

2016年01月18日

刘帅

C0067@capital.com.tw

目标价(元) RMB 36.00

**公司基本资讯**

产业别	电气设备
A 股价(2016/1/15)	29.82
深证成指(2016/1/15)	9997.93
股价 12 个月高/低	41.5/15.87
总发行股数(百万)	876.35
A 股数(百万)	221.54
A 市值(亿元)	66.06
主要股东	珠海国轩贸易有 限责任公司 (25.19%)
每股净值(元)	3.40
股价/账面净值	8.78
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-16.7 -14.9 80.7

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
-	-	-

**产品组合**

电池组	85.32%
输配电产品	12.79%
电芯	0.01%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	7.7%
一般法人	12.3%

**股价相对大盘走势**



**国轩高科 (002074.SZ)**

Buy 买入

**动力电池领军企业，充分受益行业高景气周期**

**结论与建议：**

国家大力扶植新能源汽车产业的发展，预计 2016 年新能源汽车产量有望增长 70%，公司作为 A 股动力电池领军企业，充分受益动力电池高景气周期。预计公司今明两年销量 YOY+96%和+53%，受益于规模效应以及正极材料和隔膜的自产，公司将维持较高的毛利率。公司同时拥有磷酸铁锂和三元锂电池技术，三元锂电池将于 16 年 2 季度末投产，无惧电池技术路线之争。同时，公司积极进行产业链扩展，有利于增强公司整体竞争力。

预计公司 2015、16、17 年营收分别为 27.19 亿、44.79 亿和 60.17 亿元，净利润分别为 5.75 亿、9.84 亿和 13.34 亿元，YoY 分别增长+1426%、+71%和+36%；EPS 分别为 0.67、1.14 和 1.55 元。当前股价对应 P/E 分别为 46 倍、27 倍和 20 倍。给予买入的投资建议。

- **A 股动力电池领军企业：**东源电器 2015 年发行股份购买资产并募集配套资金收购国轩高科全部股权并更名。国轩高科是动力电池领军企业，2015 年上半年动力电池产量在国内公司中排名第二。
- **行业空间巨大，龙头受益更多：**从需求来看，出于环保和能源安全的考虑，国家将持续发展新能源汽车行业，目前国内新能源汽车渗透率为 2%，还有较大提升空间，预计 2016 年锂动力电池需求有近 70%的增幅；从供给来看，预计明年下半年新建电池厂将会大量投产，届时竞争将加剧。但品质可靠、性能良好的电池生产商会受到更多青睐。
- **产能供不应求，预计今明两年销售量 YOY+96%和+53%：**国轩高科目前产品供不应求，订单已经排到了 2016 年中旬。由于公司产品性能良好、供不应求，并在不断开拓新客户，我们预测公司市场占有率将保持平稳增长态势，今明两年销售量有望达 5.95 亿、8.64 亿 AH，YOY+90%和+45%。
- **毛利率不会大幅下滑：**预计 2016、2017 年电池组售价分别为 1966、1880 元/kwh，YOY-4.17%、-4.35%。通过拆解电池组的成本构成，我们预测 2016、2017 年公司电池组成本较 2015 年分别下降 0.7%和 4.2%，毛利率分别为 49.77%和 49.37%，较 2015 年的 51.46%仅有微幅下滑。
- **进军三元锂电池市场，积极扩展产业链上下游：**动力锂电池面临磷酸铁锂电池和三元锂电池技术路线之争，国轩高科同时拥有磷酸铁锂和三元锂电池技术，可以充分适应市场变化。公司合肥三期即将投产三元锂电池，16 年 2 季度末投产。公司积极扩建正极材料生产厂、与星源材质合资投建隔膜厂，并布局电池运营与电池回收利用领域。
- **输配电业务平稳发展，开发大功率充电桩：**原有输配电业务平稳发展，2015 年国家电网公司电网投资规模计划为 4679 亿，YOY+38%。公司每年有较稳定的中标金额，在总体投资额增长的大环境下，公司在国家电网中的主营业务会有稳定的保障。同时，公司正加大动力锂电池板块与输变电板块的业务整合，开发大功率充电桩，该业务有望迎来广阔的发展空间。
- **盈利预期：**预计公司 2015、16、17 年营收分别为 27.19 亿、44.79 亿和 60.17 亿元，净利润分别为 5.75 亿、9.84 亿和 13.34 亿元，YoY 分别增长+1426%、+71%和+36%；EPS 分别为 0.67、1.14 和 1.55 元。当前股价对应 P/E 分别为 46 倍、27 倍和 20 倍。给予买入的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015F	2016F	2017F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	29	38	575	984	1334
同比增减	%	-21.09%	29.16%	1426.34%	71.29%	35.52%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.115	0.149	0.667	1.142	1.548
同比增减	%	-21.09%	29.16%	347.99%	71.29%	35.52%
A 股市盈率(P/E)	X	267.15	206.84	46.17	26.95	19.89
股利(DPS)	RMB 元	0.150	0.100	0.100	0.100	0.100
股息率(Yield)	%	0.49%	0.32%	0.32%	0.32%	0.32%

