

来源: 互联网, 国金证券研究所

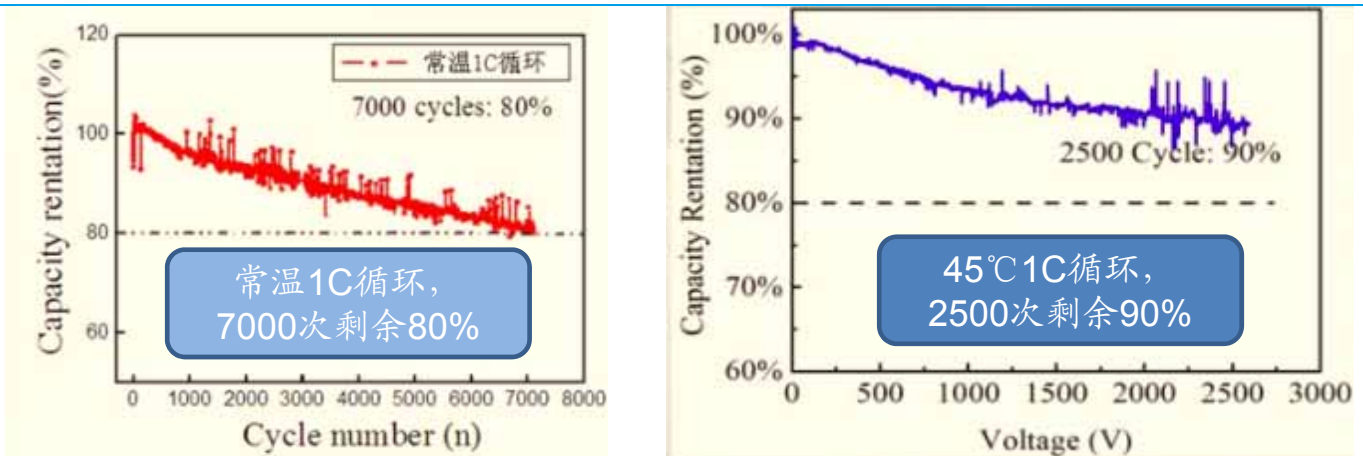
- 技术发展:** 在现有磷酸铁锂材料的优势基础上, 公司持续研发, 进一步开发出**进一步提升磷酸铁锂材料性能的碳包覆工艺**, 已达到中试规模, 能够将材料电阻率大幅降低, 同时显著提升高倍率工况下的材料容量, 即提升电池的功率放电性能及容量以及充放电能量效率, 提升功率性能后的磷酸铁锂材料的循环寿命也进一步提升, 常温下 1C 循环达到 7000 次剩余 80%, 而高温 45 度下 1C 达到 2500 次剩余 90%, 远远超出常规磷酸铁锂的性能水平; 同时, 公司也已研发和储备了三元材料相关技术, 电芯能量密度超过 150Wh/kg, 高温 55 度循环 1300 次剩余 81%, 已达到业内领先水平; 此外, 高压电解液、高压镍锰酸锂、高容量富锂正极材料及电池制造技术都已进入公司的研发储备产品范围;

图表13: 公司新型磷酸铁锂材料包覆工艺及性能特点



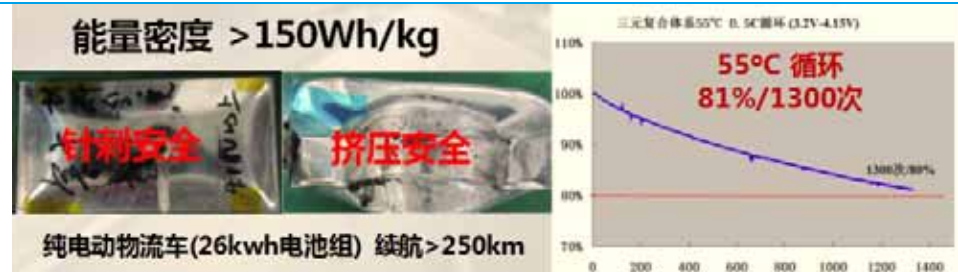
来源: 互联网, 国金证券研究所

图表14: 公司新型磷酸铁锂循环寿命性能特点



来源: 互联网, 国金证券研究所

图表15: 公司三元材料电池性能特点



来源: 互联网, 国金证券研究所

- 产能情况:** 公司拥有年产 2000 吨铁锂正极材料生产线; 目前已经投产的电池及电池系统集成产能约为年产 3 亿 Ah (按磷酸铁锂计算, 年产能为 960MWh), 主要分为试验厂 (原电芯一分厂)、电芯二分厂和电芯三厂和电池组 PACK 厂; 一分厂、二分厂电芯年生产能力 $\geq 1.5$  亿 AH, 电池 PACK 成组生产能力年产 1 万辆纯电动轿车电池组和年产 2000 套纯电动大巴电池组; 新产业园 (三分厂) 在 2014 年 5 月份开始投运, 电芯年生产能力 $\geq 1.5$  亿 AH, 材料生产能力超过 1000 吨, 电池 PACK 成组能力超过 1 万辆纯电动轿车电池组和 2000 套纯电动大巴电池组; 公司在昆山正在建设圆柱形电池生产线, 兼容三元和铁锂电池制造, 日产 4.5 万支电芯, 总产能约为 1.2 亿 Ah (按磷酸铁锂电池计算, 年产能为 380MWh, 按三元电池计算, 年产能为 450MWh), 我们预计 2015 年年中建成投产; 公司在武汉汉南规划投资 30 亿, 分两期建设动力锂电池生产及研发项目, 规划用地 300 亩 (足够建设 1.2~1.5GWh 年产能), 建成投产后将年产 2000 辆新能源大巴和 5 万辆小车的动力电池系统, 根据新闻报道, 2014 年内已动工开建;

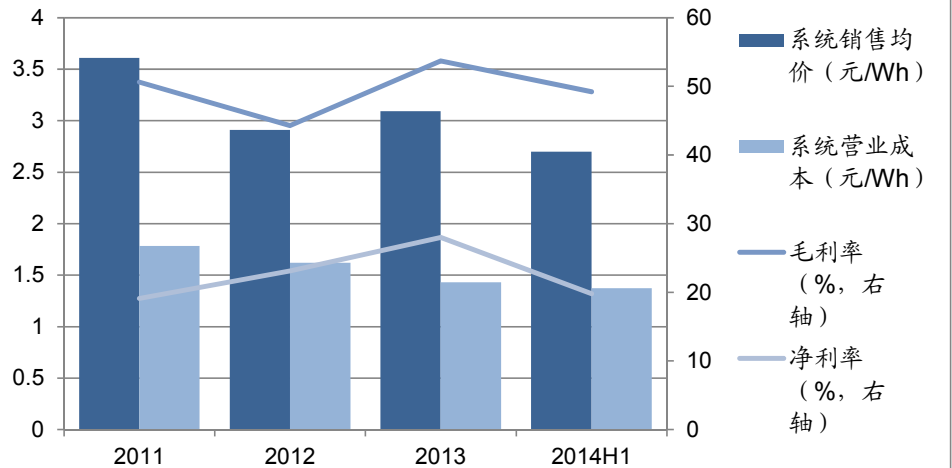
图表16: 公司已知产能情况汇总

产能地区	达产时间及产品类型	按时产能(MAh)	瓦时产能(MWh)			
			2014E	2015E	2016E	2016E
合肥:一分厂+二分厂	已达产, LFP	150	480	480	480	480
合肥:三分厂	2014年5月达产, LFP	150	480	480	480	480
昆山	预计2015年H1, LFP+NMC	120		400		400
武汉:一期	预计2015年Q4, LFP+NMC	180		600		600
武汉:二期	预计2016年H1, LFP+NMC	180				600
<b>有效产能</b>		<b>按时产能</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2016E</b>
合肥:一分厂+二分厂		150	480	480	480	480
合肥:三分厂		150	320	480	480	480
昆山		120		200		400
武汉:一期		180		150		600
武汉:二期		180				300
		<b>按时产能</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2016E</b>
<b>总有效产能</b>		<b>780</b>	<b>800</b>	<b>1310</b>	<b>2260</b>	<b>2260</b>

