

高低压设备
东源电器 (002074.SZ) / 31.50 元
**周期起，快增长催生千亿市场
寻龙头，高景气促使量价齐升**
独到见解

随着电动汽车持续放量，动力电池未来三年增速超 100%，通过与光伏组件制造发展历史对比，我们认为，这一轮由下游需求爆发带来的动力电池高景气度至少将持续 3-4 年，行业高景气度大幅提升公司盈利水平，推动公司业绩爆发式增长，同时公司作为市场中弹性最大的动力电池标的，标的稀缺性将给予公司一定的估值溢价。

投资要点
1. 电动汽车持续放量，带动动力电池未来 5 年复合增速超 50%。

大力推广电动汽车是确保能源安全及治理雾霾的重要手段，政府推广动力足，后期若是电动汽车增速下滑，政策有望进一步加码，考虑到政策执行力强，我们认为 2020 年保有量 500 万辆的规划目标完成概率高。电动汽车的快速增长将大幅拉升动力电池需求量，经测算，我们预计到 2020 年动力电池需求量将达 5800 万 Kwh，年均复合增速超 50%。

2. 动力电池壁垒高，行业景气度将至少持续 3-4 年。

动力电池属于汽车产业链，高安全标准决定其进入壁垒高于初期的光伏组件制造，通过对业内企业产能扩张节奏及新进入者切入难度分析，同时参考光伏组件景气周期历史，我们认为，从 14 年下半年开始的景气周期将至少持续 3-4 年。

3. 高弹性确保公司业绩快速增长，标的稀缺性提升估值溢价。

公司动力电池收入占比达 80% 以上，业绩弹性大，随着新产能投放及下游核心客户动力电池需求不断增长，公司电池出货量将保持 80% 以上的增速，同时因上游材料环节产能过剩严重，原材料价格下跌幅度大于电池组，公司盈利能力具备上行空间，量价齐升，推动公司业绩三年复合增速超 70%。同时公司作为 A 股市场唯一纯正的动力电池标的，标的稀缺性有望给予公司一定的估值溢价。

风险提示

电动汽车增速放缓，竞争加剧带来毛利率下滑

主要财务指标

	2014A	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万)	88	3124	5044	6556
同比增速(%)	19.9%	252.8%	61.5%	30.0%
净利润(百万)	38	477	787	1278
同比增速(%)	29.2%	1167.9%	64.8%	62.4%
每股盈利(元)	0.04	0.55	0.91	1.48
市盈率(倍)	198.10	53.23	32.30	19.89

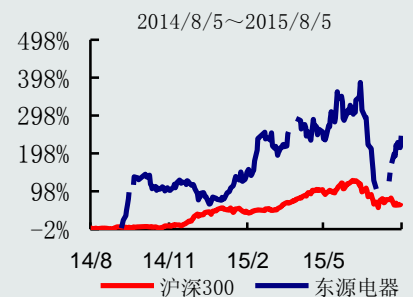
证券分析师: 张文博
 执业编号: S0360512020001
 Tel: 010-66500826
 Email: zhangwenbo@hcyjs.com
 证券分析师: 苏晨
 执业编号: S0360114040007
 Tel: 010-66500828
 Email: suchen@hcyjs.com

投资评级

投资评级: 强推
 评级变动: 维持

公司基本数据

总股本(万股)	86,233
流通 A 股/B 股(万股)	22,317/0
资产负债率(%)	53.30
每股净资产(元)	2.02
市盈率(倍)	56.98
市净率(倍)	15.59
12 个月内最高/最低价	38.77/7.27

市场表现对比图(近 12 个月)


资料来源: 港澳资讯

相关研究报告

《需求景气度持续提升产能释放促业绩爆发》	2015-07-15
《行业景气提升国轩盈利能力产能释放带动业绩爆发增长》	2015-03-12
《国轩高科借壳东源电器，强推动力电池第一标的》	2014-09-10

目 录

一、电动汽车持续放量，动力电池六年复合增速超 60%.....	4
(一) 政策执行力强，500 万辆规划目标完成概率高.....	4
(二) 大巴更换先行，大幅拉升动力电池需求.....	7
(三) 大巴先行及高安全性能确保未来 3-5 年磷酸铁锂仍为主流.....	11
二、电池环节壁垒高，尽享市场爆发红利.....	12
(一) 上游材料产能过剩，提升电池环节议价能力.....	13
(二) 下游整车厂商对质量重视度高.....	14
(三) 行业内竞争格局稳定，扩产节奏与下游需求一致.....	14
(四) 行业进入壁垒高，新厂商切入难度大.....	15
三、类比光伏组件制造，动力电池高景气度将至少持续 3-4 年.....	15
(一) 光伏制造环节景气周期平均在 2 年左右.....	15
(二) 动力电池壁垒更高，景气度有望维持 3-4 年.....	17
四、国轩高科十年磨一剑，铸就动力电池龙头标的.....	18
(一) 公司已进入动力电池第一梯队.....	18
(二) 14 年下半年以来客户拓展速度进一步加快.....	19
(三) 主要客户动力电池需求同比增长超 80%.....	20
(四) 动力电池收入占比高提升业绩弹性，标的稀缺性增加估值溢价.....	22
五、盈利预测与投资建议：.....	22
六、附录：.....	23
(一) 国轩高科基本情况介绍.....	23
(二) 东源电器传统业务稳定增长，协同效应助力电力储能市场开拓.....	25

图表目录

图表 1 我国原油进口依存度已近 60%.....	4
图表 2 PM2.5 成份分析.....	5
图表 3 机动车是 PM2.5 的最大来源.....	5
图表 4 2014 年政策支持力度明显加大.....	5
图表 5 政策推动下电动汽车未来 6 年复合增速超 60%.....	7
图表 6 我国电动客车占比远高于海外.....	7
图表 7 新能源汽车中央补贴标准.....	8
图表 8 大部分地方补贴比例达到国家补贴的 80% 以上.....	8
图表 9 现阶段电动客车经济性优于乘用车.....	9
图表 10 乘用车占比将逐渐提升.....	9
图表 11 客车中纯电占比在 60% 以上.....	9
图表 12 乘用车纯电占比在 70% 以上.....	9
图表 13 主流电动汽车电池容量统计.....	10
图表 14 2020 年动力电池需求量将达 5800 万 Kwh, 年均复合增速超 50%.....	11
图表 15 磷酸铁锂兼具安全性与循环性能.....	11

图表 16	到 2018 年大巴用动力电池占比仍在 50% 以上.....	12
图表 17	电池环节综合优势明显.....	12
图表 18	锂电产业链图.....	13
图表 19	四大材料产能利用率普遍低于 50%.....	13
图表 20	隔膜与电解液价格年均下跌幅度高于 10%.....	13
图表 21	动力电池前十大厂商占有率达 75%.....	14
图表 22	各主要动力电池厂商与客户形成稳定的供应关系.....	14
图表 23	新产品试运行、认证周期长达两年左右.....	15
图表 24	全球光伏装机市场呈现明显周期性.....	16
图表 25	光伏景气周期驱动力分析.....	16
图表 26	组件环节毛利率上升周期平均为 2 年.....	17
图表 27	动力电池壁垒高于光伏组件.....	17
图表 28	公司在行业内综合优势明显，业绩弹性大.....	18
图表 29	公司主要客户.....	19
图表 30	公司处于国内动力锂电第一梯队.....	19
图表 31	14 年下半年以来客户拓展速度明显加快.....	19
图表 32	14 年上半年南京金龙与江淮汽车收入占比近 80%.....	20
图表 33	南京金龙 14 年前三季度电动客车产量位居行业前列.....	20
图表 34	南京金龙电动客车三年复合增速超 40%.....	21
图表 35	江淮纯电动汽车三年复合增速达 80%.....	21
图表 36	产能进入快速释放期.....	22
图表 37	15 年后动力电池收入占比将达 80% 以上.....	22
图表 38	公司分业务盈利预测（单位：百万元）.....	23
图表 39	国轩高科实现了上下游产业链一体化.....	23
图表 40	14 年营业收入增速放缓.....	24
图表 41	净利率高达 25% 左右.....	24
图表 42	14 年运营效率明显提升.....	25
图表 43	近年来营业收入保持 20% 左右的稳定增速.....	25
图表 44	综合毛利率维持在 30% 左右.....	26

一、电动汽车持续放量，动力电池六年复合增速超 60%

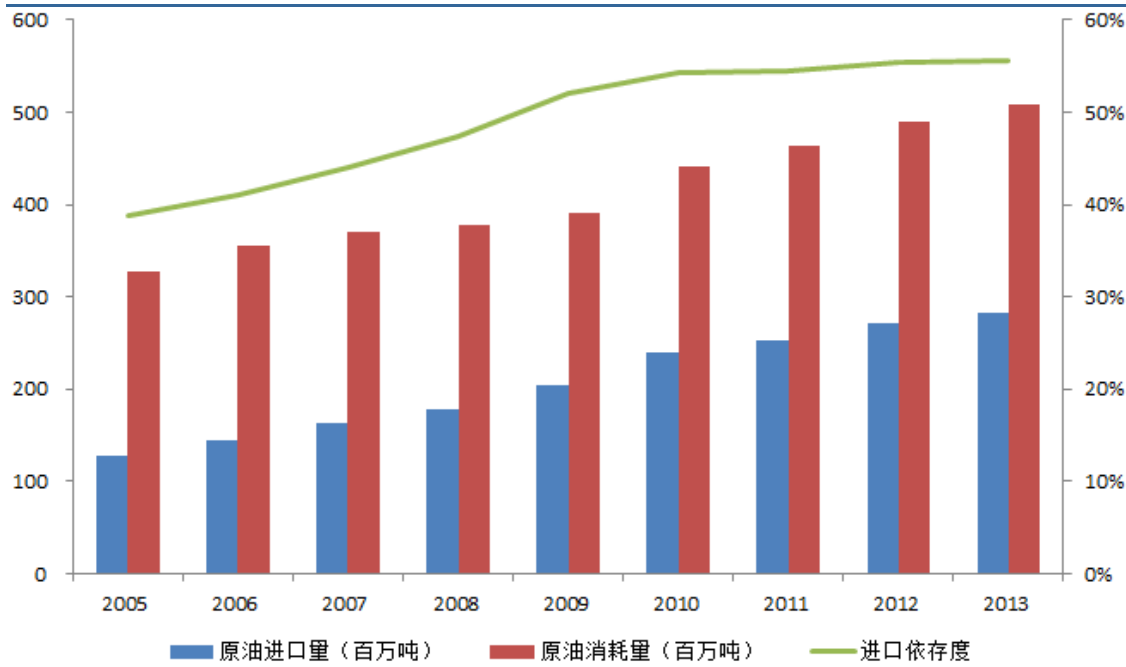
14 年下半年以来，政策支持力度明显升温，电动汽车加速放量。我们预计到 2020 年电动汽车产销量有望突破 160 万辆，电动汽车持续放量将大幅提升动力电池需求量，保守预计到 2020 年动力电池需求量将超 5800 万 Kwh，6 年复合增速超 60%。

（一）政策执行力强，500 万辆规划目标完成概率高

大力推广电动汽车是确保能源安全及治理雾霾的重要手段

截止 2014 年底，我国汽车保有量已达 1.4 亿辆左右，我们预计，到 2020 年我国汽车保有量将突破 2 亿辆。国内汽车油耗占石油比重已由 08 年的 33% 提升到 13 年的 40% 左右，在不考虑新能源汽车推广的情形下，预计到 2020 年占比将突破 50%，汽车耗油量的大幅上升成为我国原油消费量大幅提升的主要推动力。而我国属于“少油”国家，只有不断加大进口力度来满足快速增长的原油消费需求，到 2013 年，我国石油对外依存度已接近 60%，考虑到主要原油出口国地缘政治复杂，一旦石油进口线路出现问题，将直接威胁到我国的能源安全。