## 公司概况

### A 股动力电池领军企业借壳上市

东源电器主要经营输配电产品，主要产品有系列开关、开关柜，变压器，钢结构厂房等。由于近年来我国输配电设备行业市场竞争激烈，东源电器于 2015 年 4 月发行 4.9 亿股购买合肥国轩高科动力能源股份公司 100% 股权并发行 1.2 亿股募集配套资金 8.2 亿元。公司主营业务变为锂动力电池的生产与销售，原有输配电业务仍正常发展。2015 年 9 月，公司名称变更为“国轩高科股份有限公司”，证券简称由“东源电器”变更为“国轩高科”。

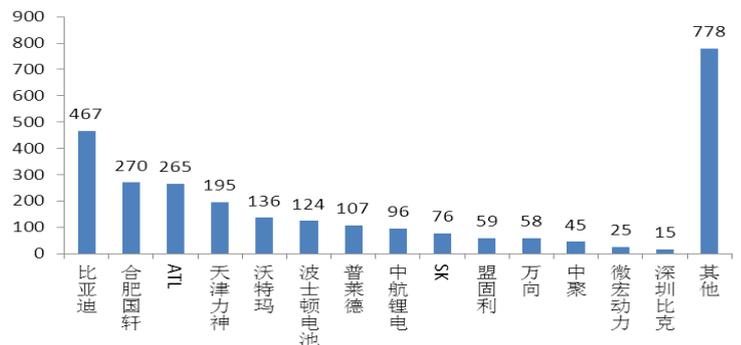
合肥国轩高科动力能源有限公司成立于 2006 年 5 月，是国内最早从事新能源汽车用锂离子动力电池（组）自主研发、生产和销售的企业之一。国轩高科的产品配套金龙、江淮、新大洋、北汽新能源等企业，拥有核心技术知识产权。与比亚迪电池皆自产自销相比，公司电池主要用来对外出售。根据中国化学与物理电源行业协会及公司的数据，2011 年度至 2013 年度，国轩高科生产的新能源汽车用锂离子动力电池**销售收入**在国内同行业公司中均排名第一，市场份额约为 20%（注：比亚迪等自产自用的企业不纳入统计）。以产量来看，根据第一电动网统计，2015 年上半年，国轩高科动力电池产量在国内公司中排名第二，达 270Mwh，仅次于比亚迪，公司产能占国内总产能比例为 10%。