来源: 互联网, 国金证券研究所

- **经营情况:** 2011~2013年, 公司产品售价随市场整体水平有所下降, 但公司利润率也随着价格下降而有所下滑; 随着行业整体规模提升和大浪淘沙, 劣质的客户和供应商逐步出具, 公司不断开发优质客户, 商业条件也逐步改善, 订单规模增加, 公司的存货周转率、人均年收入、人均收入水平及偿债能力均呈现良好发展态势;

图表17: 公司产品售价及盈利能力



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表18: 公司部分经营指标

经营指标	2011	2012	2013
存货年周转次数	0.61	2.13	3.44
人均营业收入(万元/年)	16.66	47.18	66.79
人均工资支出(万元/年)	3.93	4.32	5.91
资产负债率	60.65%	53.12%	52.29%
(银行存货+应收票据) / (短期借款+应付票据)	0.99	2.79	2.01
经营性现金流净值(百万元)	-64.48	144.71	23.95

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **2015年预测:** 我们预计2015年公司有效总产能预计约为1.3GWh, 销售均价预计为2.6~2.7元/Wh, 全年含税销售收入预计将达到30亿, 预计净利润将达到5.4亿元。2015年, 预计公交类公共服务车辆



的动力电池需求仍然为主要子市场，且为国轩高科的优势市场，因此公司产品需求依然饱满，售价有望维持，甚至由于技术优势而拥有更强的议价能力，使得价格有所提升。

### 公司传统业务竞争力突出，稳中有增，盈利能力有望提升

#### 公司传统业务产业链纵向整合程度高，成本及核心部件具备竞争力

- 江苏东源电器集团股份有限公司（以下简称“东源电器”）主营高压电器、高低压开关成套设备，电器数字化设备、配网智能化设备、风电电控设备、船舶电器、环保电器、铁路电器，绝缘材料，轻钢结构，系列化互感器、变压器、断路器等元器件的制造和销售。
- 东源电器是江苏智能电网产业联盟发起人单位之一、全国高压开关行业重点骨干企业、国家重点高新技术企业、国家重合同守信用企业、全国制造业民企 500 强。
- 公司目前子公司包括全资子公司 3 家和控股子公司 3 家，主营业务、股权比例及注册资本规模情况如下，公司主要通过这 6 家子公司进行对外经营：

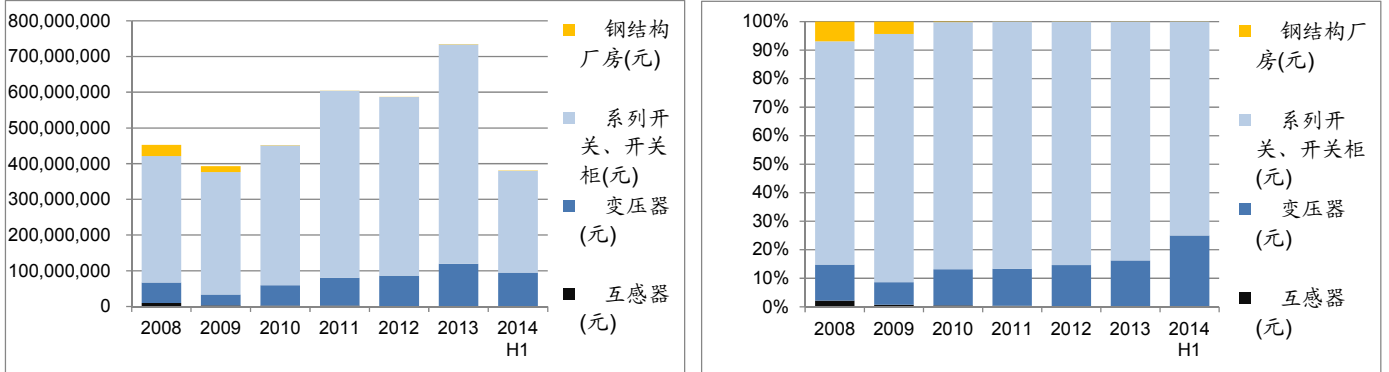
图表19：东源电器子公司情况

公司名称	经营范围	注资 (万元)	股权 比例
国能子金电器(苏州)有限公司	销售：自动化保护装置、仪器仪表、电线电缆；研发、生产、销售：220kv 及以下电力变压器（油浸式电力变压器、干式电力变压器、非晶合金变压器）、特种变压器（整流变压器、电炉变压器、磁性调压变压器、牵引变压器）、箱式变压器（智能箱式变压器）、风电专用变压器、风电组合式变压器；高低压开关柜、电气安装；自营和代理各类商品及技术的进出口业务	5000	100%
南通泰富电器制造有限公司	生产销售 10-252KV 系列真空断路器、复合绝缘机构的高压断路器、智能化 SF6 断路器、智能真空断路器、节能环保电器及设备，机械、新型电子产品及其它电器产品和元件，12-126KV 负荷开关、自制手车的生产，智能化分界开关的研发、生产；销售自产产品	4000	100%
南通东源互感器制造有限公司	电流、电压互感器、总程、开关、刀闸及配件、控制箱、绝缘材料制造、销售等；电力智能开关设备、电子式电流电压互感器、智能化成套高低压开关柜、节能智能型变压器生产、销售（国家有专项规定的从其规定）	785	50.96%
南通辉德电器工程有限公司	轻钢网架结构、钢结构件、输变电钢构、高低压电器元件、各种彩钢制造与销售；轻钢网架结构、钢结构件、输变电钢构、各种箱变、船舶电器及船舶设备、高低压电器开关柜、隔离开关、电器元件、三箱类电器、母线桥架（槽）、各种彩钢制造与销售；机械加工，钢材销售；400V-10KV 电缆分接箱、变压器外壳加工、生产	1500	86.66%
南通阿斯通电器制造有限公司	生产加工高、低压开关及成套设备、电气自动化、配网设备及元器件；高、低压开关及成套设备、电气自动化、配网设备及元器件、变压器及风电箱变、风电成套设备、船舶电器和三箱产品；销售自产产品并提供相关的售后服务	4033.4	68.66%
南通东源电力智能设备有限公司	电力智能开关设备、光纤数字式电流电压互感器、智能化成套高低压开关柜生产、销售	12000	100%

来源：国金证券研究所

- 公司的主营收入由四部分构成，主要包括：开关产品、变压器、互感器和钢结构厂房，变压器比重逐年提升，厂房建设及互感器比重转型为零；

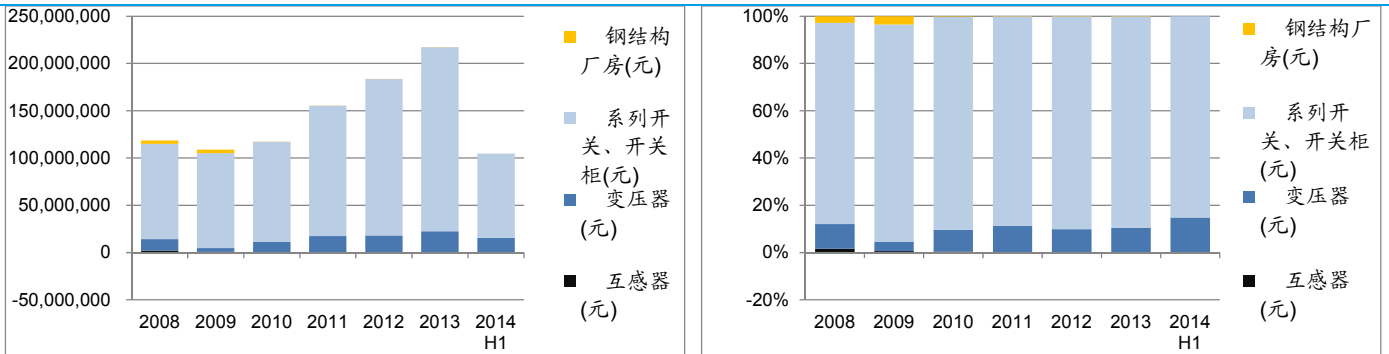
图表20: 东源电器营收构成



来源: 国金证券研究所

- 公司毛利润构成的结构与变化趋势与收入构成基本一致, 其中开关相关产品为公司传统优势产品, 占据毛利润的份额始终保持在 90%以上;

