

高低压设备

东源电器 (002074.SZ) / 27.37 元

产业趋势促爆发式增长 协同效应加速新品放量

事项

公司发布 2015 年中报：15 年上半年实现营业收入 8.92 亿，同比增 153%；实现净利润 2.21 亿，同比增 217%。预计 2015 年前三季度净利润同比增长 235%-275%。

主要观点

1. 产能释放驱动业绩爆发，供需紧张提升盈利能力。

公司业绩符合预期。15 年上半年新能源汽车产量达 7.85 万辆，同比增长 300%，大幅提升动力电池需求。公司在下游需求爆发式增长的大背景下，持续扩大产能，15 年初即已实现 2.5 亿 Ah 的动力电池有效产能，同比增长 150%。在产品平均售价下降 10% 的情况下，实现营业收入 7.61 亿元，同比增长 123%。同时供需紧张的产业格局使得毛利率提升 3 个百分点，公司下半年产能将达到 4.5 亿 Ah，销售量与盈利能力双提升将持续带动业绩爆发式增长。

2. 供应粘性提高进入壁垒，协同效应加速新品放量。

下游整车厂商对电池质量要求较高，新进厂商认证周期长达 1-2 年，同时考虑到 1 年左右的建设周期，我们认为 14 年下半年至 15 年上半年新切入动力电池环节的厂商在 16 年底以前难以形成有效产能，公司可凭借技术、规模以及客户资源有望长期保持领先地位。公司计划借电动汽车领域优势资源切入充电设备领域，集团公司与特锐德签订充电桩合作协议，全方位布局电动汽车产业链。

3. 电池技术确保领先水平，工艺变化不改龙头地位。

近两年国内动力电池以供应大巴为主，磷酸铁锂成为主流路线，公司通过工艺升级确保磷酸铁锂技术领先优势，未来乘用车放量有望带动高能量密度电池的大规模应用，公司复合三元电池已具有成熟技术储备，并持续研发新一代动力电池技术，确保在未来工艺变革中的行业龙头地位。

4. 投资建议。

产能扩张确保业绩高增长，协同效应加速产业全布局。我们预计公司 15-17 年摊薄后 EPS 为 0.55、0.91、1.48 元，对应 PE 为 49.76、30.08、18.49 倍，强烈推荐！

风险提示

电动汽车销量不及预期。

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

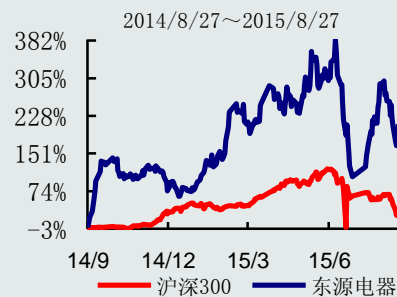
投资评级

投资评级：强推
 评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	86233
流通 A 股/B 股(万股)	22317/0
资产负债率(%)	53.30
每股净资产(元)	2.02
市盈率(倍)	49.51
市净率(倍)	13.54
12 个月内最高/最低价	39.48/7.28

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

《周期起，快增长催生千亿市场：寻龙头，高景气促使量价齐升》 2015-08-05
 《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、产能释放驱动业绩爆发，供需紧张提升盈利能力.....	3
二、供应粘性提高进入壁垒，协同效应加速新品放量.....	4
三、电池技术确保领先水平，工艺变化不改龙头地位.....	6
四、投资建议.....	6
五、风险提示.....	6

