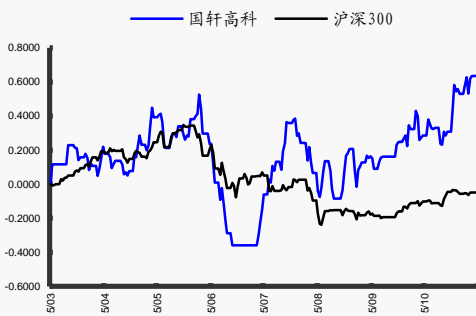


研究所
证券分析师：谭倩 S0350512090002
tanq@ghzq.com.cn
联系人：石金漫 S0350115070037
010-88576693-811
shijm@ghzq.com.cn

动力电池，动力增长 ——

国轩高科（002074）跟踪报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
国轩高科	27.1	70.4	132.0
沪深300	5.7	15.7	37.0

市场数据

2015/11/22

当前价格（元）	41.50
52周价格区间（元）	12.9-44.1
总市值（百万）	35786.78
流通市值（百万）	9266.40
总股本（万股）	86233.21
流通股（万股）	22328.68
日均成交额（百万）	471.16
近一月换手（%）	240.16

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

主要观点：

新能源汽车爆发，动力电池步入快速发展黄金期。

今年以来新能源汽车热点不断，从国家对新能源汽车补贴、对动力电池行业规范、对充电桩部署基础设施政策，发展新能源汽车坚定而持久。根据2014年全国国民经济和社会发展统计公报，年末全国民用汽车保有量达到15447万辆（包括三轮汽车和低速货车972万辆），其中私人汽车保有量12584万辆。民用轿车保有量8307万辆，其中私人轿车7590万辆，增长18.4%。根据国家规划到2020年实现推广新能源汽车500万辆，我们假设按2014年汽车保有量来算，新能源汽车占比为3%。随着整车厂技术不断提升，配套充电桩、租赁、运维政策不断完善，推广政策不断加码，推广500万辆新能源汽车目标可行而实际，并且我们认为市场规模还会继续扩充。在新能源汽车产业链中，动力电池成本占整个车的成本比重较高，接近40%，同时，动力电池也是决定电动车安全性、续航里程及充电时间长短的关键零部件。电动车的爆发带来动力电池步入快速发展黄金期。

行业集中度提升，领先技术、管理层高效执行力能力，公司龙头地位难以撼动。

全球电动汽车的快速发展，将进一步引爆锂电池的需求。仅以特斯拉MODELS一种车型为例，2013年销量为22400辆，以平均每辆车电量70kWh计算，2013年其总电量就达到了150万kWh，而全球智能手机锂电池年需求量的总电量为909万kWh，仅特斯拉一个车型的电量就占到了智能手机电池16%的份额。

根据GGII调研数据显示，2014年中国动力锂电池产能为7.3GWH，而随着2014-2015年期间的大规模投资扩产，GGII根据各主要动力电池厂商的扩产计划，预计到2016年总产能将达到30GWH，其中包括南京LG、三星SDI等巨头在中国的动力锂电池也将陆续投产。2014年中国汽车动力锂电池需求为4.4GWH。根据对未来新能源汽车市场的预测，预计到2016年中国新能源汽车产量为35万辆，对应的锂电池需求为15GWH，而2016年的动力锂电池产能将达到30GWH，供给和需求缺口巨大。在大量新增产能投放后，到2016年下半年市场供求关系将逆转，产能利用率将出现下降。产能相对过剩，将加剧动力锂电池市场的竞争，引发行业洗牌。目前由于大厂供应紧张，而得以进入供应的二三线动力锂电池企业，产能利用率将大幅下降，市场份额将重新被大厂侵蚀，一部分企业将被迫退出市场。

表 1: 国内各大电池厂商产能、主要客户及扩产计划

公司名称	产能			主要客户	技术路线
	2014A	2015E	2016E		
比亚迪	4Gwh	10Gwh	16Gwh	比亚迪	磷酸铁锂
天津力神	天津 0.5GWh	3GWh	4.5GWh	宇通、康迪、江淮、东风扬子江、 一汽	磷酸铁锂(60%)、三元(40%)
ATL	0.48GWh	1.83Gwh	3.68GWh	北汽、宇通、五洲龙、华晨宝马	磷酸铁锂(70%)、三元(30%)
万向钱潮	0.48GWh	0.96Gwh		海马、康迪、东风等	
国轩高科	0.448GWh	1.024Gwh	2.5Gwh	南京金龙、江淮、安凯、金龙、 新大洋、上汽集团、浙江绿巨能	磷酸铁锂
比克	0.42GWh			时空、安凯等	
沃特玛	0.42GWh			厦门金龙、深圳五洲龙、新大洋	
中航锂电	0.384GWh		1Gwh	众泰、东风	
光宇	0.288GWh			哈飞、一汽等	三元材料
多氟多	0.2Gwh	0.555GWh	1.11Gwh	新大洋、时空、众泰等	三元材料、锰酸锂
骆驼股份			0.73Gwh		
猛狮科技			1Gwh		
三星 SDI		1.6~2.5Gwh			三元材料
LG 化学			5Gwh		

数据来源：国海证券研究所整理

公司凭借有效地管理、规模化的优势、出众的技术，盈利能力出众。我们认为主要基于以下几个原因：1)公司专注动力电池。规模、品牌、议价能力有优势。2)自产正极材料、隔膜也即将投产，有效控制成本，国轩不仅是动力电池加工企业，也是制造企业。3)产能释放有序，至今为止基本满负荷运转，产能产量匹配。