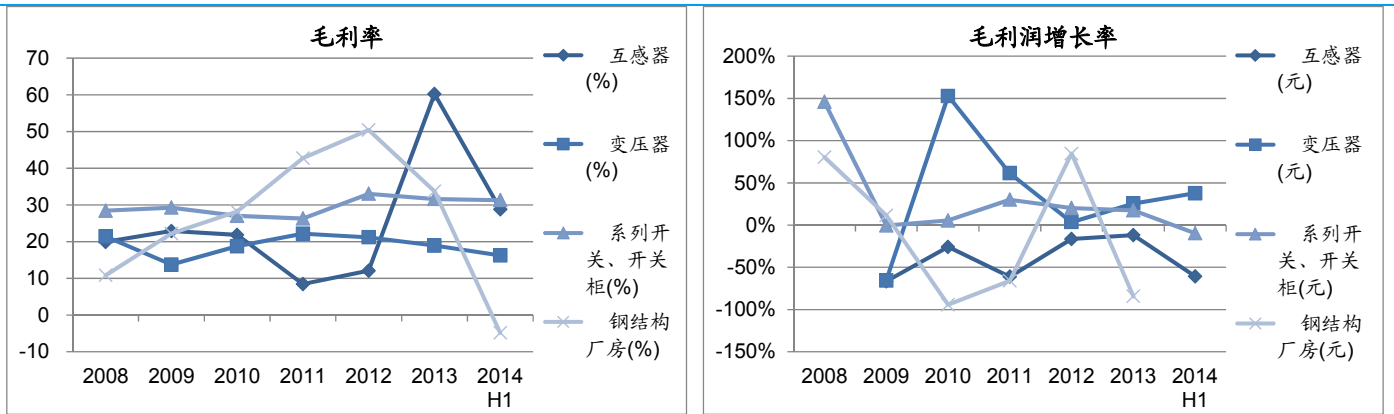
图表21: 东源电器毛利构成



来源: 国金证券研究所

- 电器开关成套设备市场竞争激烈, 但公司拥有核心部件——真空断路器的研发和制造能力, 且拥有柔性生产线、钣金生产线、金加工生产线、母线加工生产线、弯板中心、立式加工中心、表涂生产线等 8 条全自动生产制造线, 供应链纵向整合程度较高, 成本控制能力较强, 因此开关柜及系列开关产品毛利率始终保持在 30%左右, 2012~2014 上半年均高于 30%; 变压器业务毛利率低于开关相关产品, 且有逐渐下行的趋势, 公司变压器业务 20%的毛利率水平接近行业平均水平, 对于公司内部配套有利, 交叉销售也为公司在竞争电气系统项目时带来渠道便利, 公司的系列开关及开关柜产品和变压器产品均近两年均保持较快增长, 开关相关产品 2011~2013 毛利润年同比增速分别达到 30%、20%、18%, 而变压器产品 2011~2013 毛利润年同比增速分别达到 61%、4%、25%, 在非常成熟的电器设备行业中达到这一增速水平, 从侧面说明了公司在成本控制、产品性价比和渠道协同方面具有显著优势。
- 由于电器设备行业追求安全可靠, 对运行业绩要求高, 业内份额变化的技术和商业门槛均较高, 也对公司行业地位稳固甚至有所加强起到了正面作用。

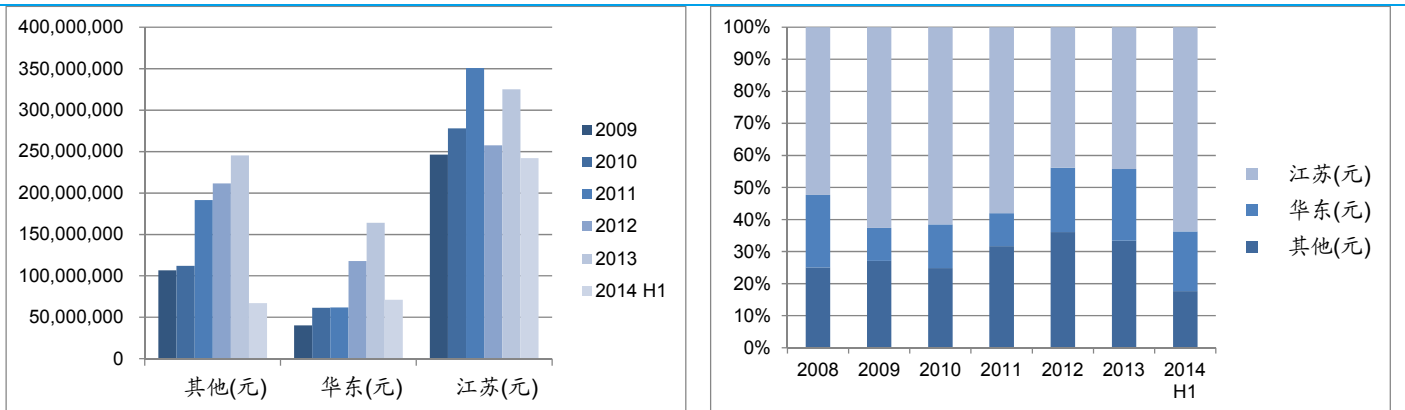
图表22: 东源电器毛利率及毛利增长率



来源: 国金证券研究所

- 由于电器设备行业追求安全可靠，对运行业绩要求高，业内切换供应商的技术和商业门槛均较高，也对公司行业地位稳固甚至有所加强起到了正面作用。
- 公司的目标市场区域逐步由江苏扩展到华东地区，并进一步扩展到全国，江苏在营收中的比例逐步降低，公司过度依赖某一个地区经济发展、电力需求及电网升级的需求风险逐步减小。