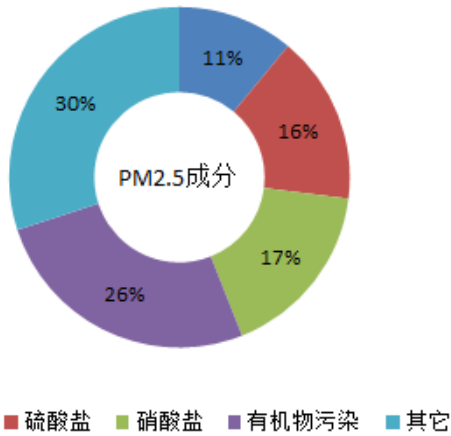
图表 1 我国原油进口依存度已近 60%



资料来源: Wind 华创证券

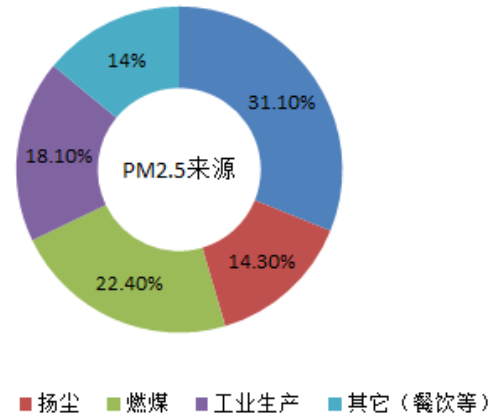
汽车保有量的不断增长也带来了严重的尾气排放问题，造成了严重的空气污染，各地雾霾天气不断。据北京市环保局监测数据表明，汽车尾气排放对 PM2.5 贡献度最大，意味着要控制 PM2.5 排放，必须解决汽车尾气排放问题。

图表 2 PM2.5 成份分析



资料来源：北京市环保局，华创证券

图表 3 机动车是 PM2.5 的最大来源



资料来源：北京市环保局，华创证券

参考海外国家汽车发展历史来看，人均 GDP 与汽车保有量具有明显的正相关性，截止 13 年底，美国百人汽车保有量已上升到 80 辆左右，我国目前仅为其八分之一，随着我国人均 GDP 的快速增长，我国汽车保有量仍有较大上升空间，如不采取措施，汽车尾气排放带来的空气污染将更加严重。

因电动汽车具有零排放的优点，且可通过使用可再生能源电力来缓解能源压力，我们认为，国家近年来大力推动电动汽车最根本的原因在于解决人们不断增长的汽车需求与能源、环境承载力之间的矛盾。

政策执行力强，加速电动汽车推广

国务院于 2012 年 8 月出台了《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》，规划明确提出了 2015 年电动汽车累计产销量 50 万辆和 2020 年累计产销量 500 万辆的发展目标。截止 2013 年底，电动汽车累计推广仅 3.5 万辆，与预期目标差距明显。于是，2014 年政策支持力度进一步加大，中央+地方两级补贴、加快基础设施建设等一系列支持政策陆续出台，在政策的大力推动下，2014 年电动汽车汽车加速放量，全年产量突破 8 万辆，同比增幅超 300%。

图表 4 2014 年政策支持力度明显加大

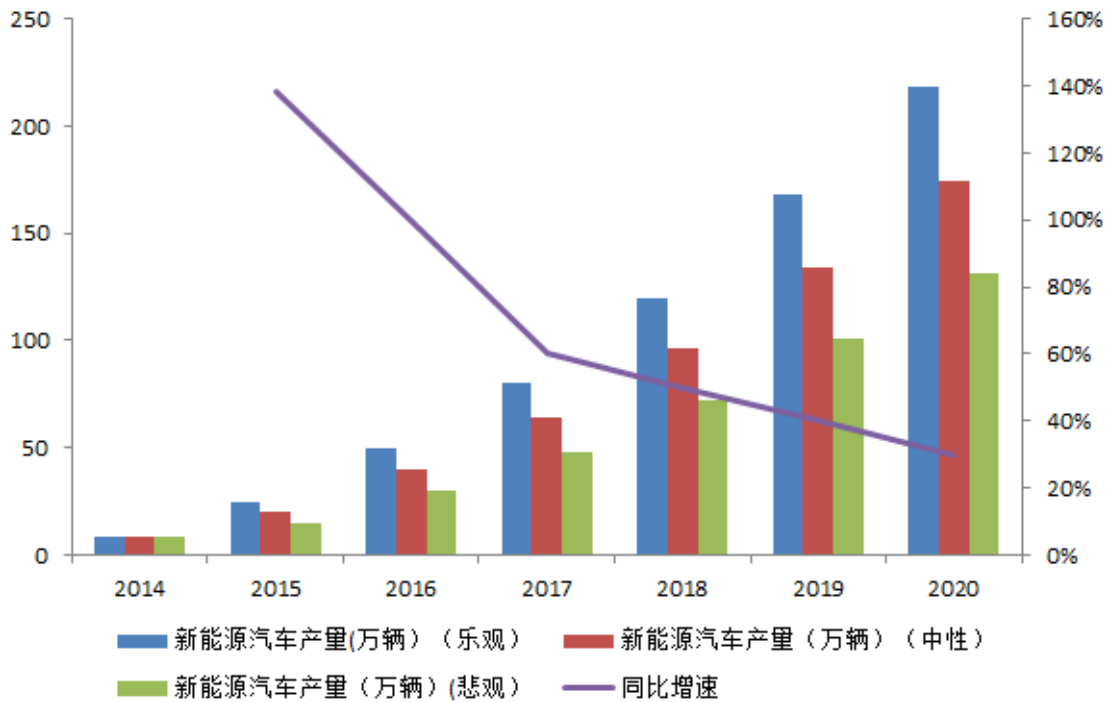
出台时间	政策	出台部门	主要内容
2014.12	2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策（征求意见稿）	财政部、科技部、工信部、发改委	明确了补贴调整幅度，稳定市场预期，计划 2017 年纯电动汽车、插电式混合动力汽车补助标准在 2016 年基础上下降 10%，2019 年补助标准在 2017 年基础上下降 10%。
2014.12	加快新能源汽车推广应用的实施意见（征求意见稿）	交通部	加大新能源汽车在公交等领域的推广力度，规定了公交都市创建城市和京津冀地区新增或更新城市公交车、出租汽车和城市物流配送车辆中新能源汽车比例。
2014.11	新建纯电动乘用车生产企业投资项目和生产准入管理的暂行规定（征求意见稿）	发改委	对新增纯电动厂商资质做了要求，并且明确规定新建纯电动乘用车生产企业只能生产纯电动汽车。
2014.11	关于新能源汽车充电设施建设奖励的通知	财政部、科技部、工信部、发改委	规定了京津冀、长三角和珠三角地区等大气污染治理重点区域中的城市或城市群的推广数量，并根据推广数量安排基础设施建设补助资金。

2014.10	京津冀公交等公共服务领域新能源汽车推广工作方案	工信部、发改委、科技部、财政部 环保部、住建部、能源局	2014-2015 年京津冀地区公共交通服务领域推广 20222 辆新能源汽车。
2014.8	关于免征新能源汽车车辆购置税的公告	财政部、国税总局、工信部	自 2014 年 9 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。
2014.7	关于电动汽车用电价格政策有关问题的通知	发改委	明确了各类充电设施电价标准，并鼓励在电力系统低谷时段充电降低充电成本。
2014.7	政府机关及公共机构购买新能源汽车实施方案	国管局、财政部、科技部、工信部 发改委	对政府机关及公共机构购买新能源汽车的比例做了具体规定，并提出要逐年提高。
2014.7	关于加快新能源汽车推广应用的指导意见	国务院	提出加快充电设施建设、引导企业创新商业模式、推动公共服务领域率先推广应用、进一步完善政策体系、坚决破除地方保护、加强技术创新和产品质量监管。
2014.1	关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知	财政部、科技部、工信部、发改委	降低补贴下滑幅度，14 年相对于 13 年下降 5%，15 年相对于 13 年下降 10%。
2013.12	党政机关厉行节约反对浪费条例	国务院	强调公务用车有限采购新能源汽车
2013.11	确认 28 个城市或区域为第一批新能源汽车推广应用城市	财政部、科技部、工信部、发改委	确认 28 个城市或区域为第一批新能源汽车推广应用城市。
2013.9	关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知	财政部、科技部、工信部、发改委	明确了 2013-2015 年的补贴标准，2014 年和 2015 年，纯电动乘用车、插电式混合动力乘用车、纯电动专用车、燃料电池汽车补助标准在 2013 年标准基础上分别下降 10% 和 20%；纯电动公交车、插电式混合动力（含公交车标准维持不变）。
2013.7	国务院常务会议研究部署加快发展节能环保产业	国务院常务会议	提出政府公务用车、公交车要率先推广使用新能源汽车，同步完善配套设施。
2013.3	乘用车企业平均燃料消耗量核算办法	工信部、发改委、商务部、海关总署、质检总局	在统计企业达到国家乘用车平均燃料消耗量目标的情况时，纯电动、燃料电池、纯电动驱动模式续航里程达到 50 公里及以上的插电式混合动力乘用车，燃料消耗量实际值按零计算，并按 5 倍数量计入核算基数之和。
2012.8	节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）的通知	国务院	到 2015 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量力争达到 50 万辆；到 2020 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆。

资料来源：华创证券

我们认为，推广新能源汽车事关能源安全与环境承载力，若新能源汽车推广不达预期，政策继续加码概率极高，强有力的政策将确保 2020 年 500 万辆的规划目标顺利完成，年产销量将从 2015 年的 8 万辆快速增长至 2020 年的 160 万辆，六年复合增速超 60%。

图表 5 政策推动下电动汽车未来 6 年复合增速超 60%

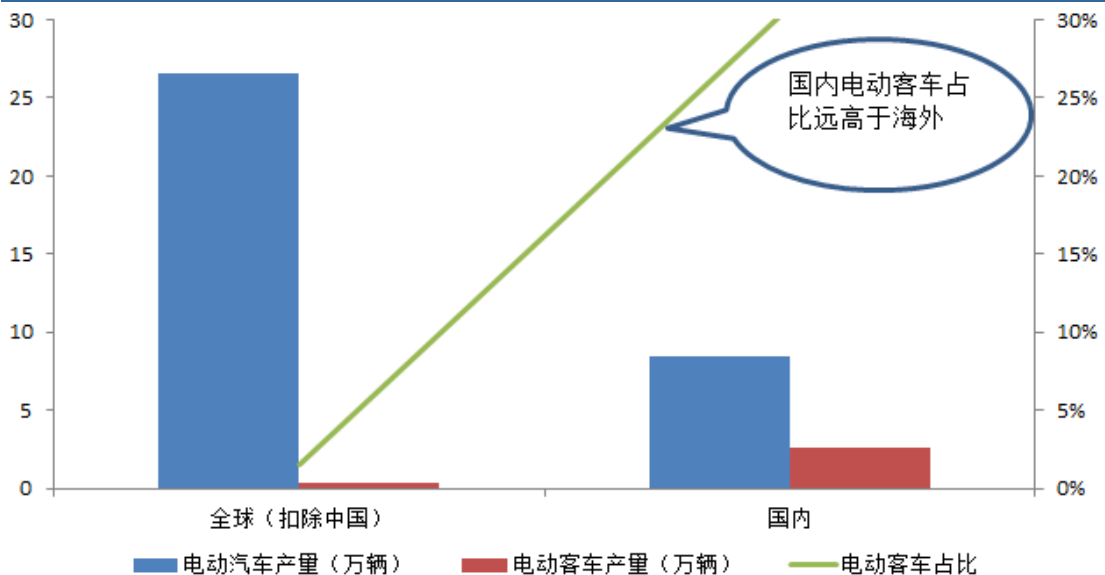


资料来源：华创证券

(二) 大巴更换先行，大幅拉升动力电池需求

国内电动汽车结构与海外差距较大，大巴车占比明显高于海外。2014 年我国电动汽车产量达到 8.4 万辆，其中电动客车为 2.6 万辆，占比达 30%。全球 2014 年电动汽车产销量为 35 万辆，其中电动客车 3 万辆，意味着海外国家中电动客车占比低于 2%。

图表 6 我国电动客车占比远高于海外



资料来源：华创证券

国内电动大巴相对于乘用车有明显经济优势，新能源大巴年行驶里程数一般在 10-15 万公里左右，远高于乘用车年均 1-1.5 万公里的行驶里程，而年行驶里程与节油产生的收益具有相关性，使得初始投资的回收期缩短。同时公交车行驶里程、路线相对固定，充电问题相对于乘用车更容易解决。