图表一： 公司生产的锂离子电池主要产品



资料来源：公司公告、群益证券

图表二： 2015 年上半年国内锂动力电池产量 单位：Mwh



资料来源：第一电动网、群益证券

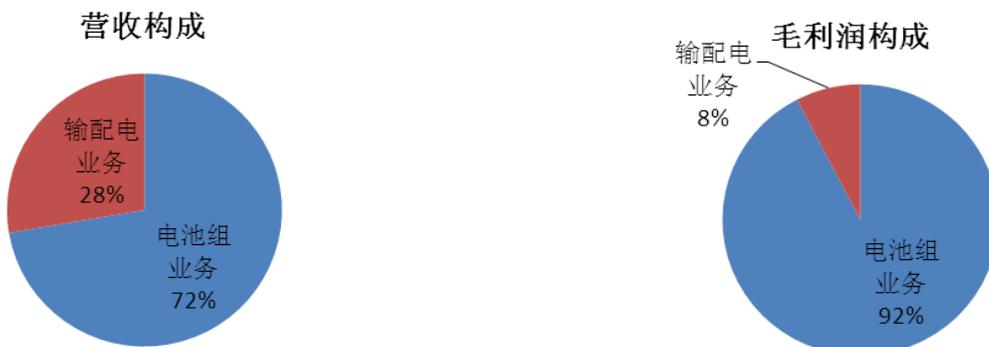
## 营运分析

公司当前业务分为两部分：一部分是锂动力电池组生产与销售，一部分是输配电业务。受益于新能源汽车产量的高速增长，作为锂动力电池的领军企业，公司的锂电池业务高速发展，原有的输配电业务则在比较激烈的竞争中正常经营。公司前九月实现营业收入 14.99 亿元，同比增长 171%；实现归属于上市公司股东的净利润

3.32 亿元，同比增长 1086%。公司业绩大幅增长的主要原因是国轩高科的借壳上市增加了锂动力电池组业务。

1-6 月，公司电池组业务营收 7.6 亿元，毛利润 3.92 亿元；输配电业务营收约 2.9 亿元，毛利润 0.32 亿元，电池组业务贡献了近 9 成的利润。

图表三： 2015 年上半年公司营收构成 单位：% 图表四： 2015 年上半年公司毛利润构成 单位：%



资料来源：公司公告、群益证券

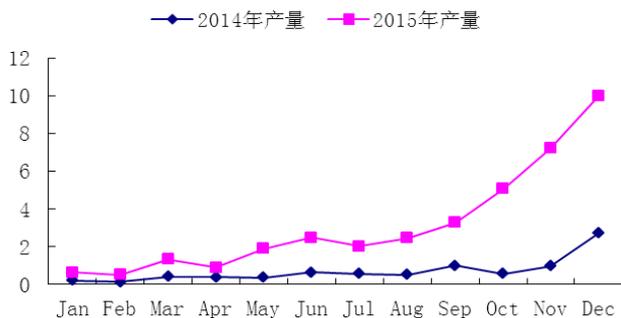
资料来源：公司公告、群益证券

### 电池组业务分析

#### 受政策大力扶持，新能源汽车高速发展

新能源汽车行业是国家重点发展的战略性新兴产业，目前处于大力推广阶段，市场规模迅速增长。依照工信部统计，2015 年我国生产新能源汽车 38 万辆，同比增长近 4 倍。目前国内新能源汽车渗透率仅为 2%，出于环保和能源安全的考虑，国家将持续发展新能源汽车行业。我们预计 2016、2017 年销量可望达到 64 万、103 万辆，YOY+70%和+60%。依照《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》，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，未来还有极大的发展空间。

图表五： 中国新能源汽车月度产量 单位：万辆 图表六： 中国新能源汽车年度产量及预测 单位：万辆，%



资料来源：工信部、群益证券

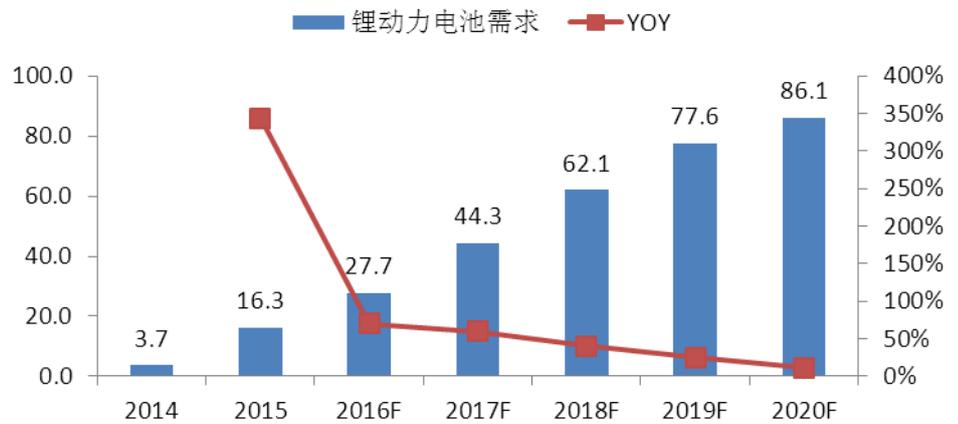
资料来源：工信部、群益证券

#### 新能源汽车高速发展带动锂动力电池需求大增

目前单辆新能源汽车平均配置电池能量约为 43kwh，2015 年新能源车产量为 38 万辆，对应动力电池需求量为 16.3Gwh。结合我们对新能源汽车产量的预测，预计 2016 年、2017 年，锂动力电池需求有望达到 27.7 Gwh 和 44.3 Gwh，YOY 分别增长 70%、60%。