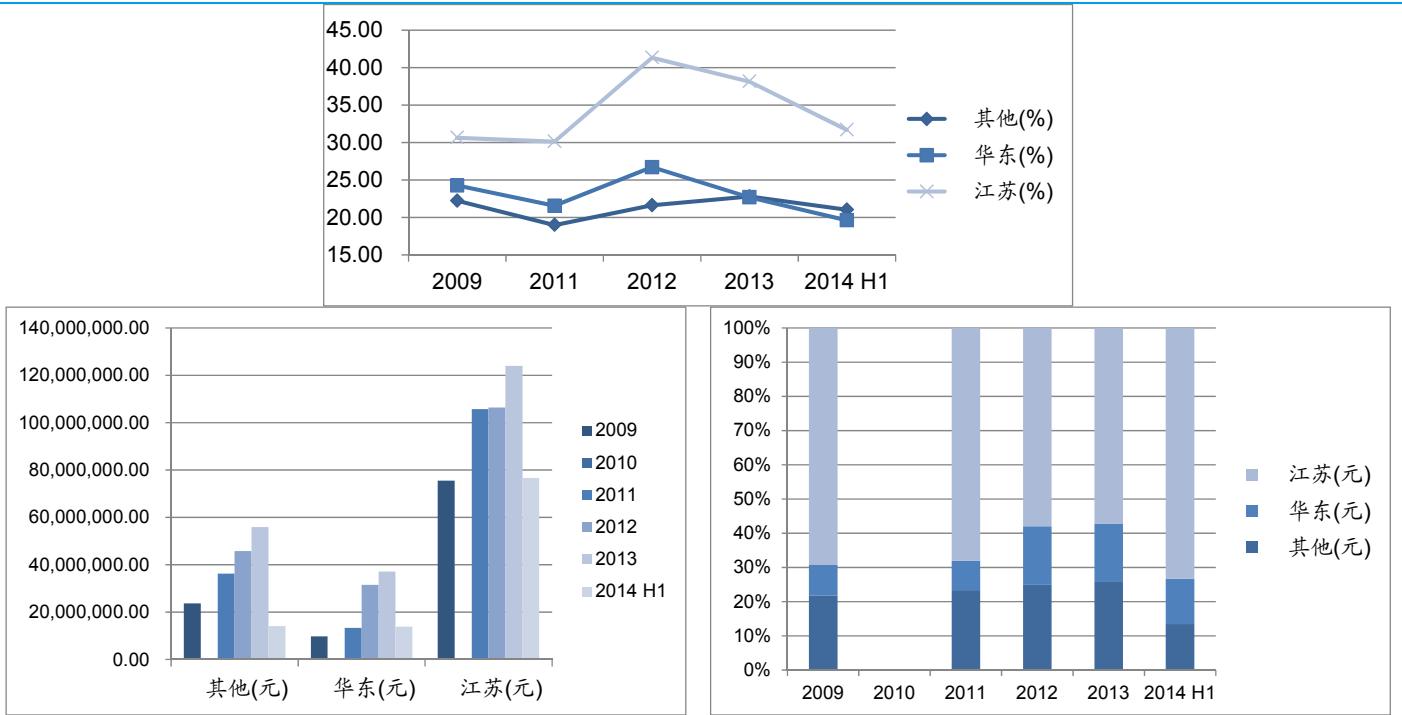
图表23: 东源电器分地区销售收入及比例



来源: 国金证券研究所

- 不同目标市场的毛利率差别较大，在公司的传统优势市场，即江苏和华东地区，公司在面对竞争对手时拥有更好的业绩基础、更强的客户基础，处于守势，但总体毛利率仍有所下降，在加快开发其他地区市场的 2011 年，即用性价比换市场进入的阶段，毛利率下降相对更为明显。

图表24: 东源电器分地区销售毛利率、毛利及比例

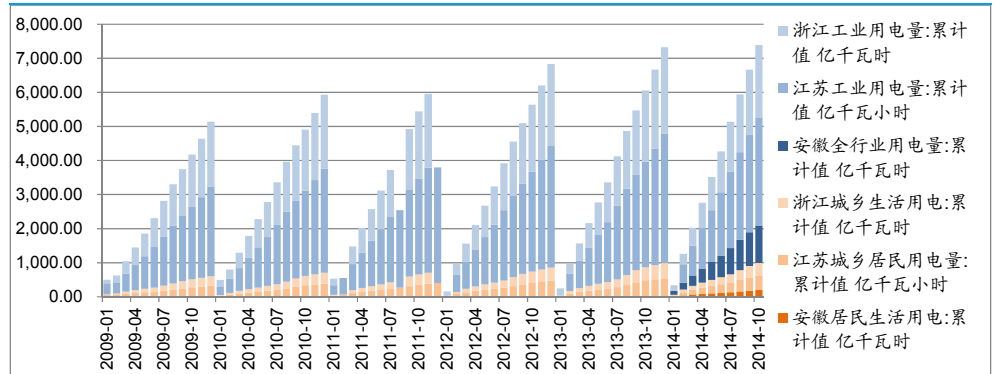


来源: 国金证券研究所

传统业务适应新常态, 转型系统工程, 成本下降, 盈利能力有望有所提升

- 中国经济正由人口红利、改革开放红利和巨量投资驱动的旧常态转向调节存量、做优增量的新常态转变; 全社会 GDP 及固定资产投资的同比增速, 以及单位 GDP 能耗预计将都会有所下降, 对全社会整体用电量及电力设备投资整体增速预期形成一定压力;
- 观察与输配电设备关联度最高的全社会用电量数据, 从有限的数据来看, 华东三省累计月度用电量及同比增速经历了 2009 年的同比下降, 之后由于基数效应, 迎来了 2009 年下半年的总体回升以及 2010 年全年的高速增长, 之后的 2011~2013 年步入了增速逐步放缓的区间, 而刚刚过去的 2014 年, 出现了与 2013 年正好相反的前高后低的增速, 从用电总量上来看, 主要原因是 2013 年底至 2014 年全年, 用电量基本稳定, 而 2013 年初相对略低的技术效应带来了 2014 年上半年的相对较高增速;