图表 7 新能源汽车中央补贴标准

车辆类型	纯电续航里程 R	2015 年 (万元/量)	2014 年 (万元/量)	2013 年 (万元/量)
纯电乘用车	$80 \leq R \leq 150$	3.15	3.325	3.5
	$150 \leq R \leq 250$	4.5	4.75	5
	$R \geq 250$	5.4	5.7	6
插电混动乘用车	$R \geq 50$	3.15	3.325	3.5
纯电客车	$6 \leq L < 8$	30	30	30
	$8 \leq L < 10$	40	40	40
	$L \geq 10$	50	50	50
插电混动客车	$L \geq 10$	25	25	25

资料来源：华创证券

图表 8 大部分地方补贴比例达到国家补贴的 80%以上



资料来源：华创证券

目前国内纯电动大巴价格基本在 160-200 万之间，同类型的燃油大巴价格为 50-70 万，扣除国家与地方两级补贴后，电动大巴价格不超过 100 万元，仅比同级别燃油车贵 30-40 万元；目前续航里程在 160 公里左右的电动乘用车售价为 18-20 万元，扣除补贴后，消费者实际支付的价格约 10-12 万元，与同级别的传统汽车相比，高 4-5 万元。

公交车年均行驶里程在 10 万公里左右，纯电动公交电耗基本在 110-130Kwh/百公里，一般在用电低谷段充电，年均电费 6 万元左右，传统公交油耗在 35L/百公里，年均油费 21 万元左右，在使用费用上，纯电动公交一年平均节省 15 万元，不考虑资金成本的情况下，电动公交投资回收期为 3-4 年。乘用车年均行驶里程在 1.5 万公里左右，纯电动乘用车电耗一般在 13Kwh/百公里，年均电费 1000 元左右，传统汽车油耗 8L/Kwh，年均油费 7000 左右，在使用费用上，纯电动乘用车年均节省 6000 元左右，投资回收期 6-7 年。其经济性弱于电动大巴。

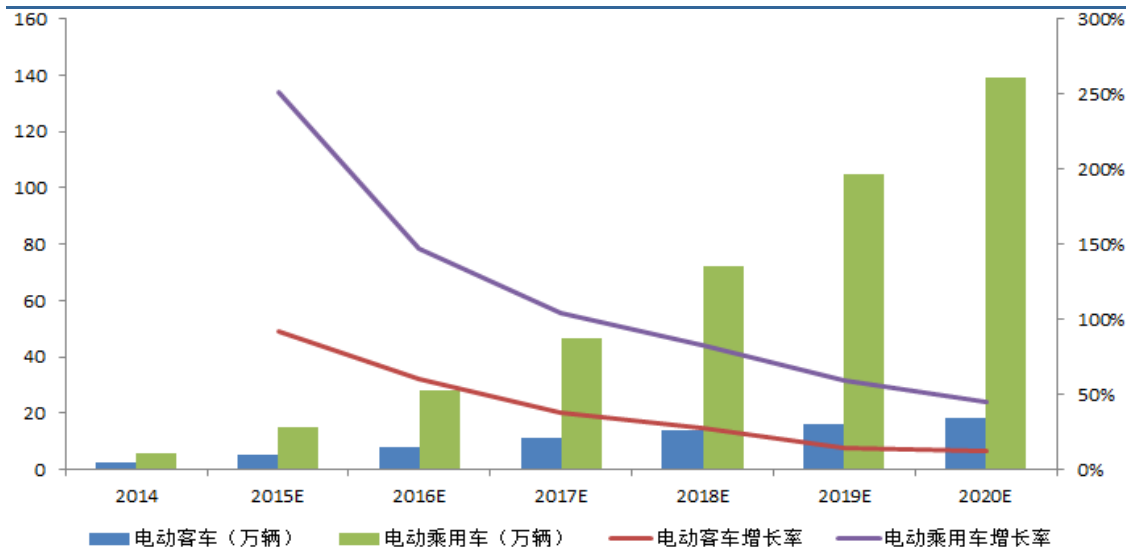
图表 9 现阶段电动客车经济性优于乘用车

	纯电大巴	纯电乘用车
初始投资增加额 (万元)	40-50	4-5
年均行驶里程 (万公里)	10	1.5
同级别传统汽车油耗 (L/百公里)	35	8
电耗 (Kwh/百公里)	110-130	13
油费节省 (万元)	15	0.6
投资回收期 (年) (不考虑资金成本)	3-4	6-7

资料来源: 华创证券

我们认为, 电动客车由于具有较强的经济性, 未来两年将继续保持较快的速度增长, 但考虑到客车总体市场规模有限, 随着电动客车占比的逐渐提升, 未来增速将逐步放慢, 乘用车占比将会逐渐提升。在中性条件下, 我们预计到 2020 年, 电动客车产销量将由 14 年的 2.6 万辆增加到 20 年的 18 万辆, 渗透率由 5% 提升到 30%; 电动乘用车产销量将由 14 年的 5.8 万辆增长到 2020 年的 140 万辆, 渗透率提升到 5% 以上。

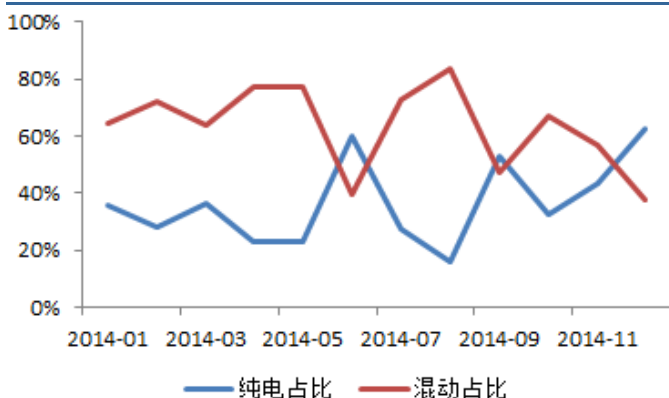
图表 10 乘用车占比将逐渐提升



资料来源: 华创证券

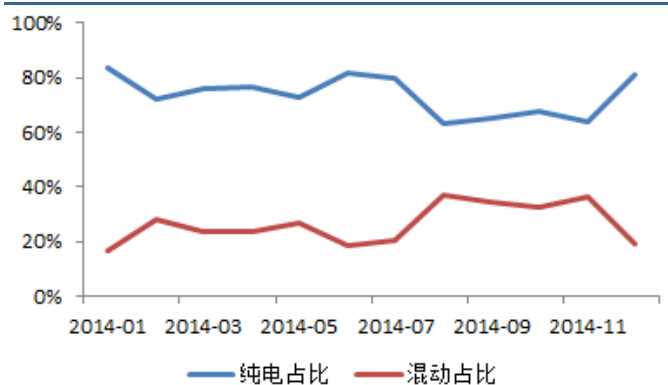
因目前补贴政策更偏重纯电动, 从 14 年开始, 电动客车和电动乘用车中纯电占比提升趋势明显, 我们认为, 随着电池性能的提升与成本的不断下降, 纯电将继续维持稳中有升的格局, 乘用车与客车中纯电占比有望维持在 70%、60% 以上。

图表 11 客车中纯电占比在 60% 以上



资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 乘用车纯电占比在 70% 以上



资料来源: Wind, 华创证券

参考目前市场上部分电动汽车电池容量，对于纯电动大巴、插电式混合动力大巴、纯电动乘用车、插电式混合动力乘用车平均电池组容量分别取 200、 30、 30、 12Kwh。

图表 13 主流电动汽车电池容量统计

类型	车辆型号	电池容量 (Kwh)
纯电动乘用车	比亚迪 E6	57
	比亚迪腾势	47.5
	北汽新能源 ES210	38
	永源 a380ev	38
	众泰 5008ev	32
	众泰 M300EV	32
	北汽 EV200	30.4
	吉利帝豪 EC7 EV	28
	北汽 E150EV	25.6
	华晨宝马之诺 1E	24
	启辰晨风	24
	大众朗逸 EV	23.6
	中华 H230EV	23.4
	江淮和悦 iEV5	23.3
	奇瑞 eQ	22.3
	奔腾 B50 EV	20
	江淮和悦 iEV4	19
	荣威 e50	18
平均值	29.77	
插电式混合动力乘用车	比亚迪唐	18.4
	比亚迪秦	13
	宝马 530Le	11.4
	荣威 550 Plug-in	13
	红旗 H7 PHEV	8.25
	和悦 iREV	12
	平均值	12.87
纯电动客车	比亚迪电动客车	162-324
	南京金龙电动客车	280-324
	苏州金龙电动客车	110-295
	安凯电动客车	125-326
	厦门金龙电动客车	214-272
	北汽福田电动客车	124-215
	宇通电动客车	227-230
	平均值	177-283
插电式混合动力客车	安凯混动客车	43-202
	北汽福田客车	25
	南车混动客车	26-31
	宇通混动客车	40
	平均值	33

资料来源：华创证券

因单辆纯电动大巴电池容量高达 200-300Kwh，在电动大巴快速增长的带动下，动力电池需求量将从 2014 年的 440 万 Kwh 增长到 2020 年的 5800 万 Kwh，同比增幅超 10 倍。

图表 14 2020 年动力电池需求量将达 5800 万 Kwh,年均复合增速超 50%

		2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
产量	纯电动客车(万辆)	1.25	3.0	4.8	6.6	8.4	9.6	10.8
	混合动力客车(万辆)	1.31	2.0	3.2	4.4	5.6	6.4	7.2
	纯电动乘用车(万辆)	4.4	10.5	19.6	32.6	50.7	73.5	97.5
	混合动力乘用车(万辆)	1.5	4.5	8.4	14.0	21.7	31.5	41.8
	合计(万辆)	8.46	20	36	57.6	86.4	120.96	157.248
动力电池需求	纯电动客车(万 Kwh)	250	600.0	960.0	1320.0	1680.0	1920.0	2160.0
	混合动力客车(万 Kwh)	39.3	60.0	96.0	132.0	168.0	192.0	216.0
	纯电动乘用车(万 Kwh)	132	315.0	588.0	978.6	1520.4	2204.2	2924.2
	混合动力乘用车(万 Kwh)	19.5	58.5	109.2	181.7	282.4	409.3	543.1
	合计(万 Kwh)	440.8	1033.5	1753.2	2612.3	3650.8	4725.5	5843.3

资料来源：华创证券

（三）大巴先行及高安全性能确保未来 3-5 年磷酸铁锂仍为主流

目前动力电池以锂电为主，因正极材料不同，可以分为磷酸铁锂、钴酸锂、三元等多种技术路线，各种技术路线都有其适用对象。磷酸铁锂能量密在 130Wh/kg 左右，循环性能与安全性能在各种材料中最优，价格便宜；钴酸锂能量密度高达到 200Wh/Kg 以上，在同等容量下，电池组质量最轻，但应用到电动汽车上电池管理系统复杂，安全性差，价格昂贵。三元材料目前国外应用较多，能量密度在 160Wh/kg 以上，价格适中，但安全性和循环性能较差。