图表七： 锂动力电池需求及 YoY

单位：Gwh, %



资料来源：群益证券

### 未来竞争将加剧，但行业集中度将逐步提升

从供给来看，2015 年市场上有近千亿资金投资建设电池厂，预计明年下半年将会逐步投产。据第一电动网统计，2016 年成规模的动力电池企业总产能合计 61Gwh，实际有效产能将达 30~37Gwh，呈现总量过剩局面。但车企会挑选品质可靠、技术能满足需求的高品质电池生产商，生产规模小和产品质量差的电池厂将面临洗牌的风险。同时，随着动力电池技术标准的持续提高，对单体电池的能量密度整体安全性将有更高的要求，行业壁垒也将进一步提高。因此，未来行业发展将不断两极分化，行业集中度将逐步提升。强者恒强，拥有大量技术积累和资金雄厚的电池企业将会快速成长，占据行业高点。

**产能及销量：**目前订单已排到 2016 年中旬，预计今明两年销售量有望达到 5.36、8.22 亿 AH

国轩高科现在的生产基地包括合肥老厂、合肥新厂一期和二期，以及苏州昆山工厂和南京工厂，当前合计理论生产能力为 7.5 亿 AH。由于投产时间的不同，2015 年实际可用产能为 3.27 亿 AH。另有合肥三期和配套北汽新能源的青岛工厂正在建设中。目前产品供不应求，订单已经排到了 2016 年中旬。预计公司 2016、2017 年可用产能将达到 8.15 和 12.9 亿 AH。由于公司产品性能良好、供不应求，并在不断开拓新客户，我们预测公司市场占有率将保持平稳增长态势，综合考虑市场容量、市占率及产能利用率，我们预测今明两年销售量有望达到 5.95 亿、8.64 亿 AH，YOY+90%和+45%。这将极大提升公司的主营业务收入和净利润。

图表八： 国轩高科当前产能及在建产能

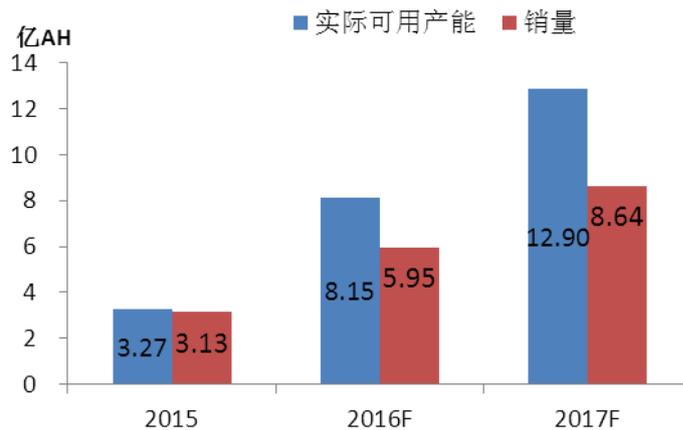
工厂	产能情况	备注
合肥老厂	1.5 亿 AH	正常生产
合肥新厂一期	1 亿 AH	2014 年投产
合肥新厂二期	1 亿 AH	2015 年 6 月投产
苏州昆山工厂	1 亿 AH	2015 年年初投产

南京工厂	3 亿 AH	2015 年 10 月投产，12 月达到设计产能
合肥新厂三期	2.4 亿 AH	建设中，预计 2016 年 2 季度末投产
青岛莱西工厂	10 亿 AH	其中一期产能 3 亿 AH，预计 2016 年 3 季度末投产