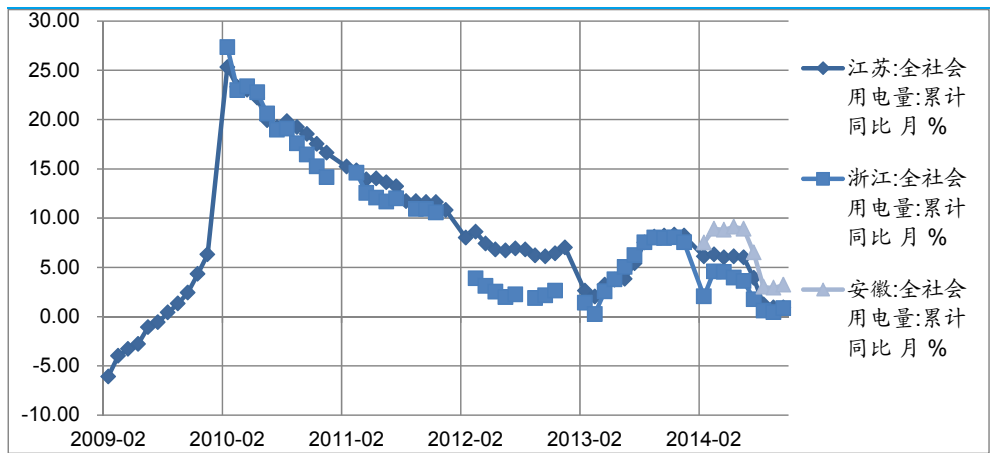
图表25: 江苏、浙江、安徽居民与工业累计用电量



来源: 国金证券研究所



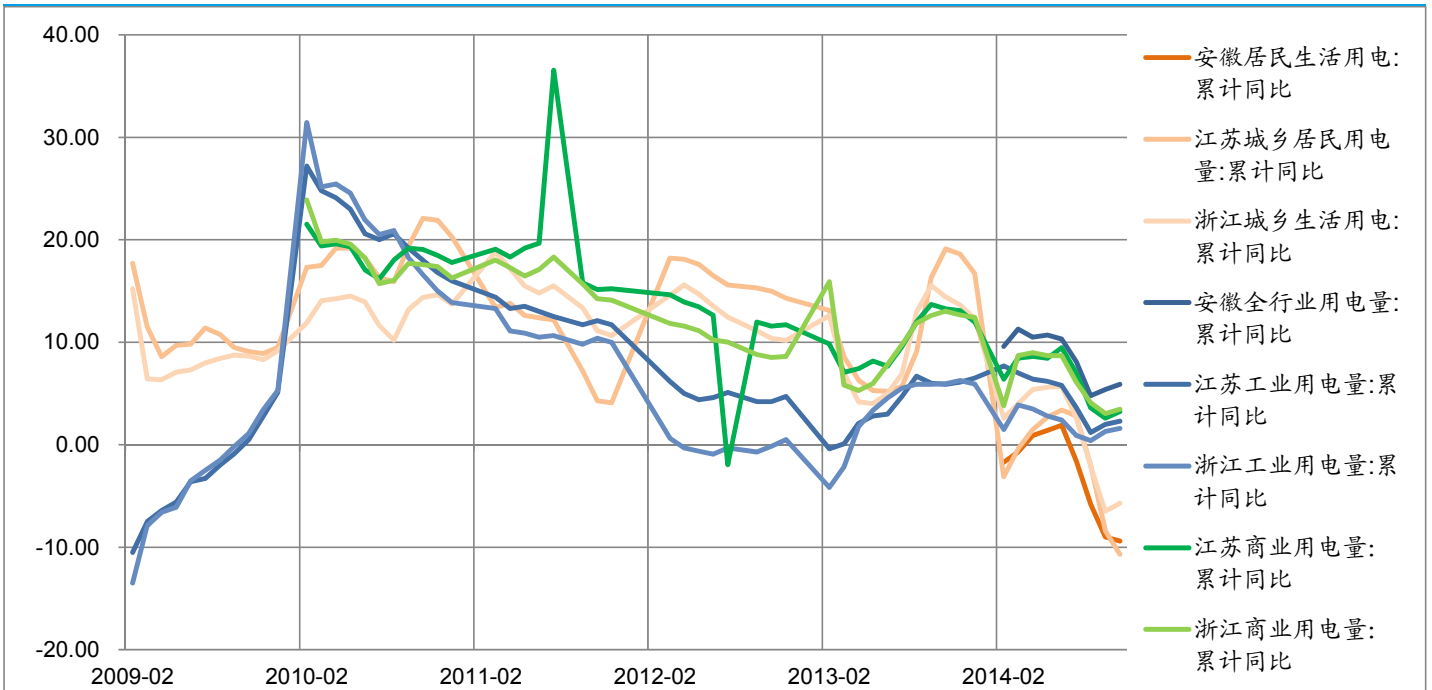
图表26: 江苏、浙江、安徽全社会累计用电量同比增速



来源: 国金证券研究所

- 进一步观察用电量细分数据可以发现,江浙两地的工业用电量占整体用电的比例超过 85%,因此整体增速趋势与全社会用电量同比增速趋势基本相同,但三省的民用电量始终保持着 10%左右、大多数时间在 10%以上的同比增长,且保障民生用电需求为政府和电网公司所重视,综合起来,形成了电网公司升级和改造城市和村镇居民用电网络的需求基础;
- 公司所在的华东地区居民收入水平高,经济实力雄厚,长期的工业用电高速增长和巨大基数使得华东地区的电网盈利水平位居全国前列;结合地区电网积累的大量利润、高速增长的民用电需求以及企稳回升的工业用电需求,我们预计华东地区电网公司对高、中、低压电网,包括城网和农网的升级改造将具有更好基础,更快推进,也为公司产品在这一传统优势地区伴随总量实现营收增长打下基础;
- 同时,公司在完成输配电系统产品布局后,具备了承接国、省网电力系统工程的能力,持续参加相关工程竞标投标,系统工程收入占比大幅提升,此类工程项目有利于公司在资本金不变的情况下扩大营收和利润总体规模,有望在竞争加剧的情况下,保持传统业务的 ROE 整体水平,提升面对竞争对手时的商业门槛;

图表27: 江苏、浙江、安徽居民与工业累计用电量同比增速



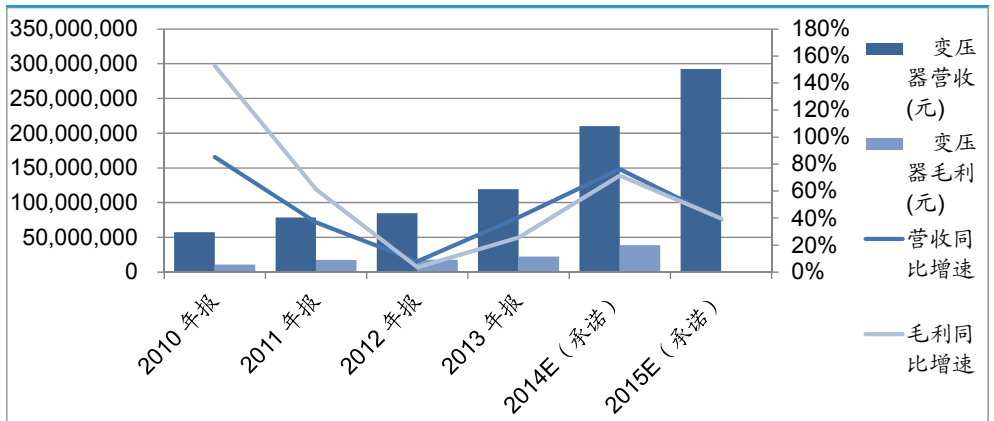
来源: 国金证券研究所

- 公司另一传统业务增长点**是变压器产品**，虽然这是一个传统业务，但公司对旗下变压器公司进行了一系列的整合，在研发和市场方面的投入开始进入收获期：
  - 东源电器变压器的研发和制造主要依托国能子金电器（苏州）有限公司，该前身为苏州姑苏调压变压器厂（也曾名为苏州特种变压器厂、苏州天利电器有限公司），始建于上世纪八十年代，2007年由东源电器集团收购重组为股份制企业；
  - 2009年，持股比例 87.38%；
  - 2010年，公司与部分少数股东签订股权转让协议，进一步收购股权，持股比例升至 97.19%；
  - 此后，公司又以 9,000,000.00 人民币对苏州东源天利电器有限公司增资；
  - 2011年12月，苏州东源天利电器有限公司根据2011年11月30日股东会决议及章程修正案规定，将名称变更为国能子金电器（苏州）有限公司，并于2011年12月2日办理工商变更登记。
  - 2013年购买国能子金及智能公司少数股权，实现全资控股。
  - 公司位于太湖国家旅游度假区，注册资本 3000 万元，员工总数 200 多名，其中大专以上学历科技人员占比 32%，是江苏省科技厅认定的高新技术企业，重点骨干企业，曾被国家经贸委确定的全国城乡电网建设与改造所需主要设备产品的生产企业推荐厂家之一。公司主营业务为研发、生产、销售 110kV 及以下电力变压器、箱变和特种变压器，所有产品一次性通过国家检测中心和省级新产品鉴定以及科技成果鉴定，技术达到国内先进水平；“YB 系风电箱变”“非晶合金变压器”等 5 项产品通过省级高新技术产品；而这两项产品均有望受到江苏沿海的滩涂及海上风电投资以及低损耗城/农网改造投资的拉动；
  - 国能子金有着悠久的历史 and 较广的品牌认可度，专业从事 220kV 及以下电力变压器研发、生产与销售的高新技术企业，是苏州人民政府认定的苏州市创新先锋企业（苏州市 49 家重点扶持企业之一），曾是国家经贸委确定的全国城乡电网建设与改造所需主要设备产品的生产企

业推荐厂家之一；公司主要产品有：220kV 及以下电力变、10~35kV 系列干式变、箱式变、整流变、电炉变、风力变、磁性调压变、地理变、试验变、冲击变等；电压等级有 10kV、20kV、20（10）kV、35kV、110kV、220kV；电力变压器是本企业的主导产品，其中 10~35 kV 干式电力变压器采用德国旭伯斯工艺，线圈采用镜面一次成型浇注技术，参数及结构设计先进，外观可与进口同类产品媲美；

- 东源电器收购后，依托控股公司的博士后工作站和江苏省工程技术中心，专门进行变压器研究开发，先后承担了省、市科研项目 10 多项，每年研发费用占销售总额的 5% 以上，并聘请了享受国务院特殊津贴的专家担任公司及两院院士作为顾问，且先后与华北电力大学、上海交通大学、苏州电器科学研究院等单位建立了合作交流平台，与上海交通大学签订了合作开发风力发电箱式变电站项目，获得江苏省首台（套）重大装备项目扶持；2009 年再次评为江苏省高新技术企业、2011 年评为江苏省工程技术研究中心、苏州市创新先锋企业、非晶合金变压器等 7 项产品被评为江苏省高新技术产品。