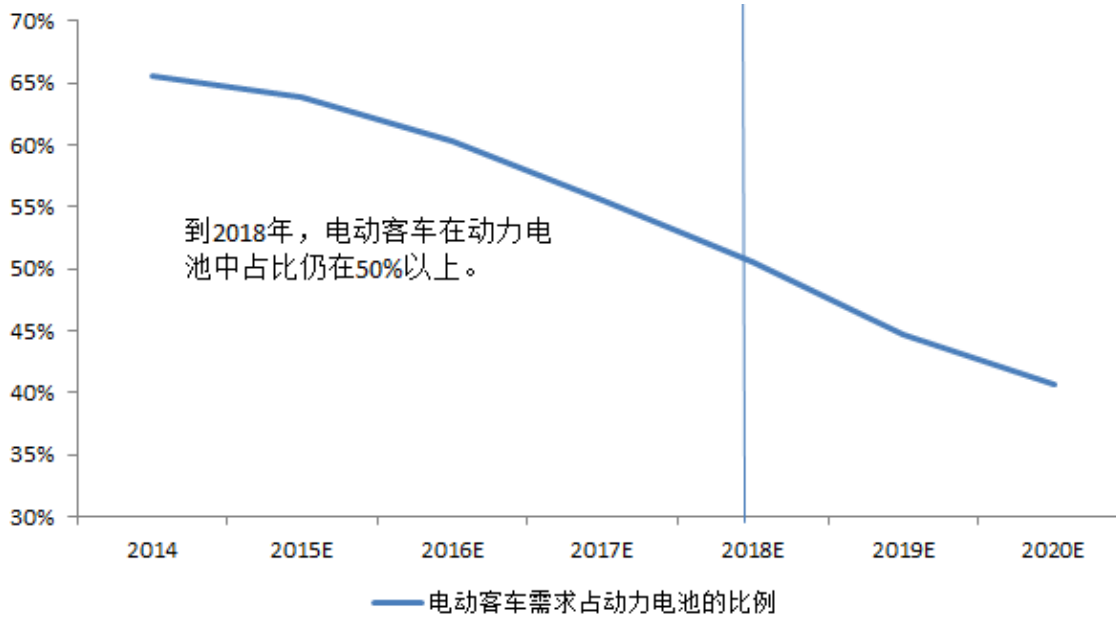
图表 15 磷酸铁锂兼具安全性与循环性能

正极材料	磷酸铁锂	三元材料	钴酸锂
能量密度 (wh/kg)	120-130	160-180	≥200
循环性能	好	一般	差
安全性	好	一般	差
价格	便宜	较贵	贵

资料来源：华创证券

从国内动力电池需求结构来看，电动大巴锂电需求量占比较大，电动大巴车重高达 12-13 吨，电池组占整车比重小，对能量密度要求不高，且其对安全性要求高、使用频繁，电池组容量大，故电动客车对电池组的安全性能、循环性能以及成本更为敏感，因此，磷酸铁锂成为各大电动客车厂商的最优选择。参考前文预测数据，到 2018 年电动客车用动力电池在动力需求中占比仍在 50% 以上，未来 3-4 年，磷酸铁锂在国内动力电池领域的主流地位不会动摇。

图表 16 到 2018 年大巴用动力电池占比仍在 50% 以上

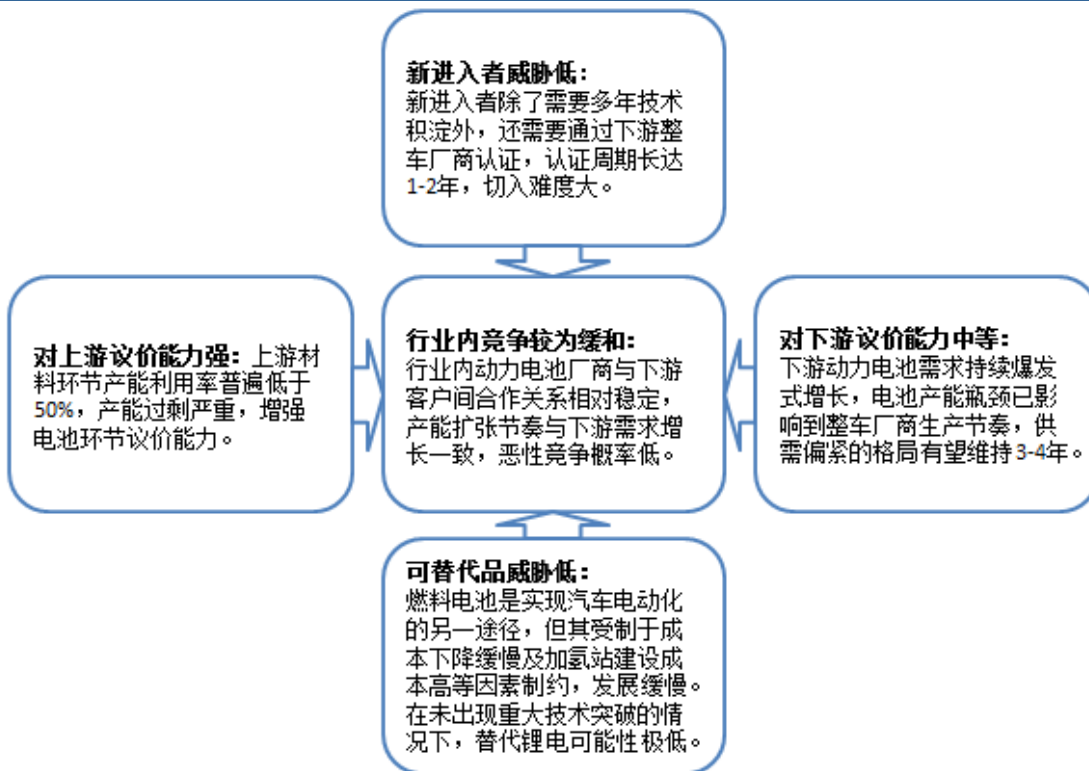


资料来源：华创证券

二、电池环节壁垒高，尽享市场爆发红利

我们认为，电池环节处于产业链核心环节，下游需求爆发，且行业进入壁垒高，行业供需偏紧的格局有望继续维持，同时上游材料环节扩产严重，原材料价格持续走低，电池环节盈利能力有望进一步上行。

图表 17 电池环节综合优势明显

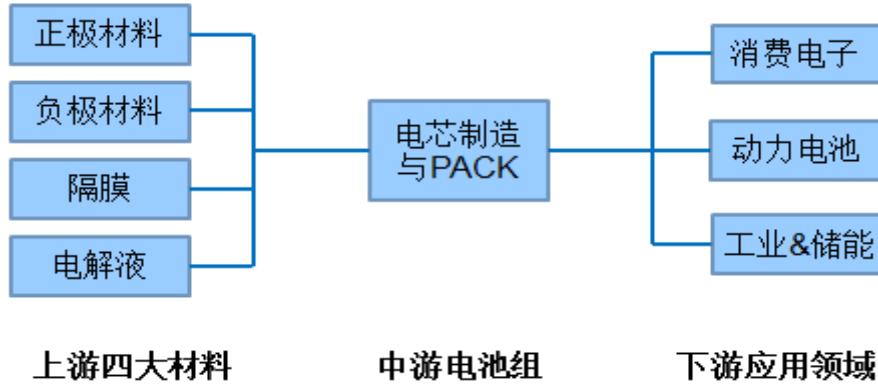


资料来源：华创证券

(一) 上游材料产能过剩，提升电池环节议价能力

动力电池上游材料主要是正负极材料、隔膜和电解液。在消费锂电需求的高速增长的刺激下，随着技术瓶颈的逐步突破，近年来国内材料产能以高于需求数倍的速度快速增长，导致产能严重过剩，产能利用率普遍低于 50%。

图表 18 锂电产业链图



资料来源：华创证券

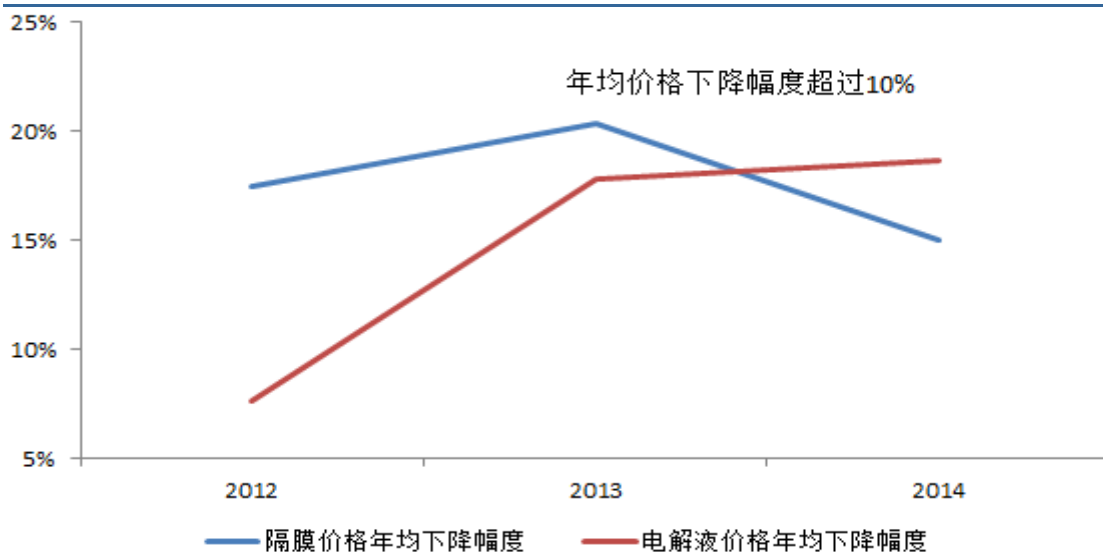
图表 19 四大材料产能利用率普遍低于 50%

表格表头	14 年产量	14 年产能	产能利用率
正极材料	5.8 万吨	15 万吨	38.7%
负极材料	6.7 万吨	14 万吨	47.8%
隔膜	4.1 亿平方米	10.5 亿平方米	39.1%
电解液	3.9 万吨	11 万吨	35.5%

资料来源：华创证券

正极材料因价格的不断降低，行业毛利率已低于 10%，近年来价格下滑幅度趋缓，前期毛利相对较高的电解液和隔膜环节随着产能的不断释放，价格不断走低，年均下跌幅度超过 10%，超过电池组年均 8-9% 的下降幅度。我们预计随着部分企业前期新建材料产能的陆续投产，未来产能过剩现象有进一步恶化可能，将进一步提升电芯制造环节的议价能力，通过压低原材料采购价格进一步提升电池环节盈利能力。

图表 20 隔膜与电解液价格年均下跌幅度高于 10%



资料来源：华创证券

（二）下游整车厂商对质量重视度高

动力电池作为电动汽车的核心部件，一旦出现问题，将严重威胁到车乘人员的生命安全，给整车厂商带来巨大的负面影响，因此整车厂商对产品质量的重视度高于价格。同时，随着14年下半年电动汽车放量，动力电池供需偏紧，多款车型因电池供货不足而无法交付，降低了整车厂商的议价能力。

（三）行业内竞争格局稳定，扩产节奏与下游需求一致

从14年上半年动力锂电产值统计结果来看，技术路线上，基本都采用方形+磷酸铁锂的解决方案；市场份额上，比亚迪电池组占比25%左右，与其电动汽车在整车市场中的份额相当，CATL、力神、国轩市场份额较为接近，均在10%左右，CAR4在55%左右，行业集中度高。

图表 21 动力电池前十大厂商占有率达 75%

序号	企业名称	技术路线	产值份额
1	比亚迪	方形+铁锂	25.90%
2	CATL	方形+铁锂	10.40%
3	天津力神	方形+铁锂	9.80%
4	国轩高科（东源电器）	方形+铁锂	9.10%
5	沃玛特	圆柱+铁锂	5.80%
6	万向电动	软包+铁锂	4.30%
7	山东威能	方形+铁锂	2.80%
8	中航锂电（成飞集成）	方形+铁锂	2.60%
9	微宏动力	软包+钛酸锂	2.50%
10	北京国能	方形+铁锂/三元	2.20%

资料来源：GBII 华创证券

14年下半年动力电池厂商产能瓶颈影响到整车厂商新品投放节奏，大部分主流厂商均有扩产打算，考虑到各电池厂商间整车客户重合度低，我们认为，各厂商产能投放节奏基本与下游需求增长相一致，行业内出现恶性竞争概率低。