资料来源：公司公告、群益证券

图表九： 公司可用产能及销量预测

单位：亿 AH



资料来源：公司公告、群益证券

**售价、成本及毛利率：**预计 2016/2017 年毛利率较 2015 年分别下降 1.69pct、2.09pct

**售价：**2014、2015 年，公司动力锂电池单位售价分别为 2369、2051 元/kwh。通过分析市场供需情况，我们预测 2016、2017 年单位电池组售价为 1966、1880 元/kwh，YOY-4.1%和-4.4%。

**成本：**随着大宗商品价格的下跌、公司产能不断增加带来的规模效应以及公司向上游的扩展，构成电池成本的大多数原材料呈不断下降的趋势。锂电池中，正极材料成本占比最大，达 30%-40%，公司通过采购碳酸锂、自制正极材料来降成本、保生产，随着电池产能的扩大，公司正在庐江县建设正极材料厂，建成后可满足 8 亿 AH 电池的生产需求；公司电解液主要供应商为广州天赐及张家港国泰华荣，均是战略合作关系，采购价格平稳；电池隔膜在公司成本中占比最高，达到 10%，在 2015 年上半年之前公司主要采用进口隔膜，下半年开始逐步使用国产星源材质隔膜。除签订长期采购合同以外，公司还与星源材质共同投资设立合肥星源新能源材料有限公司，通过专线供货的方式保证产品质量、降低成本。

原材料中的碳酸锂由于需求的突然增加导致供不应求，价格有较大幅度的上涨。以 5.5 万元/吨的价格计算，碳酸锂在电池组总成本中占比仅为 2%。经过我们测算：即使 2016 年碳酸锂价格为 16 万元/吨，电池组总成本仅增长 4.82%。我们预计 2016、2017 年碳酸锂的采购均价分别为 8 万元/吨和 5.5 万元/吨，计算得出电池组总成本分别较 2015 年下降 0.7%和 4.2%。

**毛利率：**依据上面售价、成本测算的结果，我们预测 2016、2017 年公司毛利率分别为 49.77%和 49.37%，较 2015 年分别下降 1.69pct、2.09pct，依然维持在很高

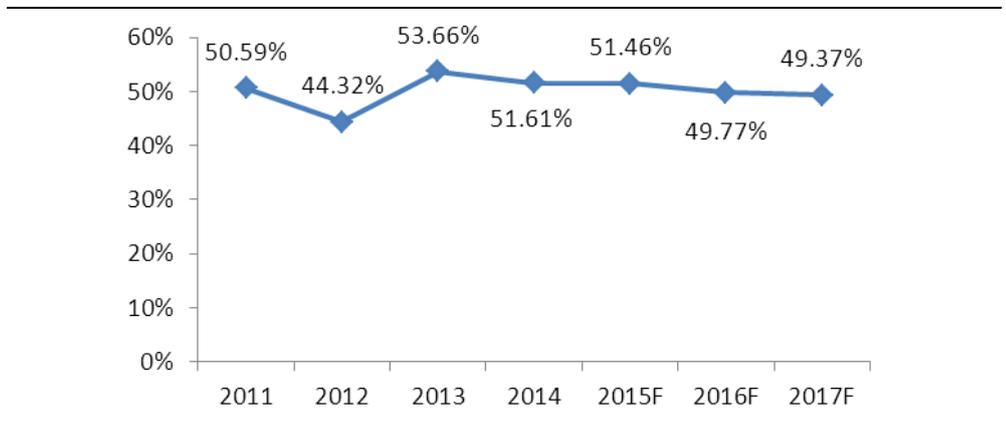
的水平。

图表十： 2016、2017 电池组成本预测

项目	2015 成本占比	2016 YOY	2016 成本	2017 YOY	2017 成本
碳酸锂	2.0%	86%	3.7%	-31%	2.6%
电解液	6.3%	9%	6.8%	-9%	6.2%
隔膜	10.0%	-15%	8.5%	-8%	7.8%
铝壳盖板	6.5%	-2%	6.4%	-2%	6.2%
铜箔	6.0%	-4%	5.8%	-3%	5.6%
NMP	4.1%	-4%	3.9%	-4%	3.8%
石墨	6.0%	-3%	5.8%	-2%	5.7%
电力	5.4%	-3%	5.2%	0	5.2%
草酸亚铁	2.1%	-1%	2.1%	-1%	2.1%
无水乙醇	0.9%	-2%	0.9%	-1.50%	0.9%
磷酸二氢铵	0.8%	-1%	0.8%	-1%	0.8%
主要材料合计	50.1%		49.9%		46.9%
其他	49.9%	-1%	49.4%	-1%	48.9%
总成本	100.0%		99.3%		95.8%