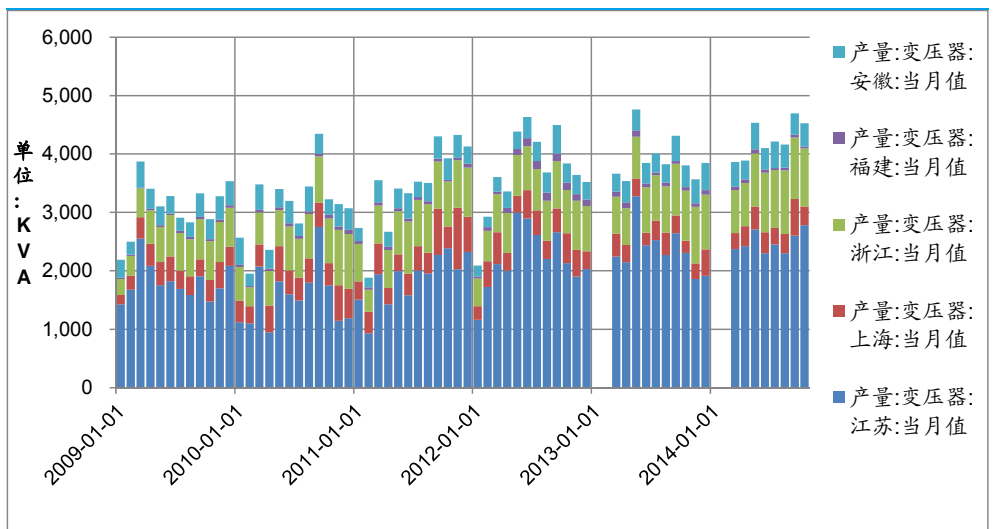
图表28：东源电器变压器营收及毛利



来源：国金证券研究所

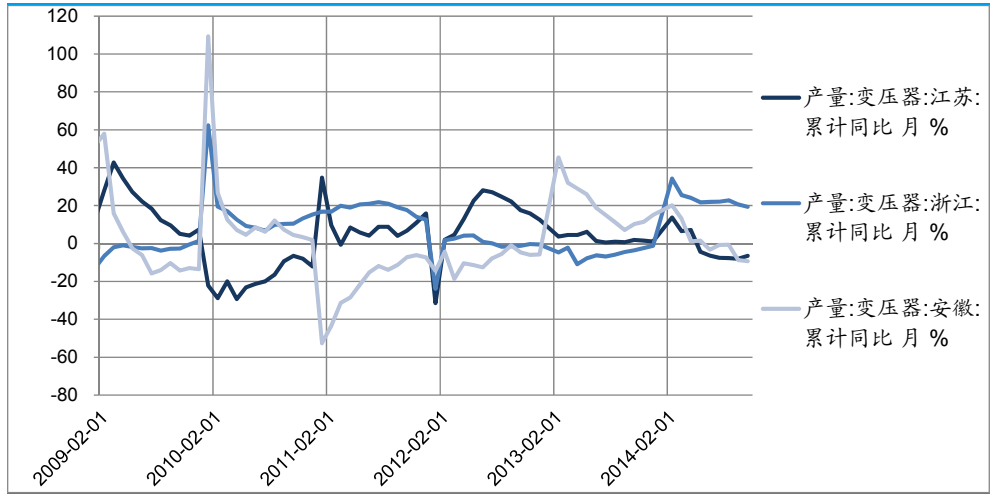
- 华东电网辖区的变压器月产量和江苏、浙江、安徽三个主产区的产量同比增速如下，东源电器变压器业务增速显著高于江苏地区变压器行业增量，从侧面说明了公司的竞争力突出，在整体性价比、产品定位及市场开发能力等方面占优；

图表29：华东电网辖区变压器月产量



来源：国金证券研究所

图表30: 华东三省变压器月累计产量同比增速

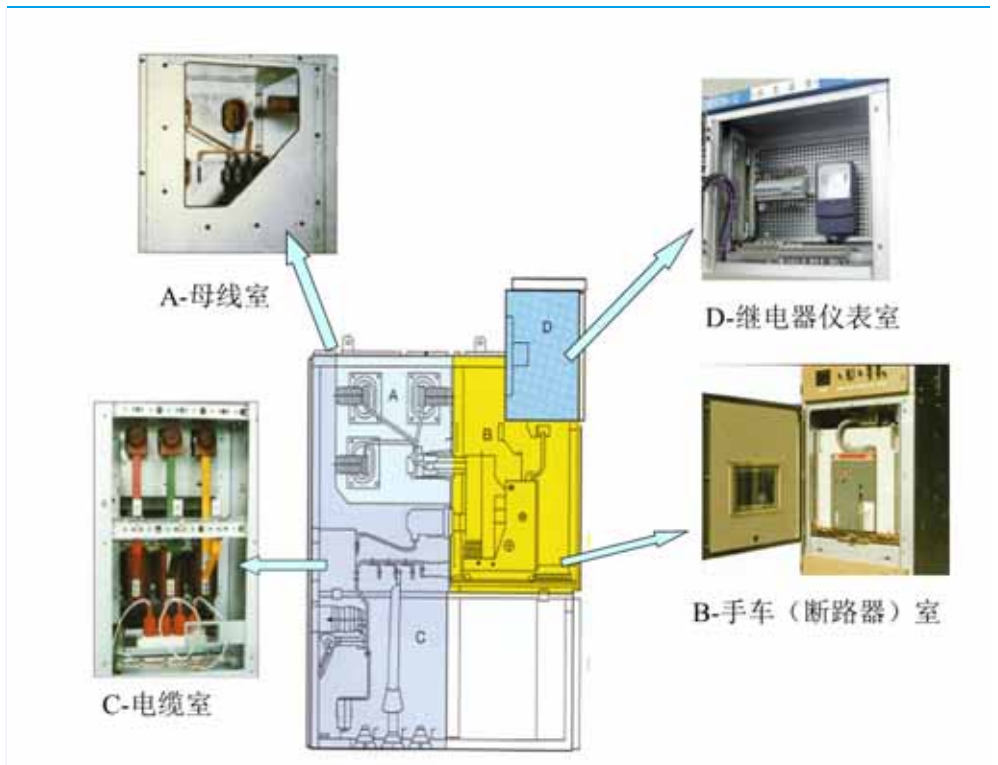


来源: 国金证券研究所

■ 制造成本下降，盈利能力有望回升:

- 公司拥有较强的内部机加工配套能力，因此主要产品开关器件、开关柜和变压器的制造过程中，我们认为公司主要直接采购原材料，包括导体板（铜材、铝材，用于加工母线排）、不锈钢板或其他柜体板材（各种柜体、隔舱等），外购的器件或装置主要是电表、线缆、密封件、绝缘件、空开等常规电器配件；原材料成本在开关系列产品中占比超过总成本的 80%，而在变压器产品中超过 60%；