图表 22 各主要动力电池厂商与客户形成稳定的供应关系

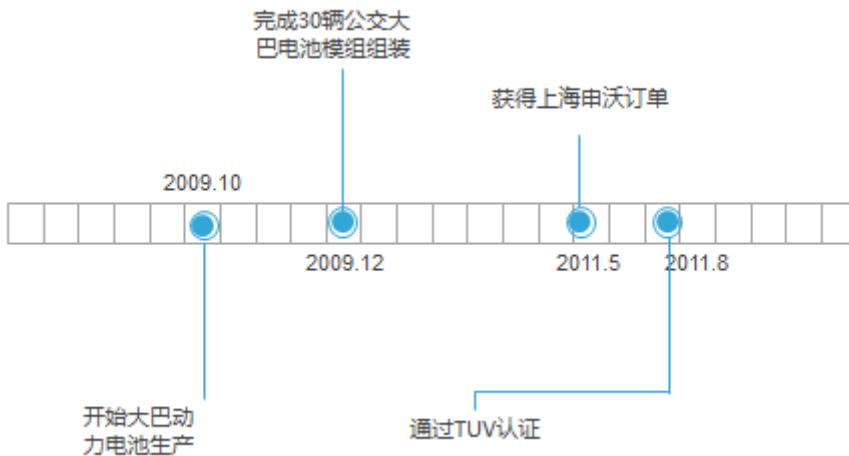
序号	企业名称	主要客户	现有产能（亿 Wh）	产能扩充计划
1	比亚迪	主要供给旗下新能源汽车	30	45 亿 Wh 在建
2	CATL	宇通、宝马、一汽等	8.5	10 亿 Wh 将于 16 年底建成
3	天津力神	天津公交集团、东风扬子江、康迪	11	NA
4	国轩高科（东源电器）	南京金龙、江淮、安凯、申沃等	6.4	7-8 亿 Wh 在建
5	沃玛特	五洲龙、金龙、郑州海马等	13	40 亿 WH 在建
6	万向电动	康迪、众泰、万向电动车	4	6 亿 Wh 在建
7	山东威能	欧辉、中通、南京金龙	5	NA
8	中航锂电（成飞集成）	宇通、东风、长安福特、奇瑞等	NA	NA
9	微宏动力	重庆恒通汽车	NA	NA
10	北京国能	五洲龙、常隆客车、苏州金龙等	7	NA

资料来源：华创证券

（四）行业进入壁垒高，新厂商切入难度大

14年下半年以来，随着新能源汽车持续放量，拉动动力锂电需求爆发式增长，众多行业外企业看准这一快速增长的市场，纷纷计划投资新建生产线。因动力锂电质量直接关系到整车性能，下游整车厂商对动力电池质量要求极高，新产品欲切入整车供应链，在生产出样品后，仅车厂试运营、认证周期就长达2年左右，再加2年建设周期，意味着新进入者切入整车厂商供应链进展顺利也需要4年左右，行业进入壁垒极高，主流厂商先发优势明显。

图表 23 新产品试运行、认证周期长达两年左右



资料来源：国轩高科官网，华创证券

三、类比光伏组件制造，动力电池高景气度将至少持续 3-4 年

需求波动叠加产能周期性扩张，光伏组件制造环节景气度波动明显。06-08、09-10年因海外装机需求大幅增长，国内制造环节超额收益明显，持续时间多在两年左右，与需求上升到投资扩产再到产能投放的时间一致。动力电池相对于光伏制造环节来看，进入壁垒更高，考虑到新进入者的长达1-2年的产品认证周期，我们认为，此轮由14年下半年电动汽车放量推动的动力电池高景气度将至少维持3-4年。

（一）光伏制造环节景气周期平均在 2 年左右

光伏装机从2001年的0.3GW到2014年的45.4GW，增幅超百倍。其间受各国补贴政策变动影响下，全球装机呈现出波动式增长的特点：

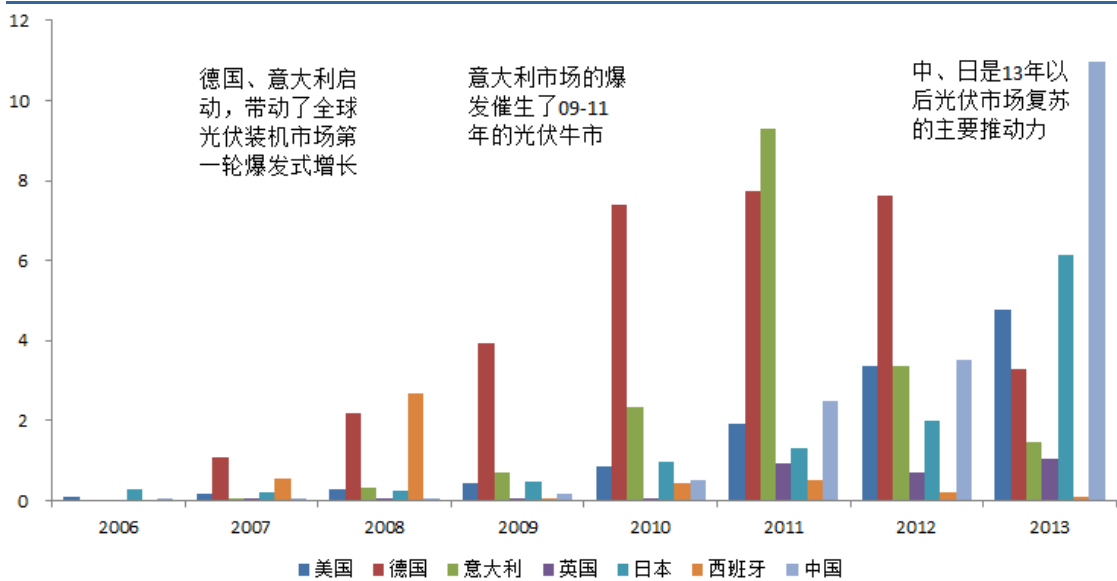
- 1) 2006-2008年，受欧洲市场爆发带动，全球光伏年新增装机从06年的1.5GW上升到08年的6.6GW，复合增速近120%；
- 2) 2009-2011年，受德国补贴政策延迟退出和意大利市场启动影响，全球光伏装机再次加速，从09年的7.3GW上升到11年的30.1GW，复合增速超100%；
- 3) 13年以后，随着中国、日本相继出台电价补贴标准，全国光伏装机市场在经历12年的低谷后，开启了新一轮扩张期。

图表 24 全球光伏装机市场呈现明显周期性



资料来源：华创证券

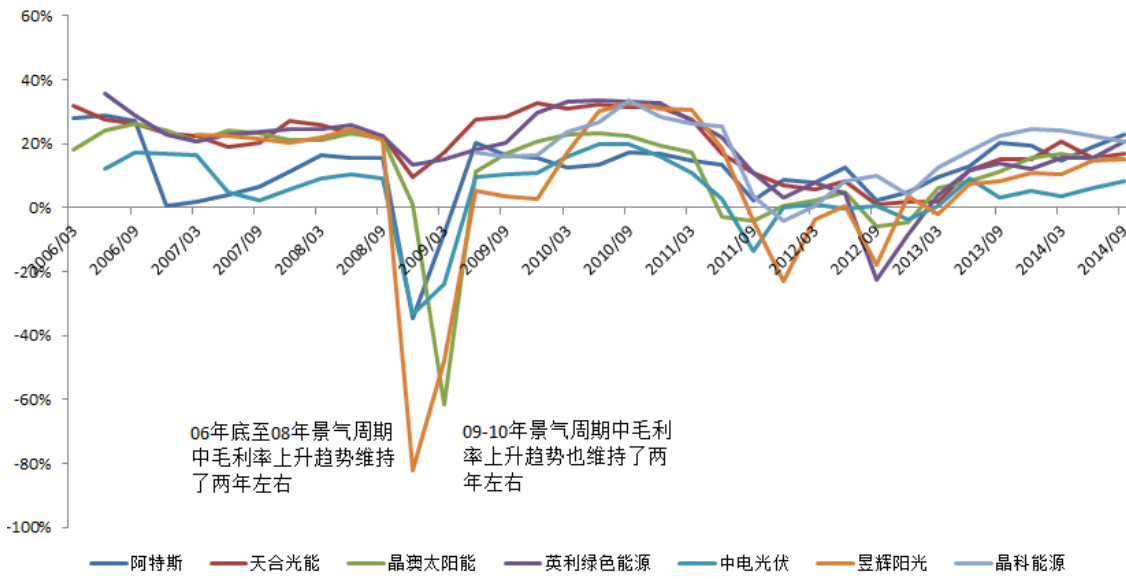
图表 25 光伏景气周期驱动力分析



资料来源：华创证券

制造环节盈利能力在需求周期性波动和产能投放的共同作用下，呈现出明显的周期性特征，从主要组件厂商毛利率变化趋势来看，06-08、09-11、13-14年毛利率都经历了一个明显的上升过程，持续时间均在两年左右。光伏组件产能从开工建设到产能投放平均需要一年半左右，考虑到企业感受到行业回暖到确认需求扩张再到决定扩充产能大约需要半年左右，意味着从“需求放量—扩张产能—产能投放”的大致周期在2年左右，与组件厂商毛利率的上行时间基本一致。

图表 26 组件环节毛利率上升周期平均为 2 年



资料来源：华创证券

（二）动力电池壁垒更高，景气度有望维持 3-4 年

动力电池与发展初期的光伏组件具备多个相同点：下游需求都处于快速增长期（动力电池下游的电动汽车持续放量，光伏组件下游的电站装机快速增长）；行业内集中度相对较高；需求爆发后，各主流厂商纷纷扩充产能，扩产周期均在 2 年左右，光伏组件的发展对于研究动力电池未来行业走势具备一定参考意义。

在众多相同点之外，我们认为，动力电池行业环境明显优于发展初期的组件制造，主要体现在以下两点：

- 1) 行业进入壁垒更高：因动力电池下游整车厂商对电池质量要求极高，切入供应链前要经历试运行、认证等一系列复杂的流程，时间周期在 2 年以上，意味着新进入者产能建设完成后，至少需要 2 年左右才能切入到下游整车厂商供应链中，行业进入壁垒明显高于组件制造。
- 2) 政策风险低：发展初期的组件制造企业所面临的下游需求主要来自德国、意大利欧洲国家，对海外国家光伏补贴及贸易政策高度敏感，而目前动力电池主要需求来自于国内电动汽车持续放量，国内在能源安全与治霾压力下，大力支持电动汽车发展的政策取向不会发生改变，政策风险小。

图表 27 动力电池壁垒高于光伏组件

类别	动力电池	发展初期的光伏组件
下游需求增速	近两年超 100%	增速超 100%
下游客户	整车厂商	电站运营商
新产能建设周期	2 年	1-1.5 年
新进入壁垒	试运行、认证周期长达两年左右	通过招标即可供货
政策风险	低	需求在国外，政策风险大

资料来源：华创证券

动力电池产能建设周期较光伏组件长，同时新厂商切入难度大，试运行、认证周期长达 1-2 年，因此，我们认为，动力电池景气周期将较组件制造环节延长 1-2 年，预计 14 年下半年由需求爆发推升的高景气度至少持续 3-4 年。

四、国轩高科十年磨一剑，铸就动力电池龙头标的

公司通过优化设计、加强管理等多种方式不断降低电池成本，目前已达到行业领先水平（电芯 1.3 元/Wh），成本领先优势明显。同时公司开拓了包括南京金龙、苏州金龙、江淮汽车等一系列新能源汽车龙头企业作为公司核心客户，随着公司产能逐步释放，动力电池将占到公司营收的 80% 以上，为目前市场中最纯正的动力电池标的，业绩弹性大，未来三年复合增速超 70%。

图表 28 公司在行业内综合优势明显，业绩弹性大

<p>优势</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 在动力电池领域公司技术与成本领先优势兼具； ➢ 动力电池在公司收入中占比高达 80% 以上，业绩弹性大。 	<p>劣势</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 对单个客户依赖大，议价能力有下降的风险；
<p>机会</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 上游材料环节过剩严重，价格下跌幅度大于电池组，未来毛利率水平有望进一步提升； ➢ 新客户开拓成效显著，已切入苏州金龙、安凯等一批整车龙头供应链，电池出货量有望随下游需求一起爆发式增长。 	<p>威胁</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 电池厂商间竞争加剧； ➢ 新能源汽车销量增速低于预期； ➢ 公司下游整车厂商销量下滑； ➢ 磷酸铁锂被其它技术路线替代。