资料来源：公司公告、群益证券

图表十一： 公司电池组业务毛利率 单位：%



资料来源：公司公告、群益证券

**市场及产业链扩展：技术储备完善、产业链拓展动作积极**

**市场扩展：技术储备完善，进军三元锂电池**

动力锂电池面临技术路线之争，在国内磷酸铁锂较为成熟，但能量密度趋近极限，三元锂电池可能是未来重要的技术路线，但安全、高温性能和循环寿命较差。

图表十二： 两种电池的优缺点对比

	三元锂电池	磷酸铁锂电池
安全性（相对两款电池）	低	高
能量密度 (Wh/kg)	170-200	100-130

电池单体标称电压 (V)	3.8	3.2
循环寿命	低	高
价格	高	低

资料来源：公司公告、群益证券

磷酸铁锂循环寿命较高，安全性较好（磷酸铁锂是橄榄石晶型的聚阴离子结构，温度超过 350 度时依然没有结构塌陷），目前在国内得到了广泛应用。但理论能量密度只能达到 150-170wh/kg，实际最高只能做到 130wh/kg。由于乘用车总体空间较小，磷酸铁锂电池较难解决“里程焦虑”，但对电池重量及体积敏感性较小的电动大巴和公交车领域依然有应用前景。

三元电池虽然循环寿命低（1000 次左右）、高温性能差（温度超过 180 度时就有安全风险），但能量密度高，随着材料和工艺的进步，未来可能在乘用车和特种车辆上有较大的发展空间。

公司同时拥有磷酸铁锂和三元锂电池技术，可以充分适应市场变化。公司新一代复合三元电池将兼顾高能量密度、高安全性能与高循环寿命。目前，合肥生产基地复合三元电池生产线正在建设中，预计 2016 年二季度末形成产能。另外，青岛莱西生产基地二期项目也将采用复合三元材料电池路线，产品规划为乘用车电池，公司将根据市场情况，适时推进该项目建设。

#### 产业链扩展：上游扩产正极材料、薄膜，下游进军电池运营及回收

**上游：**公司目前正在合肥市庐江县建设年产 5 万吨的正极材料厂，并入选国家专项建设基金项目。公司拟与星源材质合作共同出资建设 8000 万 m<sup>2</sup> 锂电池隔膜材料，其中一期在 2016 年年底达产后将满足 1 亿 AH 的隔膜需求。公司通过扩产正极材料、投建隔膜来保证质量、降低成本、保持较高毛利率。

**下游：**公司拟与北汽新能源和第三方设立换点模式出租车电池运营与电池回收利用合资公司，经营范围拟包括电池租赁与运维、充换电设施建设与充换电服务、电池梯次利用研究与应用、快修维保服务与便利商业经营、新能源宣传展示等。此外，公司拟以 21,650 万元自有资金与国家科技成果转化引导基金等共同设立国家科技成果转化基金新能源汽车子基金。该基金将投资于新能源汽车上下游产业链的优质项目，诸如新能源汽车核心零部件、整车以及相关服务。业此举有利于推进公司在新能源汽车领域的全产业链布局，增强公司整体竞争力。

#### 输配电业务分析

公司输配电业务的客户以电力系统（国网公司）为主、用电单位（企业用户）为辅。近年来，我国电力投资总额不断增加，但同时国家电网公司实施集中采购，电力系统领域的竞争比较激烈。公司参与国家电网招标的电器设备主要有 10-35kV 开关柜和 35KV 真空断路器，每年有比较稳定的中标金额。2015 年，国家电网公司电网投资计划为 4679 亿，YOY+38%，投资金额创历史新高。在总体投资额增长的大环境下，公司在国家电网中的业务会有较稳定的发展。我们预测公司 2016、2017 年输配电业务营收分别增长 11%、11%，毛利率分别为 18%、17%。

同时，公司正加大动力锂电池板块与输变电板块的业务整合，开发大功率充电桩。目前已完成产品定型、具备量产条件。2015 年 9 月，国务院常务会议要求新建住宅停车位建设或预留安装充电设施的比例应达 100%，大型公共建筑物、公共停车

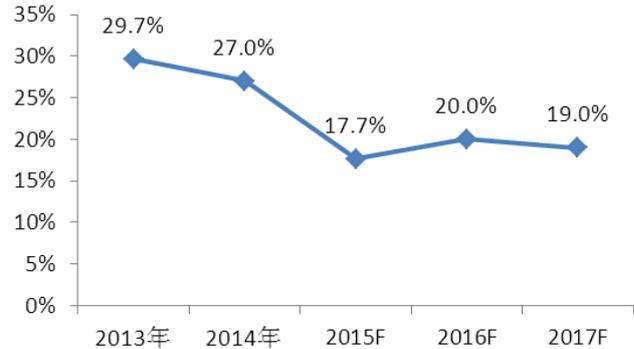
场不低于 10%；目标是 2020 年前完成 480 万个充电桩、1.2 万个充电站。公司与北汽新能源等车企有较好的合作关系，公司的充电桩业务将迎来广阔的发展空间。由于 2015 年 12 月 28 日国家刚发布了充电桩新国标，需要等大约一个季度、待相关的上游厂家依据新国标准备就绪后开始大批量生产。

图表十三： 输配电产品营收及 YOY 单位：百万元，%



资料来源：公司公告、群益证券

图表十四： 输配电产品毛利率 单位：%



资料来源：公司公告、群益证券

### 盈利预测

综上，国家大力扶植新能源汽车产业的发展，预计 2016 年新能源汽车产量有望增长 70%，公司作为 A 股动力电池领军企业，充分受益动力电池高景气周期。预计公司今明两年销量 YOY+96%和+53%，受益于规模效应以及正极材料和隔膜自产，公司将维持较高的毛利率。公司同时拥有磷酸铁锂和三元锂电池技术，三元锂电池将于 16 年 2 季度末投产，不惧电池技术路线之争。同时，公司积极进行产业链扩展，有利于增强公司整体竞争力。

公司 1 月 11 日发布业绩预告，预计 2015 全年净利润为 5.51~6.26 亿元。我们预计公司 2015、16、17 年营收分别为 27.19 亿、44.79 亿和 60.17 亿元，净利润分别为 5.75 亿、9.84 亿和 13.34 亿元，YoY 分别增长+1426%、+71%和+36%；EPS 分别为 0.67、1.14 和 1.55 元。当前股价对应 P/E 分别为 46 倍、27 倍和 20 倍。给予买入的投资建议。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

## 附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
营业收入	738	886	2719	4675	6236
经营成本	519	646	1508	2611	3456
营业税金及附加	4	5	22	28	37
销售费用	62	64	198	341	455
管理费用	81	104	273	468	624
财务费用	17	22	29	50	66
资产减值损失	6	5	22	10	10
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	49	39	674	1168	1587
营业外收入	7	21	25	26	27
营业外支出	3	2	5	6	6
利润总额	53	58	694	1188	1608
所得税	10	11	119	203	273
少数股东损益	14	10	0	1	1
归属于母公司所有者的净利润	29	38	575	984	1334

## 附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
货币资金	185	167	976	908	1130
应收帐款	401	441	1574	2031	2437
存货	176	153	689	827	992
流动资产合计	811	812	3716	4338	5244
长期投资净额	0	0	0	0	1
固定资产合计	379	388	969	1454	1832
在建工程	0	0	150	224	277
无形资产	53	52	204	230	260
资产总计	1266	1274	5855	7067	8439
流动负债合计	680	732	2508	2926	3377
长期负债合计	53	16	460	524	600
负债合计	733	748	2968	3450	3977
股东权益合计	532	526	2887	3617	4462
负债和股东权益总计	1266	1274	5855	7067	8439

## 附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	141	57	209	572	894
投资活动产生的现金流量净额	-65	-66	-296	-132	-106
筹资活动产生的现金流量净额	12	-31	346	-508	-566
现金及现金等价物净增加额	88	-40	260	-68	222

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。