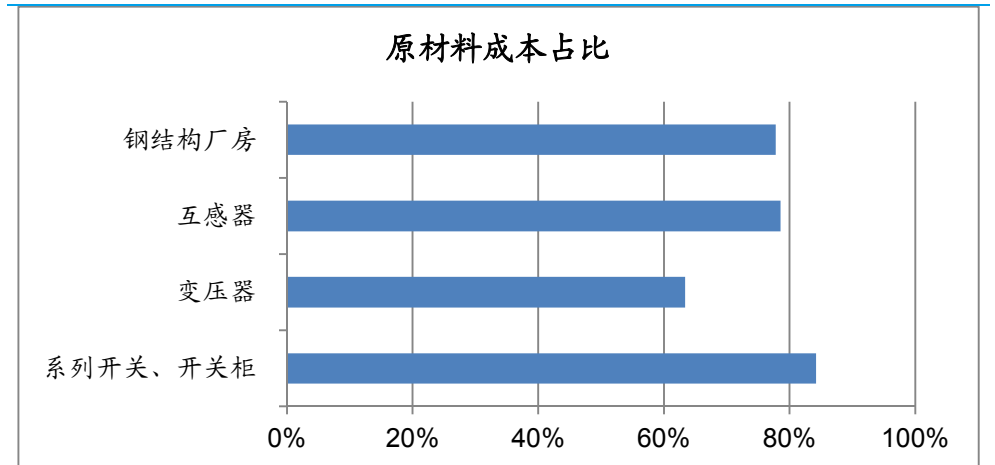
图表31: 高压开关柜的主要组成部分



来源: 国金证券研究所



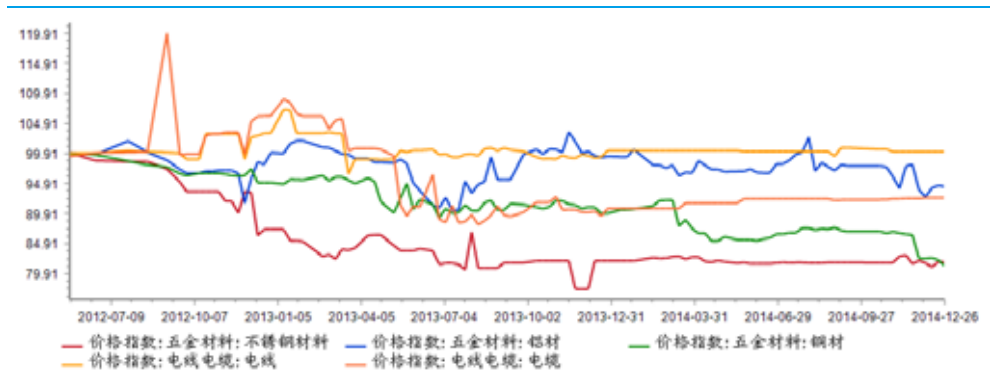
图表32: 公司各类产品原材料成本占比



来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 受到国际宏观形势影响, 公司主要原材料价格均有一定下降, 特别是铜材, 2014 年全年较 2013 年下降 10% 左右, 2015 年铜价预期仍然是下跌为主, 预计可能再降 5% 左右, 铝材、钢材、电线电缆的价格预计将保持低位徘徊;

图表33: 主要原材料价格指数变化



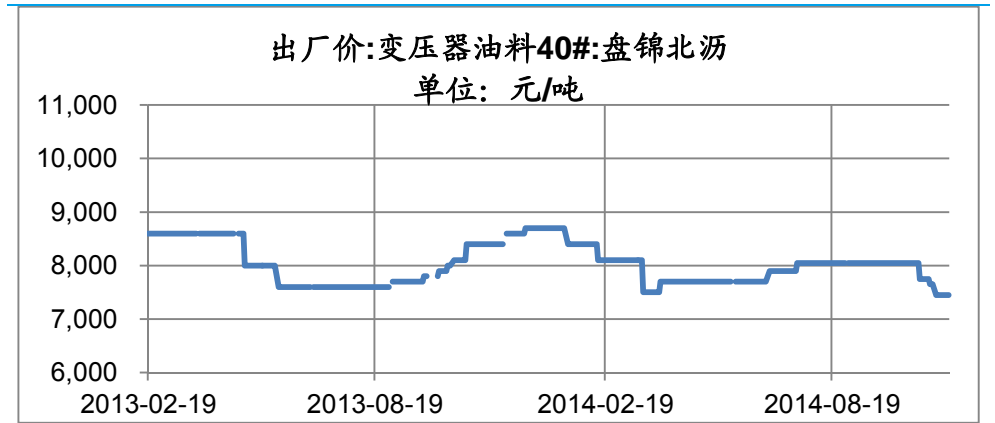
来源: 国金证券研究所

图表34: 变压器用再生铜近两年价格变化



来源: 国金证券研究所

图表35: 变压器油近两年价格变化



来源: 国金证券研究所

- 受到房地产需求回暖、国家电网一方面加大特高压建设以及城网建设及农网改造等需求增长预期影响，变压器的重要原材料——取向硅钢的价格在 2014 年 8 月至今快速回升，这一核心材料的供应集中度高度集中于宝钢、武钢及海外钢厂也是在需求预期回暖的情况下价格快速回升的重要原因；

图表36: 宝钢取向硅钢近两年价格变化



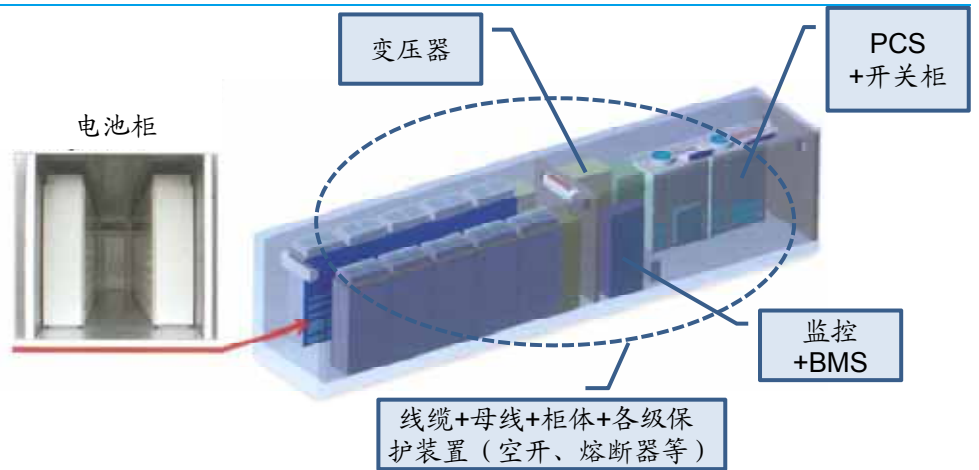
来源: 国金证券研究所

### 业务+技术协同效应显著，储能可能成为新的增长点

#### 东源电器设备+国轩锂电池，储能系统技术及成本竞争力显著

- 东源电器产品已包括风电专用箱变，这类产品在光伏项目中同样适用，且其供应链及机加工已包括箱体、柜体、母线排、电线电缆、通信电缆、变压器和断路器，这些电力设备所需的配件在储能系统中均有涉及，东源电器几乎可加工除了储能逆变器（不含开关柜）以及电芯之外的所有系统配件；
- 国轩高科目前的动力电池箱体仍然需要外包加工，自身不具备足够的机加工能力；
- 两者整合后，国轩高科在上海周边的电池箱体配套及动力电池系统内的部分电气配件均有望与东源电器原供应链共享，从而降低采购成本；

图表37: 储能系统主要构成



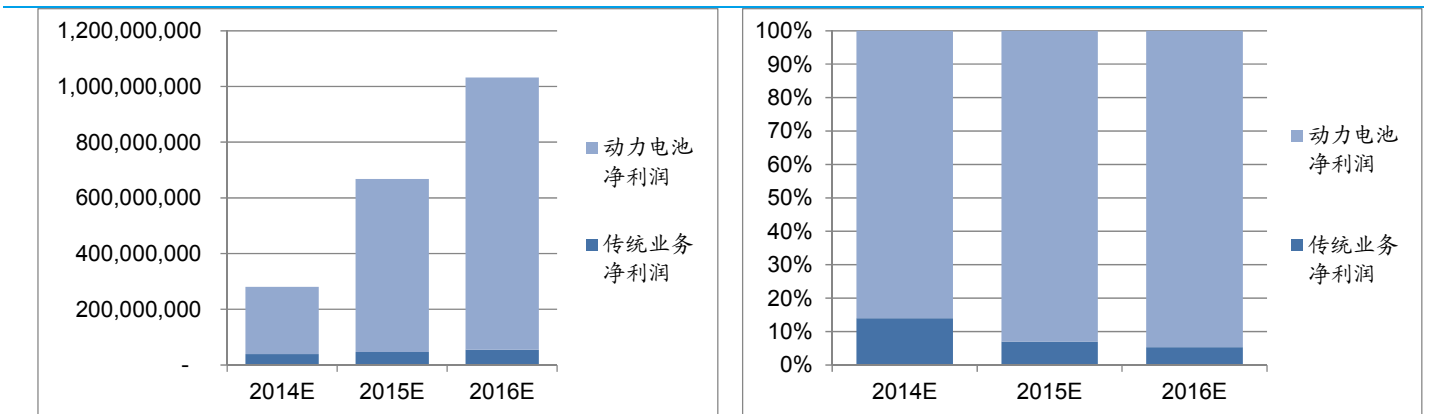
来源: TOSHIBA, 国金证券研究所

- 东源电器现有产品及销售渠道在电源侧、新能源领域及工业用电需求侧均打下了良好口碑，两家公司整合后竞争电网、电厂及用电大户的储能项目，均将具有广泛的客户基础和渠道优势；