加码三元系列，顺应市场需求。

根据公司公告，公司已提前做好三元电池及材料技术工艺的储备，复合三元电池生产线正在筹建中，预计明年第二季度末形成产能。庐江公司作为公司电池材料的生产基地，未来将根据产能需求与市场状况，适时投建三元正极材料生产线。

从电池技术路线来讲，大巴等商用车处于成本、安全及里程用户习惯来讲，磷酸铁锂更有优势，从乘用车续航里程较长、轻量化来讲，三元电池更胜一筹。经过前几年商用车的快速发展，我们认为乘用车即将迎来快速发展时期，商用车保持稳定增长。公司本次加码三元材料，有效地满足了乘用车爆发所带来的部分厂家对三元电池的需求，抓住市场机遇。

表 2: 公司近两年业务布局

产品类型	今年产能	明年产能	供应链关系	下游客户
动力电池	7.5 亿 Ah。全部为磷酸铁锂。 其中： 合肥基地 2.5 亿 Ah，合肥二期 1 亿 Ah，昆山 1 亿 Ah，南京 3 亿 Ah	产能约 13 亿 Ah。（10.5 亿 Ah 磷酸铁锂，2.4 亿 Ah 三元材料） 今年的 7.5 亿+山东莱西一期的 3 亿+募投项目的 2.4 亿	正极材料：自己生产 负极材料：天津贝特瑞 电解液：广州天赐和国泰华荣 隔膜：珠海骋盛商贸，目前与星源材质成立合资公司以后供三元系列自供	目前大批量供货的有苏州金龙、江淮汽车、安凯客车、南京金龙、上海申沃。
原材料（正极材料）	3000 吨	合肥庐江一期 8000 吨		
原材料（隔膜）	——	6 条生产线		
电动车运维	——	——	1. 依托自主研发的电池管理系统（BMS）可以主动实时监测电池运行状态 2. 通过东源电器协同，在充电站设备制造及与国网关系等领域合作	

数据来源：公司公告，国海证券研究所

盈利预测

我们预计公司 2015 年~2017 年的 EPS 分别为 0.56 元、0.79 元和 0.97 元，对应 PE 分别为 74 倍、53 倍和 43 倍，维持“买入”评级。

风险提示

动力电池竞争加剧导致的价格下降趋势过快，电池技术路线的不确定性，新能源汽车推广进度不及预期。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	886	2640	4482	7254
增长率(%)	20%	198%	70%	62%
归母净利润（百万元）	38	487	677	833
增长率(%)	29%	1194%	39%	23%
摊薄每股收益（元）	0.15	0.56	0.79	0.97
ROE(%)	7.16%	10.55%	13.20%	14.47%

数据来源：国海证券研究所

证券代码: 002074.sz 股票价格: 41.50 投资评级: 买入 日期: 2015/11/23

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	7%	11%	13%	14%	EPS	0.15	0.56	0.79	0.97
毛利率	27%	41%	36%	31%	BVPS	1.95	5.30	5.87	6.58
期间费率	22%	19%	17%	16%	估值				
销售净利率	4%	18%	15%	11%	P/E	279.34	73.48	52.84	42.95
成长能力					P/B	21.24	7.83	7.07	6.31
收入增长率	20%	198%	70%	62%	P/S	11.87	13.56	7.98	4.93
利润增长率	29%	1194%	39%	23%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.70	0.43	0.60	0.78	营业收入	886	2640	4482	7254
应收账款周转率	1.88	2.03	2.15	2.28	营业成本	646	1560	2881	5008
存货周转率	4.22	3.32	3.65	4.06	营业税金及附加	5	16	27	44
偿债能力					销售费用	64	193	327	530
资产负债率	59%	25%	31%	38%	管理费用	104	235	359	580
流动比	1.11	3.39	2.67	2.26	财务费用	22	21	29	36
速动比	0.90	3.07	2.32	1.91	其他费用/(-收入)	(5)	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	39	616	860	1056
现金及现金等价物	167	3223	3125	3504	营业外净收支	19	15	15	15
应收款项	471	1302	2088	3180	利润总额	58	631	875	1071
存货净额	153	475	797	1246	所得税费用	11	114	157	193
其他流动资产	21	57	90	132	净利润	47	517	717	878
流动资产合计	812	5036	6070	8028	少数股东损益	10	30	40	45
固定资产	388	749	894	905	归属于母公司净利润	38	487	677	833
在建工程	0	100	196	146	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	52	212	240	229	经营活动现金流	57	(40)	357	564
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	47	517	717	878
资产总计	1274	6119	7422	9330	少数股东权益	10	30	40	45
短期借款	260	465	608	770	折旧摊销	26	41	86	101
应付款项	325	820	1434	2491	公允价值变动	(0)	0	0	0
预收帐款	13	65	98	159	营运资金变动	(26)	(629)	(486)	(461)
其他流动负债	135	135	135	135	投资活动现金流	(66)	(473)	(249)	34
流动负债合计	732	1485	2275	3555	资本支出	(9)	(461)	(241)	39
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	16	16	16	16	其他	(57)	(12)	(8)	(5)
长期负债合计	16	16	16	16	筹资活动现金流	3065	3795	(42)	(65)
负债合计	748	1501	2291	3571	债务融资	(10)	205	143	162
股本	253	862	862	862	权益融资	0	3723	0	0
股东权益	526	4618	5130	5759	其它	3075	(133)	(185)	(227)
负债和股东权益总计	1274	6119	7422	9330	现金净增加额	3056	3281	67	533

【电力设备与新能源小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、锂电池行业分析师，带领团队获得2013年水晶球公用事业行业公募榜单第四名，2014年第五名。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

石金漫：香港理工大学工商管理硕士、电气工程及其自动化工学学士，2015年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。