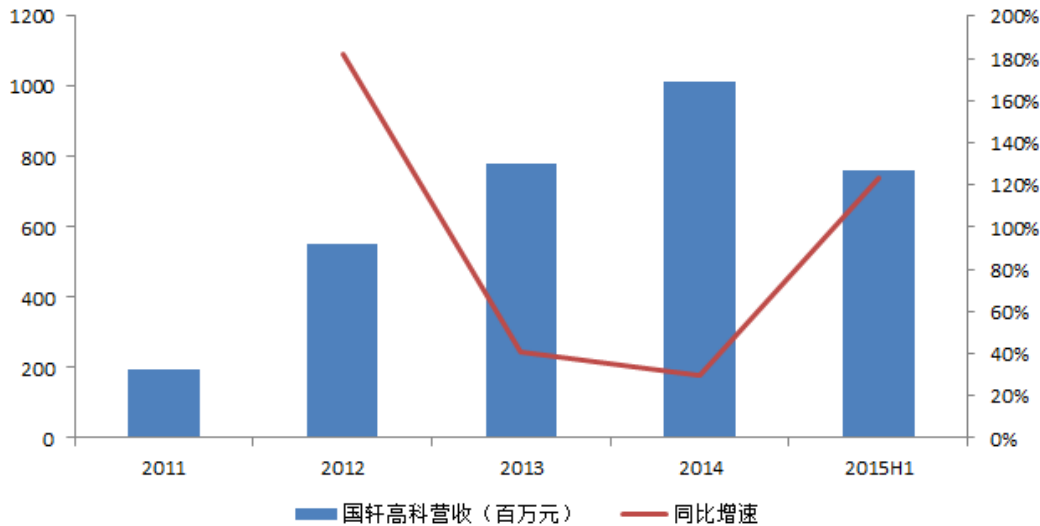
图表目录

图表 1 2015 年上半年国轩高科营收同比增长 123%	3
图表 2 国轩 15 年 H1 盈利能力继续上行	3
图表 3 国轩 15 年 H1 净利润同比增长超 200%	3
图表 4 国轩 15 年底将形成 7-8 亿 Ah 动力电池产能.....	4
图表 5 2015-2020 年新能源汽车年均复合增速达 50%	4
图表 6 2015-2016 年动力电池需求量复合增速超 80%	5
图表 7 协同效应有利于公司新产品加速放量.....	5
图表 8 17 年后乘用车将成为动力电池的主要应用方向	6

一、产能释放驱动业绩爆发，供需紧张提升盈利能力

15 年上半年新能源汽车持续放量，累计产量达 7.85 万辆，同比增长 300%，带动动力电池需求大幅提升。国轩高科在下游需求爆发式增长的大背景下，持续扩大产能，15 年初即已实现 2.5 亿 Ah 的动力电池有效产能，同比增长 150%。在产品平均售价下降 10% 的情况下，实现营业收入 7.61 亿元，同比增长 123%。

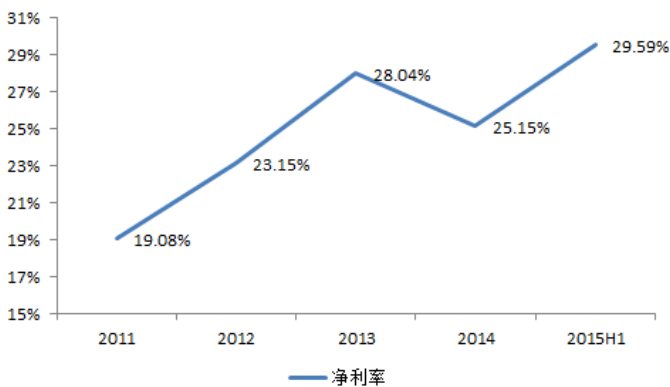
图表 1 2015 年上半年国轩高科营收同比增长 123%



资料来源：华创证券

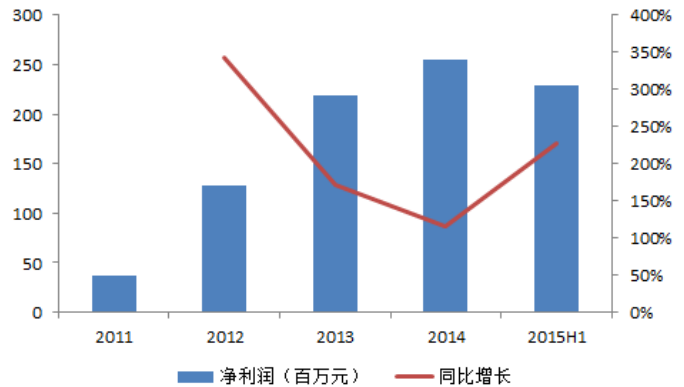
因上半年动力电池供需偏紧，公司产品盈利能力持续上行，毛利率上升超 3 个百分点（因公司未披露 2011-2014 年毛利率，故在下图中以净利率替代），销售量与盈利能力双提升带动国轩高科净利润同比增长 200%。

图表 2 国轩 15 年 H1 盈利能力继续上行



资料来源：华创证券

图表 3 国轩 15 年 H1 净利润同比增长超 200%



资料来源：华创证券

参考国轩产能投放节奏来看，上半年合肥生产基地原有产线顺利完成技改，产能稳步提升并全部满负荷生产，综合产能达到年产 2.5 亿 AH；合肥生产基地二期项目 1 亿 AH 生产线加速完成工程建设及设备招标、调试和安装，并于 6 月底开始批量投料试生产；昆山生产基地 1 亿 AH 生产线顺利通过苏州金龙供应商资格认定，PACK 生产线投入运营，将逐步满足产能需要；南京生产基地 3 亿 AH 电池生产线及庐江生产基地磷酸铁锂正极材料生产线上半年均已完成项目选址，目前工程建设和设备招投标工作按计划推进中。我们预计公司 15 年底将形成 7-8 亿 Ah 的产能，有效产能达到 5 亿以上，16 年达到 10 亿 Ah 以上产能水平。

图表 4 国轩 15 年底将形成 7-8 亿 Ah 动力电池产能

投产时间	累计产能 (亿 Ah)	有效产能 (亿 Wh)
2013	1	3.2
2015 年初	2.5	8.0
2015 年底	7-8	14.4
2016 年	10 以上	24 以上

资料来源：华创证券

同时公司持续加大客户获取力度，在与苏州金龙、江淮汽车、安凯客车、南京金龙、上海申沃等主流整车厂长期保持着密切的合作关系的同时，与厦门金龙、中通客车、厦门金旅和扬州亚星等主机厂签订了战略合作协议，同时与北汽集团、东风汽车、上汽集团及长安汽车等展开全方位合作，共同开发的产品已实现批量生产。合作厂商范围的进一步扩大以及单个厂商生产规模的快速扩张，将确保公司动力电池产能扩张后能得到有效释放，进而推动业绩持续高增长。

二、供应粘性提高进入壁垒，协同效应加速新品放量

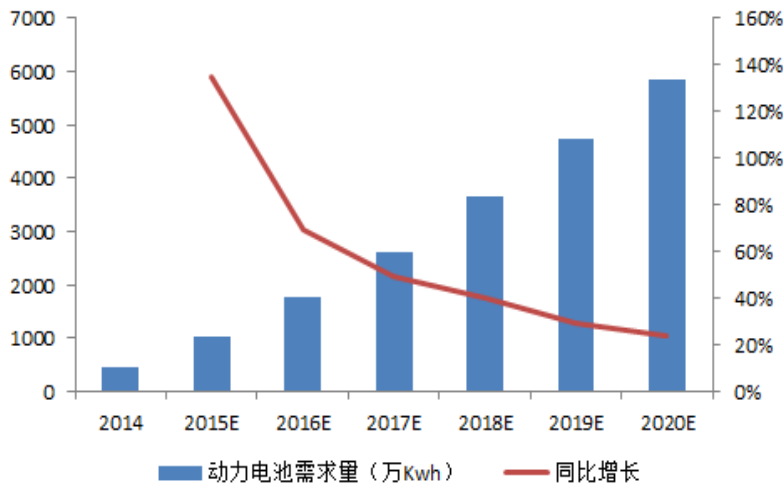
动力电池属于汽车产业链，下游整车厂商对电池质量要求较高，新进动力电池厂商认证周期长达 1-2 年，同时考虑到 1 年左右的生产线建设周期，我们认为 14 年下半年至 15 年上半年新切入动力电池环节的厂商在 16 年底以前难以形成有效产能，对动力电池供需格局冲击有限。同时因新能源汽车持续放量，15-16 年动力电池需求量将保持 80% 以上的复合增速。高进入壁垒叠加下游需求爆发式增长，将确保动力电池环节高景气维持到 16 年以后。

图表 5 2015-2020 年新能源汽车年均复合增速达 50%



资料来源：华创证券

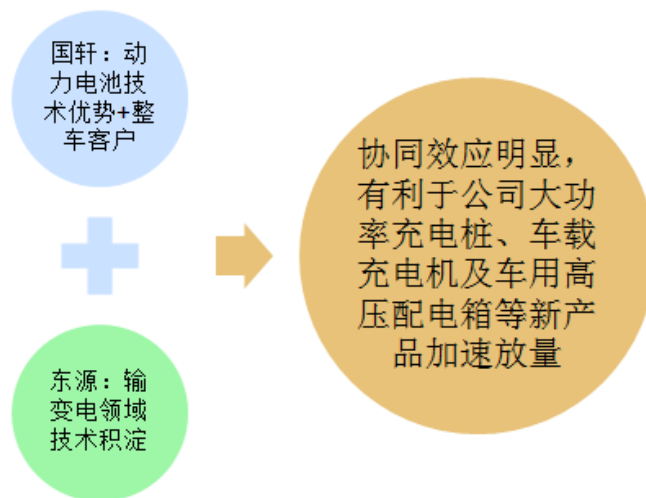
图表 6 2015-2016 年动力电池需求量复合增速超 80%



资料来源：华创证券

公司未来将利用东源在输配电设备业务领域多年的技术积累，与国轩联合开发新能源汽车及动力锂电池关键零部件，目前正在开发大功率充电桩、车载充电机及车用高压配电箱三个产品。车载充电机及车用高压配电箱先期确定为国轩高科动力锂电池配套产品，在产业化生产时同步开发国内外电动汽车充电设施市场。我们认为，公司结合东源在输配电领域技术积淀与国轩在动力电池领域的技术优势，协同效应明显，将有利于新产品加速放量。国轩集团公司与特锐德已签订充电桩合作协议，全方位布局电动汽车产业链已取得实质性进展，未来有望成为公司新的业绩增长点。

图表 7 协同效应有利于公司新产品加速放量

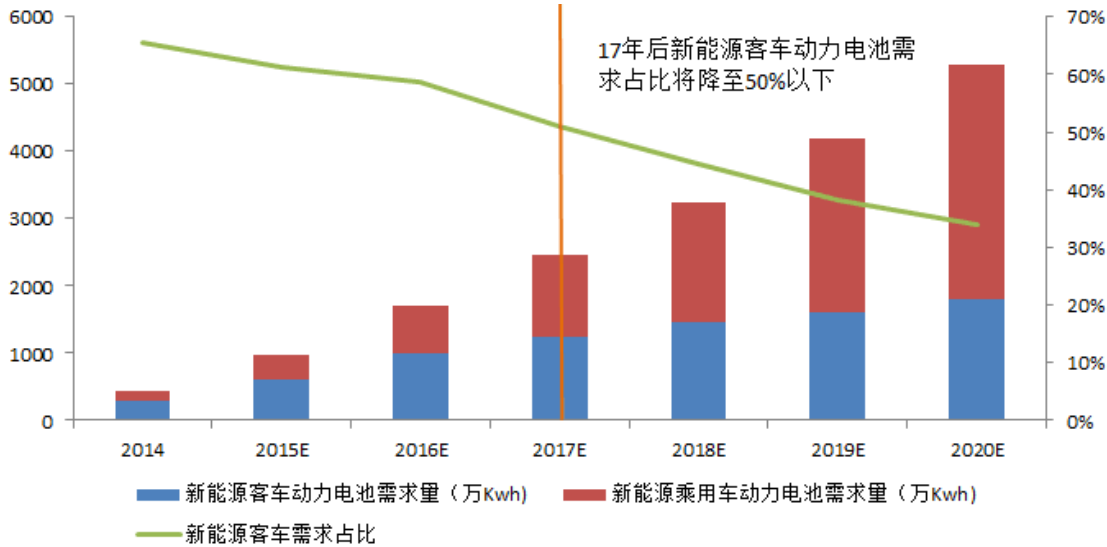


资料来源：华创证券

三、电池技术确保领先水平，工艺变化不改龙头地位

近两年国内动力电池以供应大巴为主，根据我们测算，14-15年新能源客车占动力电池需求比例达到超过60%，因其自重大，使得其对能量密度要求相对较低，同时大巴用电池更关注安全性和循环性能，使得磷酸铁锂成为主流路线，公司通过持续工艺升级确保磷酸铁锂技术领先优势。考虑到新能源客车市场空间相对有限，我们预计17年后乘用车将成为动力电池的主要应用方向，未来乘用车放量有望带动高能量密度电池的大规模应用，公司复合三元电池已具有成熟技术储备，并持续研发新一代动力电池技术，确保在未来工艺变革中的行业龙头地位。

图表 8 17年后乘用车将成为动力电池的主要应用方向



资料来源：华创证券

四、投资建议

产能扩张确保业绩高增长，协同效应加速产业全布局。我们预计公司15-17年摊薄后EPS为0.55、0.91、1.48元，对应PE为49.76、30.08、18.49倍，强烈推荐！

五、风险提示

电动汽车销量不及预期。

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

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	184.23	49.51	30.04	18.49
P/B	14.01	13.54	9.34	6.20
EV/EBITDA	1.59	35.95	21.88	13.39

资料来源：公司报表、华创证券

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	王伟华	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
	林芷琬	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;分析师在本报告中对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