资料来源：华创证券

（一）公司已进入动力电池第一梯队

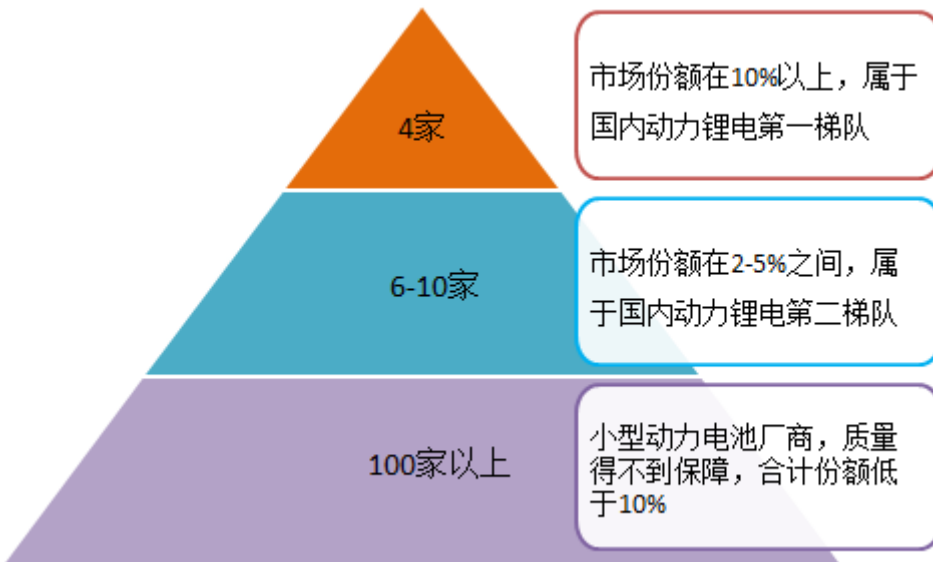
国轩凭借行业领先的技术水平，在同等情况下，其磷酸铁锂电池组能量密度较业内其它公司平均高 5% 左右，技术优势明显。同时在销售上创新模式，同时采用直接销售和融资租赁两种方式，成功切入南京金龙、江淮汽车、苏州金龙、安凯汽车等整车龙头企业供应链，同时通过融资租赁方式，与国银金融租赁、华融金融租赁等租赁行业领军企业建立了良好的合作关系，不断扩大市场份额，目前公司在动力电池份额已达 10% 左右，进入国内动力电池第一梯队行列。

图表 29 公司主要客户



资料来源：华创证券

图表 30 公司处于国内动力锂电第一梯队



资料来源：华创证券

(二) 14 年下半年以来客户拓展速度进一步加快

国轩高科是国内最早从事新能源汽车用锂离子动力电池（组）自主研发、生产和销售的企业之一，一直以铁电池为主，并且实现了正极材料磷酸铁锂自给自足，实现了产业链一体化，一方面可以降低成本，另一方也可确保产品质量。公司凭借多年技术积淀已与国内多家汽车生产厂家建立了合作关系，其中，14 年下半年以来，公司相继与上汽、苏州金龙、安凯汽车等龙头企业签署合作协议或订单，客户拓展速度进一步加快。

图表 31 14 年下半年以来客户拓展速度明显加快

时间	合作企业	合作内容
2011.5	上海申沃	为加拿大 NOVA 公司提供纯电动大巴
2012.8	江淮汽车	合作开发 3000 辆 IEv3 纯电动汽车
2012.12	合肥昌河	合作开发的三款电动汽车正式下线
2013.8	南京金龙	提供 100 套电池组与管理系统
2014.8	南京金龙	提供 200 套电池组服务南京青奥会

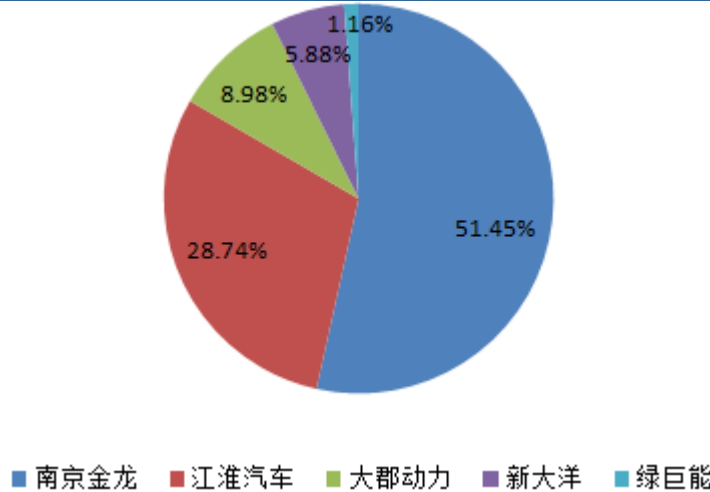
2014.10	苏州金龙	获得 400 套动力电池订单
2014.11	上汽	合作开发 V80 样车
2014.12	安凯汽车	供货 360 套新能源城市客车动力系统

资料来源：国轩高科官网 华创证券

（三）主要客户动力电池需求同比增长超 80%

从公司公布的 2014 年上半年收入结构来看，来自南京金龙与江淮汽车的收入占比接近 80%，是公司现阶段的主要客户，考虑到动力电池厂商与整车厂商之间合作关系相对稳定，主要客户整车销量持续放量将进一步提升公司产品需求量。

图表 32 14 年上半年南京金龙与江淮汽车收入占比近 80%



资料来源：华创证券

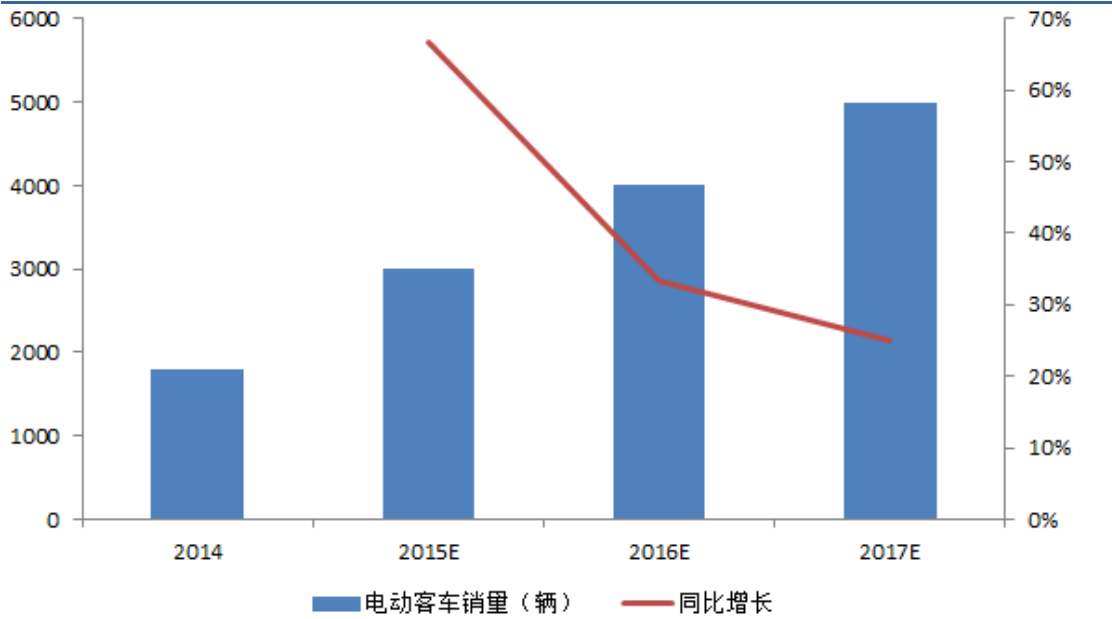
南京金龙是 14 年南京青奥会电动客车的主要供应商，在电动客车市场上占有率仅次于比亚迪，随着电动客车的进一步放量，公司销量有望继续保持快速增长态势，我们预计，到 2017 年公司电动客车产销量有望达到 5000 辆左右，较 2014 年同比增幅超 170%。

图表 33 南京金龙 14 年前三季度电动客车产量位居行业前列

排名	企业名称	产量（辆）
1	比亚迪汽车工业有限公司	1798
2	南京金龙客车制造有限公司	723
3	上海申沃客车有限公司	408
4	安徽安凯汽车股份有限公司	273
5	郑州宇通客车股份有限公司	253
6	上海万象汽车有限公司	249
7	金华青年汽车有限公司	185
8	东风扬子江汽车（武汉）有限责任公司	179
9	天津客车装配厂	140
10	中通客车控股有限公司	125

资料来源：华创证券

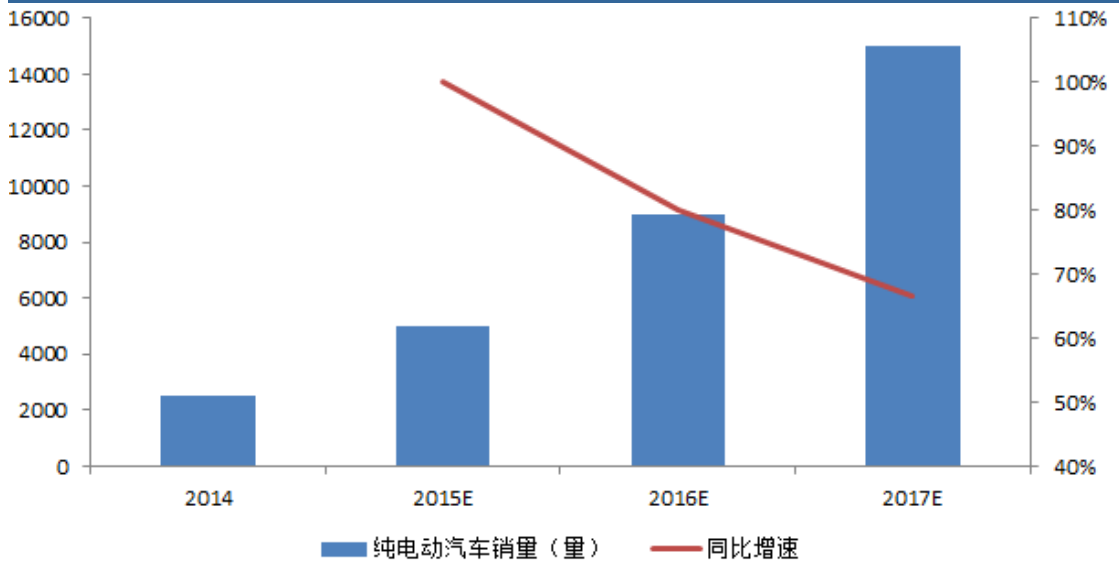
图表 34 南京金龙电动客车三年复合增速超 40%



资料来源：华创证券

江淮汽车推出的“爱意”系列电动汽车截至 14 年底累计销量已近万辆，IEv4 续航里程达 160 公里，补贴后售价仅 7-8 万元，竞争优势明显，自 14 年下半年上市以来，销量已经突破 3000 辆。此外，公司将于 15 年上半年推出全新的 IEv5，在性能提升的同时价格将继续保持稳定，将进一步推动公司电动汽车销量增长，我们预计到 2017 年，公司电动汽车年销量有望达到 1.5 万辆左右，三年复合增速达 80%。

图表 35 江淮纯电动汽车三年复合增速达 80%



资料来源：华创证券

参考电动客车中纯电与混动占比来看，我们预计，南京金龙 15 年动力电池需求量将超过 4 亿 Wh 左右，江淮主要以纯电动为主，单台电池容量在 20-25Kwh，动力电池需求量为 1-1.2 亿 Wh 左右，合计同比增速超 80%。

同时公司在 14 年下半年进一步加大了新客户拓展力度，已成功切入上汽、苏州金龙、安凯汽车等龙头企业供应链。传统客户加速放量（动力电池需求量同比增幅超 80%）与新客户的顺利拓展将确保公司动力电池产能利用率继续上行。

(四) 动力电池收入占比高提升业绩弹性，标的稀缺性增加估值溢价

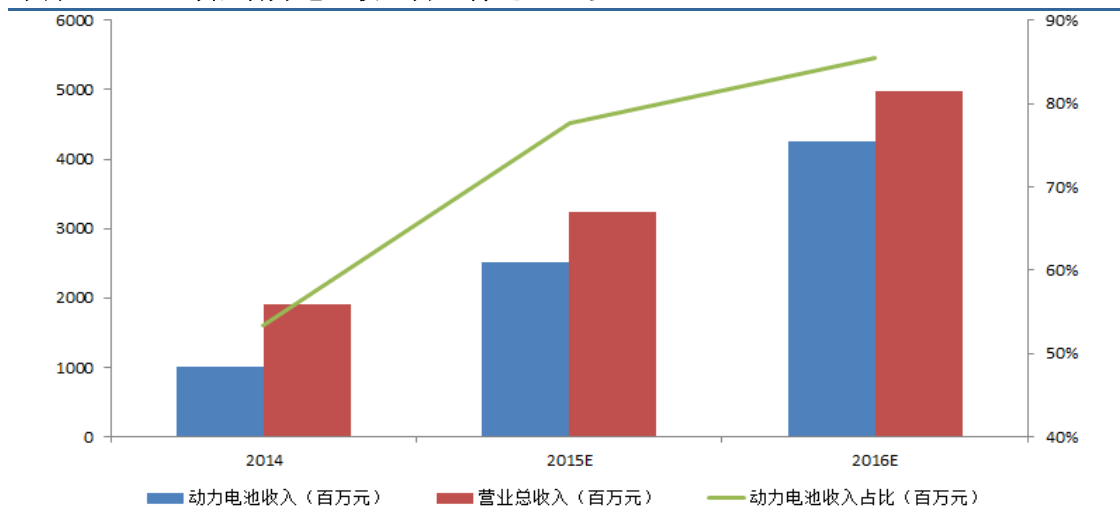
国轩新建的 1 亿 Ah(约 3.2 亿 Wh)生产线已于 2014 年 10 月投产，2015 年将进入满产状态，电池组销售收入有望翻倍，15 年以后动力电池收入占比将达 80% 以上，与市场中其它动力电池公司相比，业绩弹性最大，三年复合增速超 70%。同时公司作为市场上唯一纯正的动力电池标的，标的稀缺性有望给予给予公司一定估值溢价。

图表 36 产能进入快速释放期

投产时间	新增产能 (亿 Ah)	新增产能 (亿 Wh)	累计产能 (亿 Wh)
2013	1	3.2	3.2
2014.10	1	3.2	6.4
2016	2.4	7.6	14

资料来源：华创证券

图表 37 15 年后动力电池收入占比将达 80% 以上



资料来源：公司官网，华创证券

五、盈利预测与投资建议：

电动汽车持续放量，到 2020 年动力电池年均复合增速超 50%。

大力推广电动汽车是确保能源安全及治理雾霾的重要手段，政府推广动力足，后期若是电动汽车增速下滑，政策有望进一步加码，考虑到政策执行力强，我们认为 2020 年保有量 500 万辆的规划目标完成概率高。电动汽车的快速增长将大幅拉升动力电池需求量，经测算，我们预计到 2020 年动力电池需求量将达 5800 万 Kwh，年均复合增速超 50%。

动力电池壁垒高，行业景气度将至少维持 3-4 年。

动力电池属于汽车产业链，高安全标准决定其进入壁垒高于初期的光伏组件制造，通过对业内企业产能扩张节奏及新进入者切入难度分析，同时参考光伏组件景气周期历史，我们认为，从 14 年下半年开始的景气周期将至少维持 3-4 年。

高弹性确保公司业绩快速增长，标的稀缺性提升估值溢价。

公司动力电池收入占比达 80% 以上，业绩弹性大，随着新产能投放及下游核心客户动力电池需求不断增长，公司电池出货量将保持 80% 以上的增速，同时因上游材料环节产能过剩严重，原材料价格下跌幅度大于电池组，公司盈利能力具备上行空间，量价齐升，推动公司业绩三年复合增速超 70%。同时公司作为 A 股市场唯一纯正的动力电池标的，标的稀缺性有望给予公司一定的估值溢价。

图表 38 公司分业务盈利预测（单位：百万元）

指标—业务	2014	2015E	2016E	2017E
收入—动力电池		2400.00	4320.00	5832.00
收入—系列开关、开关柜	566.33	600.00	600.00	600.00
收入—变压器	297.33	120.00	120.00	120.00
毛利率—动力电池		40.00%	40.00%	35.00%
毛利率—系列开关、开关柜	31.81%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率—变压器	16.82%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：华创证券

投资建议：

国轩借壳获批消除最后一个担忧，产业景气度加速向上及公司产能快速扩张带动业绩爆发式增长，三年复合增速超 60%。我们预计公司 15~17 年 EPS 为 0.55、0.91、1.48 元，对应 PE 为 54、32、20 倍，维持“强烈推荐”评级！

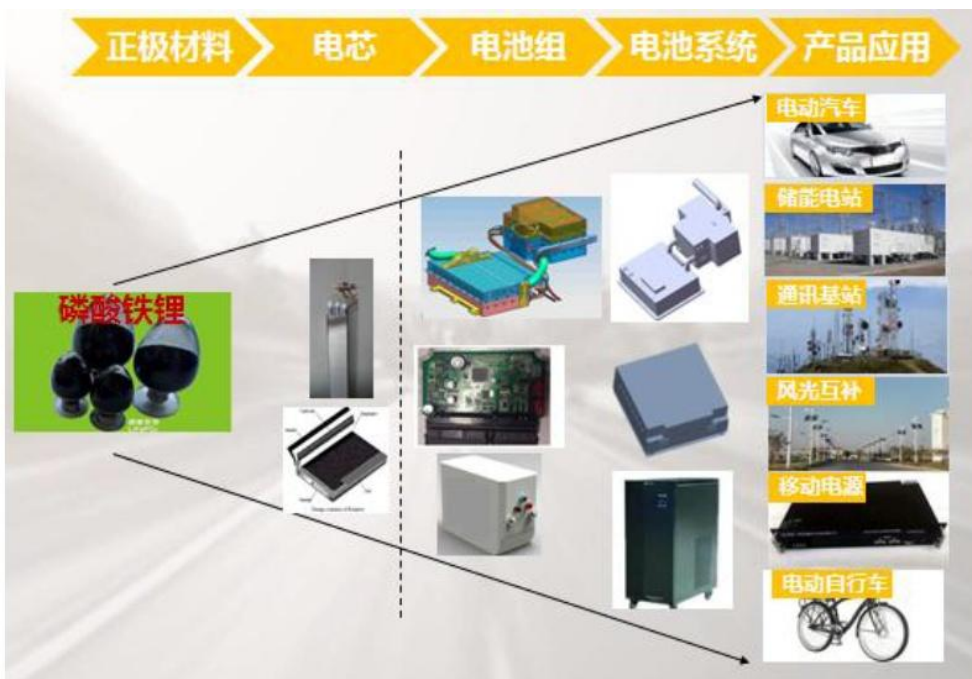
六、附录：

（一）国轩高科基本情况介绍

2014 年 4 月，公司公布了资产重组方案，通过发行股份购买资产的方式收购国轩高科 100% 股权，重组完成后，国轩高科将成为公司全资子公司，珠海国轩将成为公司控股股东，李缙（国轩高科实际控制人）将成为公司实际控制人，合计持有公司股权比例为 36.63%。

合肥国轩高科动力能源股份公司成立于 2006 年 5 月，注册资金 20221 万元，现有职工 1500 人。主要从事新型锂离子电池及其材料的研发、生产和经营，拥有核心技术知识产权，主要产品为磷酸铁锂材料、电芯、动力电池组、BMS 系统及储能型电池组，形成了从正极材料到电芯、电池组、电池系统完整的产业链结构。

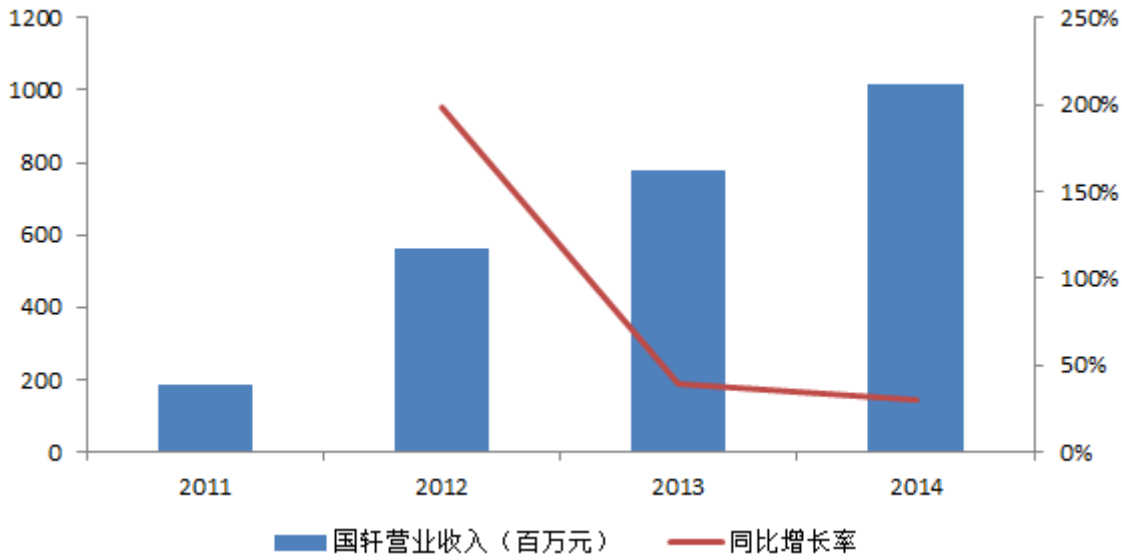
图表 39 国轩高科实现了上下游产业链一体化



资料来源：公司官网，华创证券

自 2011 年以来，公司营业收入快速增长，14 年营业收入增速放缓主要受产能瓶颈制约，我们预计随着公司新产能陆续投产，公司业绩将恢复高速增长。

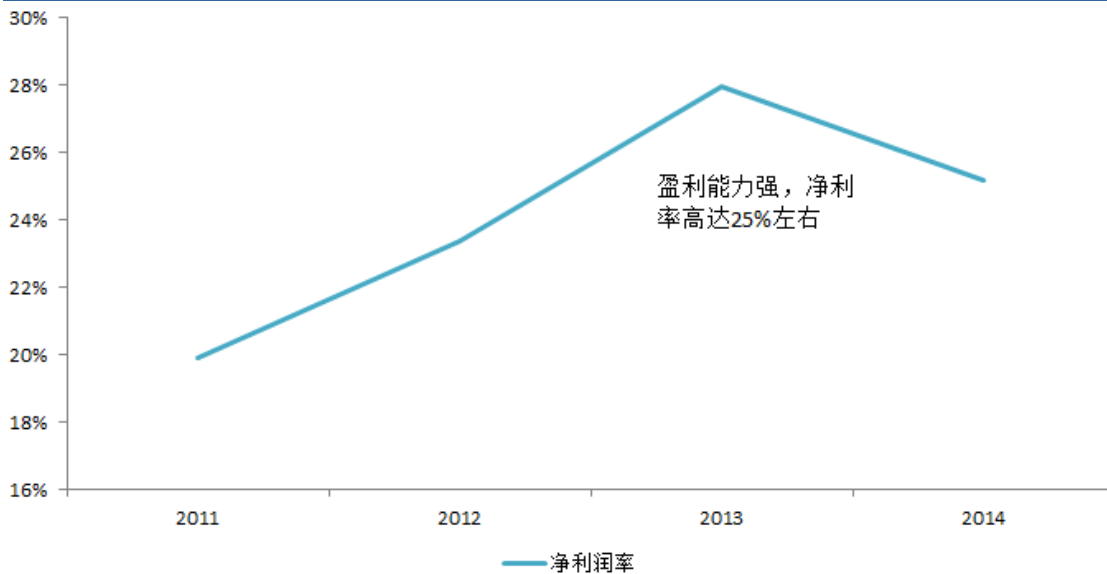
图表 40 14 年营业收入增速放缓



资料来源：华创证券

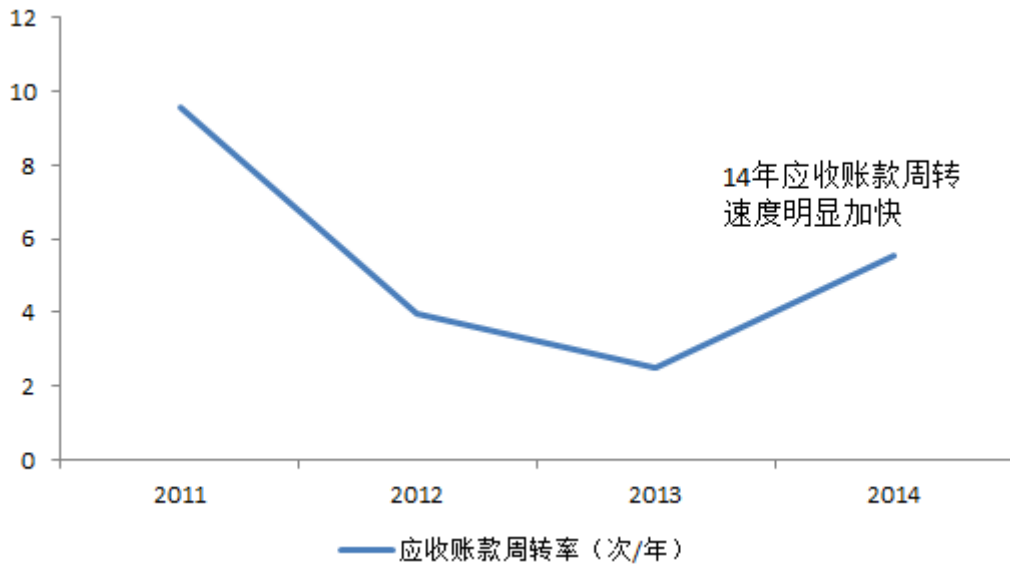
电池组在公司收入占比达到 98% 以上，且电池组技术壁垒高，盈利能力强，公司近年来净利率长期维持在 25% 左右，考虑到公司上游材料环节产能过剩严重，同时下游需求旺盛，供需偏紧的行业格局有望继续维持，一方面推动公司未来盈利水平进一步上行，另一方面提升公司应收账款周转率，改善公司运营效率。