完全摊薄后，2015/2016 年 EPS 0.773/1.196，对应 P/E 18/12 倍

- 盈利预测主要假设如下，公司给出的业绩承诺为 2014 年 2.28 亿，2015 年 3.33 亿，2016 年 4.23 亿，2017 年 4.68 亿，我们认为盈利将显著超过承诺值，2014 年我们预计合并归属于母公司净利润 2014 年将达到 2.81 亿、2015 年将达到 6.68 亿，2016 年将达到 10.32 亿：
  - **传统业务**：假设变压器业务未来两年营收增速为 40%/30%，开关系列产品营收增速均为 5%，毛利率水平基本不变，期间费用率水平小幅下降，账期有所缩短，坏账准备金计提比例有所降低；
  - **动力电池业务**：假设未来两年产品均价为 2.65 元/Wh 及 2.4 元/Wh，毛利率水平由 2014H1 的近 50%降低至 2015 年的 43%及 2016 年的 41%，期间费用率水平小幅下降，账期有所缩短（由 2013 年的近 170 天逐步缩短至 2016 年的 130 天），坏账准备金计提比例有所降低（由目前的 6~7%逐步降低至 2016 年的 5%）；
  - **储能业务**：由于两家公司目前尚未开展相关业务，我们的盈利预测中并未对这部分收入及利润进行测算；

图表38：完成整合后净利润收入及比例



来源：国金证券研究所

- **目标价**：考虑整合后公司在动力锂电池领域的龙头及行业标杆地位，我们给予公司“买入”评级，近 6 个月目标价 23 元，对应 15/16 P/E 为 30/19 倍。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	610	593	738	2,343	3,849	5,636	货币资金	137	98	185	350	400	1,045
增长率		-2.8%	24.4%	217.2%	64.3%	46.4%	应收款项	336	407	429	1,116	1,750	2,426
主营业务成本	-450	-405	-519	-1,464	-2,321	-3,465	存货	121	152	176	201	318	475
%销售收入	73.8%	68.2%	70.3%	62.5%	60.3%	61.5%	其他流动资产	18	32	21	58	84	118
毛利	160	189	219	878	1,529	2,171	流动资产	612	689	811	1,725	2,551	4,064
%销售收入	26.2%	31.8%	29.7%	37.5%	39.7%	38.5%	%总资产	65.6%	63.9%	64.1%	65.1%	62.5%	68.8%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-12	-19	-28	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	261	281	380	802	1,413	1,735
营业费用	-41	-54	-62	-187	-293	-400	%总资产	28.0%	26.0%	30.0%	30.3%	34.6%	29.4%
%销售收入	6.7%	9.0%	8.4%	8.0%	7.6%	7.1%	无形资产	48	53	61	121	113	107
管理费用	-54	-69	-81	-258	-385	-507	非流动资产	321	390	455	926	1,528	1,844
%销售收入	8.9%	11.6%	11.0%	11.0%	10.0%	9.0%	%总资产	34.4%	36.1%	35.9%	34.9%	37.5%	31.2%
息税前利润 (EBIT)	62	63	72	422	832	1,235	<b>资产总计</b>	<b>933</b>	<b>1,079</b>	<b>1,266</b>	<b>2,651</b>	<b>4,080</b>	<b>5,908</b>
%销售收入	10.1%	10.6%	9.7%	18.0%	21.6%	21.9%	短期借款	224	269	258	794	79	0
财务费用	-12	-15	-17	-26	-17	16	应付款项	203	270	419	912	1,482	2,251
%销售收入	2.0%	2.5%	2.3%	1.1%	0.5%	-0.3%	其他流动负债	8	2	4	123	200	295
资产减值损失	-8	-8	-6	-63	-19	-19	流动负债	434	541	680	1,830	1,761	2,545
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	24	38	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	2	2	15	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>436</b>	<b>566</b>	<b>733</b>	<b>1,830</b>	<b>1,761</b>	<b>2,546</b>
营业利润	42	40	49	333	796	1,232	<b>普通股股东权益</b>	<b>432</b>	<b>443</b>	<b>467</b>	<b>747</b>	<b>2,236</b>	<b>3,268</b>
营业利润率	6.8%	6.7%	6.6%	14.2%	20.7%	21.9%	少数股东权益	65	70	66	73	83	94
营业外收支	14	19	4	11	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>933</b>	<b>1,079</b>	<b>1,266</b>	<b>2,651</b>	<b>4,080</b>	<b>5,908</b>
税前利润	55	58	53	344	806	1,242	<b>比率分析</b>						
利润率	9.1%	9.8%	7.2%	14.7%	20.9%	22.0%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-8	-13	-10	-55	-129	-199	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.5%	22.7%	19.4%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	0.144	0.146	0.115	0.378	0.773	1.196
净利润	47	45	43	289	677	1,043	每股净资产	1.704	1.747	1.842	1.006	2.590	3.786
少数股东损益	11	8	14	8	9	11	每股经营现金净流	0.148	-0.077	0.557	0.336	0.777	1.361
归属于母公司的净利润	36	37	29	281	668	1,032	每股股利	0.000	0.080	0.100	0.000	0.000	0.000
净利率	6.0%	6.2%	3.9%	12.0%	17.3%	18.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	8.45%	8.34%	6.24%	37.56%	29.86%	31.59%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	3.91%	3.42%	2.30%	10.59%	16.36%	17.47%
净利润	47	45	43	289	677	1,043	投入资本收益率	7.32%	6.00%	6.99%	21.92%	29.15%	30.85%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	23	25	27	124	126	163	主营业务收入增长率	30.92%	-2.77%	24.45%	217.24%	64.31%	46.42%
非经营收益	14	16	18	34	17	-8	EBIT增长率	73.76%	1.39%	14.83%	486.02%	97.30%	48.49%
营运资金变动	-47	-106	53	-197	-149	-24	净利润增长率	33.14%	1.27%	-21.11%	863.46%	137.80%	54.63%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>38</b>	<b>-19</b>	<b>141</b>	<b>250</b>	<b>671</b>	<b>1,175</b>	总资产增长率	10.98%	15.59%	17.32%	198.84%	53.90%	44.83%
资本开支	-48	-35	-52	-536	-699	-450	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	3	0	-1	0	0	应收账款周转天数	167.5	211.4	193.5	150.0	140.0	130.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	95.7	122.9	115.0	50.0	50.0	50.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-49</b>	<b>-32</b>	<b>-52</b>	<b>-537</b>	<b>-699</b>	<b>-450</b>	应付账款周转天数	75.1	99.0	109.1	100.0	105.0	110.0
股权募资	0	0	2	0	821	0	固定资产周转天数	130.0	151.0	160.0	109.2	114.9	89.6
债权募资	32	71	34	485	-716	-78	<b>偿债能力</b>						
其他	-30	-55	-25	-33	-27	-2	净负债/股东权益	17.34%	37.61%	18.54%	52.70%	-14.37%	-31.42%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>452</b>	<b>78</b>	<b>-80</b>	EBIT利息保障倍数	5.1	4.2	4.2	16.2	48.0	-77.3
<b>现金净流量</b>	<b>-9</b>	<b>-35</b>	<b>101</b>	<b>165</b>	<b>50</b>	<b>645</b>	资产负债率	46.74%	52.50%	57.94%	69.03%	43.16%	43.10%

来源：公司年报、国金证券研究所



**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	2
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61620767

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD