

## 东源电器(002074.SZ)中报点评

### 产销两旺盈利爆发，动力电池稀缺标的

 评级：**买入**

 目标价(元)：**40-**

首席分析师 高级分析师

曾朵红 沈成

S0740514080001 S0740514080003

zengdh@r.qlzq.com.cn

shencheng@r.qlzq.com.cn

2015年8月28日

#### 基本状况

总股本(百万股)	862.33
流通股本(百万股)	253.37
市价(元)	24.88
市值(百万元)	21454.82
流通市值(百万元)	6303.80

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	738.45	885.51	3,059.90	5,129.99	7,255.67
营业收入增速	24.45%	19.91%	245.55%	67.65%	41.44%
净利润增长率	-21.11%	29.18%	1355.39%	56.32%	32.85%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.15	0.64	0.99	1.32
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	48.69	95.11	43.08	27.56	20.75
PEG	—	3.26	0.03	0.49	0.63
每股净资产(元)	1.84	1.95	5.99	6.98	8.30
每股现金流量	0.56	0.23	0.47	0.82	1.23
净资产收益率	6.24%	7.60%	10.61%	14.22%	15.89%
市净率	3.04	7.23	4.57	3.92	3.30
总股本(百万股)	253.37	253.37	862.33	862.33	862.33

备注：市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 2015年上半年业绩同比增长216.69%，略超市场预期：**公司发布2015年半年报，上半年实现营业收入8.92亿元，同比增长152.99%；公司营业成本为4.72亿元，同比增长163.81%；实现利润总额2.7亿元，同比增长240%。实现归属于上市公司股东的净利润为2.21亿元，同比增长216.69%，对应摊薄后的EPS为0.25元。公司在此前的业绩预告中，预计上半年净利润为2.19亿元，同比增长214.16%，半年报业绩略超市场预期。此外，公司业绩预告2015年1-9月归属于上市公司股东的净利润变化区间为3.11亿元至3.48亿元，同比2014年前三季度9277万元增长235%至275%，第三季度预告实现净利润为0.9-1.27亿元，跟上半年的净利润相比显得较为保守，我们预计很可能超出预告范围。
- 受益于上游电动车高速需求，国轩动力电池产销两旺，盈利能力大幅提升：**我国新能源汽车产业进入快速发展阶段，国轩高科动力锂电池业务快速增长。公司完成国轩借壳的重大资产重组，在顺利实现产业转型升级的同时，公司借力国轩动力锂电池业务其业绩大幅提升。2015年上半年，国轩的电池组产品营业收入达7.61亿元，同比2014年3.69亿元增长122.93%。按照税后6.5~7元/Ah测算，2015年上半年的国轩出货量为1.08~1.22亿Ah，为2.5亿Ah年产能的一半，产能处于满负荷状态，实际上上半年动力电池呈现供不应求的状态。电池组的毛利率同比2014年上升2.89个百分点至51.55%，其主要原因是：首先原材料处于价格下降通道；其次是规模化生产、良品率上升；再者，受益于下游电动车的旺盛需求，其动力电池处于供不应求状态，动力锂电池价格略有提升。
- 公司产能成倍释放，业绩有望持续呈高速增长，稀缺标的有望享受溢价：**公司在年初的产能为2.5亿Ah，去年开始就一直在积极扩产中，到今年中产能达到3.5-4亿Ah的，同时在昆山已建一条1亿Ah的生产线正在调试之中，而在南京已经布局了3亿Ah的新的生产线，预计年底能导入生产。因此，我们预计

- 公司下半年的销量环比将有 50% 以上的提升，预计国轩高科 2015 年将实现 3.0~3.5 亿 Ah 的销量，营收超过 20 亿元，同比增长 100%，下半年因为供需紧张的局面将持续，规模效应的进一步发挥，毛利率将环比保持稳定。未来公司在合肥的新厂区仍将进一步扩产，预计在 2016 年的公司包括合肥、南京、昆山等地的产能将扩至 10~12 亿 Ah，全年的销售额预计将高达 40 亿，公司未来三年我们预测将实现 75% 的年均复合增长率。公司作为最纯动力电池标的，业绩持续高增长，标的稀缺性有望给予公司一定估值溢价。

**图表 1：东源电器主营业务构成情况**

产品类型	营业收入/元	营业成本/元	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
电池组	760,702,606.32	368,593,747.61	51.55%	122.3%	110.39%	2.89%
电芯	51,965.81	20,580.00	60.40%	-97.08%	-98.61%	45.00%
输配电产品	114,034,287.35	101,383,277.54	11.09%	/	/	/
合计	874,788,859.48	469,997,605.15	46.27%	155.05%	166.02%	-2.22%

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- **期间费用率大幅改善，存货同比增长 209%、预收款同比增长 119%**：2015 年上半年，公司期间费用率大幅降低 5.93 个百分点至 14.74%。其中，销售费用率降低 0.69 个百分点至 6.36%，销售费用为 5069 万元，同比增长 175.17%，其中质保和售后服务费用 0.28 亿元，同比增长 225%，物流运输费用 0.076 亿元，同比增长 922%，跟收入的大幅增长保持一致。管理费用率与财务费用率分别大幅降低 2.74、2.05 个百分点至 7.58% 与 0.80%。管理费用为 5084 万元，同比增长 57.83%，其中职工薪酬为 0.188 亿元，同比增长 127%，研发投入为 2697 万元，同比增加 15.02%。期间财务费用为 710 万元，同比增加 18.52%，主要为利息收入同比减少所致。公司 2015 年上半年期末的存货为 3.54 亿元，较期初的 1.14 亿元增加了 209%，其中，在产品与库存商品于期末分别为 1.12 亿元与 1.25 亿元，较起初的 2699 与 6074 万元分别增长 315% 与 106%，说明公司产品销售非常强劲，存货较多也为三季度利润超预期埋下伏笔。预收款 2.5 亿元，比期初 1.14 亿元增长 119%，进一步印证公司当前订单非常充裕。销售商品、提供劳务实现的现金流入为 6.08 亿元，同比增长 250%，经营性净现金流入为 -0.3 亿元，比去年同期 -0.98 亿元有了显著的改善。
- **国轩借壳实现产业战略转型，打造纯正动力电池龙头企业**：2015 年上半年，公司完成国轩借壳的重大资产重组，快速实现了由传统输变电行业向新能源行业的横向转型。依托公司和子公司在各自行业领域内的竞争优势，发挥重大资产重组后的整合协同效应，在顺利实现产业转型升级的同时，公司经营业绩大幅提升。与此同时，东源电器凭借国轩的优势成为纯正的动力锂电池龙头标的，逐渐形成了与国际主流动力电池厂抗衡的核心竞争力：
  - **区位优势明显**：合肥国轩高科坚持立足安徽、面向全国，以动力电池材料科学研究为根本，以市场需求为导向发展动力电池技术。
  - **技术领先优势**：国轩高科掌握正极材料制备、电池制备、电池原辅材料设计、电池成组/筛选技术、电池 PACK 技术、电池管理系统等电池制备到应用的多项核心技术。例如，公司拥有年产 2000 吨铁锂正极材料生产线，公司实现正极材料自产自销，不仅具有正极材料的核心技术，更具原材料与电池的一体化优势，其成本优势与技术优势明显。
  - **灵活的销售模式**：针对不同的客户群体，公司采取直接销售与融资租赁公司相结合的灵活销售模式，为公司的抢占市场份额。
  - **优质的客户群体**：随着新能源汽车蓬勃发展，国轩高科的客户越来越丰富，主要有：苏州金龙、厦门金龙、南京金龙、厦门金宇、中沃客车、安凯客车、扬州亚星、中通汽车、江淮汽车、北汽、上汽、安凯汽车、山东新大洋等。未来动力电池扩产后，其下游优质客户为其奠定了良好销量基础。
- **盈利预测及投资建议**：受益于新能源汽车快速发展，借力公司上市的国轩高科促使公司成功转型，步入纯正

动力电池龙头企业，依靠国轩固有的区位优势+技术积淀+精密布局+优质客户，打造动力电池为核心的产业链，成为新能源汽车产业链中最值得投资的价值标之一。我们坚定看好公司，预计未来三年年均复合增长率75%以上。预计公司2015-2017年EPS分别为0.64元、0.99元和1.32元，业绩增速高达1355.39%、56.32%和32.85%，对应PE分别为43.08倍、27.56倍和20.75倍，维持公司“买入”的投资评级。目标价位为40元，对应于公司2016年40倍PE。

■ **风险提示：**新能源汽车推广不达预期；动力电池扩产不达预期；市场竞争风险

图表2：公司盈利预测

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业总收入</b>	<b>593</b>	<b>738</b>	<b>886</b>	<b>3,060</b>	<b>5,130</b>	<b>7,256</b>	货币资金	98	185	167	3,969	4,339	5,191
增长率	-2.77%	24.4%	19.9%	245.6%	67.7%	41.4%	应收款项	407	429	471	1,888	3,165	4,477
营业成本	-405	-519	-646	-1,817	-3,173	-4,684	存货	152	176	153	438	765	1,129
%销售收入	68.2%	70.3%	73.0%	59.4%	61.9%	64.6%	其他流动资产	32	21	21	37	59	82
毛利	189	219	239	1,243	1,957	2,572	流动资产	689	811	812	6,332	8,328	10,879
%销售收入	31.8%	29.7%	27.0%	40.6%	38.1%	35.4%	%总资产	63.9%	64.1%	63.7%	87.0%	86.9%	88.2%
营业税金及附加	-3	-4	-5	-23	-38	-54	长期投资	0	0	0	175	175	175
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	325	379	388	709	1,020	1,224
营业费用	-54	-62	-64	-199	-331	-432	%总资产	30.1%	30.0%	30.5%	9.7%	10.6%	9.9%
%销售收入	9.0%	8.4%	7.3%	6.5%	6.5%	6.0%	无形资产	53	61	62	50	48	46
管理费用	-69	-81	-104	-315	-526	-693	非流动资产	389	454	462	947	1,256	1,458
%销售收入	11.6%	11.0%	11.8%	10.3%	10.3%	9.6%	%总资产	36.1%	35.9%	36.3%	13.0%	13.1%	11.8%
息税前利润 (EBIT)	63	72	66	706	1,062	1,393	<b>资产总计</b>	<b>1,079</b>	<b>1,266</b>	<b>1,274</b>	<b>7,279</b>	<b>9,584</b>	<b>12,337</b>
%销售收入	10.6%	9.7%	7.5%	23.1%	20.7%	19.2%	短期借款	269	258	300	38	38	38
财务费用	-15	-17	-22	0	21	24	应付款项	270	419	427	1,790	3,109	4,558
%销售收入	2.5%	2.3%	2.5%	0.0%	-0.4%	-0.3%	其他流动负债	-2	4	6	222	331	473
资产减值损失	-8	-6	-5	-75	-89	-90	流动负债	537	680	732	2,050	3,478	5,068
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	24	38	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	5	15	16	16	16	16
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>566</b>	<b>733</b>	<b>748</b>	<b>2,065</b>	<b>3,494</b>	<b>5,084</b>
营业利润	40	49	39	630	994	1,327	<b>普通股股东权益</b>	<b>443</b>	<b>467</b>	<b>495</b>	<b>5,164</b>	<b>6,020</b>	<b>7,158</b>
营业利润率	6.7%	6.6%	4.4%	20.6%	19.4%	18.3%	少数股东权益	70	66	31	49	70	95
营业外收支	19	4	19	36	38	40	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,079</b>	<b>1,266</b>	<b>1,274</b>	<b>7,279</b>	<b>9,584</b>	<b>12,337</b>
税前利润	58	53	58	666	1,032	1,367	<b>比率分析</b>						
利润率	9.8%	7.2%	6.6%	21.8%	20.1%	18.8%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-13	-10	-11	-100	-155	-205	<b>每股指标</b>						
所得税率	22.7%	19.4%	18.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益(元)	0.146	0.115	0.149	0.635	0.993	1.319
净利润	45	43	47	566	877	1,162	每股净资产(元)	1.747	1.842	1.954	5.988	6.981	8.301
少数股东损益	8	14	10	19	21	25	每股经营现金净流(元)	-0.077	0.557	0.226	0.472	0.821	1.231
归属于母公司的净利润	37	29	38	548	856	1,138	每股股利(元)	0.000	0.000	0.030	0.030	0.000	0.000
净利率	6.2%	3.9%	4.3%	17.9%	16.7%	15.7%	<b>回报率</b>						
				95.7%	56.3%	32.9%	净资产收益率	8.34%	6.24%	7.60%	10.61%	14.22%	15.89%
<b>现金流量表（人民币百万元）</b>							总资产收益率	3.42%	2.30%	2.95%	7.53%	8.94%	9.22%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	6.85%	9.17%	8.27%	54.54%	56.16%	61.75%
净利润	45	43	47	566	877	1,162	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	19	21	25	营业总收入增长率	-2.77%	24.45%	19.91%	245.55%	67.65%	41.44%
非现金支出	25	27	31	107	130	138	EBIT增长率	1.39%	14.83%	-7.78%	964.16%	50.41%	31.19%
非经营收益	16	18	26	-26	-38	-40	净利润增长率	1.27%	-21.11%	29.18%	1355.39%	56.32%	32.85%
营运资金变动	-106	53	-47	-241	-261	-198	总资产增长率	15.59%	17.32%	0.65%	471.35%	31.67%	28.72%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-19</b>	<b>141</b>	<b>57</b>	<b>426</b>	<b>729</b>	<b>1,086</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	35	52	37	305	312	210	应收账款周转天数	211.4	193.5	173.5	180.0	180.0	180.0
投资	3	-13	-29	-175	0	0	存货周转天数	122.9	115.0	92.8	88.0	88.0	88.0
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	99.0	109.1	103.7	180.2	180.2	180.2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-32</b>	<b>-65</b>	<b>-66</b>	<b>-480</b>	<b>-312</b>	<b>-210</b>	固定资产周转天数	153.2	163.0	157.9	53.5	40.1	32.5
股权募资	0	2	0	4,147	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	71	34	18	-262	0	0	净负债/股东权益	37.61%	18.54%	23.61%	-75.56%	-70.76%	-71.17%
其他	-55	-25	-49	-10	-26	0	EBIT利息保障倍数	4.2	4.2	3.0	5,000.2	-51.1	-58.4
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>-31</b>	<b>3,875</b>	<b>-26</b>	<b>0</b>	资产负债率	52.50%	57.94%	58.73%	28.38%	36.45%	41.21%
<b>现金净流量</b>	<b>-35</b>	<b>88</b>	<b>-40</b>	<b>3,820</b>	<b>391</b>	<b>876</b>							

来源：齐鲁证券研究所

### 投资评级说明

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

### 重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。