图表 41 净利率高达 25% 左右



资料来源：华创证券

图表 42 14 年运营效率明显提升



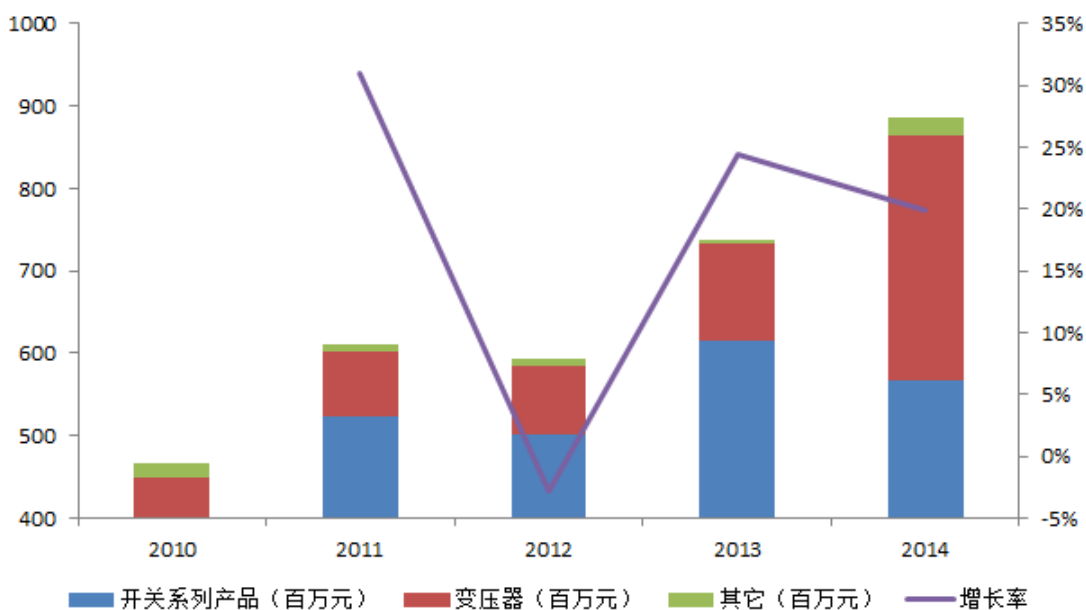
资料来源：华创证券

(二) 东源电器传统业务稳定增长，协同效应助力电力储能市场开拓

东源电器成立于 1995 年，在电力设备领域技术积淀深厚，系华东地区主要的成套高低压开关设备生产基地。主要从事高压电器、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。

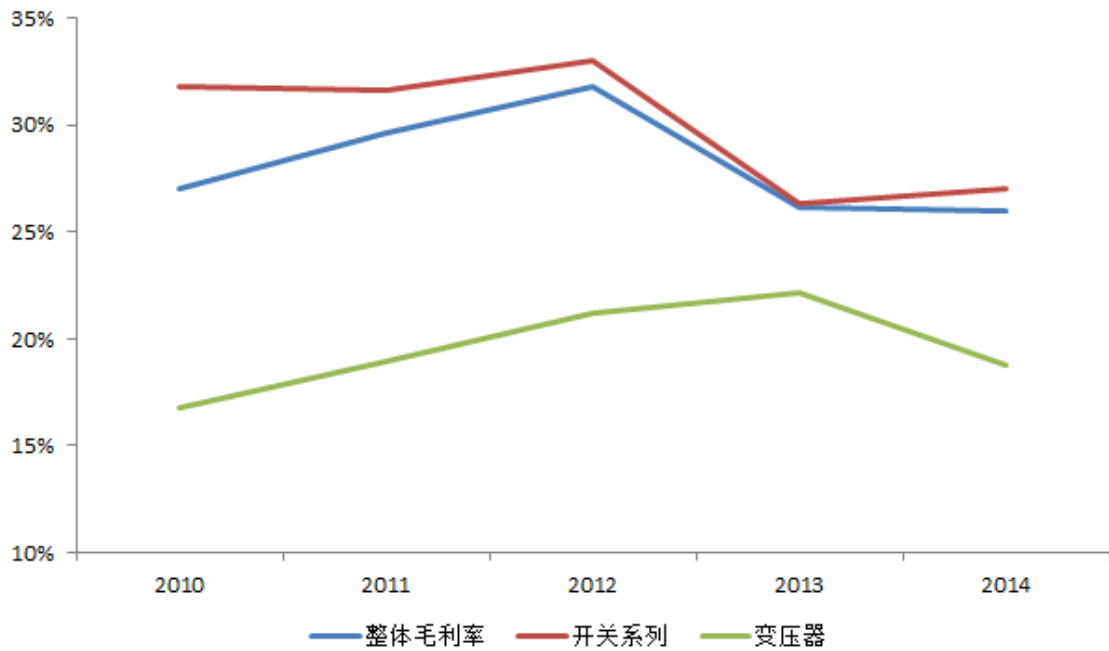
传统业务近年来营业收入维持在 20% 左右的稳步增长态势，预计未来随着电网投资的稳步提升有望继续保持目前稳定增长的格局；整体毛利率维持在 30% 左右，在产品价格稳定与铜、钢等主要原材料价格持续下跌的大背景下，传统业务盈利能力具备向上空间。

图表 43 近年来营业收入保持 20% 左右的稳定增速



资料来源：华创证券

图表 44 综合毛利率维持在 30%左右



资料来源：华创证券

考虑到传统业务产品主要面向国家电网与江苏电网分公司，多年的合作使之与电网企业建立了良好的合作关系。国轩目前已经开始介入储能领域，未来有望借助传统业务积淀的客户资源及多年的电气设备技术积淀，优势互补，加快在电力储能领域的拓展速度。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	812	2475	3068	3777
现金	167	1165	1339	1796
应收账款	441	701	1001	1101
其它应收款	15	114	149	180
预付账款	12	23	30	30
存货	153	350	400	500
其他	24	121	149	170
非流动资产	462	1325	2047	2720
长期投资	0	30	30	30
固定资产	388	849	1522	2270
无形资产	52	52	51	51
其他	22	394	444	369
资产总计	1274	3800	5115	6498
流动负债	732	1929	2455	2560
短期借款	260	500	600	600
应付账款	182	494	642	700
其他	290	935	1213	1260
非流动负债	16	95	98	98
长期借款	0	0	0	0
其他	16	95	98	98
负债合计	748	2024	2554	2658
少数股东权益	31	31	31	31
股本	253	863	863	863
资本公积金	10	180	180	180
留存收益	231	701	1488	2765
归属母公司股东权益	495	1744	2531	3809
负债和股东权益	1274	3800	5115	6498

现金流量表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	57	446	783	1256
净利润	47	477	787	1278
折旧摊销	26	49	88	126
财务费用	22	8	4	-1
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-47	-180	-99	-147
其它	9	92	3	-0
投资活动现金流	-66	-764	-810	-800
资本支出	-37	-700	-800	-800
长期投资	29	-30	0	0
其他	-58	-34	-10	0
筹资活动现金流	-31	1316	201	1
短期借款	28	240	100	0
长期借款	-38	0	0	0
普通股增加	0	610	0	0
资本公积增加	-4	170	0	0
其他	-17	296	101	1
现金净增加额	-40	998	174	457

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	886	3124	5044	6556
营业成本	646	1969	3337	4028
营业税金及附加	5	18	24	33
营业费用	64	184	273	355
管理费用	104	344	422	548
财务费用	22	8	4	-1
资产减值损失	5	7	9	10
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	39	594	975	1583
营业外收入	21	1	4	5
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	58	593	977	1587
所得税	11	116	191	309
净利润	47	477	787	1278
少数股东损益	10	0	0	0
归属母公司净利润	38	477	787	1278
EBITDA	96	650	1069	1713
EPS 摊薄（元）	0.04	0.55	0.91	1.48

主要财务比率

	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	19.9%	252.8%	61.5%	30.0%
营业利润	-19.9%	1409.7%	64.2%	62.4%
归属母公司净利润	29.2%	1167.9%	64.8%	62.4%
获利能力				
毛利率	27.0%	37.0%	33.9%	38.6%
净利率	5.4%	15.3%	15.6%	19.5%
ROE	7.1%	41.5%	36.3%	39.9%
ROIC	7.2%	18.4%	21.9%	26.1%
偿债能力				
资产负债率	58.7%	53.3%	49.9%	40.9%
净负债比率	39.83%	40.75%	40.04%	38.47%
流动比率	1.11	1.28	1.25	1.48
速动比率	0.90	1.10	1.09	1.28
营运能力				
总资产周转率	0.70	1.23	1.13	1.13
应收帐款周转率	2.10	5.47	5.93	6.24
应付帐款周转率	3.52	5.82	5.87	6.00
每股指标(元)				
每股收益	0.04	0.55	0.91	1.48
每股经营现金	0.23	0.52	0.91	1.46
每股净资产	1.95	2.02	2.93	4.41
估值比率				
P/E	212.03	56.98	34.57	21.29
P/B	16.12	15.59	10.74	7.14
EV/EBITDA	1.59	41.43	25.22	15.47

电力设备与新能源组分析师介绍

张文博 电力设备与新能源行业 首席分析师

工商管理硕士研究生，自动化专业学士，中国石油天然气管道局四年任职经历。2010年加入华创证券，负责电力设备与新能源行业研究。主要研究方向涉及电力设备、新能源、工业自动化、节能等领域。

《新财富》最佳分析师 2011 年第二名、2012、2013 年第一名成员。

苏晨 新能源行业 高级分析师

金融工程研究生，电气工程及其自动化专业学士，基金研究员一年从业经验。2014年加入华创证券，负责新能源行业研究。主要研究方向涉及光伏、风电、核电、工业自动化等领域。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构 销售部	王韦华	销售副总监	010-66500827	wangweihua@hcyjs.com
	翁波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	王勇	销售经理	010-66500817	wangyong@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	张弋	销售助理	010-66500809	zhangyi@hcyjs.com
	陈锐	销售助理	010-66500867	chenrui@hcyjs.com
广深机构 销售部	张娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	张昱洁	销售助理	0755-83479862	zhangyujie@hcyjs.com
	汪丽燕	销售助理	0755-83715429	wangliyan@hcyjs.com
	林芷璇	销售助理	0775-82027731	linzhiwan@hcyjs.com
上海机构 销售部	简佳	高级销售经理	021-31118832	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-31180590	liyinyin@hcyjs.com
	石露	高级销售经理	021-31218856	shilu@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-31218856	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	销售经理	021-31217102	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售助理	021-31217101	zhangjiani@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编:518038
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558